

6 октября 2011 г.

Пульс рынка

- После распродажи рискованных активов, продолжавшейся несколько торговых сессий подряд, вчера наблюдалась фиксация прибыли по коротким позициям, чему способствовала макростатистика по США. Данные ISM Non-Mfg Index, являющегося индикатором состояния непромышленного сектора экономики, указали на увеличение активности производства на фоне продолжающегося роста заказов, однако занятость снизилась, что, скорее всего, найдет отражение в слабых данных в отчете по рынку труда, который выйдет в пятницу. Новостной фон из Европы был скорее нейтральным. Ангела Меркель вновь объявила о готовности оказать поддержку банковской системе, подчеркнув при этом, что на средства EFSF можно рассчитывать лишь в крайнем случае, и инвесторам придется смириться с высокими потерями в связи с обесценением долга Греции. Сегодня состоится заседание ЕЦБ, последнее под председательством Ж.К. Трише. Согласно консенсус-прогнозу, ключевая ставка в 1,5% не будет изменена, но, возможно, будут сделаны намеки на снижение на следующем заседании.
- Отскок на финансовых рынках позволил нефти Brent подняться на уровень 102-103 долл./барр., что привело к укреплению рубля к бивалютной корзине ЦБ, стоимость которой снизилась на 20 копеек до 37,4 руб. во второй половине вчерашнего дня. Сегодня на фоне позитивной динамики внешних рынков корзина, скорее всего, стабилизируется на уровне 37,30-37,45 руб.
- Мы отмечаем присутствие аномалии в коротком конце кривой валютных свопов: спред NDF 3m-1m составляет 100 б.п., в то время как NDF 1y-3m не превышает 25 б.п. Мы считаем, что форвардный курс доллара к рублю завышен на горизонте 3-х месяцев (33 руб.) и занижен на горизонте 1-ого года (34,6 руб.) и рекомендуем продавать NDF 3m против покупки NDF 1y. Для инвесторов более склонных к риску мы рекомендуем покупку NDF 1y без хеджа в коротком контракте.
- НОМОС-Банк (-/Ba3/BB) начал маркетинг выпуска БО-2 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром по ставке купона в диапазоне 8,0-8,75% годовых, что соответствует доходности YTP8,16-8,94% к полуторагодовой оферте. Обращающиеся выпуски эмитентов второго эшелона утратили ликвидность в ответ на повышение ставок денежного рынка, поэтому их котировки нерепрезентативны для оценки справедливого уровня доходности. Мы оцениваем кредитный риск НОМОС-Банка с дюрацией 1,5 года на уровне YTP10 - 10,5%, что соответствует премии к ОФЗ около 300 б.п. Стоит учесть дополнительное время, которое потребуется для попадания БО-2 в список РЕПО ЦБ, что может транслироваться в еще 50-100 б.п. премии. Таким образом, мы рекомендовали бы покупку НОМОС БО-2 с доходностью выше YTP10,5%. Потребность в рефинансировании у банка возникает в том числе по причине принятия решения об исполнении call-опциона 20 октября по выпуску NOMOS16 номиналом 125 млн долл., которое, на наш взгляд, носит скорее имиджевый характер, чем экономический смысл. Наш комментарий к последней отчетности эмитента см. в ежедневном обзоре от 7 сентября.

Темы выпуска

- Погашение депозитов Минфина: хватит ли денег у ЦБ?
 - Металлоинвест: рост отгрузок в Китай снижает краткосрочные риски
-

Погашение депозитов Минфина: хватит ли денег у ЦБ?

Погашение депозитов Минфина в декабре может обернуться временным дефицитом ликвидности

В начале прошлого месяца мы опубликовали свой прогноз развития ситуации с ликвидностью до конца года. Наши выводы предполагали, что в декабре, когда банкам предстоит погасить около 1 трлн руб. депозитов перед Минфином (то есть все существующие депозиты пролонгируются макс. до середины декабря), денежный рынок будет переживать очень непростую ситуацию вплоть до локального дефицита ликвидности. С тех пор внешняя конъюнктура заметно ухудшилась, что вынуждает нас пересмотреть и без того не слишком оптимистичные прогнозы по ликвидности и ставкам в сторону ухудшения.

В числе основных изменений за последний месяц - интенсификация оттока капитала и разворот интервенций ЦБ от покупок к продажам иностранной валюты. Ни то, ни другое в нашем прежнем прогнозе не фигурировало, а значит, наш обновленный прогноз после корректировки будет предполагать еще более серьезное ухудшение ситуации с ликвидностью, чем можно было предположить ранее.

Интенсификация оттока капитала и продажи валюты ЦБ ухудшают прогноз по ликвидности

Раньше мы исходили из того, что интервенции ЦБ как минимум не причиняли ущерба ликвидности (а как максимум пополняли ее), то ввиду резкого падения курса рубля в сентябре и связанного с этим ухудшения ожиданий по оттоку капитала, теперь впору рассматривать негативный сценарий, когда в течение оставшихся месяцев ЦБ проводит продажи иностранной валюты, а отток капитала превышает сальдо текущего счета (около 15 млрд долл. в 4 кв. 2011). Поскольку теперь мы закладываем возможность ухудшения внешней конъюнктуры, интенсивность оттока капитала в последующие месяцы не должна уступать показателям сентября, когда "бегство капитала" составило 13 млрд долл. (390 млрд руб.). Тогда, исходя из принятых нами предпосылок, интервенции ЦБ до конца 2011 г. должны составлять не менее 6 млрд долл. (180 млрд руб. в рублевом эквиваленте) ежемесячно. Мы также предполагаем, что в подобных условиях разместить ОФЗ будет крайне сложно.

Минфин способен пролонгировать 1 трлн руб. задолженности банков по депозитам до середины декабря

По нашим оценкам, на начало октября 2011 г. Минфин обладает запасом средств на счетах в казначействе в размере 1092 млрд руб. Располагая такими деньгами Минфин способен пролонгировать имеющуюся у банков задолженность по депозитам - 1056 млрд руб. в полном объеме до декабря 2011 г., причем 150-200 млрд руб. из этой суммы, по нашим оценкам, может быть пролонгировано, как минимум, до января 2012 г. Мы считаем, что до середины декабря у Минфина есть дополнительная возможность по чистому размещению средств на депозиты банков в 400 млрд руб. Однако в свете последних заявлений С. Сторчака, указывающих на присутствие у властей опасений относительно рисков исполнения бюджета, Минфин, скорее всего, будет размещать не больше, чем требуется для пролонгации текущей задолженности по депозитам.

Прогноз запаса средств Минфина на счетах в казначействе на начало октября 2011 г.

	млрд руб.
профицит федерального бюджета за январь-сентябрь 2011 г.	920
остатки прошлого года	512
чистое привлечение долга*	716
чистое размещение на депозитах коммерческих банков	-1 056
Итого средства Минфина на начало октября 2011 г.	1 092

* С учетом ГСО, руб. евробондов, погашений внешнего долга, за вычетом 295 млрд руб. для санации Банка Москвы
Источник: ЦБ, Минфин, расчеты Райффайзенбанка

Поскольку переломить тенденцию к оттоку ликвидности сейчас может только резкое улучшение внешнеэкономической конъюнктуры (например, если угроза дефолта Греции по какой-либо причине отступит), что маловероятно, рассчитывать на какое-либо ощутимое восстановление ликвидности раньше декабря 2011 г. не приходится.

В таких условиях становится очевидно, что погасить уже имеющуюся у банков задолженность по депозитам Минфина (1056 млрд руб.) каким-либо другим способом, кроме как ее пролонгацией ("roll-over") до декабря 2011 г. у кредитных организаций нет никакой

возможности. И если в октябре-ноябре 2011 г. банки еще могут ухватиться за "спасательный круг" фондирования Минфина, отсрочив исполнение обязательств по депозитам перед ведомством до середины декабря, то в самом декабре необходимость возврата около 1 трлн руб. Минфину принимает характер неотвратимого события, так как вырученные от этих погашений средства "конвертируются" ведомством в госрасходы и используются для исполнения расходных обязательств бюджета на 2011 г.

Факторы формирования банковской ликвидности в октябре-декабре 2011 г. и январе 2012 г.

	окт.11	ноя.11	дек.11	январ.12
Сальдо консолид. бюджета ("-" профицит)	-133	112	1 412	-300
Изменение наличности в обращении ("-" рост наличности)	23	42	-570	280
Интервенции ЦБ ("-" продажи иностр. валюты)	-180	-180	-180	-180
Чистое размещение ОФЗ ("-" чистое привлечение) *	0	30	0	0
Итого изменение ликвидности	-290	4	662	-200

* без учета ГСО

Источник: ЦБ, Минфин, расчеты Райффайзенбанка

К началу декабря 2011 г. спрос на РЕПО с ЦБ может возрасти до 500 млрд руб.

При этом, безотносительно необходимости пролонгации депозитов, внутренние источники изъятия ликвидности (бюджет, прирост наличности, интервенции ЦБ, чистое размещение ОФЗ) приведут к чистому оттоку ликвидности в октябре-ноябре 2011 г. примерно в 300 млрд руб. Поскольку всплеск госрасходов, способных этот отток ликвидности компенсировать, приходится только на конец декабря, такое изъятие ликвидности будет транслироваться в дополнительный прирост спроса на РЕПО с ЦБ в размере 300 млрд руб. (см. таблицу), что в сумме со средней величиной задолженности по РЕПО с Банком России на уровне 100-200 млрд руб. (налоговый период сентября) на начало декабря 2011 г. предполагает совокупный спрос на РЕПО с ЦБ около 400-500 млрд руб. Сколько банкам потребуется взять РЕПО с ЦБ до конца года сверх этих 500 млрд руб. будет полностью зависеть от следующих сценариев.

Сценарий 1. Минфин не допускает направление предназначенных для пополнения Резервного фонда 880 млрд руб. на пролонгацию депозитов банков.

Сценарий 2. Минфин может потратить эти 880 млрд руб. на пролонгацию депозитов на срок:

2 а) до января 2012 г.

2 б) на срок, превышающий 1 месяц.

Сценарный прогноз фактической потребности банковского сектора в РЕПО с ЦБ, млрд руб.

	Сценарий 1	Сценарий 2а	Сценарий 2б
середина декабря 2011	1500	590	590
конец декабря 2011	1500	0*	0*
в январе 2012	> 1500	960	40

* фактическая потребность в РЕПО с ЦБ равна нулю, поскольку избыток ликвидности в этот период составляет 162 млрд руб.

Источник: ЦБ, Минфин, расчеты Райффайзенбанка

Сценарий 1. Если Минфин не будет тратить 880 млрд руб. на пролонгацию депозитов, то в середине декабря банкам придется вернуть ведомству, по нашим расчетам, как минимум 930 млрд руб. депозитов, что будет иметь следствием эквивалентный скачок спроса на операции РЕПО с ЦБ. С учетом других источников изъятия ликвидности, фактическая потребность в РЕПО с ЦБ на середину декабря 2011 г. может достигнуть 1,5 трлн руб. (!), а именно:

500 млрд руб. (РЕПО ЦБ на 01.12.11) + 90 млрд руб. (1/2 интервенций ЦБ) + 930 млрд руб. (погашение депозитов) + 0 руб. (сальдо бюджета за 1/2 мес.) ~ 1,5 трлн руб.

Если Минфин не использует отведенные на пополнение Резервного фонда 880 млрд руб., РЕПО с ЦБ может достигнуть 1,5 трлн руб., что чревато МБК выше 7%

Такой сценарий опасен тем, что объемы РЕПО с ЦБ входят в опасную с точки зрения последствий для денежного рынка зону. С учетом того, насколько вырос рынок размещенных государственных и корпоративных бумаг мы оцениваем потенциал РЕПО с ЦБ в диапазоне от 1,5 до 2,0 трлн руб. И хотя оценка РЕПО в 1,5 трлн руб. попадает в этот диапазон, в действительности столь масштабные заимствования у ЦБ кажутся нам слабо реализуемыми. Напомним, что на пике спроса на РЕПО с ЦБ в кризисный период, максимальный объем привлечения средств у ЦБ по этим сделкам в янв. 2009 г. достигал 600 млрд руб., при этом ставки МБК существенно превышали стоимость РЕПО, подскочив до 26%. Таким образом, даже если расширение заимствований через РЕПО с ЦБ до 1,5 трлн руб. окажется возможным, для денежного рынка это обернется ставками МБК выше 7% (если ЦБ не снизит ставку РЕПО), что крайне нежелательно в сложившихся условиях.

Если Минфин пролонгирует задолженность банков по депозитам до января 2012 г., РЕПО с ЦБ возрастет до 960 млрд руб.

Сценарий 2а. Если Минфин допускает пролонгацию депозитов до января 2012 г. за счет предназначенных для Резервного фонда 880 млрд руб., то фактическая потребность в РЕПО с ЦБ на середину декабря 2011 г., по нашим оценкам, ограничивается 590 млрд руб. (с учетом интервенций ЦБ за полмесяца). Такой объем РЕПО система уже способна "переварить", тем более что в конце декабря 2011 г. ситуация с ликвидностью выправится благодаря поступающим расходам бюджета, что приведет к выходу на небольшой избыток ликвидности (162 млрд руб.), а значит сведет на нет задолженность по РЕПО с ЦБ к началу января 2012 г. Однако, если предположить, что Минфину формально необходимо перечислить 880 млрд руб. в Резервный фонд в январе, к этому моменту банки должны будут возместить ведомству эквивалентную сумму, которую им придется взять у ЦБ, вновь нарастив задолженность по РЕПО до 960 млрд руб.

Если Минфин допустит пролонгацию задолженности банков по депозитам на срок более 1 месяца, РЕПО с ЦБ сократится до 60 млрд руб.

Сценарий 2б. Минфин не просто допускает использование отведенных на пополнение Резервного фонда 880 млрд руб. для пролонгации депозитов, но и придумывает механизм, позволяющий пролонгировать депозиты на срок, превышающий 1 месяц. Такой сценарий полностью решает для банков проблему привлечения ликвидности под погашение задолженности по депозитам, поскольку roll-over будет происходить на постоянной основе, следовательно, к январю 2012 г. потребность в РЕПО с ЦБ ограничится необходимостью компенсации интервенций и бюджетного сальдо, а именно 60 млрд руб.:

- 162 млрд руб. (избыток ликв. на 01.01.12) + 200 млрд руб. (отток ликв. в январе 2012) = 60 млрд руб.

Во избежание рекордного всплеска РЕПО с ЦБ и ставок МБК Минфину необходимо разработать механизм конвертации средств для пополнения Резервного фонда в пролонгацию депозитов банков

Сопоставление возможных сценариев развития событий указывает на то, что в случае "придерживания" Минфином предназначенных для Резервного фонда средств, резкий всплеск РЕПО с ЦБ с последующим ростом ставок МБК выше стоимости РЕПО становится неизбежным. В такой ситуации перед регулятором вскоре станет проблема разработки механизма, позволяющего конвертировать "отложенные" для пополнения фонда средства в пролонгацию задолженности банков по депозитам. При этом наиболее выгодным для рынка сценарием был бы тот, при котором Минфин может перенести погашение депозитов дальше января 2012 г., то есть совершить пролонгацию, скажем, на полгода. По опыту прошлых лет, для реализации такого сценария Минфин может использовать механизм инвестирования средств фондов на внутреннем рынке (в данном случае в депозиты банков) подобно тому, как это происходило в 2008 г. с инвестированием средств ФНБ в акции.

Металлоинвест: рост отгрузок в Китай снижает краткосрочные риски

Металлоинвест (-/Ba3/BB-), один из крупнейших в мире производителей железной руды и ГБЖ (горячебрикетированное железо), представил сильные финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г. Выручка выросла на 47% г./г., прирост EBITDA составил 55%, а рентабельность EBITDA достигла 38,6% против 36,5% годом ранее, что является одним из лучших показателей в отрасли. Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) остается на приемлемом уровне, несмотря на небольшое повышение за отчетный период с 1,55х до 1,64х на фоне существенного увеличения долгосрочной задолженности.

Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста

в млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	146 896	99 944	+47%
Операционная прибыль	42 577	28 612	+49%
Операционная рентабельность	29,0%	28,6%	+0,4 п.п.
EBITDA	56 727	36 527	+55%
Рентабельность EBITDA	38,6%	36,5%	+2,1 п.п.
Чистая прибыль	28 192	15 645	+80%
Чистая рентабельность	19,2%	15,6%	+3,6 п.п.
Операционный поток	35 428	19 917	+78%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-71 855	-2 286	-
Капвложения	-8 717	-5 136	-
Финансовый поток	43 511	-29 229	-

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	173 093	126 377	+37%
Краткосрочный долг	47 109	40 651	+16%
Долгосрочный долг	125 984	85 726	+47%
Чистый долг	161 684	121 744	+33%
Чистый долг/EBITDA LTM *	1,64х	1,55х	-

*EBITDA LTM за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В 1П 2011 г. объемы производства и отгрузки продукции невысокого передела увеличились при снижении производства чугуна и стали

В отчетном периоде компания увеличила объемы отгрузки сырья для производства стали: железной руды в среднем на 28% г./г., окатышей на 11% г./г. и ГБЖ на 9% г./г.. При этом объемы продаж готовой продукции - стали - снизились на 5% г./г., что, на наш взгляд, не в последнюю очередь было обусловлено существенным наращиванием поставок железорудного сырья и полуфабрикатов в Китай (5,7 млн т в 1П 2011 г. против 618 тыс. т в 1П 2010 г.). Увеличение отгрузок в Китай, на наш взгляд, в текущих условиях является стабилизирующим фактором, который уменьшает риски компании в случае ухудшения экономической ситуации. Стоит отметить, что в кризисный 2009 г. выручка Металлоинвеста снизилась на 35%, EBITDA - на 70%, при этом доля экспорта в Китай составляла лишь 14% в общем объеме реализации (сейчас почти 40%).

Рост производства в условиях повышенного спроса стал возможен благодаря оптимизации работы оборудования, завершению модернизации установки металлзации на Оскольском комбинате, а также увеличению парка горнотранспортной техники. Помимо позитивной динамики операционных показателей, существенный вклад в увеличение выручки внесло повышение цен реализации на все виды производимой продукции.

Рост EBITDA составил 55% г./г., при этом 79% приходится на горнодобывающий

Компания обеспечена собственным горнорудным сырьем, поэтому основными статьями затрат для нее остаются расходы на электроэнергию и природный газ, повышение цен на которые составило за отчетный период 7% и 14%, соответственно. На фоне опережающего роста выручки EBITDA увеличилась на 55% г./г. до 56,7 млрд руб. 79% EBITDA было обеспечено горнодобывающим сегментом.

сегмент

**Существенное
увеличение
инвестиций связано
с покупкой акций
НорНикеля**

На финансирование капзатрат в 1П 2011 г. Металлоинвест направил 8,7 млрд руб., что полностью покрывается операционными денежными потоками компании. Более существенные инвестиции были осуществлены в покупку 4% акций Норильского Никеля (в форме ADR) за 2,2 млрд долл. (~60 млрд руб.). Сделка была профинансирована за счет привлечения предэкспортного синдицированного кредита на 3,1 млрд долл. (900 млн долл. были направлены на рефинансирование краткосрочной задолженности). Процентная ставка по кредиту привязана к показателю Долг/EBITDA, и в настоящее время составляет LIBOR+2,25%.

**После отчетной даты
часть
краткосрочного
долга была
рефинансирована
за счет евробондов**

В результате привлечения этого кредита долгосрочный долг компании вырос на 47% до 126 млрд руб. Краткосрочная задолженность на конец 1П 2011 г. составляла 47 млрд руб., или 27% от совокупного долга компании. Важно отметить, что в июле этого года Металлоинвест разместил дебютный выпуск евробондов на 750 млн долл. (~21,5 млрд руб. по курсу на июль) сроком на 5 лет со ставкой купона 6,5%. Полученные средства были полностью направлены на погашение краткосрочной задолженности. Кроме того, мы обращаем внимание на тот факт, что риски рефинансирования снижаются наличием значительного объема ликвидных активов в виде пакета акций Норильского Никеля. В соответствии с условиями выпуска Долг/EBITDA компании ограничен 3,5х. На конец 1П 2011 г. это соотношение составляло 1,8х.

**Ожидаем роста
долговой нагрузки
через 2 года с
началом разработки
Удоканского
месторождения**

Во 2П 2011 г. мы не ожидаем какого-либо существенного ухудшения кредитного качества компании, принимая во внимание прогнозируемое увеличение отгрузок железной руды и окатышей на внутренний рынок (заключены трехлетние договора с НЛМК и ММК) и достаточно небольшую программу капзатрат:

- окончание строительства новых мощностей по сушке концентрата на Лебединском ГОКе, оцениваемых в 30 млн долл. (~900 млн руб.),
- продолжение строительства комплекса обжиговой машины №3 на Михайловском ГОКе с инвестициями в 450 млн долл. в 2010-2013 гг. (~4,3 млрд руб. в год) и прочих расходов на модернизацию.

Также после отчетной даты компания приобрела щебеночный бизнес за 251 млн долл.

Рост долговой нагрузки мы ожидаем в 2013 г., поскольку с этого момента начнутся наиболее существенные для компании инвестиции (предварительно, по данным Интерфакса, совокупный объем затрат - 6-8 млрд долл. в течение 5-6 лет) в разработку Удоканского месторождения меди (третье по запасам в мире, 25,7 млн т меди по JORC). В соответствии с условиями лицензии, строительство производственных объектов должно быть начато не позднее ноября 2012 г. Запуск ГОКа намечен на май 2016 г.

Планируется, что организация финансирования проекта будет осуществляться ВЭБом (в сентябре подписан Меморандум о намерениях). В качестве возможных инструментов компания рассматривает привлечение акционерного капитала, долга, проектное финансирование и пр. Стоит отметить, что в случае невозможности привлечения ресурсов для разработки месторождения на приемлемых условиях, Металлоинвест не исключает продажу этого актива.

Также компания планирует в 2012-2015 гг. реализацию проекта по увеличению почти вдвое мощностей по производству ГБЖ на Лебединском ГОКе (капзатраты оцениваются в 900 млн долл.).

Текущая доходность выпуска Metallinvest'16 составляет 10,0-10,25% годовых, что не подразумевает премию к Severstal'16 и Evraz'15 (с учетом дюраций). Поэтому, на наш взгляд, в сложившихся условиях это является справедливым уровнем, и потенциал роста бумаг компании может быть связан только с динамикой рынка.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	(+7 495) 721 2846
-----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Дмитрий Румянцев		(+7 495) 721 2817
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.