

## Пульс рынка

---

- Итогом двухдневного заседания ФРС США стал запуск программы Twist, суть которой состоит в удлинении дюрации UST, находящихся на балансе ФРС, за счет покупок длинных облигаций и продажи коротких бумаг в размере 400 млрд долл. Также ФРС планирует выкупать MBS на средства, поступающие от текущего портфеля ценных бумаг. В целом эта мера была ожидаемой рынками, небольшим сюрпризом стало отсутствие дополнительных шагов по поддержке экономического роста. В результате индексы акций спикировали вниз, потеряв в пределах 1-2%. Доходности 10Y UST опустились до многолетнего минимума YTM1,84%. Логично, что наиболее сильный ценовой рост продемонстрировали 30-летние облигации, доходность которых опустилась до отметки YTM2,92%. В нашем ежедневном обзоре от 6 сентября мы рекомендовали играть на сужение спреда 30YUST-10YUST, который на тот момент составлял 131 б.п., а сейчас 111 б.п. Мы считаем, что потенциал сужения этого спреда (по нашим оценкам, еще 10-20 б.п.) еще не исчерпан.
- Учитывая довольно скромный масштаб программы поддержки со стороны ФРС в условиях развивающегося долгового кризиса в ЕС, мы ожидаем дальнейшего сворачивания carry-trade, которое будет способствовать продолжающемуся укреплению доллара против евро. С технической точки зрения, мы не видим препятствий для снижения пары долл./евро до отметки 1,30, что соответствует рекомендации, данной в нашем ежедневном обзоре от 12 сентября.
- На фоне снижения цен на нефть Brent (ниже 110 долл./барр.) локальный рынок находился под влиянием негативных настроений по причине сокращения рублевой ликвидности и оттока капитала. Сегодня с утра стоимость корзины составила 37 руб., что на 30 копеек выше уровня закрытия. Ставки по валютным свопам поднялись на 50-100 б.п., при этом мы отмечаем увеличение премии за дюрацию. Мы ожидаем дальнейший рост ставок вдоль кривой валютных свопов, особенно на ее дальнем конце, что будет способствовать повышению доходностей длинных ОФЗ (более подробно см. в сегодняшней теме "Перестройка рынка рублевых облигаций").
- Вчера состоялось размещение ГСО в объеме 30 млрд руб. по закрытой подписке с доходностью YTM7,21% к погашению через 4 года, что соответствует текущим уровням ОФЗ. Основными покупателями выпуска ГСО выступили страховые компании, ПФР, которые, благодаря наличию долгосрочных источников фондирования, могут инвестировать в длинные бумаги в рамках стратегии buy & hold. В то же время аукцион по доразмещению 6-ти летних ОФЗ в объеме 10 млрд руб. был признан несостоявшимся, что выглядит естественным в текущей неблагоприятной конъюнктуре.

## Темы выпуска

---

- Перестройка рынка рублевых облигаций
  - ЛСР: долговая нагрузка по-прежнему высока
  - Кокс: граница ковенанта все ближе
-

## Перестройка рынка рублевых облигаций

Отток капитала не способствует повышению рублевой ликвидности

Результаты последних депозитных аукционов Минфина говорят о высоком спросе на ликвидность: уровень средневзвешенной ставки оказался на 1 п.п. выше минимальной ставки. Возникает вполне естественный вопрос, является ли столь ажиотажный спрос следствием простой перестраховки, и фундаментально причин для беспокойства нет, а значит ставки в ближайшее время заметно снизятся, или впереди нас ждет продолжительный период повышенных ставок, который будет сопровождаться перестройкой рынка рублевых облигаций на новые уровни доходностей.

Ответ на этот вопрос заключен в характере наблюдаемого сжатия ликвидности, которое является основным фактором переоценки участниками процентных рисков. Поскольку помимо профицита бюджета, все большую роль в формировании спроса на рублевую ликвидность играет отток капитала, степень адаптивности ставок денежного рынка к новым условиям во многом будет определяться развитием событий на валютном рынке. В опубликованном вчера обзоре мы рассмотрели несколько сценариев изменения курса рубля, которые служат исходными параметрами для оценки изменения ставок денежного рынка и доходностей облигаций.

Сценарии	Курс бивалютной корзины*	Отток капитала, млрд долл.	Чистый прирост ставок**
Негативный	37,2-37,6	14,2-16,8	более 50 б.п.
Базовый	36,5-36,9	9,4-12,0	от 30 до 50 б.п.
Позитивный	35,5-36,5	7,0-8,4	от -30 до 30 б.п.

\* через месяц

\*\* к текущему уровню ставок

Источник: Банк России, ММВБ, расчеты Райффайзенбанка

В нашем базовом сценарии ставки останутся вблизи 5% годовых в среднесрочном горизонте

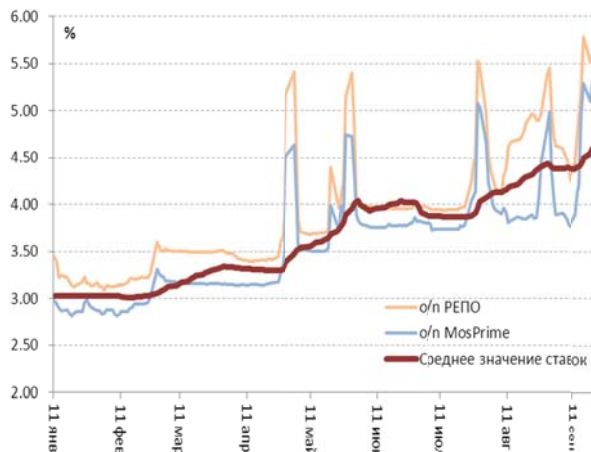
**Базовый сценарий**, при котором рубль будет совершать умеренное ослабление, и общий отток капитала не превысит 12 млрд долл. в месяц, по нашим оценкам, предполагает премию за риск к текущим уровням ставок в среднем не более 50 б.п.

**Позитивный сценарий** не предполагает существенного отклонения курса рубля и базируется на оценке оттока капитала всего в 7-8 млрд долл. Такое изъятие ликвидности может быть компенсировано за счет поступлений по текущему счету, и поэтому сильной коррекции ставок не подразумевает - по нашим оценкам -30/+30 б.п. к нынешнему уровню.

В случае же резкого падения рубля (**негативный сценарий**), отток капитала может достичь 16,8 млрд долл. за месяц, что будет сопровождаться повышенным спросом на РЕПО с ЦБ и депозитные аукционы Минфина. При таком сценарии последующий рост ставок денежного рынка может превысить 50 б.п., что может привести не только к увеличению угла наклона кривой ОФЗ, но и ее смещению.

Поддерживающие рубль высокие цены на нефть (выше 100 долл./барр. для URALS) при ослаблении волнений на внешних рынках в краткосрочной перспективе делают развитие негативного сценария маловероятным. В результате наиболее реалистичным развитием событий в ближайшее время нам представляется сохранение умеренного дефицита рублевой ликвидности, источниками пополнения которой будут являться Минфин и ЦБ РФ. Как следствие, на горизонте 1-3 месяцев ставки overnight будут преимущественно колебаться вблизи 5,0% годовых.

## Динамика ставок денежного рынка



Источник: ММВБ, ЦБ РФ, Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

**Произошел лишь параллельный сдвиг кривых...**

Сопоставив изменения ставок междилерского РЕПО и валютных свопов с динамикой доходностей рублевых облигаций, мы пришли к выводу о том, что рынок еще не полностью перестроился под новые уровни фондирования. Рынок ОФЗ отреагировал на повышение ставок по валютным свопам лишь параллельным сдвигом вверх в пределах 50 б.п., сохранив при этом спред к ним на уровне 150-200 б.п., что оставляет пространство для восходящей коррекции доходностей, преимущественно, в длинном конце кривой. В то же время мы считаем, что краткосрочные ОФЗ (с дюрацией до 2,5 года) продолжают перестраиваться под новые уровни ставок денежного рынка, однако потенциал их ценового снижения не так велик, как в длинных бумагах.

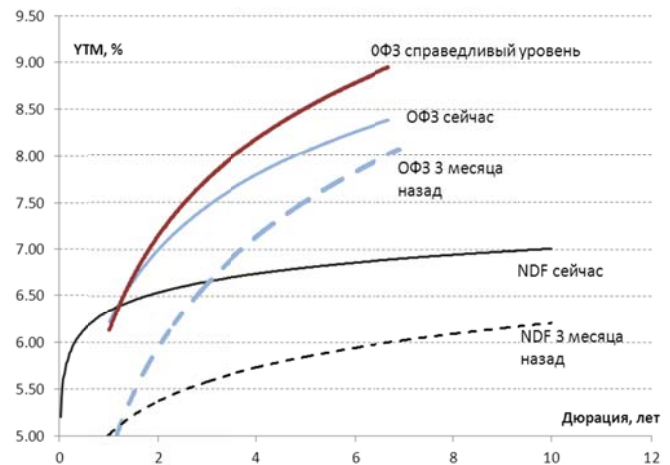
**... при этом премия за дюрацию не изменилась....**

Как видно из динамики спреда ОФЗ 26204 - 25068, наклон кривой ОФЗ в сегменте дюрации более 2,5 года не изменился. Мы считаем, что помимо параллельного сдвига кривой ОФЗ, должно произойти и повышение премии за дюрацию в ответ на высокую волатильность валютного рынка (внутридневное колебание стоимости корзины в пределах 80 коп. и, как следствие, рост ставок валютных свопов).

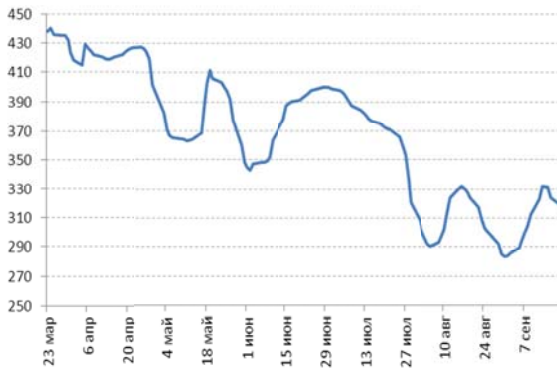
**...несмотря на сокращение спреда к ставкам о/н РЕПО**

Учитывая тот факт, что большинство участников рынка фондирует позиции в длинных облигациях краткосрочными средствами (в частности, о/н РЕПО), мы обратили внимание на динамику спреда доходностей длинных ОФЗ к ставкам междилерского РЕПО. За последние три месяца рост однодневных ставок междилерского РЕПО опередил рост доходностей в длинном конце кривой, о чем свидетельствует сжатие спреда ОФЗ 26204 к о/н РЕПО с 440 б.п. до 330 б.п., что, на наш взгляд, неоправданно. Катализатором для увеличения наклона кривой ОФЗ может стать снижение котировок нефти в ответ на отсутствие количественного смягчения на фоне продолжающегося замедления экономик развитых стран. Кстати говоря, результаты вчерашнего заседания ФРС как раз свидетельствуют о скромном масштабе количественного смягчения. По нашим оценкам, справедливые доходности длинных ОФЗ соответствуют уровню УТМ 8,5-9,0%, что на 25-75 б.п. выше текущих значений. Поэтому мы рекомендуем удерживать короткие позиции в длинных выпусках ОФЗ (например, 26203, 26204, 26206), используя первичное предложение Минфина для фиксации прибыли.

## Изменение кривых доходностей базовых активов



Спред ОФЗ 26204 - междилерское РЕПО о/п



Спред ОФЗ 26204 - 25068



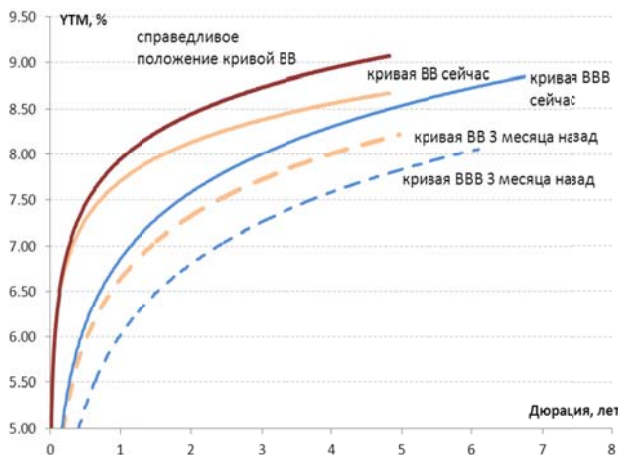
Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

**Сегмент ВВ выглядит дорого особенно в длинных бумагах**

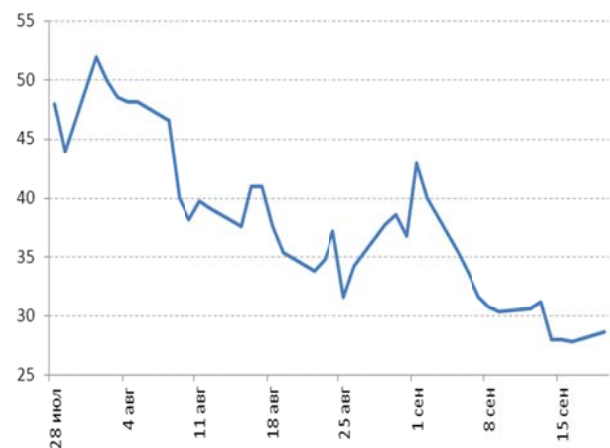
В корпоративном сегменте (компании и финансовые институты) произошел сдвиг доходностей в пределах 75 б.п. Однако некоторые выпуски по причине их низкой ликвидности остались на "старых" уровнях, что в большей мере наблюдается в категории бумаг с рейтингом ВВ, чем в инвестиционной категории. Хотя есть и исключения, например, спред ФСК19 - ОФЗ 26204 сейчас находится около 40 б.п., тогда как еще в начале августа превышал 50 б.п.

В новых условиях, когда основным источником фондирования позиции в ценных бумагах является РЕПО с ЦБ, должна произойти дифференциация спредов бумаг к кривой ОФЗ в зависимости от дисконтов, установленных ЦБ. Как следствие, расширение спредов по бумагам ВВ должно быть более сильным, чем по бумагам ВВВ, чего пока не наблюдается.

Кривые доходностей бумаг ВВ и ВВВ



Спред ФСК19-ОФЗ 26204



На наш взгляд, справедливое положение средних доходностей по длинным выпускам ВВ (с дюрацией 3-4 года) соответствует уровню YTM 9,5 - 10,0%, что предполагает потенциал роста доходностей на 50-75 б.п. При этом сегмент ВВВ отстает от своих справедливых уровней на 25-50 б.п.

**ЛСР: долговая нагрузка по-прежнему высока**

Группа ЛСР (-/В2/В), одна из крупнейших российских диверсифицированных строительных компаний, опубликовала финансовые результаты своей деятельности по МСФО за 1П 2011 г., влияние которых на ее кредитное качество мы оцениваем нейтрально. Выручка компании выросла на 30% до 22,9 млрд руб., при этом рентабельность по EBITDA составила 16,7%, практически не изменившись по сравнению с 1П 2010 г. За отчетный период долг компании вырос на 4,2 млрд руб. до 35,9 млрд руб. По причине достаточно высокой долговой нагрузки мы считаем, что компания более чувствительна к негативным изменениям на глобальных рынках, из-за которых сектор строительства может вновь оказаться под ударом.

## Ключевые финансовые показатели ЛСР

в млн руб., если не указано иное	1П 2011	1 П 2010	изм.
Выручка	22 964	17 717	+30%
ЕБИТДА	3 834	2 923	+31%
Рентабельность ЕБИТДА	16,7%	16,5%	+0,2 п.п.
Чистая прибыль	668	-613	-
Операционный поток	-110	-2 285	-
Инвестиционный поток	-2 307	-5 778	-2,5x
Финансовый поток	2 558	8 832	-3,4x

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	35 877	31 703	+13%
Краткосрочный долг	3 329	3 989	-16%
Долгосрочный долг	32 548	27 714	+17%
Чистый долг	34 346	30 376	+13%
Чистый долг/скорр. ЕБИТДА	4,62x	4,65x	-

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Рост выручки наблюдался по всем основным сегментам бизнеса

Результаты компании отражают сохранение позитивных тенденций на строительном рынке, начавшихся в 2010 г. В 1П 2011 г. были заключены новые контракты на продажу 118 тыс. кв. м. недвижимости, что на 96% выше результатов аналогичного периода прошлого года. По мнению компании, основными факторами роста продаж недвижимости стали отложенный спрос, а также развитие ипотеки. Более половины новых контрактов было заключено в сегменте масс-маркет и бизнес-класс в Санкт-Петербурге, 20% - в сегменте элитной недвижимости в Санкт-Петербурге, 22% - по объектам в Екатеринбурге и 7% - в Москве.

### Рентабельность девелопмента немного сократилась

Основной вклад в увеличение выручки внесли сегменты "Девелопмент недвижимости" и "Общестроительные материалы", рост продаж которых составил 45% и 49% до 6,1 и 8,6 млрд руб., соответственно. При этом доля девелопмента в общих продажах группы возросла на 4 п.п. до 37%, а его вклад в консолидированный показатель ЕБИТДА сократился на 3,8 п.п. до 53%, что стало следствием снижения рентабельности по ЕБИТДА до 23%. Стоит отметить, что наиболее прибыльными операционными сегментами стали "Коммерческая недвижимость" и "Нерудные материалы" с рентабельностью по ЕБИТДА на уровне 47% и 39%, соответственно.

Выручка в сегменте "Девелопмент недвижимости" отражает в основном ввод в эксплуатацию одного дома площадью 5 тыс. кв. м в составе ЖК "Долгоозерный" в Санкт-Петербурге, а также физкультурно-оздоровительного комплекса "Грюнвальд" в г. Москве площадью 2 тыс. кв. м.

Мы обращаем внимание на особенности бухгалтерского учета девелопмента по МСФО. В соответствии с принятыми стандартами выручка от продажи квартир и соответствующие затраты на строительство могут отражаться в отчете о прибылях и убытках только после сдачи дома госкомиссии (ввода в эксплуатацию), в балансе проходят соответствующие корректировки по строкам кредиторской задолженности и запасов. Как следствие, показатель ЕБИТДА по сегменту "Девелопмент недвижимости" отражает результат деятельности компании со значительным лагом к отчетной дате.

Для более оперативной оценки результатов деятельности компании в сегменте девелопмента мы провели корректировку выручки, учтя предоплаты за квартиры (в еще строящихся домах), внесенные за отчетный период. Предполагая рентабельность на уровне 24% по сегменту, мы получили скорректированный показатель ЕБИТДА по всей группе в размере 3,7 и 6,5 млрд руб. за 1П 2011 г. и 2010 г., соответственно. Как видно, в годовом выражении произошел рост ЕБИТДА, что указывает, помимо прочего, на увеличение объема продаж квартир в еще недостроенных домах. Долговая нагрузка ЛСР за отчетный период осталась практически без изменения, составив 4,6х в терминах отношения Чистый долг/скоррект.ЕБИТДА.

### Операционного потока едва хватает,

Денежный поток от операционной деятельности (до налогов и процентных платежей) увеличился в 2,8 раза г./г., составив 1,7 млрд руб., чего хватает только для покрытия процентных платежей,

**чтобы покрыть  
процентные платежи**

которые были уплачены в размере 1,4 млрд руб. Чистый отток средств по операционной деятельности после уплаты налогов и процентов заметно сократился в сравнении с 1П 2010 г. Соответственно, инвестиционная деятельность, состоящая, в основном, из капитальных расходов (1,5 млрд руб.) и приобретения долей в компаниях (1 млрд руб.), потребовала увеличения долга. Также влияние на его уровень оказала выплата дивидендов в сумме 1,6 млрд руб.

**Инвестиционные  
расходы  
финансируются за  
счет нового долга**

В рамках реализации инвестиционной программы был завершен процесс пуска-наладки оборудования на цементном заводе в Ленинградской области, который в сентябре этого года уже начал производство. Также Группа ЛСР завершила приобретение современного кирпичного завода "Павловская керамика" и заключила контракт на покупку месторождений известняка и глины (для цементного завода). Предстоящие капитальные затраты компании включают завершение строительства кирпичного завода в Ленинградской области.

Финансирование инвестиций потребует привлечения нового долга, в частности, два зарегистрированных выпуска рублевых биржевых облигаций (4,5 млрд руб.) при улучшении рыночной конъюнктуры потенциально могут стать источниками фондирования капвложений.

**Краткосрочные риски  
рефинансирования не  
высоки**

За отчетный период компания разместила выпуск БО-3 номиналом 2 млрд руб. с погашением в 2014 г., что привело к улучшению структуры долга по срочности: на долю краткосрочного долга приходится менее 10% от всего кредитного портфеля. После отчетной даты были размещены БО-5 в объеме 2 млрд руб. Поэтому краткосрочные риски рефинансирования мы оцениваем как невысокие.

**Выпуски эмитента  
пока стоят дорого**

Обращающиеся бумаги эмитента имеют доходность ниже YTW10%. Уровень в 10% годовых, на наш взгляд, является в текущих условиях более-менее адекватным значением для бумаг рейтинга В, не предполагающим включения новых бумаг в список РЕПО ЦБ.

## Кокс: граница ковенанты все ближе

Группа Кокс (В/В2/-), крупнейший производитель и экспортер чугуна и товарного кокса в РФ, опубликовала относительно слабые финансовые результаты по МСФО за 2 кв. и 1П 2011 г. Несмотря на увеличение выручки в 1П 2011 г. на 11% относительно 1П 2010 г., показатель EBITDA снизился на 25%, а рентабельность EBITDA - почти на 8 п.п. При этом показатели прибыльности 2 кв. 2011 г. оказались хуже уровней 1 кв. 2011 г. В то время как значительный рост чистой прибыли (в 3,5 раза) обусловлен эффектом низкой базы (в 1П 2010 г. был признан убыток от прекращенной деятельности - никелевых активов). Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA достигла уровня 3,2х (на начало года - 2,0х), что было обусловлено как увеличением долга, так и снижением EBITDA.

### Ключевые финансовые показатели Группы Кокс

В млн руб., если не указано иное	2кв. 2011	2кв. 2010	изм.	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	13 551	12 608	+7%	24 538	22 165	+11%
Валовая прибыль	4 177	4 219	-1%	8 140	6 791	+20%
Валовая рентабельность	30,8%	33,5%	-2,7 п.п.	33,2%	30,6%	+2,6 п.п.
EBITDA*	2 085	3 583	-42%	4 380	5 558	-21%
Рентабельность EBITDA	15,4%	28,4%	-13 п.п.	17,8%	25,0%	-7,2 п.п.
Чистая прибыль	550	356	+54%	1 633	461	+3,5х
Чистая рентабельность	4,0%	2,8%	+1,2 п.п.	6,6%	2,1%	+4,5 п.п.
Операционный поток				-3 081	-508	-
Инвестиционный поток, в т.ч.				-2 557	3 253	-
капитальные затраты				-2 486	-1 355	-
Свободный денежный поток				-5 638	2 745	-

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	26 593	21 245	+25%
Краткосрочный долг	7 936	5 275	+50%
Долгосрочный долг	18 657	15 970	+17%
Чистый долг	24 786	18 294	+35%
Общий долг/ЕБИТДА**	3,3x	2,3x	n/a
Чистый долг/ЕБИТДА**	3,1x	2,0x	n/a

\* ЕБИТДА без учета прекращенной деятельности

\*\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Снижение рентабельности ЕБИТДА обусловлено временной необходимостью закупок угля у внешних поставщиков, а также включением транспортных расходов ИМТ**

Увеличение выручки в 1П 2011 г. было обусловлено только ростом цен на реализуемые компанией кокс и чугун на внутреннем и внешнем рынках. При этом наблюдаемое снижение валовой выручки и ЕБИТДА объясняется:

1. увеличением себестоимости производства кокса (расходы на сырье выросли на 38%). В связи с ухудшением горно-геологических условий на шахтах Владимирская и Романовская-1 добыча угля для производства кокса в 1П 2011 г. упала на 14% г./г. до 600 тыс. т, и компания была вынуждена закупать дополнительные объемы угля у внешних поставщиков при росте средней цены на 39%.
2. включением транспортных расходов вновь консолидированной сбытовой компании ИМТ (что увеличило соответствующие затраты более чем в 2,2 раза до 2,5 млрд руб.).
3. ростом расходов на персонал, которые увеличились почти вдвое до 1,4 млрд руб.

**В оборотный капитал направлено 4 млрд руб., капзатраты выросли вдвое - до 2,5 млрд руб.**

Отрицательный денежный поток по операционной деятельности объясняется ростом инвестиций в оборотный капитал, в частности, произошло увеличение запасов на более чем 4 млрд руб. за счет включения в группу сбытовой компании ИМТ. Капвложения Группы Кокс увеличились вдвое до 2,5 млрд руб. в связи с продолжением строительства новых шахт. Отток средств по операционной и инвестиционной деятельности был профинансирован новым долгом.

**Долг структурирован, поскольку большую часть составляют облигации**

Значительная часть кредитного портфеля представлена размещенным в июне 2011 г. еврооблигационным займом на 350 млн долл. (~9,6 млрд руб.) со сроком погашения в 2016 г., а также рублевыми облигациями БО-02 на 5 млрд руб. со сроком погашения в 2014 г. Выпуск Кокс-02 практически полностью был выкуплен по оферте в июне 2011 г. В рынке осталось около 200 млн руб.

**На фоне роста долга и снижения ЕБИТДА, долговая нагрузка выросла**

Увеличение долга группы в 1П 2011 г. преимущественно вызвано включением привлеченного краткосрочного товарного финансирования консолидированной ИМТ (около 4 млрд руб.). Помимо этого, увеличилась задолженность по инвестиционным кредитам (на строительство шахт Бутовская и им. Тихова). В итоге на фоне снижения ЕБИТДА долговая нагрузка группы существенно выросла с 2,3x на начало года до 3,3x при ковенанте по еврооблигациям на уровне 3,5x (Долг/ЕБИТДА).

Компания предприняла меры по восстановлению добычи угля, поэтому можно ожидать улучшения операционных показателей во 2П 2011 г. Однако консолидация сбытовой компании ИМТ будет по-прежнему оказывать давление на рентабельность.

Разработанная компанией долгосрочная программа капвложений на 2011-2019 гг., направленная на развитие собственной сырьевой базы, предусматривает общий объем инвестиций в размере 53,7 млрд руб. В 2011 г. запланировано инвестировать 6,2 млрд руб., в 2012 г. - 12,2 млрд руб. С учетом уже осуществленных вложений в 1П 2011 г., во втором полугодии капвложения могут достичь 3,7 млрд руб., которые потребует привлечения дополнительного заемного финансирования, что может привести к увеличению долговой нагрузки. В текущих условиях мы не видим торговых идей ни в рублевых выпусках, ни в евробондах эмитента.

## 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
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
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
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.