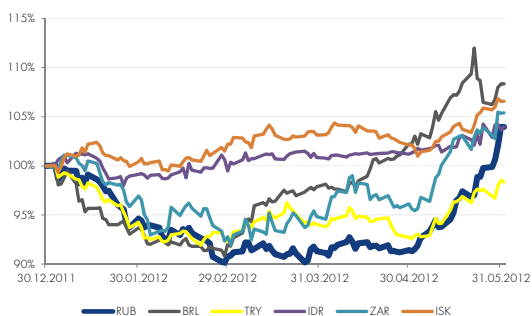


Пульс рынка

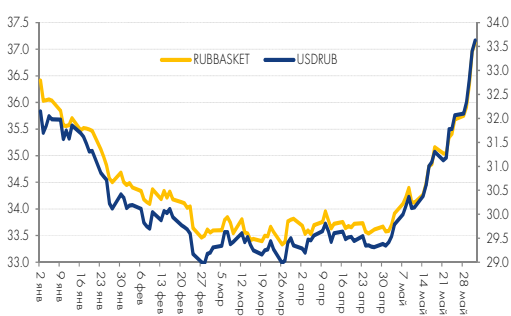
- Ком европейских проблем продолжает нарастать.** Рисковые активы еще сильнее подешевели (индексы акций просели еще на 1,5-2%), а доходности безрисковых инструментов (в частности, UST и BUNDS) обновили исторические минимумы. 10-летние UST опускались до YTM 1,5% (что ниже уровня инфляции ~2,3%), а доходность 2-летних бондов Германии приняла отрицательное значение (по-видимому, сейчас эти бумаги выполняют функцию "ячейки", только в очень надежном банке). Бегство в качество принимает панический характер, что обусловлено ростом недоверия к банковской системе под давлением груза европейских проблем. Свидетельством того, что Испания является следующим слабым звеном в цепочке, стали данные по счету капитальных операций, согласно которым отток капитала в 1 кв. 2012 г. составил 97 млрд евро (~10% ВВП). Повышение доходностей 10-летних бумаг Испании на 10 б.п. до YTM 6,6% указывает на усиление обеспокоенности инвесторов по поводу ее способности противостоять кризису без привлечения внешней помощи. На этом фоне весьма кстати были бы антикризисные действия ЕЦБ (в форме интервенций на суверенном рынке долга и/или вливаний в капитал банков), однако пока сигналов с его стороны не поступает. Официальная позиция европейских лидеров состоит в том, что Испания в состоянии сама справиться с кризисной ситуацией. По-видимому, в ближайшее время перед Испанией, как и перед Грецией, встанет вопрос получения помощи в обмен на частичную утрату суверенитета.
- Ускоренное ослабление рубля: есть ли потенциал для продолжения?** Наиболее сильное движение на российском рынке вчера произошло в валютном сегменте: корзина подорожала на 74 копейки до 37,05 руб. (+2,1%), при этом доллар вырос к рублю на 80 копеек до 33,48 руб. (+1%). В сравнении с динамикой бразильского реала - BRL, исландской кроны - ISK и южноафриканского рэнда - ZAR с начала года рубль еще сохраняет потенциал для ослабления (как минимум 5%) темпами, опережающими валюты EM. По нашим наблюдениям, ослабление рубля не встречает заметного сопротивления со стороны ЦБ (уровни технических коридоров ЦБ преодолеваются без особой борьбы). Только вчера переступив за 36,48 руб., сегодня с утра корзина миновала новую границу - 37,32 руб., после которой следующим рубежом является лишь верхняя граница всего шестирублевого коридора - 38,15 руб. Согласно официальным данным, с 25-29 мая ЦБ продал лишь 90 млн долл., и есть основание предполагать, что и в последующие дни его присутствие на валютном рынке было минимальным. Однако теперь, когда корзина достигла уже верхнего подкоридора (37,32-38,15 руб.), ЦБ едва ли допустит пересечения верхней его границы, что предполагает усиление интервенций с его стороны. Их объем, следуя симметрии осени 2011 г., когда наблюдалось чуть более динамичное падение рубля, может достигать 400-450 млн долл. ежедневно.

Динамика курса USD к валютам EM



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Динамика курса корзины и доллара



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Темы выпуска

- АФК Система:** развивающиеся активы вновь ушли в минус
- ТМК:** долговая нагрузка по-прежнему высока
- Акрон:** производство сложных удобрений приостановлено

АФК Система: развивающиеся активы вновь ушли в минус

Нейтральные результаты

АФК Система (ВВ/ВаЗ/ВВ-) объявила финансовые результаты за 1 кв. 2012 г., которые произвели на нас нейтральное впечатление. В сегменте профильных активов в 1 кв. произошло небольшое повышение рентабельности по OIBDA на 0,5 п.п. до 30,1%, при стабилизации прибыли на уровне 2,2 млрд долл. Долговая нагрузка сегмента немного увеличилась: долг в абсолютном выражении вырос кв./кв. на 377 млн долл. (за счет Башнефти) до 12,47 млрд долл., а отношение Долг/LTM OIBDA составило 1,41x. Однако развивающиеся активы продемонстрировали убыток на уровне OIBDA -51 млн долл., при снижении выручки на 35% кв./кв. Долг сегмента в абсолютном выражении снизился на 66 млн долл. до 3 млрд долл.

Ключевые финансовые показатели АФК Система

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.
Выручка	7 920	8 378	-5%
OIBDA	2 020	1 109	+82%
Рентабельность по OIBDA	25,5%	13,2%	+12,3 п.п.
Операционная прибыль	1 189	296	+4,0x
Операционная рентабельность	15,0%	3,5%	+11,5 п.п.
Чистая прибыль	771	-456	-
Операционный поток	1 250	2 084	-40%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-2 883	-1 885	+53%
Капвложения*	-749	-1 602	-2,1x
Финансовый поток	-124	1 157	-

в млн долл., если не указано иное	31 мар. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	16 751	16 410	+2%
Краткосрочный долг	4 235	4 397	-4%
Долгосрочный долг	12 516	12 013	+4%
Долг/OIBDA**	1,95x	1,98x	-

* Инвестиции, включая нематериальные активы

** OIBDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Результаты Башнефти оказали давление на выручку профильных активов Системы

Снижение выручки кв./кв. профильных активов было обусловлено результатом компании Башнефть (-4% до 3,9 млрд долл.), выручка которой оказалась под давлением сокращения продаж нефтепродуктов и коррекцией котировок нефти. Частично это снижение было компенсировано результатами МТС: выручка увеличилась на 1% до 3 млрд долл., отразив укрепление рубля.

... но увеличили рентабельность

При этом Башнефть внесла позитивный вклад в рентабельность АФК Системы: ее рентабельность по OIBDA выросла на 0,8 п.п. до 21,3%, компенсировав сезонный спад в рентабельности МТС (на 1,8 п.п. до 41,4%).

Убыток развивающихся активов обусловлен сезонностью

В развивающемся сегменте давление на выручку оказали активы из секторов: 1) розничной торговли (Детский Мир) по причине сезонности и 2) высоких технологий (РТИ) в связи со спецификой выполнения заказов (большая часть приходится на вторую половину года). Так, продажи Детского мира снизились на 31% кв./кв. до 174 млн долл., а выручка РТИ - на 38% до 477,2 млн долл. Перечисленные факторы вместе с затратами на развитие также оказали негативный эффект на OIBDA. Отметим, что без учета разовых убытков, которые имели место в 4 кв. (из-за отзыва лицензий у индийского оператора SSSL), показатель OIBDA в развивающемся сегменте сократился на 110 млн долл.

Ожидается решение правительства Индии по оператору SSSL

До принятия решения правительства Индии (ожидается до августа) по поводу условий участия в аукционе (в частности, по минимальной стоимости новых лицензий) АФК Система почти полностью сократила инвестиции в развитие SSSL. Напомним, что развитие событий по негативному сценарию приведет к необходимости досрочного погашения всего долга SSSL в объеме 1,5 млрд долл., который был привлечен под гарантию АФК Система, что может быть осуществлено за счет денежных средств и рефинансирования новым долгом. По нашему

мнению, в масштабах холдинга потенциальный риск досрочного погашения долга SSTL не представляет проблемы, однако может привести к расширению кредитных спредов, учитывая предложение нового долга.

14 млрд руб. будет получено от сделки по Башкирэнерго

В рамках реорганизации Башкирэнерго была достигнута договоренность с ПАО ЕЭС, согласно которой АФК Система передаст генерирующие и сетевые активы, а взамен получит 14 млрд руб. и 75% акций в новой сетевой компании.

Капитальные затраты в 2012 г. могут сократиться

Чистый денежный поток, составивший 1,25 млрд долл. (произошло увеличение г./г. в 4,1 раза из-за более низких инвестиций в оборотный капитал), полностью покрыл капитальные затраты (включая приобретение нематериальных активов), которые составили 750 млн долл., что почти в два раза ниже, чем в 4 кв. 2011 г. и на 42% выше, чем в 1 кв. 2011 г. Доля развивающихся активов в капитальных инвестициях г./г. увеличилась на 2 п.п. до 17%. В связи с неопределенностью по поводу дальнейшей разработки месторождений им. Требса и Титова из-за отзыва лицензии у СП с Лукойлом, скорее всего, инвестиции в проект будут отложены. Поэтому можно ожидать корректировки плана капитальных инвестиций в сторону понижения.

Низкие риски краткосрочного рефинансирования

В 1 кв. произошло увеличение краткосрочных инвестиций (перевод денежных средств на банковские депозиты) на 1,4 млрд долл. до 2,2 млрд долл. Денежные средства в сумме с краткосрочными инвестициями (3,8 млрд долл.) покрывают объем долга, подлежащего к погашению в 2012 г. (~2,5 млрд долл.).

Менеджмент принял решение направить 300 млн долл. на выкуп собственных акций и GDR, который начнется 6 июня и продолжится до октября. Кроме того, по итогам 2011 г. планируется выплатить дивиденды в размере 2,7 млрд руб. По нашим оценкам, эти два фактора не должны ухудшить ликвидную позицию АФК Системы. Для финансирования программы выкупа могут быть использованы средства, полученные от размещенного в начале мая выпуска AFK Sistema 19 номиналом 500 млн долл.

Конъюнктура не располагает к ценовому росту бумаг эмитента

С момента размещения бонда AFK Sistema 19 (YTM 7,6%) его котировки упали на 4 п.п. (до 96% от номинала), при этом спред к близким по дюрации бумагам MTS 20 расширился на 20 б.п. до 80 б.п. Мы отмечаем, что этот спред выглядит широким, исходя из набора кредитных рейтингов. Тем не менее, при текущей волатильности рынка в рамках спекулятивной стратегии мы рекомендуем занимать короткие спекулятивные позиции по длинным бондам эмитентов второго эшелона.

Обращающиеся облигации АФК Система имеют короткую дюрацию и котируются с премией к кривой ОФЗ около 200 б.п. (что более чем на 50 б.п. шире, чем было до майских распродаж). Мы не видим потенциала для ценового роста бумаг эмитента.

ТМК: долговая нагрузка по-прежнему высока

Улучшение рентабельности, но долговая нагрузка остается высокой

ТМК (В+/В1/-), крупнейшая российская трубная компания, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г., продемонстрировав улучшение валовой рентабельности (+4,1 п.п. кв./кв. и +1,4 п.п. г./г.), а также маржи по EBITDA (+2,8 п.п. кв./кв.), которая, однако, пока не достигла уровня 1 кв. 2011 г. (-0,9 п.п. г./г.). Повышение рентабельности кв./кв., главным образом, связано со снижением цен на металlosырье, что компенсировало даже сокращение отгрузок высокомаржинальных труб большого диаметра (ТБД). При этом мы отмечаем, что долговая нагрузка компании (в терминах Чистый долг/EBITDA LTM) остается довольно высокой - 3,58x по итогам 1 кв. 2012 г. Учитывая незначительный объем накопленной ликвидности, на первый план для компании выходит вопрос о рефинансировании долга.

Ключевые финансовые показатели ТМК

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	1 659	1 602	+4%	1 659	1 669	-1%
Валовая прибыль	411	331	+24%	411	391	+5%
Валовая рентабельность	24,8%	20,7%	+4,1 п.п.	24,8%	23,4%	+1,4 п.п.
EBITDA	277	223	+24%	277	293	-5%
Рентабельность по EBITDA	16,7%	13,9%	+2,8 п.п.	16,7%	17,6%	-0,9 п.п.
Чистая прибыль	105	106	-1%	105	104	+1%
Чистая рентабельность	6,4%	6,6%	-0,2 п.п.	6,4%	6,2%	+0,2 п.п.
Операционный денежный поток	209	207	+1%	209	160	+31%
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	-94	-83	+13%	-94	-86	+9%
Капвложения	-97	-89	+9%	-97	-86	+13%
Финансовый поток	-135	-41	+3,3x	-135	-63	+2,1x
в млн долл., если не указано иное				31 марта 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				3 920	3 787	+4%
Краткосрочный долг				976	599	+63%
Долгосрочный долг				2 944	3 188	-8%
Чистый долг				3 701	3 556	+4%
Чистый долг / LTM EBITDA *				3,58x	3,39x	-

* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сокращение физических объемов из-за меньших отгрузок ТБД

В 1 кв. физические объемы продаж сократились до 1 млн т, или -1% кв./кв. и -5% г./г. из-за снижения спроса на ТБД на российском рынке в связи с завершением и переносом сроков реализации крупных трубопроводных проектов. При этом компания увеличила отгрузки бесшовных труб на 5% кв./кв. и 3% г./г. до 609 тыс. т, их доля в общих отгрузках достигла 61%. Поддержку продажам в этом сегменте оказали трубы OCTG (+4% кв./кв. и +10% г./г.). Во 2 кв., по данным менеджмента, спрос на трубы OCTG в России сохраняется, ситуация на американском рынке также пока стабильна.

Рост выручки кв./кв. обусловлен сегментом бесшовных труб

На фоне роста объемов продаж и благоприятной ценовой конъюнктуры в ключевом для компании сегменте бесшовных труб, совокупная выручка повысилась на 4% кв./кв. до 1,7 млрд долл. По прогнозам ТМК, выручка в 2012 г. превысит 7 млрд долл., что, по нашим оценкам, вполне достижимо, поскольку в основном компания имеет долгосрочные контракты, по которым объемы и цены реализации согласуются на год и не подлежат ежеквартальной корректировке.

Опережающий рост валовой выручки за счет низких цен на металlosырье

Опережающие выручку темпы роста валовой прибыли (+24% кв./кв.) были обеспечены преимущественно снижением цен на металlosырье и в России, и в США. Так, в РФ средняя закупочная цена на стальной лист снизилась на 12% кв./кв., стальной прокат - на 3%, стальную заготовку - на 2%, чугун - на 4% при увеличении цен на лом на 2% кв./кв. Поддержку валовой прибыли в целом также оказало улучшение сортамента продукции.

Хорошие результаты американского подразделения

Мы отмечаем, что рентабельность американского подразделения, которая возросла с 18% до 24%, почти сравнялась с маржой в РФ (25%). При этом, по словам менеджмента, в краткосрочной перспективе на американском рынке возможна некоторая неопределенность в связи с текущим превышением предложения и ростом импорта как сварных, так и бесшовных труб. В результате продемонстрированное американским подразделением в 1 кв. улучшение рентабельности может быть нивелировано в будущем.

Компания прогнозирует сохранение EBITDA во 2 кв. на уровне 1 кв.

Рентабельность по EBITDA повысилась за квартал на 2,8 п.п. до 16,7%, однако не превысила показателя 1 кв. 2011 г. - 17,6%, поскольку в 1П 2011 г. доля ТБД существенно превышала текущие уровни. Во 2 кв. 2012 г. компания прогнозирует, что EBITDA останется на том же уровне, что и в 1 кв. 2012 г.

Операционного потока было достаточно для инвестиций

Собственных средств компании (операционных денежных потоков и накопленных денежных средств) было достаточно для осуществления инвестиций (97 млн долл.) и обслуживания долга. За 1 кв. 2012 г. чистое погашение долга составило 59 млн долл. Однако совокупный долг вырос на 133 млн долл. из-за укрепления рубля и увеличения задолженности по финансовому лизингу.

Рост долга связан с укреплением рубля

Краткосрочный долг за 1 кв. вырос до 976 млн долл. (+63%), составив 25% в общем долге, в результате включения обязательств по оферте (февраль 2013 г.) по конвертируемому выпуску облигаций ТМК 2015 (CNV) номиналом 412,5 млн долл.

На первый план выходит вопрос о рефинансировании краткосрочного долга

Учитывая относительно небольшой объем накопленной ликвидности (219 млн долл.), на первый план для компании выходит вопрос о рефинансировании долга. По словам менеджмента, компания имеет ряд неиспользованных кредитных линий, а также ведет переговоры о рефинансировании со своими основными кредиторами - крупнейшими российскими банками, доля которых в общем долге достигает 67%. Также мы отмечаем, что в данном контексте негативной новостью стало принятие решения о выплате дивидендов за 2011 г. в размере 2,5 млрд руб. (~82 млн долл.).

Долговая нагрузка возросла до 3,58x

При небольшом увеличении долга и снижении EBITDA г./г., долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA LTM) за 1 кв. возросла с 3,39x до 3,58x.

Компания имеет ряд ковенантов по евробонду ТМК18, в частности, ограничивающих соотношение Долг/EBITDA значением 3,5x. При нарушении ковенантов дальнейшее увеличение долга компании ограничено. На 31 марта 2012 г., по нашим оценкам, это значение уже превышено.

Мы рекомендуем продавать ТМК 18

Единственный обращающийся рублевый выпуск облигаций ТМК БО-01 (с погашением в октябре 2013 г.) неликвиден. На рынке евробондов бумаги ТМК 18 котируются с дисконтом (в размере 50 б.п.) к более коротким бондам Vostok 15, тогда как среднее значение за 12 месяцев составляет -31 б.п. Кроме того, по нашему мнению, нефтяной сектор имеет больший запас прочности к волатильности рынков в сравнении с металлургическим сектором, что обуславливает премию металлургов к нефтегазовым компаниям. В то же время стоит отметить, что, как показала осенняя распродажа в прошлом году, спред Vostok 15 - ТМК 18 при высокой волатильности рынков может достигать 300 б.п. Мы рекомендуем продавать бумаги ТМК 18.

Динамика спреда Vostok 15 - ТМК 18



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Акрон: производство сложных удобрений приостановлено

Акрон остановил производство NPK...

Акрон (-/B1/B+) объявил о приостановке двух производственных линий по выпуску сложных удобрений (NPK) на заводе в Великом Новгороде с 29 мая из-за прекращения отгрузок апатитового концентрата холдингом ФосАгро с 18 мая. Кроме того, Акрон предупредил, что в случае невозобновления поставок также будет остановлено производство сложных удобрений на заводе Дорогобуж со 2 июня. В свою очередь, ФосАгро утверждает, что Апатит, дочерняя компания группы, производящая апатитовый концентрат, не прекратил, а резко снизил поставки сырья на заводы Акрона, пока тот не погасит долг перед ФосАгро в размере более 1 млрд руб.

... из-за расхождения в трактовке формулы цены

По сообщениям СМИ, конфликт возник из-за расхождений двух сторон в трактовке формулы цены на апатитовый концентрат в контракте поставок на 2012 г. ФосАгро требует от Акрона оплаты по цене 6 950 руб./т, а Акрон платит по цене 3 671 руб./т. Исторически цены на апатитовый концентрат в России индексировались по темпу роста инфляции цен производителей (PPI), однако, по информации Интерфакса, в 2011г. стороны внесли изменения в формулу расчета. СМИ утверждают, что ФосАгро считает новую цену, исходя из темпа роста PPI+100%, а Акрон платит по старой цене +PPI. Таким образом, цена ФосАгро как раз и получается более чем в 2 раза выше старой цены. Обе компании официально отказались от комментариев.

В худшем случае Акрону придется ждать запуска СЗФК

Мы считаем, что в худшем случае при отсутствии поставок апатитового концентрата и решения конфликта через суд Акрону придется ждать запуска собственного апатитового проекта СЗФК (месторождение «Олений ручей»), который по плану должен состояться в конце июля, чтобы вновь загрузить установки по производству NPK. Мы оцениваем потенциальные потери от простоя всех установок NPK в размере ~30-40 млн долл. в месяц при текущих ценах на эти удобрения. Однако Акрон может воспользоваться вынужденной остановкой для проведения внеплановых ремонтных работ, что потенциально позволит сократить потери на годовом интервале.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика апреля: в чем подвох?

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промпроизводство продолжает сбавлять обороты

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

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.