

Пульс рынка

- ▶ **Рынки "споткнулись" об американскую статистику.** По данным отчета ADP (automatic data processing) по рынку труда, число рабочих мест в частном секторе в марте увеличилось лишь на 158 тыс., что заметно ниже как ожиданий (205 тыс.), так и февральского уровня (237 тыс.). Также ухудшение в марте произошло в непромышленных отраслях экономики (согласно индексу ISM Non-Mfg). Негативные данные по США вызвали коррекцию рынков: индексы акций просели на 1%, доходности 10-летних UST снизились на 5 б.п. до YTM 1,80%. На этом фоне инвесторы могут более чувствительно воспринять итоги сегодняшнего заседания ЕЦБ, от которого ждут нетрадиционных мер в условиях рецессии еврозоны, продолжающейся второй год подряд. Позитивной новостью стало сегодняшнее решение ЦБ Японии запустить QE в объеме 74 млрд долл. в месяц (для выкупа гособлигаций).
- ▶ **Размещение ОФЗ: большого интереса по-прежнему нет.** Вчера Минфину удалось разместить 10-летние ОФЗ 26211 в полном объеме - 10 млрд руб. (спрос незначительно превысил предложение), правда, для этого пришлось предоставить премию: отсечение прошло по верхней границе ориентира YTM 7,13%, что соответствует дисконту 25 б.п. к цене. На "вторичке" премия была отыграна, спекулятивные участники смогли получить положительную переоценку. Иначе обстояли дела с размещением коротких 5-летних ОФЗ 25081: из предложенных 20 млрд руб. было реализовано лишь 7,6 млрд руб. (4 млрд руб. пришлось на 2 крупные заявки) по верхней границе ориентира, а котировки на вторичном рынке остались на уровне средневзвешенной цены аукциона. Наличие спроса на длинные ОФЗ (вчера котировки выпуска 26207 подросли еще на 20 б.п.) выглядит странным на фоне ослабления рубля (со вчерашнего дня бивалютная корзина подорожала на 50 копеек до 35,78 руб. на открытии валютных торгов сегодня). Продолжение коррекции на валютном рынке вновь создаст давление продавцов в ОФЗ.
- ▶ **"Крупный" аппетит инвесторов на первичных размещениях.** Мы обратили внимание на сделки, заключенные в ходе недавних размещений, маркетинг которых, по нашему мнению, проходил очень агрессивно. Выпуски БО-8,9 **Магнита** (S&P: BB-) номиналом 10 млрд руб. на 97% были реализованы двумя сделками. В ходе сбора книги заявок (длвшегося всего 1 день) ставка купона была определена на уровне 8,4% к 3-летней оферте (YTP 8,58% = ОФЗ + 250 б.п.), что соответствует нижней границе ориентира. Аналогичная ситуация наблюдалась и при размещении 5-летних БО-1 **МТС** (BB/Va2/BB+) на 10 млрд руб.: 5,5 млрд руб. пришлось на 11 заявок с одинаковым объемом и 4 млрд руб. пришлось на 4 крупные заявки. В результате размещения премия МТС БО-1 (YTP 8,42%) к 5-летним бумагам Мегафона (BBB-/Va3/-) составила всего 20-25 б.п., что является слишком низкой компенсацией за разницу в кредитных рейтингах и коэффициентах рыночного риска. По-видимому, большая часть новых бумаг Магнита и МТС осела у организаторов, которые, скорее всего, рассчитывают на ценовой рост рынка (=агрессивная игра на снижение ставки РЕПО ЦБ во 2-3 кв.), который позволил бы перепродать облигации выше номинала. По нашему мнению, лучшим выбором при игре на снижение ставок ЦБ является покупка корпоративных бумаг 1-го эшелона, которые оказывают небольшое давление на капитал в сравнении с их прибыльностью. Кроме того, подобные размещения создают завышенные ожидания у эмитентов, искажая ценообразование.
- ▶ **Нормативы достаточности капитала приведут к мировым стандартам?** В ответ на вопрос о целесообразности введения нормативов по достаточности капитала банков РФ на уровне европейских и американских стандартов (4,5% для базового капитала, 6% для основного и 8% для общего) А. Симановский заявил, что нужно предусмотреть "буфер консервации" (дополнительный запас прочности), при этом нормативы будут определяться после изучения отчетности банков в конце мая. Кроме того, по мнению зампреда ЦБ, необходимы более высокие требования для системных банков (хотя "надбавка" и не превысит 1 п.п.). В целом мы поддерживаем позицию ЦБ РФ, однако отмечаем, что на достаточность капитала также влияют коэффициенты риска (рыночного и кредитного). По нашим оценкам, по некоторым крупным банкам RWA по методологии ЦБ более чем на 15% превосходит этот показатель по Базель 3 (в частности, жесткими являются коэффициенты рыночного риска > 150% по бумагам с рейтингами "BB"). Мы считаем, что целесообразно было бы в процессе перехода к Базель 3 привести в соответствие и RWA.

Темы выпуска

- ▶ ГПБ: кредитная пауза пошла на пользу
- ▶ СИБУР: диверсификация помогла

ГПБ: кредитная пауза пошла на пользу

Сильное завершение года Газпромбанк (BBB-/Ваа3/-), третий крупнейший российский банк, представил финансовые результаты по МСФО за 4 кв. и 2012 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Высвобождение средств из кредитования (+23 млрд руб.) и приток клиентских средств (+27 млрд руб.) в 4 кв. улучшили ликвидную позицию банка (запас денежных средств увеличился на 58 млрд руб. до 432 млрд руб., или 15% всех активов). Сокращение кредитного портфеля повысило достаточность капитала 1-го уровня на 0,4 п.п. до 11%, при этом показатель Н1 увеличился на 0,7 п.п. до 12%, в том числе благодаря размещению бессрочных бондов Tier-2 номиналом 1 млрд долл. (со ставкой 7,875% годовых). При этом доля капитала 2-го уровня в собственных средствах составила комфортные 20,5%. ГПБ продолжил снижать зависимость от связанных сторон (прежде всего, от Газпрома): размер средств от них сократился с 295 млрд руб. до 247 млрд руб., что составляет 13% в обязательствах, из которых на структуры Газпрома приходится 79%.

Банку удалось улучшить достаточность капитала и ликвидную позицию

Ключевые финансовые показатели ГПБ

в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.
Активы	2 841,0	2 794,5	+2%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	1 823,3	1 843,0	-1%
розничные	210,3	188,6	+11%
корпоративные	1 613,0	1 654,4	-2%
NPL (90+)/Кредитный портфель	1,2%	1,2%	0 п.п.
Депозиты клиентов	910,8	912,3	0%
Собственный капитал	363,5	324,1	+12%
Коэффициент достаточности капитала (ЦБ)	12,0%	11,3%	+0,7 п.п.
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,9%	12,7%	+1,2 п.п.

в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012 г.	изм.
Чистый процентный доход до резервов	16,9	15,6	+8%
Чистый процентный доход	13,2	11,6	+14%
Чистый комиссионный доход	5,7	2,6	+2,2x
Чистая прибыль	10,8	9,5	+14%
Чистая процентная маржа	3,0%	2,9%	+0,1 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Корпоративная кредитная пауза

Сокращение корпоративного кредитования (на 2,5% кв./кв., или на 41 млрд руб.) до 1 613 млрд руб. произошло, главным образом, за счет нефтяной отрасли (-36% до 77 млрд руб.), что, возможно, связано с погашением крупного кредита. Также снижение наблюдалось и в остальных секторах: газовой промышленности (-3,6%), металлургии (-6,4%), строительстве недвижимости (-7,3%), торговле (-5,4%). Заметим, что рост корпоративного кредитования в среднем по банковской системе РФ в 4 кв. составил 2,4%. В начале этого года ГПБ отмечает слабый спрос на кредиты в условиях вялого экономического роста. В 4 кв. объем кредитования связанных сторон (в том числе структур Газпрома) увеличился на 11,2 млрд руб. до 72 млрд руб. (4,5% корпоративного портфеля). Доля госкомпаний в портфеле почти не изменилась, составив 12% от всех кредитов юрлицам (по этому сегменту резерв формируется на уровне менее 1%).

Розница сохранила темп роста на уровне 11% (до 210 млрд руб.), при этом наибольшая активность по-прежнему наблюдается в потребительском кредитовании (+11,5%), а также в ипотеке (+15,6%).

Качество по-прежнему на высоте

Показатель NPL 90+ в абсолютном выражении почти не изменился (21 млрд руб.), при этом в отношении к портфелю составил 1,15%. В корпоративном сегменте покрытие резервами NPL 90+ является избыточным (более чем в три раза). В рознице, напротив, покрытие составляет лишь 78%, что, возможно, компенсируется высоким уровнем восстановления (recovery rate) NPL 90+.

Задолженность по депозитам перед ЦБ РФ была погашена

Размер торгового портфеля ценных бумаг увеличился на 7,6 млрд руб. (до 236,5 млрд руб.) за счет позиции в векселях (+18,6 млрд руб.), при этом доля бумаг, находящихся в залоге РЕПО возросла с 15% до 21%. Задолженность перед ЦБ РФ по депозитам в объеме 70 млрд руб. была погашена.

Повышение прибыльности обусловлено, в том числе, небанковским бизнесом

Несмотря на сокращение кредитного портфеля, чистый процентный доход увеличился кв./кв. на 8,1%, что сопровождалось повышением чистой процентной маржи с 2,9% в 3 кв. до 3,0%. Более чем в два раза выросли комиссионные доходы. Благодаря благоприятной рыночной конъюнктуре ГПБ удалось получить прибыль по финансовым инструментам и инвестициям, имеющимся в наличии для продажи, в размере 6,8 млрд руб., превзойдя результат 3 кв. Также существенный вклад в операционный доход внесла небанковская деятельность (+9,7 млрд руб., почти 38% от всего дохода). Создание резерва под обесценение активов (+4,5 млрд руб., дебиторская задолженность и инвестиции, удерживаемые для перепродажи), а также всплеск административных доходов оказали негативное влияние на чистую прибыль (до налогов), которая составила 14,8 млрд руб., что на 29% выше, чем в 3 кв. По нашим оценкам, возврат на капитал в 4 кв. составил 12,5%, что на 0,7 п.п. выше кв./кв.

GBP 19 выглядит недооцененным

Евробонды GBP17 сейчас котируются с небольшим дисконтом (10-15 б.п.) по доходности к кривой ВТБ, в то же время субординированные бонды GBP 19 - с более широким спредом (120 б.п.) к кривой ВТБ, чем "суборд" ВТБ 22 (80-100 б.п.). Мы считаем бонды GBP19 неплохим выбором среди "субодов" банков инвестиционной категории. Рублевые облигации ГПБ имеют низкую ликвидность и котируются с УТР 8,2% @ октябрь 2015 г. (=ОФЗ + 210 б.п.), что соответствует верхней границе доходностей бумаг 1-го эшелона.

СИБУР: диверсификация помогла

Нейтральные результаты с точки зрения кредитного профиля

СИБУР (-/Ba1/BB+), ведущий российский частный вертикально-интегрированный нефтехимический холдинг (57,2% акций принадлежит Л. Михельсону, 37,3% - Г. Тимченко, 5,5% - менеджменту), представил финансовые результаты по МСФО за 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании. Снижение показателя EBITDA как в 4 кв. на 8% г./г., так и за год в целом на 5% г./г. обусловлено, преимущественно, сужением спредов между ценами на закупаемое сырье (попутный нефтяной газ (ПНГ), широкую фракцию легких углеводородов (ШФЛУ)) и на реализуемые компанией продукты нефтехимии (особенно, синтетические каучуки) из-за стагнации спроса со стороны конечных потребителей. Рентабельность по EBITDA за год снизилась на 4,6 п.п. до 30,3%, но не столь существенно за счет вертикальной интеграции и диверсификации бизнеса.

Низкая долговая нагрузка, риски рефинансирования снижаются после размещения евробонда

Несмотря на увеличение размера долга и снижение EBITDA, долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) остается на низком уровне - 1,0x (0,9x на конец 9М 2012 г.). Отметим, что по итогам 2012 г. произошел заметный рост краткосрочной части долга до 55 млрд руб. (57% портфеля). Уже после отчетной даты, в январе 2013 г., компания разместила свой дебютный 5-летний евробонд на 1 млрд долл., тем самым рефинансировав более половины краткосрочной задолженности. Объем накопленных денежных средств покрывает оставшийся "короткий" долг более чем на 50%, что несколько снижает риски рефинансирования.

Ключевые финансовые показатели СИБУРА

в млн руб., если не указано иное	2012	2011	изм.
Выручка	271 330	248 660	+9%
EBITDA	82 291	86 669	-5%
Рентабельность по EBITDA	30,3%	34,9%	-4,6 п.п.
Чистая прибыль	60 400	61 559	-2%
Операционный поток	62 661	54 181	+16%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-57 576	-43 447	+32%
Капвложения	-74 274	-55 553	+34%
Финансовый поток	-12 729	-12 526	+2%

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2012	30 июня 2012	изм.	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	95 994	83 374	+15%	82 910	
Краткосрочный долг	54 936	29 430	+87%	31 194	
Долгосрочный долг	41 058	53 944	-24%	51 716	
Чистый долг	82 424	77 852	+6%	67 939	
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,0x	0,9x	-	0,8x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Два сегмента
деятельности:
топливно-сырьевой и
нефтехимический**

Бизнес СИБУРа можно разделить на два сегмента: "топливно-сырьевые продукты" и "нефтехимия". В первом сегменте компания в результате переработки закупаемого ПНГ и жидких углеводородов получает природный газ (сухой отбензиненный газ) и ШФЛУ, которая затем еще фракционируется в СУГ (сжиженные углеводородные газы) и нефть. Эти продукты могут реализовываться на рынке, а часть ШФЛУ, СУГ и нефти используются в качестве сырья в сегменте нефтехимии для производства основных полимеров, синтетических каучуков и пластиков. Также СИБУР дополнительно закупает необходимое сырье для нефтехимии у сторонних производителей.

**Выручка топливно-
сырьевого сегмента
росла благодаря
высоким ценам ...**

В 2012 г. выручка в топливно-сырьевом сегменте выросла на 15% г./г. до 129 млрд руб. по всем основным продуктам компании на фоне увеличения средних цен реализации, несмотря на снижение объемов продаж СУГ (из-за больших поставок в собственный нефтехимический сегмент) и МТБЭ (метил-трет-бутиловый эфир). При этом именно в 4 кв. выручка этого сегмента росла наибольшими темпами: +32% г./г. после +10% за 9М 2012 г.

**... с
противоположными
тенденциями в
нефтехимии**

В сегменте же нефтехимии наблюдалась противоположная ситуация. Если по итогам 9М 2012 г. темпы роста выручки были на том же уровне, что и в топливно-сырьевом сегменте (+9%), то в результате падения доходов в 4 кв. на 9% г./г., продажи продуктов нефтехимии за год в целом выросли лишь на 4% до 126 млрд руб. Наибольшее давление на выручку в этом сегменте оказало снижение доходов от продажи синтетических каучуков в 4 кв. на 29% г./г. до 9,9 млрд руб. (с долей 31%), промежуточной продукции - на 18% г./г. до 6 млрд руб., основных полимеров - на 12,5% г./г. до 5 млрд руб., что объясняется слабым спросом со стороны конечных потребителей продуктов нефтехимии. В частности, за 2012 г. ухудшение ситуации в основном произошло на рынке синтетических каучуков: цены упали на 11% г./г., объемы реализации - на 10% г./г.

**Операционные
расходы росли
быстрее выручки**

Все основные операционные расходы компании в 2012 г. росли темпами, быстрее выручки. Затраты на сырье и материалы (+28% г./г.) увеличились из-за консолидации БИАКСПЛЕНА и Полиэфа (производство пластиков, продукции органического синтеза), больших объемов и средних цен закупки ПНГ и ШФЛУ. Расходы на транспорт и логистику выросли на 21% г./г. из-за увеличения объемов продаж и дальности поставок, а также роста тарифов на транспортировку по ж/д и трубопроводу. Также опережающими темпами увеличивались расходы на персонал (+18% г./г.) в связи с консолидацией нового бизнеса, изменением схемы выплаты бонусов, повышением социальных налогов.

**Рентабельность
снизилась на 4,6 п.п.**

В результате слабой конъюнктуры в сегменте нефтехимии и, соответственно, сокращения спреда между ценами на сырье и продукцию, роста транспортных расходов и затрат на персонал, рентабельность по ЕБИТДА снизилась на 4,6 п.п. г./г. до 30,3%, однако диверсификация и вертикальная интеграция бизнеса оказали заметную поддержку этому показателю.

По данным менеджмента, конъюнктура на рынке синтетических каучуков все также не вызывает оптимизма, однако по другим продуктам ситуация достаточно благоприятна. При этом компания ожидает улучшений в сегменте каучуков не ранее 2П 2013 г.

Профинансировать капвложения помогла продажа неключевых активов, негативным моментом стала выплата дивидендов

Операционный денежный поток в 2012 г. достиг 62,7 млрд руб. (+16% г./г.) благодаря работе с оборотным капиталом: в 2012 г. инвестиции в него составили всего 1,6 млрд руб. против почти 12 млрд руб. в 2011 г. Капвложения выросли до 74 млрд руб. (+34% г./г.) и на 85% были профинансированы из операционного потока, а остальное - из средств от продажи неключевых активов (минеральные удобрения, шинный бизнес), составивших ~18 млрд руб. Негативным моментом стала выплата дивидендов в размере 29 млрд руб.

Капвложения на 2013 г. утверждены в таком же объеме, что и в 2012 г.

В 2013 г. капвложения составят также 74 млрд руб., причем планируется потратить сразу около 50% утвержденной программы на 2013-2016 гг. (143 млрд руб.). Данная программа включает строительство трубопровода для ШФЛУ Пуровск-Пыть-Ях-Тобольск (60 млрд руб.), второй установки газофракционирования на Тобольской площадке (14 млрд руб.). На наш взгляд, капвложения могут быть профинансированы за счет операционного денежного потока и накопленных денежных средств. Тем не менее, компании, по нашим оценкам, необходимо будет рефинансировать еще 24 млрд руб. краткосрочного долга в 2013 г. По словам менеджмента, компания не планирует в этом году новый выпуск еврооблигаций.

SIBRSE 18 выглядит дорого

Размещенные в конце января евробонды SIBRSE 18 торгуются (на 1 п.п. ниже номинала) с дисконтом в размере 24 б.п. к бумагам NLMK 18, что мы считаем неоправданным, учитывая более низкие кредитные рейтинги СИБУРа. На наш взгляд, бонды SIBRSE 18 выглядят дорого и будут демонстрировать динамику хуже рынка.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
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 Никель	Uranium One

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

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 экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика февраля: "пациент" скорее жив...

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляцию подогрели алкоголь и сигареты

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

Заседание ЦБ обошлось без сюрпризов

Вечная дилемма ЦБ, или как не поддаваться искушению

Э. Набиуллина была выдвинута на пост главы ЦБ: сюрприз с оттенком консервативности

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

Промышленность

Промышленность перешла в отступление?

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

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
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

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

Торговые операции

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

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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.