

Пульс рынка

- ▶ **На рынках короткая передышка от негатива.** Высокий рост продаж в День Благодарения в США, а также продвижение в вопросе более тесной фискальной политики между лидерами (Германии, Франции и Италии стали катализатором закрытия коротких позиций в рискованных активах - индексы акции подросли на 1-2%, доходность 10Y UST поднялась выше YTM 2,0%. Сообщение итальянской газеты La Stampa о выделении Италии льготного кредита со стороны МВФ в размере 400-600 млрд евро было опровергнуто. По мнению агентства Moody's политическая воля лидеров стран еврозоны для разработки эффективного плана появится только после серии шоков, которые приведут к потере доступа на рынок капитала для большего числа стран в течение продолжительного времени.
- ▶ **Расширение каналов рефинансирования ЦБ начал с Ломбардного списка.** Регулятор внес изменения в положение №2134-У "О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России", ослабив рейтинговые требования для включения в него ценных бумаг. Нововведения вступят в силу 5 декабря. В частности, для попадания в этот список выпуск/эмитент облигаций (в том числе, юрлиц-резидентов/нерезидентов РФ, субфедеральных образований, ипотечных агентств) должен иметь кредитный рейтинг в иностранной валюте хотя бы от одного агентства (S&P, Moody's, Fitch) как минимум на уровне В-/В3 (с июля действовало ограничение по рейтингу на уровне В+/В1). В отношении бумаг с ипотечным покрытием рейтинг должен быть не ниже ВВ-/Вa3. По нашим оценкам, ослабление критериев может пополнить Ломбардный список рублевыми облигациями на сумму 65 млрд руб. и еврооблигациями на сумму 1,7 млрд долл. (~51 млрд руб.). Перечень бумаг, которые потенциально могут оказаться в списке, включает, в частности, все выпуски ТКС Банка, Черкизово БО-3, Кокс БО-2, ЛСР БО-5 и БО-3, ТатФондБанк БО-1, а также еврооблигации Koks 16, TatFondBank 12, LenSpecSMU 15. Наиболее сильный положительный эффект могут испытать котировки облигаций ТКС Банка, которые предлагают наибольшую доходность (более YTW 16,5% при дюрации менее 1,5 года) среди бумаг категории В2/В. Поскольку общая задолженность банков по ломбардным кредитам составляет сейчас всего лишь 10 млрд руб., эффект от расширения списка скорее всего будет нейтральным. Большой эффект для рынка облигаций оказал бы аналогичное расширение списка РЕПО ЦБ, для включения в который присутствие бумаги в Ломбардном списке является лишь необходимым условием, а достаточным служит положительное решение комитета (который, в частности, устанавливает дисконты). Также с 1 декабря ЦБ РФ снизил дисконт по ОФЗ и ОБР, учитываемый в операциях РЕПО сроком до 6 дней, с 1,25% до нуля. Максимальное увеличение ликвидности от этой меры мы оцениваем в 35 млрд руб. (исходя из текущего рынка ОФЗ по рыночной стоимости в объеме 2,8 трлн руб.).
- ▶ **Ослабление бюджетных поступлений и возврат депозитов создают спрос на РЕПО с ЦБ.** Завтра Минфин предложит банкам 46 млрд руб. под мин. 5,9% на 21 день, которых достаточно для пролонгации предстоящих к погашению в среду 36 млрд руб. депозитов. Однако мы ожидаем, что большая часть этих депозитов будет рефинансирована менее дорогим недельным РЕПО с ЦБ (мин. ставка 5,25%). Приостановка бюджетных поступлений вызвала прирост РЕПО с ЦБ (+259 млрд руб. до 744 млрд руб.). Этих средств едва хватило для покрытия налогов (НДПИ, акцизы, на прибыль) и продаж валюты ЦБ, которые, по нашим оценкам, привели к чистому изъятию ликвидности в пятницу ~185 млрд руб., сократив остатки в ЦБ до 816 млрд руб. С учетом этих факторов, в ближайшие дни мы не ожидаем ослабления спроса на РЕПО с ЦБ.

Темы выпуска

- ▶ ХКФБ увеличивает присутствие в cash-кредитовании
 - ▶ МКБ: рекордный рост может закончиться без нового капитала
 - ▶ Лукойл: рентабельность падает вслед за снижением добычи
-

ХКФБ увеличивает присутствие в cash-кредитовании

Вновь позитивные результаты

ХКФБ (-/Ba3/BB-), входящий, по данным Интерфакса, в ТОП-40 и ТОП-5 российских банков по размеру активов и кредитов физлицам, соответственно, опубликовал финансовые результаты за 9М 2011 г., которые произвели на нас позитивное впечатление. Кредитный портфель вырос на 28% г./г. до 104 млрд руб. при сохранении чистой процентной маржи на высоком уровне - 21,96% (+12 б.п. к 2010 г.). Об улучшении качества кредитного портфеля свидетельствует снижение показателя NPL (90+) с 6,9% в 2010 г. до 6,2%. Некоторым негативным моментом стало сокращение общей достаточности капитала (CAR) на 1,4 п.п. кв./кв. до 22,9%, но, тем не менее, показатель остается на высоком уровне и не препятствует дальнейшему развитию.

Ключевые финансовые показатели

В млн руб., если не указано иное	30 сент. 2011	31 дек. 2010	изменение
Кредиты клиентам до резервов	96 755	75 275	+29%
Резервы под обесценение	7 319	5 957	+23%
NPL 90+	6,2%	6,9%	-0,7 п.п.
Активы	119 178	101 099	+18%
Собственный капитал	28 011	33 019	-15%
Выпущенные долговые бумаги	40 138	34 152	+18%
Депозиты	27 090	16 594	+63%
Достаточность капитала (Базель)	22,9%	33,5%	-10,6 п.п.
ROAE	40,3%	31,8%	+8,5 п.п.
ROAA	10,1%	10,1%	без изм.

В млн руб., если не указано иное	9М 2011	9М 2010	изменение
Чистый процентный доход до резервов	16 756	13 775	+22%
Чистый комиссионный доход	6 279	5 320	+18%
Операционные доходы	22 882	17 325	+32%
Расходы/доходы	35,3%	37,7%	-2,4 п.п.
Чистая прибыль	8 284	6 701	+24%

Источник: отчетность ХКФБ по МСФО, оценки Райффайзенбанка

По темпам роста ХКФБ опередил рынок...

С начала года банк продемонстрировал опережающий рынок рост кредитного портфеля. Для сравнения, увеличение чистого кредитного портфеля Банка Русский Стандарт, далее БРС (B+/Ba3/B+), составило 22,3% по итогам 9М 2011 г. В разрезе продуктов рост портфеля был обеспечен развитием cash-кредитования, или кредитов наличными (+126% до 41,6 млрд руб.), доля которых выросла с 23% до 37%, практически сравнявшись с исторически ключевым POS-кредитованием. При этом в остальных сегментах (ипотека, автокредиты и POS-кредиты) наблюдался спад.

... благодаря развитию cash-кредитования

Стоит отметить, что диверсификация портфеля остается на высоком уровне, о чем свидетельствует меньшее в сравнении с динамикой сегмента cash-кредитования увеличение среднего размера кредита (на 38% до 73,6 тыс. руб.). По мнению менеджмента банка, изменение структуры кредитного портфеля в пользу кредитов наличными произошло естественным образом – из-за насыщения рынка POS-кредитов.

Небольшое улучшение качества кредитного портфеля

Покрытие NPL резервами в целом по портфелю увеличилось со 107% до 114%, что, по-видимому, отражает повышение стоимости риска (cost of risk, отношение списаний к чистому портфелю розничных кредитов) с 5,6% в 2010 г. до 6,9%. Об улучшении качества кредитного портфеля также свидетельствует снижение показателя NPL в сумме с размером списанных кредитов за 9М 2011 г. на 1,7 млрд руб. г./г. до 10,9 млрд руб. Среди негативных факторов стоит отметить, что при сокращении портфеля POS-кредитов показатель NPL по этому сегменту вырос с 5,7% до 7,7%.

Рост портфеля финансируется притоком депозитов

Прирост кредитного портфеля был профинансирован преимущественно за счет привлечения клиентских средств (+43,6% до 34,15 млрд руб.), тогда как выпуск долговых ценных бумаг и банковских кредитов позволили восполнить сокращение капитала в результате выплаты дивидендов (объемом 13,2 млрд руб. в 1 кв. 2011 г.). С начала года доля клиентских средств в обязательствах выросла на 2,4 п.п. до 37,4%. Банк не исключает выхода на рынок первичных облигаций (общий объем зарегистрированных облигаций составляет 21 млрд руб.) в случае улучшения рыночной конъюнктуры, однако, основным источником фондирования в 4 кв. останутся депозиты физлиц. Для сравнения, доля средств клиентов в обязательствах БРС за 9М 2011 г. выросла до 67%. Таким образом, в случае закрытия первичного рынка облигаций рост потребительского кредитования ХКФБ может обеспечить за счет розничных источников ликвидности.

Отрыв от БРС по чистой процентной марже сокращается

Чистый процентный и комиссионный доходы выросли пропорционально увеличению кредитного портфеля, при этом наибольший вклад также внес сегмент cash-кредитов (на 74% г./г. до 7 млрд руб.). Мы не исключаем, что в 2012 г. чистая процентная маржа банка может оказаться под давлением из-за повышения стоимости фондирования в условиях стабилизации спроса на потребительские кредиты. По уровню чистой процентной маржи ХКФБ опережает БРС, однако дистанция между ними за 3 кв. сократилась. БРС смог увеличить ЧПМ за этот период на 90 б.п. кв./кв. до 18,7%.

Ликвидная позиция остается на высоком уровне

В следующие 12 месяцев после отчетной даты банку необходимо пройти через оферту по двум выпускам облигаций ХКФБ БО-1 (3 млрд руб., апрель 2012 г.) и ХКФБ-7 (5 млрд руб., май 2012 г.), не учитывая выпуски ХКФБ-5 (4 млрд руб.), который был выкуплен в объеме 90% в ходе оферты в октябре, и ХКФБ-4 (3 млрд руб.), который был погашен. Закрытие сделки в августе по привлечению синдицированного кредита объемом 200 млн долл. решает вопрос краткосрочного рефинансирования оптовых источников фондирования. Как и для большинства банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, ликвидная позиция ХКФБ сохраняется на высоком уровне по причине фондирования краткосрочных кредитов более длинными и/или диверсифицированными источниками ликвидности. На отчетную дату банк имел чистую ликвидную позицию в размере 43,7 млрд руб. на горизонте 12 месяцев. Таким образом, потребность в фондировании вызвана, в основном, быстрым ростом кредитного портфеля.

Выпуски эмитента стоят дорого в сравнении с бумагами БРС

На рынке рублевых облигаций выпуски эмитента имеют низкую торговую ликвидность и, по нашему мнению, не интересны для покупки на текущих ценовых уровнях. В частности, БО-3 предлагает лишь УТР 9,6% @ октябрь 2013 г. в то время как близкие по кредитному качеству БО-1 БРС котируются с УТР 10,4% @ ноябрь 2012 г. Евробонды HCFB14 также не отличаются торговой ликвидностью, котируясь в пределах УТМ 8,95-7,5%, что, на наш взгляд, выглядит слишком дорого в сравнении с более длинным выпуском RSB15 (УТМ 11,8%).

МКБ: рекордный рост может закончиться без нового капитала

МКБ (-/В1/В+), занимающий 21-е место среди российских банков по размеру активов, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 9М 2011 г., которые мы оцениваем нейтрально. Банк продолжает наращивать кредитный портфель высокими темпами, однако достаточность капитала остается на низком уровне, что ставит под сомнение возможность дальнейшего агрессивного роста без привлечения дополнительного капитала.

Ключевые финансовые показатели МКБ

В млн руб., если не указано иное	30 сент. 2011	30 июня 2011	изменение
Кредиты клиентам (до резервов):	165 841	150 826	+10%
корпоративные	137 752	126 463	+9%
розничные	28 089	24 363	+15%
NPL 90+	0,9%	0,9%	без изм.
Активы	223 840	203 906	+10%
Собственный капитал	24 049	23 653	+2%
Депозиты	116 103	99 518	+17%

В млн руб., если не указано иное	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изменение
Чистый процентный доход	1 786	1 278	+40%
Чистый комиссионный доход	675	581	+16%
Операционные доходы	1 793	2 103	-15%
Чистая прибыль	498	648	-23%
	9 мес. 2011	1П 2011	
Расходы/доходы	43,4%	39,6%	+3,8 п.п.
Чистая процентная маржа	4,6%	4,8%	-0,2 п.п.
RoE	16,6%	19,9%	-3,3 п.п.
RoA	1,6%	2,0%	-0,4 п.п.
Общая достаточность капитала	13,3%	15,2%	-2,9 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Рост кредитного портфеля продолжается...

За 3 кв. 2011 г. кредитный портфель МКБ вырос на 10% до 162 млрд руб. Увеличение произошло как в корпоративном сегменте (+8,9%), так и в рознице (+15,3%). Показатель NPL (90+) остался на уровне 1П 2011 г. (0,9% от общего кредитного портфеля), а начисленные резервы покрывают его почти в 2,5 раза. МКБ продолжает фонтировать рост кредитного портфеля в основном за счет депозитов физических лиц, которые за 3 кв. 2011 г. увеличились на 15% (+10,3 млрд руб.).

...в т.ч. за счет снижения рентабельности

Столь быстрое развитие отрицательно сказывается на маржинальности банка: чистая процентная маржа за 9М 2011 г. сократилась на 20 б.п. по сравнению с 1П 2010 г. до 4,6%, что, вероятнее всего, было связано с опережающим удорожанием фондирования. В мае 2011 г. МКБ повысил процентную ставку по некоторым видам вкладов населения на 0,25-0,75 б.п. 16 ноября банк снова увеличил ставку по ряду депозитных продуктов на 0,5%. Мы не исключаем дальнейшего снижения процентной маржи в случае, если банк не сможет переложить этот рост на заемщиков. Сокращение ЧПМ сказалось также на других показателях: ROAE снизился на 3 п.п. до 16,6%, а показатель Расходы/Доходы - на 3,8%, тем не менее оставаясь на хорошем уровне (39,6%).

Убыток от переоценки портфеля ценных бумаг - 1,1 млрд руб.

Портфель ценных бумаг за 3 кв. 2011 г. увеличился на 24% до 29,7 млрд руб. (+5,9 млрд руб.). В то же время, в связи с коррекцией на финансовых рынках убыток от переоценки за 3 кв. 2011 г. составил чуть более 1 млрд руб.

В отчетности банка отсутствует анализ активов и пассивов по срокам погашения, однако мы не ожидаем возникновения серьезных сложностей с ликвидностью в краткосрочном периоде, учитывая, что до конца года у банка нет крупных погашений публичных долговых инструментов.

Невысокая достаточность капитала - основная угроза для дальнейшего роста

На наш взгляд, основной угрозой для дальнейшего активного роста МКБ может стать невысокая достаточность капитала: несмотря на то, что в 1П 2011 г. банк осуществил допэмиссию акций в пользу основного собственника, увеличив уставный капитал на 4,5 млрд руб., показатели достаточности капитала остаются на пограничном уровне: коэффициент общей достаточности капитала на 30.09.2011 г. составлял 13,3% (15,2% на конец 1П 2011 г.), а Н1 на 01.11.2011 г. - всего 11,7%.

Если МКБ не найдет новый капитал, его бурный рост прекратится

Мы полагаем, что допэмиссия в размере 215 млн руб., осуществленная в октябре в пользу Черноморского Банка Развития и Реконструкции, не решит проблем с капиталом. В текущих условиях мы видим 2 основных варианта дальнейшего развития событий:

1. Если действующие акционеры банка больше не смогут финансировать его бурный рост, то наиболее вероятным сценарием может стать вхождение нового акционера в капитал (например, IFC), чего не исключает и менеджмент;
2. В противном случае, бурный рост портфеля завершится, и банк будет вынужден сконцентрироваться на оптимизации и повышении прибыльности текущего кредитного портфеля.

Короткие БО-4 интересны для покупки

Из обращающихся бумаг эмитента мы обращаем внимание на выпуск МКБ БО-4 (УТР 13,5% к оферте октябрь 2012 г.), доходность которого является, по нашему мнению, интересной в сравнении с его дюрацией и кредитными рейтингами. Включение данного выпуска в список РЕПО ЦБ (необходимые требования по рейтингу выполнены, а остальные небиржевые выпуски эмитента уже в списке) может привести к его спекулятивному ценовому росту. В то же время мы не исключаем предложения на первичном рынке облигаций со стороны эмитента: объем зарегистрированных двух выпусков составляет 7 млрд руб.

Лукойл: рентабельность падает вслед за снижением добычи

В пятницу Лукойл (BBB-/Ваа2/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 3 кв. по US GAAP, которые оказались невпечатляющими с точки зрения операционных показателей и рентабельности. Рентабельность по EBITDA снижается из-за роста затрат на покупку нефти у сторонних производителей на фоне падения собственной добычи, а также увеличения расходов по налогам, экспортным пошлинам и акцизам. В то же время долговая нагрузка компании остается очень низкой: соотношение Чистый долг/EBITDA находится на уровне 0,27x (0,55x на начало года).

Ключевые финансовые показатели Лукойла

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.
Выручка	34 563	34 912	-1%	34 563	26 517	+30%
EBITDA	4 628	5 345	-13%	4 628	4 552	+2%
Рентабельность по EBITDA	13,4%	15,3%	-1,9 п.п.	13,4%	17,2%	-3,8 п.п.
Операционная прибыль	3 671	3 965	-7%	3 671	3 167	+16%
Операционная рентабельность	10,6%	11,3%	-0,7 п.п.	10,6%	11,9%	-1,3 п.п.
Чистая прибыль	2 390	3 213	-26%	2 390	2 827	-15%
Чистая рентабельность	6,9%	9,2%	-2,3 п.п.	6,9%	10,7%	-3,8 п.п.
Операционный поток	5 009	4 575	+9%	5 009	5 373	-7%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 960	-2 214	-11%	-1 960	-1 478	+33%
Капвложения	-2 011	-1 868	+8%	-2 011	-1 536	+31%

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 719	11 194	-13%
Краткосрочный долг	1 905	2 125	-10%
Долгосрочный долг	7 814	9 069	-14%
Чистый долг	5 278	8 826	-40%
Чистый долг/ LTM EBITDA *	0,27x	0,55x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Динамика цен на нефть и нефтепродукты – определяющий фактор роста выручки

Объемы добычи нефти и производства нефтепродуктов продолжают снижаться (за 9М 2011 г. -5,3% г./г. и -1,6% г./г., соответственно). На этом фоне фактором, определяющим динамику выручки, остается цена реализации нефти и нефтепродуктов.

В 3 кв. 2011 г. при существенно более высоком уровне цен в сравнении с аналогичным периодом прошлого года (в среднем, +47% для нефти на экспорт и +45-48% и +26-37% для нефтепродуктов на экспорт и на внутренний рынок, соответственно) выручка компании выросла на 30% г./г. Снижение выручки на 1% по сравнению со 2 кв. 2011 г. было обусловлено небольшой коррекцией цен на нефть (-2% кв./кв.).

Стабилизации добычи в 2012 г. ждать не стоит

В 3 кв. 2011 г. компания продемонстрировала некоторое замедление падения добычи: среднедневной объем снизился на 1,2% кв./кв. против 1,5% кв./кв. во 2 кв. 2011 г. Тем не менее, надеяться на стабилизацию добычи в 2012 г. пока преждевременно в связи с сокращением добычи на Южно-Хыльчюссском месторождении в Тимано-Печоре из-за обводнения скважин. Не стоит также забывать и о неудаче в Гане (вторая разведочная скважина не оправдала надежд, а третья оказалась сухой).

Падение рентабельности связано с ростом расходов на покупку нефти, на налоги и пошлины

Рентабельность по EBITDA в 3 кв. 2011 г. снизилась до 13,4% с 17,2% годом ранее, в связи с ростом на 37% г./г. расходов на покупку нефти, газа и продуктов их переработки, расходов по уплате НДС в России - на 64%, экспортных пошлин - на 35% (рост ставок был частично компенсирован снижением объемов экспорта на 13%), а также увеличением вдвое ставки акцизов. Также в 3 кв. были списаны затраты по бурению ранее упоминавшихся 2-х разведочных скважин в Гане в размере 161 млн долл.

Инвестиции были полностью профинансированы из операционных потоков

Инвестиции Лукойла за 9М 2011 г. (7,6 млрд долл.) были полностью профинансированы из операционных денежных потоков (13,3 млрд долл.). При этом капвложения в размере 5,6 млрд долл. были связаны преимущественно с разведкой и добычей нефти в России. Еще около 1,8 млрд долл. зарезервировано компанией на приобретение ряда добывающих активов, информация о которых не раскрывается (сделки пока не закрыты).

Капвложения в 2012 г. будут наращиваться для стабилизации добычи и реализации 2 крупных проектов

В ходе телеконференции руководство компании объявило о том, что капзатраты в 2012 г. превысят 8 млрд долл. Наращивание капвложений объясняется необходимостью стабилизации добычи на месторождениях в Западной Сибири, а также ускорением работ на месторождении Западня Курна-2 в Ираке (планируется инвестировать до 4,5 млрд долл. в следующем году) и разработкой месторождения им. Филановского на Каспии. В целом при благоприятной рыночной конъюнктуре эти затраты могут быть профинансированы из операционного потока компании.

Долг в основном представлен облигациями и комфортен по срокам

Долг Лукойла по итогам 9М 2011 г. составил 9,7 млрд долл. (-13% с начала года), в т.ч. 6,4 млрд долл. - 6 выпусков евробондов и 9 выпусков рублевых облигаций. Погашения по ним составят 251 млн долл. в декабре 2011 г. и свыше 1 млрд долл. в 2012 г.

Долговая нагрузка еще более снизилась до 0,27х

Чистый долг сократился на 40% с начала года до 5,3 млрд долл. за счет увеличения запаса денежных средств почти вдвое до 4,4 млрд долл., соответственно, соотношение Чистый долг/EBITDA снизилось до отметки 0,27х с 0,55х на начало года.

Мы нейтрально относимся к обращающимся выпускам эмитента, которые торгуются на одном уровне с кривой Газпрома.

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
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
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
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
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.