

## Пульс рынка

- ▶ **Мягкая монетарная политика способствует аппетиту к риску.** Опубликованные вчера данные по рынку недвижимости США (число незавершенных сделок на рынке жилья в апреле выросло на 1,5% м./м., выше ожиданий) свидетельствуют о том, что жилищный сектор чувствует себя неплохо, несмотря на довольно слабое состояние рынка труда. Таким образом, есть основание считать, что программа QE все-таки оказывает позитивный эффект на рынок недвижимости. Кстати говоря, от начинающегося сегодня заседания FOMC инвесторы ожидают продолжения экономических стимулов в условиях низких инфляционных рисков (последние данные свидетельствуют о наличии понижательной динамики потребительской инфляции). Также рынки надеются на смягчение монетарной политики ЕЦБ на заседании в четверг (а именно, на сокращение ключевой ставки на 25 б.п. до 0,5%) для предотвращения экономического спада. Индексы акций прибавили вчера 0,5%, при этом доходности 10-летних UST остались на уровне YTM 1,67%.
- ▶ **Еще один "золотой" евробонд с премией к рынку.** Nord Gold (-/Ba3/BB-) разместил 5-летние бонды на 500 млн долл. со ставкой купона 6,375% годовых, что соответствует G-спреду в 570 б.п. и предполагает премию к близким по дюрации бондам CHMFRU 18 (G-спред = 419 б.п.) в размере 151 б.п. Учитывая набор кредитных рейтингов Северстали (BB+/Ba1/BB), мы считаем эту премию избыточной, её справедливое значение составляет 50-75 б.п. По нашему мнению, кредитный профиль Nord Gold имеет достаточный запас прочности: денежная себестоимость производства унции составила 836 долл. в 2012 г. (текущие спот-котировки - 1450 долл.), при этом долговая нагрузка остается консервативной - 1,4x в терминах Чистый Долг/LTM EBITDA. Мы рекомендуем покупать новые бумаги NordGold 18. Кстати говоря, две недели назад другой представитель сегмента золотодобычи Polyus Gold (BB+/-/BBB-) разместил бонды PGILL 20 также с заметной премией к рынку (по нашим оценкам, порядка 40 б.п.). Наша рекомендация покупать бумаги PGILL 20 реализовалась: их котировки выросли на 2 п.п., а G-спред сузился на 40 б.п. до 414 б.п., на фоне стабильного рынка (котировок бондов Металлоинвеста, ВымпелКома).
- ▶ **ФНБ: новое исключение из бюджетного правила?** Активная дискуссия по разработке мер для стимулирования стагнирующей экономики принимает все новые формы. Недавно озвученные поправки в федеральный бюджет 2013 г. в реальности позволили использовать нефтегазовые доходы на покрытие "дыр" в бюджете, что еще недавно казалось невозможным. А вчера к потенциально смягчающим бюджетное правило госмерам добавилась "воскрешенная" тема использования части ФНБ (2,7 трлн руб.) на инфраструктурные проекты. Изначально планировалось, что до 50% нефтегазовых дополнительных доходов может направляться на инфраструктурные проекты только после достижения Резервного фонда 7% ВВП, причем, очевидно, что при текущем его объеме в 4% ВВП - это история не 2013 г., и, скорее всего, даже не 2014 г. При этом состояние экономики в глазах властей, судя по всему, не позволяет ждать так долго. В этом году президент уже озвучивал пожелание использовать в 2013 г. 100 млрд руб. из ФНБ, а вчера А. Белоусов высказал мнение, что на инфраструктуру можно направлять уже не 100 млрд руб., а 200-400 млрд руб. ФНБ ежегодно, что весьма значительно. Отметим, что речи о вложении средств ФНБ в акции, как это было в 2008 г., пока не идет. Предложение, скорее, касается локальных корпоративных инфраструктурных облигаций. Со слов Д. Медведева, приветствуются методы инвестирования части ФНБ, не нарушая бюджетного правила. Однако, если даже их "вливание" в реальный сектор произойдет не через прямую покупку активов, а через размещение средств на депозит в ВЭБ (что не противоречит текущей инвестиционной декларации госфондов), факт использования при этом нефтегазовых доходов во внутренней экономике от этого не изменится (чего бюджетное правило не предполагает при текущей цене на нефть). Причем то, что акценты расставлены в пользу вложений в государственные и квазигосударственные проекты ограничивает возможности по росту производительности труда, что является сейчас ключевым резервом для "перезагрузки" экономики, а вложение в более рискованные бумаги недопустимо с точки зрения предназначения госфондов.

## Темы выпуска

- ▶ **Энел ОГК-5: 50% инвестиций за 1 квартал**
- ▶ **EDC/БКЕ: повышает рентабельность горизонтального бурения**
- ▶ **ГМС: ожидается временная просадка в рентабельности**

## Энел ОГК-5: 50% инвестиций за 1 квартал

Энел ОГК-5 (-/Ва3/-) опубликовала ключевые показатели отчетности за 1 кв. 2013 г. по МСФО. Несмотря на значительное снижение выработки электроэнергии на фоне падения спроса на электроэнергию, роста производства ГЭС и проведения ремонтов, компании удалось увеличить EBITDA на 19%. Свою роль сыграло повышение эффективности, как в части более высокой загрузки новых эффективных ПГУ, так и в части контроля над издержками.

### Ключевые финансовые показатели Энел ОГК-5

в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2013	1 кв. 2012	изм.
Выручка	17,7	17,4	+2%
Операционные расходы	14,3	14,6	-2%
EBITDA	4,9	4,1	+19%
Рентабельность по EBITDA	27%	23%	+4 п.п.
Операционная прибыль	3,4	2,8	+20%
Операционная рентабельность	19%	16%	+3 п.п.
Чистая прибыль	1,98	2,01	-2%
Чистая рентабельность	11%	12%	-1 п.п.
в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2012	31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	30,2	30,3	-1%
Краткосрочный долг	5,2	5,2	0%
Долгосрочный долг	24,9	25,1	-1%
Чистый долг	25,0	25,0	0%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,55x	1,80x	-

\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

#### Снижение выработки старых станций...

В 1 кв. 2013 г. Энел ОГК-5 снизила полезный отпуск на 9,7% г./г. На производственных показателях отразилось сокращение спроса на э/э (так, в ОЭС Юга потребление уменьшилось г./г. на 7,1%). Кроме того, часть выработки тепловых станций была переложена на ГЭС (+13,4% г./г. по ЕЭС России) за счет высокой водности.

#### ...было отчасти компенсировано ростом загрузки новых ПГУ...

Часть выработки старых блоков была замещена новыми ПГУ (парогазовые установки). Их выработка выросла на 15%, а коэффициент использования установленной мощности вырос с 77% до 89%.

#### ...что позитивно отразилось на эффективности компании

С учетом того, что маржа (разница между ценой реализации э/э на РСВ и топливными издержками) новых ПГУ на рынке электроэнергии существенно выше (264 руб./МВтч для ПГУ против 39 руб./МВтч для «старых» мощностей), рост загрузки новых станций позитивно отражается на финансовых результатах Энел ОГК-5. Так, при увеличении выручки всего на 2% компании удалось нарастить EBITDA на 19%, то есть рентабельность по EBITDA выросла на 4 п.п.

#### Издержки под контролем

Снижение топливных издержек Энел ОГК-5 неудивительно, учитывая сокращение выработки на 9,7% и большую загрузку новых ПГУ, отличающихся существенно меньшим потреблением топлива. В то же время компании удалось удержать постоянные издержки на уровне 1 кв. 2012 г.

#### Долговая нагрузка – на стабильном уровне

За 1 кв. 2013 г. Чистый долг компании практически не изменился (+77 млн руб.), при этом за счет роста EBITDA долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA снизилась с 1,8x до 1,55x. Менеджмент считает одним из важных факторов устойчивого кредитного профиля компании «гибкость» инвестпрограммы из-за отсутствия обязательных проектов. Ежегодный свободный денежный поток прогнозируется на уровне ~5 млрд руб. в 2013-2015 гг., поэтому мы не ожидаем существенного роста долговой нагрузки компании.

#### На 1 квартал пришлось порядка 50% годового прогноза инвестиций

За отчетный квартал Энел ОГК-5 направила на инвестиции ~3,5 млрд руб., что составляет почти половину от запланированного на год бюджета в 7,5 млрд руб. При этом менеджмент компании отметил, что пик инвестиций по плану приходится на первую половину текущего года, и подтвердил свой прогноз по годовому объему капвложений. Таким образом, с учетом практически нулевого свободного денежного потока в 1 кв. 2013 г., можно ожидать его

заметного роста во втором полугодии. Совет директоров компании рекомендовал не выплачивать дивиденды за 2012 г., таким образом, денежные средства могут быть направлены на погашение долга.

Облигации эмитента БО-15 (YTM 6,7% @ июнь 2013 г.) и БО-18 (YTM 8,1% @ июнь 2014 г.) имеют низкую торговую ликвидность и предполагают относительно узкие спреды к суверенной кривой в размере 100 и 240 б.п., соответственно, что обусловлено лишь коротким сроком до погашения бумаг. В настоящий момент корпоративные рублевые облигации категории "BB" котируются на уровне YTW 8,4-9% к погашению/оферте через 2-3 года.

## EDC/БКЕ: повышает рентабельность горизонтального бурения

**Результаты оцениваем позитивно**

Eurasia Drilling Company Limited (BB+/-/BB) крупнейшая в России независимая буровая компания, опубликовала операционные результаты и ключевые финансовые показатели за 1 кв. 2013 г. (согласно данным управленческой отчетности), которые мы оцениваем позитивно.

### Ключевые финансовые показатели EDC

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.	1 кв. 2012	изм.
Выручка	789	835	-5%	746	+6%
EBITDA	178	175	+2%	151	+18%
Рентабельность по EBITDA	22,6%	21,0%	+1,6 п.п.	20,3%	+2,3 п.п.

Источник: пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

**Снижение объемов бурения кв./кв. может объясняться календарным эффектом или сезонностью**

Как правило, 4 кв., также как и 1 кв., является более слабым для компании, в это время происходит передислокация парка, и норма загрузки снижается. В 1 кв. 2013 г. объемы бурения на суше составили 1,4 млн м, на 7% ниже, чем в предыдущем квартале, что может объясняться как календарным эффектом (меньшим количеством рабочих дней в 1 кв.), так и процессом передислокации буровых установок (увеличением расстояния, количества перемещаемых установок). При этом объемы горизонтального бурения повысились на 3% кв./кв. до 208 тыс. м. Напомним, что компания прогнозирует заметный прирост объемов горизонтального бурения в 2013 г. (+40-50% г./г.), который, по оценкам менеджмента, в основном придется на 2П 2013 г.

**Рентабельность выросла за счет роста маржи горизонтального бурения, прогноз на год повышен**

Из-за снижения объемов выручка сократилась на 5% кв./кв. до 789 млн долл. Однако показатель EBITDA, напротив, вырос на 2% кв./кв., что привело к повышению рентабельности на 1,6 п.п. до 22,6%. Рост рентабельности, по оценкам менеджмента, произошел за счет реализации компанией стратегии по включению в цену (перенос на клиентов) большей доли затрат на услуги субподрядчиков по горизонтальному бурению. Кроме того, поскольку для горизонтального бурения компанией используются более мощные новейшие буровые установки, то и расценки EDC на эти услуги, соответственно, выше. По итогам 1 кв. компания повысила свой годовой прогноз по рентабельности до 25,1% (ранее - 24,8%). Прогноз по выручке остался неизменным - 3,6 млрд долл. (+12,5% г./г.).

**Чистый долг/EBITDA повысилось до 0,65х, с выпуском евробонда - может превысить 1,0х**

Капвложения на 2013 г. оцениваются на уровне 2012 г., т.е. 600 млн долл. По итогам 1 кв. было израсходовано всего 79 млн долл., или 13% годового инвестбюджета. Чистый долг, по оценкам EDC, на конец 1 кв. составил 527 млн долл., что транслируется в повышение Чистый долг/EBITDA LTM с 0,5х до 0,65х. После отчетной даты, в апреле 2013 г., компания разместила свой дебютный евробонд сроком на 7 лет номиналом 600 млн долл. Согласно проспекту размещения эти средства будут направлены на рефинансирование кредитов (220 млн долл.), а остальное - на общие корпоративные нужды. Соответственно, долговая нагрузка может превысить значение 1,0х Чистый долг/EBITDA, но все также остается на комфортном уровне.

**Новый евробонд оценен справедливо**

Облигации БКЕ-1 не отличаются высокой ликвидностью и котируются с YTP 8,5% @ июнь 2016 г., что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 240 б.п., что выглядит справедливо. Евробонды EDCLL 20, несмотря на отсутствие рейтинга инвестиционного уровня, были размещены даже немного ниже кривой НЛМК (BBB-/Baa3/BBB-). По-видимому, инвесторы воспринимают кредитный риск эмитента как близкую производную от нефтегазового сектора: премия к кривой бондов Газпрома, ЛУКОЙЛа, ТНК-ВР составила 90-100 б.п., что, по нашему мнению, справедливо.

## ГМС: ожидается временная просадка в рентабельности

Гидромашсервис (S&P: B+), лидирующий производитель насосного оборудования в РФ, опубликовал нейтральные финансовые показатели за 2П 2012 г. по МСФО.

### Ключевые финансовые показатели ГМС

В млн руб., если не указано иное	2П 2012	1П 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	18 717	14 939	+25%	33 656	27 496	+22%
Валовая прибыль	5 760	4 250	+35%	10 010	8 364	+20%
Валовая рентабельность	30,8%	28,4%	+2,4 п.п.	29,7%	30,4%	-0,7 п.п.
ЕБИТДА	3 761	2 470	+52%	6 231	5 509	+13%
Рентабельность по ЕБИТДА	20,1%	16,5%	+3,6 п.п.	18,5%	20,0%	-1,5 п.п.
Чистая прибыль	1 332	969	+37%	2 301	3 377	-32%
Операционный поток	847	2 337	-64%	3 184	-1 595	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 734	-6 569	-74%	-8 303	-2 193	+3,8x
Капвложения	-715	-833	-14%	-1 548	-1 139	+36%
Финансовый поток	958	3 907	-75%	4 864	5 050	-4%
в млн руб., если не указано иное				31 дек. 2012	30 июня 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				13 428	11 921	+13%
Краткосрочный долг				2 198	2 848	-23%
Долгосрочный долг				11 230	9 073	+24%
Чистый долг				12 026	10 608	+13%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*				1,9x	2,2x	-

\*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

#### Завершение проекта ВСТО не снизило заказы на промышленные насосы

Увеличение выручки п./п. (+25%) было обеспечено в основном положительной динамикой в сегменте промышленных насосов (+75% до 10,9 млрд руб.), а также консолидацией производителя компрессоров ККМ, что добавило к выручке 1,4 млрд руб. В остальных сегментах (ЕРС и нефтегазового оборудования) произошел спад (на 29% и 26%, соответственно). Портфель заказов (backlog) составил 21,5 млрд руб. (+20% г./г.), или 64% выручки за 2012 г. В 1 кв. 2013 г. новые заказы составили 9,2 млрд руб. (на 17% выше, чем в 1 кв. 2012 г., что является неплохим индикатором для оценки роста годовой выручки в 2013 г.).

#### Ожидается снижение рентабельности в 2013 г.

Благодаря наличию крупных заказов на промышленные насосы, рентабельность по ЕБИТДА во 2П 2012 г. увеличилась с 16,5% до 20%, при этом отсутствие таких заказов в сегментах нефтегазового оборудования и ЕРС оказало негативное давление на рентабельность. Менеджмент ГМС ожидает снижения рентабельности в 2013 г. до 13-15% из-за переноса реализации ряда крупных проектов (в частности, по причине приобретения Роснефтью компании ТНК-ВР, в связи с чем были пересмотрены и инвестиционные программы). В настоящий момент ключевыми заказчиками являются Транснефть (расширение мощности прокачки, в том числе, ВСТО-1 и ВСТО-2), Газпром (участие в разработке месторождения Уренгой и строительстве Южного потока) и Газпром нефть.

#### Инвестиции в оборотный капитал "съели" операционный денежный поток

Во 2П 2012 г., по-видимому, в результате интеграции ККМ и Apollo произошел рост инвестиций в оборотный капитал, которые составили 1,6 млрд руб. (против высвобождения 1,4 млрд руб. в 1П). Кроме того, заметно возросли выплаты процентов по долгу (более чем в два раза до 0,74 млрд руб.). В результате, несмотря на заметное повышение ЕБИТДА (на 52% до 3,76 млрд руб.), чистый денежный поток от операционной деятельности сократился с 2,34 млрд руб. в 1П до 0,85 млрд руб. Для финансирования капвложений (715 млн руб.) и осуществления финальных платежей по М&А сделкам (1 млрд руб.) потребовалось привлечение нового долга. В 1 кв. 2013 г. компания договорилась о покупке 62% акций НИИ Турбокомпрессор за 208 млн руб. (завершение сделки ожидается до конца апреля). Это приобретение, по мнению менеджмента, повысит шансы получения крупных высоко рентабельных проектов.

**При прочих равных  
ожидаем снижения  
долговой нагрузки**

По итогам 2П 2012 г., Чистый долг увеличился на 1,4 млрд руб. (до 12 млрд руб.), а его отношение к LTM EBITDA сократилось с 2,19х до уровня 1,94х, который совпадает с озвученной компанией оценкой в момент объявления приобретения ККМ и немецкой Apollo Goessnitz (эти сделки были завершены соответственно в июле и августе 2012 г.).

По итогам 2012 г. рекомендована выплата дивидендов в размере 800 млн руб. (35% от чистой прибыли). Новых крупных сделок M&A не планируется, в том числе в связи с невысоким потенциалом увеличения долга (уровень внутренней ковенанты - 2,5х в терминах отношения Чистый Долг/LTM EBITDA). При прочих равных условиях (отсутствие сделок M&A и сохранение относительно стабильной конъюнктуры на рынке углеводородов) мы считаем, что компания сможет сократить Чистый Долг до 1,7х LTM EBITDA. В 2013 г. ГМС предстоит погасить долг в размере 2 млрд руб., что покрывается запасом денежных средств (1,4 млрд руб.) и невыбранными кредитными линиями (2,7 млрд руб.).

**Облигации имеют  
избыточный спред к  
ОФЗ**

Облигации ГМС-2,3 имеют низкую ликвидность и котируются в диапазоне YTW 9,7-9,9% к погашению/оферте через 2-3 года, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 380-400 б.п. Эта премия к суверенной кривой выглядит несколько избыточной для корпоративных облигаций категории В+. Отметим, что средняя ставка по долгу (89% номинировано в рублях) составляет 9,4% годовых.

## 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	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

### 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 Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### Прочие

АФК Система
-------------

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Промсвязьбанк
РСХБ

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика марта споткнулась на инвестициях

### Платежный баланс

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

### Инфляция

Инфляция сильно "подтаяла"

### Валютный рынок

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

Курс рубля «пустился в бега»

### Монетарная политика ЦБ

Госдума утвердила кандидатуру Э.Набиуллиной на пост главы ЦБ

Снижение ставок от ЦБ "малой кровью"

### 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 приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами

### Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

### Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Конвертация трансферта: в режиме ожидания?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

### Бюджет

Бюджетная анти-диета

### Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

### 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.