



31 августа 2017 г.

Экономика

Дефляция возвращается с новой силой

Росстат вновь фиксирует недельную дефляцию – согласно его оценкам, за период с 22 по 28 августа цены в среднем снизились на 0,2% н./н. Таким образом, с начала года инфляция составила 1,9% г./г., а годовая оценка снизилась до исторически рекордно низких уровней (3,4% г./г.). Интересно отметить, что одни лишь недельные данные по ценам товаров, публикуемые Росстатом, не позволяют увидеть заметных изменений с прошлой недели (когда инфляция составила 0% н./н.). Так, например, по нашим оценкам, динамика инфляции в продовольственном сегменте даже немного ухудшилась – главным образом из-за удорожания мясопродуктов и алкоголя (после их снижения на прошлой неделе). В то же время основные непродовольственные товары (бытовая техника, автомобили) продолжили дезинфляционный тренд прошлых недель, из-за чего в среднем по группе цены практически не выросли. Инфляция в сегменте услуг также снизилась – главным образом за счет ЖКХ. Однако из-за достаточно ощутимого веса продовольственных товаров (около 40%) в потребительской корзине изменения в инфляции в целом, по нашим оценкам, не оказались заметны. В то же время итоговая недельная оценка, согласно методологии, получается в результате досчетов, которые делает Росстат, поэтому, видимо, в этот раз основные изменения произошли именно за счет них. Столь оптимистичная динамика инфляции, несомненно, открывает путь к снижению ставки на ближайшем заседании ЦБ (15 сентября). Впрочем, степень снижения ставки (25 или 50 б.п.), на наш взгляд, будет зависеть в т. ч. и от данных отчета по инфляционным ожиданиям за август (скорее всего, он будет опубликован до заседания).

Рынок ОФЗ

Плавающие бумаги нашли своего покупателя

Как мы и предполагали, остаток выпуска 26219 на 20,57 млрд руб. привлек высокий спрос в размере 56,9 млрд руб., который позволил Минфину реализовать весь объем даже ниже котировок вторичного рынка (отсечка по доходности была установлена на уровне YTM 7,91% против YTM 7,94% до аукциона). Сегодня доходности опустились до 7,85%. Выпуск 29012 был выкуплен, скорее всего, одним участником (удовлетворены были 5 заявок на 3 млрд руб.) по цене 103,7% от номинала, выше котировок вторичного рынка. Возможно, бумаги оказались востребованы некоторым крупным банком, получившим избыток рублевой ликвидности в результате притока средств корпоративных клиентов в августе. Повышения спроса к другим плавающим ОФЗ не произошло.

Рынок корпоративных облигаций

Совкомфлот: шторм продолжается

Совкомфлот (BB+/Ba1/BB) опубликовал умеренно негативные результаты за 2 кв. 2017 г. на фоне продолжившейся коррекции фрахтовых ставок на перевозку нефтяных грузов. По данным Clarkson, в 1П спотовые фрахтовые ставки упали на 30-46% г./г. на фоне сокращения добычи странами ОПЕК и одновременно с этим роста ввода новых судов на рынок, что привело к существенному росту предложения танкеров. ТЧЭ-выручка Совкомфлота сократилась на 7% кв./кв. до 256,4 млн долл. на фоне падения выручки от перевозки нефти и нефтепродуктов на 26% кв./кв. и 16% кв./кв. до 77,3 млн долл. и 38,8 млн долл., соответственно. Это было частично компенсировано продолжающимся ростом доходов от офшорных проектов и перевозок СПГ на 6% кв./кв. и 31% кв./кв. до 93,2 млн долл. и 43,4 млн долл., соответственно. При этом опережающий рост эксплуатационных расходов на 11% кв./кв. до 96 млн долл., а также нейтральная динамика прочих расходов, включая расходы на чартер и административные расходы, привела к падению EBITDA на 20% кв./кв. до 122,9 млн долл. Несмотря на это, чистый операционный денежный поток вырос на 9% кв./кв. до 146,6 млн долл. в основном благодаря снижению оборотного капитала после резкого роста в 1 кв. При этом инвестиции также сократились до 131 млн долл. с 334 млн долл. кварталом ранее, когда Совкомфлот осуществил заказ новых судов (4 судна класса Афрамакс). При этом чистый долг увеличился до 5,6х LTM EBITDA на фоне падения рентабельности. С учетом того, что соглашение об ограничении добычи нефти продлено до конца года, вероятно, негативная динамика ставок будет преобладать во 2 полугодии, что продолжит оказывать давление на рентабельность Совкомфлота. Учитывая рост долговой нагрузки, мы считаем, что бонды SCFRU 23 должны котироваться с премией к PGILLN 23 как минимум 25 б.п. (против 5-10 б.п. сейчас).

ГПБ: заметный прирост прибыли за счет разовых статей. См. стр. 2

БРС: рост кредитования связанных сторон не способствует спаду кредитного риска. См. стр. 3

Газпром: положительная операционная динамика и сокращение оборотного капитала поддержали свободный денежный поток. См. стр. 4

ГПБ: заметный прирост прибыли за счет разовых статей

Помимо разовых статей вклад в прибыльность внес комиссионный доход

Финансовые результаты Газпромбанка (BB+/Ba2/BB+) за 2 кв. 2017 г. мы оцениваем умеренно позитивно: чистая прибыль выросла более чем в два раза кв./кв. до 18,9 млрд руб. в основном за счет разовых эффектов: 1) сокращения убытка от операций с инвалютой (на 4,3 млрд руб. до -1,5 млрд руб.); 2) прибыли от продажи инвестиций в зависимые предприятия (+2 млрд руб.); 3) восстановления резервов (было высвобождено 627 млн руб. против создания на 4,1 млрд руб. в 1 кв., однако улучшения качества не произошло). Улучшение по основной деятельности было обусловлено главным образом повышением чистого комиссионного дохода (+60% до 4,6 млрд руб.), что, скорее всего, является следствием новых рейтинговых требований, которые вызвали отток операций клиентов из некоторых частных банков в госбанки (в июле и августе эта тенденция усилилась). Чистая процентная маржа во 2 кв. почти не изменилась (3%). Мы не исключаем, что случившееся в 3 кв. значительное перераспределение средств корпоративных клиентов внутри банковской системы позволит ГПБ снизить стоимость фондирования и расширить чистую процентную маржу.

Ослабление рубля и дивиденды сдержали рост достаточности капитала

Из-за роста RWA (+4,65% кв./кв.) и дивидендов, объявленных в объеме 17,7 млрд руб., полученная прибыль не транслировалась в заметное улучшение показателей достаточности капитала: по РСБУ показатель достаточности основного капитала по группе H20.2 составил 8,5% (+10 б.п.) при минимально допустимом уровне 7,6% (с учетом буфера за системную значимость). Запас капитала по-прежнему является небольшим: по нашим оценкам, банк может абсорбировать дополнительный убыток в размере 56 млрд руб. (1,7% портфеля). Отметим, что в июле по РСБУ в базовом капитале банка ГПБ была признана допэмиссия обыкновенных акций в пользу Газпрома (исходя из его отчетности МСФО, вложения в связанные компании были произведены в размере 84 млрд руб.) в размере 60 млрд руб., что привело к повышению показателя H1.1 на 50 б.п. до 9,2%.

Ключевые финансовые показатели Газпромбанка

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2017	31 марта 2017	изм.
Активы	5 184,4	5 282,1	-2%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	3 490,3	3 381,4	+3%
розничные	338,3	328,5	+3%
корпоративные	3 152,1	3 052,8	+3%
NPL (90+)/Кредитный портфель	3,3%	2,9%	+0,4 п.п.
Депозиты и текущие счета клиентов	3 566,1	3 765,4	-5%
Собственный капитал	561,4	498,6	+13%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель 1)	14,6%	13,5%	+1,1 п.п.
в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2017	1 кв. 2017	изм.
Чистый процентный доход до резервов	31,2	29,1	+7%
Чистый комиссионный доход	4,6	2,9	+59%
Чистая прибыль	18,9	7,3	+2,6x
Чистая процентная маржа	3,0%	3,1%	-0,1 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Рост кредитования лишь в ипотеке

Кредитный портфель во 2 кв. увеличился на 3,2% до 3,49 трлн руб., что произошло за счет переоценки валютных кредитов (ослабления рубля за период), в то же время долларовые кредиты сократились на 3,2% кв./кв., рублевые прибавили всего 1%. Основная кредитная активность по-прежнему сосредоточена в ипотеке (+4% кв./кв.).

Признаки стабилизации кредитного риска

Во 2 кв. в основном за счет корпоративного сегмента показатель NPL 90+ увеличился на 218% (до 106,7 млрд руб.), при этом плохие кредиты были списаны на сумму 10,9 млрд руб. Таким образом, наблюдавшиеся в 1 кв. признаки ухудшения качества кредитов реализовались. Однако во 2 кв. произошло заметное снижение размера обесцененных кредитов (на 26% до 598 млрд руб., или 16% сегмента), что может свидетельствовать о стабилизации кредитного риска. Резервирование на уровне 6,7% корпоративного сегмента не выглядит избыточным.

Произошел отток рублевой и валютной ликвидности

В обязательствах произошел отток рублевой (-197 млрд руб.) и валютной ликвидности (-2,4 млрд долл.), при этом со счетов связанных сторон (НПФ Газфонд и ЗАО Лидер, ПАО Газпром и зависимые предприятия) ушло 132 млрд руб. (в рублевом эквиваленте). Это привело к сокращению избытка рублевой ликвидности. На 1 июля ГПБ стал нетто-должником на рублевом рынке МБК, чистый долг перед ЦБ РФ и Минфином вырос до 122 млрд руб. (на 1 августа банк вновь стал нетто-кредитором на МБК, с чистым размещением 39 млрд руб.). ГПБ все еще остается нетто-должником на рынке валютного МБК: долг перед банками-нерезидентами на 1 августа составил 181 млрд руб. (3 млрд долл.).

Суборд GPBRU 23 котируется с премией 170 б.п. к субордам SBERRU 24 (в терминах YTM), что справедливо отражает невысокий запас капитала у ГПБ в сравнении со Сбербанком. GPBRU регр. выглядит дорого при текущей доходности 7,6%. Лучшей ему альтернативой является старший выпуск GAZPRU 34 с текущей доходностью 6,3%. Среди бумаг госбанков мы рекомендуем покупать суборды SBERRU 23 с YTM 4,6%.

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

БРС: рост кредитования связанных сторон не способствует спаду кредитного риска

БРС (ССС+/Саа2/-) опубликовал результаты по МСФО за 2 кв. 2017 г. Банку удалось избежать убытка (прибыль составила символические 176 млн руб., против +128 млн руб. в 1 кв.), напомним, что по итогам 2016 г. был убыток в размере 3,2 млрд руб. Позитивный эффект от сокращения отчислений в резервы (на 45% кв./кв. до 2 млрд руб.) был нивелирован получением меньшего дохода от операций с инвалютой (хеджирование валютного риска, возникающего на балансе).

Размер кредитного портфеля почти не изменился (составив 102 млрд руб.), что свидетельствует об увеличении кредитной активности банка: во 2 кв. было выдано кредитов на ~22 млрд руб. Средняя ставка по кредитным картам, на которые приходится половина портфеля, составила 39,6% годовых (такая ставка предполагает существенно более высокие RW, скорее всего, выдача кредитов обусловлена утилизацией кредитных лимитов по ранее (до 1 марта 2017 г.) выпущенным картам/подписанным кредитным договорам).

Отметим, что по РСБУ во 2 кв. была получена чистая прибыль в размере 5,5 млрд руб., что является следствием очень низких отчислений в резервы (обязательные резервы на возможные потери по ссудам выросли всего на 0,9 млрд руб.). Для сравнения - по РСБУ чистый кредитный портфель (без учета средств в других банках) составляет 93 млрд руб. (на 10 млрд руб. выше, чем чистый кредитный портфель по МСФО), из чего можно сделать вывод, что на балансе по РСБУ присутствует реализовавшийся, но еще не покрытый резервами, кредитный риск (10 млрд руб.), который может быть покрыт за счет сокращения основного капитала у банка (37,6 млрд руб. при показателе H20.2 9,1%) до уровня, близкого к минимальному 6% (т.е. запас по капиталу есть, но это будет ограничивать восстановление прибыли в течение следующих 2 кварталов).

Не в пользу кредитного качества выступают продолжившиеся во 2 кв. инвестиции в компанию RoustCorp (1,25 млрд руб.), общий объем вложений в дочерние и зависимые компании составляет 32,4 млрд руб. (т.е. почти весь основной капитал размещен в связанных организациях), а в июле-августе связанным сторонам было выдано еще 2 млрд руб.

Бонды RUSB 17, как мы и ожидали, были погашены в июле. Бонды pay-in-kind RUSB 22 (@ 13%), на которые произошел обмен субординированного долга при реструктуризации в октябре 2015 г., котируются ~55% номинала (YTM 35%), заметно подорожав с момента выпуска (30%), что все еще предполагает высокую вероятность конвертации их в акции.

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

Газпром: положительная операционная динамика и сокращение оборотного капитала поддержали свободный денежный поток

Положительная операционная динамика и...

Во вторник Газпром (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 2 кв. 2017 г., которые мы оцениваем положительно с точки зрения кредитного профиля компании. Выручка выросла на 3% г./г., а EBITDA - на 37% (благодаря увеличению объемов продаж и сокращению операционных расходов). Тем не менее, из-за неденежного убытка по курсовым разницам (в 140,5 млрд руб. против прибыли в 152 млрд руб. г./г.) чистая прибыль упала на 77% г./г.

... сокращение оборотного капитала поддержали свободный денежный поток

В результате роста операционных доходов и положительного эффекта от изменений оборотного капитала свободный денежный поток до процентных платежей оказался положительным на уровне 11 млрд руб. (42,5 млрд руб. без учета перевода части денежных средств на краткосрочные депозиты) против -29,3 млрд руб. годом ранее, даже несмотря на рост капитальных затрат на 15% г./г. во 2 кв.

Прогноз по инвестпрограмме на 2017 г. остается пока в силе

Стоит отметить, что по итогам 1П капитальные вложения упали на 10% г./г., однако пока прогноз по инвестиционной программе на этот год остается без изменений на уровне 1,58 трлн руб. (без НДС), что предполагает рост 15% г./г. Ввиду этого, даже с учетом корректировки на переход около 359 млрд руб. денежных средств на краткосрочные депозиты в 1П (отраженные в изменении оборотного капитала), свободный денежный поток после вычета процентных платежей может по-прежнему оказаться в отрицательной зоне по итогам 2017 г.

Долговая нагрузка на низком уровне

Долговая нагрузка за квартал сильно не изменилась, увеличившись лишь до 1,29x с 1,21x Чистый долг/EBITDA LTM. Кроме этого, на счетах компании (с учетом краткосрочных депозитов) накоплено почти 1,3 трлн руб., что существенно превышает как краткосрочную задолженность (546 млрд руб.), так и совокупные дивиденды в 2017 г. на уровне около 190 млрд руб.

Ключевые финансовые показатели Газпрома

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2017	2 кв. 2016	изм.	1П 2017	1П 2016	изм.
Выручка	1 388 509	1 338 029	+4%	3 189 607	3 093 901	+3%
EBITDA	343 907	251 363	+37%	787 604	695 284	+13%
Рентабельность по EBITDA	24,8%	18,8%	+6,0 п.п.	24,7%	22,5%	+2,2 п.п.
Чистая прибыль	57 667	252 064	-77%	408 054	625 405	-35%
Чистая рентабельность	4,2%	18,8%	-14,7 п.п.	12,8%	20,2%	-7,4 п.п.
Операционный денежный поток	341 175	257 265	+33%	446 577	931 592	-52%
Капитальные вложения	-330 021	-286 586	+15%	-651 508	-723 518	-10%
Свободный денежный поток*	11 154	-29 321	-	-204 931	208 074	-
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2017			31 марта 2017		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 072 105			2 730 059		+13%
Краткосрочный долг	545 998			432 506		+26%
Долгосрочный долг	2 526 107			2 297 553		+10%
Чистый долг**	1 788 653			1 571 201		+14%
Чистый долг/EBITDA LTM***	1,29x			1,21x		-

* до вычета процентных платежей; ** за вычетом краткосрочных депозитов; *** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост продаж компенсировал падение рублевые цены

В целом во 2 кв. объем продаж газа увеличился на 12% г./г. до 102 млрд куб. м: продажи в РФ - до 42 млрд куб. м (+25% г./г.), экспорт в дальнее зарубежье - 54 млрд куб. м (+4% г./г.), экспорт в страны СНГ - 6 млрд куб. м (+7% г./г.). Данный рост компенсировал снижение средней цены реализации газа в рублях на 8,7% г./г. до 7,8 тыс. руб. за 1 тыс. куб. м, причиной чего стал эффект укрепления рубля на экспортную цену (-5% г./г. в дальнее зарубежье и -1,3% г./г. в СНГ). В итоге валовая выручка от продаж газа выросла на 2% г./г. до 799 млрд руб., а благодаря дополнительному росту доходов от продаж нефти и нефтепродуктов совокупная чистая выручка увеличилась на 4% г./г. до 1 388,5 млрд руб.

**Операционная
рентабельность
выросла**

Рентабельность по EBITDA повысилась до 24,8% с 18,8% во 2 кв. 2016 г. в результате сокращения операционных расходов, несмотря на рост налоговой нагрузки (+28% г./г. до 271 млрд руб. без учета экспортных пошлин и налога на прибыль). В первую очередь, положительный эффект на операционную рентабельность оказало снижение расходов на закупку нефти и газа (-12% г./г. до 249 млрд руб.), на материалы (-7% г./г. до 65 млрд руб.), ремонт и обслуживание (-15% г./г. до 35,8 млрд руб.), транспортировку (-8% г./г. до 7,9 млрд руб.), а также падение прочих операционных расходов (вкл. расходы на рекламу, хранение газа и др.) на 22% г./г. до 68 млрд руб.

**Докапитализация
Газпромбанка на 85
млрд руб.
произведена, но
повтор не ожидается**

Во 2 кв., как и было запланировано с ноября прошлого года, Газпром докапитализировал Газпромбанк на ~85 млрд руб. в связи с ужесточением требований по достаточности капитала. Тем не менее, на вчерашней телеконференции менеджмент заверил, что поддержка банка была единовременным событием.

Среди бумаг Газпрома мы сохраняем рекомендацию на покупку номинированных в евро выпусков GAZPRU 21 (с YTM 3,7%), они предполагают некоторую премию (20 б.п.) к долларовым бумагам эмитента. Для долгосрочных вложений интересным выглядит GAZPRU 34 со ставкой купона 8,625% годовых, что соответствует текущей доходности 6,3%, для сравнения - выпуск VTB регр. с купонами 9,5% (которые по усмотрению эмитента могут быть не выплачены) имеет текущую доходность всего 8,6%.

Андрей Полищук
andrey.polischuk@raiffeisen.ru
+7 495 221 9849

Сергей Гарамита
sergey.garamita@raiffeisen.ru
+7 495 721 9900 (1836)

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Потребление уступило место инвестициям

Промышленность «пробуксовывает» второй месяц подряд

Экономика "разгорячилась" на аномальной погоде

Реальные доходы прекратили падение, поддерживая восстановление потребительского спроса

Рынок облигаций

Размещение КОБР: банки сохраняют консерватизм в управлении ликвидностью

Обмен евробондов РФ может оказать давление на длинные выпуски

ЦБ РФ скоро выпустит КОБР, несмотря на отсутствие устойчивого профицита ликвидности

В июне нерезиденты выступили чистыми продавцами ОФЗ

Валютный рынок

Платежный баланс: в июле снова минус

В августе Минфин купит валюту на ~785 млн долл. после почти нулевых покупок в июле

Избыток валютной ликвидности сохраняется, несмотря на ухудшение сальдо текущего счета

Платежный баланс в июне ушел в минус (негативно для рубля)

Инфляция

Цены снижаются третью неделю подряд

Инфляционный «маятник» качнулся в противоположную сторону

Монетарная политика ЦБ

ЦБ сохранил ставку, лишь незначительно поменяв июньскую риторику

Консерватизм ЦБ говорит в пользу более медленного снижения ставки

Денежный рынок

Снижение RUONIA ниже ключевой ставки — смягчение кредитных условий?

Корпорации получили прямой доступ на денежный рынок через НКЦ

Бюджетная политика

В июле ослабление рубля вывело бюджет в профицит

Минфин: новое бюджетное правило учтет текущие недостатки

Минфин сохраняет стабильно низкий дефицит бюджета

Банковский сектор

Избыток валютной ликвидности близок к исчерпанию

Банк ФК Открытие обусловил резкий рост задолженности перед ЦБ РФ



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Газпром	Новатэк
Газпром нефть	Роснефть
Лукойл	Транснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Норильский Никель
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus

Телекоммуникации и медиа

VEON	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

ЕвроХим	Уралкалий
СИБУР	ФосАгро

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот	Global Ports
------------	--------------

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк
Банк Санкт-Петербург	МКБ

ФК Открытие	Тинькофф Банк
Промсвязьбанк	ХКФ Банк
Сбербанк	



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес 119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
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
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупаева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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 и другие финансовые инструменты. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.