

Пульс рынка

- ▶ **Рынки пока верят, что fiscal cliff-2 удастся избежать.** На фоне позитивной статистики по США (значение индекса состояния непроемких отраслей в январе оказалось лучше ожиданий благодаря росту занятости) индексы акций прибавили 1%, доходности 10-летних UST превысили отметку YTM 2,0%. Рынки проигнорировали высказывания Б. Обамы о том, что компромисса с республиканцами по поводу бюджета (2-й части fiscal cliff), возможно, не удастся достичь до 1 марта. По мере приближения к этой дате на рынках, скорее всего, будет нарастать беспокойство, что может привести к коррекции (напомним, что в 2012 г. она началась в середине апреля, а катализатором послужила Греция).
- ▶ **Ставки денежного рынка не растут благодаря нетипично мощному притоку госсредств.** Вчера из бюджета поступило >300 млрд руб. (ровно столько, сколько ЦБ прогнозировал на всю эту неделю). Такого мощного единоразового дневного притока госсредств в январе в последние годы не было. Обычно поступления были меньше и происходили более равномерно. Подобные всплески характерны в основном для декабря, когда расходы сильно запаздывают. Этот приток госсредств, из-за которого реализовался позитивный сценарий (корсчета (и без того высокие) поднялись до 927 млрд руб., а депозиты - до 381 млрд руб.), и стал причиной снижения спроса на недельное РЕПО и позволил избежать роста коротких ставок. Они опустились ниже 5,5%, где и останутся, по нашему мнению, вплоть до начала налоговых выплат.
- ▶ **Несмотря на коррекцию в ОФЗ, Минфин вновь дал премию лишь по длинным бумагам.** Сегодня ведомство предлагает новый 5-летний выпуск ОФЗ 25081 и 15-летние ОФЗ 26212 номиналом 20 и 10 млрд руб., соответственно. Ориентир по 5-летним бумагам YTM 6,2-6,3% не предполагает никакой премии ко вторичному рынку (близкие по дюрации ОФЗ 26204 вчера котировались на уровне YTM 6,32% @ март 2018 г.). Небольшая премия присутствует лишь в ОФЗ 26212 (ориентир - YTM 7,10-7,15%, последние сделки по которым проходили на уровне YTM 7,11%). Сегодняшнее сообщение о том, что завтра Euroclear начнет обслуживание рынка ОФЗ, утром привело к росту котировок длинных выпусков (например, ОФЗ 26207) на 50-70 б.п., что позволило им полностью компенсировать ценовое снижение, наблюдавшееся с прошлой среды. Этот импульс может сформировать спекулятивный спрос на 15-летние бумаги в ходе сегодняшнего аукциона, в котором мы рекомендуем участвовать по верхней границе ориентира. В то же время существует риск фиксации прибыли по факту и после прихода Euroclear/Clearstream. Кроме того, январские данные свидетельствуют о повышении годовой инфляции потребительских цен до 7,1% (6,6% за 2012 г.). Это может сократить потенциальный приток нерезидентов на рынок. Отметим, что некоторую поддержку спросу могут оказать поступления от погашаемых сегодня ОФЗ (100 млрд руб.). Но если основным их держателем была ГУК, то эти средства, скорее всего, не вернуться на рынок госбумаг (в последнее время ГУК предпочитает размещать пенсионные накопления на депозитах).
- ▶ **Теле2: экспансия в регионы негативно сказывается на прибыльности.** Вчера шведская Tele2 Group опубликовала отчетность за 4 кв. 2012 г., в рамках которой были раскрыты некоторые показатели российской "дочки" - Теле2 Россия (-/-/BB+). Мы отмечаем, что тенденция к снижению прибыльности сохраняется: рентабельность по EBITDA упала на 4 п.п. г./г. (или на 2,6 п.п. после корректировки на разовые статьи) до 36,5% (в 3 кв. 2012 г. - на 2,3 п.п. г./г., во 2 кв. - на 2,4 п.п. г./г.). Компания объясняет это запуском сетей в новых регионах на Дальнем Востоке и ростом затрат на привлечение абонентов. В 2013 г. Теле2 прогнозирует дальнейшее снижение маржи EBITDA до 35-35,5%, что, на наш взгляд, связано с замедлением роста в "зрелых" регионах и продолжением развития в новых. Операционные показатели демонстрируют положительную динамику: прирост абонентской базы в 4 кв. 2012 г. составил 373 тыс. клиентов (против +250 тыс. годом ранее, и более агрессивного наращивания в 3 кв. 2012 г., +710 тыс.); средняя выручка на абонента (ARPU) продолжает расти на 5% г./г. (в рублях), трафик на абонента (MoU) - на 7% г./г. По данным менеджмента, свободный денежный поток в 2012 г. вырос на 27% г./г. до 12,8 млрд руб. Обращающиеся бумаги Теле2 неликвидны, лучшей альтернативой в телекоммуникационном секторе в сегменте длинной дюрации, на наш взгляд, являются ВымпелКом-Инвест, 6,7 (YTM 8,7% @ октябрь 2015 г.), доходность которых с момента нашей последней рекомендации снизилась на 50 б.п.

Темы выпуска

- ▶ **Высокая инфляция января склоняет чашу весов в пользу ЦБ**
- ▶ **АТБ: кредитная экспансия пока проходит гладко**

Высокая инфляция января склоняет чашу весов в пользу ЦБ

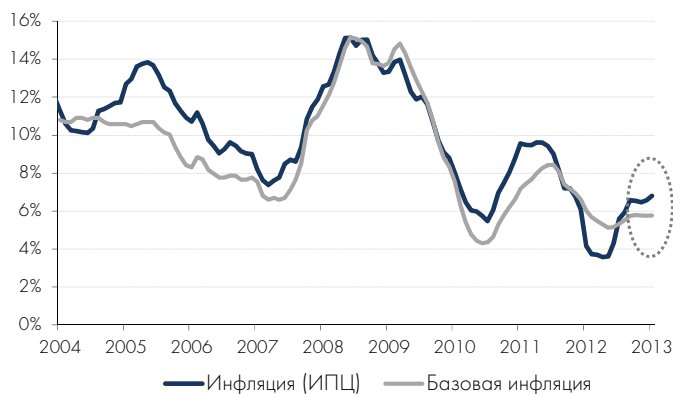
Всплеск инфляции в январе превысил наши ожидания

Согласно опубликованной статистике, Росстат в январе зафиксировал еще больший всплеск цен, чем мы предполагали. Если наши оценки январской инфляции сводились к 0,8-0,9 м./м., что соответствует близкому к 7% уровню годовой инфляции, то в действительности показатель превысил этот рубеж, составив 7,1% ввиду достижения инфляции м./м. 1%.

Драйвером роста цен выступало повышение акцизов и рост стоимости транспортных услуг...

Главной причиной столь сильного ускорения роста цен в январе, как мы и предполагали, стало повышение акцизов и рост стоимости транспортных услуг. В первую очередь это отразилось на инфляции услуг, которая набрала обороты до 0,6% против локального минимума в 0,2% за аналогичный период 2012 г. (данные сопоставимы, поскольку повышение тарифов ЖКХ и в этом и в 2012 г. было перенесено на середину года), а также продуктовой инфляции, которая ускорилась до 1,8% после 0,9% в декабре 2012 г. и против 0,8% в январе 2012 г. Однако, следует понимать, что всплеск последней еще во многом является и последствием засухи 2012 г.

Динамика общей инфляции и базовой инфляции, % год к году



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

...и ускорение продовольственной инфляции

Так, наибольшее ускорение в январе 2013 г. продемонстрировала плодоовощная инфляция (7,4% м./м.), которая сопоставима с 11,2% м./м. в январе 2011 г., несмотря на то, что засуха 2012 г., по нашим оценкам, была гораздо менее сильной, чем в с/х сезоне 2010/2011 гг. Динамика остальных ключевых продуктовых компонент (хлеба, хлебобулочных изделий, круп, молока, мяса, масла), за исключением макаронных изделий, которые неожиданно подорожали сильнее, чем даже в январе 2011 г. (1,4% против 0,9% соответственно), в целом не выходит за рамки прогнозируемых нами тенденций.

Инфляция непродовольственных товаров остается умеренной

Инфляция непродовольственных товаров остается сдержанной - 0,4%, что чуть больше, чем в декабре 2012 г. (0,3%), но на уровне января 2012 г. Ввиду отмеченного в последнее время замедления роста товарооборота и ожидаемого нами постепенного снижения платежеспособности спроса на фоне замедления роста зарплат и кредитной активности, мы прогнозируем отсутствие инфляционного давления со стороны этого фактора в ближайшее время.

Повышение с 1 января тарифов на алкоголь в среднем на 33-34% (от 12-62% по всем категориям) привело к ускорению темпов роста цен в этой категории в январе 2013 г. до 4,9%, то есть практически вчетверо по сравнению с январем 2011-2012 гг. Это, по нашим оценкам, добавило январской инфляции около 0,3 п.п. Всплеск цен на услуги пассажирского транспорта в январе 2013 г. (2,4% против -0,1% в январе 2012 г.), в свою очередь, увеличил январскую инфляцию, по нашему мнению, почти на 0,1 п.п.

После январского всплеска инфляции, снижение ставок 12 февраля теперь выглядит маловероятным, даже в условиях продолжающегося давления на ЦБ

Даже если февральская инфляция будет вдвое ниже январской, показатель в годовом выражении в феврале, скорее всего, останется вблизи 7%, и едва ли будет сильно ниже в марте. Помимо того, что мы прогнозируем отсутствие четкого понижательного тренда по инфляции в 1 кв., из новых данных следует, что в ближайшие месяцы инфляция будет держаться на уровне 7%. Несмотря на то, что базовая инфляция в годовом выражении при этом осталась неизменной (5,7%), на фоне общей инфляции более чем на 1 п.п. превышающей верхнюю границу ориентира ЦБ на весь 2013 г. (5-6%), у Банка России, по нашему мнению, все больше аргументов, чтобы противостоять продолжающейся дискуссии о необходимости снижения ставок. С учетом новых данных о такой высокой инфляции в январе, мы полагаем, что вероятность снижения ставок Центробанком 12 февраля сильно снизилась, но в случае продолжения давления на регулятора, на наш взгляд, ЦБ может приступить к смягчению политики в марте.

АТБ: кредитная экспансия пока проходит гладко

Новые бумаги могут быть интересны для тех, кто не имеет проблем с капиталом

ОАО "Азиатско-Тихоокеанский Банк", АТБ (Moody's: B2), 61-й по размеру активов, по данным банка на 1 января 2013 г., и крупнейший региональный банк на Дальнем Востоке и в Сибири, проводит маркетинг выпуска БО-1 номиналом 3 млрд руб. с ориентиром УТР 10,78 - 11,30% к 1,5-годовой оферте. Этот ориентир соответствует премии к БО-5 (УТР 10,2% @ октябрь 2013 г.) СКБ Банка (-/B1/B) в размере 60-110 б.п. и к БО-5 (УТР 9,7% @ декабрь 2013 г.) Банка Центр-инвест (Moody's: Ba3) на уровне 110-160 б.п. Находящий в обращении выпуск АТБ-1 имеет низкую ликвидность. На основе финансовых результатов по МСФО за 9М 2012 г. мы нейтрально оцениваем кредитное качество эмитента, которое поддерживается присутствием в составе акционеров East Capital (17,9%) и IFC (7,0%). Позитивным фактором является способность АТБ регулярно пополнять капитал для поддержания высоких темпов кредитования. Предполагаемая в ориентире премия является неплохой компенсацией за кредитный риск эмитента. Мы рекомендуем участвовать в размещении по озвученным ориентирам тем инвесторам, которые не имеют проблем с капиталом.

Ключевые финансовые показатели АТБ

в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2012	31 дек. 2011	изменение
Активы	81 088	60 530	+34%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	54 211	39 659	+37%
розничные	37 762	25 782	+46%
корпоративные	16 449	13 878	+18%
NPL (90+)/Кредитный портфель	6,2%	5,8%	+0,4 п.п.
NPL (1+)/Кредитный портфель	9,5%	8,0%	+1,5 п.п.
Депозиты клиентов	41 800	33 284	+26%
Собственные средства	10 502	8 724	+20%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	14,7%	16,8%	-2,1 п.п.
ROAA	4,2%	4,3%	-0,1 п.п.
ROAE	30,9%	30,9%	0 п.п.

в млн руб., если не указано иное	9М 2012	9М 2011	изменение
Чистый процентный доход до резервов	4 469	3 130	+43%
Чистый комиссионный доход	1 032	581	+78%
Операционные доходы	6 917	4 283	+61%
Расходы/доходы	42,9%	50,5%*	-7,6 п.п.
Чистая прибыль	2 227	1 132	+2,0x
Чистая процентная маржа	11,5%	11,8%*	-0,3 п.п.

*Данные за 2011 г.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Кредитная экспансия в розницу	Кредитный портфель АТБ вырос на 37% за 9М 2012 г. до 54,2 млрд руб., при этом опережающую динамику, как и в 2011 г., продемонстрировал розничный сегмент: объем потребительского кредитования увеличился на 43% до 33 млрд руб., ипотечные кредиты выросли на 79% до 4,6 млрд руб. В результате доля розничных кредитов в портфеле (без учета лизинга) возросла на 11 п.п. до 70%. Развитие банка сочетает как органический рост, так и покупки небольших региональных банков: в 2011 г. АТБ приобрел несколько офисов на Дальнем Востоке и в Сибири. За 9М 2012 г. было открыто 33 офиса продаж.
Кредитный портфель сохраняет высокую диверсификацию	<p>Портфель характеризуется умеренной диверсификацией: на ТОП-10 крупнейших заемщиков приходится 7% кредитного портфеля. По срокам в портфеле преобладают кредиты с погашением в течение года (~37,9%), а 36,4% кредитов имеет погашение от 1 до 3 лет. В валютной структуре портфеля доминирует российский рубль (97% всех кредитов).</p> <p>Кредиты МСБ (предприятиям и индивидуальным предпринимателям с выручкой до 30 млн руб./мес., максимальный размер кредита 60 млн руб.) занимают ~50% корпоративного сегмента. В разрезе отраслей наибольшую часть занимают оптовая и розничная торговля (27,4%), услуги (12,7%) и производство (10,7%).</p> <p>На долю АТБ приходится 6,2% всего рынка кредитования физлиц на территории Дальнего Востока. В структуре розничного кредитного портфеля преобладают потребительские кредиты (65%), за ними следует ипотека (12,7%) и кредиты VIP-клиентам (8,4%). В декабре 2012 г. была произведена секьюритизация портфеля ипотечных кредитов на сумму 2 млрд руб. в рамках программы АИЖК. По данным менеджмента, лишь 31% от всех рассмотренных кредитных заявок одобряется для выдачи кредита.</p>
NPL 90+ вырос в корпоративном сегменте...	Качество кредитного портфеля за 9М несколько ухудшилось: показатель NPL 90+ в отношении к кредитам вырос с 5,8% до 6,2%, также произошло увеличение просроченной задолженности с 8,0% до 9,5%. Основной вклад в ухудшение качества кредитов внес корпоративный сегмент: по нему NPL 90+ вырос на 0,6 п.п. до 2,6%, в то время как этот показатель для розницы составил 8,8% (+0,2 п.п.). Размер списаний по-прежнему незначителен (384 млн руб.).
... и появились признаки ухудшения качества розничных кредитов....	Принимая во внимание снижение объема обесцененных кредитов и/или находящихся под наблюдением с 13,8% до 11,2% от корпоративного портфеля, мы не ожидаем дальнейшего повышения NPL 90+ (на горизонте года). В то же время по потребительским кредитам за 9М 2012 г. произошел существенный рост просроченных кредитов 1-90 дней (почти в два раза - с 0,8 млрд руб. до 1,7 млрд руб., что составляет 5,1% сегмента). В случае "вызревания" даже половины кредитов с просрочкой 1-90 дней произойдет заметное увеличение NPL 90+ уже в отчетности по итогам 2012 г. С другой стороны, в конце года для банков характерен спад "просрочки" (главным образом, в рознице), благодаря сезонному увеличению доходов потребителей и росту кредитного портфеля. Так, в 4 кв. 2012 г. уровень просрочки в рознице по всей банковской системе снизился на 40 б.п. до 4%.
... которые будут сглажены сезонностью	
Политику резервирования нельзя назвать консервативной	В ответ на увеличение доли просроченной задолженности АТБ повысил норму резервирования: с 4,5% до 4,9%. Однако, как и прежде, резервов не хватает для полного покрытия NPL 90+ (уровень покрытия составляет 80%). Политику формирования резервов сложно назвать консервативной. Так, корпоративные кредиты с просрочкой более года резервируются лишь на уровне 78%, розничные кредиты с просрочкой более 180 дней - на уровне 70%. Невысокая норма резервирования несколько компенсируется высокой долей возврата по NPL 180+ (по данным менеджмента, около 30%).
Часть портфеля ценных бумаг ушла в залог	Позиция в ценных бумагах (преимущественно, долговые ценные бумаги) была увеличена на 35% до 13,3 млрд руб. в основном за счет корпоративных облигаций с кредитным рейтингом не ниже BB- (+5,6 млрд руб.), при этом векселя в объеме 4,8 млрд руб. были погашены (нулевой остаток по позиции). Порядка трети всего портфеля ценных бумаг была заложена по договорам РЕПО (в конце 2011 г. задолженности по РЕПО не было).

Рост кредитного портфеля превзошел приток клиентских средств

Приток клиентских средств (10 млрд руб.) заметно отставал от прироста кредитного портфеля (+13,7 млрд руб.), что обусловлено диверсификацией фондирования в пользу оптовых источников (в рамках стратегии развития банка). Остальная часть прироста кредитования была обеспечена привлечением МБК (3 млрд руб.), а также выпуском облигаций и векселей (~1,9 млрд руб.). Из-за опережающего прироста кредитов отношение Кредиты/Депозиты увеличилось с 1,2х в 2011 г. до 1,23х, при этом отношение Кредиты/Средства клиентов все еще ниже 1,0х.

Из-за увеличения доли краткосрочных (со сроком до погашения меньше 1 месяца) средств клиентов за 9М (с 33% до 45%), на горизонте 12 месяцев дефицит ликвидности увеличился почти в два раза до 15,2 млрд руб. Тем не менее, по нашему мнению, он обусловлен в большей мере техническими факторами, характерными для большинства универсальных банков со значительной долей клиентских средств в обязательствах: высокая диверсификация остатков на счетах клиентов в обязательствах позволяет считать их длинным источником фондирования.

Невысокий риск рефинансирования

В течение 12 месяцев, следующих за отчетной датой, АТБ предстоит исполнить обязательства по оптовым источникам ликвидности (МБК, долговые ценные бумаги) в объеме 3,3 млрд руб., что может быть осуществлено как за счет денежных средств (2,2 млрд руб.), так и погашаемых кредитов (порядка 20,4 млрд руб. гасится в течение 1 года).

Стабильный уровень доходов с высокой процентной маржой

АТБ характеризуется низкой зависимостью от волатильных источников дохода (операций с ценными бумагами и валютой), которая еще больше снизилась г./г. за счет концентрации работающих активов в кредитах: доля процентных и комиссионных доходов в операционной прибыли составила 80%. Чистая процентная маржа находится на относительно высоком уровне 11,5%, который характерен для банков, фокусирующихся на кредитовании МСБ и розницы.

Активное кредитование требует пополнения капитала

Обратной стороной агрессивного роста кредитного портфеля (+37% за 9М 2012 г. или +49% в годовом выражении) темпами, превышающими показатель ROAE (30,9%) стало снижение достаточности капитала 1-го уровня на 1,4 п.п. до 12,84% (при этом показатель Н1 снизился на 0,51 п.п. до 11,65% за аналогичный период). Кроме того, давление на капитал оказала выплата дивидендов акционерам в объеме 450 млн руб. Вследствие активного кредитования, а также планируемого повышения коэффициентов риска по необеспеченным кредитам физлиц АТБ испытывает потребность в докапитализации. После отчетной даты (8 ноября) был привлечен субординированный заем от IFC (которой принадлежит 7% акций АТБ) в объеме 30 млн долл. В результате показатель Н1 увеличился до 13,34% на 1 января 2013 г.

Планируемая докапитализация в 2013 г. позволит пережить ужесточение регулирования

В 1П 2013 г. планируется произвести вливание в капитал банка на сумму 2 млрд руб., что, по нашим оценкам, поднимет достаточность капитала (Н1) на 2,5 п.п. (до 16% при прочих равных). С учетом этого мы считаем, что АТБ сможет выполнить свой план по росту кредитного портфеля на 44% в 2013 г. (при Н1 > 12%), несмотря на предстоящее повышение коэффициентов риска по потребительским кредитам.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Замедление роста ВВП: "инъекция" от ЦБ неминуема?

Платежный баланс

По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.

Инфляция

Инфляция: позитивные итоги года

Валютный рынок

Рубль должен выйти из спячки

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

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ РФ в январе: не время для изменений

Банковский сектор

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

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Промышленность

Промышленность в ноябре: анемичный рост

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Бюджет

Бюджет: устойчивый профицит

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

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-	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	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	

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
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.