

Российские корпоративные облигации

17 апреля 2007г.

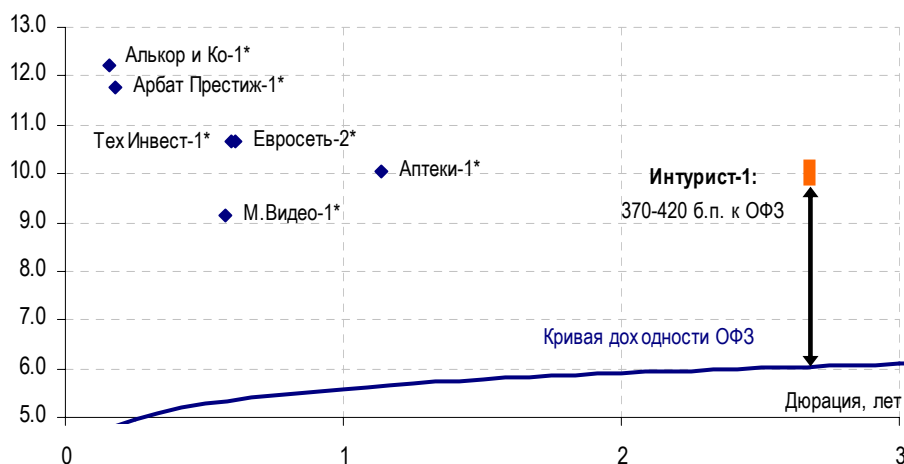
Специальное обозрение

На майские — с Интуристом

- ВАО «Интурист» является крупнейшим российским туристическим холдингом: доля Компании на рынке въездного туризма составляет 10,1%, на рынке выездного туризма – более 3%. Доля ВАО «Интурист» в сегменте гостиниц категории 3-4* составляет около 4%. В собственности Компании находятся крупнейшие московские гостиницы – «Космос» и «Пекин». Номерной фонд в управлении Интуриста составляет более 2,3 тыс. номеров.
- АФК «Система» (S&P: BB-; Moody: B1, Fitch: B+) владеет 65% акций Интуриста, более 33% акций принадлежит г. Москва. АФК «Система» – крупнейшая в России и СНГ публичная диверсифицированная компания с активами более 18 млрд долл.
- Стратегия ВАО «Интурист» направлена на создание вертикально-интегрированной туристической компании по примеру лидеров европейского рынка (TUI, First Choice, Thomas Cook, REWE). Контроль над всеми элементами стоимости турпродукта от создания до реализации конечным потребителям через розничные сети ведет к росту общей эффективности деятельности.
- В рамках этой стратегии в 2005-2006 гг. «Интурист» осуществил несколько крупных сделок по приобретению активов на различных сегментах рынка. Общая сумма приобретений превысила 125 млн долл. Основная часть активов — гостиницы «Космос» (111 тыс. кв м., 1,8 тыс. номеров) и «Пекин» (26 тыс. кв. м, 188 номеров) была приобретены за счет средств допэмисий. За год собственный капитал Компании увеличился до 244 млн долл.
- Консолидированная выручка «Интуриста» по стандартам US GAAP в 2006 г. превысила 270 млн долл. (98 млн долл. в 2005 г.), EBITDA увеличилась почти в 8 раз до 21 млн долл., рентабельность EBITDA увеличилась с 3% до 8%. Такая динамика – результат M&A в гостиничной отрасли, а также органического роста Компании.
- На конец 2006 г. Долг/EBITDA составлял 2,9x, чистый долг/EBITDA — 2.2x. Ожидается, что по итогам 2007 г. долговая нагрузка несколько увеличится, но не превысит уровень в 4 x (Долг/EBITDA). В 2008г. объем инвестиций сократится (до 40 млн долл.), при этом эффект от вертикальной интеграции бизнеса будет более очевиден: по итогам 2008 г. EBITDA должна составить более 60 млн долл., а долг/EBITDA – сократиться до 2,1 x.

Оценка доходности облигационного займа Интурист 1й серии на 17.04.2007

Оценка справедливой доходности



- «Справедливую» доходность дебютного займа в любой отрасли оценить достаточно сложно.
- Наше видение «справедливого» спреда исходит из текущих значений спредов других дочерних компаний АФК «Системы» с премией за неизвестность отрасли и сравнительно небольшой объем выпуска.
- На сегодняшний день мы видим «справедливую» дох-ть на 3 года на уровне 9,75—10,25% год.

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Краткое описание эмитента

ВАО «Интурист» - крупнейшая и самая известная туристическая компания России. Ее доля на рынке въездного туризма оценивается в 10,1%, выездного туризма – 3,1%; гостиничного бизнеса в сегменте 3-4* - около 4%.

**Интурист — дочка
АФК «Система»**

АФК «Система» (S&P: BB-; Moody': B1, Fitch: B+) принадлежит 65,1% акций ВАО «Интурист», Департамент имущества г. Москвы владеет блокирующим пакетом акций Компании.

**Стратегия «Системы» —
развитие компаний сервисной
отрасли и вывод на IPO**

Стратегия АФК «Система» заключается в выращивании лидеров бизнеса в перспективных сервисных отраслях и выводе их на IPO. С 2006 г. ВАО «Интурист» осуществляет широкомасштабную программу, направленную на построение вертикально-интегрированного туристического холдинга международного уровня по примеру европейских лидеров (TUI, First Choice, REWE). Основная часть инвестиций осуществляется за счет средств акционеров путем увеличения капитала Компании.

Акционеры

**Около 33% акций
принадлежит г. Москва**

С 1994 г. ВАО «Интурист» входит в АФК «Система», крупнейшую в России и СНГ публичную диверсифицированную компанию с активами более 18 млрд долл. Более 33% акций ВАО «Интурист» принадлежит г. Москва.



Источник: ВАО «Интурист»

**Уставный капитал
«Интуриста» - 6,8 млрд руб.**

Наличие столь сильных акционеров является одним из ключевых преимуществ ВАО «Интурист». В настоящий момент уставный капитал ВАО «Интурист» составляет порядка 6,8 млрд руб. В течение 2005-2006 гг. акционеры провели 2 крупные дополнительные эмиссии для финансирования покупки гостиниц «Космос» и «Пекин»:

- В 2005 г. Компания приобрела 40% акций ОАО «ГК «Космос». Акции гостиницы были внесены в уставный капитал «Интуриста» в результате дополнительной эмиссии в пользу ОАО ГАО «Москва» на сумму 578 млн руб. В течение 2006 г. «Интурист» довел свою долю в «Космосе» до 64,12%.
- В 2006 г. ВАО «Интурист» приобрел 100% акций ОАО «ГОК «Пекин». Акции гостиницы были внесены в уставный капитал ВАО «Интурист» в результате дополнительной эмиссии в пользу Департамента имущества г. Москвы. Сумма эмиссии составила 1,7 млрд руб.

**Система неоднократно
выводила свои дочерни
компании на IPO**

Стратегия АФК «Система» предполагает IPO всех основных дочерних структур и их выход на международные рынки капитала. В 2000г. прошло размещение акций МТС, в 2005г. – самой АФК «Система», в 2006г. – «Комстар Объединенные телесистемы» и «Система-Галс», в начале 2007г. – «Ситроникс».

Организационная структура

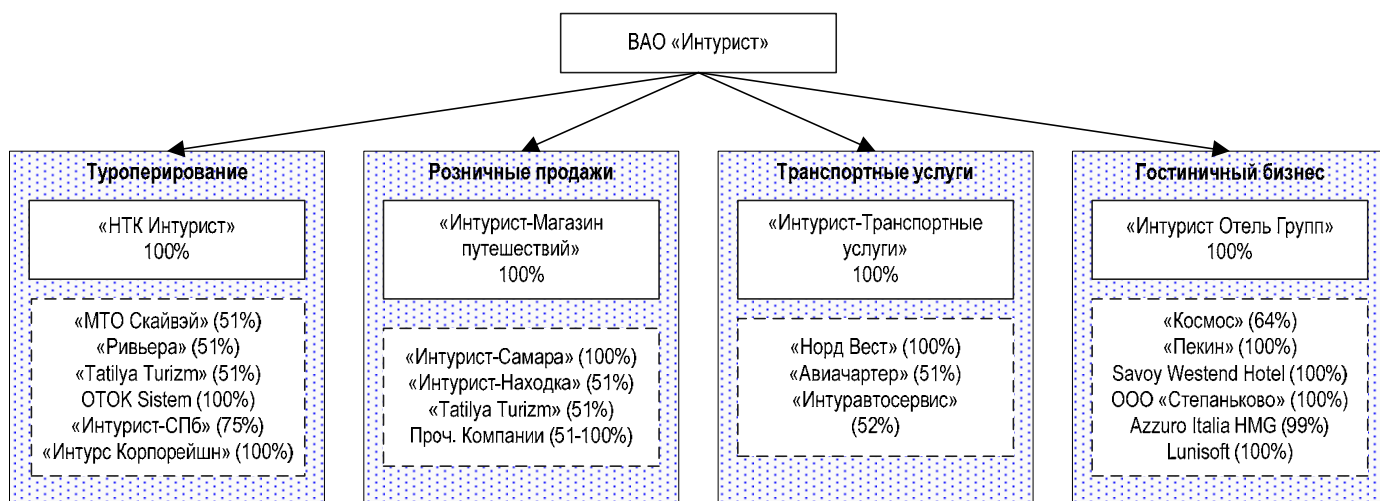
Стратегия ВАО «Интурист» ориентирована на построение вертикально-интегрированного туристического холдинга, контролирующего всю цепочку туристического продукта: от создания и продвижения (туроперирование) до

реализации конечным потребителям через розничные сети. Интеграция бизнеса существенно повышает его эффективность за счет возможности контроля цены и издержек на всех основных этапах.

Изменение структуры ВАО «Интурист» соответствует стратегии компании

В рамках этой стратегии с 2006 г. ВАО «Интурист» осуществляет реструктуризацию организационной структуры компании, наполняя ее новыми активами (подробнее см. ниже). Конечной целью является построение структуры, состоящей из головной компании (ВАО «Интурист») и 4 дочерних компаний по основным направлениям деятельности (дивизионам). Формирование трех дивизионов («Туроперирование», «Розничные продажи», «Гостиничный бизнес») уже завершено. Направление «Транспортные услуги» будет окончательно сформировано в 2007 г.

На следующей диаграмме приведена текущая организационная структура ВАО «Интурист»:



Источник: ВАО «Интурист»

Операционная деятельность

Интурист присутствует во всех основных сегментах рынка

ВАО «Интурист» осуществляет свою деятельность на 4 основных сегментах туристического рынка:

- Туроперирование;
- Розничные продажи;
- Гостиничный бизнес;
- Транспортные услуги.

На всех сегментах создается стоимость туристического продукта – пакета туристических услуг. Туроператоры формируют, продвигают и реализуют его агентствам (B2B), а агентства реализуют турпродукт конечным потребителям (B2C) на основе агентского договора с оператором. Конечная стоимость турпродукта для потребителя складывается из:

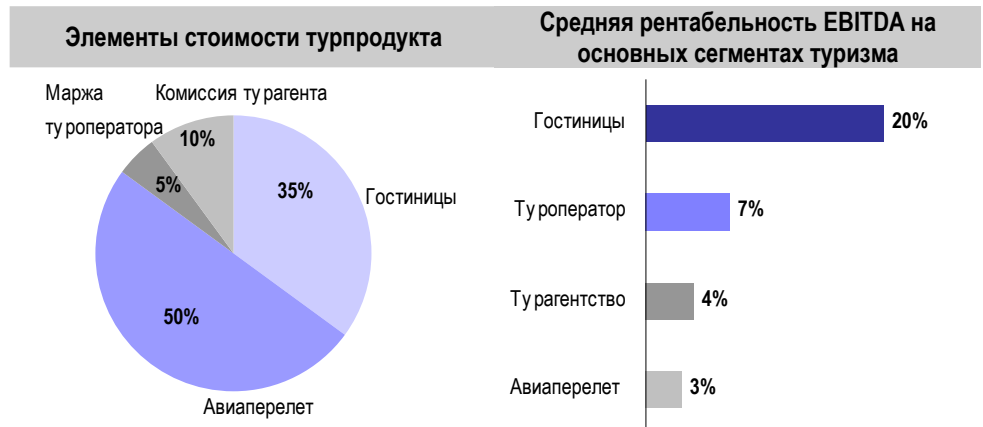
- стоимости проживания в гостинице, авиаперелета, других услуг (виза, экскурсии и пр.),
- маржи туроператора, который создает и продвигает продукт,
- комиссии турагента, являющегося конечным звеном в реализации.

Гостиница и перелет — 90% стоимости турпродукта

Основную долю в стоимости турпродукта занимают гостиничные услуги и авиаперелет, составляющие 85-90% его стоимости.

«Туроперирование» – ключевой сегмент деятельности «Интуриста» с момента основания. На его долю приходится около 66% выручки Компании в 2006 г. Компания работает как на сегменте въездного туризма (принимающая сторона), так и выездного (отправляющая сторона). «Гостиничный бизнес» и «Транспортные услуги» позволяют контролировать предложение основных элементов

туристического продукта, а «Розничные продажи» - конечное звено продаж.



Источник: ВАО «Интурист»

Интурист возглавляет независимые рейтинги по доле рынка

Конкурентное преимущество — база корпоративных клиентов

В соответствии с ежегодным рейтингом газеты «Коммерсантъ» и информационного агентства «Туринфо», по итогам 2006 г. ВАО «Интурист» возглавило рейтинг крупнейших российских туроператоров. Доля Компании на рынке въездного туризма составляет порядка 10%, на рынке выездного туризма – порядка 3,1%

За годы работы на рынке ВАО «Интурист» сформировало широкую базу корпоративных клиентов. Среди них Министерство иностранных дел РФ, Министерство экономического развития и торговли РФ, РОСНО, МТС, Комстар-ОТС, Pfizer, L'Oreal, компания «Сухой», ВТБ, Российско-арабский деловой совет, администрации городов и округов РФ и пр.

Основным каналом реализации турпродукта «Интуриста» в 2006 г. стали собственные офисы продаж. Например, на северо-западе России продажи собственного продукта через собственную сеть достигли 70%. Кроме того, крупными реализаторами являются сети туристических агентств «Куда.ру» и «МГП» и компания «Экватор», на долю которой пришлось 5,2% от общего объема продаж собственного турпродукта «Интуриста».

Фокус Интуриста — массовый турпродукт

«Интурист» фокусируется на массовом турпродукте, который формируется на основании портфельной стратегии. Определяющим для включения турпродукта в портфель является географический фактор. Выбор направления осуществляется по следующим критериям:

- емкость рынка;
- темп роста рынка;
- сезонность;
- уровень конкуренции;
- присутствие «Интуриста» на этом рынке.

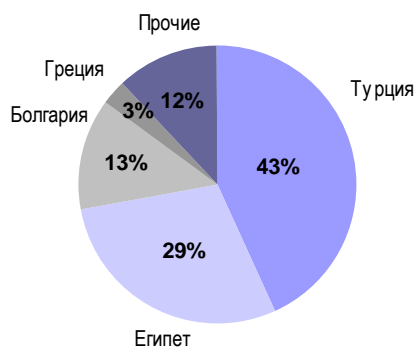
Наиболее перспективными для Компании являются следующие направления:

- по выезду: Турция, Египет, Болгария (массовый продукт) и Италия, Франция, Испания, ОАЭ (субмассовый продукт).
- по въезду: Италия, Великобритания, Германия, США

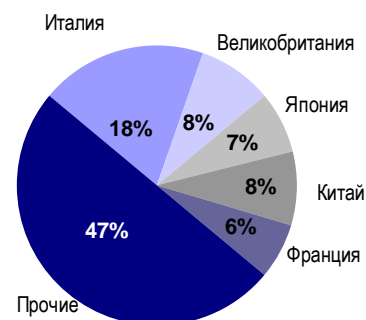
В 2006 г. основной поток туристов приходился на Турцию и Египет

В 2006 г. основной поток туристов (более 70%) приходился на массовые направления (Турция, Египет). Доля «Интурист» на этом рынке составляет около 4,5%. Учитывая достаточно высокую фрагментированность рынка, Компания входит в 5-ку лидеров на этом направлении. Кроме того, «Интурист» удерживает лидирующие позиции на быстрорастущем болгарском направлении.

Структура выездного направления ВАО «Интурист»



Структура въездного направления ВАО «Интурист»



Источник: «АО «Интурист»

Вскоре ряд мелких компаний покинет рынок

С 1 июля 2007 г. вступают в силу поправки к Федеральному закону «Об основах туристской деятельности», которые предусматривают обязанность туроператоров ежегодно оплачивать банковскую либо страховую гарантию своей деятельности. В соответствии с законом, с 1 июня 2007 г. и до 1 июня 2008 г. размер финансового обеспечения должен быть не менее 5 млн руб. для операторов, осуществляющих деятельность в сфере международного туризма. Возможность получить подобные гарантии будут иметь только компании соответствующего кредитного качества. Таким образом, ряд мелких туристических компаний будут вынуждены уйти с рынка, что усилит концентрацию отрасли в руках лидеров.

Россия с точки зрения туризма больше всего привлекает итальянцев

Структура въездного потока более диверсифицирована. Основной поток приходится на туристов из Италии (18%). Доля туристов из остальных стран не превышает 10%. Контролируя размещения в основных туристических и деловых центрах России (Москва, Санкт-Петербург, города Золотого кольца), «Интурист» удерживает лидирующие позиции на сегменте въездного туризма. Доля Компании в гостиничном сегменте 3-4* составляет 3,8%.

В распоряжении Интуриста — один из крупнейших номерных фондов

В настоящий момент номерной фонд под управлением группы «Интурист» составляет более 2,3 тыс. номеров. Наличие в собственности Компании двух крупнейших гостиничных комплексов («ГК «Космос» и «ГОК «Пекин») в условиях дефицита гостиниц в Москве является одним из ключевых преимуществ «Интуриста» во въездном и внутреннем туризме. Управление гостиничной сетью «Интуриста» осуществляет управляющая компания «Интурист отель групп». Компания берет в управление или арендует отели на основных направлениях турпотоков «Интуриста».

Развитие гостиничного бизнеса предполагает создание крупной гостиничной сети в РФ и по основным массовым направлениям выездного туризма с целью укрепления позиций и роста эффективности деятельности Компании. Для этих целей в 2006 г. «Интурист» приобрел гостиницу в Карловых Варах, Чехия (Savoy Westend Hotel), а также отель «Prince» в г. Форте Дей Марми, Италия.

Интурист укрепил позиции в выездном туризме при помощи сделок M&A в 2006 г.

С целью укрепления своих позиций на основных направлениях выездного туризма в 2006 г. ВАО «Интурист» приобрело двух крупных туроператоров:

- «Ривьера». Компания является лидером на рынке Санкт-Петербурга, специализируется на приеме иностранных туристов в Санкт-Петербурге и организации туров в Турцию, Египет, ОАЭ, Индонезию, Европу и др. Сеть «Ривьера» насчитывает 24 офиса продаж. Компания имеет собственные принимающие компании в Турции и Египте.
- «Скайвей», входящего в десятку крупнейших операторов на направлениях Египта и Болгарии.

Розничная сеть будет вскоре унифицирована под единым брендом

Эти приобретения позволили «Интуристу» не только увеличить свою долю на этом сегменте рынка, но и расширить розничную сеть продаж. На данный момент сеть ВАО «Интурист» насчитывает 133 точки продаж. В планах компании довести их количество до 700-800 в ближайшие 2-3 года и занять до 10% рынка розничных услуг. Логика развития розничной сети реализации Компании предусматривает унификацию и централизацию многочисленных точек продаж дочерних компаний «Интуриста» в рамках одной компании - «Интурист Магазин Путешествий».

Основной акцент делается на развитие точек продаж в регионах РФ с целью захвата перспективного регионального рынка выездного туризма. Значительное внимание уделяется развитию франчайзинговой программы. ВАО «Интурист» планирует развивать два формата розничной сети: крупные салоны (около 200 кв. м, 8-10 сотрудников) и небольшие точки (до 50 кв. м, 3-4 продавца). Планируется, что контролировать розничное направление будут 7 региональных центров управления в Москве, Санкт-Петербурге, Самаре, Владивостоке, Екатеринбурге, Ростове-на-Дону и Новосибирске.

В 2006 г. Интурист консолидировал крупнейшего авиаброкера

Другим приоритетным направлением ВАО «Интурист» является развитие дивизиона «Транспортные услуги». Первым шагом в этом направлении стало приобретение в 2006 г. компании «Авиачартер», крупнейшего авиаброкера российских чартеров. Дальнейшее усиление контроля над авиаперевозками планируется за счет создания подконтрольного воздушного флота.

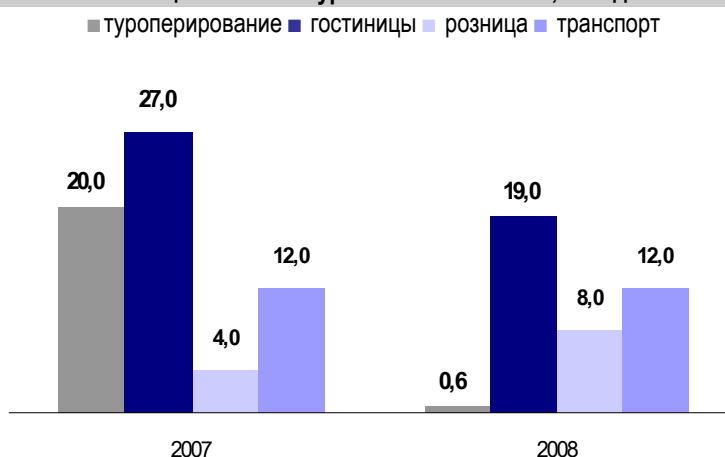
Общий объем инвестиций на приобретение новых активов в 2005-2006 гг. составил более 120 млн долл. При этом, основной объем финансирования был осуществлен акционерами за счет увеличения уставного капитала. Только за 2006 г. его сумма увеличилась в 3 раза до 244 млн долл.

Объем инвестиций в 2007-2008 гг. — свыше 100 млн долл.

Планируемый объем инвестиций на 2007-2008 гг. составляет порядка 103 млн долл. Часть инвестиций будет профинансирована за счет средств облигационного займа, но большая часть — за счет собственных средств.

Инвестиции в сегмент туроперирование планируется направить на проекты слияний и поглощений, а также на органический рост Компании. Проекты в гостиничном бизнесе предполагают инвестиции в строительство, а также финансирование проектов по аренде и управлению гостиницами. Вложения в розничную сеть будут направлены на ее расширение. Развитие транспортного дивизиона предполагает несколько проектов по усилению контроля над авиаперевозками. На следующем графике представлены данные о распределении инвестиций в 2007-2008 гг.:

Инвестиции ВАО «Интурист» в 2007-2008 гг., млн долл.



Источник: ВАО «Интурист»

Финансовое состояние

**Отчетность Интуриста
аудируется в рамках аудита
АФК «Система»**

В соответствии со стратегией основного акционера — АФК «Система», «Интурист» стремится поддерживать высокие стандарты финансовой и операционной прозрачности. Компания ежеквартально составляет отчетность по стандартам US GAAP. Отчетность Компании полностью консолидируется в отчетность АФК «Система» и аудируется как часть этой отчетности. Отчетность АФК «Система» за 2005 г. аудирована Deloitte&Touche. Предварительная отчетность «Интуриста» за 2006 г. аудируется Deloitte&Touche, заключение аудиторов будет получено в мае 2007г.

Финансовые показатели Интуриста по US GAAP в 2005—2006гг.

	2005	2006	Изменение
Выручка, млн долл.	98,0	270,2	+2,8x
ЕБИТДА, млн долл.	2,7	21,0	+7,8x
Рентабельность по ЕБИТДА	3%	8%	-
Долг, млн долл.	7,3	62,4	+8,5x
Долг/ЕБИТДА	2,7x	2,9x	-
Чистая прибыль, млн долл.	-1,4	10,3	-
Чистая рентабельность	-1%	4%	-

Источник: предварительная консолидированная отчетность ВАО «Интурист» по US GAAP

**Продажи в 2006 г. выросли как
за счет органического роста,
так и за счет активного М&А**

По итогам 2006 г. выручка ВАО «Интурист» составила 270,2 млн долл., что в 2,8 раза превышает показатель 2005 г. Основными факторами роста выручки стали:

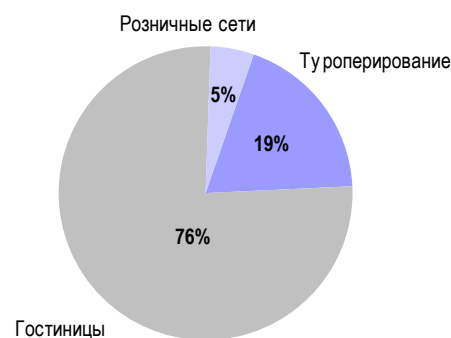
- органический рост Компании в сегменте «туроперирование»: прирост по направлению «выезд» составил 24%; по «въезду» — 15%;
- приобретение компаний «Ривьера» и «Скайвей». Выручка компаний в 2006 г. составила 84 млн долл. и 6 млн долл., соответственно;
- приобретение контроля над гостиницами «Космос» и «Пекин». Их выручка в 2006 г. составила 50 млн долл. и 7 млн долл., соответственно.

В связи с приобретением гостиниц структура выручки по итогам 2006 г. претерпела существенные изменения. Если в 2005 г. на долю сегмента «Туроперирование» приходилось порядка 90% выручки, а на «Гостиничный бизнес» — 2%, в 2006г. их доли в выручке составили 66% и 26%, соответственно.

Структура выручки ВАО «Интурист» в 2006г.



Структура ЕБИТДА ВАО «Интурист» в 2006г.



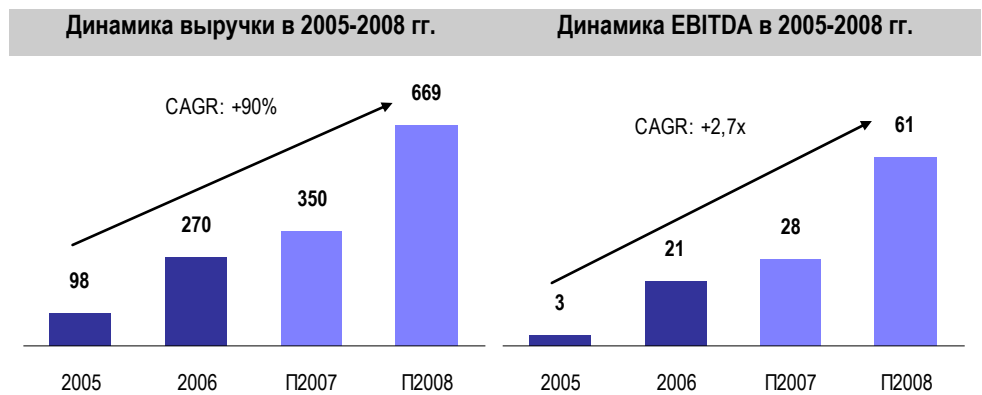
Источник: ВАО «Интурист»

**В 2006 г. ЕБИТДА выросла за
счет высокомаржинального
гостиничного бизнеса**

В 2006 г. ЕБИТДА «Интуриста» увеличилась в 7,8 раз до 21 млн долл. Увеличение прибыли связано с ростом масштабов бизнеса (см. выше). При этом рентабельность ЕБИТДА возросла с 3% до 8%. В основном это произошло благодаря консолидации более рентабельного гостиничного бизнеса. Так, рентабельность этого сегмента в 2006 г. составила около 23%, тогда как показатель по основному сегменту

«Туроперирование» был равен 2%. Рентабельность розничных продаж превысила 6%.

В результате осуществления программы развития (см. выше) к концу 2008 г. Интурист планирует увеличить объемы продаж до 669 млн долл., EBITDA – до 61 млн долл. при рентабельности 9%.



Источник: ВАО «Интурист»

Пока основной источник финансирования роста — средства акционеров

Финансирование приобретений, в основном, осуществлялось за счет средств акционеров, путем дополнительных эмиссий акций. В результате уставный капитал Интуриста за год увеличился в 3 раза до 259 млн долл. (85 млн долл. на начало года).

Помимо средств акционеров, Компания привлекала и банковские кредиты, которые направлялись, как на финансирование инвестиционной деятельности, так и на пополнение оборотных средств. На конец 2006 г. финансовый долг Интуриста составил порядка 62 млн долл. (против 7,3 млн долл в 2005 г.).

Долговая нагрузка — в пределах допустимого

Несмотря на существенный рост долга в абсолютном выражении (в 8,5 раз), долговая нагрузка остается на приемлемом уровне, учитывая, что Компания находится в активной инвестиционной фазе. Долг/EBITDA увеличился в сравнении с 2005г. незначительно: с 2,7х до 2,9 х, при этом показатель чистый долг/EBITDA не изменился — на уровне 2,2х.

Средства, полученные от размещения облигационного займа, будут направлены на рефинансирование текущих кредитов (500 млн руб.) и на операционную деятельность (500 млн руб.). По прогнозам Компании, совокупная долговая нагрузка на конец 2007 г. не должна превысить 4 х,

Система осуществляет контроль предельной долговой нагрузки

Позитивным моментом для Компании является контроль долговой нагрузки со стороны акционера: АФК «Система» устанавливает определенные нормативы долговой нагрузки для всех своих дочерних компаний в зависимости от стадии их развития. В настоящий момент нормативы долга ВАО «Интурист» соответствуют уровню для компании, находящейся в активной стадии развития.

Оценка справедливой доходности

Выпуск — дебютный не только для компании, но и для отрасли

Выпуск облигаций ВАО «Интурист» станет дебютным не только для компании, но и для всей туристической отрасли. В отсутствие сопоставимых аналогов, мы полагаем, что оценка «справедливой» доходности облигаций ВАО «Интурист» должна оцениваться исходя из текущих спредов финансовых инструментов других дочерних компаний Системы.

На рынке обращается ряд инструментов других дочек Системы

В нашей оценке мы исходим из текущих спредов еврооблигаций Системы (погашение 01/11, дох-ть к погашению 6,90% год., спред к UST 231 б.п.) и ее дочерних компаний и банков со сравнимыми сроками допгашения. Так, на рынке обращаются бумаги Ситроникс (погашение 03/09, дох-ть к погашению 7,285% год., спред к UST 251 б.п.) и выпуск МБРР (погашение 06/09, дох-ть к погашению 7,70% год., спред к UST 293 б.п.).

На наш взгляд, спред облигаций Интуриста к ОФЗ должен составлять 370—420 б.п., т.е. быть шире спредов других дочек Системы на 75—125 б.п. в связи со следующими факторами:

- Сравнительно небольшой объем выпуска;
- Дебютный заем в туристической отрасли.

Таким образом, мы видим «справедливую» доходность в пределах 9,75-10,25% год.

Описание облигационного займа

Основные характеристики облигационного займа	
Эмитент	ВАО «Интурист»
Номинал выпуска	1 млрд руб.
Организатор	ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»
Предварительная дата размещения	Май 2007г.
Срок до погашения	3 года
Купонный период	182 дня
Использование средств	Средства планируется направить на: 1) финансирование инвестиционной программы и текущей операционной деятельности ВАО «Интурист» (порядка 500 млн руб.); 2) рефинансирование текущих банковских кредитов Группы (порядка 500 млн руб.)

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

Адрес	129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Максим Раскоснов	mraskosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
-----------------	-------------------------	-------------------

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrahin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	-------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.