

Российские корпоративные облигации

Специальное обозрение

9 июня 2006 г.

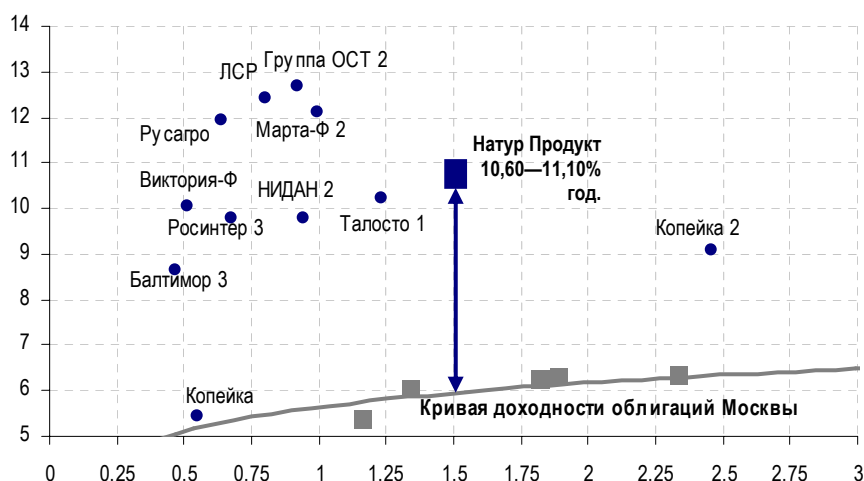
В Натуре — заем на здоровье

Резюме

- Натур Продукт — фармацевтическая компания, организованная в 1993 г. и занимающаяся развитием аптечной сети и продажей лекарств под собственным брендом. С 2004 г. свыше 65% УК Натур Продукт принадлежит одной из крупнейших российских частных компаний — группе Ренова.
- По оценкам независимых экспертов, темп роста розничного аптечного рынка в 2005 г. составил около 37%, рынка биологически активных добавок — почти 100%, в ближайшие годы они продолжат расти высокими темпами.
- Полная перестройка корпоративной структуры компании, инициированная новым акционером в 2005 г., оказала существенное единовременное негативное влияние на финансовые показатели компании.
- Тем не менее, в 2005 г. выручка компании увеличилась на 14% и составила 108 млн долл., а ключевой показатель долговой нагрузки долг/ЕБИТДА не превысил 4х.
- Проведенная реструктуризация позволит компании ускорить темпы роста и окажет позитивное влияние на основные финансовые показатели компании. По прогнозам менеджмента, с привлечением облигационного займа (большая часть из которого пойдет на полное рефинансирование кредитного портфеля) по итогам года показатель долг/ЕБИТДА не превзойдет 4х, а уже по итогам 2007 г. снизится до уровня ниже 2х.

«Справедливый» спрэд Натур Продукта к кривой облигаций Москвы составляет 475—525 б.п.

Оценка доходности Натур Продукт 1 на 07.06.06, %год.



«Справедливый» спрэд облигаций Натур Продукт к кривой облигаций Москвы составляет 475—525 б.п.

Краткое описание эмитента

Натур Продукт — 6-ая по обороту сеть аптек в России. Также компания занимается производством продукции под собственной торговой маркой

Натур Продукт — фармацевтическая компания, основанная в 1993 г. Основные виды деятельности Натур Продукт:

- разработка и маркетинг фармацевтических препаратов под собственной торговой маркой. Основная масса продуктов под собственным брендом — биологически-активные добавки (БАД);
- розничная торговля фармацевтическими препаратами. По состоянию на начало этого года Натур Продукт принадлежит 6-ая по количеству аптек розничная сеть в России (182 аптеки).

Кроме того, Натур Продукт занимается оптовой торговлей фармацевтическими препаратами.

Кредитная история

**Банки-кредиторы:
ВТБ, Уралсиб и Райффайзенбанк**

Среди финансовых партнеров компании присутствуют крупные российские и иностранные банки. В частности, можно выделить таких финансовых партнеров как Уралсиб, Внешторгбанк и Райффайзенбанк.

Заем предназначен в основном для рефинансирования

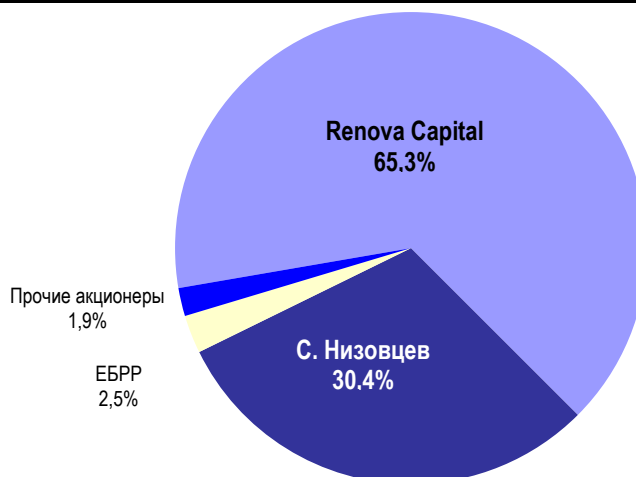
За счет размещения облигационного займа компания рассчитывает получить относительно более долгосрочный источник заемных средств и полностью рефинансировать долговой портфель на сумму 26 млн долл (из которых 4 млн — заем от акционеров).

Акционеры

Основной акционер Натур Продукта — Ренова

В 2004 г. основным владельцем предприятия стал фонд прямых инвестиций Renova Capital (65,3% от УК), входящий в группу компаний «Ренова». Кроме того, чуть более 30% от УК принадлежит Председателю Совета Директоров С. Низовцеву, а примерно 2,5% от УК — Европейскому Банку Реконструкции и Развития.

Структура акционерного капитала Натур Продукт по состоянию на 1 апреля 2006 г., %



Источник: Натур Продукт

Помимо Натур Продукта, фонд прямых инвестиций Renova Capital владеет рядом предприятий в золотодобывающей, девелоперской, логистической, и телекоммуникационной отраслях. Ренова Капитал специализируется на прямых инвестициях в компании с размером выручки от 100 до 500 млн долл. Средний размер инвестиционных вложений «Ренова Капитал» составляет 25-50 млн долл. Основателю Ренова Капитал, группе компаний Ренова, также принадлежат крупные пакеты акций компаний нефтяной (ТНК-ВР) и алюминиевой (СУАЛ) промышленности.

Реструктуризация

Исторически региональные дочки Натур Продукта развивались практически независимо от корпоративного центра

По инициативе Реновы, в 2005—2006 г. корпоративная структура Натур Продукта была полностью перестроена. Исторически Натур Продукт создавал региональные дочерние компании, где ему принадлежало лишь 50—60% от УК. Остальные акции региональной дочерней компании передавались ее менеджменту для стимулирования развития бизнеса. При этом региональные дочерние компании имели де-факто независимость в принятии как операционных, так и финансовых решений.

В рамках реструктуризации, обошедшейся компании в 6 млн долл. в 2005 г., были предприняты следующие шаги:

1. Полная консолидация пакетов миноритарных акционеров дочерних региональных компаний;
2. Выделение двух ключевых направлений деятельности — продаж собственных торговых марок и розничной сети; консолидация финансовых потоков в рамках двух стратегических бизнес-единиц.
3. Ре-брендинг торговой сети. Новый бренд — «Здоровые люди» был создан в первую очередь для отделения продаж собственных продуктов от розничной сети.

На сегодня реструктуризация практически завершена

По состоянию на май 2006 года программа реструктуризации Группы в основном завершена, в частности:

1. Выкуплены все миноритарные доли в капиталах региональных компаний.
2. Сформированы и полностью функциональны Натур Продукт Бренды и Натур Продукт Ритейл.
 - Реализация и закупки полностью контролируются соответствующими бизнес-единицами.
 - Бизнес-единицы имеют отдельные бюджеты и отдельную отчетность.

Общий размер разовых расходов Натур Продукта в 2005 г.: около 6 млн долл. США

Компания понесла существенные косвенные расходы, связанные с отвлечением времени менеджмента, дублированием инфраструктуры и пр. Общий размер таких единовременных расходов, по нашей оценке, составил около 6 млн долл. только в 2005 г. Таким образом, Натур Продукт не досчитался около 6 млн долл. в консолидированном показателе EBITDA в прошлом году.

За счет проведенной реструктуризации компания рассчитывает добиться следующих позитивных сдвигов:

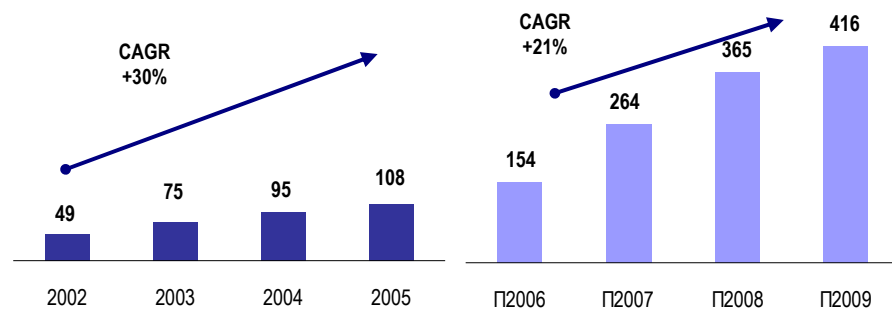
- Значительно улучшить управляемость розничной сети
- Достичь «экономии на масштабе» при осуществлении централизованных закупок
- Усилить каналы сбыта товаров под собственным брендом

Операционная деятельность

В 2005 г., в основном в силу проводимой реструктуризации, темп роста компании существенно замедлился. Так, объем продаж вырос всего на 14% по сравнению с 2004 г. (при этом среднегодовой темп роста с 2002 г. превысил 30%.)

Объем продаж Натур Продукт в 2002—2009 гг., млн долл.

По консервативным прогнозам менеджмента темп роста продаж замедлится с 30% в среднем за последние 4 года до 21% в следующие 4 года



Источник: Натур Продукт 2006—2009 гг. — прогноз

Объем продаж розницы в 2005 г. вырос на 35% несмотря на сокращение количества аптек

В процессе реструктуризации Натур Продукт закрыл 15 малоэффективных аптечных учреждений в 2005 г. При этом общее количество аптек на конец 2005 г. составило 181 (выше указано, что в сети 182 аптеки) (по сравнению с 187 на конец 2004 г.). Несмотря на сокращение количества торговых точек, объем розничных продаж вырос в 2005 г. на 35% по сравнению с 2004 г. Это было связано с выходом большей части «новых» аптек, открытых в 2004—2005 гг., на плановые объемы продаж.

В планах на 2006 г. — открытие 40-60 новых аптек

Натур Продукт планирует в этом году открыть 40—60 новых аптек, т.е. к концу года розничная сеть компании достигнет 220—240. Компания прогнозирует, что такие темпы роста открытия новых аптек будут поддерживаться в 2007—2009 гг. При этом Натур Продукт будет по-прежнему тщательно следить за эффективностью существующей сети и оптимизировать ее по мере необходимости.

Высокий темп развития розницы — основной локомотив роста выручки Натур Продукта в среднесрочном периоде. Компания прогнозирует 35% рост объема в рознице на период до 2009 г.

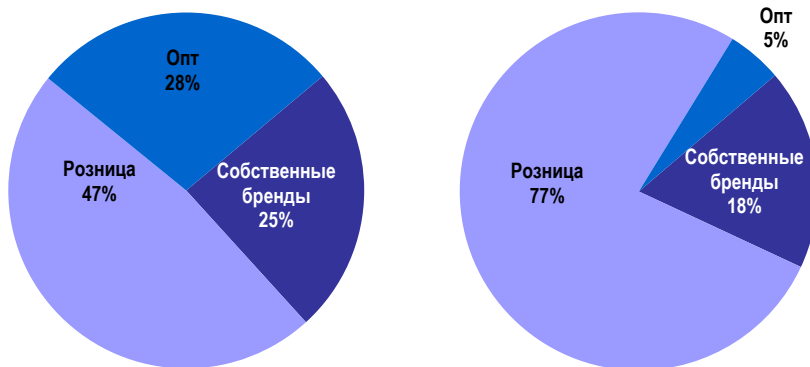
Прогноз роста объемов продаж на 35% основан на высокой динамике и сильной фрагментированности розничного фармацевтического рынка

Обоснованность прогноза подтверждается следующими факторами:

- Высокий темп роста продаж фармацевтического розничного рынка. По оценкам независимого аналитического агентства DSM Group, российский розничный рынок с 2003 г. рос на 23% в год.
- Высокая степень фрагментированности рынка. По разным оценкам, 5 крупнейшим розничным аптечным сетям принадлежит всего от 6 до 10% от общего количества аптек в стране.
- Недостаточное количество аптек. В настоящее время на 10 тыс. человек в России приходится всего 5 аптечных магазинов по сравнению с 14 в Польше и 30 в Западной Европе.
- Отсутствие конкуренции иностранных аптечных сетей. Пока на рынке не присутствует ни одного международного игрока.

Структура продаж Натур Продукт в 2005 г., % от общего объема продаж **Структура продаж Натур Продукт в 2009 г., % от общего объема продаж**

По консервативным оценкам менеджмента, в 2009 г. розничные продажи будут составлять 320 млн долл., т.е. примерно 77% от общей суммы продаж



Источник: Натур Продукт, 2009 г. — прогноз

Прогноз темпа роста собственных брендов — около 30% на ближайшие несколько лет...

Второе стратегическое направление бизнеса Натур Продукт — развитие продаж собственных торговых марок. Основной продукт — биологически активные добавки (БАД). Компания прогнозирует темп роста продаж БАД на уровне 28% в год на срок до 2009 г.

...подтверждается историческими темпами роста этого рынка и мнением экспертов о его будущем

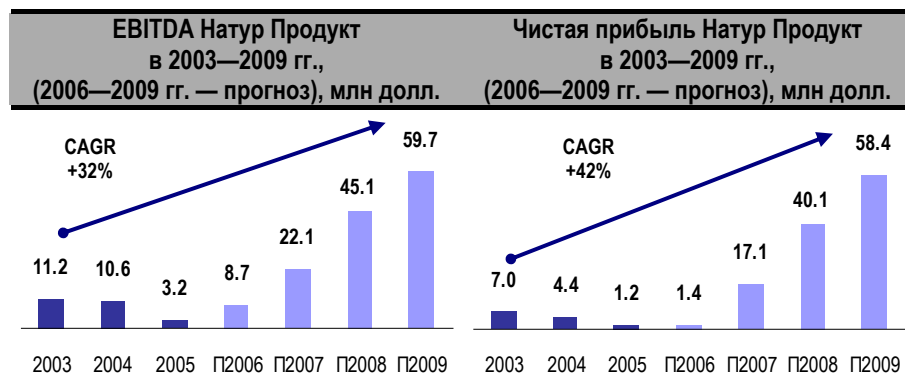
Опять-таки, этот прогноз кажется вполне реалистичным, если принять во внимание следующие факторы:

- На сегодняшний день группа биологически активных добавок — самая динамично растущая часть фармацевтического рынка. По данным Фармвестника (основное периодическое издание в отрасли), объем розничного рынка биологически активных добавок в России в долларовом исчислении в 2001—2004 гг. рос на 40—50% в год., а в 2005 г. почти удвоился — со 127 млн долл. в 2004 г. до 249 млн долл. в 2005 г.
- Отраслевые эксперты оценивают темп роста этого рынка на уровне 18—20% в год на период до 2010 г.

Финансовое состояние эмитента

Рентабельность операций Натур Продукт значительно ухудшилась в 2005 г. из-за проводимой перестройки корпоративной структуры компании. Впрочем, де-факто реструктуризацию уже можно считать завершенной. Уже в 2006 г. Натур Продукт прогнозирует существенное увеличение EBITDA — в основном за счет 2-ой половины года. В 2007 г. EBITDA компании должна составить уже 22,1 млн долл., а чистая прибыль — 17,1 млн долл.

Увеличение объемов продаж сопровождается ростом чистой прибыли опережающими темпами



Источник: отчетность по ГААП Люксембург за 2003—2005 гг., 2005 г. — предварительные данные, 2006—2009 гг. — прогноз (консервативный сценарий) — Натур Продукт

Впечатляющий рост операционной и чистой рентабельности будет достигнут в первую очередь за счет выхода на плановые показатели вновь открытых аптек, а также за счет существенного прироста объемов продаж товаров под собственной торговой маркой, которые приносят компании высокую маржу.

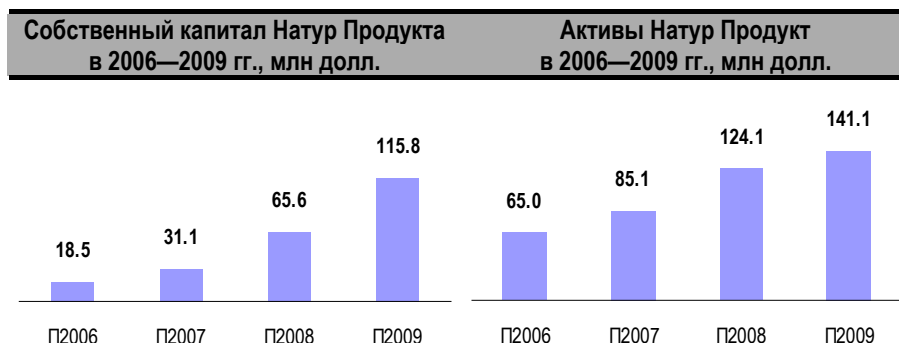
Розничная аптечная сеть будет расширяться и увеличивать эффективность

Натур Продукт в ближайшие годы планирует сконцентрироваться на развитии своей розничной сети, добавляя к ней 40-60 аптек за год. При этом только за 2006 г. компания планирует увеличить выручку на 86%: с 51 млн долл. до 94.7 млн долл. за счет роста эффективности своей сети. Сейчас рентабельность розничного бизнеса Натур Продукта (после вычета разовых затрат 2005 г. на реструктуризацию) составляет около 7%, что сопоставимо с показателями других аптечных сетей и продуктовых ритейлеров.

Производство продуктов под собственными брендами очень рентабельно и приносит значительный денежный поток

Роль «дойной коровы» на период активных инвестиций в развитие розничной сети будет выполнять производство собственных лекарственных препаратов (Бизнес-единица «Бренды»). Рентабельность Натур Продукта в этом направлении бизнеса крайне высока: валовая маржа составляет около 76%, а рентабельность по EBITDA – 30-45%. В 2006 г. по консервативным прогнозам компании бизнес-единица «Бренды» принесет компании выручку в 37.3 млн долл. и EBITDA в 15.9 млн долл. В дальнейшем эта величина будет увеличиваться в среднем на 30% в год. Таким образом, высокая рентабельность в сегменте препаратов под собственными брендами приносит компании денежный поток на развитие аптечной сети и позволяет проводить достаточно умеренную долговую политику.

Капитализация прибыли послужит существенным подспорьем для капитальной базы

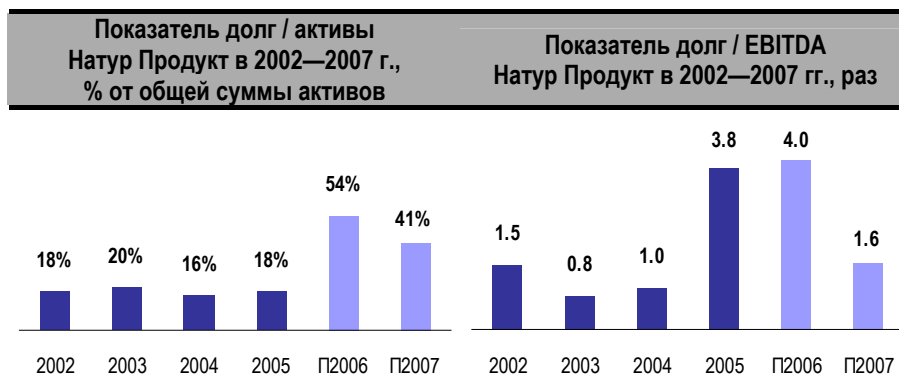


Источник: 2006—2009 гг. — прогноз (консервативный сценарий) — Натур Продукт

По итогам 2005 г. долг/EBITDA — на уровне 3,8х

Все долговые коэффициенты Натур Продукта ухудшились в 2005 г. Впрочем, по итогам года показатель долг / EBITDA остался на уровне 3,8х, что, на наш взгляд, не является угрожающим для компании со столь высокими прогнозными темпами роста.

Несмотря на рост финансовой задолженности в 2004—2005 гг., ее уровень остается приемлемым



Источник: Отчетность по ГААП Люксембург за 2002—2005 гг., 2006—2007 гг. — прогноз (консервативный сценарий) — Натур Продукт, расчеты Райффайзенбанка

**По итогам 2006 г. прогноз
долг/ЕБИТДА — на уровне 4,0х**

Тем не менее, существенного улучшения показателей долговой нагрузки компании стоит ожидать лишь по прошествии первого полугодия 2007 г. При этом по итогам 2007 г. прогнозный коэффициент долг / ЕБИТДА существенно снизится — до уровня менее 2х. Это связано как с высокими темпами роста ЕБИТДА, так и с отсутствием планов по привлечению дополнительных долговых обязательств.

Оценка справедливой доходности

**Других фармацевтов
на рынке пока нет**

В отсутствие других фармацевтических предприятий и аптечных сетей на рублевом облигационном рынке, мы вынуждены искать базу для сравнения Натур Продукта в других отраслях.

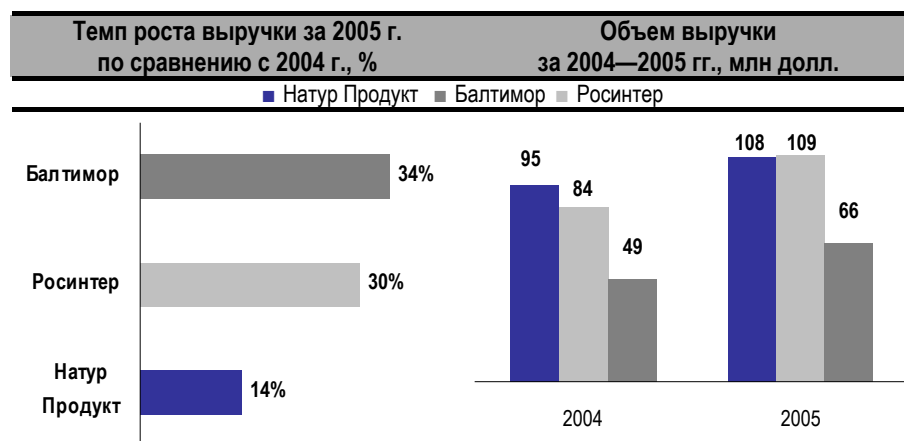
**Поэтому сравнение не совсем
корректно**

Хотя такое сравнение, очевидно, будет не самым корректным, на наш взгляд, по совокупности финансовых показателей Натур Продукт можно сравнить с компаниями Росинтер и Балтимор. Также в ближайшее время на рынок облигационных займов выйдет еще и ОАО «Аптечная сеть 36.6», поэтому мы также сравним кредитное качество Натур Продукта с ней.

Ключевые финансовые показатели

За счет сравнительно более высоких темпов роста в 2005 г. Росинтер — крупнейшее по объему выручки предприятие из сравниваемых.

**Темпы роста выручки Натур
Продукт в 2005 г. существенно
ниже аналогичных показателей
Росинтер и Балтимор**

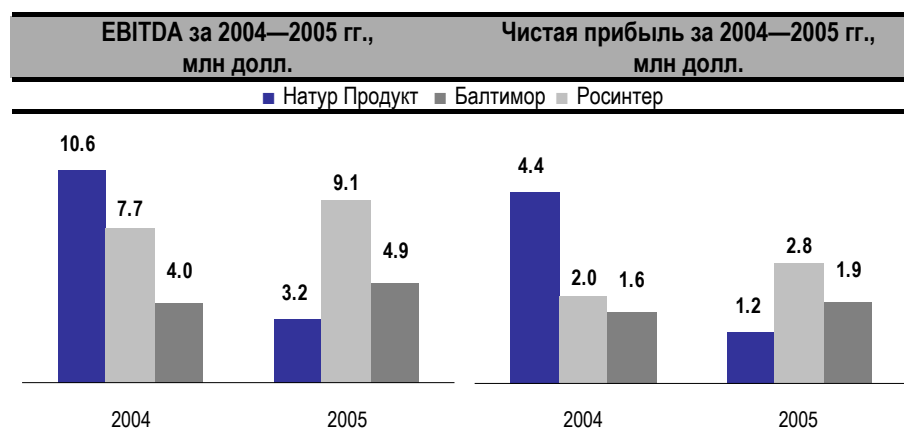


Источник: Балтимор, Росинтер — финансовая отчетность компаний по РСБУ за 2004—2005 гг., Натур Продукт — предварительная финансовая отчетность по стандартам ГААП, Люксембург за 2005 г.

Впрочем, прогнозы Натур Продукта (приведенные выше в разделе «Операционная деятельность») показывают, что замедление темпов роста в 2005 г. было временным. Также напомним, что исторические темпы роста выручки Натур Продукта превышают 30% в год, а объем продаж розничной сети в 2005 г. вырос на 35%, несмотря на сокращение количества аптек.

Натур Продукт уступает сравниваемым компаниям по уровню операционной и чистой рентабельности за последний отчетный период.

Основной положительный эффект от реструктуризации операций Натур Продукт будет виден уже во второй половине 2006 г.



Источник: Балтимор, Росинтер — финансовая отчетность компаний по РСБУ за 2004—2005 гг., Натур Продукт — предварительная финансовая отчетность по стандартам ГААП, Люксембург за 2005 г.

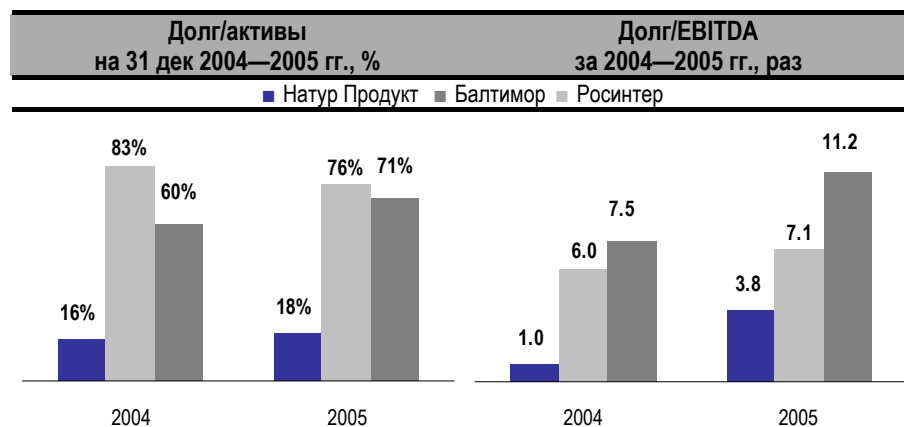
Рентабельность EBITDA вырастет уже в 2006 г.

Опять-таки, возвращаясь к историческим данным (до 2004 г.) и прогнозным (начиная со второй половины 2006 г.), можно сделать вывод о скором возвращении показателей рентабельности к среднеисторическим данным, что самым позитивным образом скажется на финансовом состоянии Эмитента.

Долговые коэффициенты Натур Продукт значительно лучше Росинтер и Балтимор

При этом исторически основные коэффициенты долговой нагрузки Натур Продукта значительно лучше, чем у Росинтера и Балтимора. Хотя компания прогнозирует увеличение заимствований в абсолютном размере, долговые коэффициенты не должны измениться за счет роста объемов продаж при улучшении рентабельности во второй половине текущего года.

Коэффициенты долговой нагрузки Натур Продукт существенно лучше, чем у сравниваемых компаний



Источник: Балтимор, Росинтер — финансовая отчетность компаний по РСБУ за 2004—2005 гг., Натур Продукт — предварительная финансовая отчетность по стандартам ГААП, Люксембург за 2005 г.

Натур Продукт vs ОАО «Аптечная сеть 36.6»

В ближайшее время помимо Натур Продукта на рынок облигаций выйдет и Аптечная сеть «36.6». Для определения справедливых спрэдов по их облигациям мы приведем сравнение их кредитного качества.

Сеть «36.6» — лидер рынка аптечной розницы

На сегодняшний день сеть «36.6» с объемом продаж в 305 млн долл. за 2005 г. является лидером на рынке аптечных сетей в масштабах России. Объем продаж Натур Продукта в 2.8 раз меньше. В ближайшие годы «36.6» останется крупнейшим игроком на рынке, но Натур Продукт будет сокращать отрыв от лидера.

Но структура бизнеса обеих компаний вполне сопоставима с

Однако компании по структуре своей деятельности вполне сопоставимы: у обеих помимо торговых сетей есть и собственные производственные мощности (у сети 36.6 это ОАО «Верофарм»). Выручка от продаж собственной продукции у обеих компаний составляет менее 50%. Это означает, что обе компании делают ставку именно на розничную торговлю, и их сравнение вполне корректно.

Рентабельность розничной торговли находится примерно на одном уровне

Рентабельность торговых операций у обеих сетей примерно одинакова – около 7% по EBITDA. Это значение находится на одном уровне с показателями продуктовых ритейлеров и представляется вполне обоснованным экономически.

А производство собственной продукции у Натур Продукта существенно прибыльней

А вот рентабельность производства и реализации собственной продукции у Натур Продукта существенно выше, чем у «36.6». Дело в том, что Натур Продукт производит лекарства под собственными брендами, а Верофарм в основном специализируется на менее рентабельных дженериках. В результате валовая рентабельность бизнес-единицы «Бренды» у Натур Продукта составляет 76% против 60% у Верофарма.

Долговая политика Натур Продукта существенно консервативнее, чем у 36.6

Долг Аптечной сети «36.6» на конец 2005 г. составлял 110.2 млн долл. (Долг/EBITDA – 5.1x). На фоне динамичного роста сети такой уровень долга выглядит обоснованным, однако, судя по данным информационного меморандума, компания не планирует сокращать долговую нагрузку:

- 40% от нового облигационного займа (объем займа - 3 млрд руб., oferta через 2 года) будут направлены на развитие сети;
- В целом инвестиционная программа сети 36.6 составляет 100 млн долл. на 2006 г. Соответственно компании потребуются дополнительные источники финансирования;
- По нашим прогнозам долговая нагрузка сети 36.6 по итогам 2006 г. составит 5.2 – 5.7x по соотношению Долг/EBITDA. Такой уровень долга является вполне приемлемым для динамично растущей розничной сети.

Долговая нагрузка Натур Продукта существенно ниже как в абсолютном, так и в относительном выражении:

- Долг/EBITDA по итогам 2005 г. – 3.8x;
- На увеличение долга из привлекаемых за счет облигационного займа средств пойдет всего около 300 млн руб.;
- Прогноз Долг/EBITDA по итогам 2006 г. – 4.0x и всего 1.6x – по итогам 2007 г.

Корпоративная структура и прозрачность – практически одинаковы

Юридическая структура и информационная прозрачность компаний практически одинаковы:

- в обоих случаях «корпоративный центр» владеет 100% долями в капитале операционных компаний;
- обе компании готовят консолидированную и аудированную отчетность по МСФО.

Поддержка со стороны акционеров у Натур Продукта существенно более вероятна

Важным аспектом кредитного качества Натур Продукта является состав его акционеров. Контролирующий акционер – группа «Ренова», – один из крупнейших российских private equity фондов уже оказывал поддержку компании. Мы предполагаем, что такая ситуация сохранится и в дальнейшем.

Структура капитала сети «36.6» принципиально иная: 33.1% акций находятся в свободном обращении, а 66.9% - контролируются менеджментом. Такая структура позитивно влияет на прозрачность компании, однако делает поддержку со стороны акционеров существенно менее вероятной.

Справедливый спрэд Натур Продукта на 30-50 б.п. шире, чем у сети «36.6»

При оценке справедливых спрэдов мы опирались на прогноз доходности облигаций 36.6 к двухлетней оферте, приведенный организаторами займа 36,6: 10.21-10.73% (спрэд к Москве – 425-475 б.п.). На наш взгляд, между облигациями Натур Продукта и сети «36.6» должен существовать спрэд, который основывается на следующих факторах:

- разница в масштабах при сопоставимой рентабельности;
- более низкий уровень долговой нагрузки Натур Продукта;
- более сильная база акционеров у Натур Продукта.

Помимо этого, облигации Натур Продукта имеют более короткую дюрацию: оферта через 1.5 года против двухлетней оферты у сети «36.6».

С учетом такого набора критериев, мы оцениваем справедливую разницу в спредах в 40-50 б.п. в пользу сети «36.6». Исходя из этой оценки, доходность Натур Продукта к 1.5-годовой оферте должна составлять 10.50-11.10%.

Оценка справедливого спреда

Облигации Балтимор и Росинтер близки к оферте, поэтому текущий размер спреда не полностью отражает их кредитное качество. Тем не менее, мы думаем, что их спрэды также могут быть использованы в качестве ориентиров при оценке «справедливой» доходности предстоящего выпуска.

Доходность некоторых рублевых корпоративных облигаций на 07 июня 2006 г.

Эмитент	Объем эмиссии, млн руб.	Дюрация до погашения / оферты, лет	Доходность до погашения / оферты, % год	Спрэд к кривой облигаций Москвы, б.п.
Балтимор З	800	0,45	8,66%	396
Росинтер З	1 000	0,50	10,04%	520

Источник: Reuters, оценки Райффайзенбанка

Мы оцениваем «справедливый» размер премии бумаг Натур Продукт к кривой облигаций Москвы на уровне 475—525 б.п. «Справедливая» доходность к оферте составит 10,60—11,10%.

Описание облигационного займа

Основные характеристики облигационного займа	
Эмитент	ООО «Натур Продукт - Инвест»
Поручитель	Natur Produkt Holdings Limited S.A. (Великое Герцогство Люксембург)
Номинал выпуска	1,0 млрд руб.
Организатор	ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»
Предварительная дата размещения	15 июня 2006 г.
Срок до погашения	3 года
Срок до оферты	1,5 года
Купонный период	182 дня
Использование средств	<ul style="list-style-type: none">▪ Полное рефинансирование существующего кредитного портфеля (26 млн долл.);▪ Остальные средства планируется использовать на развитие компании

Райффайзенбанк Австрия

Адрес 129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон 721—28—46
Факс 721—99—01

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

**Начальник управления корпоративного финансирования
и инвестиционно—банковских операций**

Никита Патрахин npatrakhin@raiffeisen.ru

Отдел размещения рублевых облигаций

Олег Гордиенко ogordienko@raiffeisen.ru
Олег Корнилов okornilov@raiffeisen.ru
Дмитрий Румянцев droumiantev@raiffeisen.ru
Екатерина Михалевич emikhalevich@raiffeisen.ru

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева npekcheva@raiffeisen.ru (+7495) 721 36 09
Александр Тен aten@raiffeisen.ru (+7495) 775 52 31

Торговые операции

Александр Лосев alosev@raiffeisen.ru (+7495) 721 99 76
Дмитрий Акулов dakulov@raiffeisen.ru (+7495) 721 99 76

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.