

2011-06-06
Главные новости

4 июня Министры финансов стран ЕврАзЭС одобрили выделение кредита для Беларуси в размере \$3 млрд. из резервного фонда организации сроком в течение трех лет. В первый год будет выделен \$1,2 млрд. из резервного фонда ЕврАзЭС, во второй год - \$800 млн и в третий год - еще \$1 млрд. Первый транш кредита объемом \$800 миллионов будет предоставлен в течение 10-15 дней, а второй, в размере \$440 миллионов - к концу года. Кредит предоставляется на десять лет с льготным периодом три года, ставка плавающая, находящаяся на уровнях России, что соответствует ставке на текущий момент на уровне 4,1%.

Напомним, что одним из условий предоставления кредита Беларуси из антикризисного фонда ЕврАзЭС является приватизация госимущества на общую сумму \$7,5 млрд. Программа приватизации рассчитана на 3 года, с ежегодной приватизацией в \$2,5 млрд.

Так же стало известно, что Беларусь рассчитывает на подписание документов по кредиту МВФ осенью текущего года. Решение будет известно по итогам работы миссии МВФ в Республике.

Мы считаем, что выделение стабилизационного кредита в ближайшее время сможет снизить напряженность на валютном рынке и стабилизировать ситуацию с национальной валютой. Также наполнение валютными ресурсами позволит белорусской экономике, работающей в основном на импортном сырье, запустить ранее приостановившие свою деятельность предприятия, что, в конечном счете, так же повысит устойчивость национальной экономики.

Азия

Уверенное укрепление китайского юаня, продолжающееся последние несколько лет, может сойти на нет в течение двух-трех лет, считает бывший советник Народного банка КНР Фан Хан. Впрочем, перед этим китайские власти еще задействуют укрепление юаня для сдерживания инфляции, которая сейчас является проблемой номер один для регуляторов, отмечает он. По словам эксперта, за последний год юань укрепился на 5%. С учетом годовой инфляции на уровне 4% реальное укрепление курса китайской валюты достигло 9%.

Индексы

	Значение	Изменение	
		За день	За месяц
Nasdaq	2732,78	-1,46%	-3,62%
S&p 500	1300,16	-0,97%	-3,35%
Dow Jones	12151,26	-0,79%	-3,33%
FTSE 100	5855,01	0,12%	-2,25%
DAX	7109,03	0,49%	-2,53%
CAC 40	3890,68	0,02%	-2,90%
NIKKEI 225	9380,35	-1,18%	-3,23%
MICEX	1633,02	-1,53%	-2,00%
RTS	1858,08	-1,33%	-1,65%

Сырьевой рынок

	Значение	Изменение	
		За день	За месяц
Золото, \$ за унцию	1541,95	0,55%	0,70%
Нефть Brent, \$ за баррель	115,84	0,26%	-1,15%

Денежный рынок

	Значение	Изменение	
		За день	За месяц
Рубль/\$	27,88	-0,59%	0,69%
Рубль/Евро	40,34	0,09%	-0,70%
Евро/\$	1,4635	0,99%	1,65%
Депозиты в ЦБ, млрд. руб.	439,36	54,75	-3,79
Остатки на кор. счетах, млрд. руб.	482,55	-13,60	-175,40
NDF 1 год	4,48%	0,000	-0,02
MOSPrime 3 мес.	4,21%	0,000	0,13

Долговой рынок

	Значение	Изменение	
		За день	За месяц
Индекс EMBI +	287,88	0,82	11,96
Россия-30, Price	118,39	0,19	1,10
Россия-30, Yield	4,36%	-0,03	-0,19
UST-10, Yield	2,99%	-0,04	-0,37

Спрэд Россия-30 к:

	Значение	Изменение, б.п.	
		За день	За месяц
UST-10	137	1	37
Турция-17	22,40	0	9
Мексика-17	121,90	-4	0
Бразилия-17	143,41	-3	22



Россия

Нынешний уровень процентных ставок ЦБ РФ, по словам заместителя председателя Центрального Банка России Алексея Улюкаева, будет комфортным и регулятору не придется в ближайшее время их «тревожить». ЦБР не пересматривает свой прогноз инфляции в этом году на уровне 7%, поскольку не видит предпосылок для его изменения.

Европа

Индекс деловой активности PMI Евросоюза оказался выше ожиданий в 55,4 пункта и составил 56,0 пункта. Основное влияние на позитивный результат по Еврозоне оказали данные по Германии, здесь значение PMI оказалось выше ожиданий 54,9, составило 56,1 пункта. Значение PMI Италии, Франции, а также Великобритании, не входящей в Евросоюз, оказалось ниже ожиданий.

Америка

В мае уровень безработицы в США вырос на 0,1 процентного пункта и составил 9,1%, что существенно выше прогноза в 8,9%. При этом число новых рабочих мест в несельскохозяйственных отраслях страны увеличилось всего лишь на 54 тыс. - минимальное значение после сентября 2010г., тогда как ожидалось увеличение рабочих мест на 165 тыс., в предыдущем месяце этот показатель составил +232 тыс. занятых.

Рынки

Индекс доллара DXY по итогам пятницы обвалился на **0,74%**. С утра индекс торгуется в районе **73,75** пункта (-0,05%). Валютная пара EUR/USD выросла до **1,4630** (+1,12%), с утра торгуется в районе **1,4642**.

Нефтяные контракты падали в пятницу, но как и большинство товарных фьючерсов, отрасли после обвала доллара.

По итогам дня контракт на Light Sweet подешевел на **0,18%**; Brent вырос на **0,26%**. На споте нефть марки Urals прибавила **0,55%**. С утра контракт на Light Sweet торгуется на уровне **\$99,99** (-0,23%); фьючерс на нефть марки Brent стоит **\$115,32** (-0,45%). Спред между Brent и Light Sweet вырос до **\$15,33**.

Драгоценные металлы показывают позитивную динамику. Стоимость тройской унции золота составляет **\$1546,5**. Серебро отросло до **\$36,85**. Соотношение стоимости золота



и серебра выросло до **41,97**.

Европейские индексы смогли завершить неделю позитивно. FUTSEE 100 в пятницу прибавил **0,12%**, DAX вырос на **0,49%**, французский CAC 40 снизился на **0,02%**.

Американские индексы в пятницу снизились после публикации разочаровывающей статистики по занятости. S&P500 потерял **0,97%**, Dow Jones снизился на **0,80%**. Лучше рынка смотрелись компании нефтегазового сектора (**+0,04%**), в аутсайдерах телекомы (**-1,69%**) и промышленные компании (**-1,36%**).

Азия сегодня продаёт вслед за Америкой. Японский NIKKEI 225 падает на **1,18%**, в Гонконге Hang Seng теряет **1,31%**, индийский SENSEX снижается на **0,50%**.

Фьючерсы на американские индексы с утра торгуются нейтрально. Контракт на S&P500 прибавляет **0,06%**, фьючерс на Dow Jones снижается на **0,03%**.

Негативные данные из США стимулировали распродажи и на закрытии российских бирж. Индекс ММВБ в пятницу обвалился на **1,53%**, Индекс РТС на основной сессии потерял **1,33%**. Лучше рынка выглядели энергетические компании, в аутсайдерах – нефтегазовый сектор.

Особым спросом пользовались привилегированные акции Сбербанка (**+6,12%**). Греф в своем выступлении на собрании акционеров упомянул возможность конвертации префов в обычку в соотношении 1:1, а также обещал, что к осени будет сформулирована четкая дивидендная политика, направленная на рост дивидендов.

Внешний фон на начало торгов относительно нейтральный. Ожидаем открытия вблизи пятничных уровней. В случае улучшения фона, возможен отскок вверх. Лучше рынка, вероятно, будут бумаги энергетики и отдельные акции металлургов. Ожидаем продолжения покупок в префах Сбербанка.

Важной статистики сегодня не ожидается. Рынок будет ждать выступления Б.Бернанке и Т.Гайтнера на конференции в Атланте.

Новости эмитентов

Чистая прибыль **ОАО "Акрон"** по МСФО в 1 квартале выросла в 2,2 раза - до 3,814 млрд рублей. Аналитики ожидали чистую прибыль компании на уровне 3,036 млрд. рублей. Выручка выросла на 21% - до 13,866 млрд рублей. Показатель EBITDA вырос в 1,9 раза – до 4,599 млрд рублей.

ОАО "Трубная металлургическая



компания" завершило 1 квартал с чистой прибылью по МСФО в \$104 млн, EBITDA - \$293 млн. Выручка в 1 квартале составила \$1,67 млрд. Таким образом, выручка оказалась на уровне ожиданий аналитиков, (консенсус-прогноз - \$1,678 млрд).

ОАО "Номос-банк" увеличило чистую прибыль до 2,55 миллиарда рублей с 2,05 миллиарда годом ранее. Операционная выручка банка выросла на 81% до 7,74 миллиарда рублей, чистый процентный доход вырос более чем втрое и составил 5,62 миллиарда рублей.

Российские еврооблигации

В пятницу еврооблигации российских эмитентов завершили день ростом после двухдневного падения. Суверенные еврооблигации России в среднем прибавили 0,15%, как и выпуск Россия-30, доходность которого снизилась до полугодового минимума в 4,32%. Индикативный спрэд доходности Россия-30-UST-10 опустился до 136 б.п.

В корпоративном секторе рост показали аутсайдеры прошлых дней, инвесторы активно покупали выпуски с «длинной» дюрацией. ВТБ-35 вырос на 0,6%, Газпром-34 и Газпром-37 прибавили по 0,5%. На 0,4% вырос Альфа-банк-21. Евраз-18 и Газпром-19 в среднем прибавили 0,25%. В свою очередь, негативную динамику показали выпуски Вымпелкома, в частности, Вымпелоком-18 и Вымпелком-21 снизились на 0,1%, АльянсОйл-15 потерял 0,2%. В пределах 0,1% также потеряли евробонды РЖД-17 и Альфа-банк-17. Большинство других выпусков завершили день без существенных ценовых изменений.

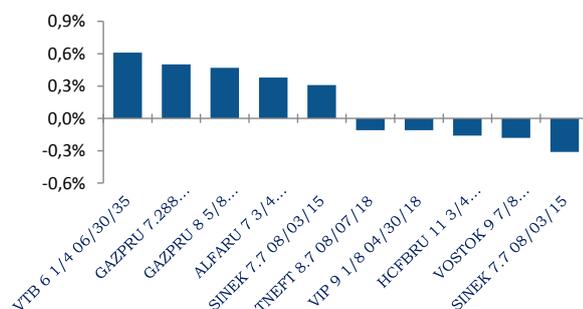
На утро понедельника на рынках сложился слабо негативный внешний фон. Нефть теряет около 0,3% и торгуется на уровне 115,5\$/баррель. Фьючерсы на американские индексы торгуются на уровнях закрытия пятницы; доходности treasures также стоят на месте. Выпуск Россия-30 торгуется без ценовых изменений. В отсутствие значимой экономической статистики, сегодня ожидаем «боковую» динамику в большинстве российских евробондов.

Среди новостей первичного рынка отметим, что Пробизнесбанк 8-14 июня проведет роуд-шоу и планирует разместить евробонды сроком около 5 лет.

Еврооблигации зарубежных стран

Агрессивные покупки наблюдались в пятницу в еврооблигациях украинских эмитентов, в особенности в суверенных евробондах, которые в

Лидеры роста/снижения
(еврооблигации)
(%)



среднем выросли на 0,7%. Выпуск **Украина-21** прибавил 1,36%, YTM – 7,44%. Лидерами в корпоративном секторе оказались бумаги сельхозпроизводителей. Так, МХП-15 вырос на 0,4%, Мрия-16 прибавил 0,25%. Рост в районе 0,4% показал НафтоГазУкраины-14. А вот выпуски Метинвеста и Феррэкспо почти не изменились в цене.

Белорусские суверенные еврооблигации вчера продолжили расти на новостях об одобрении Белоруссии кредита на \$3 млрд., первый транш которого в размере \$1,2 млрд. поступит в этом году. Выпуск Беларусь-15 прибавил 1,43%, YTM – 10,63%, а Беларусь-18 вырос на 2,01%, YTM – 10,77%. В настоящий момент евробонды продолжают бурный рост. Так, выпуск с погашением в 2015 году снова прибавляет более 1%. Таким образом, недавнее падение котировок суверенных облигаций, связанное с помещением рейтинга Белоруссии в список CreditWatch, оказалось хорошей возможностью заработать, так как сейчас это падение оказалось полностью отыграно. Заметим, что в пресс-релизе Standard & Poor's указывалась возможность сохранения рейтинга в случае получения в ближайшее время кредита от ЕвразЭс и проведения приватизации. В первом сомневаться уже не приходится, второе – является условием предоставления кредита, и скорее всего, начнется уже в этом году. Мы сохраняем позитивный взгляд на бумаги Белоруссии и считаем их недооцененными в настоящий момент.

Новость о том, что Греции удалось достигнуть соглашений с Еврокомиссией, ЕЦБ и МФВ о предоставлении очередного транша финансовой помощи привела к некоторому успокоению на европейском долговом рынке. **Греция-20** вырос на 1,82%, YTM – 15,55%, **Испания-21** прибавил 0,5%, YTM – 5,21%. Ревизоры из МВФ отметили, что Греция выполнила взятые на себя обязательства по консолидации бюджетных финансов и проведению реформ. В то же время, было рекомендовано ускорить процесс приватизации, который, по мнению экспертов из МВФ, должны дать в общей сложности до \$50 млрд. к 2015 году. МВФ пришлось признать, что экономический спад в Греции в 2010-начале 2011 годах оказался более сильным, чем ожидалось. Однако, эксперты ожидают стабилизации экономики уже к Новому году. Сторонам также удалось согласовать программу оздоровления экономики на очередной финансовый год. Сегодня негативную динамику на рынок смогут привнести результаты выборов в португальский

Динамика суверенных 5 летних CDS:

	Текущее значение	Изменение за день,%	Изменение за день, б.п.
Россия	137,68	-0,81%	-1,13
Украина	440,75	-4,22%	-19,42
Бразилия	108,22	0,73%	0,79
Мексика	105,11	0,64%	0,66
Турция	163,94	-1,85%	-3,08
Италия	145,10	-8,56%	-13,59
Ирландия	641,80	-4,44%	-29,84
Испания	237,16	-6,70%	-17,03
Португалия	665,20	-3,68%	-25,44
Греция	1374,93	-5,32%	-77,24
Китай	76,71	5,48%	3,99



Парламент, на которых правящая партия во главе с нынешним премьер-министром, потерпела поражение. В то же время, будущий премьер-министр, лидер победившей партии, пообещал скрупулезно выполнять соглашение, подписанного его предшественником с ЕС и МВФ.

Торговые идеи на рынке евробондов

Значительное падение цен еврооблигаций Белоруссии, вызванное переводом суверенного рейтинга в список CreditWatch, существенно расширило спрэд к выпускам Украины. Так, выпуск **Беларусь-15** торгуется с премией к евробонду Украина-15 на уровне 540 б.п, а выпуск **Беларусь-18** – с премией в 454 б.п. к соответствующему выпуску Украина-18. Мы полагаем, что подобная премия не обоснована. По нашему мнению, спрэд между евробондами Белоруссии и Украины не должен превышать 200-250 б.п. Таким образом, потенциал снижения доходности для выпуска Беларусь-15 может составить около 290 б.п., для выпуска Беларусь-18 – около 200 б.п.

Одной из лучших идей среди еврооблигаций корпоративного сектора Казахстана является новый выпуск **Казкоммерцбанк-18**. Сейчас выпуск торгуется с доходностью 8,95% годовых, что дает спрэд к собственной кривой доходности на уровне 80 б.п. Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе указанный спрэд исчезнет.

По-прежнему интерес представляет недавно размещенный выпуск **РСХБ-21**. Сейчас евробонд торгуется с доходностью около 5,85%, тогда как справедливой оценкой для этой бумаги мы считаем уровень доходности в 5,6% годовых. Рекомендуем покупать выпуск на вторичном рынке.

Одной из лучших идей на рынке, на наш взгляд, является покупка нового выпуска **Ренессанс Капитал-14**. Доходность евробонда составляет сейчас около 10,43%, спрэд к кривой доходности к Промсвязьбанку составляет около 296 б.п. Мы полагаем, что после повышения рейтинга Ренессанс Капиталу до уровня В с В-, соответствующий спрэд не должен превышать 230-250 б.п. Таким образом, потенциал снижения доходности может составить 55-60 б.п.

Так же среди банковского сектора мы рекомендуем покупать выпуски **Промсвязьбанк-14** и **ХКФБ-14**. Сейчас спрэд к кривой доходности Номос-банка у обоих выпусков составляет около 60 б.п. При этом все три банка имеют одинаковый кредитный рейтинг от Fitch



на уровне ВВ-. Мы полагаем, что в ближайшее время спрэд сократится до 10-20 б.п.

Остается небольшой потенциал и в выпуске **Лукойл-19**, который сейчас торгуются со спрэдом к кривой доходности Газпрома в районе 20 б.п. Исторически между евробондами Газпрома и Лукойла спрэд отсутствовал. На фоне позитивной отчётности Лукойла за 1 кв. 2011 года этот спрэд может исчезнуть.

Интересен и выпуск **РЖД-31** в фунтах стерлингов. Сейчас доходность евробонда составляет 7,18% годовых. Мы полагаем, что справедливая доходность выпуска должна находиться на уровне 6,95-7,0%. Таким образом, потенциал снижения доходности может составить 20-25 б.п.

Мы выделяем еврооблигации ЗАО ССМО «**ЛенСпецСМУ**». Несмотря на значительный рост цены в последнее время, бумага по-прежнему представляет одну из самых высоких доходностей на рынке евробондов среди качественного «второго» эшелона.

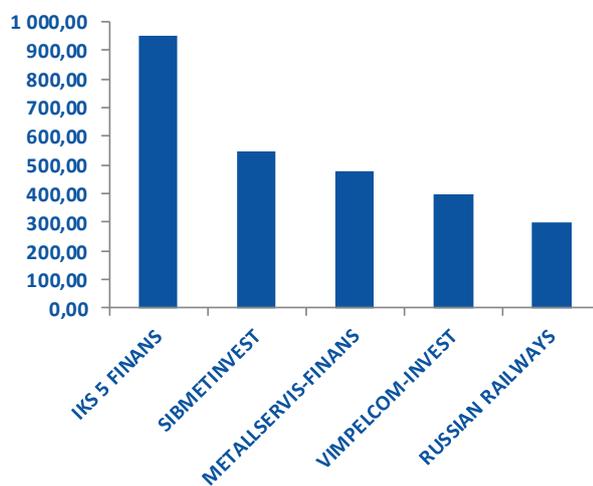
Рублевые облигации

На рублевом рынке облигаций мы ожидаем коррекцию рынка на фоне негативной динамики торгов на мировых фондовых площадках. В пятницу мировые фондовые индексы корректировались на фоне слабой статистики из США, что в свою очередь потянуло и сырьевые рынки вниз. Как всегда поддержку рынку окажет возросшая рублевая ликвидность в системе, на фоне окончания налоговых платежей на прошлой неделе. Объем рублевой ликвидности коммерческих банков на корсчетах и депозитах в ЦБ РФ увеличился до 922 млрд. рублей. Также растущий в пятницу рубль к валютной корзине не позволит скорректироваться рынку сильно вниз.

3 июня рынок показал небольшой рост, при несущественных объемах торгов в системе. В основном на рынке было желание прикупить недооценённые активы, однако их уже практически не осталось на рынке. Все ждут результатов первичных размещений запланированных до 1 половины июня, результаты которых могут сдвинуть вторичный рынок либо вверх либо вниз по доходности. Индекс IFX-Cbonds-P по итогам торгов вырос на 0,02 IFX-Cbonds увеличился на 0,05%.

В пятницу ликвидные бумаги продемонстрировали рост: Банк Москвы-1 +111б.п., ВК-Инвест-1 +76 б.п., Сахатранснефтегаз-2 70 б.п, снижение цены: Русфинанс-11 -428 б.п., Газпром нефть-8 -76

Наиболее ликвидные облигации
(млн. руб.)



б.п., Татфондбанк-5 -47 б.п.

3 июня была закрыта книга заявок на облигации **"ЕвразХолдинг Финанс"** совокупным объемом в 20 млрд рублей поставке 8,4% что с учетом оферты через 5 лет дает справедливую доходность на уровне 8,7%. Справедливая доходность по нашей оценке находится в пределах 8,6-8,9%, то есть после выхода на вторичный рынок бумаг возможен рост на 20 б.п. Отметим, что общий объем спроса по облигациям составил 33,4 млрд. рублей.

"Западный скоростной диаметр" по результатам формирования книги заявок на покупку дебютных выпусков облигаций 01 и 02 установил ставку первого купона на уровне 8,75% годовых. Спрос на облигации ЗСД в 3 раза превышал предложение.

ОАО «Главная дорога» успешно погасило дебютный выпуск облигаций выпущенных сроком на один год на сумму 300 млн. рублей.

В рамках прохождения оферты в пятницу **ООО «Металлсервис-финанс»** приобрело 477 тыс. бумаг или 31,8% от объема выпуска.

Пока основной идеей на первичном рынке сейчас является участие в размещениях выпусков **ОАО "Санкт-Петербург Телеком и Мечела 17,18"** где премия по уровням, озвученным от организаторов к текущему рынку составляет от 10-30 б.п. Кроме того нам интересны размещения **НК Альянс 4** где предлагается премия к вторичному рынку до 100 б.п. и размещение **РМК-Финанс 4**, где апсайд нам видится на уровнях 20-40 б.п.

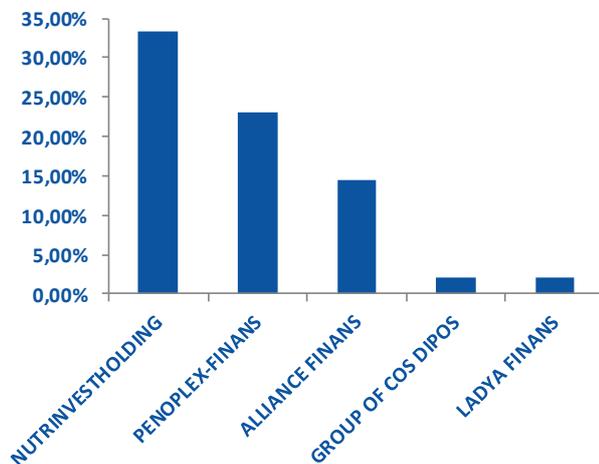
Торговые идеи на рынке рублевых облигаций

Показав рост за последние несколько дней, бумага **ССМО ЛенСпецСМУ БО-02** сузила свой спрэд к кривой бумаг Группы АСР (рейтинги компаний аналогичны), однако до сих пор он составляет 90 б.п.

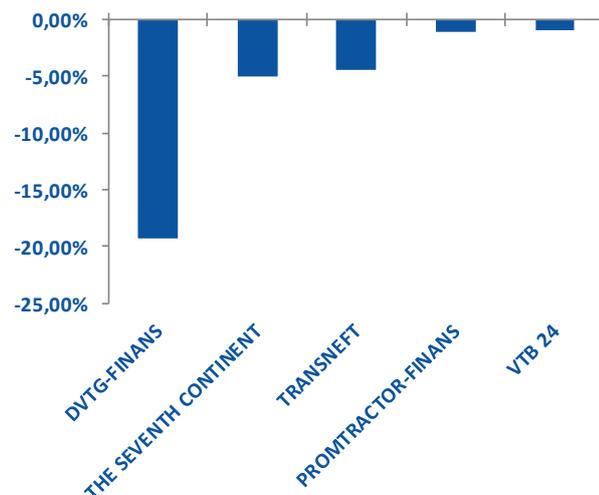
Мы оставляем наш прогноз покупать на бумаги **Русала 07, 08**. Потенциал в бумагах до 50 б.п.

В настоящий момент спрэд между кривыми **Евраза и Северстали** составляет порядка 40 б.п. на среднем участке кривой и 60 б.п. на длинном, при схожих кредитных рейтингах эмитентов. В среднесрочной перспективе upside бумаг **Евраза** находится в пределах 20-40 б.п. Отметим еще некоторые инвест. идеи в бумагах рублевого рынка. **Мечела БО-02** к собственной кривой имеет спрэд в 20 б.п.; **Башнефть АНК,02** имеет потенциал снижения спрэда к собственной кривой в 20 б.п.

Лидеры роста



Лидеры снижения



Ближайшие размещения рублевых облигаций

Дата	Выпуск	Объем, млрд. руб.	Ориентир по купону, %
06.06.2011	ТрансФин-М, 12,13,14	3	8,5-9,5
07.06.2011	ЕвразХолдинг Финанс, 05,07	20	8,5-8,75
07.06.2011	Западный скоростной диаметр, 01,02	10	8,5-9
08.06.2011	Министерство финансов Самарской области, 35007	12,2	7,5-7,85
08.06.2011	РМК-ФИНАНС, 4	5	9,2-9,7
09.06.2011	Мечел, 17,18	10	8,75-9

Ближайшие размещения еврооблигаций

Эмитент	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Ориентир по купону, %
Кокс	Кокс-16	USD	350	8,5
Пробизнесбанк	Пробизнесбанк- 16	USD	TBD	TBD



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Хомяков Илья Маркович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куц Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 781 73 01

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Балакирев Илья Андреевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. «Ю.Ф.С. – Федерация» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

