

Евраз (В+/В1/ВВ-): на пути улучшения кредитного профиля



Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

Параметры выпуска

Выпуск	Евразхолдинг Финанс 05, 07
Эмитент	000 «Евразхолдинг Финанс»
Поручитель	Evgaz Group S.A.
Объем	20 млрд руб.
Оферта	5 лет
Ставка купона	8,5–8,75%
Доходность, УТР	8,68–8,94%

- ▶ **Благоприятная конъюнктура на основных рынках сбыта.** Ценовая конъюнктура на внутреннем и мировом рынке стали в 2011 г. остается благоприятной: поддержку ценам оказывает существенный рост цен на сырьевые товары и восстанавливающийся спрос на продукцию.
- ▶ **Вертикальная интеграция – ключевое конкурентное преимущество в условиях роста цен на сырье.** Существенный уровень самообеспеченности железной рудой и углем гарантирует Евразу стабильность поставок и позволяет избежать резких скачков в расходах, а также позволяет получать существенную дополнительную прибыль от сырьевого бизнеса.
- ▶ **Сильные позиции на внутреннем рынке.** Евраз – крупнейший производитель стали в России и ведущий поставщик сортового проката для строительной отрасли, а также железнодорожной продукции. Компания получает наибольшую выгоду от роста внутреннего спроса на сортовой прокат на фоне восстановления объемов строительства и реализации государственных инфраструктурных проектов.
- ▶ **Зарубежные активы: фокус на продукцию с высокой добавленной стоимостью.** Существенная часть бизнеса зарубежных активов Евраза приходится на продукцию с высокой добавленной стоимостью (толстый лист, трубы большого диаметра и ОСТГ, рельсы), спрос на которую не так сильно пострадал в кризис.
- ▶ **Умеренные инвестиционные аппетиты, положительный свободный денежный поток в 2010 и 2011 гг.** Утвержденный объем инвестиционной программы на 2011 г., по нашим оценкам, позволит компании генерировать положительный свободный денежный поток, создавая резерв для сокращения абсолютного уровня долга.
- ▶ **Долговая нагрузка: улучшение кредитных метрик и оптимизация структуры долга.** Рост денежных потоков должен обеспечить Евразу дальнейшее улучшение кредитных метрик в 2011 г. График погашений не предполагает существенных выплат в 2011–2012 гг. благодаря активным действиям компании по оптимизации кредитного портфеля.
- ▶ **Рейтинги не до конца отражают уже произошедшее улучшение кредитного профиля.** На наш взгляд, текущий набор кредитных рейтингов Евраза (В+/В1/ВВ) не до конца отражает уже произошедшее улучшение кредитного профиля компании. Мы ожидаем позитивных рейтинговых действий по крайней мере от одного агентства (Moody's).
- ▶ **Возможная продажа доли в Распадской – потенциально позитивный фактор для кредитного качества компании.** Продажа доли в Распадской могла бы принести в компанию порядка 1,9 млрд долл. (по текущей рыночной стоимости акций Распадской). Если предположить, что эти средства будут направлены на сокращение долга, левиредж (в терминах Чистый долг/ЕБИТДА) по итогам года, по нашим оценкам, мог бы сократиться до 1,4х.

Evgaz Group: основные финансовые показатели по МСФО, млн долл.

	2007	2008	2009	2010	г/г
Выручка	12 859	20 380	9 772	13 394	37%
ЕБИТДА	4 305	6 235	1 237	2 350	90%
ЕБИТДА рентабельность, %	33%	31%	13%	18%	5 п. п.
Операционный денежный поток*	2 602	3 998	1 112	1 068	-4%
Капитальные вложения	-744	-1 103	-441	-832	89%
Свободный денежный поток	1 858	2 895	671	236	–
Всего активов	18 637	19 451	16 952	17 601	4%
Собственный капитал	5 950	4 672	5 167	5 751	11%
Совокупный долг, в том числе	6 756	9 986	7 923	7 811	-1%
доля краткосрочного долга, %	31%	39%	25%	9%	-16 п. п.
Денежные средства и эквиваленты	352	930	671	683	2%
Показатели					
Долг/Капитал, х	1,1	2,1	1,5	1,4	–
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	12	10	2	3	–
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,5	1,5	5,9	3,0	-
Долг/Свободный денежный поток, х	отр.	3	12	33	–

*после вычета процентов уплаченных
Источник: компания, расчеты Газпромбанка

Инвестиционный вывод

3 июня ООО «Евразхолдинг Финанс» планирует закрыть книгу по размещению двух выпусков рублевых облигаций общим объемом 20 млрд руб.

Кредитный профиль Евраза заметно улучшился в 2010 г. на фоне восстановления основных рынков сбыта и активных действий по оптимизации кредитного портфеля. На наш взгляд, в текущем году позитивный тренд должен сохраниться: поддержку денежным потокам будет оказывать восстановление внутреннего спроса на сортовой прокат со стороны сектора строительства (в том числе благодаря реализации крупных инфраструктурных проектов), а также существенный рост цен на сталь в 1П11 на фоне роста увеличения на сырье. При этом достаточно высокая степень вертикальной интеграции позволяет извлечь дополнительную выгоду из роста цен на ресурсы. Мы ожидаем дальнейшего снижения кредитных метрик Евраза и не исключаем сокращения абсолютного уровня долга благодаря положительному свободному денежному потоку. Дополнительным фактором, который может позитивно сказаться на кредитных метриках, может стать продажа доли в Распадской (Евразу принадлежит 40%, рыночная стоимость пакета на 31 мая 2011 г. – около 1,9 млрд долл.).

Улучшение кредитного профиля, на наш взгляд, должно проявить себя в позитивных рейтинговых действиях в отношении компании. В апреле агентство Fitch уже вернуло рейтинг Евраза в категорию «Double B», и мы ожидаем аналогичного действия по крайней мере от одного агентства – Moody's.

Рублевые выпуски Евраза исторически торгуются с минимальным спредом к кривой Мечела (–/B1/–), что, вероятно, является следствием того, что до недавнего времени кредитные рейтинги обеих компаний были одинаковыми. Впрочем, кредитный профиль Мечела слабее на фоне более агрессивной инвестиционной политики, и, как следствие, более высоких показателей долговой нагрузки. Перспективы повышения кредитного рейтинга Мечела, на наш взгляд, хуже, чем у Евраза.

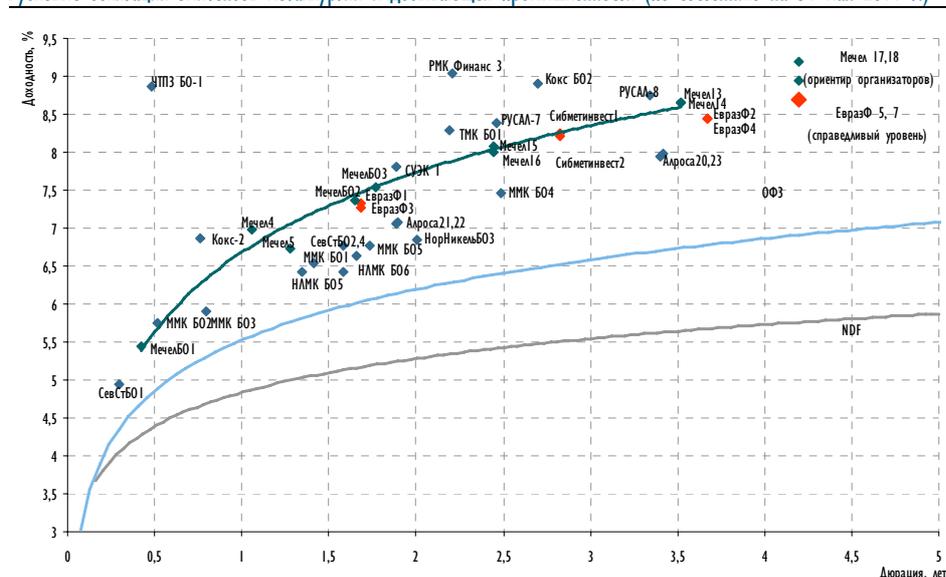
Мы полагаем, что справедливый дисконт кривой Евраза к кривой Мечела должен составлять как минимум 25 б.п. Учитывая текущую доходность у длинных выпусков Мечела (13, 14), составляющую около 8,6%, а также диапазон по размещаемым в текущий момент новым бумагам Мечела (17, 18) на уровне 8,94–9,2% к пятилетней оферте, **справедливую доходность для риска Евраза на пятилетнем горизонте мы видим в районе 8,7% годовых.**

Евраз и другие компании металлургии и добычи, представленные на рынке рублевого долга

	S&P/Moody's/Fitch	Отчетность	Выручка, млрд долл.	ЕБИТДА, млрд долл.	Рентабельность по ЕБИТДА	Долг, млрд долл.	Чистый долг/ЕБИТДА
Evraz Group	B+/B1/BB-	МСФО 2010	13,394	2,35	18%	7,811	3,0
Мечел	–/B1/–	GAAP 2010	9,746	2,006	21%	7,498	3,6
Алроса	BB-/Ba3/BB-	МСФО 2010	3,734	1,146	31%	3,339	2,8
Северсталь	BB-/Ba3/BB-	МСФО 2010	13,573	3,369	25%	6,142	1,2
Кокс	B/B2/–	МСФО 2010	1,457	0,302	31%	0,696	2,0

Источник: компании, расчеты Газпромбанка

Рублевые облигации эмитентов металлургии и добывающей промышленности (по состоянию на 31 мая 2011 г.)



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

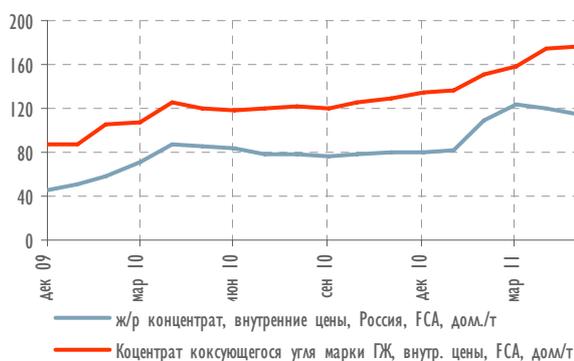


Благоприятная конъюнктура на основных рынках сбыта

После внушительного роста цен на сталь на мировом и внутрироссийском рынках в прошлом году (внутренние цены на металлопродукцию в России в среднем выросли на 30–40%), ситуация на основных рынках сбыта в 2011 г. остается благоприятной. Ключевым фактором поддержки цен на сталь с начала года выступают растущие цены на сырье – железную руду, и в особенности коксующийся уголь, – после перебоев с поставками на мировом рынке в начале года из-за наводнений в Австралии. Контрактные цены поставки коксующегося угля из Австралии в азиатский регион (ориентир для рынка) на 2К11 выросли почти на 50% кв/кв до 300 долл./т, задавая направление динамике спотовых цен, а также цен на сталь. На внутреннем рынке цены на коксующийся уголь и концентрат железной руды, по данным Металлэксперта, в 1К11/4К10 выросли на 15–32% (в долларах), а цены на арматуру и горячекатаный прокат прибавили 16–22%. Рост цен на втором по значимости для Евраза североамериканском рынке был еще более существенным: толстый лист и горячекатаный прокат, по данным SBBS, подорожали на 24–36% (1К11/4К10).

Динамика спотовых цен на коксующийся уголь и железную руду на мировом рынке, долл./т

Динамика внутрироссийских цен на железнорудный концентрат и коксующийся уголь, долл./т



Источник: Bloomberg, Металл Эксперт

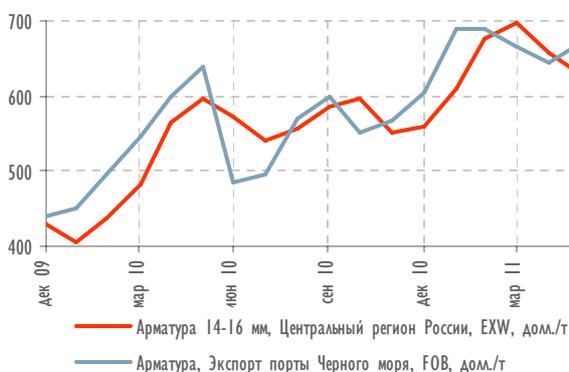
Источник: Металл Эксперт

Рост цен на сталь в 1К11 нашел отражение в довольно сильных, несмотря на сезонный спад продаж (на 6% кв/кв), финансовых результатах Евраза за 1К11. По неаудированным данным, выручка и EBITDA выросли на 6% и 30% соответственно, рентабельность по EBITDA прибавила 3 п. п., достигнув 19%.

Второй квартал на российском и глобальном стальных рынках начался с коррекции: внутренние цены на арматуру и горячекатаный прокат потеряли 10–13%. В то же время мы отмечаем небольшой рост экспортных цен в мае. Внутренние цены, как правило, следуют за экспортными с небольшим лагом.

Динамика внутрироссийских цен на лом и металлопродукцию, долл./т

Внутренние и экспортные цены на арматуру, долл./т



Источник: Металл Эксперт

Источник: Steel Business Briefing, Металл Эксперт

Фундаментальным фактором поддержки для цен на сталь остается высокая стоимость сырья: внутрироссийские цены на уголь пока лишь частично отразили рост мировых, при этом контрактные цены на третий квартал, вероятно, останутся выше 300 долл./т (по данным Metal Bulletin, первые контракты на поставку угля в 3К11 между одним из крупнейших производителей, Anglo American, и европейскими потребителями были

заклучены по 315 долл./т). По оценкам Евраз, приведенным в пресс-релизе к результатам за 1К11, несмотря на коррекцию в апреле – мае, средняя цена второго квартала будет выше цены первого, а показатель EBITDA за 2К11 составит 750–825 млн долл. (в 1К11 – 740 млн долл.).

Вертикально интегрированное, низкзатратное производство

Высокая степень вертикальной интеграции в сырьевой сегмент – одно из основных конкурентных преимуществ Евраз. Компания входит в тройку крупнейших производителей железной руды и коксующегося угля в России. Собственные объемы добычи в 2010 г. могли на 96% покрыть потребности металлургических заводов в России и на Украине в железной руде и на 85% – в коксующемся угле, учитывая долю в добыче Распадской (40% – пропорционально доле в капитале, контролируемой Евразом). Фактически собственные сырьевые активы в прошлом году обеспечили 71% и 51% потребностей в железнорудном сырье и коксующемся угле соответственно – часть объемов добычи Евраз реализовывал внешним покупателям.

Наличие собственного производства железной руды и угля гарантирует компании стабильность поставок и позволяет избежать резких скачков в расходах на основное сырье, что особенно актуально в условиях роста цен на ресурсы. Кроме того, Евраз получает существенную дополнительную прибыль от сырьевого бизнеса: в 2010 г. EBITDA по сегменту составила 935 млн долл. (до вычета внутригрупповых оборотов, составивших 110 млн долл.), или 37% от общего показателя по компании (2,35 млрд долл.).

Помимо собственной добычи угля и руды, Евраз частично обеспечивает потребности российских и украинских заводов в ломе и электроэнергии, а также транспортных услугах. Хороший контроль над затратами, а также современные производственные мощности обеспечивают компании низкие производственные издержки на российских и украинских заводах. При этом Евраз поставляет полуфабрикаты с российских заводов на свои зарубежные площадки, тем самым получая дополнительные преимущества от низкзатратного производства в России. В частности, НТМК обеспечивает около 30% потребности в полуфабрикатах североамериканских заводов компании.

Сильные позиции на внутреннем рынке

Евраз – крупнейший производитель стали в России и ведущий поставщик сортового проката для строительной отрасли, а также железнодорожной продукции (колеса, рельсы). Внутренний рынок (Россия и страны СНГ) традиционно занимает существенную долю в структуре продаж компании. В объеме реализации стальной продукции (в натуральном выражении) российских и украинских заводов доля внутренних поставок в 2010 г. составила 58% (по сравнению с 41% в 2009 г.), доля России и стран СНГ в выручке в прошлом году выросла с 36% до 42%. Рост спроса на строительный прокат в России позволил сократить долю менее рентабельных полуфабрикатов в структуре продаж, основной объем которых Евраз поставляет на экспорт.

Потребление строительного проката (арматуры) в России существенно выросло по сравнению с 2009 г. В сентябре – ноябре 2010 и феврале – апреле 2011 г., по данным Металл Эксперта, потребление арматуры в России превышало производство – дефицит покрывался за счет нетто-импорта продукции из стран СНГ. В то же время спрос пока заметно отстает от докризисных уровней: объем потребления в апреле 2011 г. на 10% ниже, чем в апреле 2007 г. и на 22% ниже, чем в апреле 2008 г.

В ближайшие несколько лет рост спроса на сортовой прокат для строительной отрасли продолжится. При этом существенным фактором поддержки может стать реализация государственных инфраструктурных проектов – в том числе государственные программы в жилищной сфере, подготовка к проведению форума АТЭС во Владивостоке в 2012 г., Олимпийским играм 2014 г., Чемпионату мира по футболу в 2018 г. Кроме того, росту потребления сортового проката должно способствовать и постепенное восстановление объемов «коммерческого» строительства на фоне растущего платежеспособного спроса и улучшающегося доступа компаний строительной отрасли к источникам заемного финансирования.



Долговая нагрузка: улучшение кредитных метрик и оптимизация структуры долга

Восстановление денежных потоков в 2010 г. позволило Евразу существенно улучшить кредитные метрики: в относительном выражении долговая нагрузка компании по уровню «Чистый долг/ЕВITDA» сократилась с 5,9x в 2009 г. до 3x по итогам прошлого года. Действующие ковенанты по выпуску еврооблигаций с погашением в 2015 г. ограничивают предельно допустимое кредитное плечо Евразы уровнем 6,5x «Чистый долг/ЕВITDA» в 2010 г. и 3,5x в 2011 г. (*maintenance test*). По оценкам компании, в 1P11 чистый леверидж снизится до 2,4x – 2,9x, а в среднесрочной перспективе Евраз видит для себя комфортным уровень в 2x: по нашим оценкам, он достижим по итогам 2011 г.

Мы отмечаем довольно активную стратегию компании в части рефинансирования долга и оптимизации кредитного портфеля по срокам. В 2009–2010 гг. Евраз активно рефинансировал выплаты по долгу за счет привлечения средств на рынке рублевых облигаций (50 млрд руб.), а также размещения конвертируемых бондов (650 млн долл.) и новых кредитов. В частности, в ноябре 2010 г. Евраз привлек пятилетний синдицированный кредит на 950 млн долл., обеспеченный уступкой выручки по экспортным контрактам, направив средства на досрочное погашение остатка по крупному синдицированному кредиту на 3,2 млрд долл., истекающему в 2012 г. В итоге компании удалось заметно сократить объем погашений по долгу в 2011–2012 гг. В апреле 2011 г. Евраз разместил новый выпуск еврооблигаций с погашением в 2018 г. (850 млн долл.), направив средства на выкуп выпуска Evraz 2013 (622 млн долл.) и частичное погашение кредита Газпромбанка (150 млн долл.).

Евраз: структура долга на 31 марта 2011 г.*



Евраз: график погашения долга по состоянию на 31 марта 2011 г.*



*скорректировано на объемы размещения евробондов Evraz18, частичный выкуп Evraz13 и частичное погашение кредита Газпромбанка

*скорректировано на объемы размещения евробондов Evraz18, частичный выкуп Evraz13 и частичное погашение кредита Газпромбанка

Источник: компания, расчеты Газпромбанка

Источник: компания, расчеты Газпромбанка

Текущий график погашений по долгу не предполагает существенных выплат в ближайшие два года. При этом краткосрочные обязательства с погашением в 2011 г. (около 500 млн долл.) в основном представлены возобновляемыми кредитными линиями, привлекаемыми производственными активами компании на пополнение оборотного капитала.

Довольно существенные погашения предстоят в 2013–2015 гг. В то же время мы полагаем, что в среднесрочной перспективе Евразу удастся сгладить график выплат по долгу. В частности, крупной выплатой в 2015 г. является погашение кредита Газпромбанка: Евраз планирует досрочно погасить оставшуюся часть задолженности (800 млн долл.), направив на эти цели средства от размещаемых выпусков рублевых облигаций.

Рейтинги не до конца отражают уже произошедшее улучшение кредитного профиля

Мы полагаем, что текущие кредитные рейтинги компании не до конца отражают уже произошедшее улучшение кредитного профиля в 2010–2011 гг. На текущий момент Евраз по шкале S&P и Moody's на одну ступень отстает от категории «Double B», тогда как Fitch в апреле текущего года уже повысил свою оценку с «B+» до «BB-». Мы ожидаем аналогичного действия по крайней мере от Moody's, которое присвоило Евразу позитивный прогноз по рейтингу в декабре прошлого года, указав на возможность повышения своей оценки, если соотношение «Чистый долг/ЕВITDA» по итогам 2010 г. будет находиться в пределах 3,5x и у агентства будут основания ожидать чистый леверидж на уровне 3x по итогам 2011 г. Агентство S&P придерживается наиболее консервативного взгляда на кредитный профиль Евразы: рейтинг был пересмотрен с «B» до «B+» лишь в марте 2011 г.



Возможная продажа доли в Распадской – потенциальный драйвер улучшения кредитного профиля

С февраля 2011 года на рынке активно обсуждается потенциальная продажа Евразом и менеджментом Распадской 80%-ного пакета акций угольной компании. В марте Евраз официально подтвердил, что рассматривает различные варианты в отношении своей доли в Распадской (40%). При этом в мае СМИ (в частности, РИА Новости от 18 мая 2011 г.) приводили слова председателя совета директоров Евраза Александра Абрамова, утверждавшего, что сделка, если она состоится, может быть объявлена через 3 месяца. Список потенциальных покупателей, по данным различных источников, может включать крупнейшие российские и ряд глобальных металлургических компаний.

Исходя из текущей капитализации Распадской на ММВБ, 40%-ная доля Евраза в компании оценивается в 1,9 млрд долл. По нашим оценкам, если сделка по продаже доли в Распадской в итоге состоится и если предположить, что полученные средства будут направлены на сокращение лeverиджа, долговая нагрузка Евраза в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» по итогам 2011 г. может сократиться до 1,4х (без учета поступлений от продажи Распадской показатель, по нашим оценкам, составит 1,9х).



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин
+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н
+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Юлия Мельникова
+7 (495) 980 43 81
Татьяна Курносенко
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Нефть и газ

Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89
Александр Назаров
+7 (495) 983 18 00 доб. 21476

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов
+7 (495) 988 23 44
Анна Курбатова
+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA
начальник управления
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев
+7 (495) 983 18 00 доб. 21426

Кредитный анализ

Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Юрий Туинов
+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова
+7 (495) 988 24 03
Артем Спасский
+7 (495) 989 91 20
Светлана Голодикина
+7 (495) 988 23 75

Трејдинг

Денис Войниконис
+7 (495) 983 74 19

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин
директор
+7 (495) 988 24 48**Алексей Семенов**
директор
+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин
начальник управления
+7 (495) 983 18 59
+8 (800) 200 70 88
broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин
+7 (495) 988 23 74**Никита Иванов**
+7 (495) 989 91 29**Анна Нифанова**
+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

Трејдинг

Денис Филиппов
+7 (495) 428 49 64**Дамир Терентьев**
+7 (495) 983 18 89**Тимур Зубайраев**
+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин
+7 (495) 989 91 35

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков
начальник управления
+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов
начальник управления
+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов
+7 (495) 988 23 73**Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80**Вера Ярышкина**
+7 (495) 980 41 82**Себастьян де Принсак**
+7 (495) 989 91 28**Роберто Пеццименти**
+7 (495) 989 91 27

Трејдинг

Елена Капица
+7 (495) 983 18 80**Дмитрий Рябчук**
+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 – 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как oferta, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.