

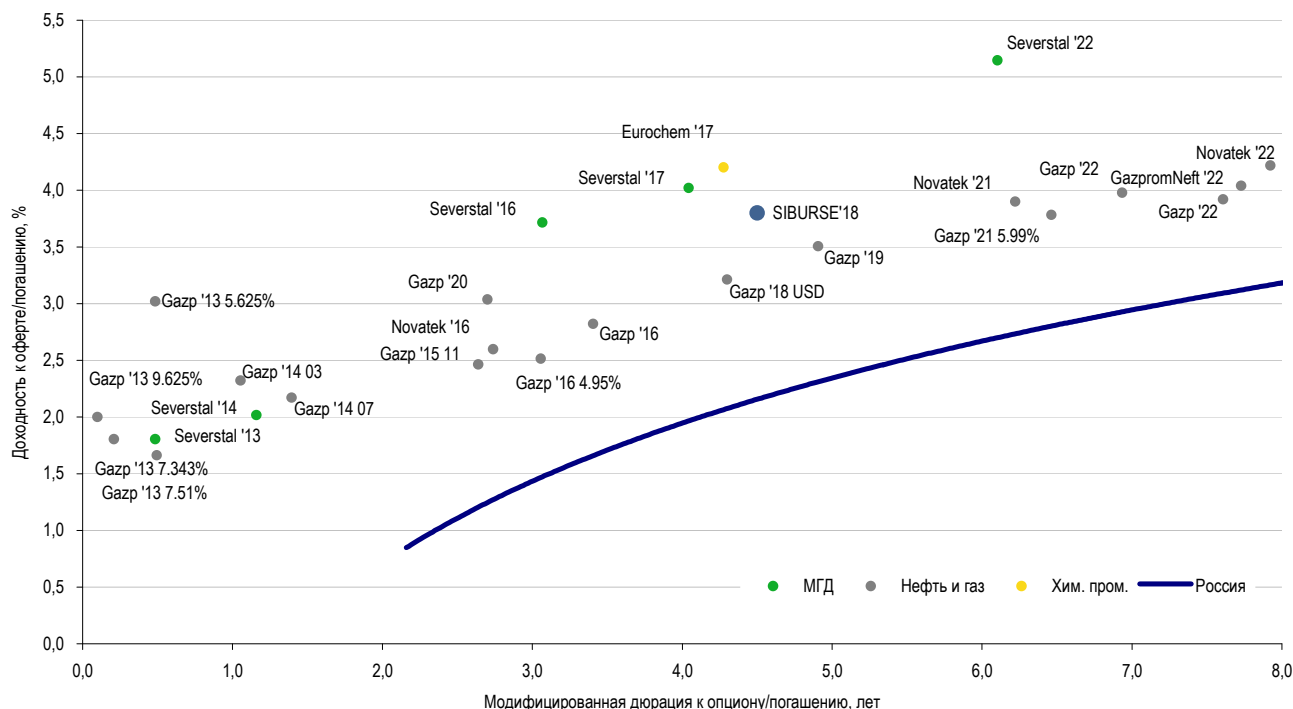
ДЕБЮТ НЕФТЕХИМИЧЕСКОГО ГИГАНТА НА ВНЕШНЕМ РЫНКЕ

Комментарий к размещению еврооблигаций

Новое предложение качественного долга. На прошлой неделе СИБУР разместил дебютный выпуск еврооблигаций на сумму 1 млрд долл. сроком на пять лет. Ориентир по доходности составлял 300–320 б.п. к среднерыночным свопам, что соответствовало уровню 3,9–4,1% годовых. Отсутствие эмитента на рынках внешнего долга, безусловно, стало одной из причин повышенного интереса к его дебютному выпуску, особенно учитывая отличное кредитное качество, консервативную долговую политику и наличие высоких рейтингов. Как следствие, при закрытии книги доходность была установлена по нижней границе диапазона – на уровне 3,9%. СИБУР – один из крупнейших частных российских холдингов, занимающий лидирующие позиции на рынке нефтехимии. Особенности структуры бизнеса компании позволяют ей показывать высокую операционную рентабельность, а сильная структура собственности способствует выстраиванию долгосрочных взаимовыгодных отношений с крупнейшими российскими нефтегазовыми компаниями. С одной стороны, при оценке справедливой доходности займа можно ориентироваться на кривую Северстали (BB+/Ba1/BB) – эмитенты имеют схожие рейтинги, вполне сопоставимы по кредитным метрикам, и хотя по ряду параметров (долговая нагрузка, рентабельность) СИБУР выглядит сильнее, он значительно уступает Северстали по масштабам бизнеса. С другой стороны, деятельность СИБУРа в значительной степени связана с топливно-сырьевыми отраслями, таким образом, компания подвержена рискам нефтегазового сектора. Принимая во внимание схожие с НОВАТЭКом (BBB-/Baа3/BBB-) масштабы бизнеса и наличие общих акционеров (Леонид Михельсон и Геннадий Тимченко), а также учитывая разницу в кредитных рейтингах компаний (основные эмитенты нефтегазового сектора имеют рейтинги инвестиционного уровня), новый выпуск СИБУРа, по нашей оценке, должен предлагать премию к кривой НОВАТЭКа в пределах 50 б.п., что соответствует справедливой доходности 3,7–3,8% и отчасти ограничивает спекулятивный потенциал ее дальнейшего снижения.

Потенциал снижения доходности нового выпуска ограничен

Доходности еврооблигаций ряда российских эмитентов по состоянию на 28.01.2013



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Лидер в нефтехимическом секторе. СИБУР является крупнейшим интегрированным газоперерабатывающим и нефтехимическим холдингом по объему продаж в России и СНГ. Компания находится в числе лидеров российской нефтехимии с долей в общем объеме производства свыше 20%. Наличие весьма диверсифицированной продуктовой линейки позволяет присутствовать в большинстве сегментов отрасли, в которых по отдельным видам наименований рыночная доля СИБУРа составляет 60%. СИБУР был образован в 1995 г. в результате приватизации предприятий по газообработке и газофракционированию, расположенных в Западной Сибири. В начале 2000-х гг. компания последовательно реализовывала стратегию по приобретению нефтехимических активов и формированию вертикально интегрированного холдинга. Ключевые производственные активы СИБУРа включают газоперерабатывающие заводы, площадки по производству нефтехимических продуктов и собственную инфраструктуру газо- и продуктопроводов, что позволяет контролировать транспортные расходы. Ранее в состав группы входили бизнесы по производству минеральных удобрений и шин (СИБУР – Минеральные удобрения и СИБУР – Русские шины), которые были проданы в 2011 г. в рамках новой стратегии, сфокусированной на развитии основного нефтехимического направления.

Под контролем частных инвесторов. СИБУР является частной компанией. До 2002 г. холдинг контролировался Газпромом, что обеспечивало ему ряд преимуществ в формировании своей финансовой политики и стратегии развития. Газовому концерну принадлежало 25% акций, а оставшиеся 75% находились под управлением Газпромбанка. В 2008 г. в рамках реорганизации активов Газпром продал свои акции Газфонду – негосударственному пенсионному фонду, владеющему акциями СИБУРа напрямую и через Газпромбанк. В результате ряда сделок, совершенных в 2010–2011 г., Леонид Михельсон и группы ассоциированных с ним инвесторов выкупили 100% акций холдинга у прежних владельцев. На сегодняшний день единственным владельцем акций СИБУРа является SIBUR Limited, конечные бенефициары которого – владельцы крупнейшего российского независимого производителя природного газа НОВАТЭКа – Леонид Михельсон (57,5%) и Геннадий Тимченко (37,5%; соучредитель независимой нефтетрейдинговой компании Gunvor), оставшиеся 5% принадлежат нынешним и бывшим менеджерам СИБУРа.

Производство полного цикла с возможностью адаптации мощностей под выпуск различной продукции... Основу бизнеса СИБУРа формируют два сегмента – топливно-сырьевой и нефтехимический, характеризующиеся высоким уровнем интеграции. Компания отличается достаточно простой структурой производства, которая является основным фактором инвестиционной привлекательности. Так, попутный нефтяной газ (ПНГ) и жидкое углеводородное сырье СИБУР закупает у крупнейших российских нефтегазовых компаний (ТНК-ВР, Газпром, Роснефть, ЛУКОЙЛ, НОВАТЭК), а затем перерабатывает его в топливно-сырьевые продукты (СУГ, природный газ, нефть), которые далее в основном используются для производства различных видов нефтехимической продукции (синтетические каучуки, базовые полимеры, пластики), тогда как оставшаяся часть продается конечным сторонним потребителям. Согласно данным компании, порядка 85% сырья для производства нефтехимической продукции поставляется топливно-сырьевым направлением. При этом производственные схемы являются гибкими и позволяют переориентировать производственные мощности на производство более востребованных видов продукции на основе того же сырья, что снижает волатильность бизнеса в периоды колебаний цен на сырье.

...и доступом к дешевому сырью. Холдинг занимает достаточно выгодное положение с точки зрения доступа к жидкому углеводородному сырью и дешевому попутному нефтяному газу в Западной Сибири, где и сосредоточены его активы. Одним из основных поставщиков ПНГ (порядка 45% от общего объема закупки углеводородного сырья в физическом выражении) является ТНК-ВР. Сырье перерабатывается на СП двух компаний «Юграгазпереработка» (доля СИБУРа – 51%). Кроме того, избыток сырья в регионе и растущие экспортные пошлины (для многих нефтяных компаний утилизация ПНГ порой является неэффективной) позволяют закупать его по привлекательным ценам у ряда других нефтяных компаний. Обозначенные преимущества подкреплены наличием гарантированных долгосрочных контрактов (в 2012 г. порядка 50% объема поставок осуществлено по контрактам со средневзвешенным сроком семь лет) и трубопроводной инфраструктуры.

Диверсифицированная продуктовая линейка, преимущественно ориентированная на внутренний рынок. Номенклатура выпускаемой СИБУРом продукции является весьма широкой и включает в себя более ста видов продуктов нефтехимии. В ассортименте компании можно выделить две основные подгруппы:

- Топливо-сырьевые продукты: СУГ, природный газ и нефтя, получаемые при переработке ПНГ в широкую фракцию легких углеводородов (ШФЛУ) и дальнейшем их фракционировании. Основной доход формируют продажи СУГ (20% совокупной выручки, по данным за 1 п/г 2012 г.), а среди конечных потребителей на внутреннем рынке преимущественно представлены компании топливной индустрии (40%) и нефтепереработки (23%). В производстве данного типа продукции компания конкурирует с гигантами отрасли – Газпромом, ЛУКОЙЛом и НОВАТЭКом.
- Продукты нефтехимии – синтетические каучуки, пластики, базовые полимеры. Максимальную долю в выручке занимают продажи каучука (16%), пластиков (14%) и полимеров (9%). Базовые полимеры и прочие продукты органического синтеза поставляются преимущественно на внутренний рынок и пользуются высоким спросом в розничной торговле (85%) и химической промышленности (55%). В свою очередь, синтетические каучуки используются в автомобилестроении (73%), а половина производимой продукции поставляется на экспорт (доля экспортной выручки – порядка 56%, по данным за 1 п/г 2012 г.).

ОБЗОР ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Уверенная динамика финансовых показателей. В период с 2009 по 2011 гг. консолидированная выручка СИБУРа фактически удвоилась (до 248 млрд руб. за 2011 г. и 198 млрд руб. по итогам 9 мес. 2012 г.), а показатель EBITDA возрос в 2,4 раза (до 86 млрд руб. за 2011 г. и 60 млрд руб. по итогам 9 мес. 2012 г.). Позитивная динамика была обусловлена ростом спроса и цен на основную продукцию холдинга. В то же время за счет таких факторов, как доступ к дешевой сырью (в особенности в отличие от международных конкурентов), выгодное расположение активов и наличие собственных продуктопроводов, рентабельность по EBITDA держится на высоком уровне (выше 30%) и, согласно нашим оценкам, ниже текущих значений не опустится. По итогам 2012 г. мы ожидаем, что рост финансовых показателей будет более умеренным – ввиду некоторого ослабления спроса и сокращения цен на продукцию нефтехимического сегмента на ключевых европейских рынках во 2 п/г 2012 г.

Компания находится в фазе активных инвестиций, что оказывает давление на свободный денежный поток. В настоящее время СИБУР реализует ряд крупных инвестиционных проектов, которые находятся на разных стадиях завершения. Совокупные инвестиции, по предварительным данным, в 2009–2015 гг. могут составить 183 млрд руб. Среди основных направлений стоит выделить:

- строительство продуктопроводов в Западной Сибири;
- модернизацию и расширение газоперерабатывающих и газофракционных мощностей;
- строительство комплексов по производству нефтехимической продукции.

Несмотря на возможность компании генерировать значительные операционные денежные потоки, стратегия активного наращивания масштабов бизнеса (за прошедший период среднегодовые расходы составили 40–55 млрд руб.) не позволяет поддерживать положительный свободный денежный поток: по итогам 2011 г., к примеру, свободный денежный поток оказался в отрицательной зоне (-1,4 млрд руб.). Данная динамика, по всей видимости, сохранится и в 2012–2013 гг., являющихся наиболее капиталоемкими для холдинга. В ближайшие три года (2013–2015 гг.) на реализацию проектов будет направлено около 81 млрд руб., из которых порядка 58% (47,5 млрд руб.) придется на 2013 г. Ситуацию несколько усугубляет необходимость выплачивать дивиденды согласно существующей политике (25% от чистой прибыли по МСФО). Так, дополнительные потребности в денежных средствах в 2012 г. включают дивидендные выплаты в размере 22 млрд руб. за 2011 г. и 7 млрд руб. за 1 п/г 2012 г.

Основные инвестиционные проекты компании

Название проекта	Срок реализации	Совокупные инвестиции, млрд руб.*	Доля профинансированных инвестиций (2009-9мес. 2012 г.), %
Развитие транспортной инфраструктуры			
Строительство комплекса по перегрузке нефтепродуктов в морском порту Усть-Луга	2 013	21	67
Строительство продуктопровода от Пузовского ЗПК	2 015	69	20
Модернизация мощностей			
Расширение газоперерабатывающих мощностей	2 012	9	100
Расширение газодифракционных мощностей	2 014	14	17
Нефтехимический сегмент			
Строительство комплекса по производству полипропилена в Тобольске	2 013	59	82
Прочие проекты	2013-2014	46	31

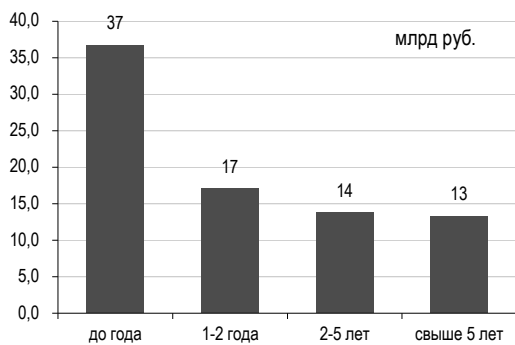
* предварительная оценка

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Размещение облигаций позволит улучшить структуру долгового портфеля. Совокупный объем задолженности СИБУРа за последний год существенно не изменился и на конец сентября 2012 г составил 81 млрд руб. Значительная часть обязательств является необеспеченной, за исключением кредита на сумму 13,7 млрд руб. (17% совокупного долга), возникшего в рамках финансирования одного из проектов (Тобольск-Полимер). Основные кредиторы холдинга – крупнейшие российские банки, а именно ВЭБ (17%) и Сбербанк (22%). При этом валютную структуру долга нельзя назвать благоприятной: около 75% портфеля (на конец июня 2012 г.) представлено валютной задолженностью (номинарированной преимущественно в долларах США), тогда как рублевая выручка составляет более половины совокупного дохода (57% по итогам 2011 г.). Согласно графику погашения на конец сентября 2012 г. пик выплат приходится именно на 2013 г. и составляет 37 млрд руб., что при имеющейся ликвидности (9 млрд руб. в виде денежных средств) и неиспользованных кредитных линиях на сумму 24 млрд руб. не должно вызвать проблем. Размещение дебютных еврооблигаций на сумму 1 млрд долл. (31 млрд руб.) позволит компании рефинансировать часть краткосрочного долга и улучшить срочную структуру портфеля, сгладив имеющийся график.

Существенный объем краткосрочного долга будет рефинансирован

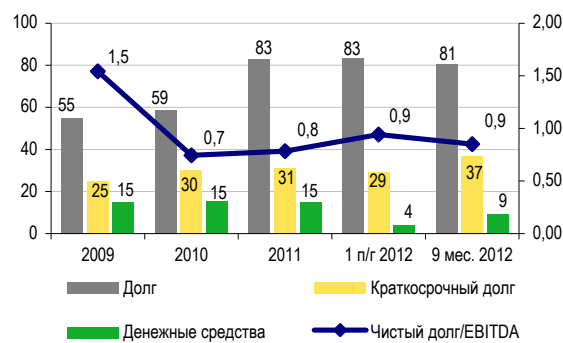
График погашения СИБУРа, на 30.09.2012 г.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Жесткая финансовая дисциплина

Показатели долговой нагрузки СИБУРа



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Поддержание жесткой финансовой дисциплины по-прежнему приоритет для менеджмента. Несмотря на реализацию столь крупной инвестиционной программы, долговые аппетиты компании остаются умеренными. Так, соотношение Чистый Долг/EBITDA на протяжении последних нескольких лет держится на уровне ниже 1,0, а риск превышения данного значения невелик. При этом СИБУР сохраняет существенный запас прочности благодаря внутренней финансовой политике, предусматривающей Чистый Долг/EBITDA не выше 2,5 и EBITDA/Процентные расходы не ниже 7, а также действующих в отношении компании финансовых ковенант согласно меморандуму к размещенным еврооблигациям (Долг/EBITDA не выше 3,5). Принимая во внимание прогноз динамики основных финансовых результатов в ближайший год и заявленные капитальные расходы, мы ожидаем, что показатели долговой нагрузки СИБУРа в 2013 г. и в дальнейшем ухудшаться не будут.

Кредитные рейтинги – возможности для повышения открыты. В настоящее время СИБУР имеет кредитные рейтинги от двух крупнейших международных агентств – «Ba1»/прогноз «Стабильный» от Moody's (повышен на одну ступень в сентябре 2012 г.) и «BB+»/прогноз «Стабильный» от Fitch (подтвержден в январе 2013 г.). В рейтинговых отчетах обоих агентств в качестве кредитных преимуществ отмечается стабильная генерация денежных потоков, высокая рентабель-

ность бизнеса, низкая база издержек и комфортный уровень долговой нагрузки. Насколько мы понимаем, в настоящее время эмитент находится в процессе получения рейтингов инвестиционного уровня, однако с наибольшей вероятностью улучшения прогноза или повышения рейтинга стоит ожидать не ранее конца 2014 г. – после преодоления пика капиталовложений (2012–2013 гг.), а также когда компания подтвердит, что способна генерировать положительные денежные потоки, а также поддерживать хорошее качество корпоративного управления при новых акционерах и сохранять нынешнюю динамику основных финансовых показателей.

Ключевые финансовые показатели СИБУРа

МСФО, млн руб.	2009	2010	2011	1 п/г 12	9 мес. 12
Выручка	127 800	188 563	248 660	136 926	198 957
ЕБИТДА	25 967	58 178	86 669	42 562	60 240
Чистая прибыль	16 151	40 737	62 799	29 662	45 176
Денежные средства	14 846	15 416	14 971	3 955	9 176
Долг	54 880	58 698	82 910	83 374	80 850
Краткосрочный долг	25 217	30 166	31 194	29 430	36 701
Чистый долг	40 034	43 282	67 939	79 419	71 674
Капитал	86 166	114 364	165 334	173 210	188 725
Активы	172 254	230 551	323 129	327 277	344 263
Рентабельность по ЕБИТДА, %	20,3	30,9	34,9	31,1	30,3
Долг/ЕБИТДА	2,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Чистый долг/ЕБИТДА	1,5	0,7	0,8	0,9	0,9
ЕБИТДА/Проценты	4,4	17,7	34,3	58,0	59,1
Акционерный капитал/Активы	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Акционерный капитал/Долг	1,6	1,9	2,0	2,1	2,3
Доля краткосрочного долга, %	45,9	51,4	37,6	35,3	45,4
Операционный денежный поток	20 103	51 431	54 181	38 847	54 896
Денежный поток от инвестиционной деятельнос	(8 398)	(50 809)	(41 290)	(15 821)	(36 291)
Денежный поток от финансовой деятельности	(5 722)	(204)	(12 526)	(33 888)	(30 586)
Капзатраты	(24 934)	(39 423)	(55 553)	(32 226)	(48 165)
Свободный денежный поток	(4 831)	12 008	(1 372)	6 621	6 731
ОДП/Капзатраты	0,8	1,3	1,0	1,2	1,1

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

См. SWOT-анализ на следующей странице.

SWOT-АНАЛИЗ

СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

- **Уверенные позиции компании в отрасли.** СИБУР является одним из лидеров отечественной нефтехимической промышленности с долей в общем производстве свыше 20%. Наличие хорошо диверсифицированной продуктовой линейки позволяет присутствовать в большинстве сегментов отрасли. Причем в некоторых из них доля производителя превышает 60%.
- **Диверсифицированная продуктовая линейка.** Обширная продуктовая линейка помогает снизить зависимость от рынка одного товара и уменьшить потенциальные последствия негативной конъюнктуры. Кроме того, гибкие производственные схемы СИБУРа позволяют переориентировать мощности на выпуск более востребованных видов продукции на основе того же сырья.
- **Хорошие связи с поставщиками и доступ к дешевому сырью.** СИБУР работает с такими крупными нефтегазовыми компаниями, как ТНК-BP (Роснефть), ЛУКОЙЛ, Газпром и НОВАТЭК (в том числе Нортгаз). Большая часть контрактов с поставщиками имеет долгосрочный характер, что снижает риски волатильности цен на сырье. Доступ к дешевому попутному нефтяному газу (основное сырье) – как за счет выгодных контрактов, так и месторасположения активов, – обеспечивает более низкие расходы в сравнении с большинством сопоставимых международных компаний и поддерживает стабильный операционный денежный поток на протяжении экономического цикла.
- **Устойчивое финансовое положение и кредитное качество.** По итогам 9 мес. 2012 г совокупная выручка СИБУРа составила 198 млрд руб., а операционная рентабельность осталась высокой – более 30%. Долговая нагрузка в терминах Долг/ЕБИТДА не превышает 1,0, несмотря на реализацию масштабной инвестиционной программы. Отметим, что если в 2013 г. левверидж, в случае снижения операционных показателей и реализации заявленного объема капзатрат, приблизится к 1,5, кредитный профиль компании серьезно не пострадает.
- **Строгие ковенанты.** Условия облигационного выпуска предусматривают ограничения, которые обеспечивают держателям облигаций дополнительную защиту от кредитного риска. Среди них ковенанты (1) на предоставление активов в качестве обеспечения, (2) на привлечение нового долга, (3) на кросс-дефолт дочерних структур с пороговым значением в 50 млн долл.

СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

- **Подверженность рыночному риску.** Бизнес СИБУРа зависит от колебания цен и спроса на реализуемую продукцию. Устойчивость финансового положения компании (возможность генерировать денежные потоки и поддерживать высокую рентабельность) в среднесрочной перспективе будет во многом предопределяться динамикой цен на продукцию нефтехимии, темпами развития тех отраслей, которые потребляют эту продукцию (например, автомобильной промышленности), а также ситуацией на рынках сбыта (в частности, в европейских странах).
- **Дивидендная политика.** СИБУР придерживается новой дивидендной политики, предполагающей выплаты в размере не менее 25% чистой прибыли холдинга по МСФО, что несет определенные риски и оказывает дополнительное негативное влияние на свободные денежные потоки компании при реализации масштабной инвестиционной программы.
- **Амбициозные инвестиционные планы.** Новый этап развития компании предполагает увеличение текущих производственных мощностей и строительство собственной транспортной системы продуктопроводов. Согласно обнародованному графику капзатрат, в 2009–9 мес. 2012 гг. инвестиционные расходы СИБУРа составили 98 млрд руб., тогда как в 2013–2015 гг. предстоит вложить в развитие 81 млрд руб.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Кристина Корнич, kornichko@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2013