

Терна – устойчивый бизнес и хорошие перспективы

Что нового...

Группа Терна опубликовала результаты своей деятельности в 2006г. Согласно информации компании выручка Группы выросла на 15% и составила 6.45 млрд. руб. Параллельно с ростом оборота компании происходил рост прибыли и рентабельности операций. Начиная с 2004г., EBITDA Группы выросла почти в три раза – с 222 млн. руб. в 2004г. до 644 млн. руб. в 2006г. Рентабельность по EBIT выросла с 3.7% в 2004г. до 4.4% и 5.6% в 2005-2006гг. соответственно. Рентабельность по EBITDA составила 10% в 2006г. против 5.7% в 2004г. и 7.4% в 2005г.

Весьма позитивную динамику демонстрирует процентная ставка по банковским кредитам. Если в начале этого года средневзвешенная ставка составляла 11.36%, то по состоянию на 1 апреля 2007г. ставка снизилась до 10.97%. Таким образом, доходность выпуска Терна-2 превышает ставку по кредитам на 240 базисных пунктов. Даже учитывая, что банковские кредиты, в отличие от облигационных займов, являются обеспеченными и, соответственно, несут меньший риск для кредиторов, мы считаем премию в 240 б.п. избыточной, по нашей оценке спрэд в среднем должен составлять не более 100 б.п.

В 2006г. Группа выкупила производство двух своих конкурентов: АлюПласт и Деко-Д. После этих приобретений Терна становится безусловным лидером среди российских производителей стеновых панелей и сайдинга из ПВХ. Более того, покупка Деко-Д позволит Терне занять нишу более качественных отделочных панелей с высокой добавленной стоимостью.

В рамках завода Люмсвет Группа начала массовый выпуск нового класса люминесцентных светильников для общественных помещений. Наладив массовое производство светильников нового класса по приемлемой цене, Люмсвет планирует создать новую рыночную нишу качественного освещения по доступной цене и закрепиться в ней.

Плюсы:

- Динамично развивающаяся компания, спрос на продукцию которой поддерживается бурным ростом рынка коммерческой недвижимости
- Доминирующее положение среди российских производителей по основным направлениям деятельности
- Продукция Терны более конкурентоспособна по цене нежели импортные аналоги
- Снижение стоимости привлечения кредитных ресурсов

Минусы:

- Традиционным минусом Терны остается довольно высокая долговая нагрузка. При размере долга в 2.46 млрд. руб. Долг/EBITDA составляет 3.8X, EBITDA/% – всего 2.9X.
- Отсутствие отчетности по МСФО.
- Темп роста выручки в 2006г. был замедлен переносом производства с площадок АлюПласт, а также менее динамичным развитием торговой сети, чем это было запланировано Группой.

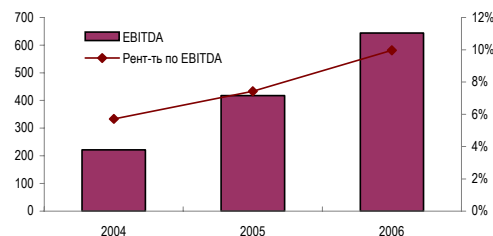
Рекомендации

Мы рекомендуем покупать выпуск Терна-2 (доходность к оферте 7 мес. – 13.3%-13.5%) поскольку считаем, что преимущества сходной по бизнесу Лаверны не стоят 250 б.п. и находим данный спрэд слишком широким.

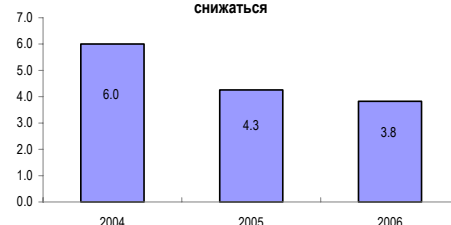
Дополнительным аргументом за покупку Терны служит тот факт, что ввиду ограниченной ликвидности выпуска, Терна-2 в настоящий момент торгуется немного ниже номинала. Таким образом, бумага является отличным высокодоходным инструментом, цена которого, вдобавок, будет только расти по мере приближения выпуска к оферте.

Хотя мы не ожидаем существенного снижения доходности Терна-2 в краткосрочной перспективе, однако считаем, что выпуск крайне хорош в качестве альтернативы покупке выпусков ритейлеров, долговая нагрузка которых в последнее время стабильно растет (например, Копейка, Пятерочка), а доходность бумаг достигла локальных минимумов.

Выручка Группы растет параллельно с прибылью и рентабельностью...



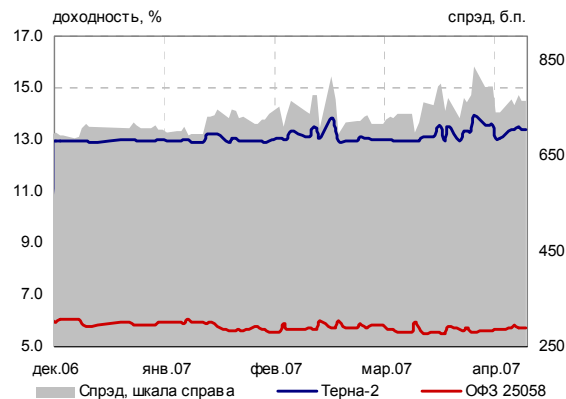
... а показатель Долг/EBITDA продолжает снижаться



Терна – устойчивый бизнес и хорошие перспективы

ЭМИТЕНТ	ООО "Терна-Финанс"	
Серия выпуска	1	2
Объем выпуска, млн. руб.	500	1500
Гос. номер	4-01-36112-R	4-02-36112-R
Дата начала размещения	20.12.2005	10.11.2006
Срок погашения/ оферта, лет	3 года/ год	5 лет/ 1,0
Дата погашения	16.12.2008	04.11.2011
Организатор(ы)	Банк Электроника	Банк Москвы
Место обращения (Listing)	ММВБ	
Web	http://www.terna.ru/	
Итоги аукциона по размещению облигаций:		
Ставка купона, % год.	14.00	12.60
Доходность к оферте/ погашению, %	14.75	13.00
Базов. актив	Москва-27	ОФЗ 46001
Спрэд, б.п.	947	759

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы



Доходность и спред за 20 торгов. дней*

	ср.знач	ст.откл.	min	max
Терна-2	13.35	0.25	12.94	13.94
ОФЗ 25058	5.63	0.09	5.49	5.81
Спрэд	772	26	728	837

По состоянию на 27.04.06

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Профиль эмитента

Группа Терна – вертикально интегрированная структура, объединяющая три бизнес-направления:

- производство строительных отделочных материалов и светотехнической продукции;
- оптовая торговля продукцией собственного и стороннего производства;
- комплексные системы безопасности.

В каждом из целевых сегментов рынка Группа занимает лидирующие позиции:

- 35% рынка отделочных строительных материалов из ПВХ (сайдинг);
- 60% рынка потолочных систем;
- 30% рынка растровых светильников;
- 80% рынка криптографической защиты информации.

Группа первой в России начала производство растровых светильников, подвесных систем для потолков, винилового сайдинга, а также разработала соединение российских криптографических алгоритмов с криптографическим интерфейсом фирмы Microsoft и программный продукт для диспетчеризации, мониторинга и управления распределительными объектами.

Подразделения Группы

ЗАО ТПГ Терна - Управляющая компания

Производство отделочных строительных материалов

Продажа отделочных строительных материалов, электротехники, светотехники

Комплексные системы безопасности

Операционные компании

ООО "Завод светильников "ЛЮМСВЕТ",
50% ЗАО ТПГ "ТЕРНА",
50% физические лица

ОАО "ТоргСервис"
85,14% ЗАО ТПГ "ТЕРНА"

ЗАО "Терна СБ"
100% ЗАО ТПГ "ТЕРНА"

ООО "ТернаФинанс"
100% ЗАО ТПГ "ТЕРНА"

ОАО "Петушинский металлический завод"
93,46% ЗАО "Террус"

ЗАО "Терна Светотехника"
100% ЗАО ТПГ "ТЕРНА"

ЗАО "Терна СИС"
100% ЗАО ТПГ "ТЕРНА"

ООО "ТМТ-техно"
100% ЗАО ТПГ "ТЕРНА"

ЗАО "Терна Полимер"
50% ЗАО ТПГ "ТЕРНА",
50% юридические лица

ЗАО "Серебряный плес"
100% ЗАО "Террус"

ООО "КРИПТО-ПРО"
91% ЗАО ТПГ "ТЕРНА"

ЗАО "Террус",
50% ЗАО ТПГ "ТЕРНА",
50% физические лица

ООО "Мытищи-"ТЕРНА"
100% ЗАО ТПГ "ТЕРНА"

Источник: данные Группы

Основные компании Группы

Петушинский металлургический завод

Завод производит металлический профиль для подвесного потолка типа Armstrong, выпускает полный ассортимент профилей для гипсокартонной плиты, а также всю номенклатуру крепежных элементов к нему, кабель-каналы для монтажа электропроводки в зданиях промышленно-складского назначения.

ПМЗ имеет филиал в г. Новосибирск, выпускающий аналогичный ассортимент продукции, которая реализуется на рынках Сибири и Дальнего Востока.

ОАО «Петушинский металлический завод» доминирует в отрасли, обеспечивая около

60% потребностей российского рынка. Вместе с тем наличие неудовлетворенного спроса дает предприятию возможность наращивать объем выпуска и сбыта. Сейчас на производстве введен круглосуточный режим работы 7 дней в неделю.

Терна Полимер

Компания выпускает строительные материалы из ПВХ для внутренней и наружной отделки. По виниловому сайдингу ЗАО «Терна Полимер» является одним из крупнейших поставщиков на российском рынке, продукция также экспортируется на Украину, в Белоруссию, Азербайджан, Казахстан и Молдавию.

С июля 2006 г. предприятие начало производство термопереводных панелей из ПВХ, отличающихся от имеющихся аналогов высоким качеством нанесенного рисунка и широкой гаммой декоров.

В дополнение к имеющимся мощностям, производство ЗАО «Терна Полимер» увеличится за счет 11 линий по экструзии стеновых панелей и двух новейших линий по выпуску сайдинга с предприятия «АлюПласт». В сочетании с мощностями компании «Деко-Д», купленной летом 2006 г., что сделает ЗАО «Терна Полимер» несомненным лидером на рынке винилового сайдинга и стеновых панелей.

Завод светильников Люмсвет

Завод выпускает полный ассортимент растровых светильников. Предприятие имеет собственное конструкторское бюро, которое проектирует осветительную арматуру и разрабатывает технологическую оснастку для ее изготовления. Многие технологические процессы, используемые в производстве, разработаны специалистами завода и защищены патентами.

В 2006г. Группа начала массовый выпуск нового класса люминесцентных светильников для общественных помещений. В них вместо электромагнитных преобразователей тока для питания лампы используются электронные. Наладив массовое производство светильников нового класса по приемлемой цене, Люмсвет планирует создать новую рыночную нишу качественного освещения по доступной цене и закрепиться в ней. Это позволит Группе увеличить продажи через имеющуюся клиентскую сеть и привлечь новых покупателей, поскольку речь идет о смене поколений одного из самых массовых и распространенных световых приборов.

Торгсервис

ОАО «ТоргСервис» осуществляет реализацию отделочных строительных материалов, электротехнической и светотехнической продукции через региональные центры продаж. Ассортимент продукции составляет около 20 тысяч наименований. Компания имеет собственную товаропроводящую сеть, включающую 22 представительства и девять производственно-складских комплексов в крупнейших городах России. В мае 2007 года планируется открыть еще два обособленных подразделения в Красноярске и Новокузнецке.

Помимо продукции сторонних производителей через сеть ТоргСервис реализуется часть продукции производственных предприятий Группы, а также часть светотехнической продукции, приобретаемая у ЗАО «Терна Светотехника».

Логистика и складские помещения

Группа имеет 9 собственных производственно-складских площадок, основная часть которых расположена непосредственно за МКАД. Все производственные предприятия Группы имеют собственную инфраструктуру (подъездные пути, разгрузочные терминалы, трансформаторные подстанции, котельные и др.).

Клиенты

На сегодняшний день предприятия Группы компаний «ТЕРНА» являются поставщиками практически всех ведущих оптовых компаний г. Москвы, работающих на рынке отделочных строительных материалов. Группа – федеральный поставщик розничных торговых сетей «Рамстор» и «Ашан», магазинов «Леруа Мерлен» и «Касторама».

Приобретения

В 2006г. Группа сделала два крупных приобретения: были куплены компании АлюПласт и Деко-Д. Обе компании вошли в состав Терна Полимер, на производственные площадки которого были переведены производства АлюПласт и Деко-Д.

АлюПласт

В сентябре 2006г. Группа достигла договоренности с владельцами предприятия «АлюПласт» о приобретении их бизнеса по производству и продаже отделочных

строительных материалов из ПВХ.

Комплект оборудования по переработке ПВХ был смонтирован на производственных площадках ЗАО «Терна Полимер» в г. Мытищи и г. Сходня. Сейчас заканчивается ввод оборудования в эксплуатацию. Сделка предусматривает также передачу клиентской базы предприятия «АлюПласт» и торговой марки на изделия из ПВХ.

Деко-Д

В начале июля 2006г. Группа Терна достигла договоренности с владельцем ООО «Деко-Д» о приобретении бизнеса по производству и продаже отделочных строительных материалов из ПВХ. Компания ООО «Деко-Д» вошла в состав ЗАО «Терна Полимер». ООО «Деко-Д» специализируется на выпуске отделочных стеновых панелей из ПВХ. Переговоры о покупке компании велись с осени 2004 года. К 1 сентября 2006 года сделка была закрыта.

Планы и амбиции

- Терна планирует привлечь аудитора для процедуры аудита консолидированной отчетности Группы
- С помощью производственных мощностей компаний, приобретенных в 2006г., Группа планирует занять более 50% российского рынка сайдинга из ПВХ.
- В рамках торгового направления Группа планирует открыть в России еще 12 точек мелкооптовой торговли и создать 4 региональных склада. В 2007г. будут открываться филиалы в Южном и Поволжском районах, в 2008 году будет достраиваться сеть филиалов Центрального района.
- Капвложения составят 450 млн. руб. в 2007г. и 400 млн. руб. – в 2008г. Большая часть средств будет направлена на развитие сети региональных складов и открытие филиалов компании ЗАО «ТоргСервис».

Выручка Группы Терна по направлениям, млн. руб.

Вид продукции	2005	Доля, %	2006	Доля, %	2007П	Доля, %
Производственное направление	2 837	51%	3 273	51%	4 000	47%
Отделочные строительные материалы из ПВХ	755	13%	801	12%	1200	14%
Потолочные системы и комплектующие к профилю	1 164	21%	1 315	20%	1 500	18%
Светильники и аксессуары	918	17%	1 157	18%	1 300	15%
Торговое направление	2 027	36%	2 525	39%	3 700	43%
Выручка ТоргСервис	953	17%	1 223	19%	2 100	25%
Выручка Терна Светотехника	1 074	19%	1 302	20%	1 600	19%
Системы безопасности	715	12%	603	9%	800	9%
Системы безопасности компании Терна СБ	594	11%	402	6%	500	6%
Программное обеспечение компании Терна-СИС	22	0%	61	1%	100	1%
СКЗИ компании КРИПТО-ПРО	99	1%	140	2%	200	2%
Прочие доходы	45	1%	54	1%	60	1%
Итого:	5 624	100%	6 455	100%	8 560	100%

Источник: данные Группы

Финансовые показатели

Группа не составляет отчетность по МСФО. В нашем распоряжении есть управленческая консолидированная отчетность Терны за 2004-2006гг.

Активы с начала 2006г. выросли на 20% – с 3.4 млрд. руб. до 4.1 млрд. руб. Рост происходил за счет увеличения ОС и запасов.

Выручка Группы за 2006г. составила 6.45 млрд. руб. или на 15% больше чем в 2005г. Рост выручки был в основном обусловлен ростом реализации готовой продукции производственных предприятий и повышением объемов дистрибуции свето- и электротехнических товаров, направлениями, генерирующими около 90% совокупной выручки Группы.

Увеличение оборота Терны было бы еще более существенным, однако перенос производства в связи с монтажом новых производственных линий производства вызвал снижение производства сайдинга, что отразилось на годовой выручке. За счет ввода новых производственных мощностей по итогам 2007г. Терна планирует произвести 7.0 млн. кв. м. сайдинга против 3.3 млн. кв. м. в 2006г.

Параллельно с ростом оборота компании происходил рост прибыли и рентабельности операций. Начиная с 2004г., EBITDA Группы выросла почти в три раза – с 222 млн. руб. в 2004г. до 644 млн. руб. в 2006г.

Рентабельность по EBIT выросла с 3.7% в 2004г. до 4.4% и 5.6%. в 2005-2006гг. соответственно. Рентабельность по EBITDA составила 10%. в 2006г. против 5.7% в

2004г. и 7.4% в 2005г.

Долговая нагрузка

Благодаря выкупу первого выпуска облигаций с рынка (объем 500 млн. руб.), а также рефинансированию кредитов долг Компании увеличился незначительно – с 1.8 млрд руб. на начало 2006г. до 2.4 на начало года.

Долг/ЕБИТДА снизился: если в 2004г. показатель составлял 6X, то сейчас его значение составляет 3.8X, что по меркам компании третьего эшелона не является чрезмерно высоким уровнем.

Коэффициент покрытия процентов – ЕБИТДА/% понемногу увеличивается, однако все еще находится довольно низко. В 2006г. соотношение достигло 2.9X.

Высокое значение процентных расходов в 2006г. было обусловлено ставкой купона по первому выпуску – 14%, и хотя объем второго выпуска существенно больше – ставка купона ниже на 140 б.п. (12.6%), соответственно, рост процентных платежей будет не столь заметным.

Весьма позитивную динамику демонстрирует процентная ставка по банковским кредитам. В начале этого года средневзвешенная ставка составляла 11.36%, по состоянию на 1 апреля 2007г. ставка снизилась до 10.97%.

Таким образом, доходность выпуска Терна-2 превышает ставку Компании по банковским кредитам на 240 базисных пунктов. Даже учитывая, что банковские кредиты, в отличие от облигационных займов, являются обеспеченными и, соответственно, несут меньший риск для кредиторов, мы считаем премию в 240 б.п. избыточной, по нашей оценке спрэд должен составлять не более 100 б.п.

Поскольку Группа планирует масштабные капвложения, долговая нагрузка Терны в абсолютном выражении не будет снижаться в ближайшее время. Однако, мы надеемся, что рост рентабельности деятельности Группы будет опережать рост совокупного долга и соотношение долга к прибыли будет сокращаться.

Сравнительный анализ

Единственным эмитентом долгового рынка, который занимается сходным видом деятельности, является Лаверна. Компания занимается оптовой и розничной продажей товаров для ванн и туалетов, напольных покрытий, обоев и самоклеящейся пленки, а также прочих товаров для интерьера.

Лаверна отличается более высокой по сравнению с Терной финансовой прозрачностью – отчеты по МСФО за 2005-2006гг. были аудированы, правда, российским аудитором.

Лаверна, несомненно, обладает большим масштабом бизнеса и лучшим кредитным качеством нежели Терна. Преимуществами Терны являются диверсификация (торговля и производство), более высокая рентабельность и более устойчивая позиция на рынках, где представлена Терна.

К существенному преимуществу Терны, как ни странно, можно отнести и тот факт, что Лаверна уже прошла некоторый due diligence, опубликовав аудированную отчетность, тогда как Терна – некая темная лошадка, сулящая инвесторам заманчивые перспективы.

Судите сами: Облигации Лаверны перед закрытием на купон и оферту торговались с доходностью 10,4%, а новый купон на полтора года был установлен на уровне 11% годовых. Выпуск Терна-2 может быть куплен с доходностью 13.5% на срок в 7 месяцев. Мы считаем, что преимущества Лаверны не стоят 250 б.п. и находим данный спрэд слишком широким.

В качестве дополнительного аргумента за покупку выпуска мы отмечаем тот факт, что ввиду ограниченной ликвидности выпуска, Терна-2 в настоящий момент торгуется ниже номинала. Таким образом, бумага является отличным высокодоходным инструментом, цена которого, вдобавок, будет расти по мере приближения выпуска к оферте.

Вывод: Хотя мы не ожидаем существенного роста котировок Терна-2 в краткосрочной перспективе, мы считаем, что выпуск крайне хорош в качестве альтернативы покупке низкодоходных выпусков ритейлеров (например, Копейка, Пятёрочка), долговая нагрузка которых в последнее время стабильно растет, а доходность бумаг достигла локальных минимумов. Поэтому мы рекомендуем покупать выпуск Терна-2, доходность которого сейчас составляет 13.43% к оферте через 7 месяцев, и считаем, что выпуск имеет долгосрочный апсайд.

Основные финансовые показатели Группы Терна, млн. руб.

	2004	2005	2006г.
Выручка	3 882	5 624	6 454
ЕБИТДА	222	417	644
Чистая прибыль	31	52	98
Активы	2 917	3 403	4 094
Долг	1 331	1 779	2 461
Долгоср. долг/ Долг	66%	65%	60%
Рент-ть по ЕБИТ	3.7%	4.4%	5.6%
Рент-ть по ЕБИТДА	5.7%	7.4%	10.0%
Чистая рент-ть	1%	1%	2%
Долг/ЕБИТ	9.2	7.2	6
Долг/ЕБИТДА	6.0	4.3	3
ЕБИТДА/Проценты	2.5	2.7	2
Долг/Активы	46%	52%	60
Долг/Выручка	34%	32%	38

Источник: данные Группы, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели Лаверны и Терны в 2006г., млн. руб.

Показатель	Лаверна	Терна
Выручка	13 000	6 454
ЕБИТДА	977	644
Чистые проценты	191	221
Чистая прибыль	570	98
Рент-ть по ЕБИТДА	7.5%	10.0%
Активы	7 372	4 094
Долг	2 422	2 461
Долг/ Активы	33%	60%
Долгоср. долг/ Долг	41%	24%
Долг/ ЕБИТДА	2.6	3.8

Плюсы

- Доминирующее положение среди российских производителей по основным направлениям деятельности
- Высокие темпы строительства коммерческой недвижимости будут поддерживать спрос на продукцию Группы
- Поддержку продукции Терны в борьбе с импортными производителями оказывают конкурентоспособные цены на продукцию Группы
- Снижение стоимости привлечения кредитных ресурсов

Риски

- Высокая долговая нагрузка эмитента, долг по большей части является краткосрочным
- Отсутствие отчетности по МСФО
- Высокая конкуренция в отрасли, в том числе и со стороны западных производителей все еще оказывает давление на рентабельность Группы

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822

Bank of Moscow Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Нефтехимия и нефтепереработка**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Телекоммуникации**

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Металлургия**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Отдел анализа рынка облигаций****Стратегия/ кредитный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Стратегия**

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru**Кредитный анализ**

Залеская Анастасия

Zalenskaya_AV@mmbank.ru**Стратегия**

Чупрына Татьяна

Chupryna_TV@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные 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 документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка 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.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства 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 российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских 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 Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.