

Норильский никель

Назад к максимумам

- Цены на производимые Норильским никелем цветные металлы растут как на дрожжах: котировки никеля, меди, платины и палладия обновили максимальные значения за последние 1.5 года и уже вполне сопоставимы с докризисными показателями.
- Принимая во внимание фактическую динамику цен, мы увеличили свои прогнозы цен на основные цветные металлы на среднесрочную перспективу, значительно повысив оценки стоимости никеля, меди, платины и палладия в 2010-2011 гг. и менее существенно в долгосрочном периоде. Отметим, что дальнейшему росту цен на ключевой для ГМК металл – никель – будет препятствовать наличие значительного количества свободных мощностей и перспективных проектов в никелевой отрасли. Впрочем, для того чтобы эти мощности все-таки вышли на рынок цены должны как минимум оставаться на текущих уровнях.
- По итогам 2009 г. компания значительно улучшила динамику своих операционных показателей, переломив негативную тенденцию снижения выпуска на российских активах, являющихся ключевыми и наиболее эффективными предприятиями Норникеля, что также значительно улучшает наше отношение к акциям компании.
- Принадлежащие Норильскому никелю энергоактивы продолжают дорожать. На начало 2009 г. в распоряжении ГМК находились миноритарные пакеты акций крупнейших российских энергокомпаний общей стоимостью \$ 250 млн. Многие из этих акций стали лидерами роста на российском фондовом рынке в 2009 г. и продолжают дорожать до сих пор, а сам пакет уже может стоить около \$ 900 млн.
- Норильский никель в настоящий момент наслаждается очень высокими денежными потоками и в условиях невысокого чистого долга и достаточно ограниченного выбора объектов для инвестиций имеет все возможности платить своим акционерам щедрые дивиденды. Мы ожидаем, что компании вполне по силам заплатить в качестве дивидендов до 50 % чистой прибыли по МСФО, что предполагает дивидендную доходность 1 акции ГМК по итогам 2009 г. в 1.9 %. В дальнейшем доля чистой прибыли, направляемая на дивиденды и/или выкуп акций, может возрасти еще более.
- Мы пересмотрели свою оценку целевой стоимости акций Норильского никеля с учетом последних прогнозов цен на металлы, увеличения стоимости энергоактивов и улучшения динамики операционных показателей компании. В результате наша оценка 1 акции ГМК была на конец 2010 г. была увеличена с \$ 175 до \$ 256, что подразумевает потенциал роста более 40 % к текущим котировкам. Рекомендация «покупать» остается в силе.

Акции

Металлургия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru

Основные данные

Код РТС	GMKN
Цена акции \$	179
Капитализация млн. \$	34 192
EV млн. \$	34 508
Целевая цена \$	256
Потенциал %	42%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008	2009П	2010П
Выручка	13 980	9 980	14 718
ЕБИТДА	5 744	4 052	7 019
Прибыль	- 449	2 478	4 755
EV/ЕБИТДА	6.0	8.5	4.9
EV/S	2.5	3.5	2.3
P/E	отр.	13.8	7.2
Рентабельность			
По ЕБИТДА	41.1%	40.6%	47.7%
Чистая	-3.2%	24.8%	32.3%

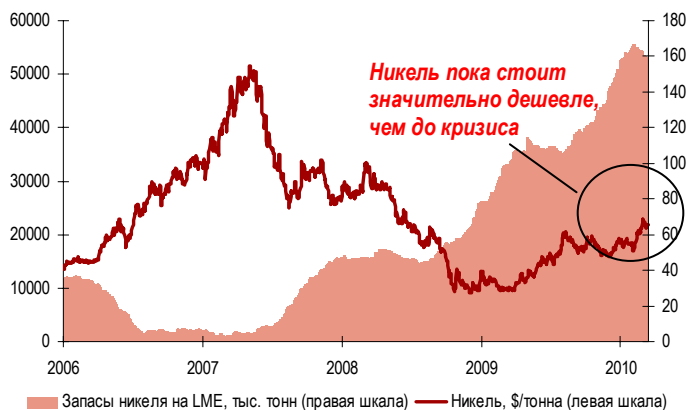
Акционеры

	Доля%
Интеррос	25.0%
ОК РУСАЛ	25.0%
ГМК и ее дочерние предприятия	8.4%
Прочие	41.6%

Цены на металлы

Последние недели стали исключительно удачными для рынка цветных металлов: первые признаки сокращения биржевых запасов вывели котировки никеля и меди на максимальные уровни с лета 2008 г. Еще более сильно выглядят цены на другие важные для Норильского никеля металлы – платину и палладий, котировки которых также близки к посткризисным максимумам.

Никель: цены и запасы



Медь: цены и запасы



Динамика цен на платину



Динамика цен на палладий



Источник: Bloomberg

Принимая во внимание фактическую динамику цен на металлы, мы увеличили свои прогнозы цен на никель, медь, палладий и платину на среднесрочную перспективу. При этом мы не склонны придерживаться взгляда, что цены на ключевые цветные металлы будут расти высокими темпами вечно – более длинные прогнозы повышены нами значительно менее существенно, нежели прогнозы цен на 2010-2011 гг. Отметим, что текущие цены на медь, платину и палладий вполне оправдывают не только ввод в эксплуатацию замороженных в период кризиса мощностей, но и инвестиции в новые проекты. Рынок никеля пока не испытал столь же мощного восстановления, однако и здесь ценовой уровень, при котором запуски ранее остановленных мощностей примут массовый характер (предположительно \$ 23 000-26 000 за тонну), уже практически достигнут.

При этом, безусловно, важнейшим фактором риска, равно как и фактором роста для рынка ключевых металлов, остается ситуация в Китае, являющемся основным потребителем и главной движущей силой роста спроса на ключевое сырье.

Отметим, что рынок основного для Норильского никеля ГМК металла – никеля, – хоть и демонстрирует заметное оживление в последние месяцы, остается особенно уязвим как к увеличению предложения со стороны игроков, в период кризиса заморозивших свои производственные мощности, так и со стороны китайских производителей никелевого чугуна, себестоимость производства у которых находится как раз на уровне чуть выше \$ 20 000 за тонну, и новых никелевых проектов.

Список потенциальных источников увеличения предложения никеля в ближайшие три года традиционно для последнего времени выглядит довольно пугающе: замороженные в Австралии мощности составляют около 9 % мирового потребления металла, еще около 31 % мирового потребления потенциально могут обеспечить крупнейшие новые проекты (преимущественно в странах АТР), планируемые к запуску на 2010-2012 гг. Более мелкие проекты на Филиппинах и в Китае увеличивают потенциальный рост предложения никеля в течение 3 лет до 40-55 %, что для сохранения рынка в состоянии равновесия предполагает

рост спроса на 12-16 % в год. Подобный рост спроса вряд ли является реалистичным сценарием для рынка, чей CAGR за последние 10 лет составил около 1 %.

Замороженные мощности по добыче никеля в Австралии			Источники увеличения предложения никеля в 2010-2012 гг				
Компания	Рудник	Мощность, тыс. т.	Компания	Проект	Страна	Мощность, тыс. т.	Запуск
ГМК	Cawse	10	Vale	Goro	Новая Каледония	60	2009
ГМК	Watloo, Silver Svan	6	Vale	Onca Puma	Бразилия	58	2010
ГМК	Black Swan, Lake Johnson	25	China Metallurgical	Ramu	Папуа Новая Гвинея	31	2010
ВНР Billiton	Ravensthorpe	50	Anglo American	Barro Alto	Бразилия	36	2011
OZ Minerals	Avebury	8	European Nickel	Caldag	Турция	20	2011
Прочие		6	SMSPI/Xstrata	Koniambo	Новая Каледония	60	2011
Итого, тыс. тонн	105 (9% мирового потребления)		Sheritt/Sumitomo	Ambatovy	Мадагаскар	60	2012
			Xstrata	Cosmos	Австралия	10	2012
			Ningbo	Yerilla	Австралия	21	2012
			Metallica Minerals	Nornico	Австралия	10	2012
			Итого, тыс. тонн		366 (31% мирового потребления)		

Источники: ABARE, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Тем не менее, мы не склонны драматизировать ситуацию: запасы металла на LME последние недели наконец начали сокращаться, что сигнализирует о возможном, пусть и небольшом, дефиците на физическом рынке, а практика последних лет показывает, что новые крупные проекты в никелевой отрасли почти всегда реализуются с весьма существенными задержками. В этой связи мы придерживаемся довольно взвешенного взгляда на рынок никеля, прогнозируя рост цен на металл около 2 % в год до уровня \$ 25 000 за тонну к 2015 г.

Динамика и прогноз цен на ключевые металлы

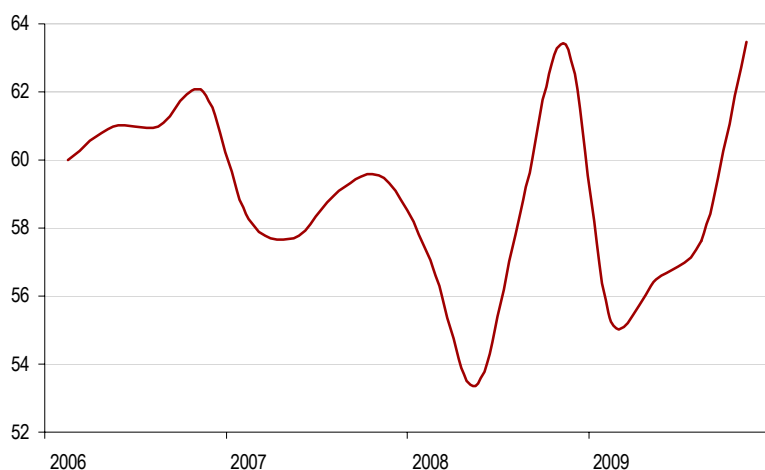
	2007	2008	2009	2010п	2011п	2012п	2013п	2014п	2015п
Никель									
Новый прогноз	36 071	21253	14 757	22 500	23 000	23 500	24 000	24 500	25 000
Старый прогноз	36 071	21253	14 757	17 000	18 000	19 000	20 000	21 000	21 000
Медь									
Новый прогноз	7 019	7 287	5 193	7 500	7 550	7 600	7 650	7 700	7 750
Старый прогноз	7 019	7 287	5 193	6 500	6 700	6 900	7 000	7 250	7 250
Платина									
Новый прогноз	1 306	1576	1 210	1 625	1 650	1 700	1 725	1 750	1 775
Старый прогноз	1 306	1576	1 210	1 420	1 450	1 500	1 550	1 600	1 600
Палладий									
Новый прогноз	356	371	265	475	500	525	550	550	550
Старый прогноз	356	371	265	340	360	375	400	425	425

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Операционные результаты

Рост цен на цветные металлы является основной, но не единственной причиной улучшения нашего отношения к акциям ГМК. Усиление управленческой команды Норильского никеля в конце 2008 г. (в частности переход на позицию первого заместителя генерального директора В. Матвиенко – человека с многолетним опытом управления производством и новым строительством в РУСАЛе), на наш взгляд, способствовало как улучшению операционных показателей компании, так и росту эффективности ее деятельности.

Производство никеля на российских предприятиях ГМК, тыс. тонн



Источник: данные компании

Последние операционные результаты ГМК говорят сами за себя: производство никеля на наиболее эффективных российских активах компании, стабильно падающее на протяжении

последних лет, в 4-м квартале 2009 г. достигло многолетнего максимума. Кроме того, по результатам отчетности за 1-е полугодие 2009 г. компания продемонстрировала неплохой контроль над производственными издержками, в полной мере воспользовавшись ослаблением рубля, и кратное снижение административных и коммерческих, а также капитальных расходов, что мы также склонны связывать с эффективной работой управленческой команды Норникеля.

Энергоактивы

Еще одним позитивным фактором для ГМК является рост стоимости принадлежащих компании энергоактивов. По состоянию на конец 2008 г. на балансе Норильского никеля находились миноритарные пакеты акций РусГидро, ФСК, МРСК Холдинга, ИнтерРАО, МРСК Сибири, МРСК Северо-Запада и ТГК-5 на общую сумму \$ 250 млн (в полугодовой отчетности компания не раскрывает состав вложений, однако их общая сумма увеличилась почти вдвое). Многие из этих бумаг и после 1-й половины 2009 г. значительно прибавили в цене. Нам неизвестно, избавился ли Норильский никель от этих акций или еще нет (особого смысла держать их для компании мы не видим), однако если эти бумаги все еще остаются на балансе ГМК, их рыночная стоимость может достигать порядка \$ 900 млн по сравнению с оценкой в \$ 650-700 млн, сделанной нами в ноябре.

«Денежная корова»?

При текущих ценах на металлы Норильский никель в данный момент является компанией с очень привлекательными денежными потоками, тратить которые возможностей у ГМК не слишком много: масштабных проектов, требующих значительных капитальных вложений уже в ближайшие годы, у компании нет, чистый долг, особенно с учетом возможности продажи энергоактивов, у нее невелик, а возможностей для M&A в мировой никелевой отрасли довольно мало. В этих условиях мы не исключаем, что компания будет платить акционерам довольно щедрые дивиденды, причем не в отдаленном будущем, а начиная уже с дивидендов за 2009 год, став, таким образом, своеобразной «денежной коровой» для своих акционеров.

Слияние с РУСАЛом?

Прошедшее в январе 2010 г. IPO РУСАЛа вновь активизировало разговоры о возможном объединении РУСАЛа и ГМК для создания одной из крупнейших мировых горнодобывающих компаний, способных составить достойную конкуренцию таким гигантам, как Vale, Rio Tinto или BHP Billiton.

Безусловно, можно бесконечно долго спекулировать по поводу возможных условий такого слияния. Мы склонны предполагать, что до 2011 г., когда истекает 3-летний срок со дня подписания соглашения ключевых акционеров ГМК, слияние вряд ли возможно. Затем теоретически можно предполагать два варианта объединения компаний. Первый предусматривает создание нового холдинга, на акции которого могут быть обменены бумаги как РУСАЛа, так и ГМК. В этом случае принципиальное значение будет иметь вопрос оценки, однако, на наш взгляд, акционерам ГМК вряд ли стоит беспокоиться: во-первых, РУСАЛ теперь является публичной компанией с прозрачной рыночной ценой, а во-вторых, около половины текущей капитализации РУСАЛа приходится на 25%-ный пакет акций ГМК, что серьезно снижает привлекательность занижения оценки Норникеля для акционеров РУСАЛа. Тем не менее, подобный вариант слияния не кажется нам реалистичным: ведь в этом случае основные акционеры РУСАЛа и ГМК – Базовый Элемент и Интеррос – фактически потеряют контроль над компанией из-за размывания своих долей, что вряд ли отвечает их интересам.

Второй вариант объединения, который предполагает простое увеличение доли РУСАЛа в Норникеле до контрольной, кажется нам более вероятным сценарием развития событий, хотя, как мы уже отмечали выше, подвижек в этом деле вряд ли также стоит ожидать в ближайший год-два.

Выводы и рекомендации

Увеличение цен на никель, медь и металлы платиновой группы, хорошие операционные показатели компании по итогам 2009 г., рост стоимости принадлежащих Норникелю энергоактивов и перспективы выплаты дивидендов существенно улучшают наше отношение к акциям ГМК: целевая стоимость которых с учетом новых прогнозов повышается с \$ 175 до \$ 256 за бумагу.

Отметим, что на текущих ценовых уровнях изменение стоимости никеля на \$ 1 000 за тонну по сравнению с нашим базовым прогнозом приводит к изменению целевой стоимости 1 акции ГМК примерно на \$ 14, а изменение стоимости меди на \$ 1 000 за тонну в теории меняет таргет по ГМК на \$ 19.

Модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	17 119	13 980	9 980	14 718	15 582	16 949	18 285	19 444	20 141
Темп роста (%)		-18%	-29%	47%	6%	9%	8%	6%	4%
ЕБИТДА	8 368	5 744	4 052	7 019	6 956	6 906	6 812	6 660	6 338
Рентабельность (%)	49%	41%	41%	48%	45%	41%	37%	34%	31%
ЕБИТ	7 431	4 485	3 176	6 132	6 060	5 997	5 883	5 709	5 371
Рентабельность (%)	43%	32%	32%	42%	39%	35%	32%	29%	27%
-Налоги на прибыль	2 459	282	622	1 194	1 181	1 169	1 147	1 113	1 046
НОРАТ	4 972	4 203	2 554	4 938	4 879	4 828	4 736	4 595	4 325
+ Амортизация	937	1 259	875	887	896	910	928	951	967
- Капвложения	-10 336	-3 262	-1 037	-1 108	-1 070	-1 172	-1 279	-1 386	-1 261
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	76	370	293	-578	-221	-341	-342	-310	-230
Чистый денежный поток	-4 351	2 570	2 685	4 138	4 484	4 225	4 043	3 851	3 799

Основные предположения

WACC	11.6%
Конечный темп роста	2.5%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	5.5%
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30, б.п.	150
Риск рынка акций	4.9%
Специфический риск эмитента	0.8%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.20
Безрисковая ставка	5.5%
Стоимость капитала	12.2%
Стоимость долга	11.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	8.8%
WACC	11.6%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	19 150
Конечная стоимость	43 000
Приведенная конечная стоимость	24 888
Стоимость денежных потоков	44 039
Текущий чистый долг (наличность)	316
Стоимость энергоактивов	892
Чистая стоимость компании	44 614
Количество акций (млн.)	174.6
Цель на конец 2009 г., \$	256

Анализ чувствительности

	Ставка дисконтирования (WACC)						
	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%	12.1%	12.6%	13.1%
4.0%	348	324	304	286	271	257	245
3.5%	329	308	290	275	261	249	238
3.0%	313	295	279	265	252	241	231
2.5%	299	283	268	256	244	234	224
2.0%	287	272	259	247	237	227	219
1.5%	276	263	251	240	230	222	213
1.0%	266	254	243	233	224	216	209

Специфический риск эмитента

	0.8%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.3%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

Отчетность Норильского никеля по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	17 119	13 980	9 980	14 718	15 582	16 949	18 285	19 444	20 141
Операционные расходы	8 751	8 236	5 928	7 699	8 626	10 043	11 474	12 785	13 803
Амортизация	937	1 259	875	887	896	910	928	951	967
Операционная прибыль	7 431	4 485	3 176	6 132	6 060	5 997	5 883	5 709	5 371
ЕБИТДА	8 368	5 744	4 052	7 019	6 956	6 906	6 812	6 660	6 338
Чистые процентные расходы	307	30	65	162	157	152	148	143	139
Прочие расходы (доходы)	- 611	4 728	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	7 735	- 273	3 112	5 971	5 903	5 844	5 736	5 565	5 232
Налоги на прибыль	2 459	282	622	1 194	1 181	1 169	1 147	1 113	1 046
Доля миноритариев	51	- 106	11	21	21	21	20	20	18
Чистая прибыль	5 276	- 449	2 478	4 755	4 701	4 655	4 568	4 433	4 167

Баланс

в млн. \$	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	4 008	1 995	3 578	5 177	5 978	6 559	7 029	7 412	7 947
Дебиторская задолженность	949	569	501	739	783	852	919	977	1 012
Запасы	2 108	1 959	1 579	2 051	2 298	2 676	3 057	3 406	3 677
Прочие оборотные активы	5 445	2 536	2 087	2 799	3 091	3 538	3 988	4 397	4 704
Основные средства	14 981	10 737	10 899	11 121	11 295	11 557	11 908	12 343	12 638
Прочие внеоборотные активы	8 205	3 027	3 073	3 135	3 184	3 258	3 357	3 480	3 563
Итого активы	35 696	20 823	21 717	25 023	26 628	28 440	30 257	32 014	33 540
Кредиторская задолженность	586	596	441	573	642	748	854	952	1 027
Краткосрочный долг	3 973	885	400	326	251	174	101	86	72
Прочие краткосрочные обязательства	1 875	645	537	854	1 025	1 255	1 492	1 722	1 904
Долгосрочный долг	4 103	5 609	4 992	4 905	4 823	4 747	4 673	4 544	4 419
Прочие долгосрочные обязательства	3 338	1 303	1 084	1 725	2 071	2 536	3 015	3 479	3 846
Капитал и резервы	21 821	11 785	14 263	16 641	17 816	18 980	20 122	21 230	22 272
Итого пассивы	35 696	20 823	21 717	25 023	26 628	28 440	30 257	32 014	33 540

Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	7 431	4 485	3 176	6 132	6 060	5 997	5 883	5 709	5 371
Налоги на прибыль	2 459	282	622	1 194	1 181	1 169	1 147	1 113	1 046
Амортизация	937	1 259	875	887	896	910	928	951	967
Изменение оборотного капитала	76	370	293	- 578	- 221	- 341	- 342	- 310	- 230
Денежные потоки от операций	5 985	5 832	3 722	5 247	5 554	5 397	5 323	5 237	5 061
Капиталовложения	-10 336	- 3 262	- 1 037	- 1 108	- 1 070	- 1 172	- 1 279	- 1 386	- 1 261
Прочие доходы (инвестиции)	- 2 423	3 721	-	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	-12 759	459	- 1 037	- 1 108	- 1 070	- 1 172	- 1 279	- 1 386	- 1 261
Свободные денежные потоки	- 6 774	6 291	2 685	4 138	4 484	4 225	4 043	3 851	3 799
Изменение долга	7 286	- 1 582	- 1 102	- 162	- 157	- 152	- 148	- 143	- 139
Дивиденды	849	1 670	-	2 378	3 526	3 491	3 426	3 324	3 125
Чистые денежные потоки	- 337	3 039	1 583	1 599	801	581	469	383	535

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл, к.э.н.

Tremasov_KV@mmbank.ru**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл, к.э.н.

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Нефть и газ**

Борисов Денис, к.э.н.

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н.

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru**Металлургия, Химия**

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Банки, денежный рынок**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Потребсектор, телекоммуникации**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Горячих Кирилл

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

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Управление долговых рынков**

Игнатъев Леонид

Ignatjev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@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 единственно 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 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. Банк Москвы 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 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.