14 октября 2019

РусГидро

Дальний Восток в фокусе перед трансформацией

НЕЙТРАЛЬНО			
Целевая цена			0.97 руб.
АКЦИИ			
Код Bloomberg			HYDR RX
Цена (руб.)			0.5 руб.
Количество акций (млрд)			426
Ср. дн. оборот торг. за 3М ($ млн)			$4.7
Free float (%)			19%
Капитализация ($ млрд)			$3.3
EV ($ млрд)			$5.2
ФИНАНСЫ (млрд руб.)*	**2019П**	**2020П**	**2021П**
Выручка	377	395	413
EBITDA	90	104	119
Чистая прибыль	30	46	62
EPS, руб.	0.073	0.106	0.150
DPS, руб.	0.038	0.046	0.070
ОЦЕНКА			
EV/продажи (x)	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	3.7	3.2	2.8
P/E (x)	7.1	4.6	3.4
P/BV (x)	0.3	0.3	0.3
P/CF (x)	2.1	2.1	2.0
Дох-ть FCF (%)	отр.	17%	11%
Див. дох-ть	8%	9%	14%
ДИНАМИКА			
3М (%)			-14%
6М (%)			-3%
12М (%)			-15%
С начала года (%)			4%
52-нед. макс. (руб.)			0.63
52-нед. мин. (руб.)			0.47

* консенсус Bloomberg

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

На прошлой неделе РусГидро организовала визит аналитиков и инвесторов на объекты на Дальнем Востоке: Благовещенскую ТЭЦ, Бурейскую ГЭС и Нижне-Бурейскую ГЭС, что было особенно своевременно ввиду предстоящей трансформации дальневосточного сегмента компании. Мы полагаем, что оптимизация и изменение подхода к тарифообразованию действительно могут способствовать повышению рентабельности этого сегмента, но, вероятно, в долгосрочной перспективе. Поэтому мы сохраняем НЕЙТРАЛЬНЫЙ рейтинг по акциям РусГидро, подчеркивая слабые прогнозы на 2019 (EBITDA -18% г/г), установленный минимальный уровень дивидендов (доходность – 7%) и рыночную оценку на 32% выше аналогов (3.7x 2019П EV/EBITDA).

Дальневосточный сегмент: из тормоза рентабельности…

Этот сегмент РусГидро традиционно отличается значительно меньшей рентабельностью (в 1П19 EBITDA маржа субгруппы «РАО ЭС Востока» составила 9%), чем у ее гидроэнергетических активов (65%), существенно уменьшая консолидированную рентабельность (25%). Главная причина в том, что активы находятся в неценовой зоне и работают по искусственно заниженным, регулируемым тарифам и затратам, компенсировать которые должны государственные субсидии (ок. 15 млрд руб. в год) и сквозные субсидии от промышленных потребителей европейских и сибирских ценовых зон (32.1 млрд руб. в 2019П для РусГидро). Соответственно, дальневосточный сегмент нес большие убытки от обесценения основных средств (24.2 млрд руб. в 2018), что оказывало давление на чистую прибыль и ограничивало дивиденды. В обновленной дивидендной политике уже установлены минимальные дивиденды (не менее среднего за три года, прогнозный DPS за 2019 – 0.037 руб. / акц., доходность 7%), а регуляторные изменения могут обеспечить дополнительный потенциал роста на Дальнем Востоке.

… в перспективную зону долгосрочного роста?

В этом году РусГидро начала оптимизацию дальневосточного сегмента: продолжаются переговоры об обмене активами с СУЭК (с целью капитализации внутригруппового долга ДГК), продлен форвардный контракт с ВТБ по сниженной процентной ставке, в основном финализированы параметры модернизации по ДПМ-2. Другой потенциальный фактор улучшения показателей – принятое в июне 2019 Постановление Правительства РФ №837, предусматривающее долгосрочную индексацию тарифов тепловой энергетики в неценовых зонах (сейчас они индексируются раз в год) и создание механизма возмещения накопленной недополученной выручки. Новые правила вступят в силу с июля 2020, переходный период, как ожидается, продлится до 2023. Подробности еще не утверждены, но мы полагаем, что реформа может стать важным фактором поддержки рентабельности РусГидро в долгосрочной перспективе и потенциально способствовать увеличению дивидендов.

Дальневосточные активы: итоги визита на объекты

- **Благовещенская ТЭЦ** (404 МВт): в 2018 загрузка мощностей составила 51%, выработано 2.1 ТВт-ч (1.5% совокупной выработки РусГидро), из которых 40% пришлось на вторую очередь электростанции.
- **Дальневосточная РСК**: вклад распределительного сетевого сегмента в показатели РусГидро небольшой (6% EBITDA за 2018), но переход на долгосрочную индексацию необходимой валовой выручки к 2023 может, в теории, увеличить рентабельность (с текущих 20%).
- **Бурейская ГЭС (2 019 МВт) и Нижне-Бурейская ГЭС (320 МВт):** 5.5% в выработке электроэнергии РусГидро. Нижне-Бурейская ГЭС – самая крупная по мощности из ГЭС, построенных в постсоветское время.

НЕЙТРАЛЬНО: долгосрочные катализаторы впереди, прогноз на 2019 слабый

Потенциал роста, связанный с изменением механизма тарифообразования, выглядит заманчиво, но мы пока сохраняем НЕЙТРАЛЬНЫЙ взгляд на бумагу, т.к. долгосрочные перспективы сейчас, похоже, перевешиваются неопределенностями в реализации, а более слабый прогноз г/г на 2019 (консенсус EBITDA -18% г/ г на фоне явного снижения выработки электроэнергии в 1П19 из-за снижения притока воды) оказывает давление на оценку РусГидро (3.7x EV/EBITDA 2019П против в среднем 2.8x у аналогов). Таким образом, чистая прибыль за 2019 упадет, плюс, возможно негативное влияние из-за сохраняющегося обесценения дальневосточных активов, в результате чего дивиденды в 2019 будут равны минимуму, предусмотренному политикой (0.037 руб., доходность 7%).

© ООО «АТОН», 2019. Все права защищены.

Аналитический департамент АТОН
+7 (495) 777-66-77, research@aton.ru

Посещение – Благовещенская ТЭЦ, Бурейская ГЭС, Нижне-Бурейская ГЭС

Рис. 1. Благовещенская ТЭЦ

Источник: оценки АТОНа

Рис. 2. Благовещенская ТЭЦ

Источник: оценки АТОНа

Рис. 3. Плотина на Бурейской ГЭС

Источник: оценки АТОНа

Рис. 4. Бурейская ГЭС: ремонт 6-го гидроагрегата

Источник: оценки АТОНа

Рис. 5. Плотина на Нижне-Бурейской ГЭС

Источник: оценки АТОНа

Рис. 6. Нижне-Бурейская ГЭС: машинный зал

Источник: оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2019. Все права защищены.

Рис. 7. Генерирующие компании – сравнительные мультипликаторы

Компания	Страна	Кап-я, $ млн	EV/EBITDA		P/E		EV/продажи		Дох-ть FCF		Див. дох-ть	
			2019П	2020П	2019П	2020П	2019П	2020П	2019П	2020П	2019П	2020П
Ген. компании, Россия												
РусГидро	Россия	$3,336	3.7	3.2	7.1	4.6	0.9	0.8	отр.	17%	8%	9%
Интер РАО	Россия	$5,048	1.2	1.1	4.1	3.7	0.1	0.1	26%	31%	4%	5%
Юнипро	Россия	$2,598	5.5	4.0	8.9	6.1	1.9	1.7	5%	13%	10%	13%
Энел Россия	Россия	$488	3.0	4.5	6.2	5.4	0.7	1.1	19%	12%	16%	11%
ОГК-2	Россия	$962	2.8	2.7	5.1	4.0	0.6	0.6	32%	33%	7%	8%
ТГК-1	Россия	$699	2.7	2.6	3.7	3.4	0.7	0.7	26%	26%	9%	9%
Мосэнерго	Россия	$1,386	1.6	1.5	6.3	5.1	0.3	0.3	13%	15%	6%	6%
Средневзвешенное значение			**2.8**	**2.4**	**6.0**	**4.5**	**0.7**	**0.7**	**15%**	**22%**	**7%**	**8%**
Медиана			**2.8**	**2.7**	**6.2**	**4.6**	**0.7**	**0.7**	**22%**	**17%**	**8%**	**9%**
Ген. компании, EM												
Huaneng Power International	Китай	$11,332	9.0	8.4	14.6	12.4	2.1	2.1	2%	10%	7%	9%
CLP Holdings LTd	Гонконг	$26,025	12.4	10.9	20.6	16.8	3.1	3.0	5%	4%	4%	4%
China Resources Power	Гонконг	$5,826	5.8	5.2	6.4	5.3	2.1	1.9	отр.	отр.	6%	7%
CGN Power Corp	Китай	$26,419	14.7	13.6	19.7	17.9	7.9	7.3	4%	6%	4%	4%
Huadian Power International	Китай	$4,887	9.0	8.3	10.8	8.8	2.0	1.9	8%	19%	5%	7%
Datang International Power Gen Co	Китай	$6,020	9.2	8.7	14.8	12.2	2.5	2.4	20%	26%	6%	7%
China Yangtze Power Co	Китай	$56,782	11.6	11.5	17.7	17.4	9.6	9.5	10%	8%	4%	4%
NTPC	Индия	$16,344	10.4	9.4	10.5	9.3	2.9	2.7	отр.	3%	4%	4%
KEPCO	Ю.Корея	$13,849	7.6	6.4	отр.	19.2	1.4	1.4	отр.	отр.	1%	2%
Ratchaburi Elec Gen Holding	Таиланд	$3,449	18.3	18.0	15.0	14.7	2.8	2.8	2%	3%	4%	4%
CEMIG	Бразилия	$5,131	7.6	7.1	7.8	8.8	1.5	1.5	21%	11%	5%	5%
Eletrobras	Бразилия	$11,588	8.8	7.5	10.1	8.4	3.1	2.8	n/a	n/a	3%	4%
PGE	Польша	$3,878	3.9	3.7	6.0	5.9	0.9	0.8	отр.	6%	1%	3%
EDP	Португалия	$14,495	9.2	8.9	16.3	14.8	2.1	2.0	7%	7%	5%	5%
EDP Renovaveis	Испания	$9,521	9.9	9.9	26.5	26.6	7.8	7.5	4%	1%	1%	1%
CEZ	Чехия	$11,804	6.3	5.9	15.4	13.1	1.8	1.7	7%	8%	6%	6%
Средневзвешенное значение			**10.6**	**9.9**	**15.3**	**15.2**	**5.0**	**4.9**	**6%**	**6%**	**4%**	**4%**
Медиана			**9.1**	**8.6**	**14.8**	**12.8**	**2.3**	**2.3**	**7%**	**7%**	**4%**	**4%**
Ген. компании, DM												
Verbund	Австрия	$18,519	15.9	13.3	29.5	22.6	5.8	5.2	3%	3%	1%	2%
EDF	Франция	$31,583	4.2	3.9	13.3	10.5	1.0	0.9	отр.	отр.	4%	4%
E.ON	Германия	$25,885	6.3	4.7	15.7	14.5	1.0	0.5	отр.	1%	5%	5%
RWE	Германия	$18,481	12.0	6.8	23.3	16.4	1.5	1.1	7%	3%	3%	3%
A2A	Италия	$5,871	7.6	7.1	16.5	13.9	1.4	1.3	отр.	4%	5%	5%
Enel	Италия	$76,430	8.0	7.6	14.6	13.2	1.8	1.7	5%	7%	5%	5%
Endesa	Испания	$27,538	8.3	8.2	16.4	16.1	1.5	1.5	2%	5%	6%	6%
Iberdrola	Испания	$65,165	9.8	9.2	17.8	16.5	2.6	2.5	1%	2%	4%	4%
Centrica	Великобрит.	$4,945	4.5	4.2	9.8	7.0	0.3	0.3	8%	11%	7%	7%
Drax Group	Великобрит.	$1,430	5.1	4.8	10.0	7.9	0.4	0.4	19%	24%	5%	6%
SSE	Великобрит.	$16,672	11.7	11.3	19.3	14.6	0.8	3.1	5%	4%	8%	6%
American Electric Power	США	$45,597	13.3	12.3	22.3	20.8	4.6	4.4	отр.	отр.	3%	3%
Dominion Resources	США	$65,797	13.0	12.4	19.5	18.3	6.3	6.0	отр.	1%	4%	5%
DTE Energy Company	США	$23,809	13.1	12.1	20.7	18.9	2.8	2.7	отр.	отр.	3%	3%
Chubu Electric Power Co	Япония	$11,357	9.6	11.9	15.9	7.3	1.2	1.2	отр.	отр.	3%	3%
Kansai Electric Power Co	Япония	$10,703	9.3	9.9	8.5	7.7	1.6	1.5	отр.	отр.	4%	4%
Средневзвешенное значение			**10.1**	**9.3**	**17.9**	**15.8**	**2.9**	**2.8**	**2%**	**3%**	**4%**	**4%**
Медиана			**9.4**	**8.7**	**16.5**	**14.6**	**1.5**	**1.5**	**5%**	**4%**	**4%**	**4%**

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2019. Все права защищены.

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «настоящий Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые суждения или мнения, представленные в настоящем Отчете, актуальны на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые суждения и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности суждений и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Информация, содержащаяся в настоящем Отчете, не должна рассматриваться в качестве индивидуальной инвестиционной рекомендации. Ценные бумаги и финансовые инструменты, указанные в настоящем Отчете, могут не соответствовать инвестиционному профилю получателя настоящего Отчете. Получатель настоящего Отчета должен самостоятельно оценить, соответствуют ли упоминаемые финансовые инструменты его инвестиционным целям риск-аппетиту.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в настоящем Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Настоящий Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Настоящий Отчет не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий Отчет и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информации не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним организациям и филиалам. Все мнения и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестиций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в настоящем Отчете, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в настоящем Отчете или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.

Система рейтингов

Используемая в настоящем Отчёте шкала рейтингов базируется на следующей методологии, используемой ООО «АТОН»:

Выше рынка	Ожидаемая совокупная доходность выше 15%
Нейтрально	Ожидаемая совокупная доходность от 0% до 15%
Ниже рынка	Ожидаемая совокупная доходность ниже 0%

При этом под ожидаемой совокупной доходностью в целях настоящего Отчета понимается потенциал роста от текущей цены акции до целевой цены, то есть справедливой стоимости акции на горизонте 12 календарных месяцев с учетом дивидендной доходности за 12 календарных месяцев.

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рейтинги могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Рейтинги присваиваются в момент начала аналитического освещения соответствующих ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рейтинга и предусмотренных соответствующим рейтингом. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рейтинг пересматривается», и в этот период ранее присвоенный рейтинг может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения рейтинга. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

ООО «АТОН» (ИНН 7702015515) осуществляет свою деятельность на рынке ценных бумаг в соответствии со следующими лицензиями:

- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №177-02896-100000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №177-03006-010000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №177-04357-000100 от 27 декабря 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам

ООО «АТОН» внесено в Единый реестр инвестиционных советников – номер записи 25.

Воспроизведение, копирование и иное использование информации, содержащейся в настоящем Отчете, или ее части допускается только с предварительного письменного согласия ООО «АТОН».

© ООО «АТОН», 2019. Все права защищены.