

2016

Сколько сегодня стоят деньги?

Привлечение финансирования в розничную торговлю и сектор FMCG: возможности и условия финансирования

ЮНИТЕР



Инвестиционная компания ЮНИТЕР
Закрытое акционерное общество

Роман Осипов
директор

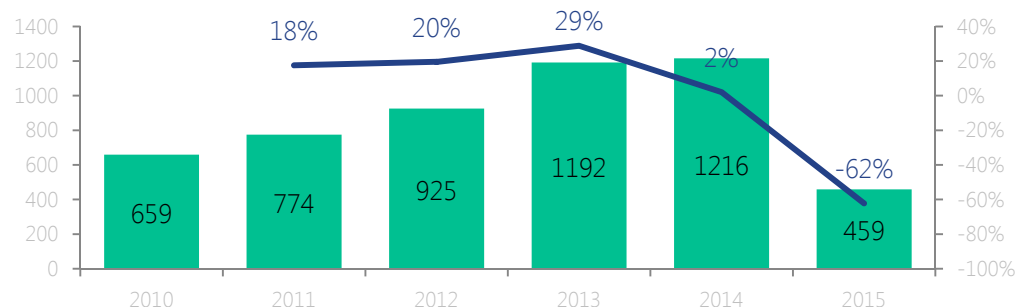
Инвестиции в торговле

Резкое снижение объемов инвестиций в 2015 году, 2016 году инвестиционная активность останется на низком уровне

- Объем инвестиций в основной капитал в торговлю в 2015 г. сократился почти в 2,6 раза. Такое сокращение стало результатом насыщения рынка торговой недвижимости. Значительные ресурсы были инвестированы в 2010-2014 гг.

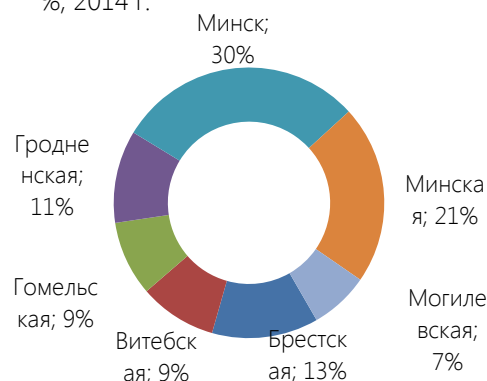
- Доля иностранных инвестиций небольшая и варьируется в зависимости от года от 1% до 7%.
- Более 50% инвестиций в основной капитал в торговлю приходится на Минск и Минскую обл.

Инвестиции в основной капитал в торговлю, млн долл



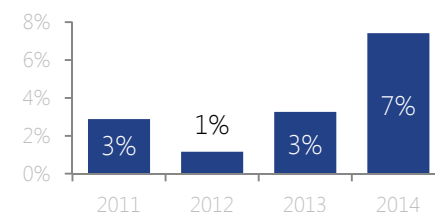
Источник: Национальный статистический комитет (предварительные данные за 2015 год)

Структура инвестиций в основной капитал в торговлю по регионам, %, 2014 г.



Источник: Белстат

Доля иностранных инвестиций в основной капитал в торговлю



Источник: Белстат

Цели финансирования

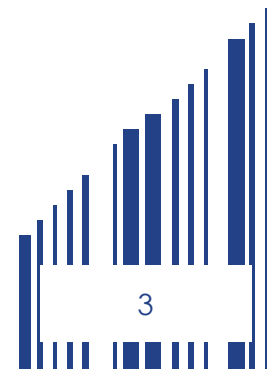
Розничной торговле важно обеспечить финансирование двух элементов бизнеса: текущая деятельность и открытие магазинов

› Финансовое обеспечение текущей деятельности:

- финансирование оборотного капитала,
- рефинансирование ранее полученных кредитов/займов,
- расчеты с поставщиками за поставленный товар (в т.ч. импорт),
- обеспечение реализации других краткосрочных задач.

› Обеспечение целей развития:

- реализация мероприятий экспансии сети (открытие новых магазинов, складов),
- завершение ранее начатых проектов строительства,
- развитие новых форматов и трансформация сети (ре-брендинг),
- финансирование сделок M&A.



Источники финансирования: теория

Хотя теоретически есть целая группа различных источников финансирования, в условиях Беларуси используется только малая их часть.

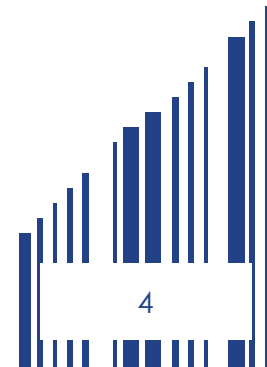
Источники финансирования

- Банки(кредиты и другие продукты),
- Облигации, акции (IPO)
- Стратегические инвесторы,
- Финансовые инвесторы, инвестиционные фонды,
- Международные финансовые институты и фонды.

Почему не все источники активно задействованы в Беларуси?

Неразвита инфраструктура рынка капитала, отсутствуют институциональные инвесторы

Высокие требования к доходности инвестиций со стороны иностранных инвесторов, особенно сейчас, как следствие – низкая оценка бизнеса



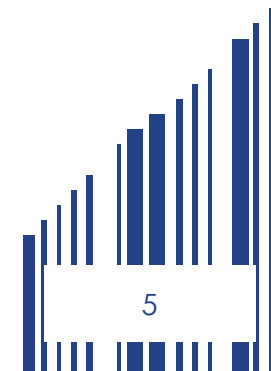
Инструменты доступные на рынке капитала

Банковские продукты

Выпуск облигаций

Финансирование
Международных
Финансовых
Институтов

Сделки с Equity (доли /
акции)

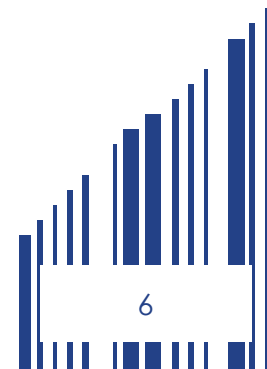


Инструменты

Кредиты и финансирование коммерческих банков (самый распространенный инструмент)

Долгосрочные (инвестиционные) и краткосрочные кредиты.

- Несмотря на усиление консервативного крена в кредитной политике банков, они продолжают работать с розничными сетями. В сравнении с общим падением активности во всех секторах экономики, розничный сектор не в худшем положении.
- Заемщики предпочитают брать финансирование в валюте (текущие ставки 10-12%), поскольку финансирование в рублях все еще очень дорогое (но снижается в связи с начатой политикой НацБанка по стимулированию кредита экономике) - рекомендованная ставка в рублях 32% годовых.
- У участников рынка (поставщики и сети) в 2015-2016 гг. существенно вырос интерес к факторингу, в особенности в отношении финансирования импортных закупок (т.н. реверсивный факторинг для сетей), и факторинг для поставщиков при поставках в сети. Стоимость факторинга равна рыночной стоимости кредита.

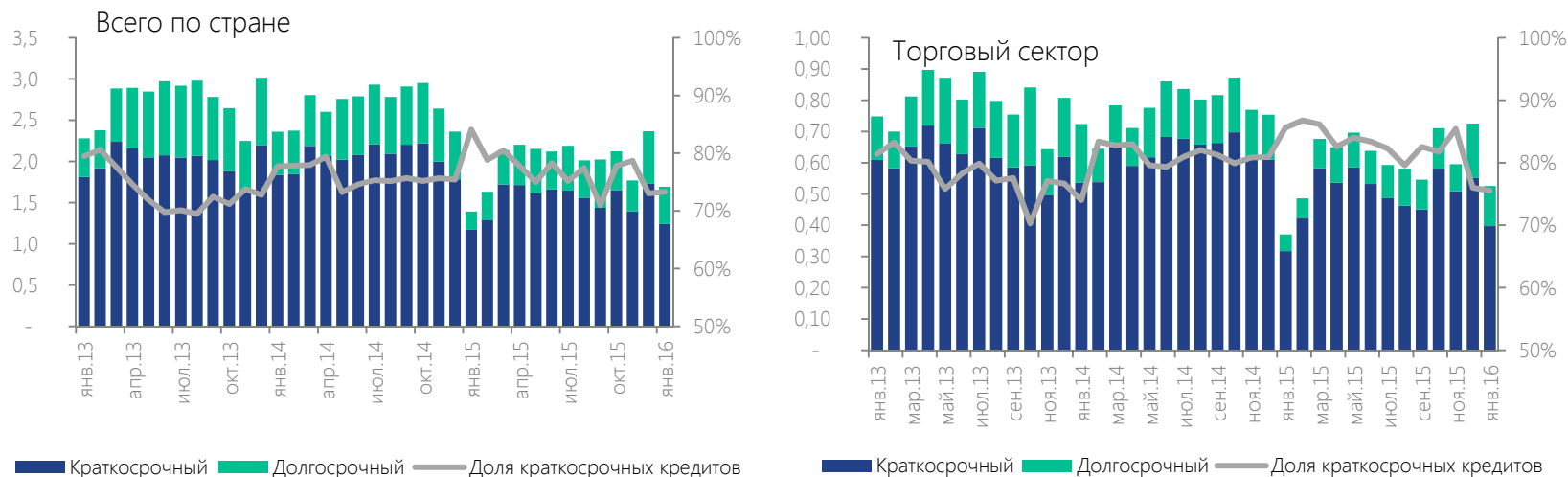


Банковское финансирование

Краткосрочные кредиты доминируют в выдаче новых кредитов, при этом их доля не ниже 76% (в целом по стране) и 80% (в торговле) за последний период.

Под торговым сектором подразумевается сектор экономики - «Оптовая и розничная торговля; ремонт автомобилей и мотоциклов»

Структура выданных новых кредитов, млрд. USD



Источник: Национальный банк Республики Беларусь (статистика банковской системы)

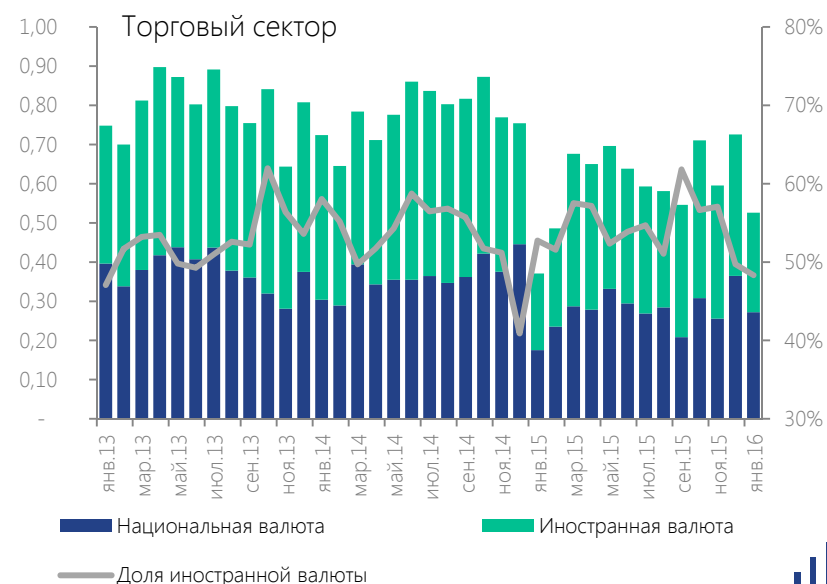
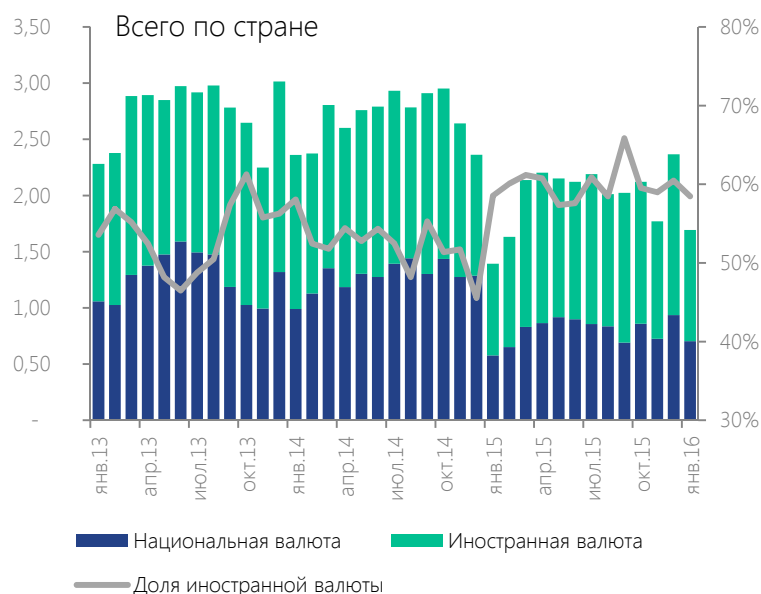
Доля действительно долгосрочных кредитов на самом деле еще ниже – согласно классификации бюллетеня НБРБ – долгосрочными признаются кредиты на срок свыше 1 года.

Банковское финансирование

В структуре вновь выдаваемых кредитов преобладают кредиты в иностранной валюте

В 2015 году новых кредитов больше выделялось в иностранной валюте: в целом по стране 55%, в торговом секторе соотношении имеет паритетное значение - не более 55%.

Структура выданных новых кредитов, млрд. USD



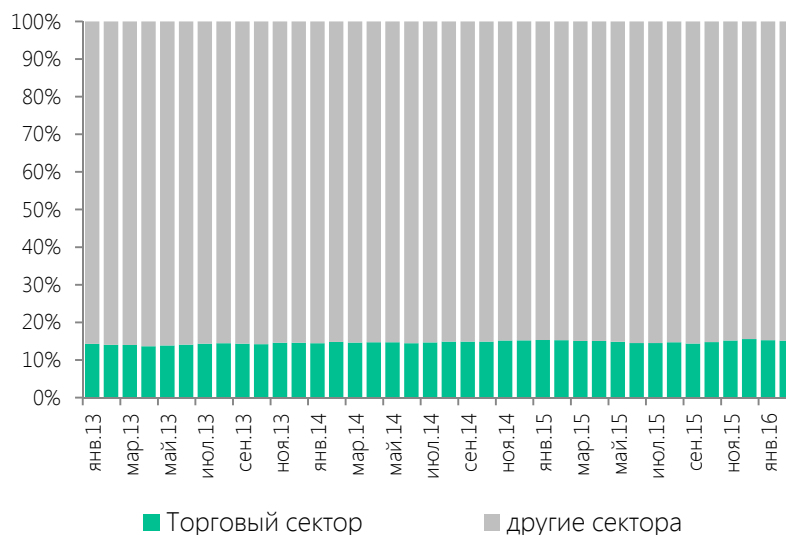
Источник: Национальный банк Республики Беларусь (статистика банковской системы)

Доля торгового сектора в банковском портфеле и в выдаче новых кредитов

2016

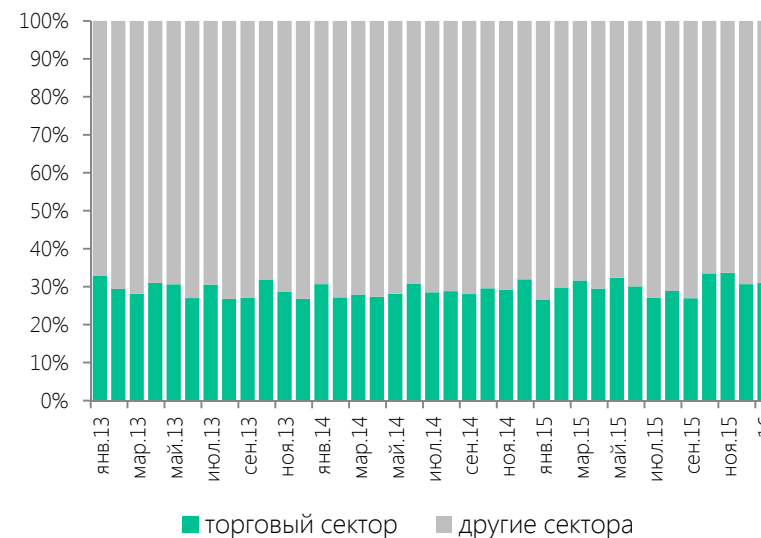
Структура банковского портфеля

Среднее значение доли торгового сектора за период 2013-16 составляет 14,7%, среднее значение за период 2015-16 составляет 15,0%



Структура выдачи новых кредитов

Среднее значение доли торгового сектора за период 2013-16 составляет 29,0%, среднее значение за период 2015-16 составляет 30,0%



Источник: Национальный банк Республики Беларусь (статистика банковской системы)

Проблемная задолженность

Проблемная задолженность в разрезе валют практически идентична как по банковской системе в целом, так и по торговому сектору в частности. Однако, в торговле имеются свои отличия.

Кредитный портфель банковской системы, млрд. руб.



Доля проблемной задолженности в РБ не превышает 3,5% (для сравнения в РФ – на начало 2016 года – 5,75%), при этом четко выделяется тенденция роста проблемной задолженности по иностранной валюте.

Кредитный портфель (оптовая и розничная торговля), млрд. руб.



Проблемная задолженность в секторе оптовой и розничной торговли растет опережающими темпами – 3,6% (в РФ – 5,96%), при этом в разрезе валют – сильное выделение задолженности в иностранной валюте.

Источник: Национальный банк Республики Беларусь (статистика банковской системы)

Проблемная задолженность

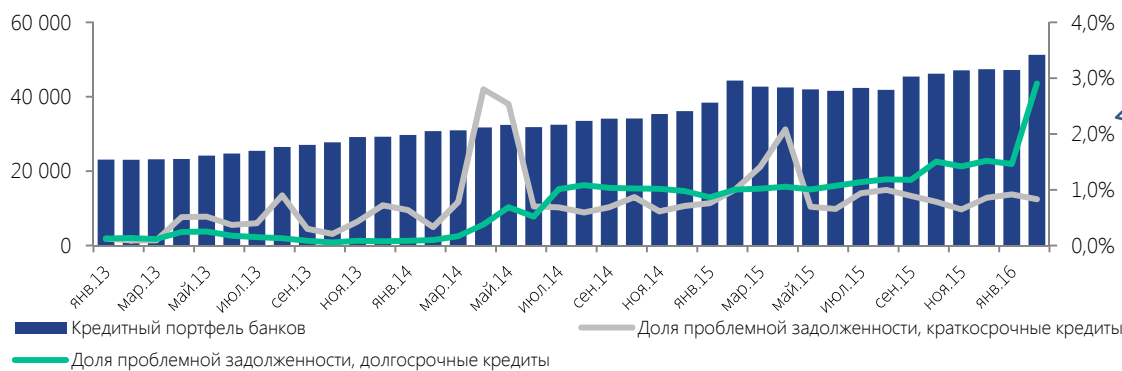
Проблемная задолженность в разрезе сроков кредита как по Беларуси, так и по торговому сектору имеют схожую тенденцию, однако, в торговом секторе за последние 2 года задолженность по долгосрочным кредитам выросла в 28 раз (по стране в целом только в 8 раз).

Кредитный портфель банковской системы, млрд. руб



Уже начиная с середины 2015 года проблемная задолженность по долгосрочным кредитам начала активно расти, тогда как задолженность по краткосрочным кредитам умеренно падать.

Кредитный портфель (торговый сектор), млрд. руб

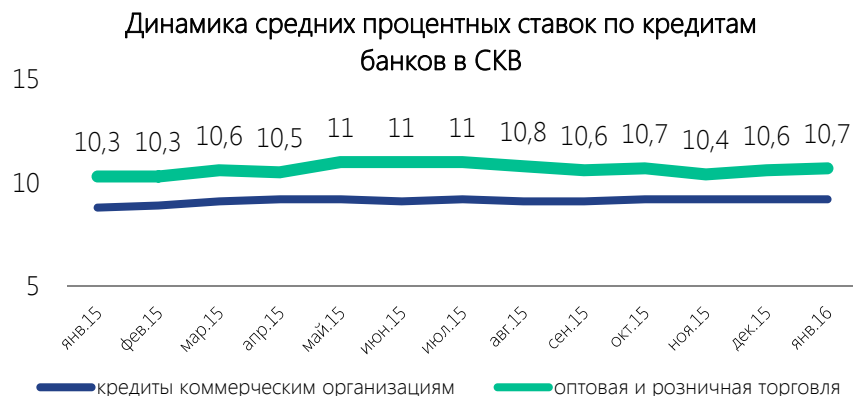
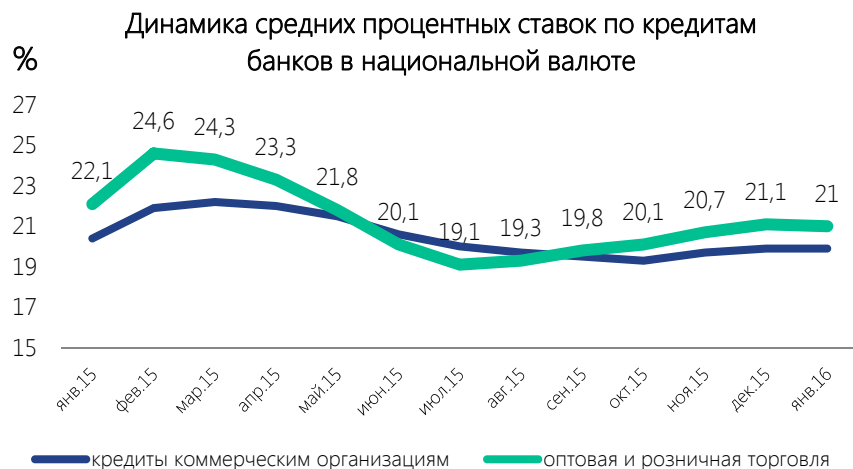


В торговом секторе ситуация резко начала меняться к концу 2015 года, за период 2013-2015 резкий рост был лишь в начале 2014 года с растущим трендом)

Источник: Национальный банк Республики Беларусь (статистика банковской системы)

Стоимость банковского финансирования

Стоимость банковского финансирования в иностранной валюте относительно стабильна



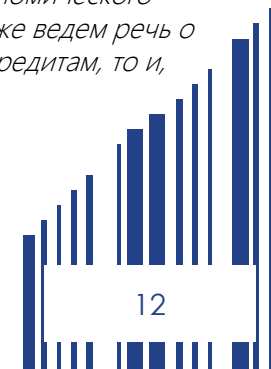
Источник: Национальный банк Республики Беларусь (статистика банковской системы)

Текущие ставки в валюте 10-12% в дол. США. Рекомендованная ставка в белорусских рублях 32%.

Мы видим переломный момент в политике НБРБ: **задача - сократить стоимость финансирования.**

Тарас Надольный, первый заместитель председателя правления Нацбанка Беларуси:

«Ведем речь сегодня о том, чтобы плавно постепенно обеспечивать доступность кредитов для экономики, потому что темп прироста кредитов в экономике достаточно низкий и по рублям, и по валюте в силу того, что реализуются мероприятия по сдерживанию денежной массы. Поэтому мы как раз сейчас ведем речь о том, чтобы создавать стимулы для экономического роста, для доступности кредитов, мы даже ведем речь о снижении процентных ставок, если по кредитам, то и, соответственно, по депозитам»



Факторинг / Форфейтинг

Факторинг только начинает развиваться в Беларуси, при этом стимулом является не только спрос на продукт, но и изменения в законодательстве (Указ №471).



Источник: НБРБ (мониторинг спроса банковских услуг)

Согласно данным последнего мониторинга спроса на банковские услуги (проведенный НБРБ), факторинг как услуга уже начиная с 2013 года начинает приобретать выраженную и устойчивую тенденцию роста спроса.

Это же подтверждается сегодня экспертами банковской сферы: «факторинг сейчас в тренде».

КТО СЕЙЧАС АКТИВНО ПРЕДЛАГАЕТ УСЛУГУ ФАКТОРИНГА?

БЕЛАРУСБАНК

Приорбанк **XRB Group**

А **Альфа-Банк**

ВТБ

БелВЭБ

Белгазпромбанк

**ВИДЫ ФАКТОРИНГА,
ПРИМЕНЯЕМЫЕ В БЕЛАРУСИ:**

Классический, экспортный, факторный, реверсивный (или обратный).

УСЛОВИЯ ФАКТОРИНГА:

Валюта контракта
Между резидентами –
только рубли

32%
Стоимость
рублевых кредитов

1-2%
Комиссия за организацию
(зависит от банка и доп. условий)

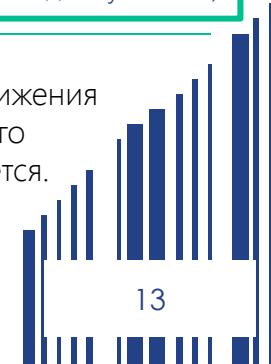
Форфейтинг

покупка долга, выраженного в оборотном документе, у кредитора на безоборотной основе

Начало развития продукта – 17 февраля 2015 года (УКАЗ №69 «об использовании векселей»)



Ориентирован на экспортеров для снижения себестоимости с помощью финансового инструмента, на практике не применяется.



Наиболее активные банки

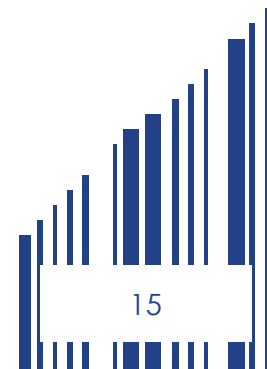
Банк	01.10.2014 кредиты клиентам, млн. бел. руб.	01.10.2015 кредиты клиентам, млн. бел. руб.	прирост портфеля в BYR	01.10.2014 кредиты клиентам, млн. долл.	01.10.2015 кредиты клиентам, млн. долл.	прирост портфеля (эквивалент в валюте)
АСБ БЕЛАРУСБАНК	133290746	163 300 311	22,5%	13 300	10 429	-21,6%
БЕЛАГРОПРОМБАНК	51246858	63 398 348	23,7%	5 113	4 049	-20,8%
БПС-СБЕРБАНК	31498314	41 662 365	32,3%	3 143	2 661	-15,3%
БЕЛИНВЕСТБАНК	17300112	21 552 096	24,6%	1 726	1 376	-20,3%
БАНК БЕЛВЭБ	15353056	21 683 279	41,2%	1 532	1 385	-9,6%
БЕЛГАЗПРОМБАНК	9911860	16 043 454	61,9%	989	1 025	3,6%
ПРИОРБАНК	12410840	15 095 723	21,6%	1 238	964	-22,1%
БАНК ВТБ (БЕЛАРУСЬ)	6340966	8 821 276	39,1%	633	563	-11,0%
АЛЬФА-БАНК	4302479	9 038 977	110,1%	429	77	34,5%
БАНК МОСКВА-МИНСК	4100359	5 625 298	37,2%	409	359	-12,2%
МТБАНК	2951284	3 664 751	24,2%	294	234	-20,5%
БНБ-БАНК	1262512	2 296 267	81,9%	126	147	16,4%
ИДЕЯ БАНК	1753507	1 783 014	1,7%	175	114	-34,9%
ХКБАНК	1473817	1 491 440	1,2%	147	95	-35,2%
ТЕХНОБАНК	947203	1 267 338	33,8%	95	81	-14,4%
ПАРИТЕТБАНК	731945	996 822	36,2%	73	64	-12,8%
БСБ БАНК	59433	44 633	-24,9%	6	3	-51,9%
РРБ-БАНК	588696	613 913	4,3%	59	39	-33,3%
ФРАНСАБАНК	507720	504 526	-0,6%	51	32	-36,4%
ТРАСТБАНК	313683	440 860	40,5%	31	28	-10,0%
БТА БАНК	628665	612 052	-2,6%	63	39	-37,7%
ЕВРОТОРГИНВЕСТБАНК	227487	540 833	137,7%	23	35	52,2%
АБСОЛЮТБАНК	194228	328 354	69,1%	19	21	8,2%
ЦЕПТЕР БАНК	262988	342 322	30,2%	26	22	-16,7%

Источник: Национальный банк Республики Беларусь (статистика банковской системы)

Инструменты (продолжение)

В. Выпуск корпоративных облигаций

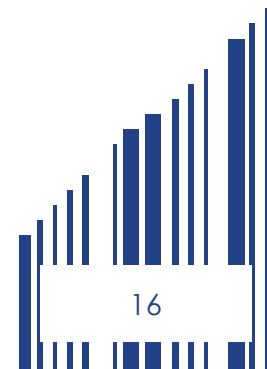
› Примеры 2015 г. в рознице: ЗАО Юнифуд (Алми) (купон 10,75% в долл. США; 10,25% в евро, срок обращения 2 года), Евроторг 10,5% в долл. США, срок обращения 5 лет).
Покупатели: большая масса физические лица, юридические лица, банки.



Инструменты (продолжение)

С. Финансирование Международных Финансовых Институтов.

› В основном это действительно долгосрочное финансирование для белорусских реалий (5-7 лет)



Привлечение финансирования МФИ

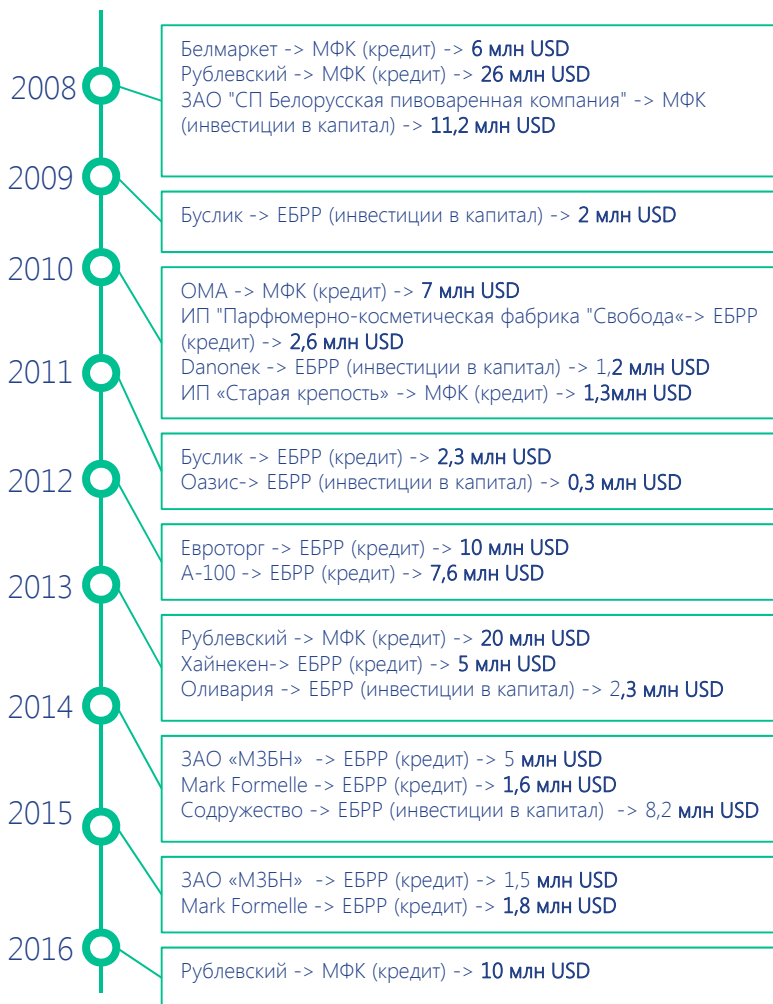
	Организация	Деятельность в Беларуси
	ЕБРР (Европейский Банк Реконструкции и Развития)	Поддержка малого и среднего бизнеса, проекты по строительству дорог, модернизации энергетики, повышению энергоэффективности предприятий
	IFC (Международная финансовая корпорация)	Развитие частного сектора, улучшение инвестиционного климата, поддержка белорусских банков и частных экспортоориентированных предприятий
	Nordic Investment Bank (Северный инвестиционный банк)	Кредитование программ, направленных на улучшение очистки сточных вод, проекты, связанные с сокращением вредных выбросов в атмосферу.
	NEFCO (Северная экологическая финансовая корпорация)	Энергоэффективные проекты по обновлению оборудования, реконструкции очистных сооружений.
 Евразийский Банк Развития	Евразийский Банк Развития	Проекты по развитию инфраструктуры, развитию производств, программы по повышению энергоэффективности экономики.
	Банк Развития Беларуси	Поддержка малого и среднего бизнеса, проекты в приоритетных отраслях экономики. В 2015 году Банк Развития Беларуси выделит Br700 млрд на инвестпроекты малого и среднего бизнеса.

А так же другие организации (FMO, KFW и пр.)

Привлечение финансирования МФИ в торговлю и в FMCG

2016

Хронология финансирования



Источник: Инвестиционная компания ЮНИТЕР



European Bank
for Reconstruction and Development

100+
млн USD

Суммарный объем финансирования проектов в розничной торговле за последние 8 лет превысил 100 млн. долл.

67%

Основная доля финансирования (67%) приходится на кредитные линии.

Структура по типам финансирования, %



■ Инвестиции в капитал

■ Кредит

20

За последние 8 лет было зафиксировано более 20 фактов выделения кредита и инвестиций в капитал



Выводы

- Банки более консервативны к выдаче новых кредитов /пролонгации существующих. *В 2016 г. вряд ли что-то принципиально изменится.*
- В рознице и FMCG у компаний сформировалась значительная кредитная нагрузка, при этом *преобладают краткосрочные кредиты.*
- Большая часть кредитной нагрузки к тому же *сформирована в валюте.*

Риски по maturities

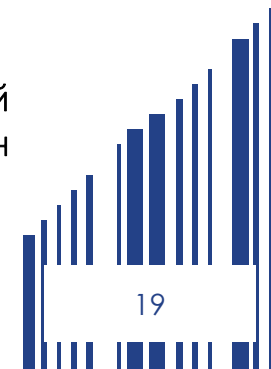
Высокие ставки с небольшим сроком погашения основного долга на фоне спада спроса, и падения маржинальности,

На фоне девальвации и ориентации на внутренний рынок валютные риски довольно значительные.

Показатели фин. устойчивости у европейских компаний. На основе средних показателей отношения чистого долга к EBITDA по широкой базе данных (600 компаний):

- Показатель Net Debt / EBITDA варьируется в среднем от 2-4. Средний по 600 компаниям - составил 2,3.
- Среднее отношение EBITDA к годовым процентным расходам составило 17,5. Однако большинство компаний имеет данный показатель свыше 5-10;

С учетом рыночной специфики для белорусских компаний показатель долгосрочной финансовой устойчивости должен быть еще ниже, нежели у европейских игроков .



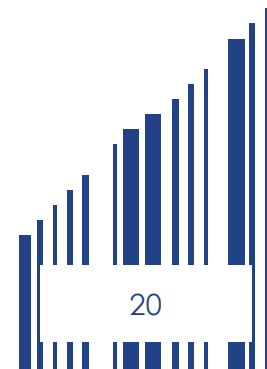
Инструменты (продолжение)

D. Сделки с Equity (уставным капиталом)

Продажа существующих долей / допэмиссия (деньги в капитал компании).

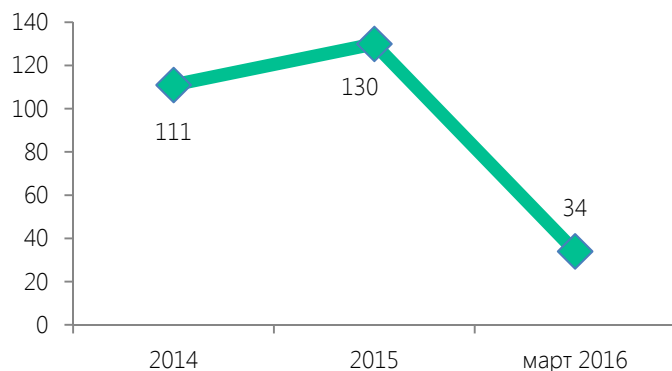
Финансирование в капитал может привлекаться как на закрытых рынках капитала так и на публичных рынках (IPO).

Финансирование в капитал более дорогое нежели кредиты (30-40%), но оно отражается в оценке на стадии входа в капитал инвестора/партнера.



Сделки с Equity в рознице в странах соседах: Польша, Литва, Россия, Украина

Количество сделок в рознице в указанных странах



Источник: Инвестиционная компания ЮНИТЕР

Наиболее покупатели в покупке розничных сетей в России, Польше, Литве и Украине за 2014-2015 гг.

Компания	Страна
MCI Capital	Польша
DST Global	Россия
JSC Tander	Россия
Naspers Limited	Южная Африка
Ulmart ZAO	Россия
AddVenture	Россия
DAMF Invest Spółka Akcyjna	Польша
DN Capital Limited	Польша
Empik Media & Fashion S.A.	Польша
ICONIQ Capital, LLC	США

*Включена e-commerce торговля

Разглашенная сумма сделок по объявленным и завершенным сделкам в Польше, Литве, России, Украине – январь-март 2016

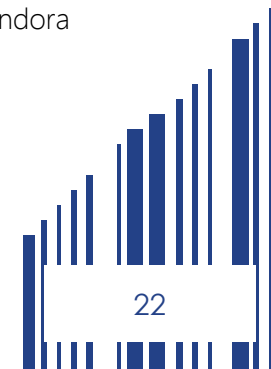
Таргет	Страна-таргета	Сумма сделки (млн. долл.)	Инвестор	Страна-инвестора
Tripmydream CORP.	Украина	0,352	lastminute.com NV.	-
Empik Media & Fashion S.A. *	Польша	16,14	Krockella s.r.o.	-
TV Okazje Sp. z o.o.	Польша	0,011	Pure Media Corporations Ltd	-
ООО Olivia**	Россия	0,313	Ellipse Group ООО	Россия
Invia.cz, a.s.	-	58,09	Rockaway Capital SE	-
Travel.ru	Россия	1,38	MCI Capital	Польша
Optimum Distribution Sp. z o.o. and Optimum Distribution CZ&SK s.r.o.	Польша	5,49	Orbico d.o.o.	-
Crew4Web Sp. z o.o.	Польша	0,021	Ingram Content Group Inc.	-
Giddy Inc.	-	70,6	GGV Capital; DST Global; Light Street Capital Management, LLC; Safa Partners	DST Global (Россия)
SMYK Sp. z o.o. and 16.66% of NTG Network Toys Germany GmbH	Польша	183,73	Coortland Investments sp. z o.o.; Cornerstone Partners Sp. z o.o	Польша
Orzel Spolka Akcyjna	Польша	1,34	-	-
Moto44 Sp. z o. o.	Польша	0,187	Carpathia Capital S.A.	Польша

*EV/Revenue-0,621, EV/EBITDA -3,02x

**EV/Revenue – 0,089x

CASE STUDY

- 1) В 2016 году Российско-китайский инвестиционный фонд (РКИФ) за **133 млн. USD** приобрел 23,1% доли ОАО "Детский мир" (*крупнейший розничный оператор торговли детскими товарами в России и Казахстане*). Данная сделка позволит продолжить развитие и способствовать дальнейшему расширению группы компаний "Детский мир" в международном масштабе, включая Китай и другие страны.
- 2) Финский ретейлер "Стокманн" заключил с инвестиционно-холдинговой компанией Reviva Holdings Limited соглашение о продаже своих торговых центров в России из-за убытков на протяжении последних нескольких лет, и их еще большее увеличение в результате девальвации рубля. Reviva Holdings Limited будет иметь право пользоваться торговой маркой Stockmann в России в течение 2 лет, а также покупателю переданы все обязательства по аренде и весь персонал в 2,3 тыс. сотрудников. Сумма сделки составит **5 млн евро**. Мультипликатор **EV/Revenue составил 0,0208x**. Выручка компании на начало 2015 составляла 290,4 млн. USD, EBIT-31,46 млн. USD (отрицательный),
- 3) Инвестиционное подразделение Сбербанка приобрело сеть ювелирных магазинов Pandora. Подразделение банка выкупило 100% Panclub Enterprises Limited, который развивает ювелирную сеть Pandora в России. В мае 2014 г. Сбербанк выдал кредит ЗАО «Панклуб» (российская «дочка» Panclub Enterprises) и получил 35% компании в собственность и остальное в залог. Кредитное соглашение предусматривало право Сбербанка продать 35% компании обратно (пут-опцион). Обязанность исполнить пут-опцион лежала на холдинговой компании Trellas, которая является головной для ГК «Связной». Срок опциона истек 1 марта 2015 г., однако Trellas не исполнила свои обязательства по выкупу акций. В результате Сбербанк стал владельцем заложенных в качестве обеспечения по предоставленному «Панклубу» финансированию 65% акций компании Panclub Enterprises, консолидировав у себя 100% акций компании. Общая сумма инвестиций Сбербанка в сеть Pandora составила около **235 млн. долл.**, эта сумма включает кредит и покупку 35% акций.



Привлечение финансирования в «стрессовые активы»

2016

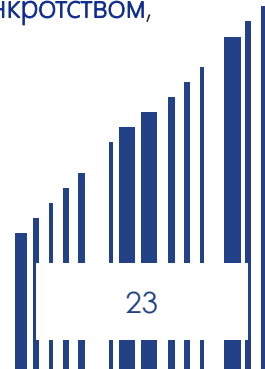
Профиль таких компаний – это **выкуп стрессовых активов и финансирование реструктуризации долговых обязательств**. Большинство фондов работает по географическому принципу, вкладывая средства в определенные сегменты и отрасли промышленности, где обладают наибольшей квалификацией.

В условиях кризиса, который произошел в России и на Украине и отразился на Республике Беларусь, данный инструмент становится наиболее актуальным. **Нельзя говорить, что все активы являются «стрессовыми»**, но большинство банков, инвесторов и финансовых институтов начинают применять подходы «стрессовых фондов» и оценивать инвестиции с точки зрения риска.

Основные инструменты финансирования:

- Акции;
- Акционерный капитал;
- Квази-эквити;
- Конвертируемый долг;
- Мезонин (гибрид между долговым финансированием и прямыми инвестициями). Мезонинное финансирование состоит из трех частей:
 - ✓ фиксированный процент, уплачиваемый регулярно (например, раз в квартал);
 - ✓ отложенный процент (PIK или pay-in-kind), уплачиваемый в конце периода, но капитализируемый раз в год;
 - ✓ участие в приросте стоимости компании (equity kicker), осуществляемое через опционы, варранты или номинальные варранты (penny warrant).

Суть этих инструментов заключается в том, что **инвестор берет на себя риски, связанные с банкротством**, поэтому взамен он хочет получить значительно большую доходность (Turnaround).



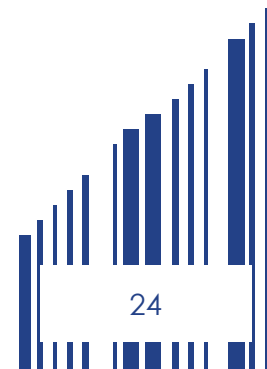
Принцип работы «стрессовых фондов»

В рамках работы с проблемными активами фонд:

- Проводит анализ краткосрочной и среднесрочной стратегии развития компании, проводит полный аудит деятельности всех предприятий группы;
- Проводит оценку максимальной долговой нагрузки и потребности в дополнительном финансировании;
- Выявляет возможные меры по реструктуризации задолженности;
- Привлекает сторонних экспертов и консультантов (разработка стратегии, взгляд со стороны, независимая экспертиза) – обычно это бывшие топ-менеджеры лидирующих компаний в отрасли.;
- Проводит реструктуризацию долгов перед бюджетами, внебюджетными фондами;
- Проводит оптимизацию активов компании;
- Формирует эффективную организационную структуру и менеджмент компании;

В процессе реструктуризации и восстановления часто необходимо использовать средства правовой защиты в отношении должника через суд. Поэтому «стрессовые фонды» работают в паре с сильными юристами, имеющими опыт в реструктуризации долга.

Принцип отбора проектов для «стрессовых фондов» заключается в том, что они смотрят на хорошо работающие компании, но с плохими финансовыми показателями (компании, которые по какой-либо причине оказались в сложной экономической ситуации). Поэтому для таких фондов важна **быстрота принятия решения**, так как в случае промедления «кейс» с компанией может просто исчезнуть.



Условия финансирования

1) Доходность в таких сделках изменяется в зависимости от рынка и зависит от «**странового риска**» (Country risk).

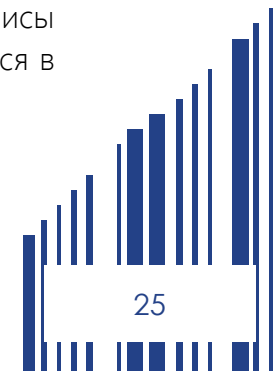
Поэтому при входе в проект, который не подкрепляется государственными гарантиями, инвестор хочет получать значительно большую доходность. При учете «странового риска» (около 11 по damodoran; 7,3% суверенные еврооблигации BELARUS 11/18) и премии за риск в размере 20-30%, **фонды будут рассматриваться проекты с потенциальной доходностью не ниже 30-40 процентов годовых.**

2) Второй ключевой момент – это наличие данных фондов. **В Беларуси «фондов стрессовых активов» – нет.**

- «Зубр Капитал» не обладает полномочиями и не будет инвестировать в проблемные активы.
- Российские фонды могут рассматривать проекты в Беларуси, но в связи со сложной ситуацией в стране, вероятность таких инвестиций снижается.
- Основным вариантом остаются западные страны с сильными традициями инвестирования (Великобритания, Австрия, Польша). Многие фонды имеют ограничения по регионам и не готовы смотреть на Беларусь, поэтому таких сделок практически нет.

3) «Фонды стрессовых активов» – это **дорогой источник финансирования.**

- i. Белорусский бизнес не готов делиться такой доходностью.
- ii. Таких сделок практически не было, так как белорусская экономика не сталкивалась с «волной банкротств»
- iii. Нет опыта в том, чтобы поделить доходностью, но не потерять бизнес. В предыдущие кризисы крупный бизнес чаще всего справлялся с трудностями, но нет гарантий, что будет справляться в будущем.



СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ

