

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Affirm Holdings Inc (AFRM)

 Потенциал роста: **29%**

 Целевая цена: **\$49**

 Диапазон размещения: **\$33-\$38**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Кредитование

оценка перед IPO

IPO AFRM: быстрые покупки в рассрочку



Выручка, 3М2021 (млн USD)	174
EBIT, 3М2021 (млн USD)	-45
Прибыль, 3М2021 (млн USD)	-15
Чистый долг, 3М2021 (млн USD)	14

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-26

Капитализация IPO (млрд USD)	8,6
Акции после IPO (млн шт)	242,7
Акции к размещению (млн шт)	24,6
Объем IPO (млн USD)	873
Минимальная цена IPO (USD)	33
Максимальная цена IPO (USD)	38
Целевая цена (USD)	49
Дата IPO	12 января

 Динамика акций | биржа/тикер **NASDAQ/AFRM**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	—	—	—
vs S&P 500	—	—	—

Абдикаримов Ерлан
 Директор Департамента финансового анализа
 (+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

Бектемиров Алем
 Младший инвестиционный аналитик
 (+7) 727 311 10 64 (932) | bektemirov@ffin.kz

12 января состоится IPO компании Affirm Holdings. Это финансово-технологический стартап, который позволяет потребителям приобретать товары и производить платежи в рассрочку. Андеррайтерами размещения выступают Morgan Stanley, Goldman Sachs, Allen & Co., RBC Capital Markets, Credit Suisse и Barclays.

О компании Affirm. Стартап основал Макс Левчин в 2012 году, ранее он был известен как соучредитель компании PayPal, созданной в 2000 году с Питером Тилем. Акционерами компании являются Khosla Ventures, Founders Fund, Lightspeed Venture Partners, Jasmine Ventures Pte Ltd и Shopify Inc. Компания, по данным crunchbase.com, за всю историю привлекла \$1,5 млрд.

Платформа Affirm Holdings. Платформа Affirm включает в себя 3 основных элемента: решение для оплаты в точках продаж, решение для коммерческой торговли и приложение для потребителей. **Решения для оплаты в точках продаж** позволяют потребителям оплачивать покупки фиксированными суммами без процентов, скрытых комиссий и штрафов. То есть платформа дает возможность потребителям оплачивать товары в течение времени, а не единовременным платежом. **Решение для коммерческой торговли** предназначено для эффективного продвижения продуктов продавцов, оптимизации стратегии привлечения клиентов и стимулирования продаж. **Приложение для потребителей** предоставляет доступ к полному набору продуктов Affirm. Приложение можно использовать для управления платежами, открытия сберегательного счета и доступа к персонализированной торговой площадке.

Бизнес-модель Affirm. Компания получает комиссию от продавцов за помощь в продажах. Комиссия от продавца зависит от различных договоренностей и от условий предлагаемого продукта. От потребителей компания получает процентный доход по простым процентным займам. Процентные ставки зависят от кредитоспособности потребителя, операционного риска, срока погашения, суммы ссуды и договоренности с продавцом. Также компания не взимает штрафы за сложные проценты и просрочку платежа.

Финансовые показатели компании. Темпы роста выручки в 2020 ФГ составили 93%, а за 3М 2021 ФГ темпы роста ускорились до 98%. EBIT-маржа составила -48% в 2019 ФГ, -21% 2020 ФГ и -26% за 3М 2021 ФГ.

Апсайд в 29% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFE проецирует оценку собственного капитала в \$12,068 млрд при целевой цене в \$49 на 1 простую акцию с потенциалом роста 29%.

Affirm Holdings Inc: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	3M21	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	3M21
Выручка	264	510	174	Наличность	320	267	684
Убыток по обязательству покупки кредита	73	161	66	Наличность с ограничением	37	61	101
Резерв на возможные потери по кредитам	78	105	40	Ссуды для продажи	3	4	4
Затраты на финансирование	26	32	10	Ссуды для инвестиций	669	939	1 290
Обслуживание	33	50	13	Дебиторская задолженность	43	59	49
Технология	76	122	34	ОС	34	48	50
S&M	17	25	23	Прочие активы	41	23	72
G&A	89	121	32	Активы	1 149	1 402	2 251
EBIT	(127)	(108)	(45)	Кредиторская задолженность	11	18	24
Прочие доходы/расходы	7	-4	29	Выплаты ссуды сторонним организациям	17	25	21
Доналоговая прибыль	(120)	(112)	(15)	Начисленные проценты	1	2	2
Налог	0	0	0	Начисленные обязательства	16	28	26
Чистая прибыль	(120)	(113)	(15)	Конвертируемый долг	0	74	499
				Рефинансирование долга	569	818	699
				Всего обязательства	614	965	1 271
				Конвертируемые акции	798	804	1 327
				Капитал	-263	-367	-348
				Обязательства и собственный капитал	1 149	1 402	2 251
Рост и маржа (%)	2019	2020	3M21	Поэлементный анализ ROIC	2019	2020	3M21
Темпы роста выручки	-	93%	98%	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Темпы роста EBITDA	-	-	-	ICTO, x	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-	AICTO, x	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Валовая маржа	-	-	-	Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
EBITDA-маржа	-	-	-	WCTO, x	-	-	-
EBIT-маржа	-48%	-21%	-26%	FATO, x	-	-	-
NOPLAT-маржа	-	-	-				
Маржа чистой прибыли	-46%	-22%	-9%				
Cash Flow, млн USD	2019	2020	3M21	Ликвидность и структура капитала	2019	2020	3M21
CFO	(88)	(71)	(2)	EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
D&A	5	9	4	Текущая ликвидность, x	-	-	-
CFI	(354)	(253)	(358)	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
CapEx	(19)	(21)	(4)	Долг/активы, %	0,50	0,58	0,31
CCF	562	295	818	Долг/собственные средства, x	-	-	-
Денежный поток	120	(30)	458	Долг/IC, %	-	-	-
Наличность на начало года	238	358	328	Собственные средства/активы, %	31%	23%	35%
Наличность на конец года	358	328	786	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Справочные данные	2019	2020	3M21	Мультипликаторы	2019	2020	3M21
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	P/B, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	P/E, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	P/S, x	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	EV/EBITDA, x	-	-	-
EV, USD	-	-	-	EV/S, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	19	21	4				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

Affirm Holdings Inc: ключевые факты

О компании Affirm. Affirm — это финансово-технологический стартап, который позволяет потребителям приобретать товары и производить платежи в рассрочку. Стартап основал Макс Левчин в 2012 году, ранее он был известен как соучредитель компании PayPal, созданной в 2000 году с Питером Тилем.

Акционерами компании являются Khosla Ventures, Founders Fund, Lightspeed Venture Partners, Jasmine Ventures Pte Ltd и Shopify Inc.

Компания, по данным crunchbase.com, за всю историю привлекла \$1,5 млрд.

Платформа Affirm Holdings. Компания создала платформу для цифровой и мобильной коммерции. На сегодняшний день варианты оплаты, традиционные модели андеррайтинга рисков и кредитов могут вводить в заблуждение и ограничивать как потребителей, так и продавцов.

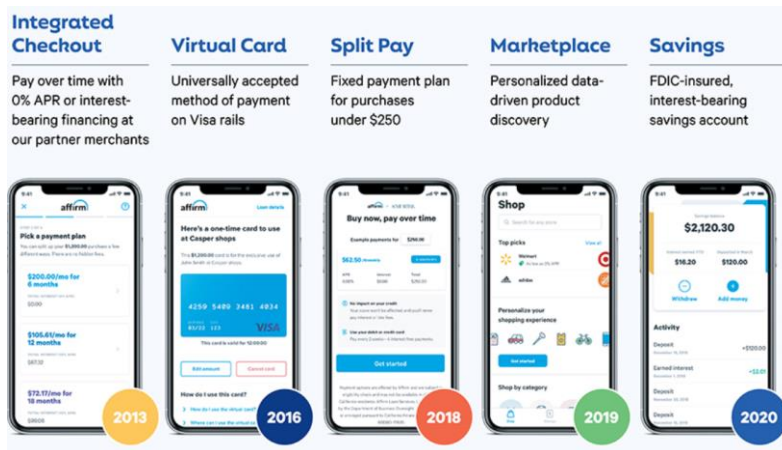
Платформа Affirm включает в себя 3 основных элемента: решение для оплаты в точках продаж, решение для коммерческой торговли и приложение для потребителей.

Решение для оплаты в точках продаж позволяет потребителям оплачивать покупки фиксированными суммами без процентов, скрытых комиссий и штрафов. То есть платформа дает возможность потребителям оплачивать товары в течение времени, а не единовременным платежом. Данный подход увеличивает покупательскую способность потребителей. Сама платформа поддерживает как нулевые процентные ставки, так и процентные ссуды. При предоставлении процентных ссуд платформа начисляет простые проценты.

Решение для коммерческой торговли предназначено для эффективного продвижения продуктов продавцов, оптимизации стратегии привлечения клиентов и стимулирования продаж. Гибкие платежные решения на платформе Affirm позволяют продавцам решать проблемы доступности товаров для своих клиентов, избегая при этом скидок и других дорогостоящих маркетинговых каналов.

Приложение для потребителей предоставляет доступ к полному набору продуктов Affirm. Приложение можно использовать для управления платежами, открытия сберегательного счета и доступа к персонализированной торговой площадке.

Иллюстрация 1. Платформа Affirm



Источник: по данным компании

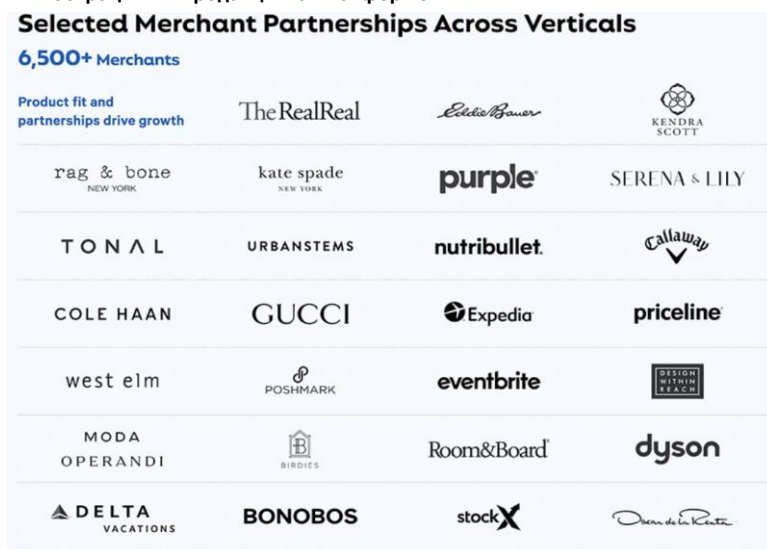
Потребители и продавцы на платформе Affirm и основные показатели.

По состоянию на 30 сентября 2020 года платформой Affirm пользовалось более 6,2 млн потребителей.

Самой большой группой потребителей являются миллениалы (47,8%), после чего идет поколение X (32,3%), бумеры (12,4%) и поколение Z (6,8%).

По состоянию на 30 сентября 2020 года в платформу Affirm было интегрировано более 6500 продавцов, от малых до крупных компаний. Продавцы представлены широким спектром отраслей, включая спортивные товары, товары для дома, мебель, одежду, бытовую электронику и другие.

Иллюстрация 2. Продавцы на платформе Affirm



Источник: по данным компании

Начиная с 1 июля 2016 года, было проведено около 17,3 млн транзакций, а валовая сумма заказов составила примерно \$10,7 млрд.

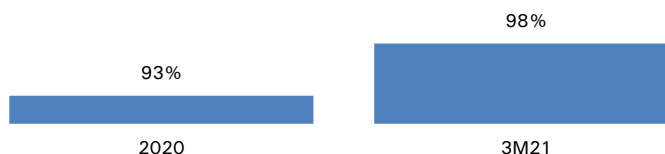
Приблизительно 64% кредитов, предоставленных через платформу Affirm в течение финансового года (30 июня 2020 года), были взяты постоянными потребителями, а удержание продавцов превышает 100%.

Бизнес-модель Affirm. Компания получает комиссию от продавцов за помощь в продажах. Комиссия от продавца зависит от различных договоренностей и от условий предлагаемого продукта.

От потребителей компания получает процентный доход по простым процентным займам. Процентные ставки зависят от кредитоспособности потребителя, операционного риска, срока погашения, суммы ссуды и договоренности с продавцом. Также компания не взимает штрафы за сложные проценты и просрочку платежа.

Финансовые показатели компании. Темпы роста выручки в 2020 ФГ составили 93%, а за 3М 2021 ФГ темпы роста ускорились до 98%.

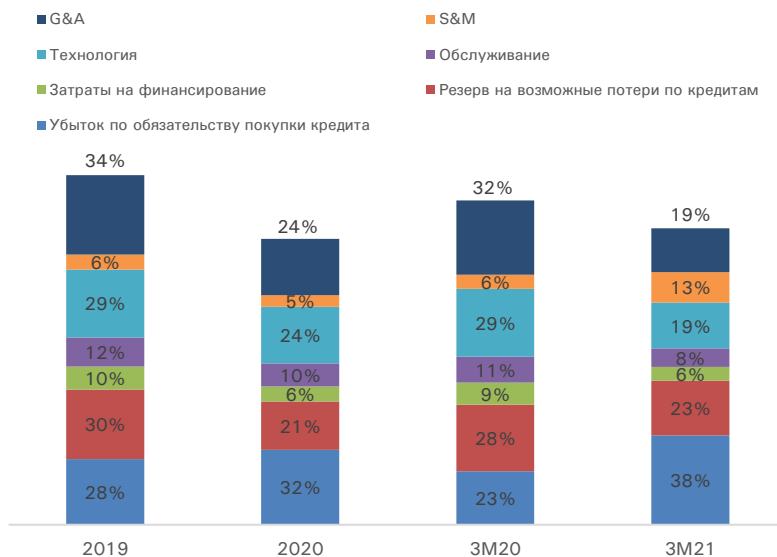
График 1. Темпы роста выручки



Источник: по данным компании

ЕБИТ-маржа составила -48% в 2019 ФГ, -21% 2020 ФГ и -26% за 3М 2021 ФГ. Главный драйвер снижения расходов и роста маржи - уменьшение расходов на резерв по возможным потерям по кредитам с 30% в 2019 ФГ до 23% за 3М 2020, затрат на финансирование с 10% до 6%, расходов на обслуживание с 12% до 8%, затрат на технологию с 29% до 19% и G&A с 34% до 19%.

График 2. Расходы компании, в процентах от выручки



Источник: по данным компании

Оценка Affirm Holdings: потенциал роста свыше 29% с учетом консервативного прогноза

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные компании по выручке от торговой сети, выручке от виртуальных карт, процентный доход, прибыль/убыток от продажи кредитов и доход от обслуживания кредитов.

Выручка от торговой сети. В 2020 ФГ темпы роста выручки от торговой сети составили 94%, а за 3М 2021 ФГ темпы роста ускорились до 156%. Основные драйверы роста – это рост GMV (за 2020 ФГ темпы роста составили 76% и за 3М 2021 ФГ - 71,3%), большое количество кредитов с годовой ставкой 0% и кредитов с более длительным сроком погашения. **Мы ожидаем, что в 2021 году темпы роста составят 130%, основным драйвером роста станет рост рынка электронной коммерции и сама бизнес-модель компании «купи сейчас, плати потом».** В дальнейшем мы ожидаем замедление темпов роста до 10% к 2030 году, выручка вырастет с \$257 млн до \$10,350 млрд.

Выручка от виртуальных карт. В 2020 ФГ темпы роста выручки от виртуальных карт составили 144%, а за 3М 2021 ФГ темпы роста замедлились до 65%. Мы ожидаем замедление темпов роста со 144% в 2020 ФГ до 60% в 2021 прогнозном году и до 14% к 2030 году. Выручка вырастет с \$19 млн в 2020 ФГ до \$295 млн к 2030 прогнозному году.

Выручка от процентного дохода. В 2020 ФГ темпы роста выручки от процентного дохода составили 56%, а за 3М 2021 ФГ темпы роста замедлились до 35%. Мы ожидаем замедление темпов роста с 56% в 2020 ФГ до 30% в 2021 прогнозном году и до 2% к 2030 году. Выручка вырастет со \$187 млн в 2020 ФГ до \$530 млн к 2030 прогнозному году.

Прибыль/убыток от продажи кредитов. В 2019 ФГ компания понесла убытки в размере \$0,4 млн против выручки в \$31,907 млн за 2020 ФГ. Основным драйвером роста стали продажи ссуды с совокупной основной суммой в размере \$2,648 млрд, что на 161% больше, чем годом ранее. За 3М 2021 ФГ темпы роста выручки от продажи кредитов составили 187%. Мы ожидаем, что темпы роста в 2021 прогнозном году составят 120% с дальнейшим замедлением до 1% к 2030 году. Прибыль от продажи кредитов к 2030 году может составить до \$310 млн.

Выручка от обслуживания кредитов. В 2020 ФГ темпы роста выручки от обслуживания кредитов составили 189%, а за 3М 2021 ФГ темпы роста замедлились до 98%. Мы ожидаем замедление темпов роста со 189% в 2020 ФГ до 87% в 2021 прогнозном году и до 4% к 2030 году. Выручка вырастет с \$15 млн в 2020 ФГ до \$147 млн к 2030 прогнозному году.

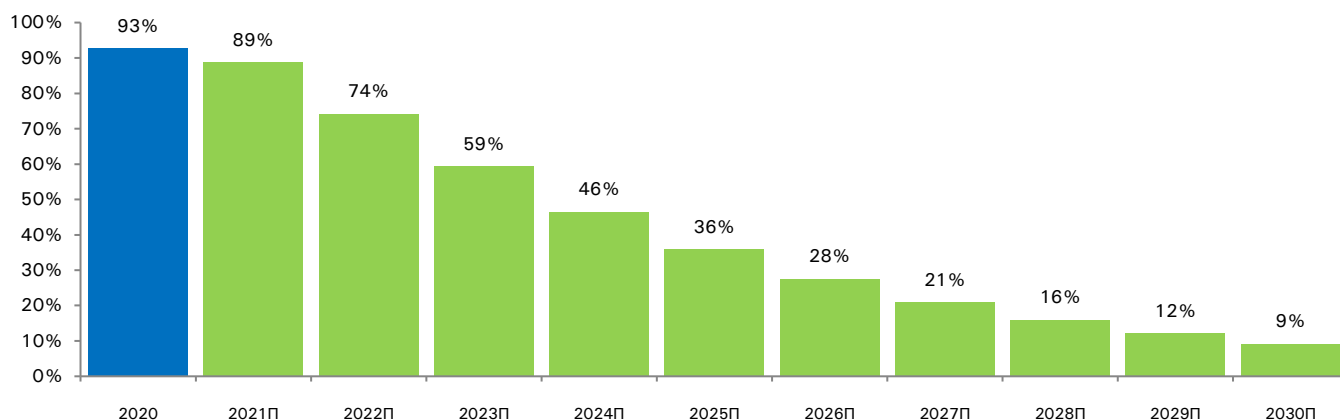
С учетом всех вводных данных мы заложили замедление темпов роста с 93% в 2020 ФГ до 9% в 2030 прогнозному году. Общая выручка компании вырастет с \$510 млн в 2019 году до \$11,632 млрд к 2030 прогнозному году.

Иллюстрация 3. Модель выручки Affirm Holdings

Модель выручки из целевого рынка	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка от торговой сети, млн USD	132	257	591	1166	2019	3127	4413	5774	7110	8343	9429	10350
Темпы роста, %		94%	130%	98%	73%	55%	41%	31%	23%	17%	13%	10%
Выручка от виртуальных карт, млн USD	8	19	31	47	67	92	120	152	187	223	259	295
Темпы роста, %		144%	60%	51%	43%	37%	31%	27%	23%	19%	16%	14%
Процентный доход, млн USD	119	187	243	297	348	392	429	459	484	503	518	530
Темпы роста, %		56%	30%	23%	17%	13%	9%	7%	5%	4%	3%	2%
Прибыль/убыток от продажи кредитов, млн USD	0	32	70	121	173	218	252	275	290	300	306	310
Темпы роста, %			120%	72%	43%	26%	16%	9%	6%	3%	2%	1%
Доход от обслуживания кредитов, млн USD	5	15	28	45	64	82	100	114	126	135	142	147
Темпы роста, %		189%	87%	61%	43%	30%	21%	15%	10%	7%	5%	4%
Всего выручка, млн USD	264	510	962	1 676	2 670	3 910	5 313	6 775	8 197	9 505	10 655	11 632
Темпы роста, %		93%	89%	74%	59%	46%	36%	28%	21%	16%	12%	9%

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

График 3. Прогноз темпов роста Affirm Holdings

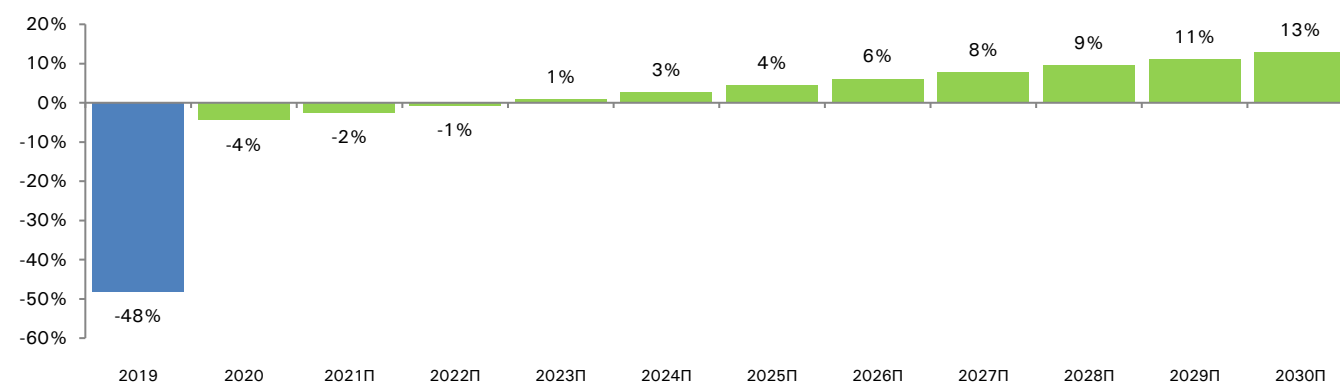


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 14%.

В 2020 ФГ показатель EBIT-маржи был равен -21%, после корректировок маржа составила -4%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравняли к среднеотраслевым значениям в 14%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 19,1% до среднеотраслевых в 4,5%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$5,26 млрд.

График 4. Прогноз EBIT-маржи



Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

3. Предположения для зрелого периода. В зрелом возрасте мы заложили 3% роста. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравнивали к затратам на капитал в 5,9%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 51% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (-\$1,210 млрд) и зрелого (\$13,380 млрд) периода, составит \$12,185 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$770 млн, наличность на счетах в \$684 млн, поступления от IPO в \$873 млн и стоимость опционов в \$905 млн, собственный капитал Affirm Holdings можно оценить в \$12,068 млрд.

Учитывая 242,74 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$49. Потенциал к верхней границе IPO в \$38 составляет 29%.

Иллюстрация 4. Модель оценки Affirm Holdings методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпа роста выручки, %		93%	89%	74%	59%	46%	36%	28%	21%	16%	12%	9%	3,0%
(+) Выручка	264	510	962	1 676	2 670	3 910	5 313	6 775	8 197	9 505	10 655	11 632	11 981
(x) Операционная маржа	-48%	-4%	-2%	-1%	1%	3%	4%	6%	8%	9%	11%	13%	14%
(=) EBIT	-127	-22	-24	-12	26	104	232	411	636	899	1 189	1 496	1 707
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	0	21	46	82	127	180	238	299	341
(=) NOPLAT	-127	-22	-24	-12	26	83	185	328	509	719	952	1 197	1 366
(-) чистые реинвестиции	19	97	170	271	393	518	627	700	728	705	635	523	697
(=) FCFF	(147)	(120)	(193)	(283)	(367)	(435)	(441)	(372)	(219)	14	317	674	669
FCFF маржа, %		-23,5%	-20,1%	-16,9%	-13,8%	-11,1%	-8,3%	-5,5%	-2,7%	0,2%	3,0%	5,8%	
(x) фактор дисконтирования			0,94x	0,88x	0,83x	0,78x	0,73x	0,69x	0,65x	0,61x	0,58x	0,58x	
PV FCF			(181)	(249)	(303)	(337)	(322)	(255)	(141)	9	182	388	
Терминальная стоимость													23 228
PV Терминальной стоимости													13 380
Имплицированные переменные модели		2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Выручка/капитал, x		0,31x	0,54x	0,81x	1,09x	1,32x	1,48x	1,58x	1,63x	1,66x	1,67x	1,68x	
Инвестированный капитал		1 621	1 791	2 062	2 455	2 973	3 599	4 300	5 027	5 732	6 367	6 256	
Чистое реинвестирование, %		-433%	-721%	-2176%	1536%	623%	338%	213%	143%	98%	67%	44%	51%
Реинвестирование к выручке, %		19,1%	17,6%	16,2%	14,7%	13,3%	11,8%	10,3%	8,9%	7,4%	6,0%	4,5%	
ROIC, %		-1%	-1%	-1%	1%	3%	5%	8%	10%	13%	15%	19%	5,9%
Маржа NOPLAT, %		-4%	-2%	-1%	1%	2%	3%	5%	6%	8%	9%	10%	
Расчет WACC		2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П		
Безрисковая ставка		1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	
Бета послерыноговая		1,19	1,17	1,16	1,14	1,12	1,10	1,08	1,06	1,04	1,00		
Премия за риск инвестирования		4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%		
Стоимость собственного капитала		7,0%	6,9%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,0%		
Ставка долга, до налогов		4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%		
Ставка долга, после налогов		3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%		
СК/Стоимость компании		94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%		
Долг/Стоимость компании		6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%		
Средневзвешенная стоимость капитала		6,8%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,2%	6,1%	5,9%		
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x		
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозируемом периоде		(1 210)											
(+) Стоимость в терминальном периоде		13 380											
(x) Коэффициент на дату оценки		1,00x											
(=) EV		12 185											
(-) Долг (вкл. операционную аренду)		770											
(+) Наличность		684											
(+) Поступления от IPO		873											
(-) Стоимость выпущенных опционов		905											
(=) Оценка собственного капитала		12 068											
Рыночная капитализация		9 224											
Целевая цена на акцию, USD		49,0											
Максимум диапазона на IPO, USD		38											
Потенциал роста, %		29%											

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

Риски: привлечение, кредитование и Peloton

Привлечение. Если Affirm не сможет привлечь новых продавцов и потребителей, а также удержать текущих, то это может сказаться на росте выручки компании.

Потребительское кредитование. Компания чувствительна к макроэкономическим условиям, которые влияют на экономику США, потребительские расходы и потребительское кредитование.

Peloton. Большая часть доходов компании приходится на Peloton, за 2020 ФГ общая выручка от Peloton составила 30%, а за 3М 2021 ФГ - 35%. Если Affirm не сможет удержать значимых партнеров, это может повлиять на выручку компании.

Настоящий отчет подготовлен аналитиками компании АО «Фридом Финанс». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги. Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент подготовки настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации, и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, 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. Ни одно лицо не несет 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 могут предпринять действия в соответствии 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 Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, применимых в сфере деятельности оценки стоимости.
