

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

Snowflake Inc (SNOW)

 Потенциал роста: **31%**

 Целевая цена: **\$111,3**

 Диапазон размещения: **\$75-\$85**

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | ПО

оценка перед IPO

## IPO SNOW: хранение и анализ данных в «облаке»



Выручка, 2Q2021 (млн USD)	242
EBIT, 2Q2021 (млн USD)	-174
Прибыль, 2Q2021 (млн USD)	-171
Чистый долг, 2Q2021 (млн USD)	0

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-72

Капитализация IPO (млрд USD)	22,302
Акция после IPO (млн шт)	278,8
Акция к размещению (млн шт)	28
Объем IPO (млн USD)	2 240
Минимальная цена IPO (USD)	75
Максимальная цена IPO (USD)	85
Целевая цена (USD)	111,3
Дата IPO	15 сентября

 Динамика акций | биржа/тикер **SNOW/NYSE**

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) | bekteмиrov@ffin.kz

**15 сентября состоится IPO компании Snowflake. Компания предлагает услуги по хранению и анализу данных в «облаке». Андеррайтерами размещения выступают Goldman Sachs, Morgan Stanley, J.P. Morgan, Allen & Company и Citigroup.**

**О компании.** Главным преимуществом продукта компании является работа в любом «облаке», то есть данные можно свободно перемещать из Google Cloud в Microsoft Azure. Snowflake была основана в 2012 году и за всю историю привлекла \$1,4 млрд. Последний раунд финансирования был в феврале 2020 года, где Snowflake привлекла \$479 млн и была оценена в \$12,5 млрд. Текущие акционеры компании - Altimeter Partners Fund с долей в 15,1% (14,9% после IPO), ICONIQ Strategic Partners III с долей 14% (13,8%), Redpoint Ventures V с долей 9,1% (9%), Sequoia Capital Growth Fund III с долей в 8,6% (8,4%) и Sutter Hill Ventures с долей в 17,4% (17,2%). Salesforce Ventures LLC и Berkshire Hathaway Inc приобретут акции на \$500 млн (по \$250 млн каждая), также Berkshire Hathaway Inc приобретет 4,042 млн акций у одного из акционеров компании по цене IPO (\$323 млн).

**Платформа Snowflake.** Платформа Snowflake предоставляет клиентам возможность объединять все данные в едином «источнике истины» (это практика структурирования информационных моделей и связанной схемы данных таким образом, чтобы каждый элемент данных сохранялся ровно один раз), что позволяет пользователям безопасно обмениваться данными внутри и за пределами своих организаций, так как данные не копируются и не переносятся в другие базы данных. Платформа компании включает в себя различные варианты использования: Data Engineering (сборка и управление данными), Data Lake (создание базы данных), Data Warehouse (аналитика данных), Data Science (интеграция данных с различными языками программирования), Data Applications (разработка аналитических приложений) и Data Exchange (обмен данными).

**Клиентская база.** По состоянию на 31 июля 2020 года у компании было 3117 клиентов против 1547 клиентов годом ранее. Среди крупных клиентов Snowflake можно отметить 7 компаний из списка Fortune 10 и 146 компаний из списка Fortune 500.

**Потенциальный рынок.** Компания оценивает свой потенциальный рынок в \$81 млрд. По данным IDC, рынки аналитических платформ для управления данными и интеграции могут вырасти с \$56 млрд в 2020 году до \$84 млрд к 2023 году.

**Апсайд в 31% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$31,489 млрд при целевой цене в \$111,3 на 1 простую акцию с потенциалом роста 31%.**

## Snowflake Inc: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	6M21	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	6M21
<b>Выручка</b>	<b>97</b>	<b>265</b>	<b>242</b>	Наличность	117	127	139
Себестоимость	52	117	93	Инвестиции	492	307	452
<b>Валовая выручка</b>	<b>45</b>	<b>148</b>	<b>149</b>	Дебиторская задолженность	63	179	151
S&M	126	294	191	Отложенные комиссии	12	26	26
R&D	69	105	70	Прочие активы	15	25	25
G&A	36	108	63	<b>Текущие активы</b>	<b>699</b>	<b>665</b>	<b>793</b>
<b>ЕБИТ</b>	<b>-185</b>	<b>-358</b>	<b>-174</b>	Инвестиции	0	24	296
Процентный доход	9	12	4	ОС	7	27	43
Прочие расходы	-1	-1	-1	Активы в аренде	16	196	187
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>-177</b>	<b>-348</b>	<b>-171</b>	Гудвилл	0	7	8
Налог	1	1	0	НМА	0	5	16
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-178</b>	<b>-349</b>	<b>-171</b>	Отложенные комиссии	33	70	70
				Прочие активы	10	20	24
				<b>Активы</b>	<b>764</b>	<b>1 013</b>	<b>1 437</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>6M21</b>	Кредиторская задолженность	8	8	8
Темпы роста выручки	-	174%	133%	Прочие обязательства	29	63	79
Темпы роста EBITDA	-	-	-	Аренда	4	18	17
Темпы роста EBIT	-	-	-	Отложенный доход	104	327	374
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	<b>Текущие обязательства</b>	<b>145</b>	<b>416</b>	<b>478</b>
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Аренда	13	193	184
Валовая маржа	46%	56%	62%	Отложенный доход	3	3	3
EBITDA маржа	-	-	-	Прочие обязательства	5	8	9
EBIT маржа	-	-	-72%	<b>Всего обязательства</b>	<b>166</b>	<b>621</b>	<b>674</b>
NOPLAT маржа	192%	135%	-	<b>Конвертируемые акции</b>	<b>911</b>	<b>936</b>	<b>1 415</b>
Маржа чистой прибыли	-	-	-71%	<b>Капитал</b>	<b>-312</b>	<b>-545</b>	<b>-651</b>
	184%	132%		<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>764</b>	<b>1 013</b>	<b>1 437</b>
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>6M21</b>	<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>6M21</b>
<b>CFO</b>	<b>(144)</b>	<b>(177)</b>	<b>(45)</b>	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
D&A	1	4	4	ICTO, x	-	-	-
				AICTO, x	-	-	-
<b>CFI</b>	<b>(363)</b>	<b>138</b>	<b>(441)</b>	ROIC, %	-	-	-
CapEx	(4)	(23)	(16)	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
<b>CFF</b>	<b>414</b>	<b>57</b>	<b>499</b>	WCTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
<b>Денежный поток</b>	<b>(93)</b>	<b>19</b>	<b>12</b>				
Наличность на начало года	216	123	142	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>6M21</b>
Наличность на конец года	123	142	154	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	4,82	1,60	1,66
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
<b>Справочные данные</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>6M21</b>	Долг/активы, %	-	-	-
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	Долг/собственные средства, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	Собственные средства/активы, %	15%	13%	10%
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	4	23	16	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>6M21</b>
Рабочий капитал, USD	-	-	-	P/B, x	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	P/E, x	-	-	-
BV, USD	-	-	-	P/S, x	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	EV/EBITDA, x	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	EV/S, x	-	-	-

## Snowflake Inc: ключевые факты

---

**О компании Snowflake Inc.** Компания предлагает услуги по хранению и анализу данных в «облаке». Главным преимуществом продукта компании является работа в любом «облаке», то есть данные можно свободно перемещать из Google Cloud в Microsoft Azure.

Snowflake была основана в 2012 году и за всю историю привлекла \$1,4 млрд. Последний раунд финансирования был в феврале 2020 года, где Snowflake привлекла \$479 млн и была оценена в \$12,5 млрд.

Текущие акционеры компании - Altimeter Partners Fund с долей в 15,1% (14,9% после IPO), ICONIQ Strategic Partners III с долей 14% (13,8%), Redpoint Ventures V с долей 9,1% (9%), Sequoia Capital Growth Fund III с долей в 8,6% (8,4%) и Sutter Hill Ventures с долей в 17,4% (17,2%).

Salesforce Ventures LLC и Berkshire Hathaway Inc приобретут акции на \$500 млн (по \$250 млн каждая), также Berkshire Hathaway Inc приобретет 4,042 млн акций у одного из акционеров компании по цене IPO (\$323 млн).

**Платформа Snowflake Inc.** Платформа Snowflake предоставляет клиентам возможность объединять все данные в едином «источнике истины» (это практика структурирования информационных моделей и связанной схемы данных таким образом, чтобы каждый элемент данных сохранялся ровно один раз), что позволяет пользователям безопасно обмениваться данными внутри и за пределами своих организаций, так как данные не копируются и не переносятся в другие базы данных. Также платформа Snowflake практически не требует обслуживания.

Платформа компании включает в себя различные варианты использования: Data Engineering (сборка и управление данными), Data Lake (создание базы данных), Data Warehouse (аналитика данных), Data Science (интеграция данных с различными языками программирования), Data Applications (разработка аналитических приложений) и Data Exchange (обмен данными).

Иллюстрация 1. Платформа Snowflake Inc

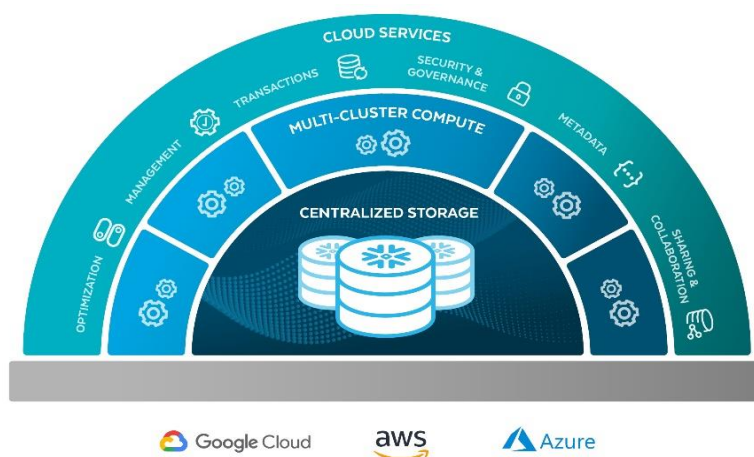


Источник: на основе данных компании

**Архитектура платформы.** Платформа Snowflake состоит из 3 независимо масштабируемых уровней и развернута в 22 регионах по всему миру.

- **Централизованное хранилище:** объем данных можно увеличивать независимо от вычислительных ресурсов, сохраненные данные автоматически разделяются на разделы.
- **Многокластерные вычисления:** данный уровень позволяет множеству пользователей работать с одной копией данных, также вычислительные кластеры поддерживают высокую производительность облака.
- **Облачные сервисы:** данный уровень работает как «мозг» платформы, который обеспечивает согласованную работу различных компонентов - операций безопасности, системного мониторинга, оптимизации запросов и отслеживания состояния всей платформы.

**Иллюстрация 2. Архитектура платформы**



Источник: на основе данных компании

**Клиентская база.** По состоянию на 31 июля 2020 года у компании было 3117 клиентов против 1547 клиентов годом ранее. Среди крупных клиентов Snowflake можно отметить 7 компаний из списка Fortune 10 и 146 компаний из списка Fortune 500.

**Иллюстрация 3. Клиенты компании**

Advertising, Media & Entertainment	Financial Services	Healthcare, Wellness & Life Sciences
ZK Games Accordant Media KIXEYE Nielsen PLAYSTUDIOS Sharethrough	AKA Bankrate Capital One CapSpecialty Chime Experian	Amino Asics HC1 McKesson Strava
Manufacturing & Retail	Online Services & Marketplaces	Technology
Logitech Madison Reed Office Depot Sainsbury's Sony US Foods	Ask Blackboard DooDash Instacart OfferUP Rent the Runway	Adobe Akamai DocuSign Dropbox Keeva Micron

Источник: на основе данных компании

**Потенциальный рынок и конкуренция.** Компания оценивает свой потенциальный рынок в \$81 млрд. По данным IDC, рынки аналитических платформ для управления данными и интеграции могут вырасти с \$56 млрд в 2020 году до \$84 млрд к 2023 году. Среди крупных конкурентов можно отметить Microsoft (Azure), Amazon (AWS) и Google (Google Cloud).

## Оценка Snowflake: потенциал роста компании составляет свыше 31% с учетом консервативного прогноза

**1. Замедление темпов роста выручки со 174% в 2020 ФГ до 13% к 2029 прогнозируемому году.** Для построения модели мы использовали такие виды выручки, как выручка от продукта и выручка от услуг.

**Выручка от продукта.** В 2020 ФГ темпы роста выручки от подписки составили 164%, за 6 месяцев 2020 года наблюдается замедление до 126%. На фоне сильного роста клиентской базы с 2392 клиентов на конец 2020 ФГ до 3117 клиентов за 6 месяцев 2021 ФГ, высокой ставки удержания в 158% и роста клиентов с контрактом свыше 1 млн с 41 на конец 2020 ФГ до 56 за 6 месяцев 2021 ФГ мы ожидаем темпы роста в 1-й прогнозный год в 131% с дальнейшим снижением до 13% к 2030 прогнозируемому году. Несмотря на довольно высокую конкуренцию, платформа Snowflake может свободно перемещать данные через Azure, AWS и Google Cloud, что создает довольно сильное конкурентное преимущество. Выручка от продукта вырастет с \$252 млн в 2020 ФГ до \$14,954 млрд к 2030 прогнозируемому году.

**Выручка от услуг.** В 2020 ФГ выручка от услуг выросла на 1174%, а за 6 месяцев 2021 ФГ замедлилась до 331%. Значительный рост выручки от услуг связан с расширением клиентской базы. Мы предполагаем, что в 2021 прогнозируемом году темпы роста составят 330% с дальнейшим снижением до 10% к 2030 прогнозируемому году. Выручка от услуг вырастет с \$13 млн в 2020 ФГ до \$2,306 млрд к 2030 прогнозируемому году.

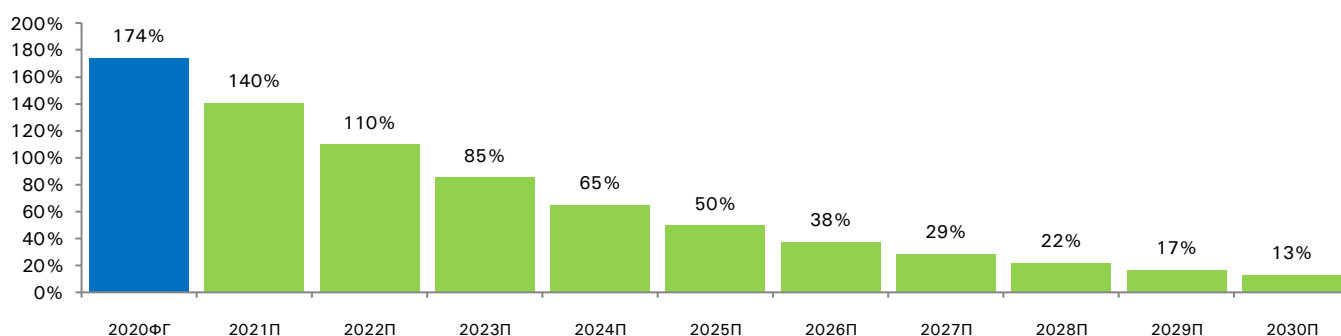
**С учетом всех вводных данных мы заложили замедление темпов роста со 174% в 2020 ФГ до 140% к 2021 прогнозируемому году с дальнейшим снижением до 13% к 2030 прогнозируемому году, общая выручка компании вырастет с \$265 млн до \$17,261 млрд.**

Иллюстрация 4. Модель выручки Snowflake

Модель выручки из целевого рынка	2019ФГ	2020ФГ	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка от продукта, млн USD	96	252	582	1192	2166	3528	5236	7189	9253	11298	13221	14954
Темпы роста, %		164%	131%	105%	82%	63%	48%	37%	29%	22%	17%	13%
Выручка от услуг, млн USD	1	13	54	143	307	556	871	1216	1553	1854	2106	2306
Темпы роста, %		1174%	330%	165%	116%	81%	57%	40%	28%	19%	14%	10%
Всего выручка, млн USD	97	265	636	1335	2473	4084	6107	8404	10805	13152	15327	17261
Темпы роста, %		174%	140%	110%	85%	65%	50%	38%	29%	22%	17%	13%

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

График 1. Прогноз темпов роста Snowflake

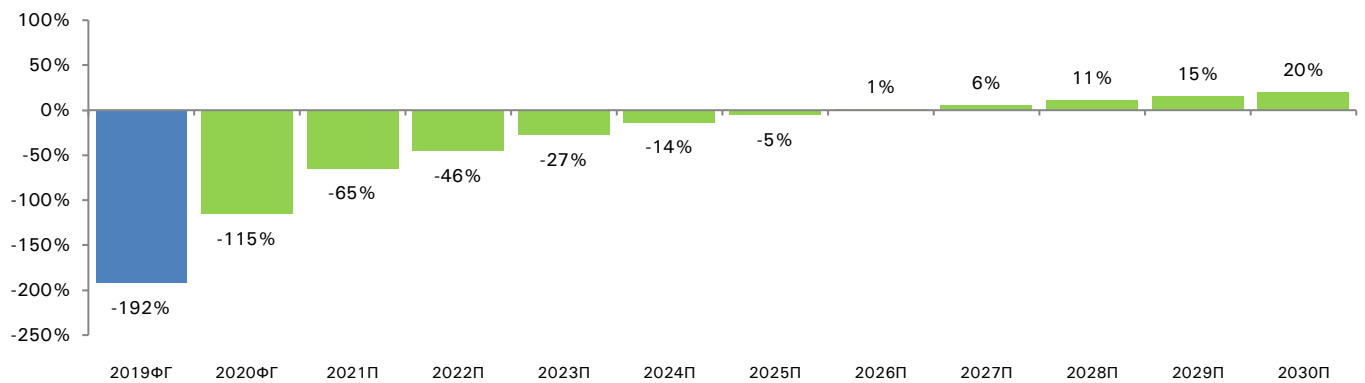


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

## 2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 20%.

В 2020 ФГ показатели EBIT-маржи были равны -135%, после корректировок показатели маржи стали равны -115% (за 6М 2021ФГ маржа выросла до -72%). Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнивали к среднеотраслевым значениям в 20%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 34% до среднеотраслевых в 4%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$5,170 млрд.

График 2. 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 5,7%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 53% от NOPLAT.

**4. Финальный расчет стоимости и потенциала.** EV, или сумма стоимости прогнозного (-\$2,536 млрд) и зрелого (\$31,968 млрд) периода, составит \$30,380 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$159 млн, наличность на счетах и ЦБ на балансе в \$591 млн, поступления от IPO в \$2,240 млрд и стоимость опционов в \$1,562 млрд, собственный капитал Snowflake можно оценить в \$31,489 млрд.

Учитывая 278,77 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$111,3. Потенциал к верхней границе IPO в \$85 составляет 31%.

## Иллюстрация 5. Модель оценки Snowflake методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019ФГ	2020ФГ	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпы роста выручки, %		174%	140%	110%	85%	65%	50%	38%	29%	22%	17%	13%	3,0%
(+) Выручка	97	265	636	1 335	2 473	4 084	6 107	8 404	10 805	13 152	15 327	17 261	17 778
(х) Операционная маржа	-192%	-115%	-65%	-46%	-27%	-14%	-5%	1%	6%	11%	15%	20%	20%
(=) EBIT	-185	-305	-414	-607	-675	-557	-333	84	648	1 447	2 299	3 452	3 556
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	147	460	690	711
(=) NOPLAT	-185	-305	-414	-607	-675	-557	-333	84	648	1 300	1 839	2 762	2 845
(-) чистые реинвестиции	71	90	152	255	377	498	596	656	675	657	613	690	1 510
(=) FCFF	(257)	(395)	(565)	(862)	(1 052)	(1 056)	(930)	(572)	(27)	643	1 226	2 071	1 335
FCFF маржа, %			-88,8%	-64,6%	-42,6%	-25,9%	-15,2%	-6,8%	-0,2%	4,9%	8,0%	12,0%	
(х) фактор дисконтирования			0,95x	0,91x	0,87x	0,83x	0,78x	0,75x	0,71x	0,67x	0,64x	0,64x	
PV FCF			(539)	(784)	(913)	(871)	(730)	(427)	(19)	431		1 316	
Терминальная стоимость													50 332
PV Терминальной стоимости													31 968
<b>Имплицированные переменные модели</b>	<b>2020ФГ</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	<b>2028П</b>	<b>2029П</b>	<b>2030П</b>		
Выручка/капитал, х	0,56x	1,02x	1,52x	1,97x	2,33x	2,60x	2,80x	2,94x	3,03x	3,10x	3,43x		
Инвестированный капитал	471	622	877	1 254	1 753	2 349	3 005	3 680	4 338	4 951	5 028		
Чистое реинвестирование, %	-30%	-37%	-42%	-56%	-89%	-179%	781%	104%	51%	33%	25%		53%
Реинвестирование к выручке, %	34,0%	23,8%	19,1%	15,3%	12,2%	9,8%	7,8%	6,2%	5,0%	4,0%	4,0%		
ROIC, %	-65%	-66%	-69%	-54%	-32%	-14%	3%	18%	30%	37%	55%		5,7%
Маржа NOPLAT, %	-115%	-65%	-46%	-27%	-14%	-5%	1%	6%	10%	12%	16%		
<b>Расчет WACC</b>		<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	<b>2028П</b>	<b>2029П</b>	<b>2030П</b>		
Безрисковая ставка		0,68%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%		
Бета послерыноговая		0,80	0,82	0,84	0,86	0,88	0,90	0,92	0,94	0,96	1,00		
Премия за риск инвестирования		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		
Стоимость собственного капитала		4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,7%		
Ставка долга, до налогов		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
Ставка долга, после налогов		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
СК/Стоимость компании		99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%		
Долг/Стоимость компании		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		
Средневзвешенная стоимость капитала		4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,7%		
Кумулятивная стоимость капитала		1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x		0,6x
<b>Оценка капитала, млн USD</b>													
(=) Стоимость в прогнозном периоде													(2 536)
(+) Стоимость в терминальном периоде													31 968
(х) Коэффициент на дату оценки													1,03x
(=) EV													30 380
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													159
(+) Наличность													591
(+) Поступления от IPO													2 240
(-) Стоимость выпущенных опционов													1 562
(=) Оценка собственного капитала													31 489
Рыночная капитализация													23 696
Целевая цена на акцию, USD													111,3
Максимум диапазона на IPO, USD													85
Потенциал роста, %													31%

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

## Риски: сотрудники, сбои в платформе и конкуренция

---

**Сотрудники.** Если компания не сможет привлекать высококвалифицированных сотрудников или удерживать ключевых руководителей, это может привести к оттоку клиентов и снижению выручки.

**Неправильная работа платформы.** Если платформа начнет работать со сбоями или появится уязвимость системы, то это может привести к потере доходов, снижению репутации и оттоку клиентов.

**Конкуренция.** Компания сталкивается с конкуренцией на рынке, среди конкурентов компании числятся Amazon (AWS), Microsoft (Azure) и Google (Google Cloud).



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.

---