

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

ZoomInfo Technologies (ZI)

 Потенциал роста: **30%**

 Целевая цена: **\$23,4**

 Диапазон размещения: **\$16-\$18**

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Программное обеспечение

оценка перед IPO

## IPO ZI: платформа для сокращения цикла продаж



Выручка, 1Q2020 (млн USD)	102
EBIT, 1Q2010 (млн USD)	20
Прибыль, 1Q2020 (млн USD)	-6
Чистый долг, 1Q2020 (млн USD)	1 167

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	20

Капитализация IPO (млрд USD)	6,5
Акции после IPO (млн шт)	382,5
Акции к размещению (млн шт)	44,5
Объем IPO (млн USD)	756,6
Минимальная цена IPO (USD)	16
Максимальная цена IPO (USD)	18
Целевая цена (USD)	23,4
Дата IPO	3 июня

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

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

**3 июня состоится IPO компании ZoomInfo Technologies - разработчика аналитической платформы для маркетинговых компаний. Компания ранее была известна как DiscoverOrg и была переименована в феврале 2019 года после приобретения Zoom Information за \$760 млн. Текущие акционеры могут приобрести до \$300 млн размещения.**

**Платформа ZoomInfo.** Платформа ZoomInfo помогает найти целевых клиентов, получить обновленные прогнозы потенциальных клиентов, отслеживать сигналы о готовности покупки и цикл сделки. Таким образом, продукты ZoomInfo помогают компаниям-клиентам идентифицировать потенциальных клиентов при продаже своих продуктов или услуг. Данная платформа интегрирована в CRM, Marketo, HubSpot, Microsoft Dynamics, Oracle Sales Cloud и ряд других часто используемых инструментов для маркетинга и продаж. Платформа предоставляет обзор на более 14 млн компаний и 100 млн специалистов. Также платформа дополняет эти данные, включая, например, кадровые перестановки, планируемые инвестиции компании, технологии, которые используются компанией, сигналы намерений, новости компании. К тому же ZoomInfo интегрирует данные своих клиентов.

**Об акционерах компании.** Carlyle Group - один из крупнейших инвестиционных фондов, управляющий активами на сумму более \$224 млрд. Специализируется на венчурных инвестициях, финансируемых выкупах компаний, высокодоходных долговых обязательствах и недвижимости. TA Associates - компания, основной деятельностью которой считается выкуп и миноритарная рекапитализация прибыльных компаний. С момента основания компания инвестировала \$25 млрд, а в настоящее время сотрудничает с 525 компаниями во всем мире. TA Associates инвестировала в FedEx, Biogen, McAfee и другие компании.

**Финансовые показатели: прибыльная и растущая SaaS-компания.** У компании наблюдается ускорение выручки до 103% в 2019 году за счет слияния компаний и увеличения клиентской базы. Валовая маржа выросла с 74% в 2018 году до 77% в 2019 году за счет снижения себестоимости. В 1 квартале показатели выросли до уровня в 80%. Показатели EBIT снизились с 18% в 2018 году до 12% в 2019 году. В 1 квартале 2020 года показатели выросли до 20%. Основным фактором роста маржи стало снижение расходов: себестоимости - с 20,9% в 2018 году до 14,5% в 1 квартале 2020 года от выручки, G&A - с 14,4% до 9,8%, амортизации - с 4,9% до 4,5%. На конец 1 квартала 2020 года долг от активов компании составлял 78% (\$1,230 млрд).

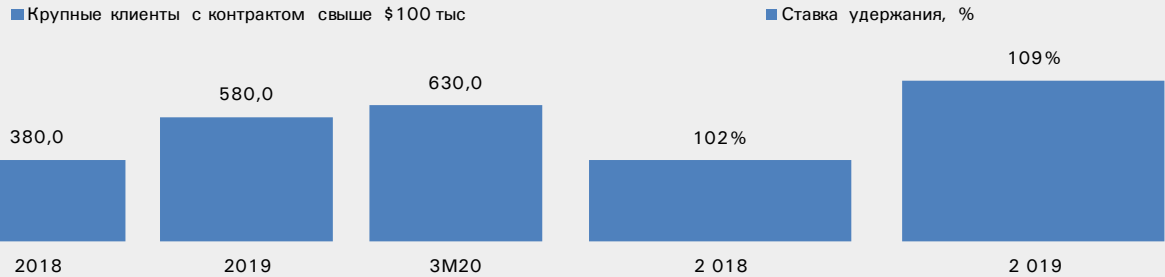
**Апсайд в 30% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$9,099 млрд при целевой цене в \$23,4 на 1 простую акцию с потенциалом роста 30%.**

## ZoomInfo Technologies Inc: финансовые показатели

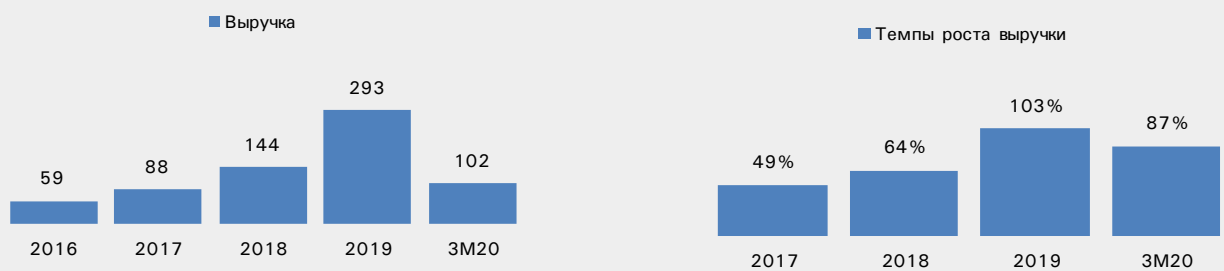
Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	3M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	3M20
<b>Выручка</b>	<b>144</b>	<b>293</b>	<b>102</b>	Наличность	9	41	63
Себестоимость	30	44	15	Наличность с ограничением	0	1	1
Амортизация приобр-х технологий	8	25	6	Дебиторская задолженность	31	87	83
<b>Валовая прибыль</b>	<b>107</b>	<b>225</b>	<b>82</b>	Прочие активы	3	8	14
S&M	42	90	34	Отложенные расходы	2	7	8
R&D	6	30	10	Подходный налог	0	4	4
G&A	21	35	10	Дебиторская задолженность связ-х сторон	0	0	0
Амортизация	7	18	5	<b>Текущие активы</b>	<b>45</b>	<b>148</b>	<b>173</b>
Реструктуризация	4	16	3	ОС	10	23	25
<b>ЕБИТДА</b>	<b>47</b>	<b>99</b>	<b>33</b>	Активы в аренду	0	37	36
Амортизация	21	63	12	НМА	89	371	360
<b>ЕБИТ</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>20</b>	Гудвилл	446	967	967
Процентные расходы	58	102	25	Расходы будущих периодов	2	16	17
Погашения долга	0	18	2	<b>Долгосрочные активы</b>	<b>546</b>	<b>1414</b>	<b>1405</b>
Прочие доходы/расходы	(0)	0	(0)	<b>Активы</b>	<b>591</b>	<b>1562</b>	<b>1578</b>
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(32)</b>	<b>(85)</b>	<b>(6)</b>	Кредиторская задолженность	2	8	13
Налог	3	7	0	Прочие обязательства	10	62	40
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(29)</b>	<b>(78)</b>	<b>(6)</b>	Доходы будущих периодов	52	158	172
				Налог	0	1	0
				Оплата связанных сторон	0	1	0
				Аренда	0	4	4
				Долг	2	9	9
				<b>Текущие обязательства</b>	<b>66</b>	<b>242</b>	<b>239</b>
				Доходы будущих периодов	0	1	1
				Аренда	0	41	40
				Долг	632	1195	1230
				Налог	10	83	83
				Прочие обязательства	2	14	6
				<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>645</b>	<b>1334</b>	<b>1359</b>
				<b>Всего обязательств</b>	<b>710</b>	<b>1575</b>	<b>1598</b>
				Конвертируемые акции	0	200	200
				<b>Капитал</b>	<b>-119</b>	<b>-214</b>	<b>-220</b>
				<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>591</b>	<b>1562</b>	<b>1578</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>				
Темпы роста выручки	-	103%	87%	<b>Позлементный анализ ROIC</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	ИСТО, x	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	АИСТО, x	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
Валовая маржа	74%	77%	80%	Себестоимость/выручка, %	26%	23%	20%
ЕБИТДА маржа	33%	34%	32%	Операционные издержки/выручка, %	-55%	-64%	-60%
ЕБИТ маржа	18%	12%	20%	WCTO, x	-	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-	FATO, x	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-20%	-27%	-6%				
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>
<b>CFO</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>28</b>	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
D&A	21	63	12	Текущая ликвидность, x	0,69	0,61	0,72
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
<b>CFI</b>	<b>(13)</b>	<b>(737)</b>	<b>(4)</b>	Долг/активы, %	107%	76%	78%
CapEx	(5)	(14)	(4)	Долг/собственные средства, x	70,20	28,86	19,53
				Долг/IC, %	-	-	-
<b>CFF</b>	<b>(30)</b>	<b>726</b>	<b>(3)</b>	Собственные средства/активы, %	2%	3%	4%
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
<b>Денежный поток</b>	<b>1</b>	<b>33</b>	<b>22</b>				
Наличность на начало года	8	9	42	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>
Наличность на конец года	9	42	64	P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-
<b>Справочные данные</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>				
Акции в обращении, млн штук	-	-	-				
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная капитализация, USD	-	-	-				
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	5	14	4				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

## ZoomInfo Technologies Inc: ключевые цифры

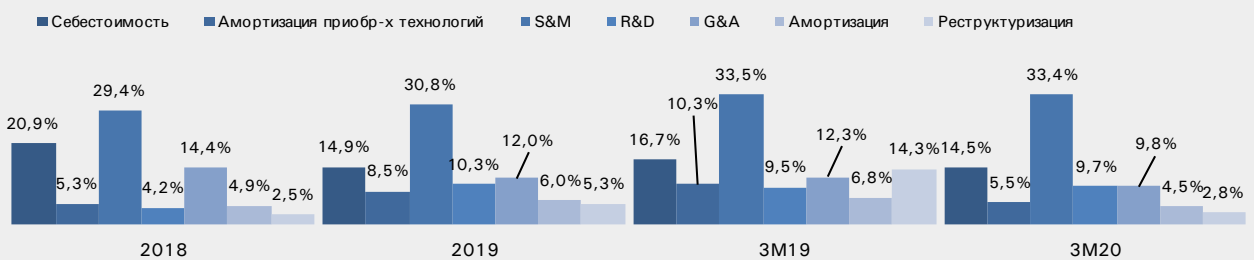
### Операционная метрика



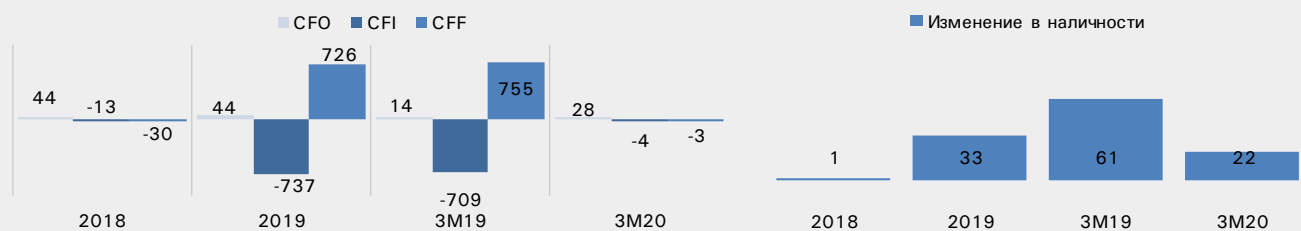
### Выручка и темпы роста



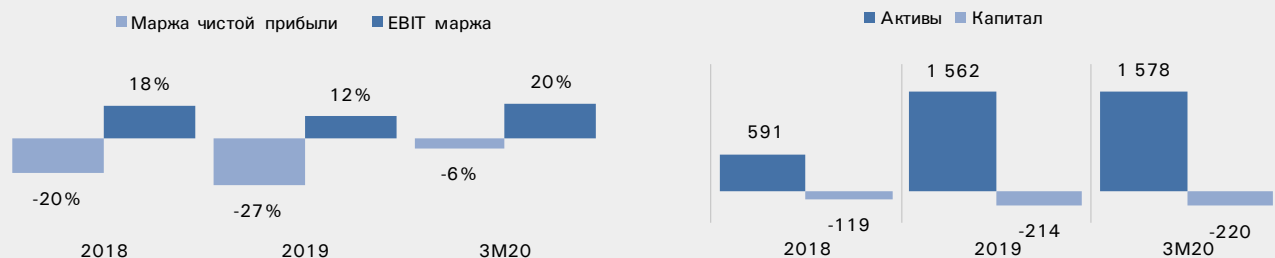
### Расходы и их структура



### Денежные потоки



### Маржа и активы



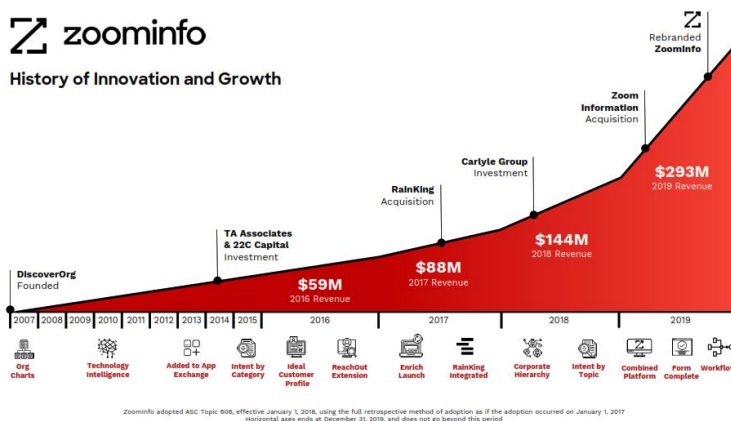
## ZoomInfo Technologies Inc: ключевые факты

**О компании ZoomInfo.** ZoomInfo – это ведущая аналитическая платформа для маркетинговых команд. Платформа предоставляет информацию о различных компаниях и специалистах, которая помогает продавцам и маркетологам сократить циклы продаж и увеличить шанс на успех. На сегодняшний день платформу использует около 192 тысяч платных пользователей.

Компания ранее была известна как DiscoverOrg и была переименована в феврале 2019 года после приобретения Zoom Information за \$760 млн.

В 2019 году компания завершила разработку платформы ZoomInfo, которая сочетает в себе аспекты DiscoverOrg и ZoomInformation.

Иллюстрация 1. История ZoomInfo

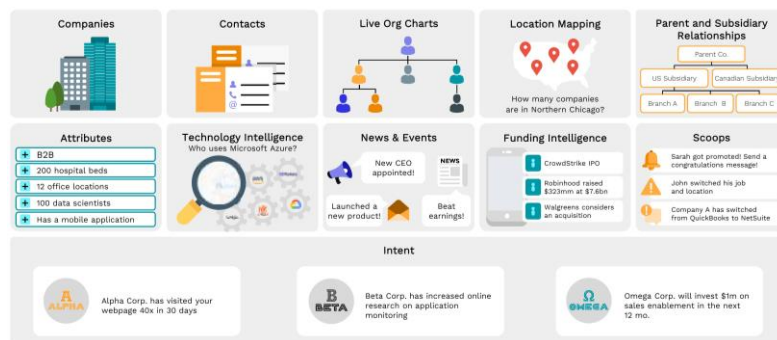


Источник: на основе данных компании

**О платформе ZoomInfo.** Платформа ZoomInfo помогает найти целевых клиентов, получить обновленные прогнозы потенциальных клиентов, отслеживать сигналы о готовности покупки и цикл сделки. Таким образом, продукты ZoomInfo помогают компаниям-клиентам идентифицировать потенциальных клиентов при продаже своих продуктов или услуг.

Данная платформа интегрирована в CRM, Marketo, HubSpot, Microsoft Dynamics, Oracle Sales Cloud и ряд других часто используемых инструментов для маркетинга и продаж.

Платформа предоставляет обзор на более 14 млн компаний и 100 млн специалистов. Также платформа дополняет эти данные, включая, например кадровые перестановки, планируемые инвестиции компании, технологии, которые используется компанией, сигналы намерений, новости компании. К тому же ZoomInfo интегрирует данные своих клиентов.

**Иллюстрация 2. Платформа ZoomInfo**


Источник: на основе данных компании

**Адресный рынок ZoomInfo.** Потенциальный адресный рынок компании оценивается в \$24 млрд, или более 800 тысяч компаний. На текущий момент проникновение компании на потенциальный рынок составляет менее 2%.

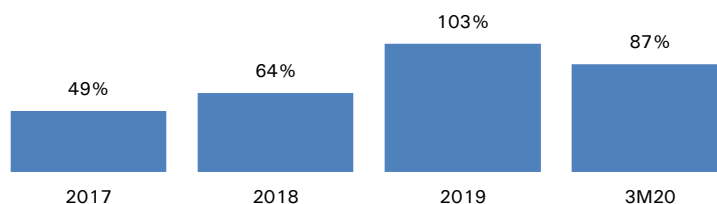
**Об акционерах компании – Carlyle Group и TA Associates.** Carlyle Group - один из крупнейших инвестиционных фондов, управляющий активами на сумму более \$224 млрд. Компания основана в 1987 году. Специализируется на венчурных инвестициях, финансируемых выкупах компаний, высокодоходных долговых обязательствах и недвижимости. Штаб-квартира находится в Вашингтоне, США. В компании занято более 1775 специалистов по инвестициям в 32 офисах во всем мире.

TA Associates – компания, созданная в 1968 году, чьей основной деятельностью считается выкуп и миноритарная рекапитализация прибыльных компаний. TA Associates инвестировала в различные отрасли, включая технологии, здравоохранение, потребительские товары, финансовые услуги и бизнес-услуги. С момента основания компания инвестировала \$25 млрд, а в настоящее время сотрудничает с 525 компаниями во всем мире. TA Associates инвестировала в FedEx, Biogen, McAfee и другие компании.

## ZoomInfo Technologies Inc: прибыльная и растущая SaaS-компания

**Выручка компании.** У компании наблюдается ускорение выручки до 103% в 2019 году за счет слияния компаний и увеличения клиентской базы. В 1 квартале наблюдается замедление до 87%.

График 1. Темпы роста, %

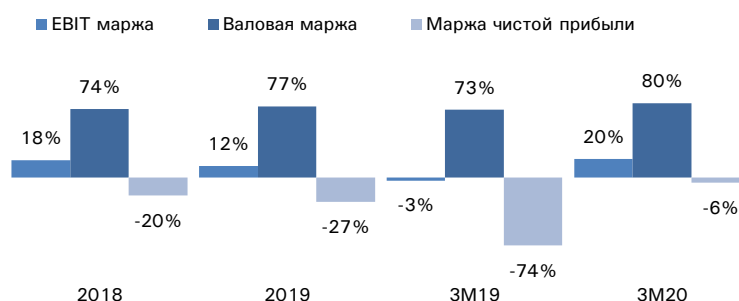


Источник: на основе данных компании

**Основные показатели маржинальности бизнеса.** Валовая маржа выросла с 74% в 2018 году до 77% в 2019 году за счет снижения себестоимости. В 1 квартале показатели выросли до уровня в 80%.

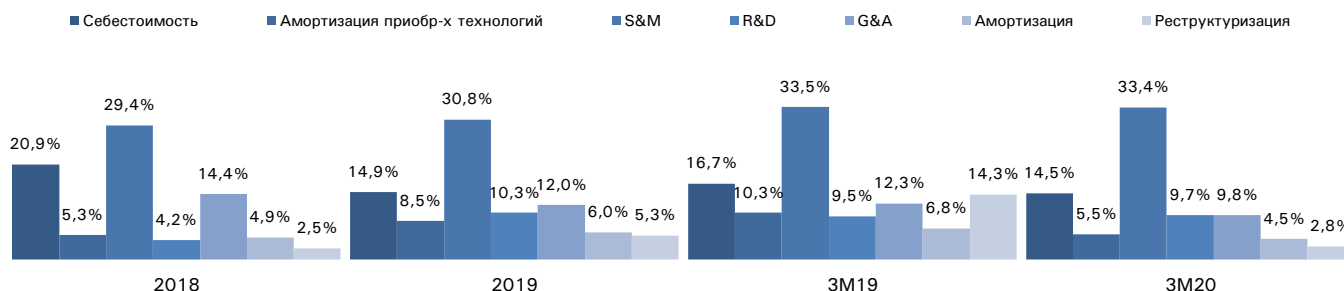
Показатели EBIT снизились с 18% в 2018 году до 12% в 2019 году. В 1 квартале 2020 года показатели выросли до 20%. Основным фактором роста маржи стало снижение расходов: себестоимости - с 20,9% в 2018 году до 14,5% в 1 квартале 2020 года от выручки, G&A - с 14,4% до 9,8%, амортизации - с 4,9% до 4,5%.

График 2. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



Источник: на основе данных компании

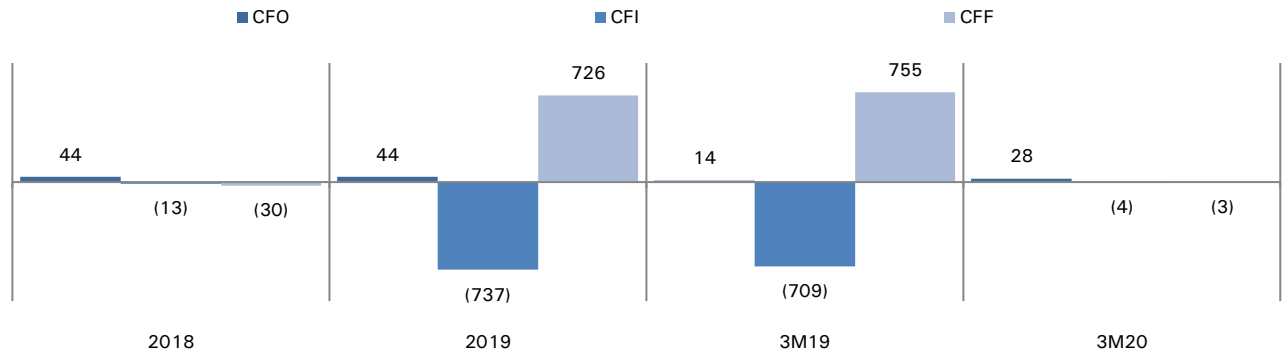
График 3. Структура расходов ZoomInfo Technologies Inc за период с 2018 г. по 1 квартал 2020 года



Источник: на основе данных компании

**Денежный поток.** У компании довольно сильный операционный денежный поток, который на протяжении последних 2-х лет демонстрирует стабильно положительные результаты.

График 4. Денежный поток ZoomInfo Technologies Inc с 2018 г. по 1 квартал 2020 года



Источник: на основе данных компании

## Оценка ZoomInfo Technologies: потенциал роста компании составляет свыше 30% с учетом текущих вводных данных

### 1. Объединение DiscoverOrg и Zoom Information создает новые возможности для роста в будущем.

На конец 31 декабря у компании было 11 тысяч клиентов, а на конец декабря - 14 тысяч, и на 1 квартал количество клиентов достигло отметки в 15 тысяч. Также стоит отметить, что у компании довольно диверсифицированная база, так как ни один клиент компании не составлял более 1% от всей выручки.

Что касается самой клиентской базы, то компания обслуживает довольно крупные и известные компании: DocuSign, SAP, Zoom Video, Brainshark и другие.

Сама платформа ZoomInfo довольно полезна, например, DocuSign после подключения тратит меньше времени на маркетинговые исследования и поиск клиентов, также отказ по электронной почте снизился на более 10%, а сама команда продаж DocuSign стала более продуктивной. SAP приобрела подписку на платформу ZoomInfo для развития продаж облачных услуг, в процессе компания смогла упростить и ускорить процесс продаж.

Потенциальный адресный рынок компании оценивается в \$24 млрд, или более 800 тысяч компаний. На текущий момент проникновение компании на потенциальный рынок составляет менее 2%.

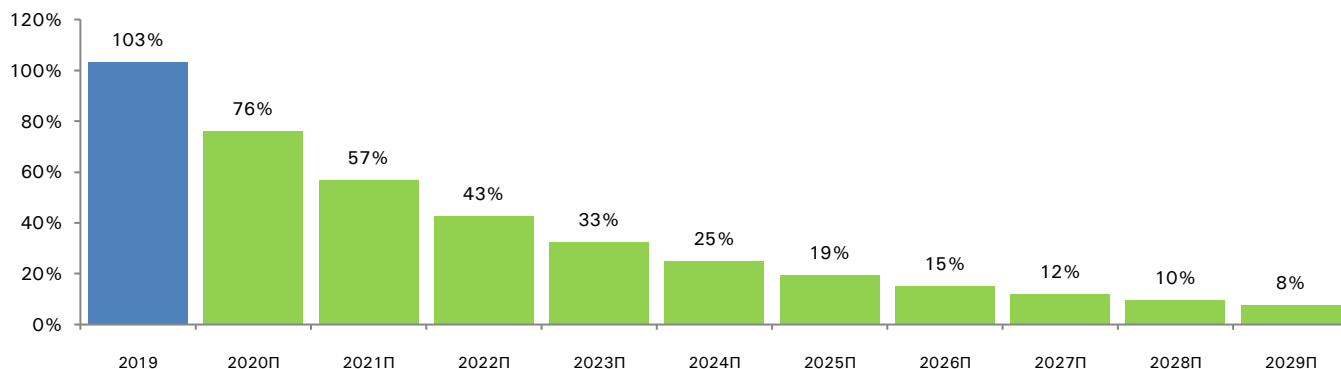
**С учетом всех вводных данных, мы ожидаем замедление выручки со 103% в 2019 году до 8% к 2029 прогнозируемому году. Выручка компании вырастет с \$293 млн до \$3,492 млрд, при этом проникновение компании на рынок вырастет с 2% в 2019 году до 15% к 2029 году.**

Иллюстрация 3. Модель выручки ZoomInfo Technologies

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Клиентская база, тыс	11	14	17	21	24	28	31	34	37	40	42	45
Темпы роста, %		27%	23%	20%	17%	14%	12%	10%	9%	7%	6%	5%
ARPU на 1 клиента, тыс USD	13	21	30	39	48	56	62	67	71	74	77	78
Темпы роста, %		60%	43%	31%	22%	16%	12%	8%	6%	4%	3%	2%
Всего выручка, млн USD	144	293	517	810	1 156	1 533	1 916	2 289	2 639	2 957	3 241	3 492
Темпы роста, %		103%	76%	57%	43%	33%	25%	19%	15%	12%	10%	8%

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

График 5. Прогноз темпов роста ZoomInfo Technologies

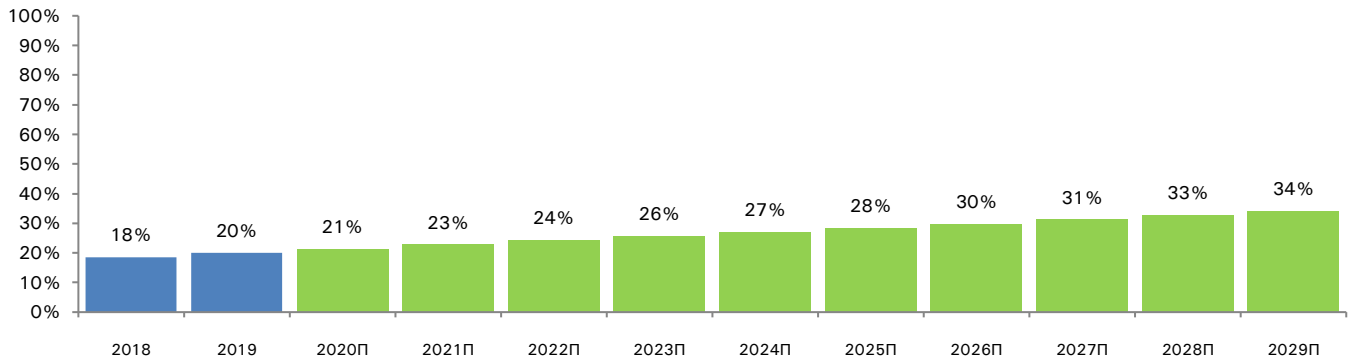


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»



**2. Рост показателей маржи до 34%.** В 2019 показатели EBIT-маржи были равны 20% после корректировок. Компания в своем роуд-шоу представила long-term прогноз по марже, который будет превышать 40%. Мы спрогнозировали маржу более консервативно и предполагаем, что показатели достигнут 34% в течение прогнозных 10 лет. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся до среднеотраслевых 4%. Исходя из нашего прогноза в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$1,597 млрд.

График 6. 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 6,4%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 47% от NOPLAT.

**4. Финальный расчет стоимости и потенциала.** EV, или сумма стоимости прогнозного (\$1,856 млрд) и зрелого (\$7,401 млрд) периода, составит \$9,590 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$1,311 млрд, наличность на счетах в \$64 млн и поступления от IPO в \$757 млн, собственный капитал ZoomInfo Technologies можно оценить в \$9,099 млрд.

Учитывая 382,5 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$23,4. Потенциал к верхней границе IPO в \$18 составляет 30%.

## Иллюстрация 4. Модель оценки ZoomInfo Technologies методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпа роста выручки, %		103%	76%	57%	43%	33%	25%	19%	15%	12%	10%	8%	3,0%
(+) Выручка	144	293	517	810	1 156	1 533	1 916	2 289	2 639	2 957	3 241	3 492	3 596
(x) Операционная маржа	18%	20%	21%	23%	24%	26%	27%	28%	30%	31%	33%	34%	34%
(=) EBIT	27	58	110	184	279	392	517	650	786	922	1 056	1 187	1 223
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	22	37	56	78	103	130	157	184	211	237	245
(=) NOPLAT	27	58	88	147	223	313	413	520	629	738	845	950	978
(-) чистые реинвестиции	-10	47	77	111	144	172	192	202	201	190	169	140	458
(=) FCFF	37	11	11	37	80	141	221	318	428	548	676	810	521
FCFF маржа, %	25,3%	3,9%	2,2%	4,6%	6,9%	9,2%	11,5%	13,9%	16,2%	18,5%	20,9%	23,2%	
(x) фактор дисконтирования			0,92x	0,85x	0,79x	0,73x	0,68x	0,63x	0,59x	0,55x	0,52x	0,49x	
PV FCF			11	31	63	103	150	201	252	302	349	393	
Терминальная стоимость													15 256
PV Терминальной стоимости													7 401
<b>Имплицированные переменные модели</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020П</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>	
Выручка/капитал, x	0,86x	1,24x	1,53x	1,72x	1,82x	1,85x	1,85x	1,85x	1,83x	1,82x	1,80x	1,80x	
Инвестированный капитал	341	417	528	672	844	1 036	1 238	1 439	1 629	1 798	1 937		
Чистое реинвестирование, %	81%	87%	75%	64%	55%	46%	39%	32%	26%	20%	15%		47%
Реинвестирование к выручке, %	16,1%	14,9%	13,6%	12,4%	11,2%	10,0%	8,8%	7,6%	6,4%	5,2%	4,0%		
ROIC, %	17%	21%	28%	33%	37%	40%	42%	44%	45%	47%	49%		6,4%
Маржа NOPLAT, %	20%	17%	18%	19%	20%	22%	23%	24%	25%	26%	27%		
<b>Расчет WACC</b>			<b>2020П</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>	
Безрисковая ставка			0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
Бета послерыноговая			1,38	1,35	1,31	1,27	1,23	1,19	1,15	1,12	1,08	1,00	
Премия за риск инвестирования			6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Стоимость собственного капитала			9,0%	8,8%	8,6%	8,4%	8,1%	7,9%	7,7%	7,4%	7,2%	6,7%	
Ставка долга, до налогов			5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	
Ставка долга, после налогов			4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
СК/Стоимость компании			87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	
Долг/Стоимость компании			13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	
Средневзвешенная стоимость капитала			8,4%	8,2%	8,0%	7,8%	7,6%	7,4%	7,2%	7,0%	6,8%	6,4%	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>													
(=) Стоимость в прогнозном периоде			1 856										
(+) Стоимость в терминальном периоде													7 401
(x) Коэффициент на дату оценки													1,04x
(=) EV													9 590
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													1 311
(+) Наличность													64
(+) Поступления от IPO													757
(-) Стоимость выпущенных опционов													0
(=) Оценка собственного капитала													9 099
Рыночная капитализация													6 886
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>													23,4
Максимум диапазона на IPO, USD													18
Потенциал роста, %													30%

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

## Риски: конкуренция, клиенты и ключевые сотрудники

---

**Конкуренция.** Компания может столкнуться с конкурентами с большими ресурсами и объемами данных, например, Salesforce.com, Oracle, Google или Microsoft.

**Привлечение новых клиентов.** Если ZoomInfo не сможет привлекать новых клиентов и удерживать текущих, это может значительно повлиять на выручку компании и её финансовое состояние.

**Ключевые сотрудники.** Успех компании во многом зависит от ключевых сотрудников, потеря которых может нанести ущерб бизнесу 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.

---