

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

Array Technologies (ARRY)

 Потенциал роста: **35%**

 Целевая цена: **\$28,4**

 Диапазон размещения: **\$19-\$21**

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Солнечная энергия

оценка перед IPO

## IPO ARRY: один из лидеров рынка солнечной энергии



Выручка, 6M2020 (млн USD)	<b>553</b>
EBIT, 6M2020 (млн USD)	<b>103</b>
Прибыль, 6M2020 (млн USD)	<b>76</b>
Чистый долг, 6M2020 (млн USD)	<b>0</b>

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	<b>19</b>

Капитализация IPO (млрд USD)	<b>2,539</b>
Акции после IPO (млн шт)	<b>126,99</b>
Акции к размещению (млн шт)	<b>33,75</b>
Объем IPO (млн USD)	<b>675</b>
Минимальная цена IPO (USD)	<b>19</b>
Максимальная цена IPO (USD)	<b>21</b>
Целевая цена (USD)	<b>28,4</b>
Дата IPO	<b>14 октября</b>

 Динамика акций | биржа/тикер **ARRY/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

14 октября состоится IPO компании Array Technologies. Компания является одним из крупнейших в мире производителей систем наземного монтажа для проектов солнечной энергии - солнечных трекеров. Андеррайтерами размещения выступают Goldman Sachs, JPMorgan, Guggenheim Securities и Morgan Stanley.

**Что такое солнечные трекеры.** Трекеры представляют собой интегрированную систему из стальных опор, электродвигателей, редукторов и электронных контроллеров. Основная задача – это перемещение солнечных панелей в течение дня для большего поглощения солнечного света. На сегодняшний день трекеры становятся все более распространенным оборудованием на крупных солнечных установках по всему миру, так как они вырабатывают больше энергии. Например, по данным BloombergNEF, проекты солнечной энергетики, в которых используются трекеры, генерируют на 25% больше энергии, чем проекты, в которых используются системы крепления с фиксированным наклоном.

**Основные продукты компании.** DuraTrack® HZ v3 – продукт, производство которого было начато в мае 2015 года. Он имеет такие особенности, как запатентованная система крепления с одним болтом на каждый модуль (сокращает время установки), система снижения ветровой нагрузки и небольшое количество двигателей. Программное обеспечение SmartTrack – ПО, использующее исторические данные о погоде, объем производимой энергии на конкретных объектах для определения оптимального положения солнечной батареи в режиме реального времени для увеличения выработки энергии. ПО работает совместно с алгоритмами машинного обучения.

**Основные конкурентные преимущества.** 1. В системе используется 1 двигатель на мегаватт по сравнению с более чем 25 двигателями на мегаватт у крупнейшего конкурента компании. 2. Гибкость: продукт компании имеет общий наклон до 26 градусов, что позволяет клиентам приспособиться к холмистой местности без необходимости проведения обширного профилирования. 3. Быстрая и простая установка трекеров, так как продукт компании состоит из меньшего количества деталей, чем у конкурентов. 4. Защита от сильных ветров: в отличие от своих конкурентов продукт компании закрывает каждый ряд батарей отдельно в зависимости от ветра, то есть один ряд может быть закрыт, в то время как другой продолжает генерировать энергию. У многих конкурентов закрывается весь массив батарей.

**Апсайд в 35% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$3,744 млрд при целевой цене в \$28,4 на 1 простую акцию с потенциалом роста 35%.**

## Array Technologies: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	6M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	6M20
<b>Выручка</b>	<b>291</b>	<b>648</b>	<b>553</b>	Наличность	41	310	18
Себестоимость	279	497	412	Наличность с ограничением	0	51	20
<b>Валовая выручка</b>	<b>12</b>	<b>151</b>	<b>141</b>	Дебиторская задолженность	52	96	99
G&A	46	42	25	Запасы	55	148	105
Амортизация	0	0	0	Налог на прибыль к получению	11	1	19
Амортизация НМА	27	25	13	Прочие активы	16	14	6
<b>ЕБИТ</b>	<b>-61</b>	<b>83</b>	<b>103</b>	<b>Текущие активы</b>	<b>174</b>	<b>620</b>	<b>268</b>
Прочие доходы/расходы	-0	-0	-2	ОС	11	11	10
Процентный расход	-19	-19	-8	Гудвилл	70	70	70
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>-81</b>	<b>65</b>	<b>93</b>	НМА	249	224	211
Налог	-20	25	17	Актив от отложенного налога	6	0	0
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-61</b>	<b>40</b>	<b>76</b>	<b>Активы</b>	<b>510</b>	<b>924</b>	<b>558</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>	Кредиторская задолженность	23	130	30
Темпы роста выручки	-	123%	145%	Кредиторская задолженность связ-х сторон	7	6	7
Темпы роста EBITDA	-	-	-	Начисленные расходы	19	18	14
Темпы роста EBIT	-	-	-	Начисленный гарантийный резерв	2	3	3
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Налог	0	2	38
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Отложенный налог	22	329	21
Валовая маржа	4%	23%	25%	Условное вознаграждение	3	6	9
EBITDA маржа	-	-	-	Возобновляемый кредит	39	0	0
ЕБИТ маржа	-21%	13%	19%	Текущая часть долга	20	56	0
NOPLAT маржа	-	-	-	Текущая часть долга связ-х сторон	0	42	23
Маржа чистой прибыли	-21%	6%	14%	<b>Текущие обязательства</b>	<b>135</b>	<b>591</b>	<b>144</b>
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>	Отложенный налог	0	16	14
<b>CFO</b>	<b>(12)</b>	<b>386</b>	<b>-248</b>	Условное вознаграждение	15	12	12
D&A	28	27	14	Долг за вычетом текущей части	59	0	4
<b>CFI</b>	<b>(6)</b>	<b>(2)</b>	<b>(0)</b>	Долг связ-х сторон	37	0	0
CapEx	(2)	(2)	(0)	<b>Всего обязательств</b>	<b>245</b>	<b>618</b>	<b>174</b>
<b>CFF</b>	<b>51</b>	<b>(64)</b>	<b>(75)</b>	Конвертируемые акции	0	0	0
<b>Денежный поток</b>	<b>33</b>	<b>320</b>	<b>(323)</b>	<b>Капитал</b>	<b>264</b>	<b>305</b>	<b>384</b>
Наличность на начало года	8	41	361	<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>510</b>	<b>924</b>	<b>558</b>
Наличность на конец года	41	361	38	<b>Позлементный анализ ROIC</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>
<b>Справочные данные</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	ICTO, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	AICTO, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
EV, USD	-	-	-	Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	2	2	0	WCTO, x	-	-	-
Рабочий капитал, USD	-	-	-	FATO, x	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>
BV, USD	-	-	-	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	Текущая ликвидность, x	1,29	1,05	1,86
EPS, USD на акцию	-	-	-	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	12%	0%	1%
				Долг/собственные средства, x	1,45	0,00	0,24
				Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	8%	34%	3%
				Активы/собственный капитал, x	1,93	3,03	1,45
				<b>Мультипликаторы</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>
				P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-

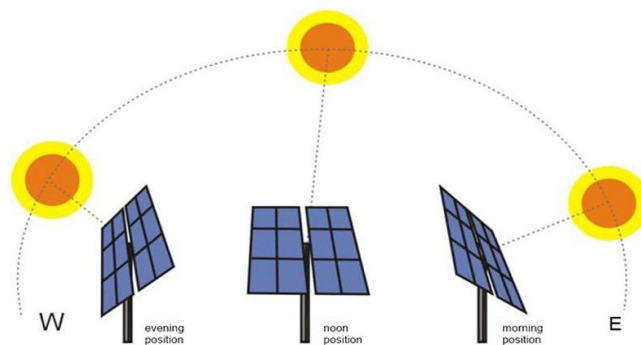
## Array Technologies: ключевые факты

---

**О компании Array Technologies.** Компания является одним из крупнейших в мире производителей систем наземного монтажа для проектов солнечной энергии - солнечных трекеров. Трекеры представляют собой интегрированную систему из стальных опор, электродвигателей, редукторов и электронных контроллеров. **Основная задача** – это перемещение солнечных панелей в течение дня для большего поглощения солнечного света.

На сегодняшний день трекеры становятся все более распространенным оборудованием на крупных солнечных установках по всему миру, так как они вырабатывают больше энергии. Например, по данным BloombergNEF, проекты солнечной энергетики, в которых используются трекеры, генерируют на 25% больше энергии, чем проекты, в которых используются системы крепления с фиксированным наклоном.

Иллюстрация 1. Принцип работы солнечных трекеров



### SOLAR TRACKING SYSTEM

Источник: [slideplayer.com](http://slideplayer.com)

В 2019 году компания Wood Mackenzie поместила Array Technologies на 2-е место в мире по объему поставок солнечных батарей. Также по состоянию на 30 сентября компания оформила заказы на \$703 млн (рост - 31% г/г) с предполагаемыми сроками поставки на 2020 и 2021 годы.

Компания была основана в 1989 году, и по состоянию на 30 июня 2020 года у компании было 343 сотрудника. На сегодняшний день крупнейшим акционером является ATI Investment Parent (73,4%).

**Основные продукты компании.** Основными продуктами компании являются трекер DuraTrack и программное обеспечение SmarTrack.

DuraTrack® HZ v3 – продукт, производство которого было начато в мае 2015 года. Он имеет такие особенности, как запатентованная система крепления с одним болтом на каждый модуль (сокращает время установки), система снижения ветровой нагрузки и небольшое количество двигателей.

**Иллюстрация 2. Трекер компании DuraTrack® HZ v3**

Источник: [pv-magazine-usa.com](http://pv-magazine-usa.com)

**Программное обеспечение SmarTrack** – ПО, использующее исторические данные о погоде, объем производимой энергии на конкретных объектах для определения оптимального положения солнечной батареи в режиме реального времени для увеличения выработки энергии. ПО работает совместно с алгоритмами машинного обучения.

**Конкурентные преимущества компании.** Array Technologies отмечает следующие конкурентные преимущества перед другими поставщиками:

- в системе используется 1 двигатель на мегаватт по сравнению с более чем 25 двигателями на мегаватт у крупнейшего конкурента компании;
- гибкость: продукт компании имеет общий наклон до 26 градусов, что позволяет клиентам приспособиться к холмистой местности без необходимости проведения обширного профилирования;
- быстрая и простая установка трекеров, так как продукт компании состоит из меньшего количества деталей, чем у конкурентов;
- защита от сильных ветров: в отличие от своих конкурентов продукт компании закрывает каждый ряд батарей отдельно в зависимости от ветра, то есть один ряд может быть закрыт, в то время как другой продолжает генерировать энергию. У многих конкурентов закрывается весь массив батарей.

**Потенциальный рынок.** По данным [fortunebusinessinsights.com](http://fortunebusinessinsights.com), мировой рынок солнечных трекеров вырастет с \$9,3 млрд в 2019 году до \$22,33 млрд к 2027 году.

Основной драйвер рынка – это снижение выбросов в атмосферу. В настоящее время возобновляемые источники составляют около 29% от общего объема производства электроэнергии во всем мире.

## Оценка Array Technologies: потенциал роста свыше 35% на фоне роста рынка солнечной энергии

**1. Прогноз выручки.** Для построения модели мы использовали данные адресного рынка компании и оценили потенциальную долю компании.

В 2019 году выручка компании выросла на 123%, но в 1ПГ 2020 года выручка компании ускорилась на 145%, так как некоторые заказчики решили осуществить поставки раньше срока на фоне налоговых льгот по инвестициям в солнечную энергетику.

Мы ожидаем, что темпы роста в 2020 ПГ ускорятся до 135% на фоне роста спроса на технологии компании. К 2021 ПГ темпы роста замедлятся до 72% с дальнейшим замедлением до 6% к 2029 ПГ.

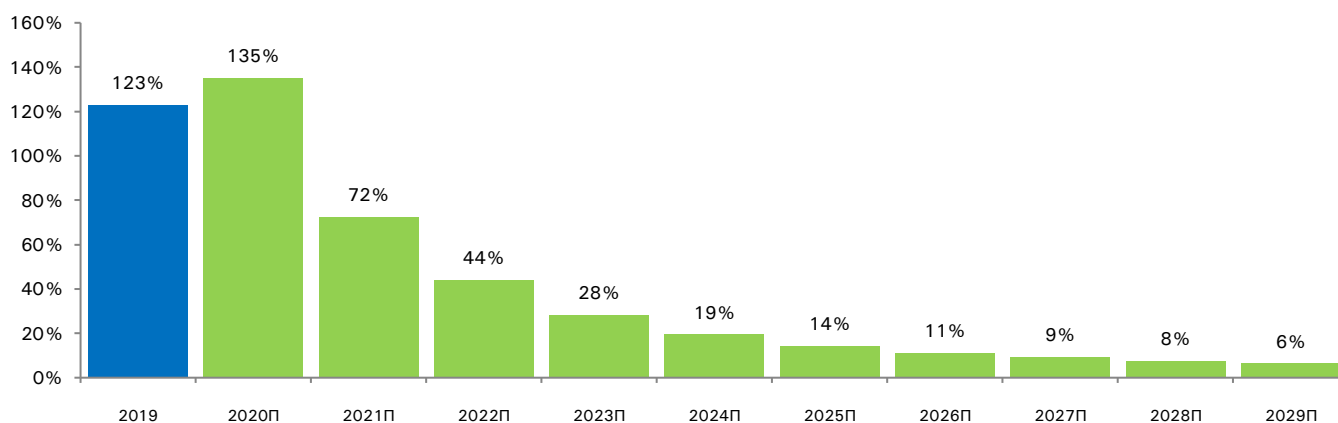
С учетом всех вводных данных мы заложили ускорение темпов роста со 123% в 2019 году до 145% в 2020 прогнозному году с дальнейшим замедлением до 72% к 2021 прогнозному году и к 6% к 2029 прогнозному году, общая выручка компании вырастет с \$648 млн в 2019 году до \$9,239 млрд к 2029 прогнозному году.

Иллюстрация 3. Модель выручки Array Technologies

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Мировой рынок солнечных трейдеров, млрд USD	8	9	11	13	14	16	17	19	21	22	24	25
Темпы роста, %		22%	18%	15%	13%	11%	10%	9%	9%	8%	7%	6%
Доля рынка Array Technologies, %	4%	7%	14%	21%	27%	31%	33%	35%	36%	36%	36%	37%
Темпы роста, %		82%	100%	50%	28%	15%	8%	5%	3%	1%	1%	0%
Всего выручка, млн USD	291	648	1 523	2 625	3 780	4 852	5 797	6 628	7 375	8 065	8 683	9 238
Темпы роста, %		123%	135%	72%	44%	28%	19%	14%	11%	9%	8%	6%

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

График 1. Прогноз темпов роста Array Technologies

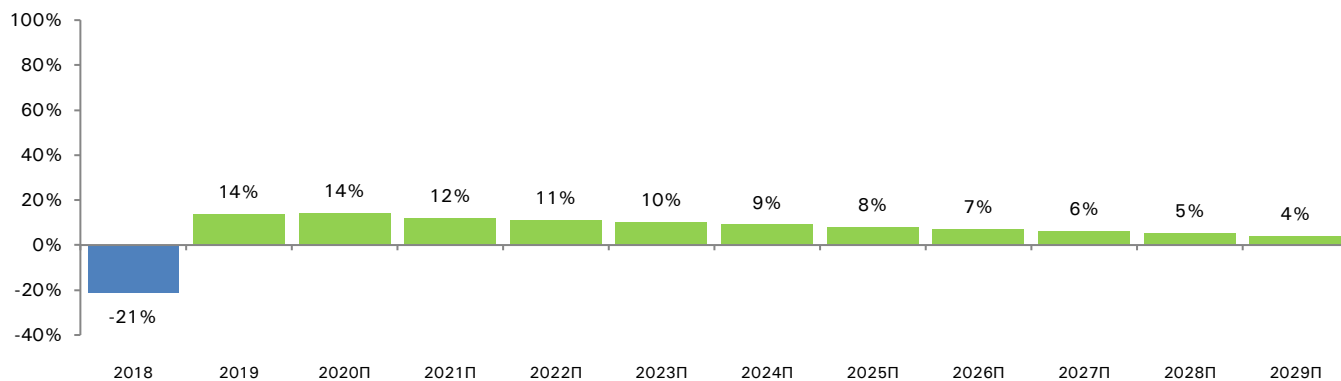


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

### 2. Снижение показателей маржи до среднеотраслевых значений в 4%.

В 2019 году показатели EBIT-маржи были равны 14%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнивали к среднеотраслевым значениям в 4%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет вырастут с 0,3% до среднеотраслевых в 7%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$2,8 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 приравняли к затратам на капитал в 6,1%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 49% от NOPLAT.

**4. Финальный расчет стоимости и потенциала.** EV, или сумма стоимости прогнозного (\$628 млн) и зрелого (\$2,780 млрд) периода, составит \$3,608 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$22 млн, наличность на счетах в \$18 млн и поступления от IPO в \$140 млн, собственный капитал Argray Technologies можно оценить в \$3,745 млрд.

Учитывая 126,99 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$28,4. Потенциал к верхней границе IPO в \$21 составляет 35%.

Компания продает 7 млн акций, а 26,75 млн продают акционеры.

**Иллюстрация 4. Модель оценки Array Technologies методом FCFF**

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпы роста выручки, %		123%	135%	72%	44%	28%	19%	14%	11%	9%	8%	6%	3,0%
<b>(+) Выручка</b>	<b>291</b>	<b>648</b>	<b>1 523</b>	<b>2 625</b>	<b>3 780</b>	<b>4 852</b>	<b>5 797</b>	<b>6 628</b>	<b>7 375</b>	<b>8 065</b>	<b>8 683</b>	<b>9 238</b>	<b>9 516</b>
(х) Операционная маржа	-21%	14%	14%	12%	11%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	4%
<b>(=) EBIT</b>	<b>-61</b>	<b>88</b>	<b>213</b>	<b>315</b>	<b>416</b>	<b>485</b>	<b>522</b>	<b>530</b>	<b>516</b>	<b>484</b>	<b>434</b>	<b>370</b>	<b>381</b>
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	18	43	63	83	97	104	106	103	97	87	74	76
<b>(=) NOPLAT</b>	<b>-61</b>	<b>70</b>	<b>171</b>	<b>252</b>	<b>333</b>	<b>388</b>	<b>417</b>	<b>424</b>	<b>413</b>	<b>387</b>	<b>347</b>	<b>296</b>	<b>304</b>
(-) чистые реинвестиции	2	2	15	43	87	145	212	286	368	456	550	647	151
<b>(=) FCFF</b>	<b>(63)</b>	<b>68</b>	<b>156</b>	<b>209</b>	<b>245</b>	<b>244</b>	<b>206</b>	<b>138</b>	<b>45</b>	<b>(69)</b>	<b>(202)</b>	<b>(351)</b>	<b>154</b>
FCFF маржа, %		10,6%	10,2%	8,0%	6,5%	5,0%	3,5%	2,1%	0,6%	-0,9%	-2,3%	-3,8%	
(х) фактор дисконтирования			0,93x	0,87x	0,81x	0,76x	0,71x	0,67x	0,62x	0,59x	0,55x	0,55x	
<b>PV FCFF</b>			145	181	199	185	146	92	28	(41)	(112)	(194)	
Терминальная стоимость													5 022
<b>PV Терминальной стоимости</b>													<b>2 780</b>
<b>Имплицированные переменные модели</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, х		5,02x	10,58x	14,03x	13,78x	11,58x	9,19x	7,23x	5,74x	4,63x	3,79x	3,87x	
Инвестированный капитал		129	144	187	274	419	631	917	1 285	1 741	2 291	2 388	
Чистое реинвестирование, %		3%	9%	17%	26%	37%	51%	68%	89%	118%	158%	219%	49%
Реинвестирование к выручке, %		0,3%	1,0%	1,6%	2,3%	3,0%	3,7%	4,3%	5,0%	5,7%	6,3%	7,0%	
ROIC, %		54%	118%	135%	121%	93%	66%	46%	32%	22%	15%	12%	6,1%
Маржа NOPLAT, %		11%	11%	10%	9%	8%	7%	6%	6%	5%	4%	3%	
<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		0,78%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	
Бета послерыноговая		1,28	1,26	1,23	1,20	1,17	1,14	1,11	1,09	1,06	1,00		
Премия за риск инвестирования		5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%		
<b>Стоимость собственного капитала</b>		<b>7,6%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,1%</b>		
Ставка долга, до налогов		6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%		
<b>Ставка долга, после налогов</b>		<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>		
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%		
<b>Средневзвешенная стоимость капитала</b>		<b>7,6%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,1%</b>		
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x		
<b>Оценка капитала, млн USD</b>													
(=) Стоимость в прогнозном периоде													628
(+) Стоимость в терминальном периоде													2 780
(х) Коэффициент на дату оценки													1,06x
<b>(=) EV</b>													<b>3 608</b>
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													22
(+) Наличность													18
(+) Поступления от IPO													140
(-) Стоимость выпущенных опционов													0
<b>(=) Оценка собственного капитала</b>													<b>3 745</b>
Рыночная капитализация													2 667
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>													<b>28,4</b>
Максимум диапазона на IPO, USD													21
Потенциал роста, %													35%

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

## Риски: партнеры, сбои и сотрудники

---

**Поставщики.** Прерывание доставки компонентов и материалов от международных поставщиков может нарушить цепочку поставок Array Technologies, что может привести к дополнительным пошлинам, тарифам и другим сборам на импорт и экспорт.

**Дефекты продуктов компании.** Если у продуктов Array Technologies будут проблемы с производительностью, то это может привести к потере клиентов, нанести ущерб репутации и снизить доходы компании.

**Ключевые сотрудники.** Если компания не сможет привлекать или удерживать ключевых сотрудников, это может повлиять на эффективное развитие компании, что может привести к снижению выручки и росту расходов.



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.

---