

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Health Catalyst (HCAT)

 Потенциал роста: **37%**

 Целевая цена: **\$31,6**

 Диапазон размещения: **\$20-23**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Программное обеспечение

оценка перед IPO

HCAT: катализатор эффективности медицинской отрасли



Выручка, 2018 (млн USD)	113
EBIT, 2018 (млн USD)	-60
Прибыль, 2018 (млн USD)	-62
Чистый долг, 1Q2019 (млн USD)	0

P/E, 2019 (x)	—
P/BV, 2019 (x)	—
EV/S, 2019 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-30

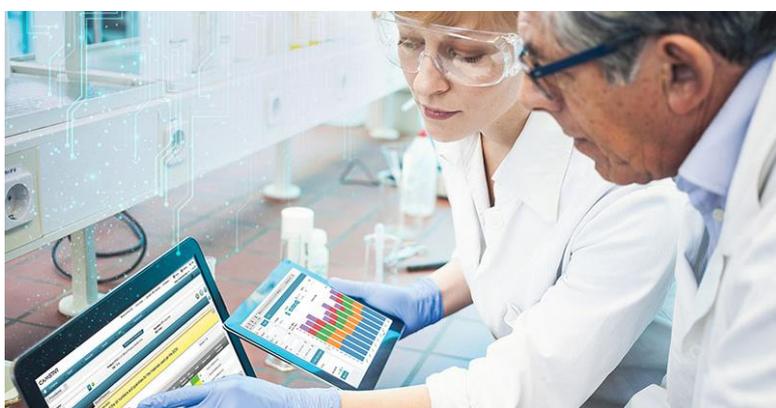
Капитализация IPO (млн USD)	732,7
Акции после IPO (млн шт)	34,078
Акции к размещению (млн шт)	6
Объем IPO (млн USD)	129
Минимальная цена IPO (USD)	20
Максимальная цена IPO (USD)	23
Целевая цена (USD)	31,6
Дата IPO	24 июля

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

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



24 июля состоится IPO Health Catalyst, компании, разрабатывающей приложения, которые помогают компаниям медицинской отрасли экономить на оптимизации клинических, финансовых и операционных процессов.

Платформа Healthcare Catalyst DOS анализирует данные из разных источников и предлагает конкретные действия для улучшения рабочих процессов. Платформа является одной из самых больших информационных баз, включая более 100 млн записей и охватывая более 1 трлн различных фактов. Платформа собирает данные из более 300 источников. Основные 3 направления платформы - платформа данных (сбор информации, интеграция различных программ), аналитика данных (анализ распространённых проблем) и профессиональные услуги (предоставление своих экспертов).

Бизнес-кейсы и клиентская база. На сегодняшний день компания зафиксировала более 650 различных примеров улучшения результатов. Одним из самых известных примеров является Allina Health, которая владеет и управляет 13 больницами и более 90 клиниками. В ходе сотрудничества Health Catalyst обеспечила экономию до \$125 млн в год, при этом снизив смертность от сепсиса на 30% и обеспечив снижение хирургических инфекций на 78%. На 31 декабря 2018 года, из 126 клиентов более 50 являются крупнейшими организациями здравоохранения США (Acuity Health, Allina Health, AlohaCare и UPMC).

Типичные показатели эффективного SaaS-бизнеса. За 2018 год темпы роста составили 54% при ускорении до 71% в 1Q 2019 года. Наблюдается положительная динамика маржи EBIT до -53% в 2018 году против -62% годом ранее и -31% в 1Q2019 года.

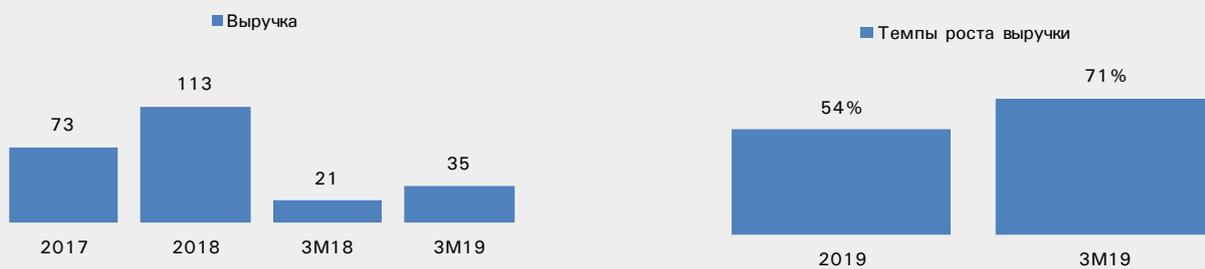
С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$1,106 млрд при целевой цене в \$31,6 на 1 простую акцию с потенциалом роста 37%.

Health Catalyst: ключевые цифры

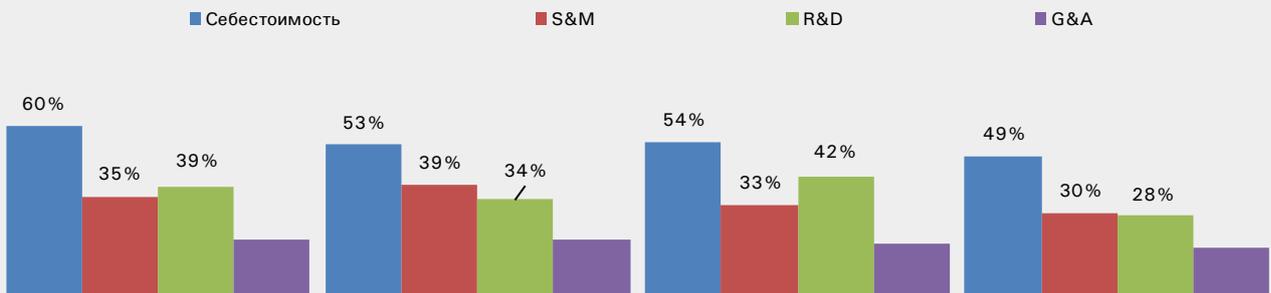
Операционная метрика



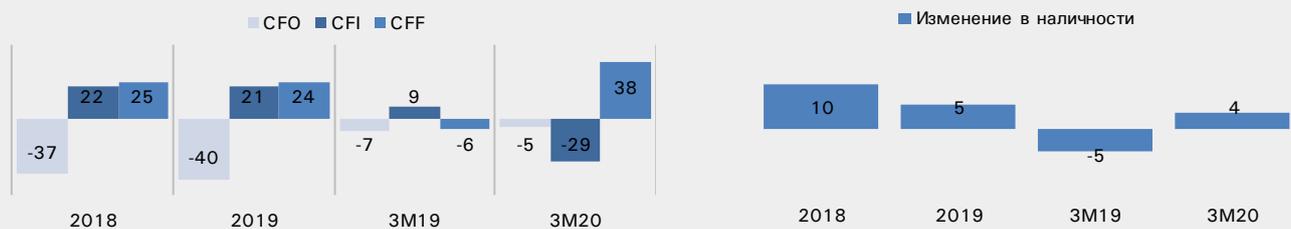
Выручка и темпы роста



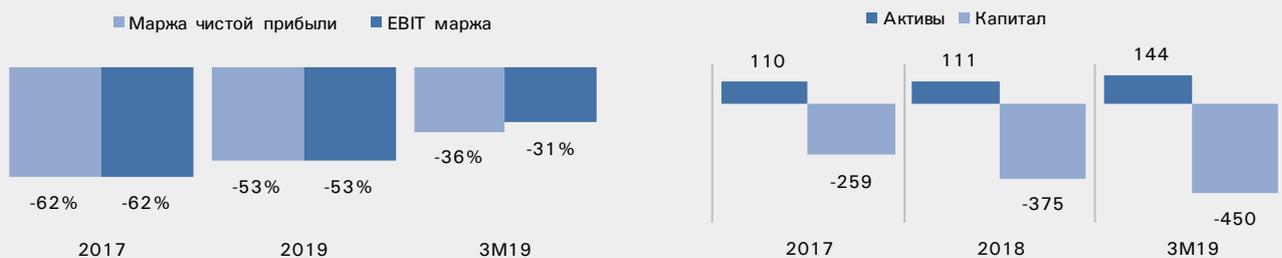
Расходы и их структура



Денежные потоки



Маржа и активы



Health Catalyst: общее резюме привлекательности размещения

Health Catalyst предоставляет своим клиентам экономически рентабельные решения для улучшения рабочих процессов, при этом используя классическую модель бизнеса B2B с предсказуемой моделью доходов с крупными организациями из сектора здравоохранения. В целом размещение Health Catalyst можно назвать классическим IPO SaaS-компании с хорошими финансовыми показателями и 71-м местом в списке Forbes Cloud 100. Health Catalyst имеет большой потенциал для развития и увеличения доли на рынке, ряд сильных тезисов и комфортную оценку на IPO.

(+) Отрасль на ранней стадии развития и эффективная модель бизнеса - SaaS по подписной модели. Такие IPO имели очень хороший перформанс в прошлом, инвесторы любят такие размещения за технологическую дифференциацию, предсказуемость доходов, темпы роста и большие неохваченные целевые рынки.

(+) Высокие темпы роста и их ускорение: +54% в 2018 году и +71% в 1 квартале 2019 года.

(+) Хорошая работа над снижением расходов: в последнем квартале маржа EBIT составила -31% против -53% в 2018 году.

(+) Крупный и неохваченный целевой рынок. Примерная оценка в \$8 млрд.

(+) Компания присутствует в списке Forbes Cloud 100, но не входит в первую 20-ку, занимая 71 место.

(+) Крупные клиенты – 50 крупнейших организаций из сектора здравоохранения в США.

(+) Известные инвестфонды с крупными долями: Norwest (20,9%), Sequoia (21,9%).

(+) Мощный прирост базы в 174% за счет приобретения Medicity.

(+) Комфортная оценка на IPO оставляет потенциал по DCF свыше 37%.

(-) Наличие довольно высокой конкуренции. Среди конкурентов есть довольно сильные игроки: IBM, Epic Systems, Cerner и Optum Analytics.

(=) Наличие долга. На данный момент долг компании составляет 32,7% от всех активов, при этом у компании достаточно ликвидности для его погашения.

Health Catalyst: ключевые факты

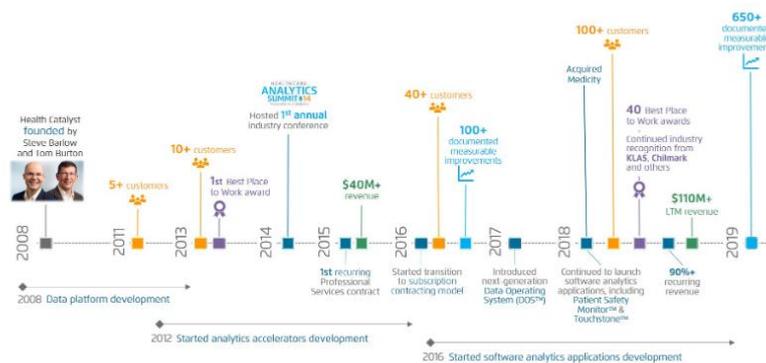
Health Catalyst – ведущий поставщик информационных и технологических услуг для организаций здравоохранения. Компания была основана в 2008 году и создала платформу для обмена медицинскими данными, которая позволяет клиентам эффективно управлять своими данными, получать аналитические заключения для улучшения финансовых, клинических и операционных затрат. Руководящую должность в Health Catalyst занимает Даниэль Бертон, который ранее был соучредителем HB Ventures.

По данным WSJ, более 500 больниц и около 5 тысяч клиник используют программное обеспечение Health Catalyst.

В 2018 году Health Catalyst приобрела компанию Medicity. Инвесторами компании были Sequoia Capital, UPMC, OrbiMed, Norwest Venture Partners, Kaiser Permanente Ventures и Sands Capital Ventures. Всего было привлечено \$377 млн.

На момент IPO среди крупных акционеров компании числились Norwest (20,9%), Sequoia (21,9%) и UPMC (6,3%).

Иллюстрация 1. Хронология Health Catalyst



Источник: на основе данных компании

Продукт компании. Healthcare Catalyst DOS – это масштабируемая платформа данных, которая анализирует данные из разных источников. Клиенты, пользуясь платформой компании, получают конкретные действия для улучшения рабочего процесса. На сегодняшний день платформа является одной из самых больших информационных баз, включающей в себя более 100 млн записей пациентов, охватывающей более 1 трлн различных фактов. Платформа собирает данные из более 300 источников.

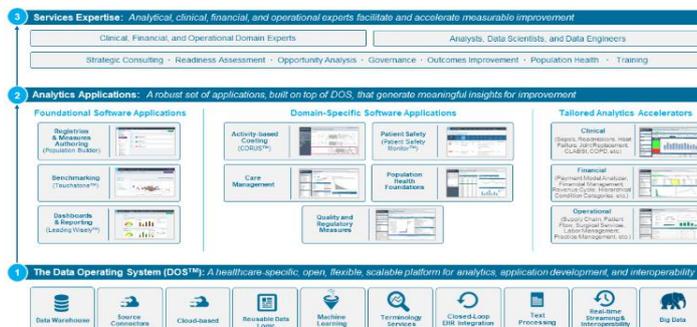
Основные 3 направления платформы - платформа данных (сбор информации, интеграции различных программ), аналитика данных и профессиональные услуги.

Платформа данных – это специализированная облачная платформа для данных, которая предоставляет клиентам комплексную среду для интеграции и дифференциации данных из различных источников.

Аналитика данных – набор аналитических приложений, которые предназначены для анализа распространенных проблем, с которыми сталкиваются клиенты компании.

Профессиональные услуги: компания предоставляет своих экспертов, которые помогают клиентам добиться различных улучшений в своих финансовых и клинических процессах. В настоящее время в компании работает более 700 человек, из них - 200 аналитиков и 65 экспертов в различных областях.

Иллюстрация 2. Платформа Health Catalyst



Источник: на основе данных компании

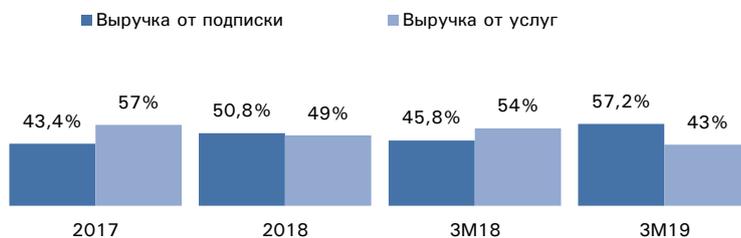
Бизнес-модель компании, основной рынок и клиентская база.

Основным рынком компании на данный момент являются США. На 31 декабря 2018 года, из 126 клиентов более 50 являются крупнейшими организациями здравоохранения США.

Своих клиентов компания подразделяет на 2 класса: клиенты с подпиской на платформу DOS и другие клиенты.

Компания использует бизнес-модель подписки, контракт длится до 3 лет.

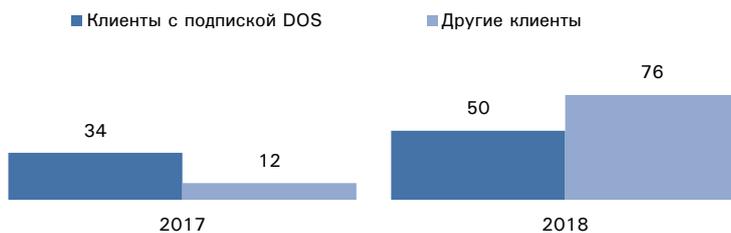
График 1. Соотношение выручки, %



Источник: на основе данных компании

На 31 декабря 2017 года, у компании было 50 клиентов с подпиской DOS и 76 других активных клиентов от покупки компании Medcity. Компания обслуживает медицинские центры, больницы, крупные медицинские учреждения и другие организации. Среди клиентов числятся Acuitas Health, Allina Health, AlohaCare, Partners HealthCare, UnityPoint Health и UPMC.

График 2. Разбивка клиентской базы Health Catalyst



Источник: на основе данных компании

Иллюстрация 3. Клиентская база Health Catalyst

Acuitas Health	MedStar Health
Allina Health	Memorial Hospital at Gulfport
AlohaCare	Michigan Medicine
Banner Health	Mission Health
Children's Hospital of Orange County	Ohio Health Information Partnership
Christiana Care Health System	Partners Healthcare
Crystal Run Healthcare	Texas Children's Hospital
Community Health Network	Thibodaux Regional Medical Center
Dartmouth-Hitchcock Medical Center	UnityPoint Health
Hospital Sisters Health System	UPMC
John Muir Health	Westchester Medical Center

Источник: на основе данных компании

Бизнес-кейсы Health Catalyst. Решение компании помогает справиться с основными проблемами: клинические рабочие процессы (последовательность ухода за пациентами, оптимизация показателей клинического успеха), финансовые рабочие процессы (улучшение цикла дохода, анализ стоимости обслуживания с текущим методом затрат) и операционные рабочие процессы (оптимизация процессов цепочки поставок, мониторинг, оптимизация затрат).

На сегодняшний день компания зафиксировала более 650 различных примеров улучшения результатов.

Примеры работы платформы и результаты.

Allina Health владеет и управляет 13 больницами и более 90 клиниками в Миннесоте и в западном Висконсине. Allina Health является первым клиентом компании Health Catalyst, и в 2014 году было подписано соглашение на \$100 млн, согласно которому Allina Health передала все свои технологии и персонал в 50 человек. В ходе сотрудничества компания обеспечила экономию до \$125 млн в год, при этом снизив смертность от сепсиса на 30% и обеспечив снижение хирургических инфекций на 78%.

UPMC – это медицинский центр, связанный с University of Pittsburgh, который представляет собой интегрированную систему оказания медицинской помощи в 40 больницах, сети клиник, онкологических и амбулаторных центрах и различных поставщиков. UPMC, используя платформу Health Catalyst, обеспечила экономию в \$38 млн, улучшив клинические, финансовые (сокращение поставок с экономией на \$15 млн, сокращение неиспользуемой площади с экономией в \$13 млн и \$5 млн через реструктуризацию программ ОВ) и операционные рабочие процессы (получение финансовых данных на 3 дня раньше и улучшение получения информации о производительности).

Потенциальный рынок и конкуренция. Компания оценивает свой адресный рынок в \$8 млрд. Он подразделяется на 3 рынка: платформа данных в \$2 млрд, портфель аналитических данных в \$3 млрд и профессиональные услуги в \$3 млрд. Потенциальная база клиентов составляет более 1200 различных организаций в сфере здравоохранения в США.

Среди конкурентов можно отметить:

- Epic Systems
- Cerner
- SAS Institute
- Allscripts
- McKesson Corporation
- MedeAnalytics
- Inovalon

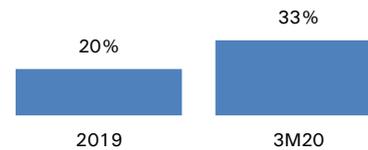
Стратегия роста.

- Выпуск новых продуктов и решений
- Выход на международные рынки
- Увеличение клиентской базы
- Приобретение компаний для расширения бизнеса

Health Catalyst: ускорение выручки при сокращении затрат

Ускорение темпов роста в 1 квартале. В 2018 году компания зафиксировала рост в 54%, при этом в 1 квартале 2019 года наблюдается ускорение до 71%. Причиной ускорения стал резкий рост клиентской базы из-за приобретения Medicity.

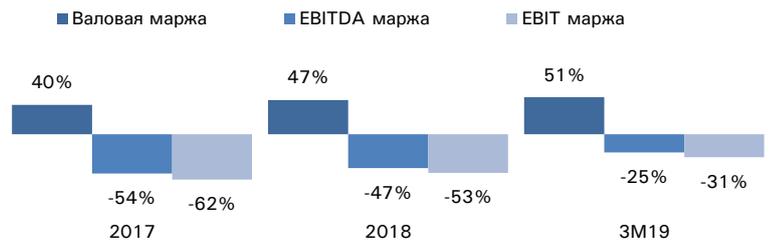
График 3. Темпы роста, %



Источник: на основе данных компании

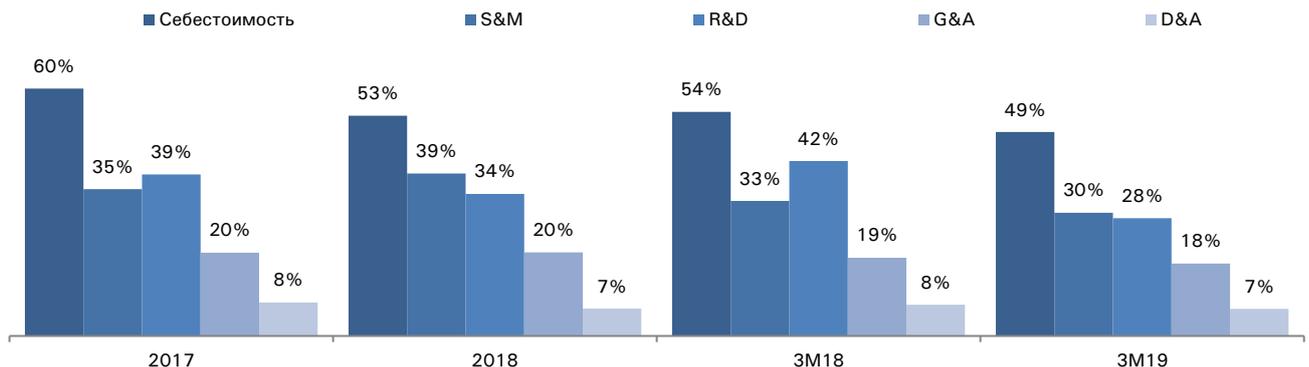
Основные показатели маржи. Валовая маржа показывает динамику роста. Так, например, в 2017 году показатели были равны 40%, а в 1 квартале 2019 года достигли отметки в 51%. При этом показатели EBIT маржи демонстрируют движение к безубыточности, сократившись в 2 раза с 2017 года - с -62% до -31% в 1 квартале 2019 года.

График 4. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



Источник: на основе данных компании

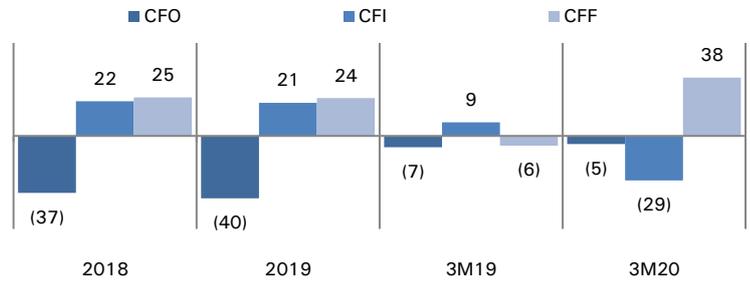
График 5. Структура расходов Health Catalyst за 2017-3M19 гг.



Источник: на основе данных компании

Денежный поток. Компания сгенерировала наличность в последние 2 года благодаря своей инвестиционной и финансовой деятельности.

График 6. Денежный поток Health Catalyst с 2017 по 3М19 гг.



Источник: на основе данных компании

Оценка Health Catalyst при текущих трендах и консервативных прогнозах оставляет потенциал к верхней границе в 37%

1. Модель выручки Health Catalyst. Для прогноза выручки компании мы использовали основные операционные показатели бизнеса: количество клиентов, доход на клиента и доход от услуг.

Количество клиентов: в 2018 году был зафиксирован резкий рост базы на 174% до 126 клиентов из-за приобретения компании Medicity. В первом прогнозируемом году мы ожидаем замедление базы почти в 2 раза, до 87% с дальнейшим снижением до 4% в течение 10 лет. Клиентская база за 10 лет увеличится со 126 клиентов до 1248. Главным триггером роста будут известные клиенты и потенциальный выход на международные рынки.

Средний доход на клиента: в 2018 году у компании сократился ARPU на 34% из-за резкого роста клиентской базы. Мы ожидаем, что ARPU останется на прежнем уровне и в течение 10 лет не подвергнется сильным изменениям.

Доход от подписки: в прогнозе дохода от подписки мы сохранили импульс роста, который в 1 квартале составляет 113%. Таким образом, в 2019 прогнозируемом году темпы роста от подписки составят 87% против 81% в 2018 году. С 2020 прогнозируемого года мы ожидаем замедление с 61% до 4% к 2028 году. Выручка вырастет в течение 10 лет с \$57 млн до \$567 млн.

Доход от услуг: для прогноза дохода от услуг мы замедлили темпы роста с 34% до 7% в течение 10 лет. Выручка через 10 лет составит \$227 млн против текущих \$55 млн.

Итоговая выручка Health Catalyst. Текущие темпы роста Health Catalyst пройдут через пиковый рост в 2020 прогнозируемом году в 58% с дальнейшим замедлением до 4% в течение 10 лет. Выручка к 2028 прогнозируемому году составит \$794 млн.

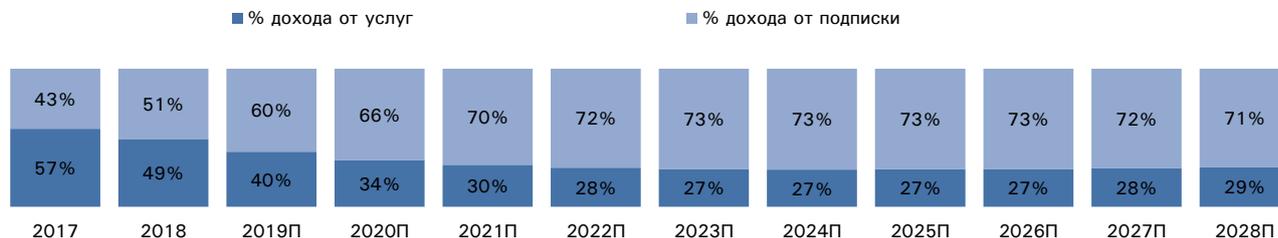
Иллюстрация 4. Модель выручки Health Catalyst

Модель выручки из целевого рынка	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Количество клиентов	46	126	236	379	540	702	848	972	1 071	1 148	1 206	1 248
Темпы роста, %		174%	87%	61%	43%	30%	21%	15%	10%	7%	5%	4%
Средний доход на клиента, тыс USD	689	454	454	454	454	454	454	454	454	454	454	454
Темпы роста, %		-34%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Доход от подписки, млн USD	32	57	107	172	245	319	385	441	487	521	548	567
Темпы роста, %		81%	87%	61%	43%	30%	21%	15%	10%	7%	5%	4%
Доход от услуг, млн USD	41	55	71	89	107	126	145	163	181	197	213	227
Темпы роста, %		34%	29%	24%	21%	18%	15%	13%	11%	9%	8%	7%
Всего выручка, млн USD	73	113	178	261	352	444	530	604	667	719	760	794
Темпы роста, %		54%	58%	46%	35%	26%	19%	14%	10%	8%	6%	4%

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

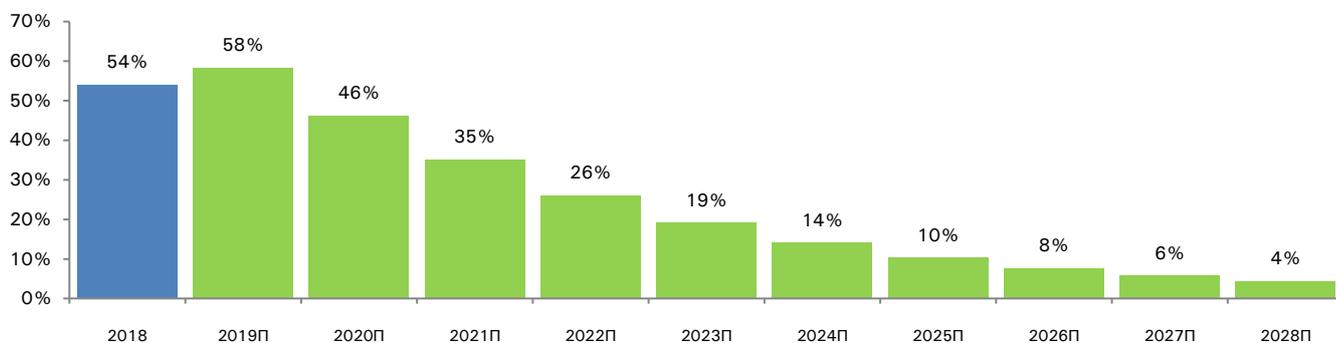
Прогноз соотношения выручки. При прогнозе соотношения выручки мы учли текущие тренды и стратегию компании. По нашему прогнозу, с 2021 года более 70% выручки будет приносить подписка на технологию компании, при этом она не будет превышать 73%.

График 7. Соотношение выручки Health Catalyst



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

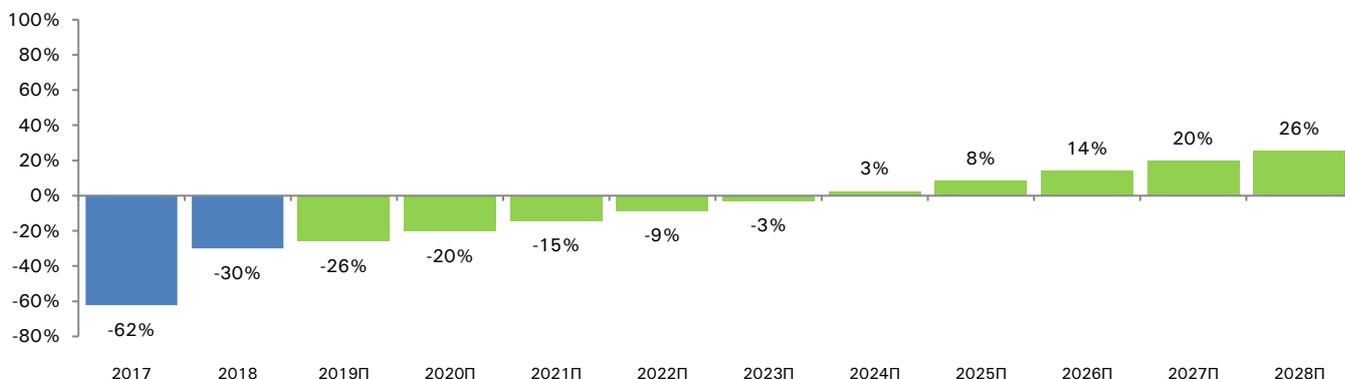
График 8. Прогноз темпов роста Health Catalyst



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

2. Достижение прибыльности к 2024 прогнозируемому году. Мы заложили продолжение тренда сокращения убытков и роста EBIT-маржи с -30% в 2018 до -3% к 2023 году. При текущих исходных данных мы предполагаем, что к 2024 прогнозируемому году компания достигнет прибыльности, а в течение 10 лет (2028 ПГ) достигнет среднеотраслевых значений в 26%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 17,1% до 4%, что равняется среднеотраслевым показателям. Исходя из нашего прогноза в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$449 млн.

График 9. 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 7,2%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 41% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (-\$243 млн) и зрелого (\$1,223 млрд) периода, составит \$1,017 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга \$58 млн, поступления от IPO в \$129 млн, наличность на счетах в \$65 млн и стоимость опционов в \$47 млн, собственный капитал Health Catalyst можно оценить в \$1,106 млрд.

Учитывая 34,1 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$31,6. Потенциал к верхней границе IPO в \$23 составляет 37%.

Иллюстрация 5. Модель оценки Health Catalyst методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	зрелый
темпы роста выручки, %		54%	58%	46%	35%	26%	19%	14%	10%	8%	6%	4%	3,0%
(+) Выручка	73	113	178	261	352	444	530	604	667	719	760	794	817
(х) Операционная маржа	-62%	-30%	-26%	-20%	-15%	-9%	-3%	3%	8%	14%	20%	26%	27%
(=) EBIT	-46	-34	-46	-53	-51	-39	-16	16	56	101	151	203	218
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	14	30	41	44
(=) NOPLAT	-46	-34	-46	-53	-51	-39	-16	16	56	88	120	162	175
(-) чистые реинвестиции	25	19	28	38	46	53	56	56	53	48	40	32	72
(=) FCFF	(71)	(53)	(74)	(91)	(98)	(92)	(72)	(40)	3	40	80	130	102
FCFF маржа, %	-96,6%	-47,0%	-41,8%	-34,7%	-27,7%	-20,7%	-13,6%	-6,6%	0,4%	5,6%	10,5%	16,4%	
(х) фактор дисконтирования			0,94x	0,88x	0,82x	0,76x	0,71x	0,67x	0,62x	0,58x	0,54x	0,51x	
PV FCF			(70)	(79)	(80)	(70)	(52)	(27)	2	23	43	66	
Терминальная стоимость													2 415
PV Терминальной стоимости													1 223
Имплицированные переменные модели	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Выручка/капитал, x	1,40x	1,64x	1,78x	1,83x	1,81x	1,76x	1,69x	1,63x	1,57x	1,53x	1,50x		
Инвестированный капитал	80	108	146	193	245	301	357	410	457	497	529		
Чистое реинвестирование, %	-57%	-61%	-71%	-90%	-134%	-339%	352%	95%	54%	33%	20%		41%
Реинвестирование к выручке, %	17,1%	15,8%	14,5%	13,2%	11,8%	10,5%	9,2%	7,9%	6,6%	5,3%	4,0%		
ROIC, %	-42%	-43%	-36%	-27%	-16%	-5%	4%	14%	19%	24%	31%		7,2%
Маржа NOPLAT, %	-30%	-26%	-20%	-15%	-9%	-3%	3%	8%	12%	16%	20%		
Расчет WACC			2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Безрисковая ставка			2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	
Бета послерыноговая			0,93	0,94	0,94	0,95	0,96	0,96	0,97	0,98	0,99	1,00	
Премия за риск инвестирования			5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	
Стоимость собственного капитала			7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,5%	
Ставка долга, до налогов			2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	
Ставка долга, после налогов			2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
СК/Стоимость компании			95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	
Долг/Стоимость компании			5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
Средневзвешенная стоимость капитала			6,9%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогножном периоде													(243)
(+) Стоимость в терминальном периоде													1 223
(х) Коэффициент на дату оценки													1,04x
(=) EV													1 017
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													58
(+) Наличность													65
(+) Поступления от IPO													129
(-) Стоимость выпущенных опционов													47
(=) Оценка собственного капитала													1 106
Рыночная капитализация													784
Целевая цена на акцию, USD													31,6
Максимум диапазона на IPO, USD													23
Потенциал роста, %													37%
Уровни оценки по P/S		2019	F20П	F21П									
Оценка по модели FCFF		9,8x	6,2x	4,2x									
Оценка по верхней границе IPO		7,0x	4,4x	3,0x									

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

Риски: конкурентный рынок, взлом базы и репутация

Конкуренция. Рынок, в котором ведет свою деятельность Health Catalyst, является высококонкурентным. Среди конкурентов компании можно выделить Epic Systems, Cerner, IBM, Optum Analytics и другие.

Взлом базы данных. Если третьи лица смогут получить доступ к базе данных компании (включая данные клиента), решение и платформу Health Catalyst могут посчитать небезопасными. В этом случае может наблюдаться отток клиентов и снижение выручки компании.

Репутация компании. Если компания не сможет предоставлять эффективные профессиональные услуги и качественную поддержку клиентов, то репутация бренда и бизнес компании могут пострадать.

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.
