


**ГАЗПРОМБАНК**
**МТС: для тех, кто инвестирует в качество**

Условия выпуска	МТС-7
Эмитент	ОАО «МТС»
Рейтинг, S&P/Moody's/Fitch	BB/Ba2/BB+
Объем, млрд руб.	10
Погашение	2017 г.
Ставка купона	8,8–9,15%
Доходность к погашению	9–9,35%
Организаторы	Газпромбанк, ВТБ Капитал, Сбербанк, Банк Москвы

Условия выпуска	МТС-8
Эмитент	ОАО «МТС»
Рейтинг, S&P/Moody's/Fitch	BB/Ba2/BB+
Объем, млн руб.	15
Погашение	2020 г.
Оферта	2015 г.
Ставка купона	8,3–8,6%
Доходность к оферте	8,5–8,8%
Организаторы	Газпромбанк, ВТБ Капитал, Сбербанк, Банк Москвы

- ▶ **Мобильная связь: сильные позиции на ключевых рынках...** МТС сохраняет лидерство на российском рынке сотовой связи и в наиболее крупном московском регионе, а также занимает второе место по числу абонентов на Украине.
- ▶ **...доходы восстанавливаются после кризиса.** Спрос на сотовую связь в России восстанавливается, что находит отражение в росте трафика и возвращении показателя ARPU к докризисным уровням.
- ▶ **Драйвер роста доходов в сегменте мобильной связи – неголосовые услуги (VAS).** В перспективе ближайших лет доходы от неголосовых услуг будут расти опережающими темпами по сравнению с динамикой традиционной голосовой сотовой связи, чему будет способствовать улучшение покрытия 3G сетей и рост продаж смартфонов. МТС – лидер на российском рынке неголосовых услуг.
- ▶ **Новые горизонты в фиксированной связи после покупки Комстар–ОТС.** Приобретение Комстара обеспечило МТС сильные позиции на перспективном рынке услуг широкополосного доступа в Интернет, а также создало возможность для реализации синергии за счет экономии на операционных расходах и перекрестных продаж. При этом, «входной билет» на рынок фиксированной связи обошелся МТС дешевле по сравнению с конкурентами (ВымпелКом).
- ▶ **Стабильно высокие денежные потоки.** Высокая норма прибыли МТС, несмотря на снижение в прошлом году из-за консолидации розничных активов, обеспечивает стабильный денежный поток, достаточный для финансирования большей части капитальных вложений и расходов на новые приобретения.
- ▶ **Кредитные метрики остаются в комфортной зоне.** Расходы на приобретение Комстара на фоне стабильно высоких дивидендных выплат привели к росту левериджа МТС в 2009 году. В то же время, кредитные метрики остаются в комфортной зоне – «Чистый долг/ЕБИТДА» по итогам первого полугодия был ниже 1х. Мы полагаем, что текущая благоприятная ситуация на финансовых рынках должна позволить МТС продолжить оптимизацию долгового портфеля по срокам, стоимости и валютам.

**МТС: основные финансовые показатели по US GAAP, млн долл.**

	2006	2007	2008*	2009*	1П10 г.*	г/г	1П09 г.*
Выручка	6 384	8 252	11 901	9 857	5 386	19%	4 512
ЕБИТДА	3 230	4 223	5 848	4 470	2 389	16%	2 062
Рентабельность ЕБИТДА, %	51%	51%	49%	45%	44%	-1 п.п.	46%
Операционный денежный поток	2 379	3 350	5 030	3 596	1 683	7%	1 566
Капитальные вложения	(1 722)	(1 540)	(2 613)	(2 328)	(566)	-53%	(1 211)
Свободный денежный поток до финансирования**	635	942	2 068	(291)	1 024	415%	207
Всего активов	8 574	10 967	14 717	15 749	15 316	4%	14 719
Собственный капитал	3 797	5 367	6 220	4 351	4 086	-22%	5 225
Совокупный долг, в том числе	3 078	3 402	5 368	8 350	7 267	30%	5 583
доля краткосрочного долга, %	5%	21%	32%	24%	24%	-9 п.п.	33%
Денежные средства и эквиваленты	276	650	1 482	2 728	2 888	46%	1 976
<b>Показатели</b>							
Долг/Капитал, х	0,8	0,6	0,9	1,9	1,8	–	1,1
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	18,2	31,4	25,0	7,8	5,4	–	10,5
Чистый долг/ЕБИТДА, х	0,9	0,7	0,7	1,3	0,9	–	0,7
Долг/Свободный денежный поток до финансирования**, х	4,8	3,6	2,6	(28,7)	12,8	–	(5,1)

\*2008, 2009 гг. – с учетом результатов Комстара, 2009, 1П10 гг. – с учетом результатов TS-retail

\*\*операционный денежный поток за вычетом капитальных вложений и расходов на приобретения компаний

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

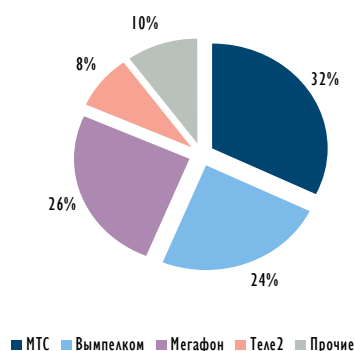


## Мобильная связь: сильные позиции на ключевых рынках, доходы восстанавливаются после кризиса

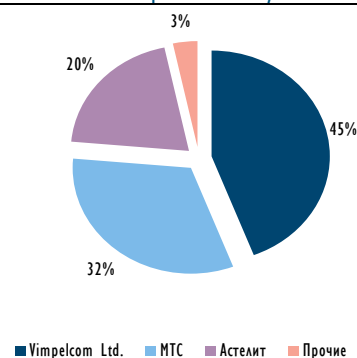
*МТС – традиционный лидер на рынке сотовой связи в России и в крупнейшем московском регионе*

МТС – традиционный лидер на российском рынке сотовой связи: по данным AC&M Consulting, по состоянию на 30 сентября 2010 года доля компании по числу абонентов в России составляла 32%, в крупнейшем московском регионе – 38%. МТС генерирует порядка 83% выручки в России (по результатам 1П10 г.). Вторым крупнейшим географическим сегментом является Украина (9% выручки), где компания является вторым крупнейшим оператором после альянса ВымпелКома и Киевстара, занимая 32% рынка.

Структура рынка сотовой связи в России по числу абонентов, 30.09.2010 г.



Структура рынка сотовой связи на Украине по числу абонентов, 30.09.2010 г.



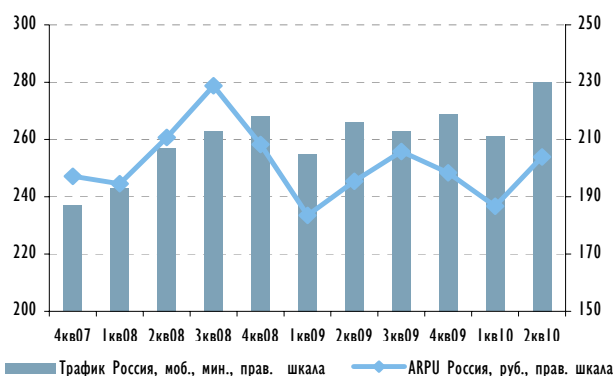
Источник: AC&M Consulting

Источник: AC&M Consulting

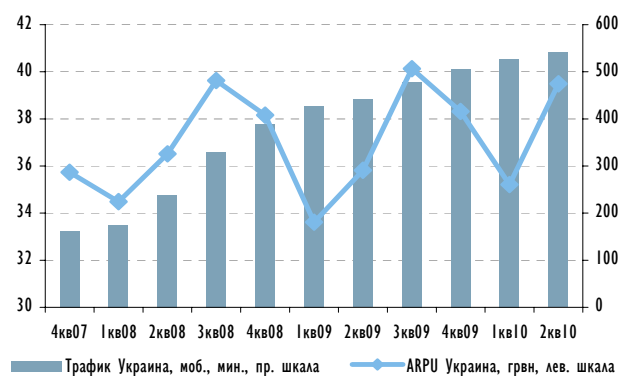
В 2008–2010 гг. доля рынка МТС в России несколько снизилась, что объясняется с одной стороны довольно активной конкуренцией со стороны других участников «большой тройки» (главным образом Мегафона) и новых игроков (Tele2), а с другой – усилиями компании по улучшению «качества» абонентской базы (сокращения числа неактивных пользователей).

Мы отмечаем, что, несмотря на некоторое перераспределение долей, рост абонентской базы всех российских операторов в целом замедляется по мере приближения рынка к «точке насыщения»: проникновение сотовой связи в России в сентябре 2010 г., по оценкам отраслевых экспертов, составляло 149%, при этом в Москве и Санкт-Петербурге – около 200%.

Динамика показателей ARPU и трафика в России, 4кв07–1П10 г.



Динамика показателей ARPU и трафика на Украине, 4кв07–1П10 г.



Источник: Данные компании, расчеты Газпромбанка

Источник: Данные компании, расчеты Газпромбанка



## Доходы от голосовых услуг восстанавливаются кризиса

Главный драйвер роста доходов  
на ближайшие несколько лет –  
растущий спрос на неголосовые  
услуги (VAS)

Динамика операционных показателей МТС в целом свидетельствует о восстановлении спроса на сотовую связь после кризиса: трафик в первом – втором кварталах 2010 г. в России превысил уровни 2009 года. Рост трафика компенсирует продолжающееся снижение средней стоимости минуты разговора (следствие конкуренции на рынке). Как следствие, средняя выручка на одного абонента (ARPU) в рублях практически вернулась к «докризисным» уровням 2008 года.

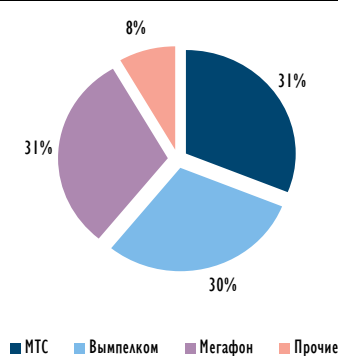
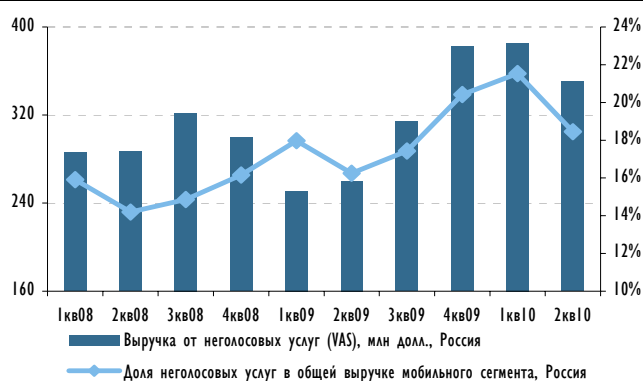
По оценкам Газпромбанка, в 2010–2011 гг. голосовой трафик для МТС и Вымпелкома в России может увеличиться на 8–10%, при этом в долгосрочной перспективе темпы роста в среднем составят 4%, а ARPU будет расти на 5–6% ежегодно.

## Неголосовые услуги - драйвер роста доходов в сегменте сотовой связи

В перспективе ближайших нескольких лет драйвером роста доходов от сотовой связи в России должен стать растущий спрос на неголосовые услуги (Value Added Services) – главным образом, передачу данных/мобильный интернет.

В последние 2,5 года темпы роста доходов российских операторов от неголосовых услуг росли опережающими темпами. У МТС их доля в выручке от услуг сотовой связи в России выросла с 16% в 1-м кв. 2008 г. до 22% в 1-м кв. 2010 г., что, тем ни менее, заметно ниже, чем у компаний, работающих на развитых рынках (более 30%). При этом, структура доходов от неголосовых услуг меняется в сторону большего вклада доходов от передачи данных и продажи контента (32% и 34% в 1-ом квартале 2010 г.), тогда как доля доходов от СМС сократилась с 45% в 1-ом кв. 2008 г. до 32% во 1-ом кв. 2010 г. Отметим, что по итогам 2-го квартала 2010 года МТС остается лидером по доле рынка неголосовых услуг в России и занимает второе место на рынке услуг по передаче данных после Мегафона.

Доля выручки от неголосовых услуг в общей выручке мобильного сегмента, Россия | Структура рынка неголосовых услуг в России, 2-ой квартал 2010 г.



Источник: Данные компании, расчеты Газпромбанка

Источник: AC&M Consulting

Развитие неголосовых услуг в России заметно сдерживалось отсутствием качественного покрытия 3G сетей. Получив лицензии на 3G еще в 2007 году, операторы «большой тройки» смогли начать развертывание сетей 3G вне зданий в московском регионе (одном из наиболее перспективных с точки зрения спроса) только в декабре прошлого года. В то же время мы полагаем, что в ближайшие 1–1,5 года этот недостаток будет устранен на фоне активного строительства базовых станций ведущими операторами. Еще одним фактором роста спроса на неголосовые услуги должен стать рост продаж смартфонов, позволяющих активно использовать 3G связь, по мере роста предложения и снижения цены – в том числе за счет продажи



операторами устройств под собственными брендами.

В среднесрочной перспективе дополнительный импульс продажам негословых услуг может дать начало использования в России нового стандарта связи четвертого поколения (LTE). В то же время сроки выдачи лицензий и частот для нового стандарта пока остаются неопределенными.

В целом, по прогнозам Газпромбанка, доходы от негословых услуг российских сотовых операторов в 2010–2012 гг. будут расти в среднем на 25%, значительно опережая динамику традиционной голосовой сотовой связи.

### Фиксированная связь: новые горизонты после приобретения Комстара

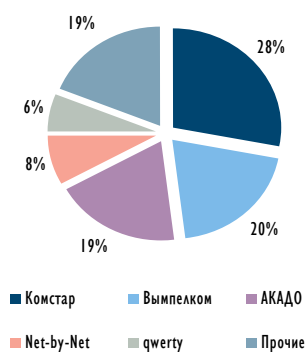
*Приобретение Комстара – выход на перспективные сегменты рынка фиксированной связи (ШПД)*

Приобретение Комстар–ОТС открыло МТС новые перспективы в сегменте фиксированной связи. Наравне с негословыми услугами в сегменте сотовой связи, для операторов фиксированной связи сильным драйвером роста доходов в ближайшие несколько лет должен стать рост спроса на услуги широкополосного доступа в Интернет (ШПД). По уровню проникновения ШПД Россия существенно отстает от европейских стран (26% против 60% для развитых стран ЕЭС), что открывает потенциал для существенного роста. По оценкам Газпромбанка, количество пользователей услуг ШПД в России к концу 2012 года должно удвоиться и составить 24 млн человек, что предполагает средние темпы роста на 27% в год.

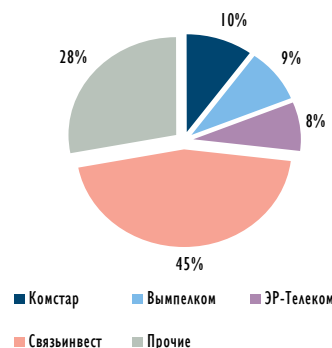
Комстар – второй крупнейший игрок на рынке ШПД в России для частных клиентов (после Связьинвеста) и лидер на московском рынке широкополосного доступа (29% рынка). В целом Комстар, вместе с дочерней компанией, МГТС, занимает доминирующую позицию на рынке фиксированной связи московского региона, характеризующегося наиболее высоким спросом на услуги с высокой добавленной стоимостью (в том числе ШПД).

Стоит также отметить заметное присутствие Комстара на рынке платного телевидения, еще одного довольно перспективного с точки зрения будущих темпов роста вида телекоммуникационных услуг. При этом существующая база пользователей платного телевидения (более 2 млн пользователей) является также хорошей платформой для продвижения услуг ШПД.

Структура московского рынка услуг широкополосного доступа, июнь 2010, частные абоненты



Структура российского рынка услуг широкополосного доступа, июнь 2010, частные абоненты



Источник: AC&M Consulting

Источник: AC&M Consulting

Помимо доступа к рынкам фиксированной связи, приобретение Комстара сулит определенный синергетический эффект в выручке МТС за счет возможности перекрестных продаж всей линейки телекоммуникационных продуктов. Вместе с эффектом экономии на операционных затратах за



**«Входной билет» на рынок фиксированной связи МТС обошелся дешевле, чем ВымпелКому**

счет совместного использования различных объектов инфраструктуры, общий синергетический эффект от интеграции мобильного и фиксированного бизнеса, согласно уточненным оценкам менеджмента, составит около 400 млн долл.

Отметим, что цена «входного билета» на рынок фиксированной связи для МТС была значительно ниже, чем для ВымпелКому, завершившего консолидацию оператора Голден Телеком в феврале 2008 года. Общая сумма сделки тогда составила 4,2 млрд долл., или 13,4х EV/EBITDA (оценка Газпромбанка). МТС приобрели 51% акций Комстара в октябре 2009 года, заплатив около 1,3 млрд долл., или 3,9х EV/EBITDA.

После выкупа около 9% акций у миноритариев в рамках недавней оферты доля МТС в капитале Комстара увеличилась до 70,97%. Сумма расходов на приобретение акций составила 272 млн долл. В перспективе МТС планируют консолидировать 100% акций Комстара: следующим этапом должно стать голосование акционеров по вопросу присоединения на внеочередном собрании 23 декабря, а также предложение оставшимся миноритариям обменять акции на долю в МТС. Мы ожидаем положительного решения акционеров МТС и Комстара по вопросу объединения.

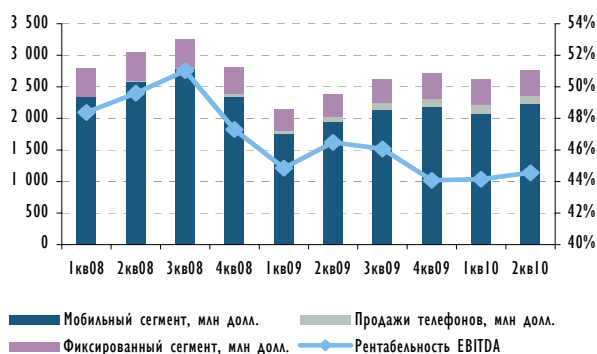
В текущем году МТС усилили свои позиции в сегменте фиксированной связи за счет выборочных новых приобретений. Наиболее крупной сделкой стала покупка в июле 100% компании Мультирегион: цена приобретения, включая принятые обязательства по долгу, составила 218 млн долл. Мультирегион – крупный провайдер услуг ШПД и кабельного телевидения в 37 городах России, занимающий 4,5% рынка кабельного ТВ и 2,3% рынка ШПД. Приобретение должно усилить платформу для роста бизнеса ШПД/платного ТВ за пределами Москвы, увеличивая географическое присутствие и обеспечивая лидерство по сравнению с конкурентами (объединенная база пользователей ШПД Комстара и Мультирегиона на 20% превысит базу Вымпелкома).

### Финансовый профиль

**Стабильно высокий денежный поток, достаточный для покрытия большей части капитальных расходов и новых приобретений**

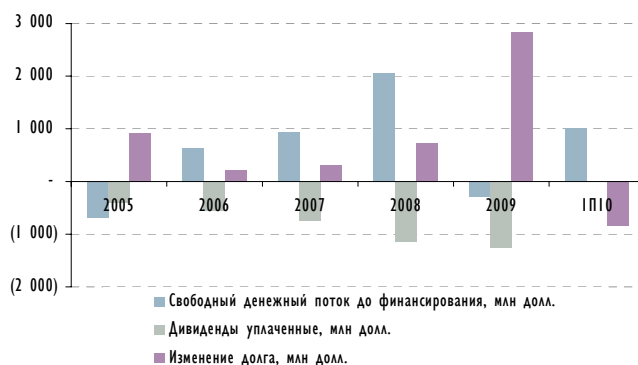
Бизнес МТС позволяет генерировать стабильный денежный поток, достаточный для покрытия капитальных расходов и существенной части затрат на приобретение новых компаний. Несмотря на снижение в 4-м кв. 2008 г. – 2009 г., вызванное кризисом, а также инвестициями в низкомаржинальный ритейл сегмент (развитие собственной сети торговых точек), рентабельность EBITDA МТС остается на достаточно высоком уровне 44–45%.

Динамика выручки и нормы прибыли EBITDA, 2008–I кв10:



Источник: Данные компании, расчеты Газпромбанка

Свободный денежный поток,\* дивиденды и изменение долга, 2005–I кв10



Источник: Данные компании, расчеты Газпромбанка

\*Операционный денежный поток за вычетом капитальных затрат и расходов на приобретения компаний

За последние 5,5 лет свободный денежный поток МТС до финансирования лишь дважды опускался в «отрицательную зону»: в 2005 г., когда компания активно инвестировала в органический рост (капитальные вложения в 2005 г. составляли 44% выручки, заметно выше уровня последних трех лет – 22–24%), и в 2009 г., из-за расходов на приобретение пакета Комстар.

Существенной статьёй отчета о движении денежных средств МТС традиционно являются дивидендные выплаты – дивидендная политика предполагает выплату акционерам не менее 50% годовой прибыли по US GAAP. Объявленные дивиденды за 2009 год, около 1 млрд дол., предполагают практически 100% норму дивидендных выплат (75% с учетом корректировок на неденежные составляющие).

*В 2009 году МТС пришлось увеличивать леверидж, однако кредитные метрики остались в «комфортной зоне»*

В 2009 году на фоне отрицательного свободного денежного потока и стабильно высоких выплат акционерам компании пришлось увеличивать леверидж. В то же время, учитывая существенный запас прочности МТС в плане увеличения долга, кредитные метрики остались на вполне комфортных уровнях: Чистый долг / EBITDA по итогам прошлого года вырос с 0,7х до 1,3х.

*В 2009–1П10 г. МТС заметно увеличила долю рублевого долга, тем самым сократив валютные риски*

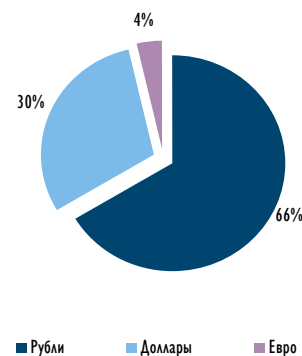
Мы отмечаем, что существенный объем привлечений в 2009–1П10 г. пришелся на рублевые заимствования крупных российских банков (в частности, Сбербанка). При этом МТС активно замещали валютный долг рублевым, тем самым снижая свои валютные риски: доля рублевых обязательств выросла с 19% в 1-м квартале 2009 г. до 66% во 2-м квартале 2010 г. Кроме того, начиная со второго квартала 2009 года, МТС начали использовать различные инструменты хеджирования (валютные, процентные свопы), что должно было позволить оптимизировать потоки выплат по валютным обязательствам. Помимо улучшения валютной структуры в текущем году МТС заметно снизили стоимость долга за счет привлечения новых более дешевых ресурсов (выпуск еврооблигаций на 750 млн дол. в июне) и изменения условий по существующим кредитам.

Долговая нагрузка МТС, 2006–1П10 г.



Источник: Данные компании, расчеты Газпромбанка

Валютная структура долгового портфеля МТС, 30.06.2010 г.



Источник: Данные компании, расчеты Газпромбанка

*Во втором полугодии 2010 г. свободный денежный поток МТС, по нашим оценкам, будет отрицательным...*

Текущий график погашений МТС предполагает выплату порядка 820 млн дол. в 3-м – 4-м кварталах 2010 г., в том числе 400 млн дол. – уже погашенный в октябре выпуск еврооблигаций. При этом на 30.06.10 г. компания имела существенную «подушку ликвидности» – около 2,9 млрд дол. денежных средств и эквивалентов.

Во втором полугодии 2010 года свободный денежный поток МТС, по нашим оценкам, будет отрицательным. Исходя из ориентира компании по уровню капитальных расходов в 2010 году (22–24% от выручки), прогнозов Газпромбанка по выручке и фактической цифры инвестиций за первые 6 месяцев, на долю 3-го – 4-го кварталов придется почти 80% годового



*В перспективе ближайших лет свободный денежный поток после дивидендных выплат будет положительным*

инвестиционного бюджета. Кроме того, отток ликвидности создадут расходы на приобретение 9% акций Комстара у миноритариев (272 млн долл.) и покупку компании Мультирегион (124 млн долл.), а также выплата дивидендов за 2009 г. (около 1 млрд долл.). Как следствие, запас ликвидности на балансе по итогам года может несколько сократиться.

В перспективе ближайших трех лет, по прогнозам Газпромбанка, МТС будет способна генерировать положительный свободный денежный поток даже после выплаты дивидендов. При этом наши расчеты консервативны, так как не закладывают привлечение нового долга. Мы не сомневаемся в доступе компании к различным источникам рефинансирования и полагаем, что текущая благоприятная ситуация на финансовых рынках должна позволить МТС продолжить оптимизацию долгового портфеля по срокам и стоимости.

Денежные потоки МТС в 2010–2013 гг., млн долл.

	2009	1П10	2П10 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Выручка	9 857	5 386	6 176	11 562	13 050	14 216	14 930
ЕБИТДА	4 470	2 389	2 787	5 176	6 091	6 681	7 037
Рентабельность ЕБИТДА, %	45%	44%	45%	45%	47%	47%	47%
Операционный денежный поток	3 596	1 683	2 277	3 960	4 324	4 562	5 035
Капитальные вложения	(2 328)	(566)	(2 093)	(2 659)	(2 669)	(2 643)	(2 490)
Расходы на приобретения компаний	(1 559)	(93)	(396)	(489)	-	-	-
Свободный денежный поток	(291)	1 024	(213)	811	1 655	1 919	2 545
Дивиденды уплаченные	(1 262)	(6)	(994)	(999)	(1 185)	(1 291)	(1 484)
Свободный поток после дивидендных выплат	(1 553)	1 018	(1 206)	(188)	470	628	1 061
Изменение долга*	2 848	(842)	(821)	(1 663)	(1 335)	(2 208)	(1 600)

Источник: Данные компании, прогнозы Газпромбанка

\*2009–1П10: привлечение минус погашение долга по отчету о движении денежных средств, 2П10–2013 гг. – погашение долга, без учета возможного рефинансирования



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Нагаткина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

#### Стратегия на фондовом рынке

**Андрей Богданов****Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Долговой рынок

**Алексей Дёжкин, СГА**

+7 (495) 980 43 10

**Яков Яковлев**

+7 (495) 988 24 92

**Юрий Тулинов**

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

**Павел Пикулев**

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

#### Банковский сектор

**Андрей Клапко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

#### Макроэкономика

**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Телекоммуникации и медиа

**Андрей Богданов**

+7 (495) 988 23 44

**Анна Курбатова**

+7 (495) 913 78 85

#### Транспорт и машиностроение

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**

+7 (495) 980 43 89

#### Потребительский сектор

**Рустам Шихамедов**

+7 (495) 428 50 69

#### Металлургия

**Сергей Канин**

+7 (495) 988 24 06

#### Электроэнергетика

**Дмитрий Котляров**

+7 (495) 913 78 26

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

**Юлия Мельникова**

+7 (495) 980 43 81

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

#### Управление рынков заемного капитала

**Игорь Ешков**

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

#### Управление торговли и продаж долговых инструментов

**Андрей Мионов**

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

**Илья Ремизов**

+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Кузнецов**

+7 (495) 428 49 80

**Вера Ярышкина**

+7 (495) 980 41 82

**Роберто Пещименти**

+7 (495) 989 91 27

**Себастьян де Принсак**

+7 (495) 989 91 28

### Департамент рынков фондового капитала

**Константин Шапшаров**

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

#### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

**Мария Братчикова**

+7 (495) 988 24 03

**Артем Спасский**

+7 (495) 989 91 20

**Светлана Голодинкина**

+7 (495) 988 23 75

#### Управление рынков фондового капитала

**Виталий Зархин**

директор

+7 (495) 988 24 48

#### Управление биржевых интернет-операций

**Максим Малетин**

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

#### Трејдинг

**Валерий Левит**

директор

+7 (495) 988 24 11

#### Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.