

RMG

RYE, MAN & GOR SECURITIES

В СОТРУДНИЧЕСТВЕ С



**East-West
Digital News**



Обзор российского
венчурного рынка
4 квартал и итоги 2013 года

Содержание

Приветствие	3
О компании «Рай, Ман энд Гор секьюритиз»	4
О East-West Digital News	5
Российский венчурный рынок за 2 минуты	6
Тенденции на венчурном рынке	7
Обзор венчурного рынка	8
Выходы и крупные сделки	9
Структура рынка	10
Биотех	15
Промтех	16
Софт/Интернет – B2B	17
Софт/Интернет – B2C	18
Методология	19
Контакты	20

Приветствие

Друзья!

Мы рады представить новый выпуск «Обзора российского венчурного рынка», подготовленный инвестиционной компанией «Рай, Ман энд Гор секьюритиз» в сотрудничестве с онлайн-ресурсом о российских информационных технологиях East-West Digital News. В данном обзоре вы найдете подробную аналитику венчурного рынка России за 4 квартал 2013 года, а также выводы по итогам прошедшего 2013 года.

Несмотря на снижение объема венчурных инвестиций по итогам года, можно отметить ряд положительных тенденций на российском рынке. Венчурные инвесторы становятся более осторожными при выборе проектов для финансирования. Успешно функционируют программы государственной поддержки технологичных проектов на ранних стадиях развития. Более активным стал процесс выхода инвесторов из успешных портфельных компаний: в 2013 году объем exit-сделок превысил показатель 2012 года. Наконец, развивается институт соинвестирования и инвестиционных синдикатов.

Тем не менее, ухудшение экономической ситуации в России затрудняет решение ряда проблем российского венчурного рынка, постепенно переходящих в разряд «хронических». Среди них и второстепенная роль биотехнологических и промышленно-технологических проектов, и недостаток иностранных венчурных инвестиций, и малое количество корпоративных венчурных фондов.

Наша цель – сделать российский венчурный рынок более понятным, прозрачным и привлекательным как для внутренних, так и для зарубежных инвесторов. Мы надеемся, что данный обзор приблизит нас к этой цели.



Арсений Даббах

Директор департамента корпоративных финансов
Рай, Ман энд Гор секьюритиз

О компании «Рай, Ман энд Гор секьюритиз»

ОАО «Рай, Ман энд Гор секьюритиз» – российская независимая инвестиционная компания. За 20 лет работы компания завоевала безупречную репутацию надежного партнера у своих клиентов и профессиональных участников рынка.

В области венчурных инвестиций ОАО «Рай, Ман энд Гор секьюритиз» оказывает широкий комплекс услуг российским и западным компаниям:

- поиск привлекательных активов для инвестирования;
- привлечение финансирования, включая проведение публичного или частного размещения;
- поиск стратегических инвесторов и сопровождение M&A сделок;
- сопровождение венчурных проектов, включая выработку стратегии и проведение мероприятий по повышению инвестиционной привлекательности предприятия;
- подготовка рекомендаций по структуре сделки и способам финансирования. Проработка и согласование условий сделок, проведение комплексной экспертизы (Due Diligence) предприятия.

«Рай, Ман энд Гор секьюритиз» состоит в Национальной ассоциации участников рынка альтернативных инвестиций (НАУРАН). НАУРАН – некоммерческое партнерство, целью которого являются привлечение внимания российских институциональных инвесторов к рынку прямых и венчурных инвестиций, формирование благоприятной правовой среды для привлечения капитала и продвижение российского рынка прямых и венчурных инвестиций на международной арене.



O East-West Digital News

Дорогие читатели,

Пять лет назад, когда я приехал в Россию работать в одном из западных венчурных фондов, этот рынок только зарождался. На нем работали не более двух десятков российских фондов и несколько зарубежных инвесторов, Сколково тогда было лишь пустырем на окраине Москвы. С тех пор венчурная отрасль России радикально изменилась. Различные стартапы, фонды, технопарки, инкубаторы, акселераторы стали появляться не только в Москве, но и в других крупных городах, таких как Казань, Санкт-Петербург, Нижний Новгород, Новосибирск, и даже на Дальнем Востоке. В первом конкурсе стартапов БИТ в 2003 году приняли участие 70 проектов, в 2009 году их было 200, а сейчас количество участников ежегодно превышает тысячу.

В 2010-2012 годах объемы инвестиций на российском венчурном рынке стали значительными, приблизившись к миллиарду долларов. Это намного меньше, чем в Китае или Индии, но в отдельных секторах – например, e-commerce – размер инвестиций был сравним с показателями США. Снижение общего объема венчурного финансирования в 2013 году, скорее всего, говорит о достижении рынком зрелой фазы развития, когда инвесторы становятся

более заинтересованными в сделках на поздних стадиях и выходах.

Тем не менее, даже сами участники российского рынка пока еще немного знают о нем. Аналитических отчетов о венчурной отрасли России не так много, а зарубежные базы данных не предоставляют полной информации о сделках. В результате российский венчурный рынок видится западным инвесторам практически как terra incognita.

East-West Digital News считает, что «Рай, Ман энд Гор» выпускает наиболее полные и объективные обзоры из имеющихся на рынке. Поскольку наша миссия – давать мировому бизнес-сообществу объективную и полную информацию о развитии российского инновационного сектора, мы решили поддержать данную инициативу.

Мы надеемся, что данный обзор поможет повысить эффективность инвестиций, прозрачность рынка и уровень взаимного доверия в венчурной сфере.

East-West Digital News – первая международная информационная компания, занимающаяся освещением инновационного сектора российской экономики. На сайте компании EWDN.COM представлены новости, обзоры и аналитические материалы, посвященные секторам ИТ, электронной коммерции, мобильной связи, телекоммуникаций, ПО и оборудования, а также инвестиционной активности и инновационной экосистеме. Компания также выпускает подробные аналитические обзоры по этим темам. East-West Digital Consulting, консалтинговое подразделение компании, предоставляет международным игрокам помощь в развитии бизнеса в России и консультирует российские компании по вопросам международного развития.



Адриан Хенни
Главный редактор
East-West Digital News

Российский венчурный рынок за 2 минуты



Итог 2013

Итог 2012

Изменение за год



Число сделок



Объем инвестиций, \$M



Средняя сделка, \$M



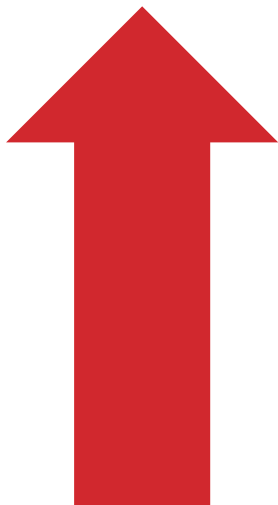
Структура инвесторов

	Изменение за год	Число сделок	Объем инвестиций, \$M	Средняя сделка, \$M	Структура инвесторов
Посев	↓	229 261	↓ 59 87	↓ 0,25 0,33	
Стартап	↓	72 74	↓ 110 197	↓ 1,5 2,7	
Рост	↑	24 20	↓ 129 184	↓ 5,4 9,2	
Экспансия	↑	17 9	↓ 107 264	↓ 5,3 29,3	
Всего	↓	342 364	↓ 405 732	↓ 1,2 2,0	

- Частные инвесторы
- Госфонды
- Корпорации
- ГЧП
- Бизнес-ангелы

Выходы	Изменение за год	Количество	Объем, \$M
	↕	10 10	↑ 223 175

Тенденции на венчурном рынке



- Инвесторы на российском венчурном рынке после бума 2012 года становятся более разборчивыми и осмотрительными при выборе портфельных проектов. В целом пул российских венчурных инвесторов становится более опытным, профессиональным и осторожным.
- Государство уступает лидирующие позиции на венчурном рынке частным фондам, поддерживая, за редкими исключениями, только проекты на ранних стадиях в основном в секторах био- и протеха.
- Активизируется процесс выхода инвесторов из успешных проектов. Выходов частных фондов пока не очень много, но в 2013 году было заключено несколько крупных exit-сделок, в результате чего суммарный объем выходов за прошедший год превысил показатели 2012 года.

- Объем венчурного рынка за прошедший год сократился на 31% на фоне общего ухудшения состояния российской экономики и завершения «венчурной эйфории» 2012 года.
- Российский венчур остается сконцентрированным в секторе информационных технологий. Биотехнологии и промышленные разработки привлекли как в 2012, так и в 2013 году менее 20% всех венчурных инвестиций.
- Интерес западных венчурных фондов к российским проектам по-прежнему невысок и ограничивается на сегодняшний день несколькими проектами в сфере e-commerce. Среди основных причин этого – низкая доступность информации о российском венчурном рынке, слабые деловые контакты в этой сфере, а также неблагоприятный инвестиционный климат, который по-прежнему остается одной из основных проблем российской экономики в целом.



Очевидно позитивные тренды – увеличение количества синдицированных сделок (что говорит о взрослении рынка и его участников, которые готовы делить и риски, и прибыли) и уход от «всеядности» в сторону специализации. Все меньше фондов хотят «играть в рулетку», предпочитая найти привлекательную для себя нишу или ниши, в рамках которых они выбирают объекты для инвестирования.

Из негативных тенденций – обострение дефицита доступных средств для инвестирования через фонды: на рынке полностью отсутствуют многие формы классических институциональных инвесторов, а российские «хайнеты» предпочитают пока распоряжаться венчурными средствами самостоятельно.

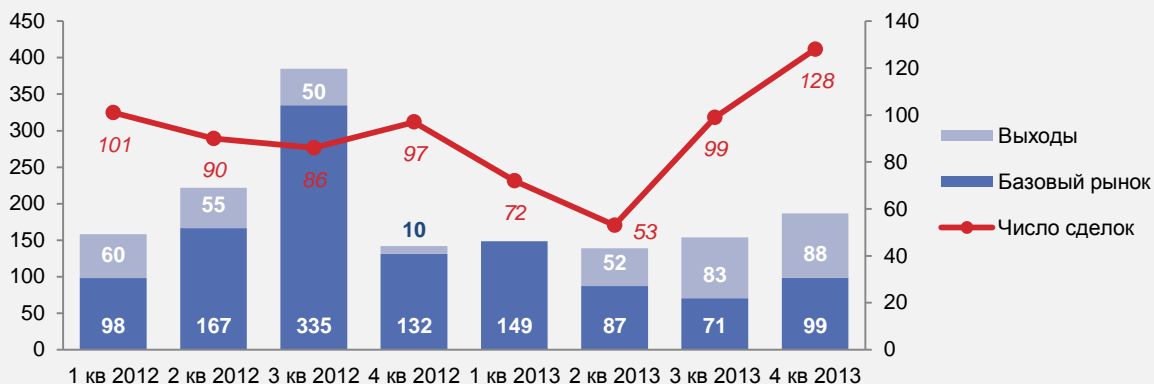
Алексей Соловьев, управляющий партнер Prostor Capital

Обзор венчурного рынка

«Год охлаждения» закрылся на мажорной ноте

Динамика российского рынка венчурных сделок

млн долл. США, кроме числа сделок



Источник: RMG

Несмотря на заметное снижение активности венчурных инвесторов на российском рынке в середине 2013 г., четвертый квартал стал самым успешным за прошедший год и по количеству, и по объему закрытых сделок. Российские венчурные проекты привлекли 99 млн долларов в ходе 126 сделок; еще 88 миллионов было привлечено в двух сделках с выходом.

Как и ожидалось, объем венчурных инвестиций в 2013 году оказался существенно меньше, чем годом ранее. Если в 2012 г. общий объем венчурных инвестиций составил 907 млн долларов, то за прошедший год этот показатель составил только 622 миллиона, т.е. на 31% меньше.

Тем не менее, 2013 год никак нельзя назвать провальным. Объем выходов (exits) вырос и относительно базового рынка, и в абсолютном выражении – со 175 млн до 223 млн долларов.

Если высокие показатели 2012 года объясняются во многом эйфорией на венчурном рынке и участием большого количества неосторожных и неопытных инвесторов, то коррекция 2013 года происходила на фоне общего улучшения качества инвестиций. Набравшись опыта за 2012 год, венчурные инвесторы стали более осмотрительными и разборчивыми при формировании инвестиционного портфеля.

Я думаю, в 2014 году сделок будет еще меньше, хотя сделки станут крупнее. Продолжится консолидация на рынке: число фондов уменьшится, но зрелых, качественных фондов станет больше. Кроме того, в силу различных причин, в том числе военных и гражданских госзаказов и программ стимулирования, вырастет внутреннее потребление российских технологий, что может изменить и картину на рынке капитала.

Сергей Белоусов, венчурный инвестор, CEO Acronis

Объем венчурных инвестиций

млн долл. США



Источник: RMG

Выходы и крупные сделки

Итоги 4 квартала 2013 года

Компания	Описание	Инвестор	Кто вышел	Сумма, млн долл. США	Сектор
Выходы					
Кинопоиск	Тематический сайт о кино	Яндекс	Allociné, основатели	80	Софт и интернет – B2C
Delivery Club	Единая сеть для служб доставки	Addventure, Phenomen Ventures, Guard Capital	Основатели	8	Софт и интернет – B2B
Крупные сделки					
Luxoft	Аутсорсинг ИТ	SPO на NYSE		95	Прочие ИТ
Dauria Aerospace	Разработчик спутников	I2BF Global Ventures		20	Промтех

Источник: RMG

В 4 квартале 2013 года были закрыты две сделки с выходом инвестора. Сайт Kinopoisk.ru был полностью выкуплен «Яндексом» у французского стратегического инвестора Allociné, которому принадлежала 40%-я доля в ресурсе, и основателей за 80 миллионов долларов США. Примечательно, что в 2009 г., когда Allociné приобретала долю у DST Group Юрия Мильнера, проект оценивался всего в 3-5 миллиона. Кроме того, консорциум фондов Addventure, Phenomen Ventures и Guard Capital выкупил проект Delivery Club, объединяющий более сотни служб доставки в одной системе, у основателей за 8 миллионов долларов.

Что касается прочих крупных сделок, то следует отметить вторичное размещение акций Luxoft, входящей в холдинг IBS, на сумму около 95 миллионов долларов на Нью-Йоркской

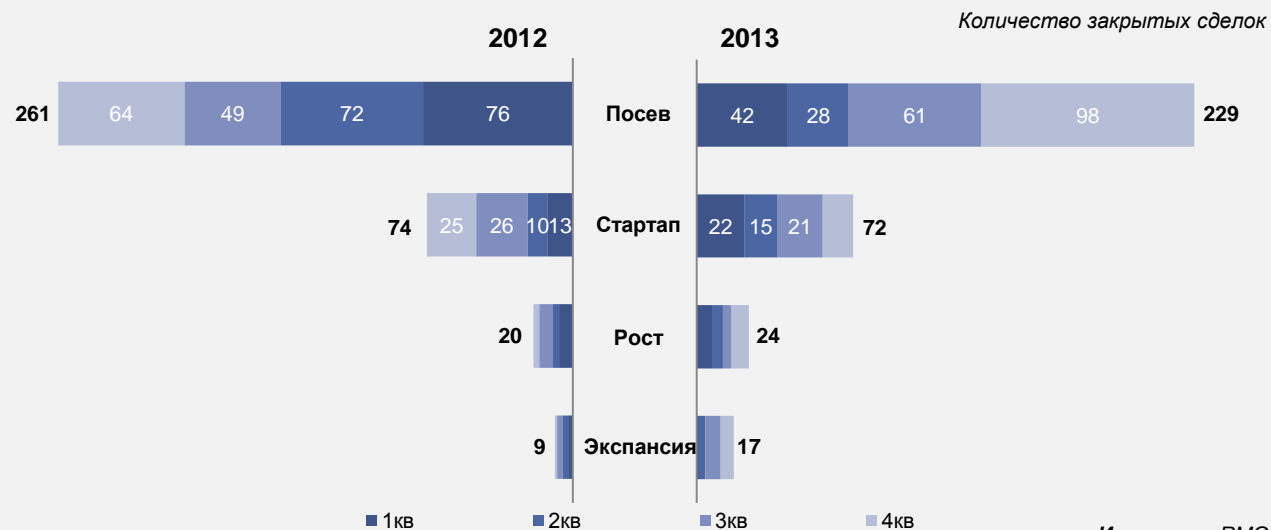
фондовой бирже. Поскольку Luxoft в силу размера и бизнес-модели не является венчурным проектом, это SPO не включено в расчет объема российского венчурного рынка, однако пример российского разработчика ПО показателен для более молодых ИТ-компаний.

Наконец, ярким событием для российского рынка стало закрытие разработчиком спутников Dauria Aerospace 20-миллионного раунда с фондом I2BF Ильи Голубовича, ставшее крупнейшей частной сделкой в секторе промышленных технологий. Данная сделка показывает, что международные фонды привлекает в России не только ИТ, но и проекты в секторах, которые пока что в основном финансирует государство.

Структура рынка: стадии

Венчурный капитал все больше смотрит на поздние стадии

Динамика числа венчурных сделок по стадиям развития проектов



Источник: RMG

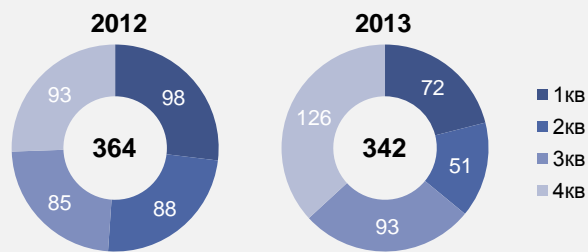
В 2013 году венчурные инвесторы стали относительно чаще вкладывать в проекты поздних стадий: была закрыта в общей сложности 41 сделка на стадиях роста и экспансии против 29 в 2012 году. Количество сделок ранних стадий, наоборот, за год сократилось с 335 до 301.

Рост интереса инвесторов к поздним стадиям понятен: именно там риски проекта уже не так

высоки, как в фазе посева или стартапа, а бизнес-модель отработана и во многих случаях приносит положительный денежный поток. Тем не менее, недостаток финансирования молодых проектов остается одной из серьезных проблем российской венчурной индустрии, и, даже несмотря на усилия государственных институтов развития, явного улучшения ситуации пока не видно.

В начале 2013 года инвесторы заметно охладели к российскому венчурному рынку, однако по итогам четырех кварталов было закрыто лишь на 6% меньше сделок, чем в 2012 году. По-видимому, «дно» рынка было пройдено летом, и в нынешнем 2014 году можно ожидать улучшения результатов 2012 года.

Квартальная динамика числа сделок



Источник: RMG

Структура рынка: стадии

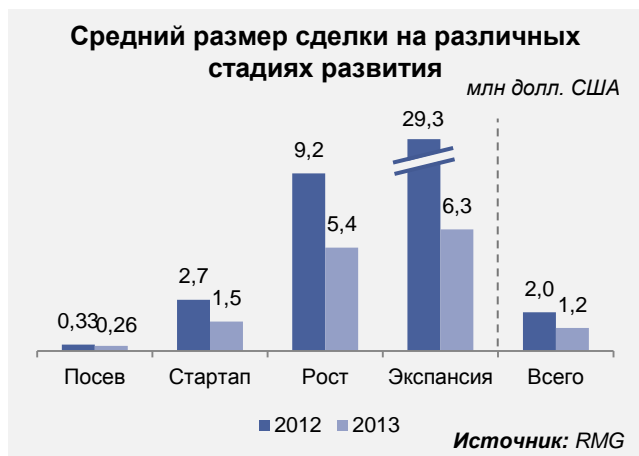
Объем финансирования сократился на всех стадиях



Если количество сделок сократилось в 2013 году на ранних стадиях, но выросло на поздних, то снижение объема инвестиций в денежном выражении затронуло все стадии развития венчурных компаний. Особенно пострадали проекты на стадии экспансии, которые получили на 48% меньше, чем в 2012 году.

Важным трендом 2013 года стало существенное ослабление влияния государственных институтов на венчурную экономику, особенно на стадиях роста и экспансии. Если в 2012 году 20% инвестиций на поздних стадиях обеспечило государство, то год спустя его доля составила лишь 2%. Для самых молодых проектов же государственное венчурное финансирование по-прежнему важно, а на стадии посева доля государственных инвестиций за прошлый год даже выросла с 34% до 56%.

Вместе с объемом финансирования сократился и средний объем венчурных сделок: в 2012 году он составлял 2 миллиона долларов США, а в 2013 – только 1,2 миллиона.



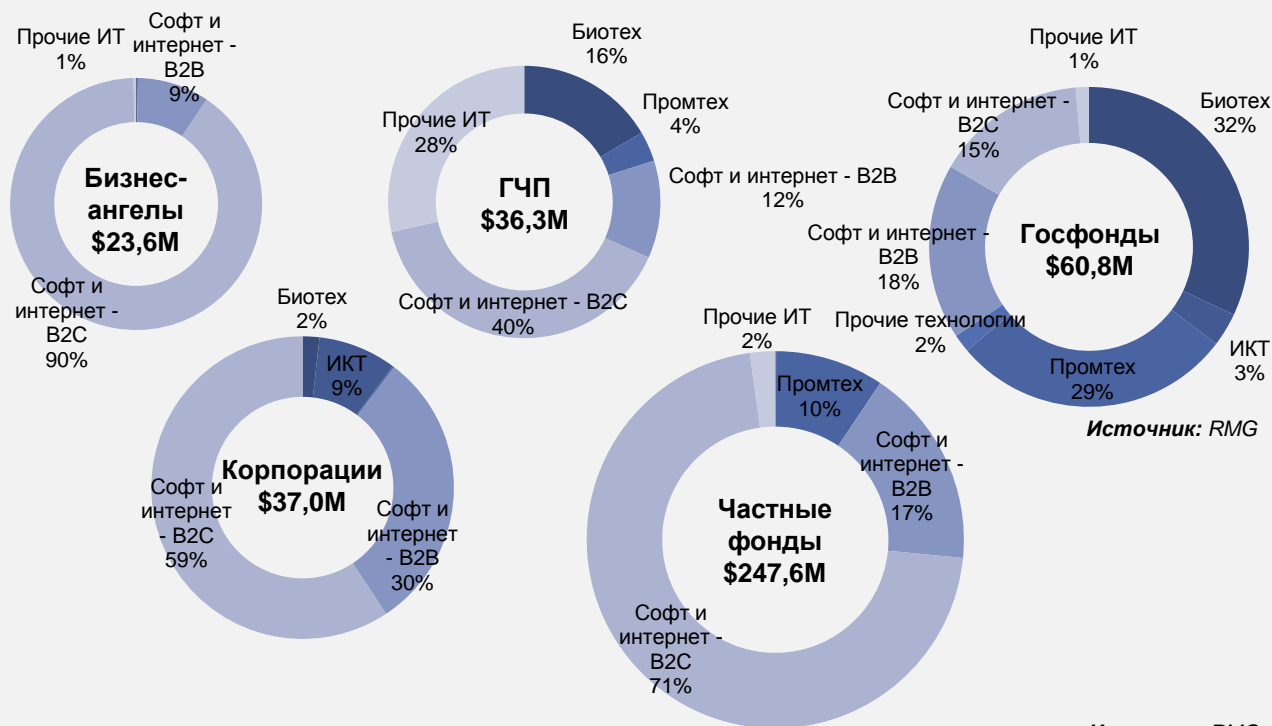
Средний размер сделки будет уменьшаться и дальше: количество сделок на посевной стадии растет и будет расти опережающим темпом относительно объема вложений в целом.

Алексей Соловьев, управляющий директор Prostor Capital

Структура рынка: инвесторы

Интернет – территория частных фондов

Венчурные инвестиции в 2013 г. по типам инвесторов и секторам



Источник: RMG

Источник: RMG

Один из главных трендов российского венчурного рынка – «разделение труда» между частными и государственными инвесторами – в 2013 году полностью подтвердился. Частные венчурные фонды 90% от суммы своих инвестиций направили в компании сектора ИТ, корпоративные инвесторы – 69%. По нашим данным, российские бизнес-ангелы в 2013 году инвестировали исключительно в интернет и ИТ. Несмотря на то, что сделки с участием бизнес-ангелов являются наименее прозрачными и большинство из них не анонсируются, можно с

уверенностью сделать вывод, что сектор неинформационных технологий российским бизнес-ангелам также практически неинтересен.

Технологические проекты на сегодняшний день поддерживаются силами государственных агентств: фонда «Сколково», фондов РВК, региональных посевных фондов и т.д. В 2013 году 66% государственных инвестиций получили компании в сфере промышленных и биотехнологий.

Структура рынка: сектора

Основа российского венчура – интернет для потребителей

Распределение венчурных инвестиций по секторам венчурной экономики



Источник: RMG

За прошедший год структура инвестиций в российские венчурные проекты различных секторов заметно не поменялась: доля сектора ИТ в общем объеме венчурного финансирования как в 2012, так и в 2013 году составила порядка 83%. Российский венчурный рынок по-прежнему держится в основном на проектах в сфере ИТ.

С другой стороны, можно проследить изменения, произошедшие в 2013 году внутри ИТ-сектора: венчурные инвесторы стали больше интересоваться проектами, ориентированными на сегмент B2B (их доля выросла с 6,6% до 17,5%). Сегмент B2C по-прежнему является

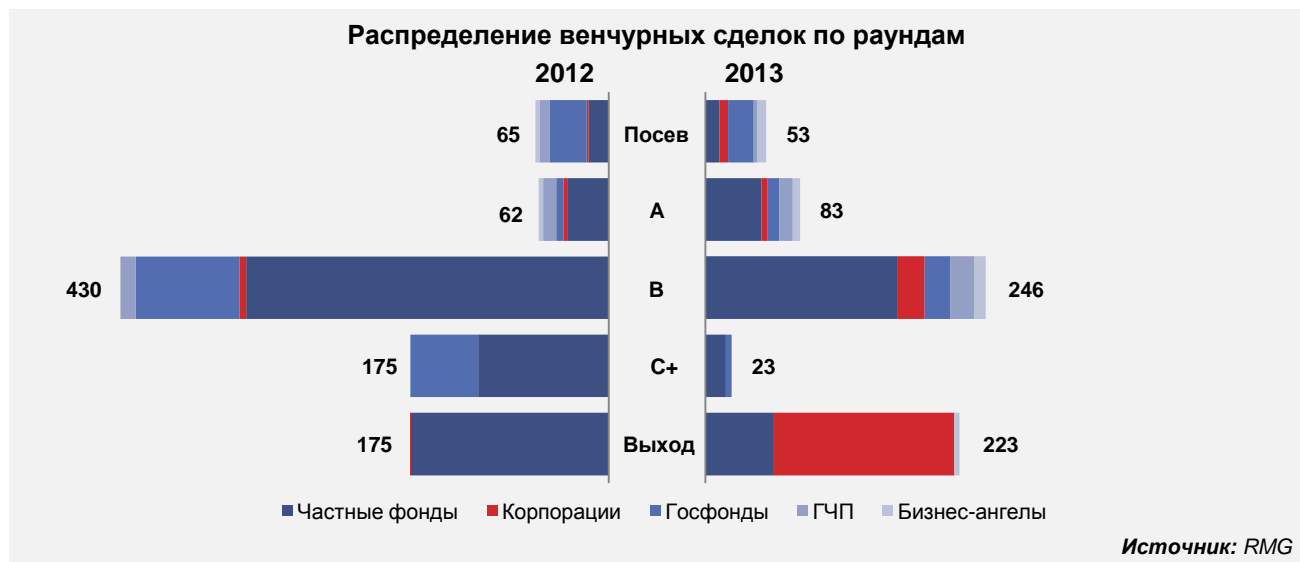
основой российской венчурной индустрии и не теряет своей актуальности, однако по мере его насыщения инвесторы начинают более активно использовать возможности для диверсификации портфеля.

ИТ и интернет будут оставаться самым привлекательным для инвесторов и емким сегментом. Причина – огромный потенциал роста и масса незанятых ниш (особенно в сегменте consumer internet).

Алексей Соловьев, управляющий директор Prostor Capital

Структура рынка: раунды

Венчурный рынок «прибавил» в выходах



Объем инвестиций в 2013 году снизился в основном за счет сокращения финансирования поздних раундов: B, C, D и т.д. Рост был зафиксирован только по сделкам раунда A.

Объем средств, привлеченных в exit-сделках, наоборот, вырос в абсолютном выражении со 175 миллионов долларов до 223 миллионов. Это произошло благодаря активизации корпоративных инвесторов, на долю которых в

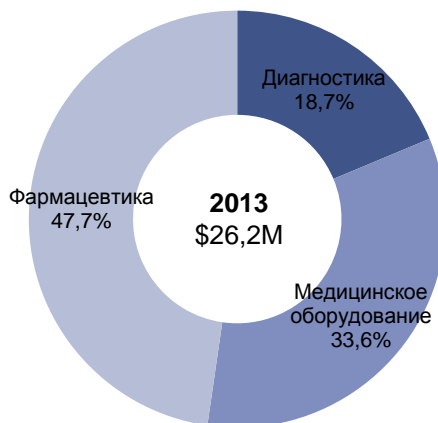
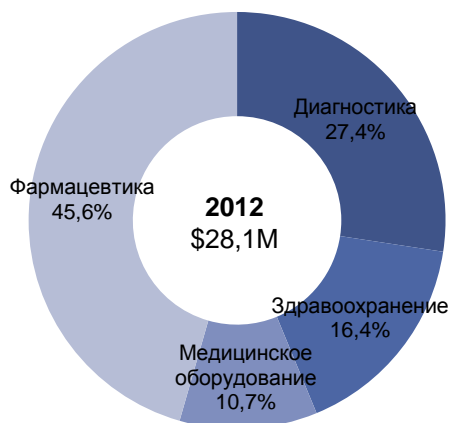
2013 году пришлось более 70% всех средств, привлеченных в таких сделках. Корпорации стали в целом больше инвестировать на венчурном рынке, в том числе и через собственные венчурные фонды. Пока число корпоративных фондов в России невелико, но в 2013 году сразу несколько российских компаний создали свои фонды или заявили об их создании в ближайшее время. Среди них – Ростелеком, QIWI, Русгидро и другие корпорации.

В прошлом году проекты на ранних стадиях не пользовались спросом на рынке, так как покупать их было некому: одни частные фонды прекратили свое существование, другие завершили свой инвестиционный цикл. При этом рынок осознал необходимость акселерации проектов на ранней стадии, и в этой связи важной тенденцией стало начало формирования автономных экосистем по созданию и развитию интернет-проектов в регионах России. Регионы постепенно становятся значимым поставщиком новых проектов для инвесторов.

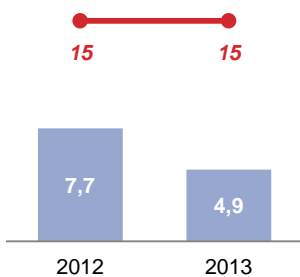
Кирилл Варламов, директор Фонда развития интернет-инициатив

Биотех

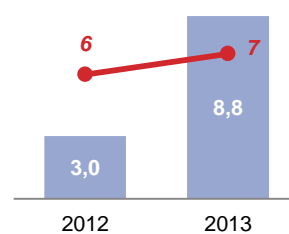
Биотехнологии без сюрпризов



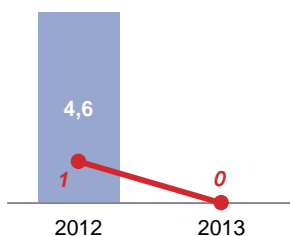
Диагностика



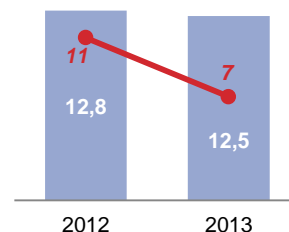
Медицинское оборудование



Здравоохранение



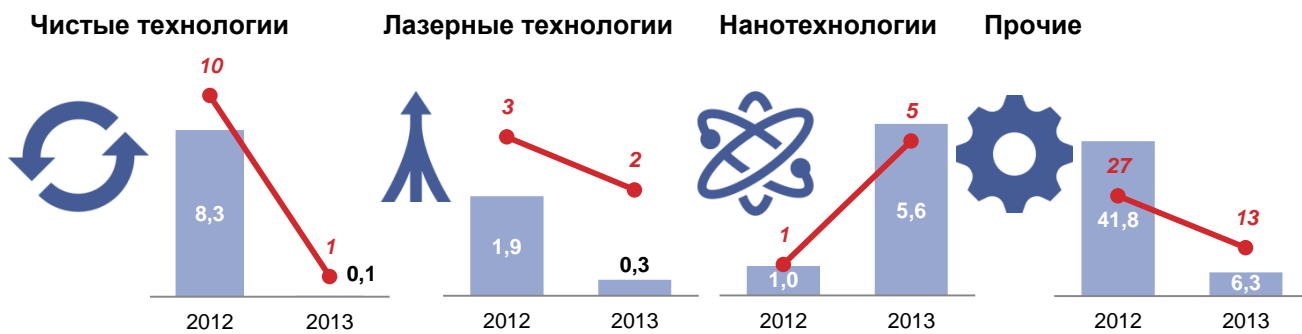
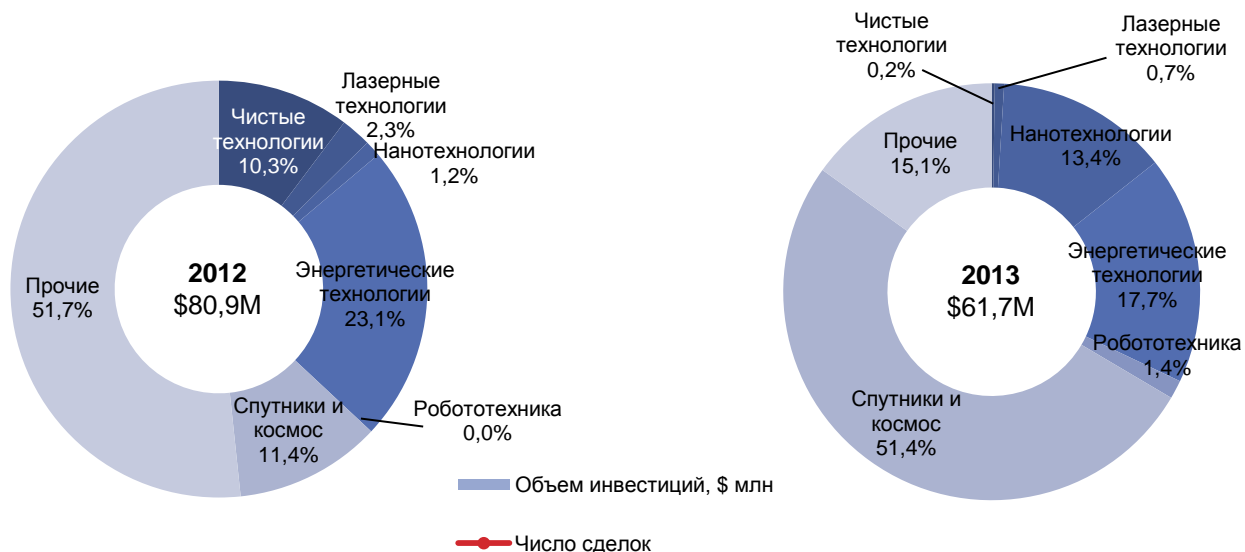
Фармацевтика



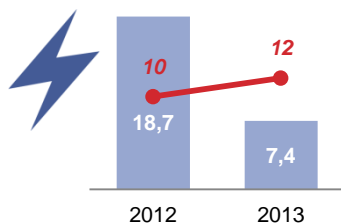
— Объем инвестиций, \$ млн

— Число сделок

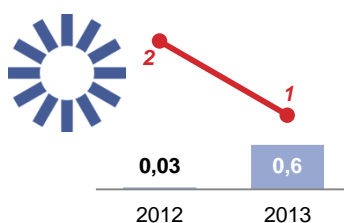
Броуновское движение



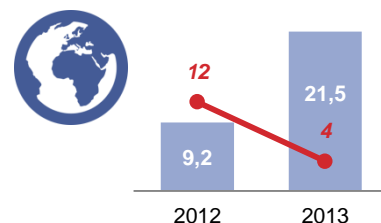
Энергетические технологии



Робототехника

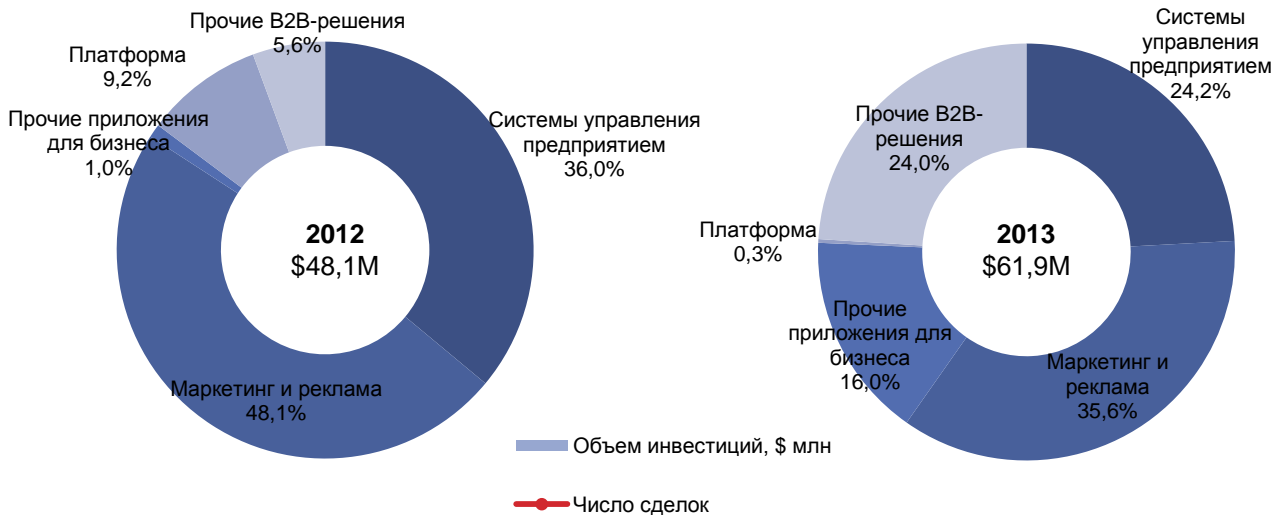


Космос и спутники

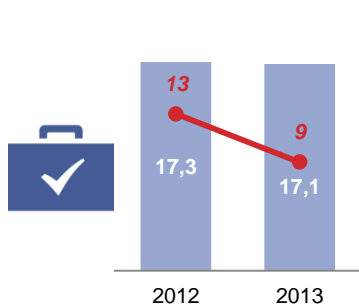


Софт/Интернет – B2B

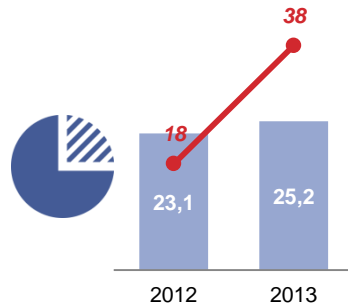
Нарождающаяся альтернатива потребительскому интернету



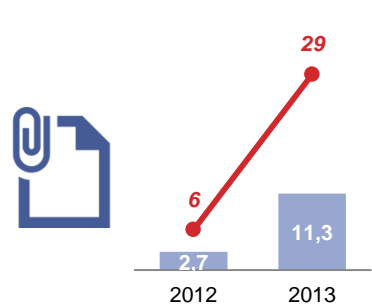
Системы управления предприятием



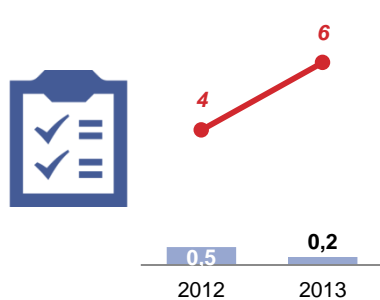
Маркетинг и реклама



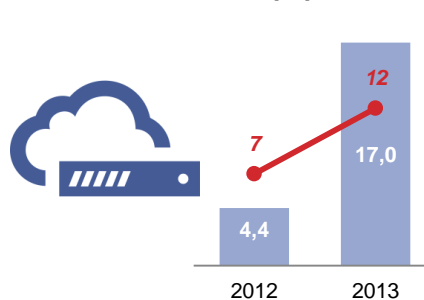
Прочие приложения для бизнеса



Прочие B2B-решения

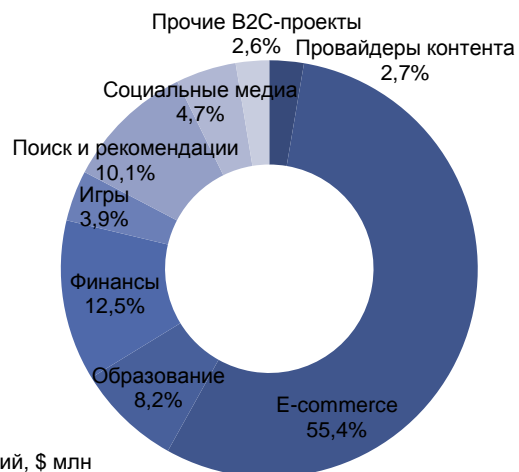
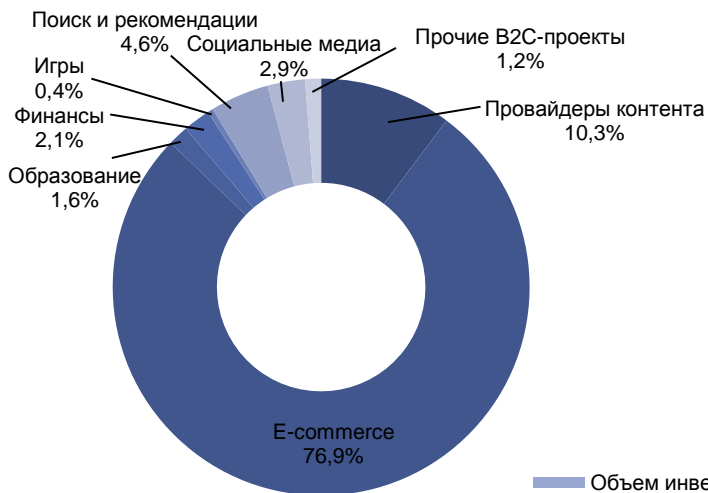


Платформа



Софт/Интернет – В2С

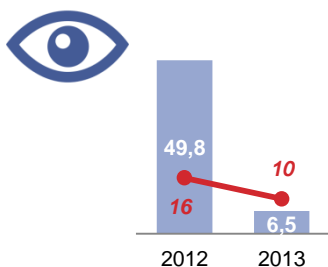
От электронной коммерции к диверсификации



— Объем инвестиций, \$ млн

— Число сделок

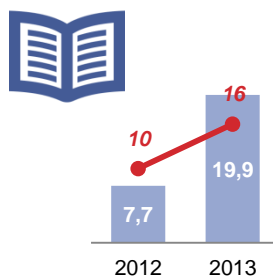
Провайдеры контента



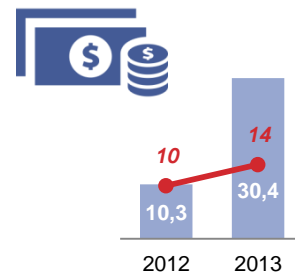
E-commerce



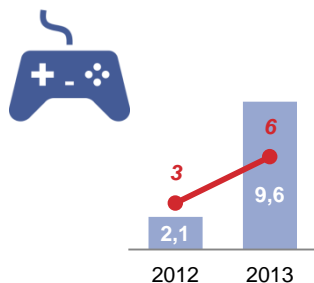
Образование



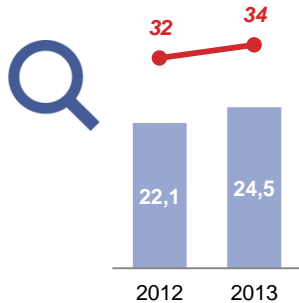
Финансы



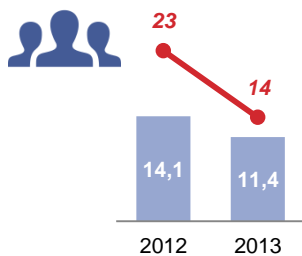
Игры



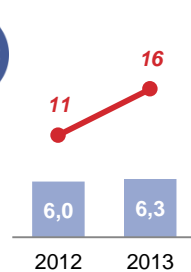
Поиск и рекомендации



Социальные медиа



Прочие



Методология

Под венчурными инвестициями в данном отчете понимаются инвестиции на сумму до 100 миллионов долларов в рискованные, технологичные и потенциально высокодоходные проекты. При оценке объема и динамики российского рынка венчурных инвестиций учитывались только венчурные инвестиции в компании, которые осуществляют деятельность преимущественно в России. Финансирование российскими инвесторами компаний, ориентированных преимущественно на зарубежные рынки, не включалось в объем российского венчурного рынка.

В объем рынка венчурных инвестиций также включались гранты. Несмотря на то, что грант является безвозмездной субсидией на проведение НИОКР, гранты учитывались в общем объеме рынка, поскольку они, как и инвестиции на возвратной основе, направляются на развитие коммерческих венчурных проектов.

Под выходом понимается сделка, в ходе которой происходит выход инвестора из капитала венчурной компании.

В данном отчете выделяются 4 стадии развития венчурного проекта:

1. Посев (Seed): проект существует только на бумаге или в виде лабораторных разработок.
2. Стартап (Startup): компания, либо находящаяся на организационной стадии, либо уже ведущая короткое время свой бизнес, но еще не продававшая свой продукт за деньги.
3. Рост (Growth): начало выпуска новой продукции, размещение ее на рынке и получение первых небольших доходов.
4. Экспансия (Expansion): увеличение объемов продаж, рыночной доли, объемов производства, офисных площадей и пр.

Мы разделили все венчурные проекты на 7 секторов: Биотех, Промтех, Компьютерные технологии и оборудование, Прочие технологии, Софт и Интернет – B2B, Софт и Интернет – B2C, Прочие ИТ. Первые 4 сектора составляют макросектор Технологий, остальные – макросектор ИТ.

Биотех: проекты в сфере здравоохранения, фармацевтики, диагностики и разработки медицинского оборудования.

Промтех: проекты в сфере лазерных, энергетических, робототехнических, космических, экологических и прочих технологий, предназначенных для использования в промышленности.

Компьютерные технологии и оборудование: проекты в сфере телекоммуникаций, хранения данных, мобильных технологий и компьютерной техники.

Софт и Интернет – B2B: приложения и интернет-сервисы, клиентами которых являются предприятия. К этому подсектору относятся, в частности, решения для управления бизнесом, маркетинга и разработки ИТ-продуктов.

Софт и Интернет – B2C: приложения и интернет-сервисы, клиентами которых являются физические лица, в т.ч. решения в сфере электронной торговли, предоставления контента, поиска, потребительских финансов, образования, а также игры, социальные сети и прочие сервисы для потребителей.

Контакты

Нам очень важно мнение читателей: инвесторов, венчурных предпринимателей и всех, кто интересуется российским венчурным рынком. Мы будем рады получить от Вас любые комментарии, которые позволят нам сделать отчеты более интересными и полезными.

Просим отзывы, пожелания и предложения направлять на адрес vc@rmg.ru

Авторы отчета:

Арсений Даббах

Директор

Департамент корпоративных финансов

Рай, Ман энд Гор секьюритиз

arseniy.dabbakh@rmg.ru

+7 495 258 62 62

Борис Орловецкий

Аналитик

Департамент корпоративных финансов

Рай, Ман энд Гор секьюритиз

boris.orlovetsky@rmg.ru

+7 495 258 62 62

Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе (далее по тексту – «Аналитические материалы»), опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок. Любые инвестиции в ценные бумаги или иные финансовые инструменты могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или недопустимыми для той или иной категории инвесторов. Для принятия решения об осуществлении инвестиций в указанные выше объекты требуется владение существенным опытом и знаниями в финансовой области, позволяющими правильно оценить риски и преимущества таких инвестиций. Аналитические материалы могут использоваться инвесторами в Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации. Аналитические материалы не адресованы резидентам США, Великобритании, Канады, Австралии или Японии, а также инвесторам других юрисдикций, если только они не относятся к определенным видам инвесторов и не действуют в таких условиях, когда они, в соответствии с законодательством их юрисдикции, имеют право использовать Аналитические материалы. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не несет ответственности за использование Аналитических материалов инвесторами, не уполномоченными их использовать, в соответствии с законодательством их юрисдикции. Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Рай, Ман энд Гор секьюритиз не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании Рай, Ман энд Гор секьюритиз и могут быть изменены без уведомления. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не обязано обновлять или исправлять неточности, содержащиеся в Аналитических материалах. Ни Рай, Ман энд Гор секьюритиз, ни кто-либо из директоров, сотрудников, представителей, аффилированных лиц или лицензиатов компании не будут нести никакой ответственности за любые убытки, ущерб или иные последствия, возникшие в результате использования в практической деятельности всей либо части информации, содержащейся в Аналитических материалах. Настоящий документ не может быть воспроизведен, распространен или использован иным образом, полностью или частично, без предварительного письменного разрешения Рай, Ман энд Гор секьюритиз.

Изображение на титульной странице предоставлено Rodney Campbell по лицензии Creative Commons.

Все права защищены © Рай, Ман & Гор секьюритиз, 2013-2014

Тел: 7 (495) 258 6262; e-mail: vc@rmg.ru