

В СОТРУДНИЧЕСТВЕ С



Обзор российского
венчурного рынка

1 квартал 2014 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
Новые венчурные фонды в I квартале.....	10
Структура рынка	11
Софт/Интернет – B2B	16
Софт/Интернет – B2C	17
Методология	19
Контакты	20

Приветствие

Друзья!

Мы рады представить новый выпуск «Обзора российского венчурного рынка», который по традиции мы готовим в сотрудничестве с онлайн-ресурсом о российских информационных технологиях East-West Digital News. В данном обзоре вы найдете подробную аналитику венчурного рынка России за 1 квартал 2014 года.

Начало года для венчурной индустрии России было достаточно спокойным: рынок по-прежнему ищет катализаторы роста. Несмотря на резкое снижение объема сделок по итогам квартала, можно отметить ряд положительных тенденций на российском рынке. Государство по-прежнему поддерживает технологические проекты на ранних стадиях развития. Продолжают появляться новые венчурные фонды, в том числе новые для России венчурные фонды, созданные в рамках договора об инвестиционном товариществе. Наконец, продолжает развиваться институт соинвестирования.

Тем не менее ухудшение экономической и политической ситуации в стране затрудняет решение сформировавшихся проблем российского венчурного рынка, таких как второстепенная роль биотехнологических и промышленно-технологических проектов, слабая активность корпоративных инвесторов, а также недостаток иностранных венчурных инвестиций. Последняя из проблем является наиболее актуальной в свете недавних событий в Крыму, которые могут еще более снизить готовность инвесторов финансировать российские проекты.

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 секьюритиз» выпускает наиболее полные и объективные обзоры из имеющихся на рынке. Мы решили поддержать данную инициативу, поскольку наша миссия – давать мировому бизнес-сообществу объективную и полную информацию о развитии российского инновационного сектора.

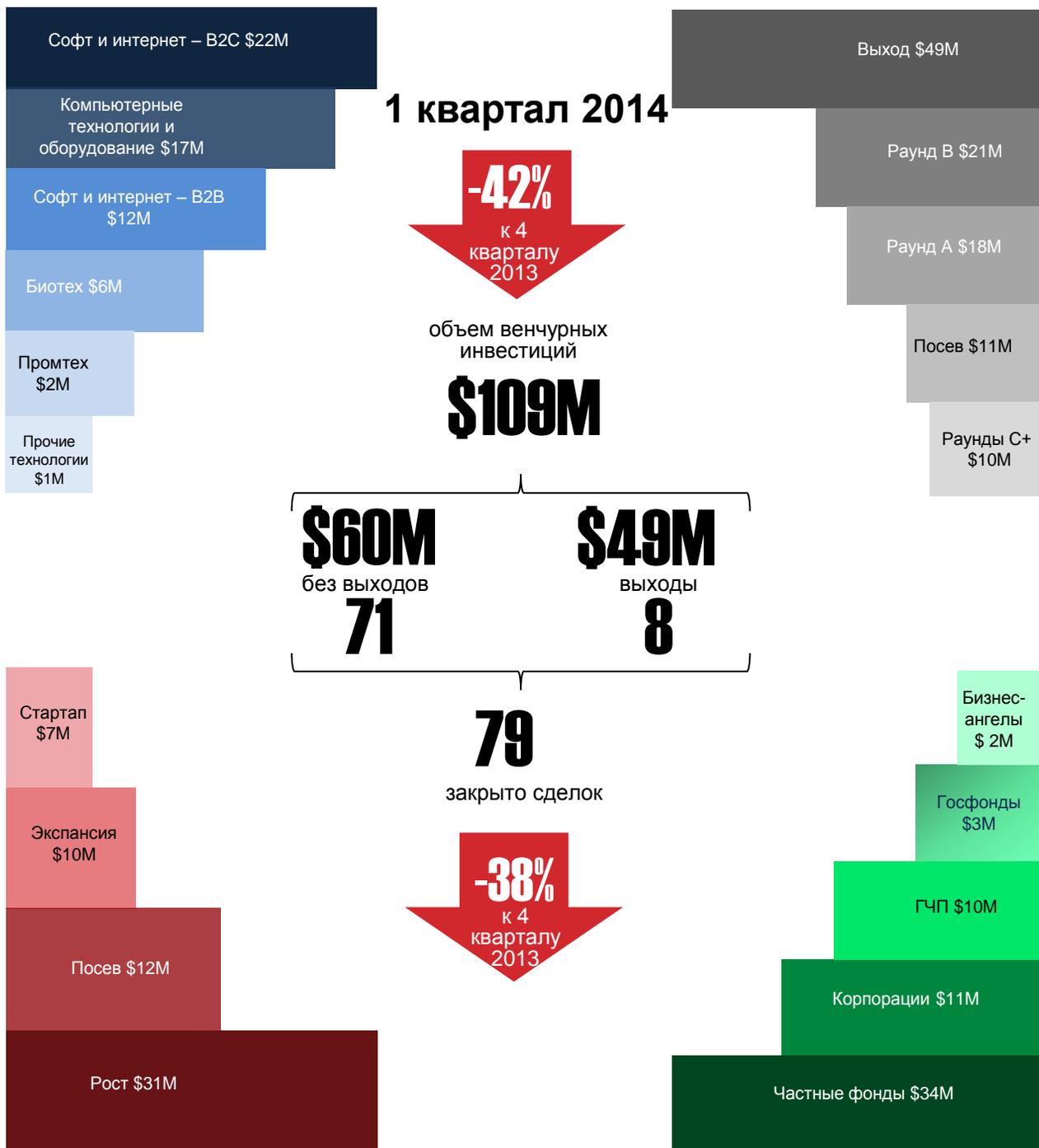
Мы надеемся, что данный обзор поможет повысить эффективность инвестиций, прозрачность рынка и уровень взаимного доверия в венчурной сфере.

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

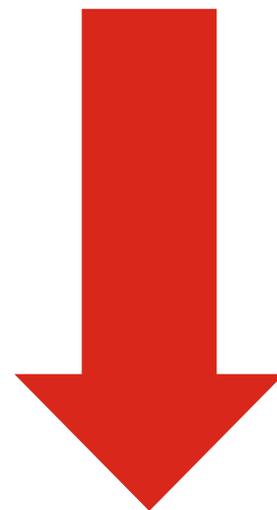


Тенденции на венчурном рынке



- Продолжающееся падение рынка было замедлено в результате осуществления финансирования проектов Фондом развития интернет-инициатив (ФРИИ) в феврале 2014 года.
- Российский венчурный рынок продолжает концентрироваться в секторе ИТ, однако доля технологий растет и уже составила 44% от общего объема сделок.
- Государство как в лице государственных фондов, так и в лице государственно-частных партнерств продолжает финансировать в основном технологические проекты на ранних стадиях, компенсируя недостаток финансирования подобных проектов другими инвесторами.
- Несмотря на сокращение как количества, так и объема сделок, средний размер сделок в целом на рынке не изменился.

- Объем венчурного рынка за первый квартал 2014 года резко сократился: количество сделок сократилось на 38% по сравнению с предыдущим кварталом (причем падение в равной мере затронуло все стадии развития), а общий объем сделок уменьшился на 42% на фоне общего ухудшения состояния российской экономики.
- Резко сократилось число выходов: помимо одного крупного выхода (Сергей Калугин продал принадлежащий ему пакет акций холдинга WebMediaGroup за 40 миллионов долларов), оставшиеся 7 выходов составили лишь 9 миллионов долларов. Частично это можно объяснить тем, что частные фонды практически не финансировали выходы в первом квартале.



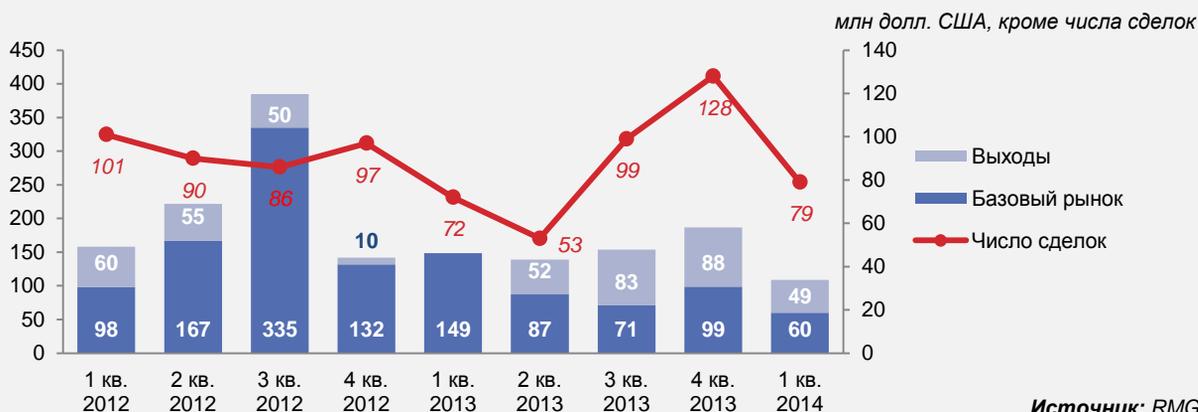
Согласно информации ряда источников недавние события в Крыму существенно повлияли на готовность западных венчурных фондов инвестировать в российские проекты. Причины колеблются от высокой оценки рисков на российском рынке в целом до некоторых опасений, связанных с соинвестированием с российскими фондами, которое может негативно сказаться на стартапе, в случае если российский соинвестор будет связан тем или иным образом с людьми или организациями, попавшими под влияние санкций.

**Адриан Хенни, Главный редактор
East-West Digital News**

Обзор венчурного рынка

Рынок еще не нашел новые катализаторы роста

Динамика российского рынка венчурных сделок

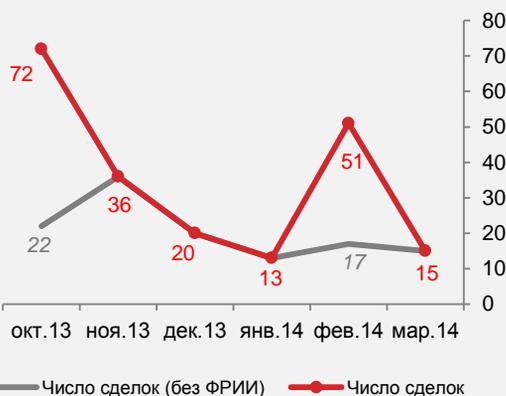


Первый квартал 2014 года не стал следовать тренду второй половины прошлого года: число сделок резко сократилось, что, ожидаемо, привело и к падению объемов. Российские венчурные проекты привлекли 60 миллионов долларов в ходе 71 сделки; еще 49 миллионов было привлечено в 8 сделках с выходом, таким образом объем сделок сократился на 42%, а количество сделок уменьшилось на 38%. Стоит отметить, что 43% сделок было совершено ФРИИ в феврале, что позволило замедлить падение рынка (в большей мере в количественном выражении, поскольку фонд инвестирует в проекты на посевной стадии).

Будучи обеспокоенными, что российский ярлык может нанести ущерб имиджу среди коммерческих партнеров и потенциальных инвесторов, некоторые российские стартапы начали либо перемещать штаб-квартиры на запад, в том числе на Украину, либо задумываться об этом. Одним из примеров стала компания Game Insight, объявившая о переносе штаб-квартиры компании в Литву. Данный феномен нельзя назвать новым, принимая во внимание число российских стартапов и предпринимателей, обосновавшихся в Калифорнии в течение последних нескольких лет. Стоит также отметить, что еще до последних политических событий, западные и российские инвесторы отдавали предпочтение российским стартапам с мировым потенциалом, беспокоясь за то, что российский рынок недостаточно велик.

**Адриан Хенни, Главный редактор
East-West Digital News**

Динамика российского рынка венчурных сделок по месяцам



Выходы и крупные сделки

Итоги 1 квартала 2014 года

Компания	Описание	Инвестор	Кто вышел	Сумма, млн долл. США	Сектор
Крупные выходы					
WebMediaGroup	Интернет-холдинг	Gazprombank	Сергей Калугин	40	Софт и интернет – B2C
KitLocate (Israel)	Разработчик технологии геопозиционирования для мобильных устройств	Yandex		8	Софт и интернет – B2B
Крупные сделки					
Aviasales	Сервис по поиску авиабилетов	iTech Capital		10	Софт и интернет – B2C
«Манго Телеком»	Поставщик облачных бизнес-приложений	Intel Capital		10	Компьютерные технологии и оборудование

Источник: RMG

В 1 квартале 2014 года были закрыты две крупные сделки с выходом инвестора. В одной из них израильский стартап KitLocate был полностью выкуплен «Яндексом». Данный стартап представляет из себя технологию, позволяющую собирать геоданные, практически не разряжая телефон пользователя. Сделка оценивается в 8 миллионов долларов. В другой сделке президент «Ростелекома» Сергей Калугин продал принадлежащий ему пакет акций холдинга WebMediaGroup. В состав холдинга входили видеосервис Zoomby.ru, интернет-гипермаркет Dostavka.ru, а также ряд интернет-сайтов. Продажа 25% акций Калугина оценивается в 40 миллионов долларов.

Что касается крупных сделок, то следует отметить покупку венчурным фондом iTech Capital миноритарной доли в крупнейшем сервисе Рунета по поиску авиабилетов Aviasales.ru за 10 миллионов долларов., которые пойдут на развитие бизнеса, в том числе на выход на новые рынки. Еще одной крупной сделкой первого квартала стало инвестирование 10 миллионов долларов Intel Capital (инвестиционный фонд корпорации Intel) в развитие ведущего российского поставщика облачных бизнес-приложений «Манго Телеком» для подготовки к его выходу на европейский рынок.

Новые венчурные фонды в I квартале



Softline Seed Fund (SSF) (первый в России венчурный фонд, созданный в рамках договора об инвестиционном товариществе)

Основатели: Фонд посевных инвестиций РВК, Softline Venture Partners.

Средства под управлением: 981 тыс. долл. США.

Сектора: облачные сервисы, технологии digital marketing и защиты данных, а также мобильные приложения.

Управляющий фонд: Softline Venture Partners.

Стадии: предпосевная и посевная.

Инвестиционный период: 3 года с возможностью докапитализации.

Планируемое число проектов: 5-8.



High Technology Fund (второй в России венчурный фонд, созданный в рамках договора об инвестиционном товариществе).

Основатели: Фонд посевных инвестиций РВК, TONAP-Venture.

Средства под управлением: 964 тыс. долл. США.

Сектора: биотехнологии, новые материалы, энергоэффективность.

Стадии: предпосевная и посевная.

Инвестиционный период: 5 лет с возможностью пролонгации.

Планируемое число проектов: 5-8.



Корпоративный венчурный фонд ОАО «Ростелеком»

Средства под управлением: 90-160 млн. руб.

Сектора: электронные платежные системы, интернет-реклама, дистрибуция контента, геолокация.

Стадии: как состоявшийся бизнес, так и стартапы.

Структура рынка: стадии

Число сделок сократилось на всех стадиях, кроме роста



Текущая динамика числа венчурных сделок на различных стадиях развития объясняется общим сокращением рынка в первом квартале года, что в первую очередь отражается на инвестировании в новые проекты (число проектов на стадии посева сократилось на 52%), а также на инвестировании в экспансию (сокращение составило 83%). Столь резкое уменьшение числа инвестиций в посев, помимо общего сокращения рынка, объясняется еще и тем, что инвесторы за последние 4 года резкого роста рынка приобрели опыт, стали более разборчивы и требовательны к проектам, нуждающимся в инвестициях.

В то же самое время количество сделок на стадии стартап сократилось лишь на 23%, а на стадии роста наблюдалось даже увеличение реализованных сделок (+12,5%).

Структура рынка: стадии

Средний размер сделок на рынке не изменился



Несмотря на то, что число сделок существенно сократилось на стадии посева (-52%), объем инвестиций в денежном выражении не изменился, что свидетельствует о серьезном увеличении среднего размера сделки (почти в 3 раза). Таким образом, подходу более скрупулезно к отбору проектов, инвесторы готовы инвестировать в них гораздо больше.

На стадии роста, наоборот, увеличение числа сделок на 12,5% не привело к увеличению суммарного объема сделок из-за сокращения среднего объема на 33%.

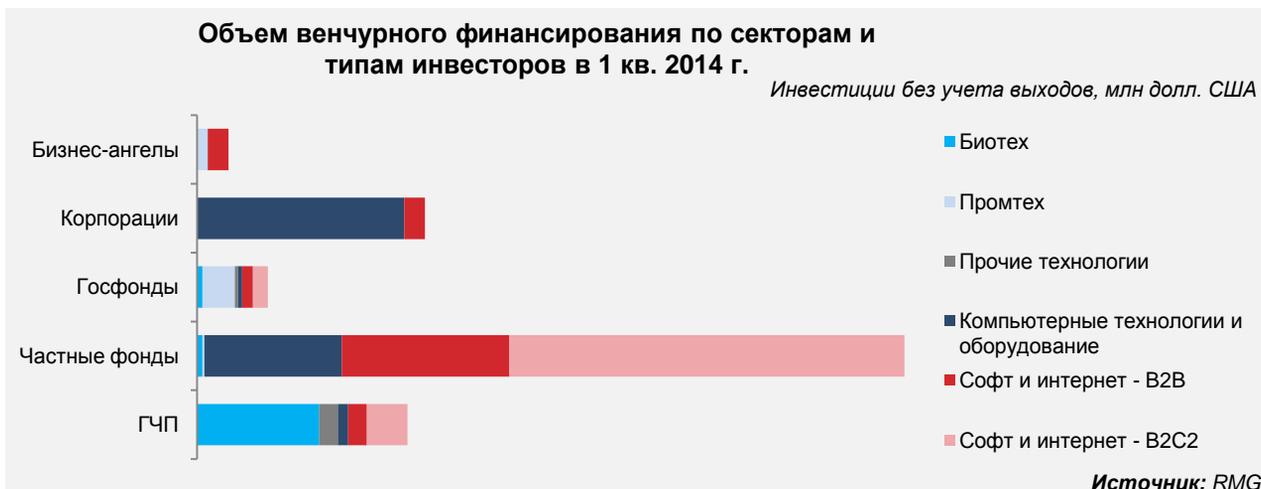
На стадии стартап сокращение объема сделок на 53% соответствовало как снижению количества сделок (-23%), так и снижению среднего объема таковых (-47%). На стадии экспансии наблюдалась такая же картина, за исключением увеличения среднего размера сделок, объясняемое тем, что была проведена лишь одна крупная сделка.

В совокупности средний размер сделок не изменился по сравнению с предыдущим кварталом.



Структура рынка: инвесторы

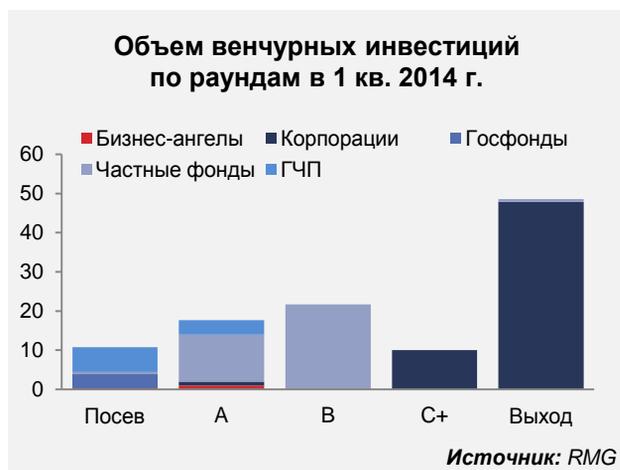
Корпорации обратили свой взгляд на компьютерные технологии



Одним из главных изменений российского венчурного рынка стало фокусирование корпораций на компьютерных технологиях и оборудовании, хотя в прошлом квартале 89% средств корпорации вкладывали в софт и интернет. Частные фонды также стали вкладывать больше в компьютерные технологии и даже немного в биотехнологии. Бизнес-ангелы в отличие от прошлого квартала стали инвестировать не только в интернет-проекты, но и заинтересовались промышленными технологиями.

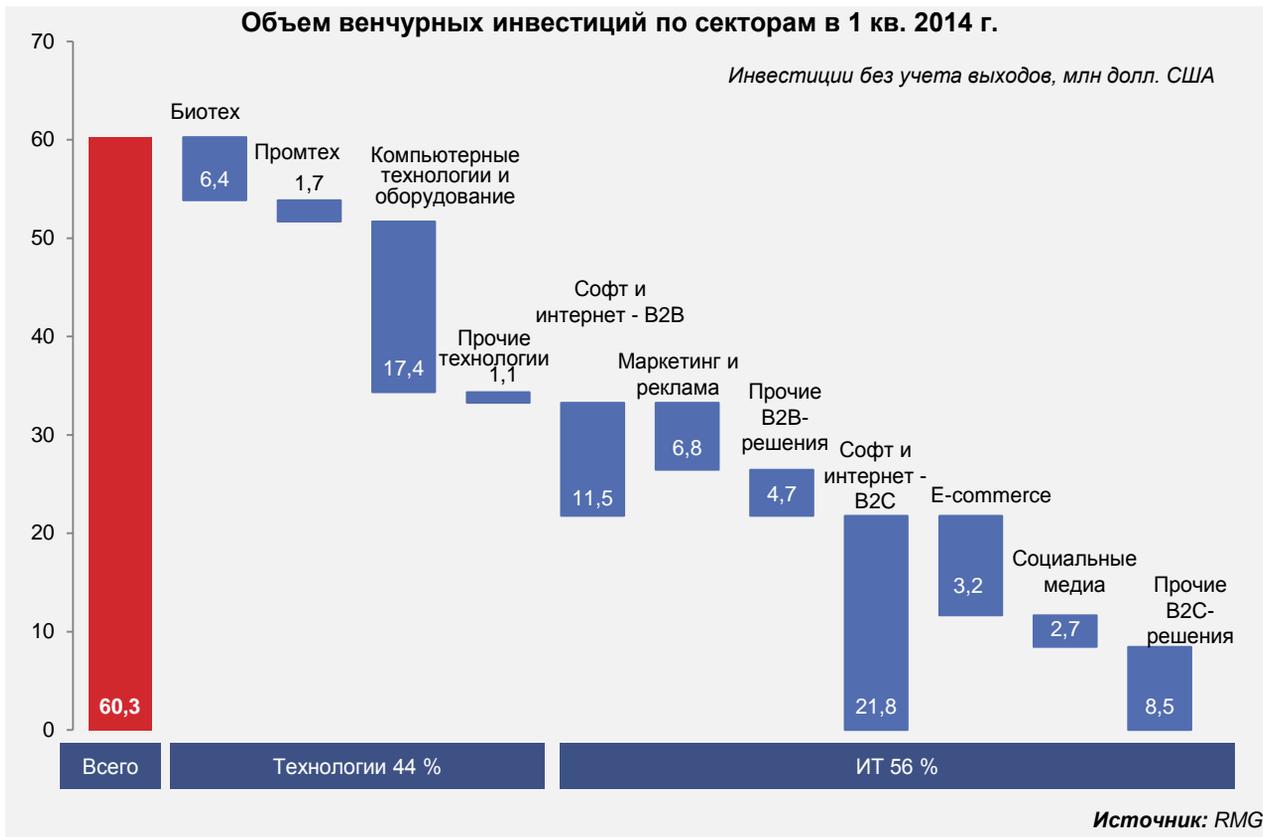
Государство в качестве инвесторов как в случае государственных фондов, так и государственно-частных партнерств осуществляет инвестиции практически во все сектора. Так, например, государственные фонды вкладывали 46% в промышленные технологии, 36% в софт и интернет, 7% в биотехнологии, 6% в компьютерные технологии и 5% в прочие технологии. Отметим, что практически все инвестиции в биотехнологии осуществляются с участием государства как в форме государственных фондов, так и государственно-частных партнерств.

Отчетливо прослеживается тенденция по разделению типов инвесторов в зависимости от раунда венчурных инвестиций. Корпоративные фонды являются практически единственными, кто осуществляет инвестиции на поздних стадиях (С+), а также инвестирует в выходы. Бизнес-ангелы инвестируют как правило не позже раунда А. Государству приходится вкладываться на ранних этапах инвестиций (посев и А), чтобы компенсировать недостаток финансирования ранних проектов в стране. Частные фонды концентрируются на раундах А и В.



Структура рынка: сектора

Технологии продолжают догонять ИТ-сектор

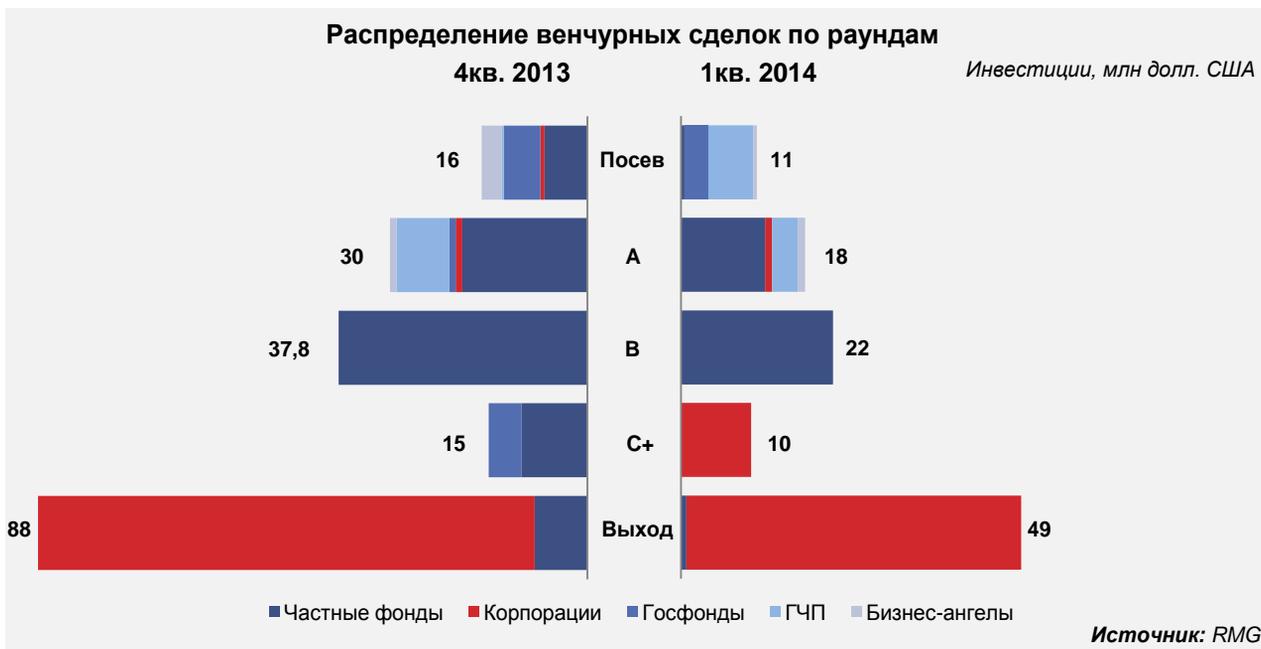


В отличие от прошлых двух лет, в которых доля сектора ИТ составляла порядка 80% общего объема венчурного рынка, в первом квартале технологии постепенно догоняют ИТ-сектор: 44% против 56%. Основной вклад в данное соотношение внесли сделки, связанные с компьютерными технологиями и оборудованием (доля в технологиях составила 66%), а также биотехнологии (доля в технологиях составила 24%).

Внутри ИТ-сектора по прежнему доминирует сегмент B2C (66% против 34%). Внутри сектора B2C превалируют сделки E-commerce (15%) и социальные медиа (12%), а внутри сектора B2B превалирует маркетинг и реклама (59%). Также стоит отметить некоторое остывание интереса инвесторов к проектам в сфере образования и финансов.

Структура рынка: раунды

Венчурный рынок «убавил» в выходах



Объем инвестиций в первом квартале сократился абсолютно на всех раундах инвестиций (сокращение составило от 31% на раунде посева до 44% в выходах).

Основное сокращение объемов сделок в абсолютном выражении пришлось на exit-сделки: падение с 88 миллионов долларов до 49 миллионов. Помимо общего сокращения рынка причиной уменьшения финансирования выходов можно назвать и то, что частные фонды практически перестали инвестировать в выходы, а корпорации (основной инвестор на данной стадии) обратили свой взор на сделки раунда C+.

Наиболее серьезные изменения в составе инвесторов по раундам произошли на раунде C+: если ранее финансирование шло от частных и государственных фондов, то сейчас данный раунд практически полностью финансируется корпоративными инвесторами.

Рассказы о том, что западные фонды скептически относятся к инвестициям в Россию из-за ситуации с Крымом, не являются достоверными. За последние пару недель я напрямую общался с управляющими-партнерами пяти известных западных фондов. Лишь один из фондов предпочел придержать инвестиции в Россию, остальные же сказали, что они «по-прежнему в игре».

Максим Фалдин, сооснователь Wikimart.ru
(о поиске инвесторов для четвертого раунда финансирования)

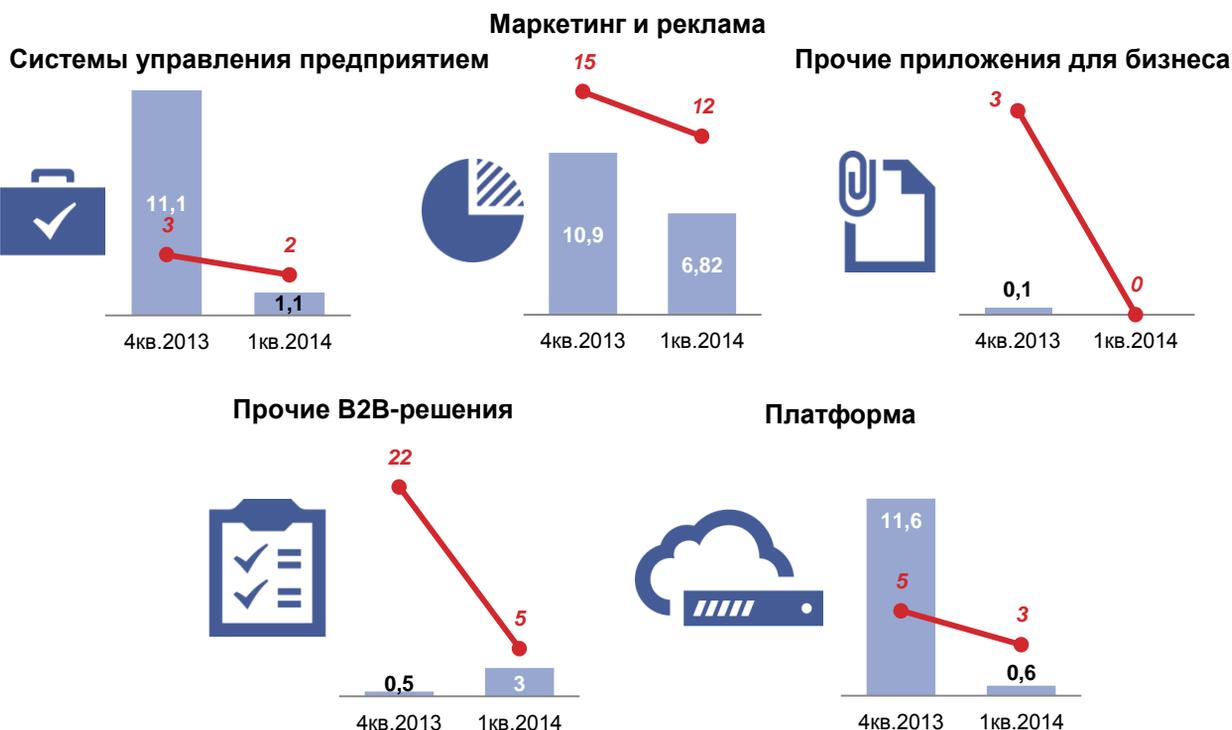
Софт/Интернет – B2B

Маркетинг и реклама доминируют на рынке B2B



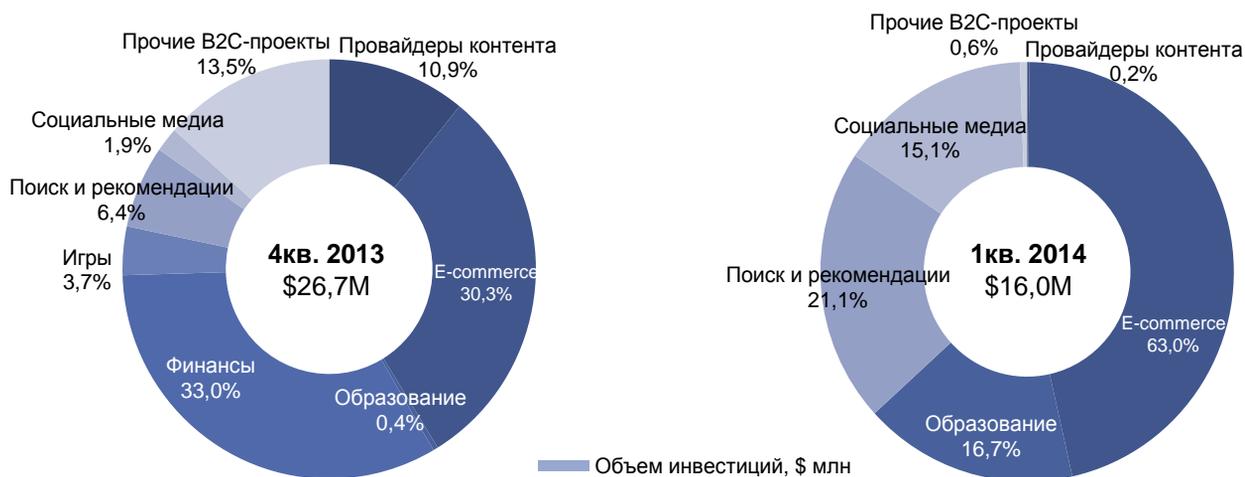
Объем инвестиций, \$ млн

Число сделок



Софт/Интернет – B2C

Электронная коммерция и социальные медиа сдерживают падение рынка B2C



Объем инвестиций, \$ млн

Число сделок



AVAILABLE IN
ENGLISH AND
RUSSIAN

The Bible of Russian E-Commerce



E-Commerce in Russia

What brands, entrepreneurs and investors need to know
to succeed in one of the world's hottest markets

2014 EDITION • FULL VERSION
V2 • APRIL 2014

IN PARTNERSHIP WITH



WITH THE SUPPORT OF



- Reliable and precise data on the market and its different segments with forecasts and trends to 2020

- A thorough analysis of consumer practices, preferences, and expectations

- "The Russian payment jungle:" A 40-page overview of payment methods with practical advice to Russian and foreign merchants

- In-depth analysis and practical advice on the most sensitive operational issues, from marketing, to order fulfillment, to HR and legal aspects

- **Investing in Russian e-commerce: A comprehensive review of venture deals since 2010 and exit perspectives based on exchanges with top Russian and international VCs**

10 CHAPTERS ■ 420 PAGES
130 CHARTS AND ILLUSTRATIONS
MORE THAN 120 PARTICIPATING EXPERTS AND COMPANIES

To order this report or receive an executive summary at no charge,
please contact us at report@ewdn.com

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.

Под корпорациями в данном отчете понимаются корпоративные фонды.

В общем объеме венчурного рынка не учитывались инвестиции в рыночную инфраструктуру и выходы. Под инвестициями в рыночную инфраструктуру понимаются инвестиции в венчурные фонды, бизнес-инкубаторы, бизнес-акселераторы, технопарки и другие институты, которые осуществляют деятельность на венчурном рынке, но не являются венчурными компаниями. 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.

Seed – это самый первый раунд инвестиций, в котором деньги привлекаются на создание компании. Раунды А, В, С и т.д. – это последующие раунды, в которых привлекается дополнительное финансирование. Буква при этом означает порядковый номер раунда: А – первый после посева, В – второй и т.д. Начиная с раунда С, используем обозначение С+. Выход – это особый тип сделки, в ходе которой не привлекается дополнительное финансирование в сам проект, а один или несколько существующих акционеров продают свои доли в ходе сделки со стратегическим инвестором или IPO.

В данном отчете выделяются 4 стадии развития венчурного проекта:

1. Посев (Seed): проект существует только на бумаге или в виде лабораторных разработок.
2. Стартап (Start-up): 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

Андрей Гуцин

Младший Аналитик

Департамент корпоративных финансов

Рай, Ман энд Гор секьюритиз

gushchin@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.

Лицензия на коммерческое использование изображения на титульной странице приобретена у Sergey Yarochkin при посредничестве компании MostPhotos.

Все права защищены © Рай, Ман & Гор секьюритиз, 2014
Тел: 7 (495) 258 6262; e-mail: vc@rmg.ru