Российские операторы фиксированной связи

Итоги 2003 года

Ростелеком	
Тикер РТС	RTKM
Цена обыкновенной акции, $	2,050
Темп роста цены акции в 2003 году	69,4%
52-недельный диапазон цен (ао), $	1,122 - 2,248

Уралсвязьинформ	
Тикер РТС	URSI
Цена обыкновенной акции, $	0,038
Темп роста цены акции в 2003 году	193,6%
52-недельный диапазон цен (ао), $	0,013 - 0,039

ВолгаТелеком	
Тикер РТС	NNSI
Цена обыкновенной акции, $	2,685
Темп роста цены акции в 2003 году	114,8%
52-недельный диапазон цен (ао), $	1,203 - 2,690

ЦентрТелеком	
Тикер РТС	ESMO
Цена обыкновенной акции, $	0,355
Темп роста цены акции в 2003 году	29,6%
52-недельный диапазон цен (ао), $	0,235 - 0,359

Сибирьтелеком	
Тикер РТС	ENCO
Цена обыкновенной акции, $	0,035
Темп роста цены акции в 2003 году	33,6%
52-недельный диапазон цен (ао), $	0,023 - 0,036

МГТС	
Тикер РТС	MGTS
Цена обыкновенной акции, $	12,900
Темп роста цены акции в 2003 году	108,1%
52-недельный диапазон цен (ао), $	6,400 - 12,900

Сергей Захаров
(095) 737-0099
zakharov@zerich.ru

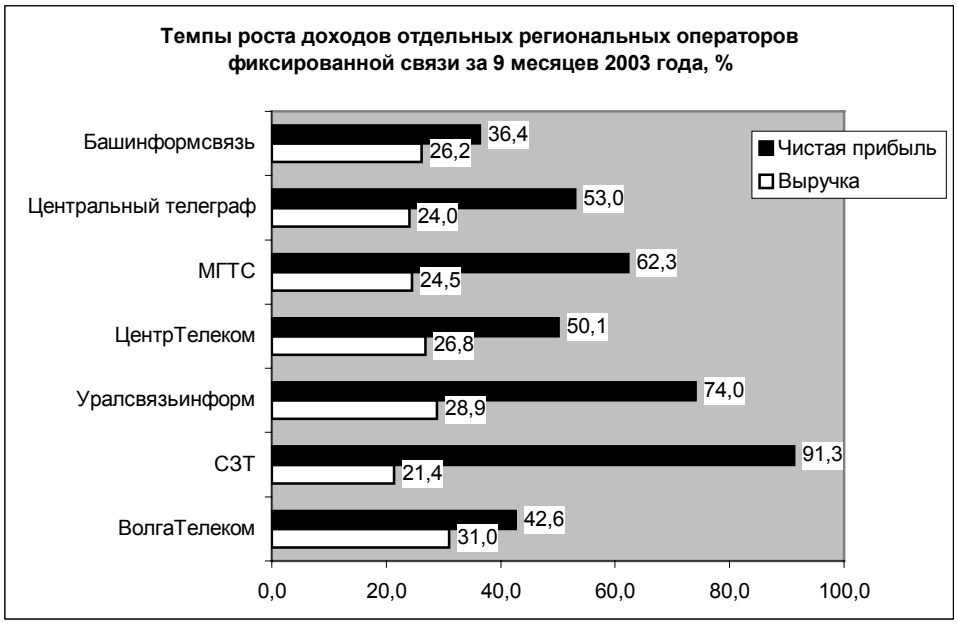
- В первом квартале 2003 года был завершён организационный этап реформы российской телекоммуникационной отрасли. Большинство из региональных предприятий электросвязи объединилось в 7 более крупных компаний на территории федеральных округов РФ: *ЦентрТелеком*, *Северо-Западный Телеком*, *ЮТК*, *Уралсвязьинформ*, *ВолгаТелеком*, *Сибирьтелеком* и *Дальсвязь*. Основными из не участвовавших в объединении фирм стали *МГТС*, *Ленсвязь* и *Башинформвязь*. Однако за прошедший год новым укрупнённым операторам не удалось добиться преимуществ по сравнению с другими представителями отрасли с точки зрения темпов роста выручки, чистой прибыли и рыночной капитализации. Главным положительным итогом данной стадии реформы оказалось повышение ликвидности ценных бумаг новых телекомов на российском фондовом рынке.
- В сентябре 2003 года впервые все семь региональных операторов фиксированной телефонной связи представили финансовую отчётность за 2002 год по международным стандартам. Среднеотраслевая рентабельность бизнеса по операционной прибыли до амортизации (OIBDA margin) оказалась на высоком для российской экономики уровне – около 30 процентов. Отчётность по МСФО чётко выделила лидеров отрасли с точки зрения размеров доходов, прибыли и рентабельности – ими стали Уралсвязьинформ, ВолгаТелеком, а также ЦентрТелеком.
- Государственные органы РФ приняли решение о переносе приватизации госпакета акций *Связьинвеста* как минимум до 2005 года из-за низкой текущей оценки этих активов, которую представили эксперты. С точки зрения отсутствующих пока реальных результатов реформы отрасли данное решение представляется нам оправданным.
- Бизнес крупнейшей компании отрасли *Ростелекома* в 2003 году продолжил демонстрировать умеренный рост, который, правда, стал сопровождаться увеличением затрат. Событием года для предприятия стала продажа пакета акций РТК-Лизинг за $26 млн.

ОБЪЕДИНЕНИЕ РЕГИОНАЛЬНЫХ ТЕЛЕКОМОВ

Свыше 90% акционированных предприятий электросвязи России приняли участие в реформе телекоммуникационной отрасли – они были объединены в семь новых компаний в рамках федеральных округов

В первом квартале 2003 года практически завершился основной этап реформы российской отрасли фиксированной телефонной связи, начатой под эгидой ОАО Инвестиционная компания связи (Связьинвест) с целью повышения эффективности управления принадлежащими государству активами данного сектора для дальнейшей его приватизации. В соответствии с принятыми в конце 2002 года решениями внеочередных собраний акционеров почти все (около 80) акционированные к тому времени российские предприятия электрической связи (формировавшиеся, как правило, в субъектах Российской Федерации) были объединены в семь новых компаний в рамках федеральных округов РФ. Была проведена конвертация акций, и бывшие электросвязи стали региональными филиалами вновь созданных телекомов. Некоторые региональные компании отказались от объединения, в ряде случаев принятию соответствующих решений помешали юридические сложности, а в отдельных телекоммуникационных фирмах Связьинвест как представитель государства не владел существенными пакетами акций. Таким образом, реформа не приняла всеохватывающего характера, однако возникшие исключения были всё-таки единичными (их было меньше 10) и не слишком повлияли на картину структуры отечественного телекоммуникационного сектора. В то же время благодаря этим исключениям мы получили возможность сравнить динамику основных показателей компаний, как принявших участие в объединении, так и отказавшихся от него.

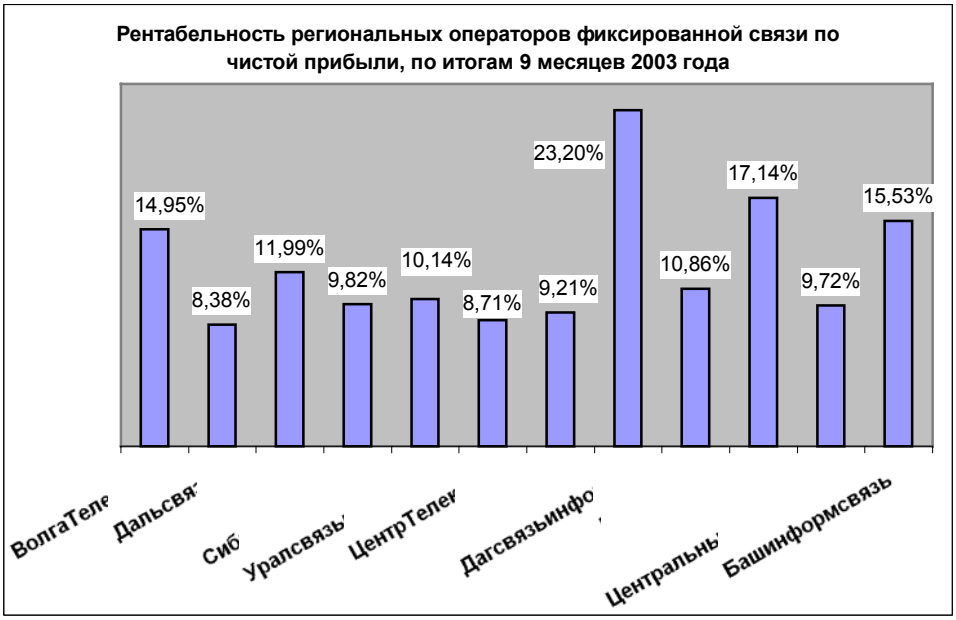
Разумеется, по общей величине доходов новые единые телекомы значительно превзошли «одиночек», среди которых сопоставимые цифры может показывать лишь главный оператор города Москвы – ОАО МГТС. Но если мы посмотрим на темпы роста главных финансовых показателей (выручки и чистой прибыли), то никаких преимуществ у крупных компаний не обнаружится. Практически все представители отрасли извлекли выгоду из высоких темпов экономического роста в стране за 2003 год.



Источник: данные компаний.

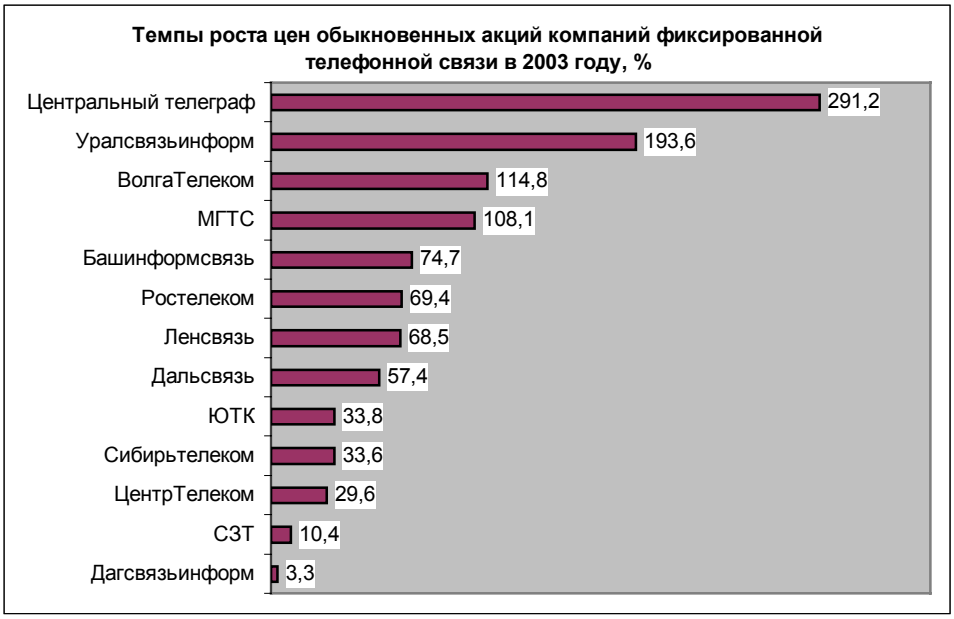
Высокий уровень капрасходов не позволил пока новым телекомам добиться высокой рентабельности

Не выполнила в прошедшем году реформа и основной поставленной перед ней задачи – повышения эффективности телекоммуникационного бизнеса. Рентабельность большинства вновь созданных региональных телекомов оказалась ниже аналогичного показателя «независимых» электросвязей. Правда, тому есть разумное оправдание. Новые компании активно занялись развитием и модернизацией своих мощностей, что требует больших капитальных затрат. И потому ждать от них высокой эффективности в первый же, причём неполный, год работы было бы наивно.



Источник: данные компании, оценки ЦКМ.

Чего в Связьинвесте рассчитывали добиться быстро, так это повышения рыночной капитализации его «дочек», пусть пока и недостаточно высоко, чтобы их приватизировать.



Источник: НП Фондовая биржа РТС, оценки ЦКМ

Рост капитализации региональных телекомов получился в 2003 году крайне неоднородным, и потому главным предварительным итогом реформы отрасли стало лишь повышение ликвидности ценных бумаг новых компаний

В какой-то мере существенно поднять стоимость акций новых компаний удалось, но вот по сравнению с оставшимися в стороне от реформы операторами региональные телекомы и здесь не получили преимуществ, что видно из приведённого выше графика.

Таким образом, несмотря на завершённость основных формальных процедур реформа отечественной отрасли фиксированной электрической связи к концу 2003 года своих главных целей не достигла. По своим текущим результатам, а также по инвестиционной привлекательности акций новые телекоммуникационные операторы не сильно выделяются на фоне более мелких представителей сектора. Единственным существенным позитивным итогом реформы на данный момент можно признать увеличение ликвидности ценных бумаг созданных компаний. Они стали полноценными и весьма популярными на биржах инструментами рынков акций и корпоративных облигаций.

ПЕРЕНОС ПРИВАТИЗАЦИИ СВЯЗЬИНВЕСТА

Приватизация госпакета акций Связьинвеста была отложена как минимум до 2005 года

Главное ожидавшееся отраслевое событие в 2003 году не состоялось. В Министерстве имущества Российской Федерации и Российском фонде федерального имущества было принято решение об исключении из годового плана приватизации продажи части государственного пакета акций Связьинвеста. Формально госчиновники остались недовольны проведённой экспертами по их заказу рыночной оценкой пакета из 25% + 1 акции холдинга, которая составила лишь $350 млн. Государство намеревалось получить за эти бумаги не менее $1 млрд. Хотя полученная оценка кажется нам заниженной, описанные выше в данном обзоре итоги первого года реформы отрасли показывают: торопиться с продажей акций действительно смысла не было – перспективы новых региональных телекомов пока остаются неопределёнными, как неясна и устойчивость всего экономического роста России.

Из двух основных вариантов приватизации с точки зрения доходов государства выгоднее может быть продажа 25% + 1 акции уставного капитала Связьинвеста, а с точки зрения развития отрасли – всех 75% акций

Поскольку программа приватизации на 2004 год уже свёрстана, аукцион по Связьинвесту вряд ли состоится раньше 2005 года, но в этом есть и позитивный момент. Сейчас у холдинга появляется в распоряжении минимум год для тщательного анализа динамики развития его «дочек», внесения изменений в менеджмент с целью «подтянуть отстающих», присоединения электросвязей, ещё находящихся в стороне от реформы (в первую очередь, речь о слиянии ОАО *Ленсвязь* и ОАО *Связь Республики Коми* с ОАО *Северо-Западный Телеком*), то есть для дополнительных мер по улучшению эффективности работы компаний и росту их капитализации.

После этого можно будет думать об эффективной приватизации госдоли в Связьинвесте, в том числе о продаже всех принадлежащих РФ 75% акций холдинга. Напомним, что и в 2003 году представители государства рассматривали два варианта приватизации в зависимости от размера пакета: 25% + 1 акция или 75%. В случае, если капитализация данных акций к 2005 году заметно вырастет, продажа трёх четвертей уставного капитала холдинга сможет привлечь лишь двух – трёх крупных инвесторов, которые действительно будут иметь намерение работать в отрасли, что может стать некоторой гарантией их эффективной работы. Однако аукцион на четверть УК может привлечь большее число участников, в том числе «портфельных» инвесторов, а это уже сулит значительный рост цены пакета в ходе самого аукциона. Оставшиеся же бумаги можно будет продать позже за ещё большую сумму.

МЕЖДУНАРОДНАЯ ОТЧЁТНОСТЬ РЕГИОНАЛЬНЫХ ТЕЛЕКОМОВ

В сентябре прошедшего года созданные региональные телекомы представили отчёты по итогам своей деятельности в 2002 году согласно Международным стандартам финансовой отчётности (МСФО). Поскольку подобная работа была проведена впервые, у нас отсутствует почва для анализа динамики показателей. Однако это не лишает нас возможности межотраслевых и внутриотраслевых сравнений. Сразу бросается в глаза, что средняя в секторе рентабельность по операционной прибыли до амортизационных платежей (operating income before depreciation and amortization, OIBDA) составила около 30% - довольно высокий показатель среди основных отраслей российской экономики. В то же время большие капитальные вложения, а также необходимость создания в процессе объединения значительных резервов по сомнительным долгам существенно сократили чистую прибыль, рентабельность по ней и увеличили рыночный показатель P/E.

Согласно выпущенной отчётности за 2002 год по МСФО явным лидером российской отрасли региональной фиксированной телефонной связи является Уралсвязьинформ

Согласно отчётности, среди компаний обозначился явный лидер отрасли – ОАО *Уралсвязьинформ*, который был лучшим по выручке, OIBDA и чистой прибыли. Высокую чистую рентабельность показала компания ОАО *ВолгаТелеком*, близко к лидерам по уровню доходов расположилось ОАО Центральная телекоммуникационная компания (*ЦентрТелеком*). Не должна вводить в заблуждение высокая рентабельность ОАО Южная телекоммуникационная компания (*ЮТК*), которая возникла благодаря продаже компанией оператора мобильной связи *Кубань-GSM* лидеру российского сотового сектора ОАО Мобильные ТелеСистемы (*МТС*). В любом случае выпуск компаниями отрасли отчётности по МСФО является позитивным моментом, который говорит о повышении прозрачности бизнеса предприятий связи и будет способствовать привлечению интереса западных инвесторов, особенно в случае размещения депозитарных расписок.

Показатель	ЮТК	Сибирьтелеком	Дальсвязь	ВолгаТелеком	СЗТ	Уралсвязьинформ	ЦентрТелеком	В среднем
Собственный капитал, $ млн.	390,1	415,7	187,8	412,0	429,3	557,1	439,6	*404,5*
Выручка, $ млн.	374,4	440,3	178,3	415,4	339,5	556,9	550,1	*407,8*
OIBDA, $ млн.	148,2	119,9	33,1	132,5	89,4	166,7	156,8	*120,9*
Чистая прибыль, $ млн.	32,9	22,7	2,3	28,8	15,2	37,8	2,5	*20,3*
Чистый долг, $ млн.	57,4	36,6	5,1	42,7	31,0	156,6	121,9	*64,5*
OIBDA margin	39,6%	27,2%	18,6%	31,9%	26,3%	29,9%	28,5%	*29,7%*
Net margin	8,8%	5,2%	1,3%	6,9%	4,5%	6,8%	0,5%	*5,0%*
P/S	1,0	1,2	0,8	1,9	1,1	2,6	1,3	*1,4*
P/E	11,1	23,1	59,0	27,9	23,8	37,7	275,7	*65,5*
EV/OIBDA	2,9	4,7	4,3	6,4	4,4	9,5	5,2	*5,3*
EV/BV	1,1	1,3	0,7	2,1	0,9	2,8	1,8	*1,5*

Источники: данные компаний, НП Фондовая биржа РТС, оценки ЦКМ.

Отдельно скажем несколько слов о главном операторе дальней связи страны ОАО междугородной и международной электрической связи *Ростелеком*. Никаких прорывов в его бизнесе 2003 год не принёс.

Наиболее заметным событием в 2003 году для Ростелекома стала продажа пакета акций РТК-Лизинг, в остальном бизнес компании продолжал демонстрировать вялый рост

- Компании удалось остановить падение международного трафика, но динамика совокупного трафика и доходов от него осталась разнонаправленной.
- В первой половине года у Ростелекома вновь обозначился рост затрат, что делает его позиции на рынке менее конкурентоспособными.
- Главным событием стала продажа пакета акций ОАО *РТК-Лизинг*, которая должна принести Ростелекому $26 млн. денежных средств и сокращение размера обязательств на $65 млн.

Приложение 1

Финансовые показатели (по итогам 9 месяцев 2003 года, РСБУ)

Компания (тикер обыкновенных акций в РТС)	Выручка, US$ млн.	Себестоимость, US$ млн.	Чистая прибыль, US$ млн.	Норма чистой прибыли	Активы, US$ тыс.	Обязательства, US$ тыс.	Уставный капитал, US$ тыс.	Обыкновенные акции, млн. шт.	Привилегированные акции, млн. шт.	Оценка free float, % УК	Цена обыкновенных акций, US$ (31.12.2003, РТС)	Цена привилегированных акций, US$ (31.12.2003, РТС)	Рыночная капитализация, US$ млн. (31.12.2003)	P/S (31.12.2003)	P/E (31.12.2003)
Ростелеком (RTKM)	670,1	453,7	158,3	23,62%	1362,9	601,9	79,3	728,7	242,8	62,0	2,05000	1,44000	1843,5	2,75	11,65
Уралсвязьинформ (URSI)	444,2	321,7	45,0	10,13%	909,9	451,8	157329,9	32298,8	7835,9	44,9	0,03846	0,02350	1426,4	3,21	31,70
ВолгаТелеком (NNSI)	333,9	241,1	49,9	14,94%	644,6	228,8	53566,3	246,0	82,0	62,0	2,68500	1,74000	803,2	2,41	16,10
ЦентрТелеком (ESMO)	480,4	354,5	41,8	8,70%	952,5	459,8	20619,4	1578,0	526,0	54,8	0,35500	0,24800	690,6	1,44	16,52
Сибирьтелеком (ENCO)	354,9	276,6	19,0	5,35%	565,4	243,6	78008,0	12011,4	3908,4	61,8	0,03540	0,02530	524,1	1,48	27,58
СЗТ (SPTL)	285,1	206,9	34,2	12,00%	532,0	144,7	30639,7	735,9	202,0	52,6	0,40682	0,30749	361,5	1,27	10,57
ЮТК (KUBN)	306,6	231,6	43,5	14,19%	829,3	413,0	42394,6	2960,5	972,2	61,8	0,09698	0,08170	366,5	1,20	8,43
Дальсвязь (ESPK)	155,9	130,2	13,0	8,34%	185,5	61,2	41405,6	95,6	31,2	61,9	1,17228	0,75821	135,7	0,87	10,44
Среднее по новым телекомам	*337,3*	*251,8*	*35,2*	*10,44%*	*659,9*	*286,1*	*60566,2*	-	-	-	-	-	*615,4*	*1,69*	*17,33*
МГТС (MGTS)	301,6	181,6	52,5	17,41%	819,0	253,1	125173,6	79,8	16,0	35,6	12,90000	9,32470	1178,6	3,91	22,45
Ленсвязь (LNTC)	31,7	25,4	3,4	10,73%	42,8	8,1	8662,9	2,0	0,7	42,0	15,98750	8,29759	37,8	1,19	11,11
Башинформсвязь (BISV)	67,6	51,4	7,1	10,50%	133,1	35,0	32183,2	949,0	36,2	43,6	0,09569	0,06870	93,3	1,38	13,14
Связь Коми (SVZK)	32,1	22,5	5,8	18,07%	50,4	21,0	12601,6	283,7	94,5	54,3	0,08933	0,07416	32,4	1,01	5,58
Центральный Телеграф (CNTL)	33,8	26,9	3,3	9,76%	91,8	66,0	7237,6	166,2	55,4	39,9	0,22472	0,09083	42,4	1,25	12,84
Казанская ГТС (KGTS)	11,4	8,1	1,4	12,28%	30,8	13,8	4070,9	1220,3	25,9	33,5	0,01225	не торгуются	14,9	1,31	10,68
Дагсвязьинформ (dagi)	11,2	-	2,6	23,21%	15,6	4,6	3904,4	6,3	2,1	62,0	0,78740	0,58310	6,2	0,55	2,38
Среднее по отдельным региональным телекомам	*69,9*	*52,7*	*10,9*	*15,55%*	*169,1*	*57,4*	*27690,6*	-	-	-	-	-	*200,8*	*1,52*	*11,17*
Среднее по отрасли	***234,7***	***168,8***	***32,1***	***13,28%***	***477,7***	***200,4***	***41191,8***	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	***503,8***	***1,68***	***14,08***
Всего по отрасли	***3520,5***	***2532,2***	***480,8***	**-**	***7165,6***	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	***7557,1***	**-**	**-**

Примечания:
1) приведены данные по компаниям, чьи акции торгуются на российском фондовом рынке;
2) пересчёт величин, выраженных в рублях, в доллары США производился по официальному курсу на 30.09.2003 - 30,6119 руб./$;
3) в случае отсутствия сделок цена акции определялась как среднее геометрическое заявок на покупку и продажу.

Источник: данные компаний, Связьинвест, СКРИН, НП Фондовая биржа РТС, оценки ЦКМ.

Приложение 2

Производственные характеристики (9 месяцев 2003 года)

Компания	Обслуживаемые субъекты РФ	Население в зоне охвата, млн. чел.	Установленная ёмкость ГТС, линий	Установленная ёмкость СТС, линий	Линий на 100 чел. населения	Использование мощностей, %	Уровень цифровизации ГТС, %	Уровень цифровизации СТС, %	Численность персонала, чел.	Линий на работника	Доход на работника, US$	Затраты на работника, US$
Ростелеком	89	145,2	28 725	-	0,02	81,9	62	-	28 670	1,0	23 372,9	15 824,9
Уралсвязьинформ	8	15,2	2 950 801	373 096	21,9	89,6	60	14	35 217	94,4	12 613,2	9 134,8
ВолгаТелеком	11	20,5	3 532 619	705 255	20,7	91,7	47	10	49 348	85,9	6 766,2	4 885,7
ЦентрТелеком	17	27,6	5 164 368	944 118	22,1	92,4	41	9	69 914	87,4	6 871,3	5 070,5
Сибирьтелеком	15	19,8	3 055 251	726 065	19,1	90,9	51	11	47 424	79,7	7 483,6	5 832,5
СЗТ	10	11,3	3 362 324	249 977	32,0	94,1	39	8	29 070	124,3	9 807,4	7 117,3
ЮТК	11	18,8	2 716 271	828 737	18,9	93,4	47	11	41 064	86,3	7 466,4	5 640,0
Дальсвязь	8	5,7	1 013 296	177 931	20,9	91,2	44	6	18 230	65,3	8 551,8	7 142,1
Среднее по новым телекомам	*-*	*17,0*	*3 113 561*	*572 168*	*22,2*	*91,9*	*47,0*	*9,9*	*41466,7*	*89,0*	*8508,6*	*6403,3*
МГТС	1	10,4	4 334 862	-	41,7	95,6	17	-	20 330	213,2	14 835,2	8 932,6
Ленсвязь	1	1,7	337 951	90 026	25,2	92,9	29	15,0	3 941	108,6	8 043,6	6 445,1
Башинформсвязь	1	4,1	700 200	173 600	21,3	95,0	61	30,0	10 217	85,5	6 616,4	5 030,8
Связь Коми	1	1,0	235 681	56 680	29,2	93,3	60	5	3 746	78,0	8 569,1	6 006,4
Центральный Телеграф	1	10,4	116 076	-	1,1	86,3	100	-	816	142,3	41 421,6	32 965,7
Казанская ГТС	-	1,1	242 594	-	22,1	94,5	66	-	1 017	238,5	11 209,4	7 964,6
Дагсвязьинформ	1	2,6	116 953	52 840	6,5	84,2	31	3	2 629	64,6	4 260,2	-
Костромская ГТС	-	0,3	92 206	-	30,7	84,4	42	-	347	265,7	13,0	-
Среднее по отдельным региональным телекомам	*-*	*4,0*	*772 065*	*93286,5*	*21,0*	*90,8*	*50,8*	*13,3*	*5380,4*	*133,0*	*13565,1*	*11224,2*
Среднее по отрасли	***-***	***19,7***	***1 866 679***	***291 888***	***20,2***	***96,8***	***53,1***	***-***	***-***	***-***	***-***	***-***
Всего по отрасли			***27 907 972***	***4 378 325***					***361 633***			

Примечания: пересчёт величин, выраженных в рублях, в доллары США производился по официальному курсу на 30.09.2003 - 30,6119 руб./$;

Источник:данные компаний, Связьинвест, Госкомстат, оценки ЦКМ

ИК «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент»

Инвестиционная Компания «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент», входящая в Финансовую группу «ЦЕРИХ», работает на фондовом рынке с 1993 года и является на сегодняшний день одним из крупнейших операторов российского рынка. ИК «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент» оказывает полный комплекс услуг на фондовом рынке. Основными направлениями деятельности являются - брокерское обслуживание на рынке корпоративных, государственных и муниципальных ценных бумаг, операции с векселями, доверительное управление на российском рынке ценных бумаг, депозитарное обслуживание, услуги в области корпоративных финансов. ИК «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент» имеет бессрочные лицензии ФКЦБ на осуществление брокерской, дилерской, депозитарной деятельности и деятельности по управлению. Компания является членом СРО НАУФОР и ПАРТАД, а также крупным оператором РТС, ММВБ, МФБ и ФБ «Санкт-Петербург». Основными принципами работы Компании с момента её создания были и остаются: полная прозрачность своей деятельности, использование в работе последних технических достижений, комплексное и качественное обслуживание Клиентов.

Контакты

Клиентский отдел

Минин Владимир Викторович

тел. 737-0099 доб. 397

minin@zerich.ru

Управление активами

Дернов Андрей Альбертович

тел. 737-0099 доб. 385

dernov@zerich.ru

Дилинг

Косынкин Сергей Анатольевич

тел. 737-0099 доб. 285

S_kosynkin@zerich.ru

Аналитический отдел

Подлевских Николай Аркадьевич

737-0099 доб. 388

podlevskikh@zerich.ru

ИК «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент»

119034, Москва, Всеволожский пер., д. 2. стр.2

тел. (095) 737-00-99, факс (095) 737-64-99

Интернет-сайт: www.zerich.ru

e-mail: office@zerich.ru

Настоящий обзор был подготовлен аналитическим отделом ИК «ЦЕРИХ Кэпитал менеджмент» и носит исключительно информационный характер. Данная информация не может рассматриваться как обязательство компании по заключению сделок с инвестиционными инструментами, упоминаемыми в публикации. Информация, содержащаяся в обзоре, получена из источников, признаваемых нами достоверными, однако мы не гарантируем её полноту и точность. ИК «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент», её клиенты и сотрудники могут иметь позицию или какой-либо интерес в любых сделках и инвестициях, прямо или косвенно упоминаемых в настоящей публикации. ИК «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент» и её сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или её содержания. Мы напоминаем, что любые инвестиции в российские ценные бумаги связаны со значительным риском.