

2025.01.23

CrimsonAlter - Analytics

[Новостной деск] Русский список 2025 (Часть 2): «Белый и золотой люкс» (с cameo от JP Morgan & Julius Baer)

****это не инвестиционные рекомендации****

Сразу к делу, коллеги. Начнём с принципиальных уточнений, продолжил конкретными компаниями.

Традиционные технические предуведомления:

Для новых читателей: дорогие коллеги, знакомство со мной лучше всего начинать с вот этого текста (я его специально оставил доступным для всех подписчиков): [Философское] Систематизация принципиального: вопросы про личные финансы, распределение активов в портфеле, «золото для чайников», критерии хорошей недвижимости...

— <https://sponsr.ru/crimsonanalytics/39071> — там даже про котов есть.

Для полноты картины также рекомендую к прочтению -> [Философское] «Корпоративная скотина» — краткий учебник прикладного и финансового карьеризма — <https://sponsr.ru/crimsonanalytics/59984/>

ВАЖНЫЙ момент: интегральной частью «Русского списка» является его «бетонное предисловие» — [Новостной деск] Бетонное предисловие к «Русскому списку». Мини-практикум по российским фондам коммерческой недвижимости, или «Третий сорт — ещё не брак!» — sponsr.ru/crimsonanalytics/77543. Ваш покорный слуга твёрдо уверен, что для консервативного портфеля с высокой (растущей!) и сравнительно надёжной доходностью в современных российских (да и не только российских, но особенно российских) условиях увесистая доза правильных (Core, Core Plus!) фондов недвижимости является важнейшей компонентой.

Также напоминаю, что «Русский список 2025» структурирован в соответствии с уровнем устойчивости конкретных компаний в наиболее вероятных сценариях развития российской экономики в 2025 году (это не все возможные сценарии, но в сумме они закрывают большую часть диапазона вероятностей). Компании, которые максимально устойчивы при всех основных вариантах (ещё раз: это не гарантия того, что проблем точно не будет — это просто указание на сильно более низкую вероятность попасть в какой-то маргинальный случай, когда компании будет по-настоящему плохо), обозначены в первой части русского списка -> sponsr.ru/crimsonanalytics/79001, а сейчас мы обсудим компании с определёнными уязвимостями к некоторым сценариям развития событий и/или компании, которые чуть-чуть не дотягивают до моих представлений о том, что такое консервативная инвестиция, и которые мне представляются более рискованными, но все-таки потенциально интересными для рассмотрения и включения в портфель ради диверсификации и/или просто из-за готовности взять риск в обмен на потенциал, которым они обладают.

Лирическое отступление: мои критерии консервативной инвестиции (они сильно не совпадают с мейнстримными понятиями и клише) изложены в первой части или вот тут -> t.me/crimsondigest/1813.

Поехали.

1. Золото [MOEX: GLDRUB] / Полюс [MOEX: PLZL] / Южуралзолото [MOEX: UGLD]

По поводу золота и золотодобытчиков стоит сделать небольшой апдейт к тому, что было написано на проекте 19 августа прошлого года:

Из золотодобытчиков... Это надо будет отдельно говорить. Если вкратце на «прямо сейчас»:

С учётом поведения «Полюса» в контексте «нерыночного» пакета выкупленных у важного миноритария акций (я о нём писал), плюс специфических вызовов в плане обеспечения (очень нетривиального) запуска «Сухого Лога» (в условиях санкций против российской горнодобывающей отрасли)...

С учётом внезапных сложностей «Южуралзолота» с Ростехнадзором...

И тем более с учётом биографических приключений менеджмента «Селигдара»...

*Вашего покорного слугу охватывает чувство лёгкой меланхолии при размышлениях о российских золотодобытчиках, если говорить вот прямо о текущем моменте. Это не значит, что все вышеперечисленные компании плохие, это значит, что те из них, у которых есть потенциал быть хорошими долгосрочными инвестициями, хотелось бы приобретать уже ПОСЛЕ того, как они преодолеют свои специфические риски. **А пока монеты блестят ярче, чем некоторые ценные бумаги. По крайней мере, для меня лично.***

С тех пор ставка на монеты (по сравнению с российскими золотодобытчиками), на мой вкус, оправдала себя, достаточно посмотреть на график золота. За прошедшие 6 месяцев произошли некоторые изменения (позитивные) в деятельности российских золотодобытчиков, и это делает их чуть-чуть менее рискованными, чем раньше, хотя они всё равно пока не дотягивают до полноценно консервативных инвестиций.

По «Полюсу»:

Единственная компания с 2020 года, которая обладала в моих глазах статусом консервативной инвестиции и потом потеряла его в силу некоторых свинских (неуважительных по отношению к миноритариям) действий контролирующего акционера (фактического, а не формального) и менеджмента компании. Речь про ситуацию с нерыночным выкупом примерно 30% акций компании у одного из миноритариев.

На проекте было написано достаточно на эту тему, но считаю нужным ещё раз подчеркнуть, что дело даже не в самом выкупе (ситуации бывают разные, и иногда поступки «по понятиям» не совпадают с «бэст практис» корпоративного поведения, и я спокойно к этому отношусь), а в том, как менеджмент проводил (и проводит до сих пор) коммуникацию по этой ситуации: нет даже намёка на посыпание головы пеплом (ну хоть щепоточку пепла можно было в качестве признания ошибок всё-таки обозначить), и тем более нет даже намёка на то, что в адрес остальных миноритариев планируются хоть символические, но компенсирующие жесты. Некузяво. Можно было сделать скидку на то, что компания под санкциями и, вероятно, находится в жестком технологическом кризисе, ибо, скорее всего, у неё жесточайшие проблемы из-за невозможности получать весь диапазон эксклюзивного оборудования, которое ей нужно для работы на её месторождениях. Но прошло уже много кварталов, к санкциям приспособились, планы развития «сдвинули вправо», увеличили (в примерно два раза) смету расходов на главный проект(ы) по удвоению добычи к 2030... Ну вот можно было бы и вернуться к нормальности, признать грехи прошлого и начать восстанавливать goodwill миноритариев. Пока жестов в этом направлении не видно, по крайней мере мне.

Да, выплачены (наконец-то) определённые дивиденды — и это позитивно, но (а) я не считаю правильным «прощать» менеджменту и мажоритарии всё художества только из-за того, что они восстановили дивиденды, и (б) дивиденды — это не жест в адрес миноритариев, ибо дивиденды вполне можно интерпретировать как решение мажоритария в своих собственных интересах — или деньги понадобились, или просто мажоритарий убедился в том, что компания выживет (и у Сухого Лога есть шансы на запуск даже в условиях «санкционной удавки») и значит, можно спокойно прибыль вытаскивать. Хотелось бы всё-таки увидеть именно какие-то компенсационные меры в адрес миноритариев, причём компании

не обязательно тратить на это деньги или ещё какие-то ресурсы сейчас, можно просто чётко и публично обозначить какие-то плюшки для миноритариев на будущее, например, пообещав постепенно «гасить» полученный казначейский пакет за несколько следующих лет (привязав реализацию плана к какому-то KPI или цене на золото) или сделать любой другой из десятков возможных альтернативных жестов. Ваш покорный слуга может показаться злопамятным, но это как раз более-менее стандартное представление о прекрасном, если судить не по российским, а, например, по британским/швейцарским стандартам практиков стиля Value and Income, которые «впитаны» мною ещё с начала карьеры в финансовом секторе. Многократно упомянутый на проекте и в телеграмме управляющий одного из древнейших британских фондов City of London Investment Trust, фактически самый известный практик Value and Income в Европе, Джоб Кэртис до сих пор при каждом удобном случае напоминает менеджменту British Petroleum его неспортивное поведение в 2020 году, из-за которого управляющий данного британского фонда (у которого серьёзные ограничения на владения иностранными бумагами) из принципа покупает французский Total или RDS, урезав позу в BP до минимально возможной.

Я думаю, из вышеизложенного понятно, почему «Полюс» не проходит по моим стандартам консервативной инвестиции. Может, за несколько лет хорошего поведения это можно будет пересмотреть. При этом у компании, безусловно, есть прекрасные черты:

- Абсолютно вечная тема;
- Крайне низкая чувствительность к экономическим циклам; да, цена на золото может испытывать волатильность, но спрос на золото всегда есть, и этого в принципе достаточно для счастья компании, которая до сих пор находится в категории самых «дешёвых» в плане расходов на добычу одной унции золота (AISC, TCC).
- Встроенный хедж от девальвации рубля;
- Великолепная (просто эпичная) ресурсная база, даже с учётом санкций, из-за которых придётся потратить на развитие Сухого Лога в разы больше денег (это не в рублях, это оценка в валюте!), чем планировалось до СВО.
- Гарантированный экспортный (золото экспортируется в обход санкций намного легче, чем нефть или, тем более, газ) сбыт и высокая вероятность (не во всех сценариях, но это и не нужно) качественного сбыта внутри России в силу высокого спроса со стороны инвесторов и ЦБ, особенно когда СВО закончится и нужно будет восстанавливать ЗВР и/или увеличивать количество «государственного золота» для международных расчётов, в том случае, если Россия попробует хоть как-то диверсифицироваться от юаня в этом смысле.
- Очень хорошее политическое прикрытие (не буду в сотый раз напоминать трогательную историю вызволения бенефициара из тюрьмы наших дорогих международных партнёров).

Итого: инвестор, который покупает акции «Полюса», на мой вкус, берёт на себя два риска (по сравнению с другими инвестициями на «золотую тему»):

1. Повторное неспортивное поведение мажоритария/менеджмента (вроде сейчас нет обстоятельств, которые бы этому способствовали, но хрен его знает, жизнь сложная штука...).
2. Риск реализации проекта «Сухой Лог», который является главным изюмом в булочке под названием «Полюс Золото». Компания вот совсем недавно наконец-то дала апдейт для инвесторов и аналитиков на тему того, как они собираются развивать Сухой Лог (и остальные проекты поменьше) и сколько это будет стоить. Если оценки окажутся точными — это очень круто, если ещё и график будут соблюдать — будет совсем хорошо, но понимание того, насколько быстро компания сможет запустить проект и во сколько ей это встанет, появится (на мой вкус) через год-два в лучшем случае (там окончательный запуск 2030). С моей точки зрения, баланс вероятностей склоняется к тому, что компания сможет запустить проект,

правда, не факт, что сможет это сделать в заявленные сроки и по заявленному ценнику, что может потребовать определённого терпения от её инвесторов. Из хороших новостей: есть вероятность, что в процессе будут платить определённые дивиденды, особенно если цена на золото будет и дальше бодро ползти вверх на фоне геополитических рисков, дедолларизации, деглобализации и всеобщего спроса на антиинфляционные инструменты, причём не только и не столько в России, сколько во всём мире, где мы имеем прямо хорошие шансы получить одновременно и ударные бюджетные импульсы от КНР, ЕС, США (потенциально и Японии, для полного счастья) и монетарную накачку (снижение ставок) от США и ЕС.

Итого: отличная компания. Была. Может, ещё и будет. Соотношение золота (GLDRUB, монет и т. д.) и акций «Полюса» (и «Южуралзолота») в портфеле, на мой вкус, стоит определять исходя из того, в какой степени вы готовы нести индивидуальные риски данных компаний в обмен на возможность повышенного роста цены (и дивидендов) по сравнению с самой ценой на золото.

Очень-очень высокорисковый (совсем-совсем не консервативный) вариант для тех, кто любит «добавить перцу» в портфель: Южуралзолото [MOEX: UGLD].

Компания со всех сторон хуже, чем Полюс, по всем объективным метрикам:

- AISC, TCC — из серии «третий сорт — ещё не брак»;
- Ресурсная база из серии «посредственно — это комплимент»;
- Финансовое положение — не айс;
- Политический вес — «региональный»;
- Постоянные конфликты с надзорными и налоговыми органами. В некотором смысле для компании её «решательный отдел» даже важнее (с учётом её специфики), чем сама горнодобывающая деятельность.

Тут до статуса консервативной инвестиции пилить и пилить, но есть несколько специфических преимуществ. В силу сравнительной примитивности добычи технологический процесс не так уязвим перед санкциями, и можно (бесконечно легче, чем у других российских горнодобывающих компаний) заменить всё, что нужно, китайскими девайсами. Во-вторых, компания прямо «пацанская», родом из 90-х, т. е. привыкла выживать в таких условиях, которые нормальную нежную и няшную корпоративную структуру с ки-пи-ай-чиками, эм-би-эйчиками и лавандовым рафом в лобби просто прибьют.

За последние месяцы с компанией произошли две позитивных новости. Очень позитивных.

Во-первых, компания в очередной раз отбилась от Ростехнадзора и смогла перезапустить добычу на замороженных участках. Ещё квартал-два последствия конфликта будут влиять на операционные результаты, потом есть шансы на возвращение к нормальности.

Во-вторых и в-главных: у компании появился новый, мощный, злой, политически влиятельный и по-хорошему жадный миноритарий-надзиратель в лице Газпромбанка.

На всякий случай контекст:

РБК: Входящая в группу Газпромбанка компания приобрела 22% акций ЮГК у основного акционера Константина Струкова. Он остался крупнейшим акционером золотодобытчика, его доля в капитале компании составляет 67,85%

Компания «ААА Управление Капиталом», входящая в группу Газпромбанка, приобрела 22% акций одного из крупнейших в России золотодобывающих предприятий — ПАО «Южуралзолото Группы Компаний» (ПАО «ЮГК»). В сообщении ЮГК отмечается, что бумаги структура банка выкупила у президента и основного акционера ЮГК Константина

Струкова, тогда как доля акций компании в свободном обращении осталась на уровне 10,15%. При этом сам Струков остается крупнейшим акционером ЮГК, его доля в капитале компании составит 67,85%. «Денежные средства, полученные в результате сделки, после выплаты всех необходимых налогов Константин Струков направит на полное погашение долговых обязательств связанных сторон, поручителем по которым является ЮГК», — пояснили в компании.

<https://www.rbc.ru/business/23/12/2024/676968db9a794737c3154a56>

У меня нет инсайдов, но у меня есть подозрение, что высокорисковая стратегия мажоритарного акционера (он ради нее, по моему мнению, и затеял IPO, чтобы сделать «залоговое имущество» подороже), который периодически закладывал довольно крупные пакеты акций компании банкам (конкретно Газпромбанку) для получения средств, нужных для работы своей золотодобывающей и угольной (её нет на бирже) компании, закончилась тем, чем рано или поздно должна была закончиться — потерей пакета. Да, я знаю, что сделка была оформлена как продажа, но в финансах форма далеко не всегда соответствует содержанию.

Хорошая новость тут в том, что (а) миноритарий такого рода будет хотеть получить отдачу на свою инвестицию — через дивиденды и/или через рост цены бумаг, и (б) миноритарий такого рода имеет очень широкий диапазон средств воздействия на мажоритария, заставляя его действовать максимально эффективно и дисциплинировано. Помимо простого «веса» структур Газпромбанка стоит учитывать прямо высокую вероятность того, что у мажоритария вполне ещё могут быть прямо увесистые долговые обязательства перед банком (в разных формах), и это даёт просто огромные возможности кредитору в плане влияния на деятельность компании.

Вторая хорошая новость заключается в том, что Газпромбанк, видимо, считает актив перспективным (оттого вошёл в капитал, вместо того чтобы пытаться реализовать свои права как кредитора другим образом) и (вероятно) готов вкалывать для того, чтобы привести его в порядок. Парадоксальным образом у миноритариев с Мосбиржи в текущей ситуации возникает не только улучшение ситуации в силу вероятного резкого улучшения дисциплины и качества корпоративного управления (потенциально — ещё и дивидендных выплат), но открывает ещё и возможный (но не гарантированный, конечно, и даже не слишком вероятный, но именно возможный) сценарий, в котором дочерние структуры Газпромбанка постепенно «зохавают» (простите за технический термин) большую часть акций ЮГК и превратят (в будущем) господина Струкова в миноритария, а ЮГК — в «золотую дойную корову» в корпоративной группе Газпрома, и кстати, Газпрому сейчас любые «дойные коровы» прямо сильно нужны, да и в будущем будут сильно нужны тоже.

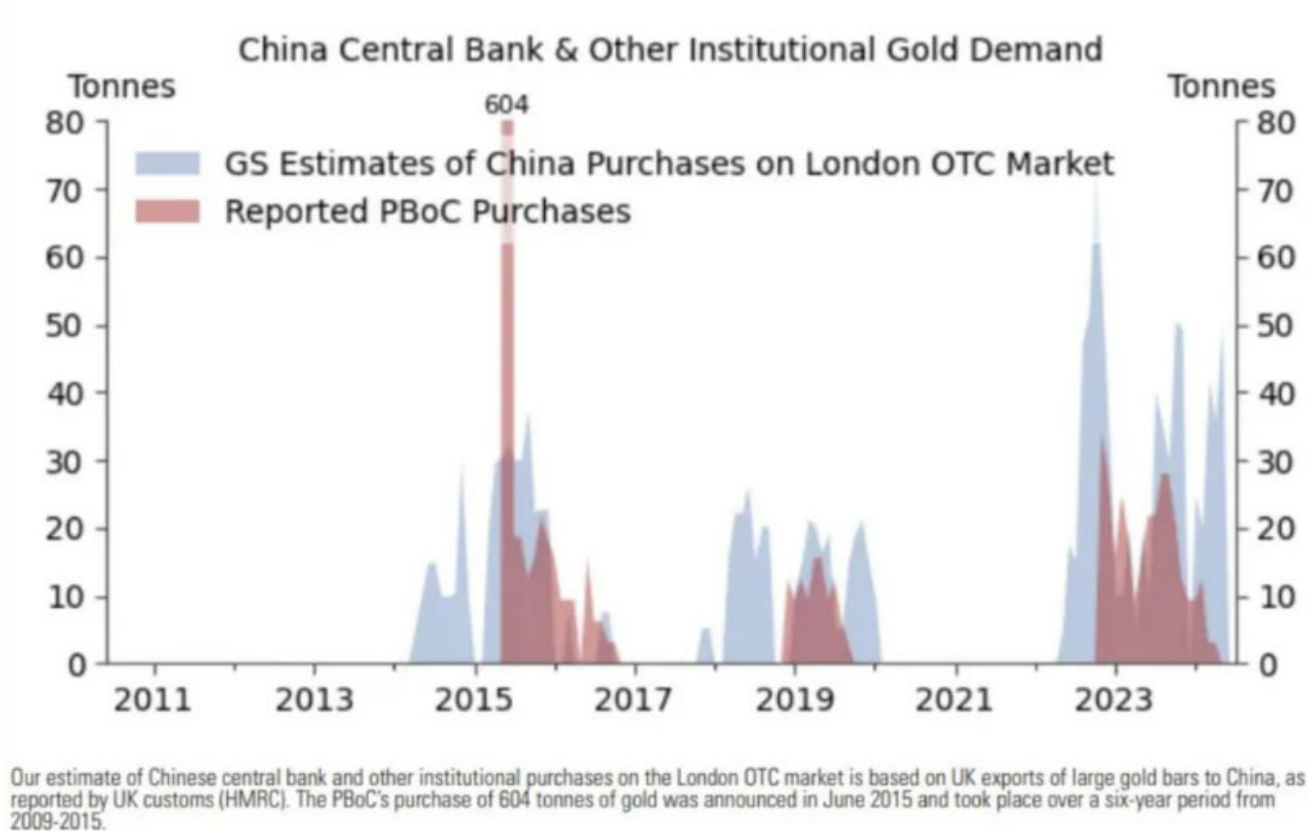
Бонус-пойнт: ЮГК довольно близок к концу очередного инвестиционного цикла и может (если всё пойдёт прямо очень хорошо) за несколько ближайших лет довольно сильно (вплоть до +100%) нарастить добычу, что может быть как раз объяснением поведения структур Газпромбанка и их (вероятно) позитивной оценки перспектив ЮГК в «нужных руках».

Итого: «Золотая» часть портфеля, на мой вкус, должна быть максимально консервативной. Но если прямо хочется приключений с асимметричным потенциалом (в смысле: если всё будет плохо — есть хороший шанс на «обнуление» цены акций и банкротство компании, а если всё будет хорошо, цена может сделать и +100%, и +400% в зависимости от цены на золото и других факторов), то можно рассмотреть ЮГК.

По золоту в целом могу обратить внимание на то, что два базовых драйвера, толкающих золото вверх, никуда не делись, и есть неплохие шансы даже на их активизацию. Ваш покорный слуга бесконечно признателен многочисленным журналистам и банковским аналитикам, которые до сих пор (потому что «циферки!!!» и «математическое

моделирование!») обсчитывают прогнозную цену на золото исходя из уровня (номинальной или реальной) ставки ФРС по доллару, отказываясь признать, что схема (которая не очень хорошо работала и в более простые времена, ну да ладно) уже вообще не работает. Любовь части финансового сектора к неработающим моделям (зато они «точные» и «циферки! А циферки не врут!») — это подарок для тех, кому интересны долгосрочные инвестиции и кому важнее понимать суть событий, вместо того чтобы бесконечно дзюбить на «коней в вакууме», распростёртых на эксель-таблицах. Журналисты — они тоже полезные, потому что продвигают дичь из серии «Китай уже 6 месяцев не покупает золото, аааа!!!! Всё понятно!!! Упадёт щас!» — так было во второй половине 2024. Для справки, если не понятно, в чём «дичь» таких инфоповодов: фактологически правильная новость звучала бы так — «Китай уже Икс месяцев НЕ СООБЩАЕТ о новых покупках золота своим центральным банком». Это не одно и то же, и разница важна именно тем, что у Китая (Ваш покорный слуга писал, емнип, об этом на проекте несколько раз, но до сих пор получаю письма со ссылками на СМИ про «ААААА Китай перестал покупать золото, ну вот и всё???») нет НИКАКИХ обязательств по публикации статистики своих золотых запасов, и китайцы апдейтят эту цифру спорадически, исходя из своих пиарных или внешнеполитических соображений. Условные «голдманы» (если быть точным, их commodity desk), которые не читают СМИ, а смотрят сразу в таможенную статистику и имеют достаточные связи на рынке физического (а не только «бумажного») золота, даже публиковали для своих клиентов «прикидочный» график реальных (синий график) китайских покупок по сравнению с «официальными» (красный график) данными, которые периодически «догоняют» реальность:

Exhibit 4: Our Estimates of China's Institutional Gold Purchases in London Are Consistent With PBoC Reports, But Tend To Be Higher, Start Earlier, and Persist Longer



Первый фундаментальный фактор, который толкал золото вверх и будет толкать его дальше, — это геополитические риски, прежде всего долларовые, но не только. В условиях, когда Трамп готов отжать у союзника по НАТО (!) Гренландию, потенциал «отжатия» портфелей трейдериз (или вообще любых долларовых активов) любой страны, компании или физического лица становится прямо чувствительным, и даже аргументы из серии «ну мы же

не Россия» уже не очень хорошо работают даже в странах, которые не собираются проводить аналоги СВО или вообще как-то активно конфликтовать с Америкой.

Лучше всего этот тезис объяснил своим клиентам швейцарский банк Julius Baer, чьё мнение ценно вдвойне из-за того, что этот банк по жизни вообще ненавидит золото, а любит всякие американские акции, стартапы, прайвэт эквити и прочее модное и прикольное. Представьте себе, какой вайб должен быть в Швейцарии, чтобы такой банк писал клиентам в стратегии на 2025 год:

«Проще говоря, когда инвесторы больше обеспокоены возвратом своего капитала, а не доходностью своего капитала, премия, необходимая для удержания внесистемных активов [прим. Кримсон: т. е. активов, находящихся вне доступа загребущих лапок Госдепа, ФРС, Минфина США или любой другой аналогичной структуры любой страны], даже если они непродуктивны, сокращается. Учитывая, что администрация США демонстрирует все возрастающий аппетит к использованию рынков капитала [как инструментов] санкций, мы должны работать с гипотезой о повышенном структурном спросе на внесистемные активы, которые защищают от его последствий, например, драгоценные металлы во главе с золотом, а также биткоин»

Отмечу, что часть спроса на золото связана не только с действиями США, но и с нежеланием некоторых стран слишком сильно зависеть от КНР, потому что менять долларовую зависимость на юаневую зависимость — это не самая умная затея, и некоторые центральные банки это понимают. Золото становится в некотором роде «неизбежным выбором» для тех, кому нужны резервы, но не нужны лишние риски. «Нулевая купонная доходность» золота становится неважной на фоне избавления от рисков того, что актив просто исчезнет или станет (временно) бесполезным из-за чьего-то политического решения или трусости (вот как, в некоторой степени, сейчас происходит с юанями, запертыми в российском контуре, из-за того, что китайские банки и их руководство в среднем не очень хотят рисковать вторичными санкциями).

Второй фактор роста золота — это **debasement trade** (я не знаю полноценного русского эквивалента, это что-то вроде «ставка на уничтожение сущностной ценности» или, более поэтично, «торговля обесцениванием»). В условиях, когда США (возможно, скоро и другие страны) ведут прямо безумную (т. е. фактически «военную» по уровню дефицитов бюджета, несмотря на «мирное время» и вроде растущую экономику) бюджетную политику, сама «база» мировой финансовой системы — т. е. доллар и американские государственные облигации (трежериз) — уже (даже без учёта политических рисков) начинает деградировать и становится рискованной. Лучше всего это описывают «морганы» в своём недавнем комментарии:

Marketwatch: «Стратеги JPMorgan во главе с Николаосом Панигирцоглу говорят, что золото вышло далеко за рамки движений, подразумеваемых изменениями доходности доллара и реальных [доходностей] облигаций [Минфина США] [прим. Кримсон: „морганы“ тоже не верят в старые матмодели, описывающие цену на золото как функцию от ставки ФРС и/или облигаций США]. Вместо этого движение цены было обусловлено тем, что называется торговлей обесцениванием.

«Торговля обесцениванием» — это термин, который отражает сочетание факторов спроса на золото, которые в наших разговорах с клиентами варьируются от структурно более высокой геополитической неопределённости с 2022 года до сохраняющейся высокой неопределённости относительно долгосрочного инфляционного фона, опасений по поводу «обесценивания [гос]долга» [прим. Кримсон: снижения реальной ценности валют и облигаций] из-за сохраняющегося высокого государственного дефицита в основных

экономиках, снижения доверия к фиатным валютам на некоторых развивающихся рынках и более широкой диверсификации от доллара», — говорят стратеги.

marketwatch.com/story/the-debasement-trade-boosting-bitcoin-and-gold-may-continue-says-jpmorgan-b5ec5bfd

Итого: само золото имеет все шансы на то, чтобы и дальше пользоваться повышенным (по меркам последних 20 лет) спросом, со всеми вытекающими последствиями. На момент, когда я пишу данный текст, долларовая цена на золото как раз возвращается к уровню, от которого она падала после избрания Трампа, и это хороший знак для долгосрочных инвесторов. Рынок, по крайней мере сейчас, не верит (и, на мой взгляд, правильно делает) в то, что Трамп принесёт стабильность на планету (а также будет играть по-джентльменски с геополитическими конкурентами), и тем более не верит в то, что США при Трампе значимым образом урежут свой дефицит. Клиенты «Морганов» (кстати, они, как вы понимаете, далеко не «люди с улицы») правы в своих оценках.

Поехали дальше.

2. Белуга (Новабев) [МОЕХ: BELU]

Компания, которой прямо сильно не хватает федеральной политической крыши. Всё остальное у неё есть.

Тема: вечная

Бизнес-модель: устойчивая, как скала, особенно после того, как Белуга в большей степени станет (уже почти окончательно стала) сетью алкомаркетов с мощным набором собственного (премиального) алкоголя и в меньшей степени импортёром иностранного алкоголя (хотя какую-то часть, особенно премиального и гиперпремиального импорта, сохранить стоит — там покупатели будут платить любую цену).

Ваш покорный слуга любит бизнесы, суть которых можно описать анекдотом, особенно если анекдоты — старые. Это своего рода доказательство «Линди-эффекта» в пользу этого типа бизнеса. Анекдот про «нет, теперь ты будешь меньше есть» вы, наверное, знаете.

Пару слов про менеджмент (и мажоритария) Белуги, на примере которых можно показать пример того, что я считаю признаком качественного управления. Это не универсальный пример, потому что в идеале хочется иметь дело с компанией, которая уже в низкорисковом состоянии, но это не всегда возможно. Также нужно отметить, что применение нижеописанного метода оценки — это скорее искусство, чем наука, и требует определённой «насмотренности», но чем быстрее инвестор начинает хотя бы пытаться думать в таких терминах, тем быстрее эта «насмотренность» появится.

Итак, если посмотреть на бизнес-модель Белуги в том виде, в котором она была несколько лет назад, то у компании были ТРИ очевидные (для меня, например) фундаментальные проблемы или три фундаментальных риска.

Первый: компания была очень сильно ориентирована на импорт, причём по широкому ценовому диапазону продукции, что довольно плохо для российской компании. Быть в России импортёром (всего, кроме совсем-совсем люкса) — это плохая идея, ибо Россия — одна из стран с постоянно девальвируемой валютой (желающие могут прочитать текст о том, почему так есть и так будет -> sponsr.ru/crimsonanalytics/69867) и периодически резко падающей покупательной способностью среднего класса и нищего класса.

Второй: компания находилась в серьёзной зависимости от чужой дистрибуции, причём на конкурентном рынке, где «владелец полки» вполне мог при желании выкручивать руки, нервы и тестикулы поставщикам, не опасаясь потерять своих потребителей из-за сокращения продуктовой линейки. Это очень уязвимая ситуация для любого производителя или

поставщика услуг: если ты не контролируешь дистрибуцию (она же — доступ к потребителю), ты не только теряешь часть маржи (это ладно, для алкоголя это можно считать не до такой степени принципиальной ситуацией, как в случае нефтяников, например), но ты ещё и имеешь риск потерять доступ к потребителю в самый неподходящий момент или оказаться в ситуации, когда за этот доступ придётся платить так много, что от бизнеса останутся рожки да ножки.

Третий: у компании была очень широкая продуктовая линейка, от очень-очень дешёвых до супер-премиум напитков, что в хорошие времена — отлично (закрывает всю потенциальную целевую аудиторию), но в плохие времена (а в России почти все времена — плохие) — это плохо, впрочем, это плохо не только в России, ибо среднему классу уже плохо везде на планете, а скоро будет ещё хуже. Ваш покорный слуга ещё на старом проекте писал (а потом многократно повторял), что самые лучшие компании (в любой сфере, связанной с конечным потреблением) — это компании, которые обслуживают или самых бедных, или самых богатых, а бизнесам, которые работают со средним классом, будет сначала плохо, а потом ещё хуже, ибо «бедные беднеют, богатые богатеют».

Компания могла с этими проблемами ничего не делать, или не воспринимать их как проблемы, или просто пытаться «пережить плохие времена» — такая модель поведения у 99% бизнесов, включая очень крупные, я как шорт-селлер (на международных рынках) могу привести десятки примеров такого рода просто навскидку. Из известных российских примеров можно привести компанию «Алроса», которая отказалась в своё время (это было именно их решение) от настойчивого предложения федерального центра диверсифицироваться из алмазов в золото (и даже нефть), т. е. пойти по пути условного аналога Rio Tinto, чтобы диверсифицировать риски. В случае «Белуги» мажоритарий и менеджмент пошли по болезненному (и дорогому) пути купирования рисков:

1. Большой акцент на производство в России. «Русский джин» и т. д. (виски, вино) — только на первый взгляд смешно, а потенциально более чем прибыльно, особенно с правильным неймингом и маркетингом, а «Белуга» (тут уже как пиарщик могу сказать) из всех русских алкодомов прямо лучшая по пиару, маркетингу и т. д.
2. Монструозное баблище, потраченное на собственную дистрибуцию в виде сети «ВинЛаб» — это временная финансовая боль, особенно на фоне высокой ставки (и очень сильно испорченные финансовые показатели, из-за того что обязательства по аренде помещений в отчётности фигурируют как долгосрочный долг компании), но эта боль убирает со стола один из серьёзнейших рисков компании, даёт возможность заработать на всех этапах — от розлива до прилавка, и по сути превращает (ещё не до конца, но процесс идёт) алкопроизводителя в алкоритейлера с собственным набором популярных брендов — а это намного более устойчивое положение. Кстати, вы, наверное, заметили уже, что ваш покорный слуга о компаниях рассуждает не в терминах «роста бизнеса» (мне это не очень интересно, слишком много непредсказуемого и непрогнозируемого), сколько в терминах «ликвидации рисков» — потому что для любого бизнеса на достаточно длинной дистанции гораздо важнее не сдохнуть, чем «вырасти на 30% в год в ближайшие 5 лет», потому что если бизнес на длинной дистанции не сдохнет, то денег (и долю рынка, и всё остальное, что так любят финансовые аналитики из банков) этот бизнес себе заработает, просто за счёт длительного присутствия на рынке и занятия ниш ослабевших или умерших конкурентов.
3. Компания идёт по радикальному пути премиумизации (по этому пути сейчас идут умные алкокомпании всего мира, которые уже осознали ситуацию про «бедные беднеют и богатые богатеют») продукции, что в краткосроке тоже даёт определённую операционную боль — падают отгрузки менее премиальной (но и менее маржинальной) продукции, но в долгосрочной перспективе — это (на мой вкус) безусловно правильное решение.

Самое главное событие для «Белуги» в 2025 — это объявление (к сожалению, хрен его знает, когда конкретно) нового стратегического плана на ближайшие годы, ибо текущий план уже по сути завершен. Если компания не заявит о желании сделать какую-то глупость (вроде не должны, если судить по предыдущему опыту, но всякое бывает), то у компании, на мой вкус, будет прямо интересное будущее.

При прочих равных результаты (если смотреть чисто бухгалтерские) имеют шансы на улучшение или в 2025, или в 2026 на фоне снижения ставки по рублю и (самое главное) на фоне завершения периода резкой трансформации компании в алкоритейлера, со всеми сопутствующими расходами и проблемами. В веере сценариев (только это уже не 2025, а, скорее, позже) есть даже вариант, в котором компания может перейти вообще в режим «дивидендной коровы» (не в таком лютом варианте, как «Газпромнефть» сейчас). Если мои расчеты (с учётом квази-сплита) верны, то компания сейчас стоит примерно столько же, сколько в период первого упоминания на проекте (в честь ПМЭФ 2023), при этом большая часть её рисков (из тех, которые вообще поддаются лечению) почти убрана с игрового стола.

Итого: нет федеральной политической крыши высокого уровня (очень жаль) и ещё не завершена программа по купированию фундаментальных рисков бизнес-модели, т. е. на консервативную инвестицию не тянет, но тема классная, бизнес-модель хорошая даже в базе, а сейчас её устойчивость увеличивается с каждым кварталом, финансовые результаты будут где-то в диапазоне от «посредственно» до «средне» в ближайший год (ибо расходы на трансформацию, плюс каждый алкомаркет выходит на адекватный уровень дохода где-то за 18 месяцев), но в долгосрочной перспективе (особенно если всё будет хорошо с премиумизацией и удастся жёстко занять наиболее прибыльные ниши премиального рынка и mindshare премиального потребителя) потенциально очень интересная история. У истории есть два дополнительных бонуса: регуляторы сейчас будут давить импорт (уже начали) прямо жёстко, и это будет для «Белуги» сначала больно (регуляторы уже давят, а рост внутренних брендов ещё не дошёл до нужного уровня), но долгосрочно это хорошо + после завершения СВО есть все шансы на то, что компания снова сможет стать (даже без возвращения прав на флагманский бренд) экспортёром премиального алкоголя, что будет хорошо и с точки зрения валютной выручки, и с точки зрения увеличения ёмкости доступного рынка премиального сбыта.

3. MD Medical [MOEX: MDMG]

Самое свежее добавление к «русскому списку» -> sponsr.ru/crimsonanalytics/56659

Кстати, про «тему», в которой работает компания, тоже есть хороший «Линди-анекдот»:

«- Папа, я вылечил твоего больного, которого ты лечил 20 лет!

— Сыночек, за эти 20 лет мы смогли оплатить твой колледж и купить дом, а ты его просто вылечил!»

На всякий случай: все анекдоты про бизнесы — злые (вообще все анекдоты — злые наблюдения), так что стоит воспринимать это на счёт конкретной компании, анекдот — это просто свидетельство того, насколько тема вечная и устойчивая (про айтишников тоже есть анекдоты, но они не старые, ещё нет Линди-эффекта).

Компания — самый крупный игрок в сфере премиальных медицинских услуг, особенно в таких высокомаржинальных темах, как акушерство и гинекология, репродуктивное здоровье и онкология. В условиях «запертости» в России большей части потребителей премиальных медицинских услуг, а также превращения деторождения в «люкс-экспириенс» для хоть сколь-нибудь состоятельных россиян (рожать в обычном роддоме уже постепенно становится стыдно и совсем-совсем непрестижно) у компании прямо невероятно светлое настоящее

и ещё более светлое будущее, особенно на фоне того, что деторождение (и всё, что связано с материнством) будет пользоваться более высоким спросом как элемент престижного и демонстративного потребительского поведения (спасибо Трампу и его пронаталистам в ближнем окружении типа Маска, которые задают новый общемировой тренд, который отражается уже в рекламах «Вольво», «Эппл», а скоро и Голливуд с Диснеем подтянутся, а именно они до сих пор задают культурный код всей планеты, включая Россию, даже в эпоху СВО).

Два важных опорных тезиса из первоначального текста про компанию:

4. *Самое (на мой вкус) главное: компания (я сильно не уверен, что руководство согласится с такой классификацией, ну да ладно, это моё частное мнение) на российском рынке не совсем точно классифицируется. Аналитики и инвесторы (и это нормально) воспринимают её как провайдера медицинских услуг, но это не до конца точная оценка. На мой вкус, условный провайдер медицинских услуг — это что-то вроде «Медси» (его, думаю, сравнительно скоро будут выводить на IPO), а объект нашего интереса — это лакшери-провайдер (люкс-провайдер) медицинских услуг — речь про MD Medical Group Investments Plc (более известный как «Мать и дитя») — MOEX: MDMG. Разница на самом деле огромная, потому что «люкс»-восприятие (брендинг, маркетинг, позиционирование и т. д.) очень сильно влияет на «ценовую силу» (pricing power) в отношениях с потребителями, и потребители в случае MDMG готовы платить, причём платить много и без вопросов «лопают» повышения цен.*

5. *Хорошесть продуктового микса в плане источников доходов ваш покорный слуга определяет в данном случае «политологически» — всё, что связано с родами и т. д., — это то, на чём не экономят, и это то, что связано с ситуациями максимального эмоционального напряжения для потребителя, — в таких условиях вопрос о цене очень часто вообще не стоит, а уж с учётом склонности мужчин (которые могут себе позволить услуги провайдера такого уровня) «решать вопросы деньгами» (тем самым одновременно демонстрируя свою вовлечённость в процесс), это идеальный сетап для продавца люксовых (или премиальных) услуг такого рода. Более того (и это не теория, ваш покорный слуга, к сожалению, имел, не по своей воле, возможность несколько раз провести прямо глубокое «полевое исследование» в этом плане), среди потребителей люксовых или премиальных услуг в сфере медицины доминирующими являются два типа клиентов, оба из которых можно считать «клиентами мечты» в плане готовности платить даже чувствительно «заряженные цены».*

Тип 1: те, кто принципиально не хотят иметь дело с государственной медициной, будь то из-за предубеждений или из-за желания поберечь свои нервы и время. За свой комфорт (психологический, когнитивный, организационный и т. д.) они готовы платить, и платить хорошо.

Тип 2: те, кто основательно «обжёгся» в государственной медицине и готовы (зряче) платить за то, чтобы им уделили компетентное внимание (и трепали нервы поменьше). За возможность говорить с некоторыми врачами, которым не пофиг и которые готовы прочитать (на английском), понять, обсудить, применить свежие научные публикации по их специфическому кейсу, такие потребители тоже готовы платить, причём платить дорого. Pricing power в таких условиях просто монструозный, а «сарафанное радио» — лучшая форма пиара и маркетинга.

За прошедшее время все сильные стороны компании стали ещё сильнее, и это очень хорошо видно на операционных результатах за 9 месяцев 2024 (это последние доступные данные). Посмотрите, какая красота в плане роста среднего чека в якорных госпиталях группы в Москве и Московской области:

Госпитали в Москве. Операционные показатели



Основные операционные показатели, оказавшие влияние на динамику выручки в 3кв2024

- ✓ Рост посещаемости:
 - ✓ Акушерство и гинекология, диагностика и педиатрия
- ✓ Традиционный рост количества родов и пункций ЭКО
- ✓ Снижение количества койко-дней:
 - ✓ Изменение структуры коммерческой выручки
 - ✓ Уменьшение объема услуг, оказанных по ОМС

Динамика среднего чека в 3кв2024

- ✓ Койко-дни: +44,3%
 - ✓ Рост доли коммерческих услуг в онкологии и травматологии
- ✓ Роды: +19,9%
 - ✓ Востребованность центра домашнего акушерства
 - ✓ Спрос на контракты более высокого ценового сегмента
- ✓ Посещения: +13,4%
 - ✓ Спрос на контракты на ведение беременности более высокого ценового сегмента
 - ✓ Рост объема диагностики
- ✓ ЭКО: +8,0%

Операционные показатели



Рост среднего чека за койко-дни +44% (!) на фоне повышения количества коммерческих услуг и снижения услуг по ОМС (очень-очень правильное решение про премиумизацию!).

Рост среднего чека по родам и ведению беременности — тоже достигнут за счёт премиумизации и продаж услуг более высокого ценового сегмента.

Всё работает как надо.

Результаты по остальным частям группы, типа клиник в Москве и регионах, меня особо не интересуют в том смысле, что я на них не рассчитываю как на точки роста или «центры прибыли». Для меня (не думаю, что менеджмент публично согласится с такой оценкой, но это моё мнение) клиники группы — это фактически «воронка продаж» для премиальных услуг, которые предоставляются в госпиталях группы, и по большому счёту, если эта «воронка продаж» ещё и что-то зарабатывает сама по себе на «самосодержание» — так это вообще круто, это как если бы вам за рекламу (которая приносит вам клиентов в основной бизнес) ещё и доплачивают за размещение. В целом, для такой системы любая позитивная цифра (т. е. чтобы клиника не работала в операционный убыток) — это просто эпично хороший результат.

Кстати, за 9 месяцев 2024 компания выплатила 60% чистой прибыли в качестве дивидендов и не имеет долгов (вообще), а имеет «лишние» (3,6 млрд руб) деньги. Великолепное финансовое положение + очевидное желание платить дивиденды.

Сейчас нет окончательной ясности с тем, как компания будет продолжать свои два главных проекта роста (изначально ввод планировался «2025-2026») в виде двух дополнительных госпиталей в Москве и области, но если оценивать совсем прямо, то оба потенциальных варианта развития событий меня устроят: их можно отложить (тогда компания становится «дивидендной коровой» с просто монструозным pricing power) или можно «дожать любой ценой» — тогда всё будет ещё лучше, но пару лет будет не так приятно в плане дивидендов (история немного похожа на «Белугу» в этом смысле).

Итого: если бы эта компания была не российской (т. е. не как сейчас с доходами, к сожалению, в рублях), то ей бы цены не было. Так всё очень интересно, но для полного консервативного статуса не хватает политической крыши федерального уровня и (в идеале) валютной выручки. Компания ещё очевидно не завершила (тоже параллель с «Белугой») процесс премиумизации

услуг, так что, если будет значимое замедление российской экономики, некоторое время компании может быть не совсем хорошо, но, скорее всего, это будет не перманентной проблемой. Из позитива: готовые терпеть риски и (потенциально) проявить терпение в период роста (+2 госпиталя) получают компанию с мощным финансовым положением и уникальной по pricing power бизнес-моделью.

4. Сбер [MOEX: SBER, MOEX: SBERP] — всё спекулятивно.

У Сбербанка всё очень хорошо с политической крышей (Греф за период СВО прямо сильно поднялся в статусе благодаря своему лидерству в ай-ти, ИИ и прочей цифровизации, став вместе с Кудриным одним из двух главныз «гильд-лидеров» от «сословия айтишников», это если без учёта чистых чиновников и прочей Минцифры), но ваш покорный слуга не очень любит банковские структуры в качестве консервативных инвестиций. Даже без учёта специфики жизни банков в эпоху фиатных денег, бизнес ростовщиков опасен в силу периодических кризисов.

Продолжая традицию анекдотов про бизнес-модели, про банки стоит вспомнить два тематических микро-анекдота.

1. Банкир — это чувак, который одолжит тебе зонтик за деньги, но отберёт его, как только пойдёт дождь (это очень старая британская шутка).

2. Если вы должны банку миллион долларов — это ваша проблема, если должны миллиард — это проблема банка (это очень старая американская шутка).

Проблема любого банка в том, что в случае «детонации» валюты (т.н. «турецкий риск») — а это вполне возможный (хотя, к счастью, не самый вероятный) вариант развития событий в России, быть банком — это не самый приятный бизнес. Да, в теории можно заработать много денег, но на практике, если экономике хреново и заёмщики взрываются, как шарики на детской вечеринке, то быть кредитором — не очень приятное занятие. Банковское дело — это пример «вечной темы», но с неустойчивой бизнес-моделью. Т.е. если за условной водкой или за услугами врача придут при любой экономической погоде, то вот у бэнкинга в этом смысле (особенно если это очень массовый бэнкинг, а не банк-бутик для совсем-совсем-совсем богатых) не всё гладко, мягко скажем.

При этом у Сбера есть пара важных преимуществ: он не просто ключевая часть российской финансовой системы, он в некоторой степени (в силу размера) является этой самой российской финансовой системой, что даёт компании серьёзную дополнительную устойчивость, т. е. сильно урезает риски какой-то катастрофической проблемы (в этом смысле все остальные банки намного уязвимее). Плюс Сбер прямо сильно старается не быть только банком, а быть именно «экосистемой» (и быть оценённым соответствующим образом, типа как Амазон или Гугл) с переменным успехом в плане прибыльности небанковских направлений деятельности.

Сбер в своём роде уникальная бумага — она упоминалась в «русских списках» и на проекте в 2022, 2023 и 2024 каждый раз со следующей пометкой:



«Самая любимая спекулятивная бумага и отличный (на мой вкус) кандидат для самодельных „структурных нот“».

Подразумеваются самодельные «структурные ноты» с защитой капитала (т.е. заработать можно, потерять изначально вложенные деньги нельзя, вот как вам банки предлагают, только «своими руками» и без того, чтобы платить «заряженную» цену банку или брокеру). Схемы конструирования «структурных нот своими руками» — есть в архиве старого проекта sponsr.ru/crimsonarchive, актуальная под российские реалии в эпоху СВО версия есть в некоторых постах «Кофе с банкиром», типа вот этого -> sponsr.ru/crimsonanalytics/76575

Итого: всё-таки рисковая позиция, уж очень высокая зависимость от состояния экономики, плюс доходы рублёвые. Сбербанк — прокси-трейд на экономику России, в некотором смысле даже круче, чем фьючерс на ОФЗ. На мой вкус, от инвестора в эту бумагу требуется именно полная готовность взять на себя риски такого рода, в том числе риски неоптимальных экономических решений властей со всеми вытекающими последствиями. В остальном — великолепная бумага, высокая дивидендность (и мажоритарий, который её прямо хочет), доминирующее положение на своём рынке и (это субъективная оценка) — до сих пор дисконт к реальной стоимости «активов» (в смысле кредитного портфеля), с которым могут сравниться разве что дисконты китайских банков сейчас.

Итого по второй части «Русского списка 2025»:

В плане уязвимостей в случае «плохих» сценариев стоит снова перечислить варианты развития событий в российской экономике (на мой вкус, закрывает большую часть вероятностей) и посмотреть, кто уязвим в каких вариантах.

Вариант 1: Экономику «догоняет» отложенный эффект повышенной ставки ЦБ, инфляция резко падает на фоне резкого замедления экономической активности (экономика в рецессии или почти в рецессии), что приводит к ускоренному началу цикла снижения ставки ЦБ.

Кто уязвим: если не повезёт в плане скорости падения экономики, то SBER (в худшем случае массовые дефолты заёмщиков), MDMG (снижение спроса со стороны среднего класса), BELU (снижение спроса со стороны среднего класса).

Вариант 2: Набиуллину «продавливают» на снижение ставки ещё до того, как реализуется «Вариант 1», т. е. исключительно из-за желания государства угодить бизнесу и/или избежать даже минимальных шансов на рецессию.

Кто уязвим: никто из списка, это вариант максимально приятный для бизнеса.

Вариант 3: «План Б = ставка + терпение» © Набиуллина. Текущий уровень ставки и текущий уровень инфляции сохраняются на некоторое время. Что будет с ценами на активы — хрен его знает (скорее всего, будут торговаться в зависимости от ожиданий будущей ставки).

Кто уязвим: если ситуация длится долго, то SBER (в худшем случае массовые дефолты заёмщиков + трудности с ростом кредитного портфеля).

Вариант 4: «Турция» — инфляционный шок по любым причинам. Сверхвысокая инфляция или даже гиперинфляция из-за увеличенного бюджетного импульса или смены руководства ЦБ вместе с денежно-кредитной политикой.

Кто уязвим: если не повезёт со скоростью падения экономики и риск-менеджментом, то SBER (прибыль по кредитованию превращается «в пыль», ещё до её получения); MDMG (снижение спроса со стороны среднего класса), у Белуги всё будет окей — народ будет бухать как не в себя во всех ценовых категориях.

Золотодобытчикам на состояние экономики России по большому счёту пофиг (как и нефтяникам, и хорошей Core, Core Plus коммерческой недвижимости правильного типа — смотрите соответствующий текст), у них диапазон реакций на все варианты находится в зоне от «терпимо» до «очень хорошо», но у них могут быть другие сложности, связанные с ценой на саму нефть (и санкции) и связанные с ценой на само золото (и санкции).

На сегодня — всё.

Судя по заявлению Трампа с предложением «сделки сейчас по-хорошему» и угрозами санкций в наш адрес, у нас впереди не самый лёгкий год. Трамп будет нас нервировать, третировать, выводить из равновесия и, вероятно, давить всё новыми и новыми санкциями. Российские телеграм-каналы и инфлюенсеры будут разделены на два (в равной степени идиотских) лагеря: одни будут высмеивать «дональддаковские санкции», утверждая, что экономике нашей федерации ничего уже не грозит, а самое главное-то это то, что «мы ломим!», а другие будут требовать массовых расстрелов и мобилизационной экономики, а также предлагать срочно вернуть «государственную (коммунистическую) идеологию» для того, чтобы народ не зверел от последствий санкций, а стройными рядами с песней шёл вперёд в светлое советское будущее, стоя в очереди с талонами на масло. Потреблять контент такого рода — решительно плохая идея и для нервов, и для кошелька, и для сохранения рассудка. Тут и самого первоисточника в виде генератора (не)случайных фраз в голове Д. Трампа — вполне достаточно, но и его тоже не рекомендую слушать, ибо у него 25 пятниц на неделе, и типичный стиль переговорщика из нью-йоркского сектора коммерческой недвижки, по сравнению с которым турецкий продавец в ювелирной лавке — это образец лаконичности, рациональности, стоицизма и чопорной сдержанности. Слушать Трампа (если Вы — не прямой участник переговорного процесса) — только нервы себе трепать. Также сильно не советовал бы заморачиваться по поводу того, что будут показывать котировальные табло в ваших брокерских приложениях в ближайшие дни, недели и месяцы — рынок будет впадать в истерику (а потом в эйфорию), а также в эйфорию (а потом в истерику и депрессию) от каждого твита, слуха, вброса и комментария — можно будет легко увидеть и минус 5-15% по всем бумагам, и плюс 5-15% в один и тот же день. Самое лучше в таких ситуациях — вообще не смотреть, потому что шансы на принятие правильных решений при таких вводных исчезающе малы, а единственно правильное решение (на мой вкус) это (раз уж вы связали свою жизнь с Россией) продолжать приобретать активы, которые могут (если мы все не захлебнёмся в ядерном пепле) принести вам интересные дивидендные доходы в настоящем и будущем. Обнимите близких, игнорируйте психопатов из медийки (и из собственного окружения, они ещё хуже), помогите тем, кому очевидно хуже, чем вам, и конечно же назначьте себя котом или кошкой, которым плевать на твиты (как позитивные,

так и негативные) от Дональда Джей Трампа и на все их интерпретации. Мурчите громче. Всё получится!

PS: Ответы на почту — до конца месяца.

**** Данная информация не является инвестиционной рекомендацией, и все финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям или ожиданиям. Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является исключительно Вашей задачей и ответственностью. Автор не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения ****

Данный документ не является инвестиционной рекомендацией

Данный документ не является личной инвестиционной рекомендацией