



Отчет подготовлен по запросу компании

ПАО «Кифа»

Лидер цифровизации торговли
между Россией и Китаем

Описание эмитента

КИФА — B2B-платформа цифровой торговли между Россией и КНР. Платформа обеспечивает процесс оптовой трансграничной закупки «в один клик» через личный кабинет с полным сопровождением сделки, начиная от поиска поставщика и товара, логистики, таможенного оформления, сертификации и маркировки до комплекса послепродажного обслуживания.

По состоянию на 1 квартал 2024 года клиентам КИФА в рамках импорта китайских товаров в РФ доступны два ключевых торговых сервиса:

- Private-Trade (закрытое торговое пространство): сделка проводится в закрытом разделе личного кабинета. Этот торговый сервис используется в случае, если нужного товара нет в каталоге, или в случае необходимости поставки крупной партии товара. В одном заказе могут присутствовать товары только одного поставщика, стороны согласовывают индивидуальные условия сделки. Private-Trade в 2023 г. генерировал 66% всего оборота, к 2028 г. ожидается увеличение доли сегмента до 94%. Наценка в сегменте в 2023 г. составляла 2,5-5%, средний чек — 1,7 млн руб., а средний объем выручки с одного покупателя — 13,2 млн руб.
- Open-Trade (открытое торговое пространство): покупатель выбирает товары в открытом каталоге на сайте. В одном заказе могут присутствовать товары разных категорий и/или от разных поставщиков. Доступен как мелкий, так и крупный опт. В 2023 г. на Open-Trade пришлось 34% оборота. К 2028 г. КИФА ожидает, что этот сегмент будет занимать всего 6% из-за опережающего роста других направлений бизнеса. Наценка в сегменте Open-Trade в 2023 г. составляла 8-13%, средний чек — 154 тыс. руб., а средний объем выручки с одного покупателя — 608 тыс. руб.

КИФА работает по модели продаж 1P (1st-party relationship). Модель 1P подразумевает, что компания закупает товары у китайских поставщиков, признавая цену товаров в качестве себестоимости, и уже от своего имени продает эти товары российским покупателям. Такая бизнес-модель позволяет КИФА гарантировать качество продаваемых товаров, а также сроки их поставки.

В 1К 2024 г. КИФА запустила экспорт российских несырьевых товаров в Китай. Экспортировать, в первую очередь, планируется продовольствие. В долгосрочной перспективе на экспортные операции компании должно приходиться 5% всего оборота.

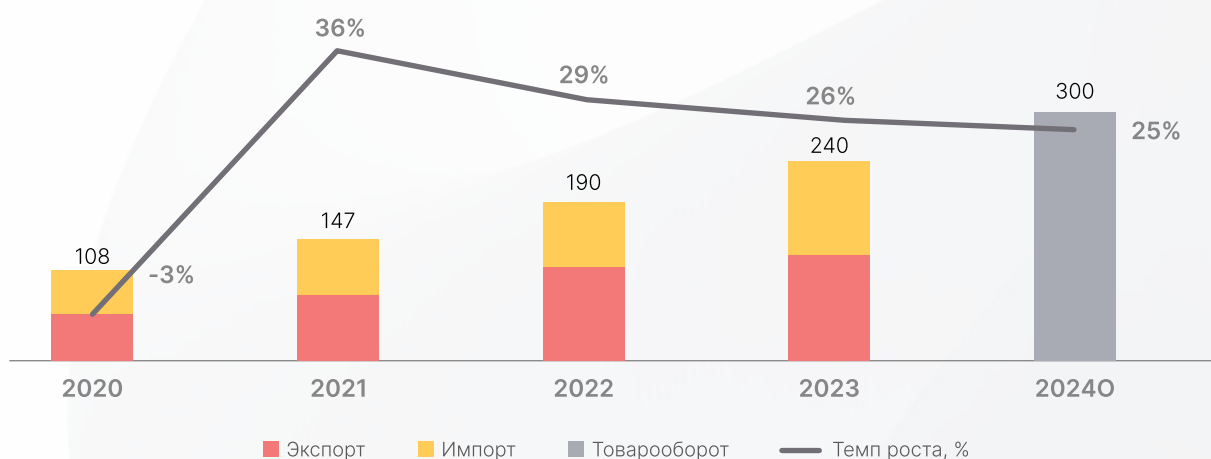
В настоящее время на платформе представлены товары в более чем 10 категориях: обувь, одежда, строительные материалы, детские товары, кожгалантерея, упаковочные материалы, оборудование, техника и запчасти, электроника и бытовая техника, текстиль, прочее. Около 80% всех продаж КИФА — это продажи одежды и обуви.

Описание рынка

Рынок цифровой B2B торговли между Россией и Китаем, на котором работает КИФА, является частью более широкого сегмента электронной коммерции и взаимной внешнеэкономической деятельности между двумя странами. Этот рынок отличается высокими темпами роста, которые обусловлены рядом факторов, включая увеличение товарооборота между странами, развитие цифровых технологий и логистических услуг, а также усиление экономического сотрудничества на уровне государств.

Товарооборот между Китаем и РФ по итогам 2023 года вырос на 26% и достиг рекордных \$ 240 млрд, импорт из Китая в РФ за этот период вырос на 46,9% почти до \$111 млрд. Экспорт российских товаров увеличился на 12,7%, до \$129 млрд. Топ-3 ввозимых категорий товаров — это станки и машины, автомобили и электроника, на их долю приходится суммарно около 60% закупок, на 4-м месте — одежда и обувь с долей чуть меньше 10%.

Товарооборот РФ и КНР, млрд \$

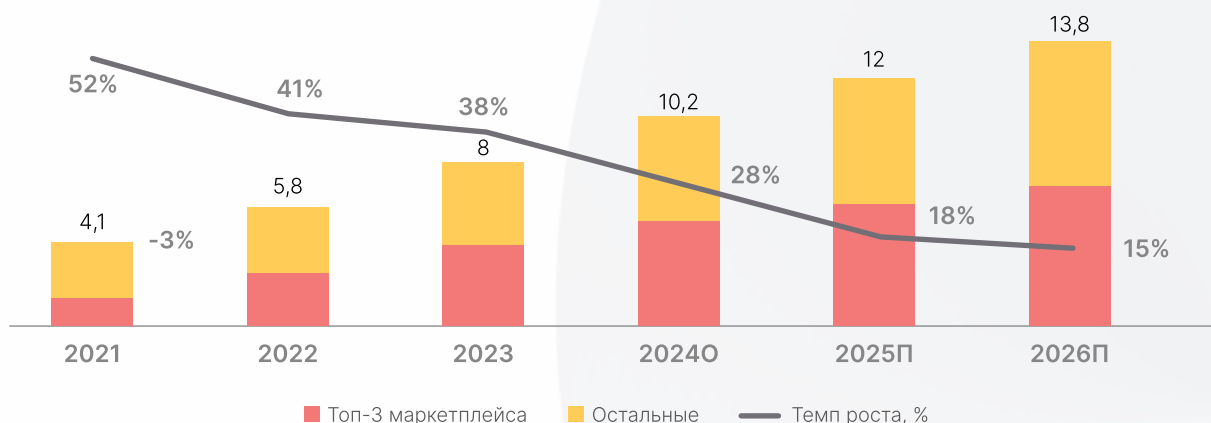


Источник: ГТУ КНР, прогноз — Правительство РФ

В 2023 году рынок интернет-торговли в России продемонстрировал заметный рост. Согласно данным, приведенным Ассоциацией компаний интернет-торговли (АКИТ), **оборот B2C интернет-торговли за прошлый год увеличился на 28%, достигнув 6,4 трлн руб.** Доля e-commerce в общем объеме розничных продаж увеличилась до 13,8% с 11,6% в 2022 году. Объем локального рынка вырос на более чем 28% и достиг 6,2 трлн руб., в то время как сегмент трансграничной торговли показал рост на 11,3%, до 197 млрд руб.

Исследователи Data Insight оценивают объем рынка выше — в 7,9 трлн руб., а годовые темпы прироста — в 38%. В исследовании отмечается, что самый большой рост наблюдался у крупных маркетплейсов. За год их доля поднялась с трети до почти половины общего объема продаж, а по количеству заказов возросла с 62% до 71%.

b2c E-commerce рынок в РФ, трлн руб.



Источник: Data Insight

Рынок цифровой B2B торговли между РФ и КНР четко не выделен, **по примерным оценкам Miracle Advisory, в 2023 г. рынок (без учета торговли ВПК и сырьевыми товарами) мог достигнуть \$ 1,54 млрд, увеличившись на 83,2%.** На горизонте 2024-2027 гг. среднегодовой темп роста рынка (CAGR) составит 31%, к 2027 г. рынок может подрасти до \$ 4,6 млрд. Сегмент обувь, одежда, сумки и бытовая техника увеличивается быстрее, с темпом 36,5% в прогнозном периоде.

В качестве ключевых драйверов роста на историческом и прогнозном горизонтах исследователи выделяют следующие:

- Уход большинства иностранных компаний с рынка России, на чью замену пришли китайские компании.
- Увеличение объемов электронной коммерции в России, а также развитие онлайн-платформ для корпоративной электронной коммерции.
- Китай — это основной торговый партнер России, товарооборот с которым растет с каждым годом.

Рынок онлайн B2B торговли РФ и КНР, \$ млн



Источник: *Miracle Advisory*

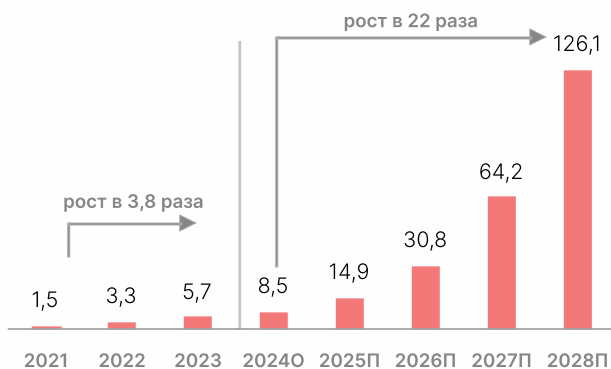
По итогам 2023 г. оборот КИФА составил 6,7 млрд руб., таким образом, доля компании на рынке составила примерно 5%.

Сама КИФА оценивает свой потенциальный рынок в 1% от всего товарооборота РФ и КНР в 2023 г., что составляет \$ 2,4 млрд. К 2028 г. компания ожидает расширения рынка до \$ 35 млрд с соответствующим ростом российско-китайского товарооборота до \$ 350 млрд и увеличением доли цифровой торговли до 10%. По итогам 2023 г. компания оценивала свою долю на рынке примерно в 2%, к 2028 г. КИФА планирует увеличить ее до более 4%.

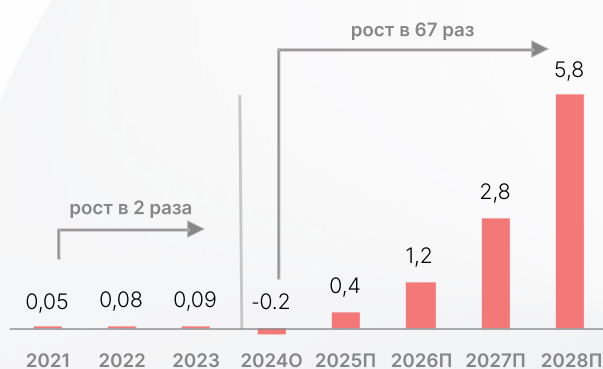
Стратегия

Стратегические цели КИФА рассчитаны на 2028 год. К этому времени компания планирует увеличить выручку в 22 раза до 126 млрд руб., а показатель EBITDA — в 67 раз до 5,8 млрд.

Выручка, млрд руб.



EBITDA, млрд руб.



Источник: данные компании, расчеты ФГ «Финам»

Кратный рост бизнеса планируется за счет средств, полученных от IPO. Согласно планам компании, инвестиции будут направлены на следующие направления:

- Строительство распределительных центров в Московской области (6000 кв. м.), Приволжском и Южном федеральных округах (по 2000 кв. м.). За счет развития логистической инфраструктуры компания планирует повысить эффективность управления существующими цепями поставок, а также расширить клиентскую базу в регионах. Планируемый объем инвестиций — 800 млн руб.
- Расширение команды сотрудников на 80 человек и запуск маркетинговых кампаний. Планируемый объем инвестиций — 400 млн руб.
- Развитие IT-инфраструктуры для повышения степени интеграции с участниками ВЭД, в частности, с российской таможней. Планируемый объем инвестиций — 200 млн руб.
- M&A сделки, общим объемом 300 млн руб., с целью расширения клиентской базы.

Стратегия компании разделена на 2 этапа:

Этап 1: цифровизация импорта китайских товаров в Россию. Этап почти полностью завершен, ведется процесс по оптимизации функционала с целью автоматизации сопутствующих бизнес-процессов. Полное окончание этапа планируется после проведения IPO и привлечения инвестиций.

Этап 2: цифровизация экспорта российских товаров в Китай. В 2025 году за счет привлеченных инвестиций планируется полностью перевести все процессы в онлайн-формат, а также предоставить доступ российским пользователям к китайским покупателям, в том числе путем интеграции платформы внутри КНР с B2B и B2C площадками.

В рамках реализации стратегии планируются следующие активности:

- Создание онлайн-инфраструктуры для цифровой торговли между РФ и КНР (оптимизация и расширение функционала платформы, автоматизация бизнес-процессов, интеграция с системами всех участников российско-китайской торговли.).
- Создание офлайн-инфраструктуры (распределительные центры и шоурумы) для цифровой торговли между РФ и КНР.
- Расширение ассортимента реализуемых категорий и добавление новых групп товаров. На текущий момент основная категория импортируемых товаров — одежда и обувь. К 2028 году большую часть продаж на платформе должна будет занять категория «Оборудование, техника и запчасти», доля одежды и обуви сократится до 36%.

Структура выручки в 2023 г.



Структура выручки в 2028 г.



Источник: данные компании

Факторы привлекательности

Рост бизнеса

Количество пользователей и заказов на платформе КИФА ежегодно растет вместе с выручкой. Стремительный рост торговли между КНР и РФ продолжит создавать спрос на услуги компании. А цифровизация и автоматизация платформы будут способствовать росту рентабельности бизнеса и улучшению клиентского опыта.

Интегрированность с межгосударственными торговыми структурами

Компания глубоко интегрирована в китайскую таможенную и ведет переговоры об интеграции с российской ФТС. Также компания активно сотрудничает с межгосударственными торговыми структурами (китайско-российские торговые палаты, союзы, ассоциации и т.д.). Глубокая интеграция, сильный административный ресурс и широкая сфера влияния КИФА в Китае позволяют компании обеспечивать высокую скорость поиска, производства, оформления и доставки товаров российским покупателям. Во многом это обусловлено китайским происхождением компании и ее топ-менеджмента. Без регистрации в «поднебесной» и без наличия продолжительного опыта сотрудничества с китайскими поставщиками другие торгово-логистические компании не смогут обеспечить клиентский опыт на уровне КИФА.

Высокая степень автоматизации

КИФА — это онлайн-платформа, автоматизирующая процесс покупки товара. Покупателю не нужно подключаться к системе валютного контроля, регистрироваться на таможне и тратить ресурсы на перевод контракта и процесс оформления.

Низкая долговая нагрузка






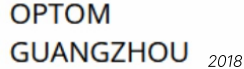




Общий объем долга КИФА на конец 1К 2024 г. составляет 200 млн руб., наращивать долг КИФА не планирует. Объем денежных средств на балансе на конец квартала составил 245 млн руб. Таким образом, чистый долг у компании отрицательный. Весь объем долга компании — это облигации, выпущенные в июне прошлого года, проблем с выплатой долга не ожидается. В ноябре 2023 года НРА повысило кредитный рейтинг компании до уровня «BBB-|ru|» с прогнозом «Стабильный». А уже в мае 2024 г. НРА повысило рейтинг КИФА до уровня «BBB|ru|», сохранив «Стабильный» прогноз. Досрочное повышение рейтинга обусловлено «прогрессом по развитию бизнеса и увеличением информационной прозрачности Компании».

Дивиденды

Согласно стратегии компании, КИФА планирует начать выплачивать дивиденды после 2026 года. Ожидается, что объем выплат будет составлять 50% чистой прибыли.

Факторы привлекательности

Уникальность предложения заключается в наличии экосистемных услуг, позволяющих клиентам практически полностью доверить трансграничные операции платформе. Частичный перечень услуг, оказываемых КИФА представлен на рисунке ниже.

Компании	Параметры сравнения				
	Собственный каталог	Цены под ключ	Цены под ключ	Полное оформление документации	МОQ (мин. заказ)
	+	+	+	+	от 5 000 Р
	+	+	+	+	н/д
	+	–	посредник	+ *за доп. плату	от 300 \$
	+ *устаревший	–	посредник	+	от 300 т. Р
	+ *неактуальные карточки	–	посредник	–	от 270 \$
	+ *по запросу	–	посредник	+ *за доп. плату	от 500 \$
	+	–	посредник	–	от 160 \$
	+	н/д	+	н/д	н/д
	+	–	посредник	–	от 320 \$
	+	–	посредник	н/д	от 320 \$

Источник: данные компании

Финансовые результаты

Выручка по итогам 2023 года выросла на 75% г/г и составила 5,7 млрд руб., годом ранее выручка увеличилась более чем вдвое.

- Выручка от реализации обуви за год увеличилась на 67% и составила 3,44 млрд руб. или 60% всех продаж (63% годом ранее).
- Выручка от реализации одежды подросла на 65% и составила 1,11 млрд руб., доля в общем объеме сократилась до 19,5% (20,6% ранее).
- Самой быстрорастущей товарной группой стала сантехника, ее продажи за год выросли более чем в 20 раз и достигли 0,31 млрд руб. (5,4%).

Валовая прибыль за год увеличилась на 69%, достигнув 356,4 млн руб., валовая маржа составила 6,2% (6,4% годом ранее).

ЕБИТДА составила 86,9 млн руб., увеличившись всего на 3%, рентабельность ЕБИТДА сократилась до 1,5% (2,6% годом ранее). При этом без учета влияния курсовых разниц ЕБИТДА за год выросла на 174% до 135,4 млн руб., а рентабельность составила 2,4%, увеличившись на 0,9 п.п. Повышению показателя ЕБИТДА, скорректированного на курсовые разницы, способствовало замедление роста коммерческих расходов. Коммерческие расходы за год увеличились на 50%, а отношение SG&A-расходов к выручке составило 3,9% против 4,6% годом ранее.

Чистая прибыль в 2023 году сократилась на 24% и составила 53,2 млн руб. Причиной снижения показателя стало снижение ЕБИТДА и возросшие процентные платежи. Без учета валютных статей прибыль выросла почти в 3 раза и достигла 101,6 млн руб., а чистая маржа составила 1,8%.

Чистая денежная позиция на конец 2023 года составила 118 млн руб., увеличившись в 2 раза. Объем долга за аналогичный период увеличился в 3,3 раза: в конце июня КИФА выпустила облигации объемом 200 млн руб., со сроком погашения в июне 2026 года.

Убыток от курсовых разниц по итогам года составил 48,5 млн руб., против прибыли в 35 млн руб. годом ранее. Именно эта статья в 2023 году привела к снижению рентабельности ЕБИТДА и падению чистой прибыли. КИФА является импортером товаров из Китая в РФ, поэтому ослабление рубля к юаню на 27% за год негативно сказалось на результатах компании.

Финансовые результаты

Ниже приводим динамику основных финансовых показателей КИФА Прогнозы по выручке предоставлены компанией, прогнозы по EBITDA и чистой прибыли также предоставлены компанией и скорректированы ФГ «Финам».

	2020	2021	2022	2023	2024O	2025П	2026П	2027П	2028П
Отчет о прибылях и убытках, млн руб.									
Выручка	1 744	1 514	3 272	5 713	8 457	14 916	30 803	64 205	126 122
Темп роста, %	4%	-13%	116%	75%	48%	76%	107%	108%	96%
ЕБИТДА	30	46	84	86,9	-140	435	1 180	2 751	5 810
Темп роста, %	NM	50%	85%	3%	NM	NM	171%	133%	111%
ЕБИТ	30	45	84	86	-140	351	1 102	2 679	5 743
Чистая прибыль (убыток)	27	50	70	53	-167	299	943	2 143	4 595
Рентабельность, %									
Рентабельность EBITDA	1,7%	3,0%	2,6%	1,5%	-1,7%	2,9%	3,8%	4,3%	4,6%
Рентабельность EBIT	1,7%	3,0%	2,6%	1,5%	-1,7%	2,4%	3,6%	4,2%	4,6%
Чистая маржа	1,6%	3,3%	2,1%	0,9%	-2,0%	2,0%	3,1%	3,3%	3,6%
Показатели денежного потока, долга и дивидендов									
CFO	-33	20	35	78	-222	260	764	1 628	3 573
CAPEX	0,0	0,0	0,0	-0,1	1 075,0	12,9	12,9	12,9	12,9
CAPEX, % от выручки	0%	0%	0%	0%	13%	0%	0%	0%	0%
FCF	-33	20	35	79	-1 476	221	681	1 607	3 552
Чистый долг	29	-24	-60	-118	-289	-528	-1 270	-1 805	-3 059
Чистый долг / EBITDA	0,9	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
DPS, руб.	0	0	0	0	0	0	0	10 714	22 973

Источник: данные и прогнозы компании, расчеты ФГ «Финам»

Финансовые результаты

Выручка в 1К 2024 г. увеличилась на 54% г/г и достигла 1,3 млрд руб. Торговый оборот по сервису «Private-Trade» вырос на 61% г/г, по сервису «Open-Trade» — на 43%. Средний чек за период увеличился на 67% г/г до 442,7 тыс. рублей.

ЕБИТДА составила 5,6 млн руб. по сравнению с убытком в 2 млн руб. по итогам 1К 2023 года. Рентабельность ЕБИТДА — 0,4%.

Чистая прибыль достигла 4 млн руб. по сравнению с убытком в 4 млн руб. годом ранее. Чистая маржа составила 0,3%.

Чистая денежная позиция на конец квартала составила 45 млн руб. против 118 млн руб. на конец 2023 г. Сокращение показателя связано с уменьшением объема денежных средств, размер долга остался на прежнем уровне 200 млн.

млн руб.	1К 2024	1К 2023	Изм. %	2023	2022	Изм. %
Выручка	1 255	814	54%	5 713	3 272	75%
ЕБИТДА	5,6	-2,9	NM	87	84	3%
Рентабельность ЕБИТДА	0,4%	-0,4%	0,9%	1,5%	2,6%	-1,1%
Чистая прибыль (убыток)	4,0	-4,0	-201%	53	70	-24%
Чистая маржа	0,3%	-0,5%	1%	0,9%	2,1%	-1%

Источник: данные компании, расчеты ФГ «Финам»

Риски

Проблемы в трансграничной торговле КНР и РФ являются ключевым риском, который решающим образом влияет на бизнес КИФА. Трудности в торговле двух стран могут быть вызваны внешним давлением на Китай с целью затруднить исполнение финансовые операции между странами (санкции в отношении китайских банков) а также с целью ограничить экспорт товаров двойного назначения. В настоящее время КИФА удается избежать этих рисков: компания пользуется услугами региональных банков, не попадающих под санкции, а также исключает торговлю товарами двойного назначения.

Усиливающаяся конкуренция. Быстрорастущая российско-китайская трансграничная торговля – это тренд, на котором зарабатывает не только КИФА. Несмотря на то, что КИФА является лидером рынка российско-китайской цифровой торговли и оказывает наиболее комплексные услуги, похожий сервис предоставляют JoomPro, EssaOne, 1688.ru и ряд других компаний. Ужесточение конкуренции может привести к увеличению расходов на маркетинг, что негативно скажется на рентабельности.

Валютные риски. Торговые операции сегмента Private-Trade из-за наличия временной задержки между созданием заказа и поставкой товаров (задержка вызвана поиском поставщика и изготовлением продукции) а также из-за оплаты заказа в рублях создают валютный риск. Этот риск связан с возможным изменением курса юаня к рублю во время выполнения заказа, что в случае ослабления рубля приводит к убыткам по курсовым разницам. В 2023 году курсовые разницы принесли компании 48,5 млн руб. убытков. Уже в 2024 году КИФА планирует сменить валюту оплаты сегмента Private-Trade с рубля на юань. Это позволит практически полностью исключить дальнейшие убытки по курсовым статьям.

Логистические риски. Активный рост торговли с Китаем сопряжен с ростом стоимости перевозок из-за длинных логистических путей. Нарушение логистических цепочек между РФ и КНР может привести не только к росту расходов, но и к частичной приостановке деятельности КИФА.

Оценка

Для оценки справедливой стоимости бизнеса КИФА мы использовали метод дисконтированных денежных потоков и оценку с помощью мультипликаторов.

Оценка дисконтированных денежных потоков

Стоимость бизнеса, млн руб.	2024О	2025П	2026П	2027П	2028П
ЕБИТ	-140	351	1 102	2 679	5 743
ЕБИТ * (1-Т)	-140	281	882	2 143	4 595
D&A	0	84	78	72	67
Инвестиции	-1 280	-21	-22	-21	-22
Изм. NWC	-55	-123	-257	-587	-1 088
FCFF	-1 476	221	681	1 607	3 552

Расчет целевой цены по методу Гордона, млн руб.

Темп роста в постпрогнозный период, %	4%
FCFF терминального года	3 552
Терминальная стоимость	18 933
Приведенная терминальная стоимость	7 321
Приведенная стоимость ДП	1 375
Стоимость бизнеса	8 697
Чистый долг, доля меньшинства и пр. (1К 2024 г.)	-45
Целевая капитализация	8 741

WACC

1-летние гособлигации	14%
Beta	1,4
Премия за рыночный риск	6%
Премия за низкую ликвидность	2%
Норма доходности по акциям	24,6%
Стоимость долга	12,0%
Доля долга	8,6%
WACC	23,5%

Источник: данные и прогнозы компании и ФГ «Финам», расчеты ФГ «Финам»

Оценка

Для оценки по мультипликаторам в качестве аналога на российском рынке мы использовали компанию OZON. Оценка проводилась с использованием прогнозных мультипликаторов EV/Sales и EV/Gross profit на 2024 года.

Из-за того, что OZON не является прямым конкурентом КИФА, и бизнес-модели этих компаний имеют ряд различий, а также из-за высокой степени неопределенности при прогнозировании финансовых результатов КИФА мы использовали дисконт 30% для оценки стоимости бизнеса. Итоговая оценка для IPO предполагает еще один дисконт в 15%, таким образом, КИФА оценивается на 38% дешевле OZON. При этом, в отличие от OZON, КИФА стабильно генерирует чистую прибыль, контролирует расходы и планирует выплачивать дивиденды.

Аналог на российском рынке	EV/Sales, 2024O	EV/Gross profit, 2024O
OZON*	1,7	16,6
Показатели для оценки	Выручка, млн руб., 2024O	Валовая прибыль, млн руб., 2024O
КИФА	8 457	553
Оценочная капитализация	14 048	9 206
Средняя оценочная капитализация, млн руб.	11 627	
Дисконт к оценке OZON	30%	
Средняя оценочная капитализация после применения дисконта, млн руб.	8 139	
Для справки		
Чистый долг, млн руб. 1К 2024 г.	-45	
Доля меньшинства, млн руб. 1К 2024 г.	0	
Оценка DCF	8 741	
Усредненная оценка	8 440	

Источник: данные и прогнозы компании и ФГ «Финам», расчеты ФГ «Финам»
*В ценах на 20.06.2024

Усредненная оценка (50% DCF и 50% оценка по мультипликаторам) капитализации ПАО «КИФА» — 8 440 млн руб.

Аналитическое управление ФГ «Финам»

wr@corp.finam.ru

Аристакесян Михаил, руководитель

Инвестиционные стратегии и модельные портфели

Отдел анализа акций

Малых Наталья, руководитель

Рынок акций

Делицын Леонид, руководитель направления IPO

Финансовый сектор, ТМТ-сектор

Додонов Игорь, заместитель руководителя

ТМТ-сектор

Калачев Алексей, старший аналитик
Сырьевой сектор

Кауфман Сергей, старший аналитик
Нефтегазовый сектор
и возобновляемая энергетика

Саидова Зарина, старший аналитик
Сектор здравоохранения

Смирнов Гордей, аналитик
Сектор электроэнергетики и ТМТ

Степанов Никита, аналитик
Сектор ТМТ

Отдел макроэкономического анализа

Беленькая Ольга, руководитель

Макроэкономика, Стратегии

Ковалев Алексей, руководитель направления
Долговой рынок

Бороданов Никита, аналитик
Долговой рынок

Потавин Александр, ведущий аналитик
Валютные и товарные рынки

Дудченко Николай, аналитик
Валютные и товарные рынки

Брокерские и консультационные услуги оказывает АО «ФИНАМ». 127006, г. Москва, пер. Настасьинский, д. 7, стр. 2, комн. 33. Более подробную информацию об услугах ФГ «Финам» на российском и международных рынках вы можете получить на сайте Finam.ru или у своего менеджера.

Материал носит информационный характер, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией или предложением приобрести упомянутые ценные бумаги. Приобретение иностранных ценных бумаг связано с дополнительными рисками. Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения подготовлены специалистами ФГ «Финам», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги / другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то что настоящий обзор составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ФГ «Финам» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ФГ «Финам», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ФГ «Финам» категорически запрещено.