

ДФ Адванс Източна Европа

Инвестиционен коментар

към 31 декември, 2018 г.

Надя Неделчева, CFA

Портфейлен мениджър

24 януари, 2018 г.

Отчет за 2018 г.

След много позитивна за глобалните пазари 2017 г., изминалата година бе много по-негативна, като засилените опасения за глобалния растеж стояха в основата на особено засилена волатилност през втората половина на годината. Търговските спорове между САЩ и Китай бяха доминираща тема сред инвеститорите, като опасенията за ефектите от търговските войни върху световното икономическо развитие доведоха до осезаеми спадове особено в края на годината. Политическата криза в Италия през първата половина на годината също даде своето отражение върху настроенята сред инвеститорите, а в допълнение на това неяснотите около напускането на Европейския съюз от страна на Великобритания допълнително доведоха до натиск върху цените на акциите.

Негативните настроения доведоха до отлив на капитали както от развити, така и от развиващи се пазари. Индексът MSCI World приключи годината със спад от близо 6% в еурово изражение. Със силен спад бяха европейските акции, докато американският пазар приключи с много по-слабо понижение въпреки много лошо представяне през декември. Развиващите се пазари също бяха обект на засилени разпродажби като MSCI Emerging Markets приключи годината със спад от 12.4%, като с най-сериозни спадове бяха азиатските и източноевропейските пазари, докато Латинска Америка бе със сравнително по-добри резултати.

След като още през първата половина на годината започнаха да се появяват индикации за забавяне на растежа в Европа, през втората половина тенденцията бе затвърдена. През третото тримесечие на годината ръстът на БВП на евро-зоната се забави до 1.6% на годишна база, при 2.4% през първото и 2.2% през второто тримесечие на 2018 г. PMI индексът за евро-зоната, който бе на много високи нива в края на 2017 г., най-високите за предходните шест години и половина, през 2018 г. започна да се понижава като стойността му в края на годината бе най-ниската от ноември, 2014 г.

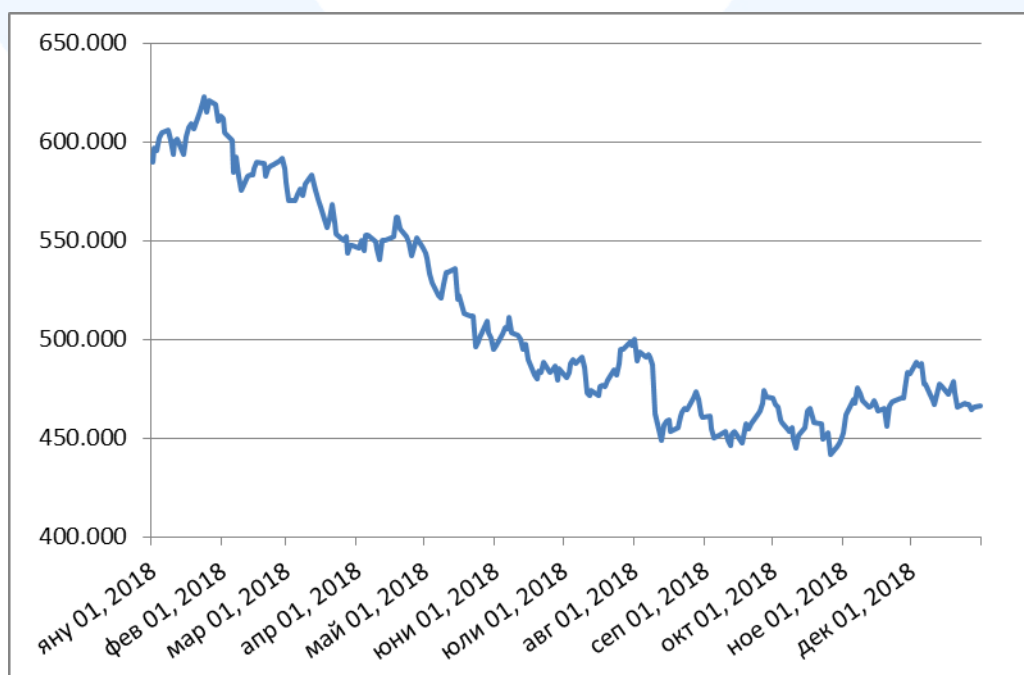
Регионът на Централна и Източна Европа, бидейки силно зависим от състоянието на европейските икономики, към които е насочен много голям дял от износа, продължиха да се справят добре в макроикономически план, като отново в основата на по-силния от средния за Европа ръст стоеше силното лично потребление. Потреблението на домакинствата е стимулирано от ниската и падаща безработица, както и от повишаването на нивата на възнагражденията в търсенето на качествена работна ръка. Силното потребление успява за момента да компенсира негативния принос на нетния износ. Същевременно обаче при редица страни от региона също се наблюдаваше забавяне на темпа на ръст.

Пазарите от региона на Централна и Източна Европа се движиха с различна динамика, но като цяло не бяха пощадени от негативните тенденции. MSCI EFM Europe+CIS се понижи с 11% в еурово изражение за годината, докато бенчмаркът без Русия загуби близо 21% след като бе отчел много силен ръст през 2017 г. (+22.4%). С най-голям принос за спада и на двата индекса бе турският пазар, който се характеризираше с изключително силна волатилност, особено по отношение на валутата. След слабо представяне през 2017 г., през миналата година руският пазар се представи много по-силно, но същевременно руската рубла бе под натиск, като нейният спад изтри напълно печалбите на акциите в места валута.

Движение на MSCI EFM Europe+CIS (E+C) през 2018 г.



Движение на MSCI EFM Europe+CIS (E+C) ex RU през 2018г.



Преглед на развитието на пазарите от портфейла

Русия

След слабо представяне през 2017 г., руският пазар се представи много по-силно през 2018 г., като настроенията към него бяха подкрепяни от възстановяването на руската икономика, както и позитивната тенденция при петрола, която се наблюдаваше до октомври. Деноминираният в местна валута MOEX индекс приключи годината с ръст от 11.8%.

Същевременно обаче руската рубла бе под натиск като резултат от санкциите наложени на страната от страна на Запада. Като начало през април САЩ обявиха санкции към руски физически и юридически лица обвинени в атаки на Русия срещу западните демокрации. През август бяха обявени нови санкции по случая с бившия руски шпионин във Великобритания Скрипал. В допълнение на това се очаква и нова вълна от санкции да бъде обявена от американската администрация.

Същевременно петролът, който бе в силен възходящ тренд до началото на октомври, през последното тримесечие на годината премина в отстъпление в резултат на нарастващи опасения за спад в търсенето като следствие от очакваното забавяне на глобалния икономически растеж. Така Брентът приключи годината със спад от 19%. Рублата се обезцени с 13.3% спрямо еврото през 2018 г., като така изцяло изтри поскъпването на акциите в местна валута. Деноминираният в долари RTS индекс приключи годината със спад от 8.3%.

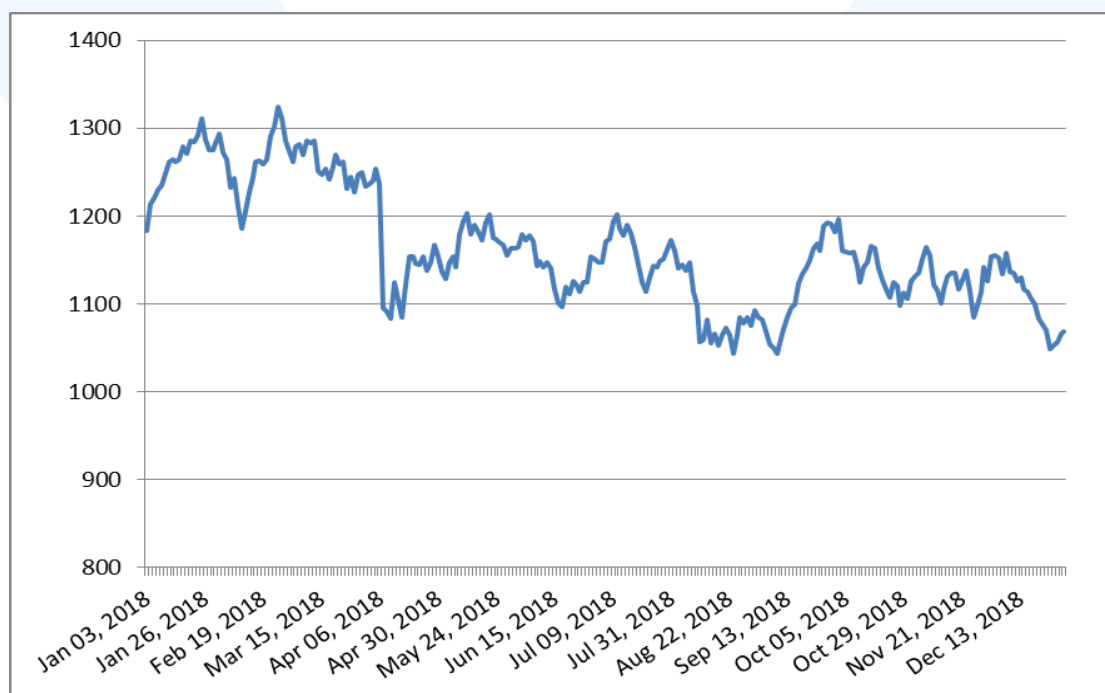
Междувременно в макроикономически аспект през втората половина на годината се наблюдаваше известно забавяне на икономиката, като ръстът на БВП през третото тримесечие на годината се понижи до 1.5%, след ръст от 1.9% предходното тримесечие. В основата на понижението стоеше отслабването на темпа на ръст на потребителското търсене. Икономическите санкции срещу страната също имат своя принос. Същевременно някои данни дават индикации, че ръстът се е засилил през последното тримесечие на годината. Фискалната позиция на страната чувствително се е подобрила, като за първи път от 2011 г., Русия отчете бюджетен излишък. Така спадът на цената на петрола през последното тримесечие на годината няма да окаже много негативно влияние върху бюджета ѝ.

В негативен план инфлацията надскочи таргета на Централната банка от 4%, достигайки 18 месечен максимум през декември от 4.2%. Очакванията са инфлацията допълнително да се засили предвид очакваните промени в ДДС режима, като това ще окаже влияние върху потребителското търсене.

Движение на МОЕХ през 2018 г.



Движение на RTS през 2018 г.

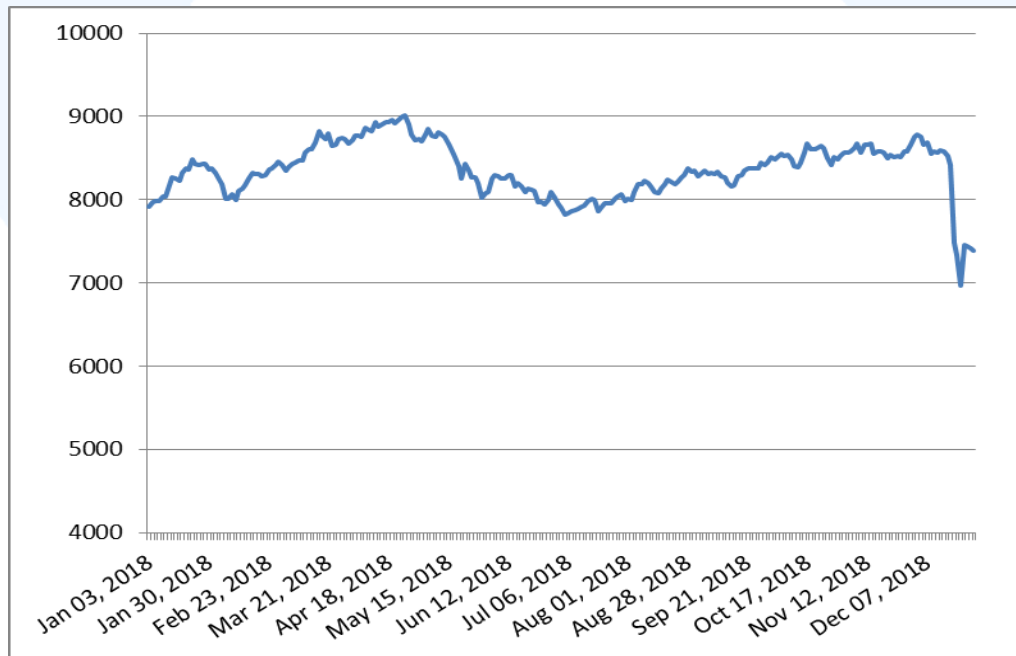


От гледна точка на оценъчни съотношения руският пазар остава много атрактивен. Печалбите на компаниите отчитат много силен ръст като средният ръст на печалба на акция на компаниите, включени в МОЕХ, отчете ръст от 71% на годишна база през третото тримесечие на 2018 г. Съответно средното P/E на ttm база на пазара се понижи до 5.5x, значително под средното за последните 5 години от 7.4x. В допълнение руските акции са с много висока дивидентска доходност – 7.2%, което е с 380 базисни точки над средното за MSCI EM, както и над средното за руския пазар в исторически план. Въпреки че все още съществуват предизвикателства пред руската икономика, както и опасност от допълнителни санкции, считаме, че руският пазар предоставя интересни инвестиционни възможности с динамичното развитие на компаниите и ниските оценъчни съотношения.

Румъния

До средата на декември 2018 г., румънският пазар бе сред най-силно представящите се пазари в региона за годината с ръст от над 10%, която освен това не отчиташе и много високата дивидентска доходност на румънските акции, възлизаща средно на около 8%. През декември обаче правителството обяви мерки за запълване на бюджетния дефицит на страната включващи данък върху финансовите активи на банките, както и върху оборота на енергийните и телекомуникационните компании, които буквално потопах пазара. В рамките на декември ВЕТ индексът загуби близо 15%, като така напълно изтри печалбите отчетени преди това, приключвайки годината със спад от 4.8%.

Движение на ВЕТ през 2018 г.



В макроикономически аспект през 2018 г. при Румъния се наблюдаваше рязко намаляване на темпа на ръст, след 7% ръст на БВП през 2017 г. Забавянето започна още от първото тримесечие на годината. През третото тримесечие на 2018 г. икономиката на страната отчете ръст от 4.1% на годишна база. Вътрешното потребление, което стоеше в основата на силния икономически ръст предходната година, се охлади поради растящата инфлация. Същевременно публичните разходи бяха увеличени, като бюджетният дефицит почти се

удвои през първите девет месеца на годината най-вече поради ръста на заплатите в държавния сектор. Безработицата продължава да пада, достигайки 3.9% през ноември. Същевременно разходите за труд в Румъния нарастват с най-бърз темп в целия Европейски съюз (+13.9% на годишна база през третото тримесечие на 2018 г.). В резултат продажбите на дребно в страната отчитат едни от най-високите темпове на ръст в ЕС. Нетният износ продължава да натиска ръста надолу.

Настоящата година се очаква да бъде предизвикателна предвид по-нататъшното очаквано охлаждане на икономиката, проблемния бюджетен дефицит и нарастващ дефицит по текущата сметка. Мерките, които правителството обяви през декември с цел попълване на бюджетния дефицит, вероятно ще дадат своето отражение върху увереността сред бизнеса. Независимо от това МВФ очаква ръстът на страната за 2019 г. да възлезе на 3.5%, което отново е значително над средното за евро-зоната.

При средно P/E от 6.7x на пазара към края на годината, румънските акции предлагат атрактивни оценъчни съотношения и висока дивидентска доходност. Същевременно обаче обявените от правителството мерки, макар и в последствие коригирани в някаква степен, ще дадат отражение върху печалбите на компаниите от засегнатите сектори. Така налагането на подобни мерки текущо увеличава рисковете пред румънския пазар.

България

Българският пазар продължи да се представя слабо и през втората половина на годината като приключи 2018 г. със спад от 12.3%.

Движение на SOFIX през 2018 г.



В макроикономически план ситуацията при българската икономика също се характеризираше със забавяне на темпа на ръст. Въпреки силното вътрешно потребление, ръстът на БВП се забави до 3.1% на годишна база през третото тримесечие основно заради отрицателния принос на външния сектор. Независимо от това може да се очаква, че през 2019 г. приносът на външния сектор няма да е толкова негативен, като през последното тримесечие на годината той показва признаци на подобрене основно по линия на износа извън ЕС. От друга страна инвестиционната активност подкрепя ръста по линия на засилването на темпа на усвояване на фондове от ЕС.

Пазарът на труда остава в подкрепа на личното потребление като възнагражденията нарастват с едни от най-бързите темпове на ръст в ЕС (+8.6% на годишна база през третото тримесечие на годината).

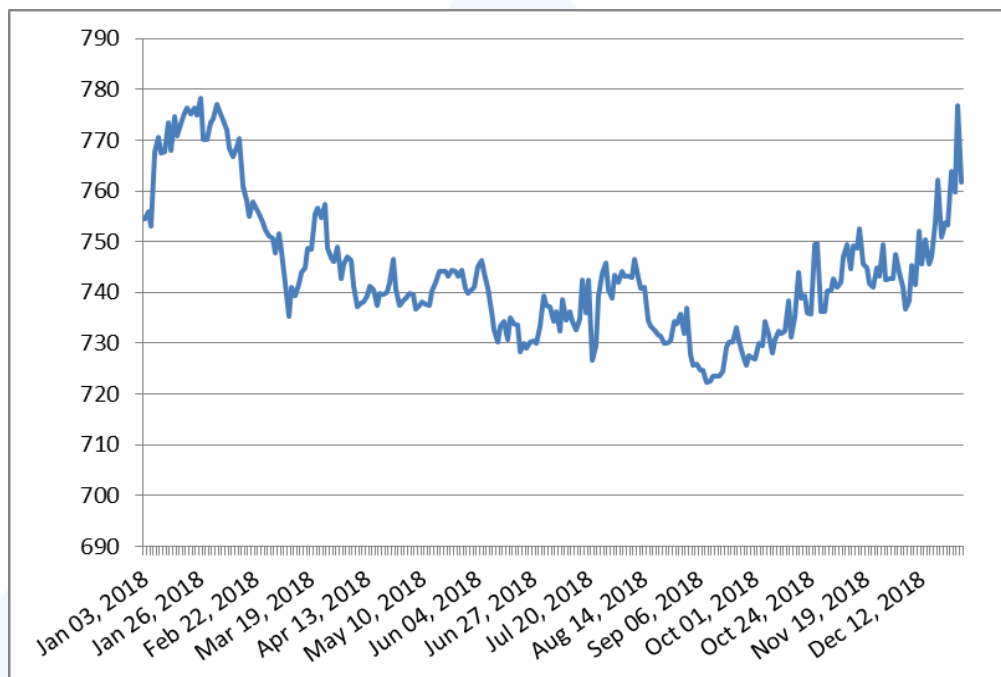
През годината бе осъществено второто по размер на привлечени средства IPO в историята на българския капиталов пазар. Най-големият производител на пилешко месо в България привлече 81 млн. лв, като в него участваха както институционални, така и редица дребни инвеститори. Това се очаква да провокира и други компании да предприемат набиране на капитал чрез първично публично предлагане. В допълнение през втората половина на годината бе стартирана т.нар. ваучерна схема, която ще финансира излизането на малки и средни предприятия на борсата покривайки разходите за листването. През декември БФБ обяви, че е получила разрешение за създаване на нов Пазар за растеж на МСП, като малки и средни предприятия ще могат да набират капитал при по-облекчени условия по отношение на обхвата и периодичността на разкриваната информация.

Към края на годината българските акции се търгуваха при средно P/E от 10.4x, което в съчетание със слабото представяне на българския пазар след финансовата криза от 2008 г., предполага потенциал за наваксване. Пречка обаче остава много слабата ликвидност, което респективно възпира осезаемо навлизане на чуждестранни инвеститори.

Сърбия

Сръбският пазар се представи относително стабилно през 2018 г. на фона на общите негативни настроения като основният индекс приключи годината почти без промяна.

Движение на Belex 15 през 2018 г.



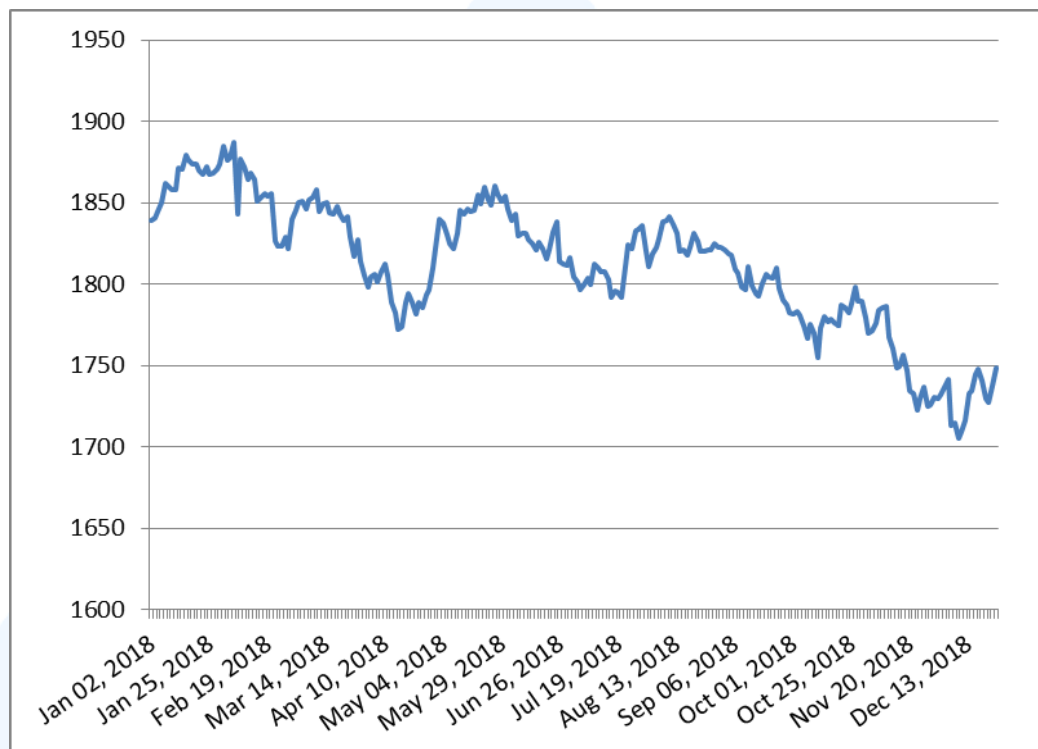
Въпреки забавянето на темпа на ръст на сръбската икономика през третото тримесечие на годината, той все още остава на високи нива (+3.8% на годишна база). В основата на ръста в най-голяма степен стоеше повишената инвестиционна активност основно по линия на крупни инфраструктурни проекти. Последните данни за продажби на дребно сочат, че през последното тримесечие може да се очаква засилване на темпа, като за цялата 2018 г. Централната банка на Сърбия очаква ръст да възлезе на 4.2%. Личното потребление също се очаква да бъде силно предвид спада на безработицата и ръста на възнаграденията.

Сърбия остава един от подценените пазари в региона с P/E на ttm база от под 9x към края на декември. Проблем обаче, както и при България, представлява слабата ликвидност. Продължаваме да имаме позитивни очаквания за банковия сектор с оглед на подобряващите се перспективи пред сръбската икономиката.

Хърватска

Хърватският пазар продължи да се представя слабо и през 2018 г. , като CROBEX загуби 5.1%.

Движение на CROBEX през 2018 г.



Хърватската икономика се развива позитивно през настоящата година, отчитайки ръст от 2.7% през третото тримесечие на годината. Както и при останалите страни от региона основни двигатели на растежа текущо са личното потребление и инвестициите, докато нетния износ има минимален положителен принос. Безработицата остава на по-високи нива от средните за Европа, но продължава бързо да пада – до 7.8% през ноември, което е нов исторически минимум и с 2.2 процентни пункта по-ниско спрямо година назад. Инфлацията остава на умерени нива, като това в съчетание със спада на безработицата, подкрепя увереността сред потребителите и респективно е добър индикатор за личното потребление.

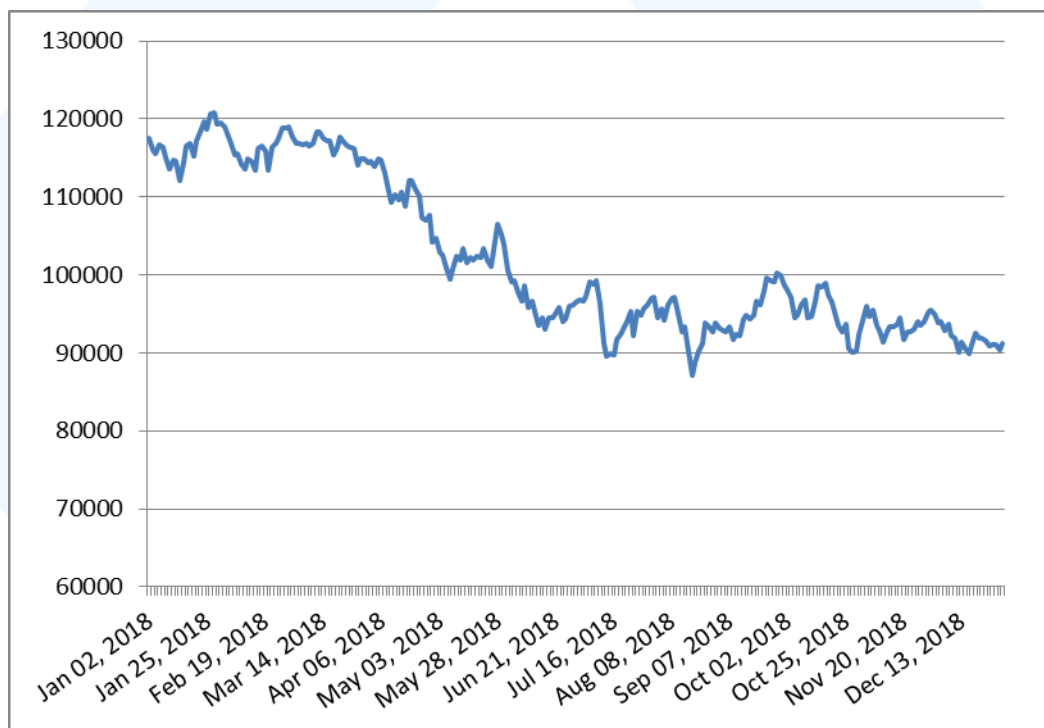
С най-слабо борсово представяне през годината бяха транспортните и индустриалните компании, като те загубиха съответно средно по 38% и 24.5%. На позитивна територия завършиха единствено компаниите от хранително-вкусовата индустрия с ръст от 6.1%, а туристическите компании приключиха със спад, макар и по-слаб от този на основния индекс (-2.3%). След силен туристически сезон през 2017 г., миналата година бе позитивна за туристическия сектор в Хърватска, на все пак се характеризираше с по-умерени темпове на ръст в голяма степен поради възстановяването на някои конкурентни дестинации като Турция, особено предвид силната обезценка на турската лира.

Към края на годината хърватските акции се търгуваха при средно P/E от 12.9x.

Турция

Изминалата година бе дори по-волатилна за турския пазар след като и през 2017 г. се наблюдаваха силни движения. Това важеше в най-голяма степен за турската валута, която бе подложена на много силен натиск в следствие на повишените макроикономически рискове пред страната. Към август турската лира бе загубила около 40% спрямо еврото от началото на годината. В голяма степен в основата на тази драстична обезценка стоеше силната инфлация в страната, надминала 20% и бездействието на Централната банка по отношение на лихвената политика в страната. Все пак през септември Централната банка увеличи лихвите с повече от очакваното, което в съчетание с известни индикации за нормализиране на отношенията със САЩ като резултат от освобождаването на американския пастор Андрю Брънсън, доведоха до силен ръст на турската лира през последното тримесечие на годината. Все пак турската валута приключи годината със спад от над 23% спрямо еврото. В допълнение турските акции загубиха малко над 20% в местна валута.

Движение на BIST 100 през 2018 г.



Както се очакваше, в макроикономически аспект се наблюдаваше влошаване на ситуацията, като ръстът на БВП през третото тримесечие на 2018 г. се понижи рязко – до 1.6% на годишна база при 5.3% през второто тримесечие. Този спад бе следствие на силната обезценка на местната валута, много високата инфлация, която през септември достигна 25%, както и високите нива на лихвите. Бизнес и потребителската увереност остана на ниски нива в последните месеци на годината, което е индикатор за очаквано слабо представяне на икономиката и през последното тримесечие на годината. Производственият PMI индекс остана на негативна територия в края на годината, значително под прага от 50 пункта, което в съчетание със спада на корпоративните заеми, ще окаже негативно влияние върху инвестиционната активност на компаниите. Единствено външният сектор показва положително развитие като резултат от драстичната обезценка на валутата и респективно подобряването на конкурентоспособността на турските стоки. През третото тримесечие на

2018 г. износът отчете ръст от 13.6% на годишна база, докато вносът се сви с 16.7%. Така нетният износ имаше значим принос към ръста за третото тримесечие, но той беше компенсиран от много слабия ръст при личното потребление, както и свиването на инвестициите. Инфлацията започна да се понижава, но все още остава на високи нива – 20.3% през декември.

Въпреки влошаването на перспективите пред турската икономика, както и наличието на геополитически рискове, турският пазар остава един от най-евтините в световен мащаб. При средно P/E на база очаквани резултати от 5.9x, турските акции се търгуват с дисконт от 45% спрямо развиващите се пазари, което е най-високото ниво от 10 години. Същевременно пазарът е значително по-евтин и в исторически аспект като средното P/E на пазара за последните десет години е 9.6x. От друга страна предвид индикациите, че американската икономика е достигнала пика си, както и предвид отслабващия долар, по-високорисковите активи като акции на развиващи се пазари би следвало да се представят по-силно. Турция е силно зависима и от настроенията към развиващите се пазари като цяло. Така при подобна промяна на настроенията, турският пазар би следвало да бъде бенефициент от подобна тенденция. Междувременно данните сочат, че доверието в турския пазар се подобрява, като делът на чуждестранните инвеститори във фрий-флоута се повишава до 65% през декември след достигане на междинно дъно от 61% през август.

Гърция

Гръцкият пазар бе един от най-зле представящите се в региона със спад на основния индекс от над 23%. В голяма степен спадът беше резултат от разпродажбите на банковите акции поради опасения, че ще трябва да набират значителен допълнителен капитал. Проблем остава много високото ниво на лошите заеми, в размер приблизително на около 50% от общите, като опитите на властите да намерят решение на проблема в края на годината не успокои инвеститорите поради липсата на координираност и решителни мерки.

Движение на Athens General Composite през 2018 г.



В макроикономически аспект гръцката икономика продължава да показва признаци на възстановяване след като през август 2018 г. страната излезе от продължилата осем години спасителна програма. При нарастване на потребителското доверие и силен износ, гръцката икономика засили темпа си на растеж до 2.2% на годишна база през третото тримесечие на годината. Пазарът на труда продължава да се възстановява, като въпреки че безработицата е все още на високи нива (18.6% през септември), тя все пак отчита осезаем спад през последните години.

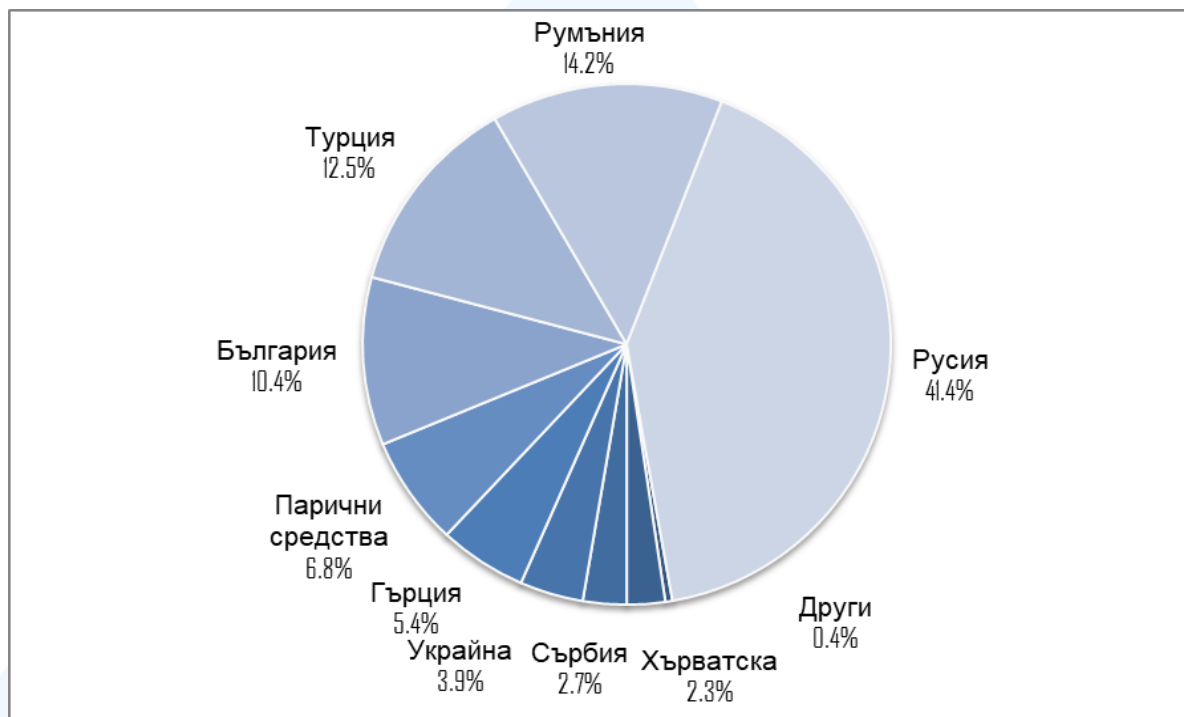
След слабото представяне на гръцките акции през 2018 г., за тази година сме умерено позитивни, като от една страна очакваме продължение на икономическото възстановяване, но от друга – предизвикателна външна среда. Предвид подобряващата се потребителска увереност, ще заложим в по-голяма степен на компаниите бенефициенти от потребителско търсене. В сравнение с регионалните пазари гръцките акции се търгуват на по-високо средно P/E – 15.5x към края на годината.

Промени в портфейла на ДФ Адванс Източна Европа и резултати от дейността през 2018 г.

През 2018 г. променихме портфейла на фонда предвид промените в настроенята при част от пазарите. Предвид позитивните движения при петрола през първите девет месеца на годината и респективно подобряването на настроенята към руския пазар, теглото на руските акции бе увеличено, като в края на годината надхвърляше 40%, при малко под 35% в края на 2017 г. Теглото на турския пазар бе намалено предвид повишените рискове пред страната и пазара. Теглото на българския пазар също бе намалено предвид неособено позитивните настроения, както и слабата ликвидност. През юни стартирахме инвестиции в Гърция като резултат от стабилизирането на икономиката на страната от финансовата криза, като до края на годината постепенно увеличихме теглото на гръцките акции до малко над 5%.

Средното P/E на компаниите от портфейла към края на юни бе 7.6x на ttm база, като същевременно дивидентската доходност бе много висока – 5.7% благодарение в голяма степен на високите нива на показателя в Румъния и Русия.

Портфейл на ДФ Адванс Източна Европа към 31.12.2018 г.



Разпределение на портфейла на ДФ Адванс Източна Европа по отрасли към 31.12.2018 г.

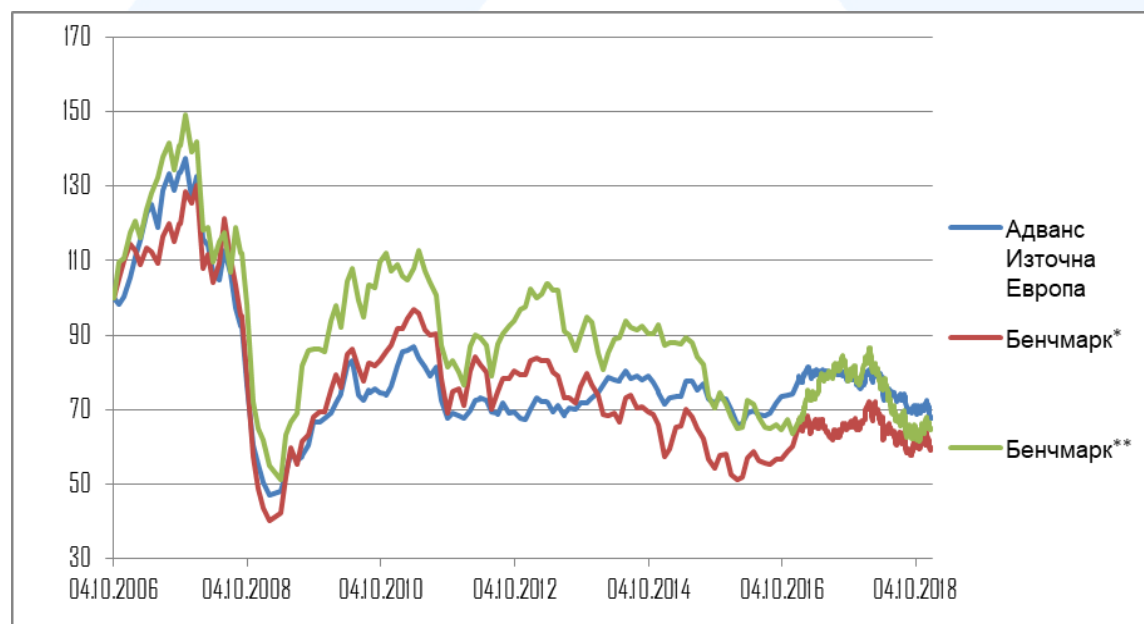


Водещи позиции в портфейла и дял от активите към 31.12.2018 г.

Компания	% от активите
'GMK Norliski Nikel (Русия), Материали	5.10%
JSC "NOVATEK", (Русия), Нефт и газ	4.43%
Lukoil (Русия), Нефт и газ	4.40%
BANKA TRANSILVANIA (Румъния), Банки	3.75%
X5 Retail Group (Русия), Търговия на дребно	3.37%

Представяне на ДФ Адванс Източна Европа от началото на публичното предлагане до края на 2018 г.

Фондът запазва по-доброто си представяне спрямо двата бенчмарка в дългосрочен план.



Бенчмарк* MSCI EFM Europe + CIS

Бенчмарк** MSCI EFM Europe + CIS ex RU

Резултати на фонда спрямо бенчмар-ковете	YTD, към 31.12.2018	3 г. ан.	5 г., ан.	От началото на фонда, ан.
MSCI EFM Europe +CIS	-11.12%	+4.32%	-4.14%	-4.24%
MSCI EFM Europe +CIS ex RU	-20.91%	-1.51%	-5.32%	-4.18
ДФ Адванс Източна Европа	-12.25%	-1.03%	-1.89%	-3.12%

Стратегия на ДФ Адванс Източна Европа за 2019 г.

Повишените рискове за глобалното икономическо развитие респективно повишават рисковете и пред региона на Централна и Източна Европа. Бидейки силно свързан с евро-зоната по търговска линия, той би пострадал при разрастване на търговските войни. От друга страна през последните години се наблюдава компенсирание на негативните ефекти от по-слаб износ с повишено лично потребление стимулирано от затегнатия пазар на труда, както и от повишена инвестиционна активност в страните членки на ЕС, подпомагана от повишеното усвояване на еврофондове. Очакваме, че тази тенденция ще продължи да се проявява предвид понижаването на безработицата в региона, както и изпреварващият темп на ръст на заплатите спрямо развита Европа.

Същевременно регионът на Централна и Източна Европа остава най-евтиният в световен мащаб, търгувайки се на много висок дисконт спрямо останалите развиващи пазари, както и спрямо развитите. Предвид индикациите, че американската икономика е достигнала пик в развитието си, както и предвид слабостта на долара, е възможно през настоящата година да видим повишен интерес към по-рискови активи и конкретно акциите на развиващи се пазари. В този смисъл при обръщане на сентимента към развиващи се пазари, Централна и Източна Европа има потенциала да привлече парични потоци предвид силния ръст на икономиките и респективно компаниите, както и предвид ниските оценъчни съотношения.

Турция е пазарът с най-висока чувствителност към настроенята към развиващи се пазари, като повишаването на рисковата толерантност би довело до сериозни постъпления в турски акции. Макроикономическите и геополитическите рискове пред страната все пак остават, но това в голяма степен е отразено в цените, като турският пазар е един от най-евтините в света. Така теглото на турския пазар ще бъде увеличено, ако видим по-трайни предпоставки за стабилизиране на потоците към местните акции. Руските акции също се търгуват при ниски оценъчни съотношения, като тук освен динамиката при петрола, ще следим и налагането на икономически санкции от страна на Западна Европа и САЩ. При настоящата конюнктура руският пазар ще продължи да бъде с най-високо тегло, но все пак предвид рисковете той ще бъде с по-ниско тегло спрямо бенчмарка. Теглото на Румъния ще бъде допълнително намалено предвид повишените политически рискове, за което свидетелстват последните решения на правителството за попълване на бюджетния дефицит чрез налагане на допълнителни данъци за някои сектори. Малките пазари като Сърбия, България и Хърватска ще бъдат с по-ниско тегло с оглед на по-слабата ликвидност. Ще следим възстановяването на Гърция и казуса с високия дял на лошите кредити в банковата система и предприеманите мерки за намаляването им.

Информация за риска

Информацията, съдържаща се в настоящия доклад, е само с информационна цел и не представлява инвестиционен съвет, нито е част от инвестиционен съвет. Настоящата информация не е препоръка или предложение за покупка или продажба на финансови инструменти, дялове или акции в описаните тук инвестиции, нито предлагане на друг вид инвестиционни услуги.

Взети са всички необходими мерки, за да се гарантира, че съдържащата се тук информация не е невярна или заблуждаваща към момента на публикуването, но Финансова група Карол не носи отговорност за нейната точност или изчерпателност. Информацията, която се съдържа тук, подлежи на промяна без предизвестие. Финансова група Карол не носи отговорност за съдържанието и не поема задължение за обезщетения към получателите или трети страни по отношение на прецизността и/или коректността на информацията, предоставена на който и да е уебсайт, посочен от трета страна.

Всички инвестиции, посочени тук, могат да включват значителен риск, може да са неликвидни и да не са подходящи за всички инвеститори. Инвеститорите трябва да имат предвид, че приходите от такива инвестиции или други ценни книжа, ако има такива, могат да се колебаят и цената или стойността на тези ценни книжа и инвестиции може да се повиша или да спадна. Инвеститорите могат да не получат пълна възвращаемост в сравнение с първоначално инвестираните средства. Предишните резултати не са показателни за бъдещи резултати. Обменните курсове в чуждестранна валута могат да окажат неблагоприятно въздействие върху стойността, цената или приходите на всяка ценна книга или свързани инвестиции, посочени в този доклад. ,

Този доклад не трябва да се разглежда от получателите като заместител на собствената им преценка. Инвеститорите трябва да правят свои собствени проучвания и да вземат инвестиционни решения, без да разчитат на този доклад. Преди да сключат сделка, инвеститорите трябва да се консултират и да разберат рисковете, свързани с тези сделки. Инвеститорите трябва да са наясно с всички местни закони, регулиращи такива ценни книжа или инвестиции

Този материал е изготвен от Карол Капитал Мениджмънт, лицензирана компания за управление на активи, член на Българската асоциация на управляващите дружества(БАУД).

Представената информация и документи представляват интелектуална собственост на "Карол Капитал Мениджмънт" ЕАД и не могат да бъдат разкривани на трети лица без изричното писмено съгласие на Карол Капитал Мениджмънт ЕАД.