

## Еженедельный обзор

- Дефицит текущего счета в октябре увеличился на 0.6 млрд \$ г/г до 0.9 млрд \$
- ЕС утвердил предоставление Украине первого транша IV макрофинансовой помощи на сумму 0.5 млрд евро
- EBITDA компании ДТЕК в 3кв18 увеличилась на 15% г/г до 222 млн \$
- EBITDA компании Кернел в 1кв19 увеличилась на 37% г/г до 59 млн \$

**Дефицит текущего счета в октябре увеличился на 0.6 млрд \$ г/г до 0.9 млрд \$.** За последние двенадцать месяцев показатель достиг 5.3 млрд \$, по сравнению с 1.9 млрд \$ год назад. Месячный торговый баланс ухудшился на 0.7 млрд \$ г/г до -1.6 млрд \$. Финансовый счет продемонстрировал приток в размере 1.0 млрд \$ (на 0.7 млрд \$ больше, чем в прошлом году).

**Наш взгляд:** Дефицит текущего счета в этом месяце существенно превысил наши ожидания на фоне низких объемов международных продаж металлов, а также значительных закупок газа и продукции машиностроения. Вопреки нашим предположениям, поставки стали за границу не восстановились с сентябрьских уровней, оставшись равными 1.1 млн т, как результат продолжающихся задержек украинских кораблей РФ в Керченском проливе. Рост импорта газа м/м был связан, скорее всего, с набором разнородных факторов, но в итоге привел к максимальным за четыре года запасам на 1 ноября (17.2 млрд м<sup>3</sup>). Дополнительный спрос на продукцию машиностроения (в частности, на электрическое оборудование), вероятно, был вызван активизацией инвестиционных проектов в альтернативной энергетике. В то же время, сумма чистых первичных и вторичных доходов оказалась несколько выше, чем мы предполагали, поскольку трансферты трудовых мигрантов достигли 1.0 млрд \$, а динамика процентных платежей по корпоративному долгу пошла в разрез с прошлогодним трендом. В целом, новые данные заставляют нас повысить нашу годовую оценку дефицита ТС с 4.5 млрд \$ ранее до 5.4 млрд \$ (4.1% от номинального ВВП). Финансовый счет в этом месяце снова перекрыл разрыв между экспортом и импортом, главным образом, благодаря притоку зарубежного капитала в частный сектор на сумму 0.9 млрд \$ (чистые торговые кредиты, долгосрочные займы и прямые инвестиции составили 630 млн \$, 150 млн \$ и 130 млн \$, соответственно). Валютные активы банков сократились на 250 млн \$, из которых 150 млн \$ были выкуплены населением, а разница – снята юрлицами со своих сберегательных счетов.

### Показатели платежного баланса, млн \$

	окт-18	сен-18	авг-18	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	5,197	4,626	5,140	58,077	52,980
м/м	12%	-10%	10%		
г/г	9%	-2%	10%	10%	17%
Импорт:	6,800	6,343	6,272	70,024	61,021
м/м	7%	1%	-2%		
г/г	19%	15%	13%	15%	21%
ТБ <sup>(1)</sup> :	-1,603	-1,717	-1,132	-11,947	-8,041
м/м	114	-585	571		
г/г	-667	-923	-286	-3,906	-2,590
ТС <sup>(2)</sup> :	-863	-1,628	-586	-5,272	-1,917
м/м	765	-1,042	549		
г/г	-647	-940	-444	-3,355	-1,173
ФС <sup>(3)</sup> :	-1,028	-1,041	-610	-5,491	-4,259
м/м	13	-431	325		
г/г	-658	283	49	-1,232	-1,923
ПБ <sup>(4)</sup> :	164	-582	27	238	2,353
м/м	746	-609	197		
г/г	9	-1,219	-491	-2,115	664
Funding flow <sup>(5)</sup>	934	783	535	5,416	2,620

Примечание: 12 мес и 12 мес-1 – последние двенадцать месяцев и последние двенадцать месяцев год назад, соответственно

(1) Торговый баланс

(2) Счет текущих операций

(3) Счет финансовых операций

(4) Платежный баланс

(5) Приток капитала в частный сектор из-за рубежа

Источник: НБУ, Adamant Capital

**ЕС утвердил предоставление Украине первого транша IV макрофинансовой помощи на сумму 0.5 млрд евро.** Согласно опубликованному Европейской комиссией заявлению, необходимые условия выделения средств включали меры, направленные на борьбу с коррупцией, повышение прозрачности реестров компаний, предсказуемости налоговой среды и эффективности управления государственными предприятиями. Дополнительной причиной был также назван положительный результат анализа, проведенного экспертами МВФ, украинского закона о госбюджете на 2019 год.

**Наш взгляд:** Решение Еврокомиссии, по сути, подтверждает наше мнение об успешном выполнении властями всех требуемых МВФ условий для получения дальнейшего финансирования, поскольку вероятность действий ЕС без поддержки Фонда кажется нам очень низкой. Комментарий касательно государственного бюджета является дополнительным доказательством данной версии. Учитывая быстрое развитие событий, мы теперь считаем, что средства по всем трем программам (включая кредит Мирового банка) могут поступить даже до 31 декабря.

**ЕБИТДА компании ДТЕК в 3кв18 увеличилась на 15% г/г до 222 млн \$,** согласно консолидированным неаудированным результатам. Выручка выросла на 9% г/г до 1.4 млрд \$. Чистая прибыль сократилась на 74 млн \$, в основном ввиду потерь от курсовых разниц в размере 167 млн \$. Операционный денежный поток прибавил 39% г/г, отражая соответствующий отток оборотного капитала. Свободный денежный поток увеличился на 86% до 219 млн \$. Соотношение чистого долга к 12 месячной ЕБИТДА снизилось на 21% г/г до 1.9.

**Наш взгляд:** Опубликованный показатель ЕБИТДА превысил нашу оценку на 19% на фоне неожиданного падения (на 10% кв/кв) средних эффективных расходов на один генерируемый мВт-ч (рассчитывается как разница между оптовой ценой и маржой). Теоретически, данное событие может быть связано с одновременным ростом объемов добычи и продажи угля (+9% кв/кв), однако уровень раскрытия информации компанией не позволяет нам достоверно выяснить причину и определить ее релевантность для будущих периодов. В то же время, сами по себе результаты заставляют нас повысить наш годовой прогноз ЕБИТДА на 50 млн \$ до 890 млн \$, даже с учетом негативной динамики по тарифам предоставляемых ТЭС Энергорынком в четвертом квартале (-12% кв/кв, согласно текущим данным). В целом, кредитные метрики ДТЭК, по нашему мнению, продолжают выглядеть привлекательно: мы считаем, что в ближайшем будущем соотношение чистого долга компании к 12 месячной ЕБИТДА остаться на уровне 2.0. При этом, рекомендацию по бумагам компании мы оставляем на отметке «держать», учитывая повышенные политических рисков с связи с предстоящими выборами, а также недавним скачком доходности суверенных и квазисуверенных еврооблигаций (к примеру, мы предпочитаем Укрэксимбанк 2025 ДТЭК 2024).

#### Результаты ДТЭК за 3кв18, млн \$

	3кв18	3кв17	г/г	2кв18	кв/кв
Выручка	1,339	1,231	9%	1,406	-5%
ЕБИТДА <sup>1</sup>	222	193	15%	230	-3%
ЕБИТДА маржа	17%	16%	1pp	16%	0pp
Чистая прибыль	-73	1	нс	40	-281%
Чистая маржа	-5%	0%	-6pp	3%	-8pp
OCF <sup>2</sup>	250	179	39%	211	18%
Сарех <sup>3</sup>	31	62	-50%	73	-57%
FCF <sup>4</sup>	219	117	86%	139	58%
Цена на э/э, грн/мВт-ч <sup>5</sup>	1,833	1,426	29%	1,897	-3%
Цена на э/э, \$/мВт-ч	67.0	55.0	22%	72.5	-8%
Производство э/э, ТВт-ч	7.2	9.6	-25%	7.6	-5%
Добыча угля, тыс т	7.1	6.2	14%	6.5	9%
ЕБИТДА/мВт, \$	30.9	20.1	54%	30.4	2%
Чистый долг	1,922	2,100	-8%	1,996	-4%
Чистый долг/ ЕБИТДА <sup>6</sup>	1.9	2.4	-21%	2.1	-6%

(1) Исключает убытки от курсовых разниц, списания и переоценки активов

(2) Денежный поток от операционной деятельности

(3) Капитальные инвестиции

(4) Свободный денежный поток

(5) Средняя цена продажи электроэнергии украинских ТЭС в оптовый рынок

(6) ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, Adamant Capital

**ЕБИТДА компании Кернел в 1кв19 увеличилась на 37% г/г до 59 млн \$** (исключает доход от переоценки биологических активов). Сегмент торговли зерном внес основной вклад в рост итоговой цифры, прибавив 22 млн \$ г/г, частично в результате сильных показателей Avere (дочернее предприятие Кернел, которое занимается торговлей товарными фьючерсами и опционами). Выручка удвоилась г/г га фоне скачка объемов продаж зерна третьим лица в 3.4 раза. Операционный денежный поток сократился на 77% до 23 млн \$, отражая соответствующее увеличение оборотного капитала. В ходе конференц-звонка для инвесторов менеджмент обнародовал свои ожидания на 2019: средняя маржа производства масла наливом должна составить 65-66 \$/т (+33% г/г), объемы экспорта зерна с Украины возрасти более, чем на 60% г/г до 6.2 млн т (предыдущая оценка компании составляла 5.4 млн т), а ЕБИТДА сельскохозяйственного дивизиона удвоиться до 160 млн \$. Руководство также подтвердило намерение направить 330 млн \$ на капитальные инвестиции, из которых 86 млн \$ - на ремонт и обслуживание производственных мощностей. Одним из источников финансирования должен послужить долгосрочный кредит от неназванной МФО на сумму 250 млн \$. Соотношение чистого долга к 12 месячной ЕБИТДА удвоилось г/г до 3.1 (также исключает МСФО 41).

**Наш взгляд:** Квартальный показатель ЕБИТДА оказался выше наших предположений, главным образом, на фоне неожиданно большого вклада Avere (порядка 10 млн \$) и несколько более высокой прибыли сегмента производства масла. Учитывая также обновленный прогноз менеджмента касательно объемов продаж зерна (увеличен на 15%), мы повышаем нашу годовую оценку ЕБИТДА холдинга на 13% до 340 млн \$. В то же время, мы отмечаем, что озвученная цифра в значительной степени зависит от доходов сельскохозяйственного дивизиона, которые, согласно ожиданиям руководства компании, должны составить 160 млн \$. В 1кв19 Кернел отразил лишь 7% от данной суммы, а отклонение от прогноза в прошлом году составило 18%. В целом, мы продолжаем придерживаться мнения, что данный эмитент является одним из наименее рискованных корпоративных заемщиков в Украине, поскольку его соотношение скорректированного чистого долга (на легкорезализуемые товарно-материальные запасы) к 12 месячной ЕБИТДА не должно превысить 1.2 к концу 2019, несмотря на существенный размер запланированных капитальных инвестиций. Наша рекомендация по бумагам Кернела остается на отметке «покупать», ввиду текущей премии по доходности в 150 бп к еврооблигациям эмитента аналогичного качества МХП.

**Результаты Кернела по МСФО за 1кв19, млн \$**

	1кв19	1кв18	г/г	4кв18	кв/кв
Выручка	1,140	536	113%	789	44%
ЕБИТДА	101	46	119%	26	281%
Переоценка БА <sup>1</sup>	41	3	нс	27	55%
ЕБИТДА скорр <sup>2</sup>	59	43	37%	0	нс
Масло	14	17	-17%	15	-10%
Агро	11	14	-17%	10	17%
Зерно	24	2	нс	-27	-190%
Инфраструктура	14	17	-15%	11	29%
ЕБИТДА скорр маржа	5%	8%	-3пп	0%	5пп
Чистая прибыль	78	23	244%	-8	нс
Маржа по прибыли	7%	4%	3пп	-1%	8пп
Чистый долг	686	507	35%	622	10%
Долг/ЕБИТДА <sup>3</sup>	3.1	1.6	101%	3.1	2%
Скорр долг/ЕБИТДА <sup>4</sup>	1.2	0.3	262%	1.5	-15%
ОСФ <sup>5</sup>	23	97	-77%	149	-85%
Сарех <sup>6</sup>	49	63	-22%	80	-39%
FCF <sup>7</sup>	-26	35	-176%	69	-138%
Продажи масла, тыс т	393	393	0%	387	2%
Масло ЕБИТДА/т, \$	35	43	-17%	40	-11%

(1) Биологические активы

(2) ЕБИТДА исключая переоценку биологических активов

(3) Соотношение чистого долга к 12 месячному показателю ЕБИТДА

(4) Соотношение чистого долга, скорректированного на легкорезализуемые товарно-материальные запасы (зерно) к

скорректированному показателю 12-месячной ЕБИТДА

(5) Денежный поток от операционной деятельности

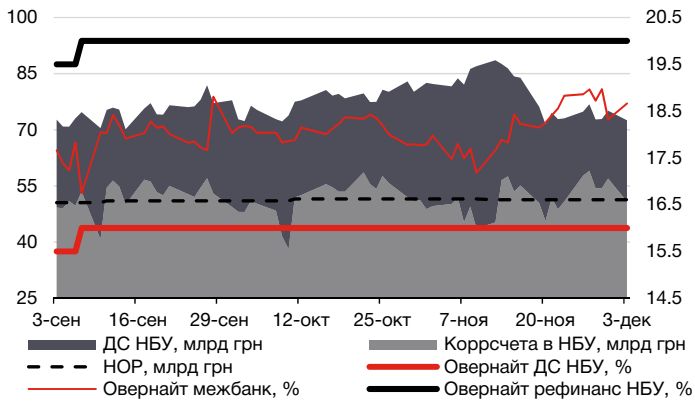
(6) Капитальные инвестиции

(7) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, Adamant Capital

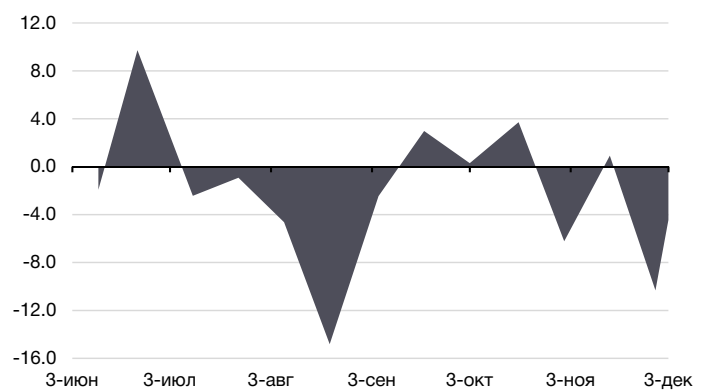
## Приложение

Ликвидность банковской системы (лш) и ставки ЦБ по ДС (пш)



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему<sup>1</sup>, млрд грн

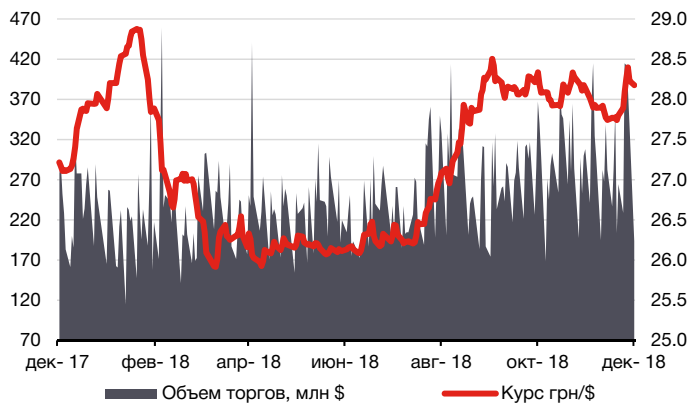


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за две недели  
(1) Банковская система  
Источник: НБУ

**Ликвидность локального рынка** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 2.3 млрд грн до 72.5 млрд грн за неделю. Министерство финансов 4 декабря разместило облигации в гривне с погашением в марте и июне 2019 с доходностью 19.0% и 18.5%, соответственно, а также в долларах США с погашением в июне 2019, октябре 2019 и октябре 2020 с доходностью 6.7%, 7.25% и 7.5%, соответственно. Размещены были также облигации в евро с погашением в ноябре 2019 и доходностью 4.6%. Общие заимствования составили 60.7 млн грн, 1.5 млн \$ и 0.1 млн евро.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе девальвировал на 0.2%, открывшись на отметке 28.10 и закрывшись к концу на уровне 28.15.

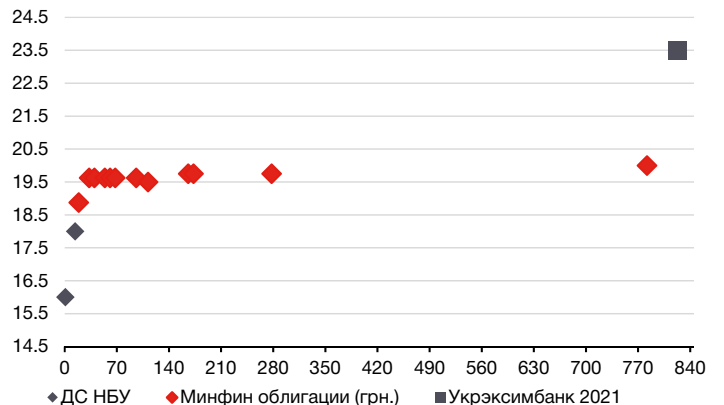
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

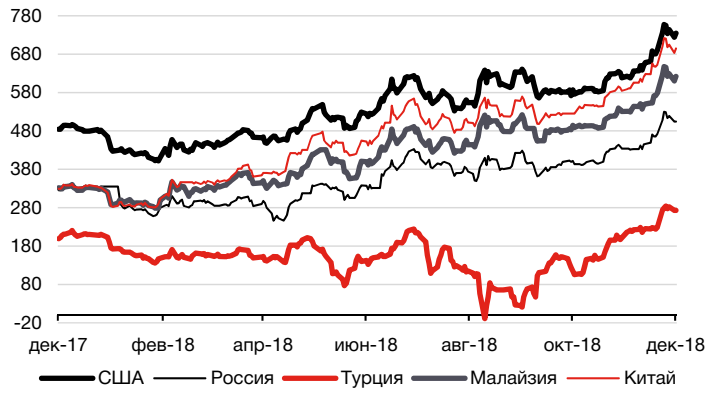
Источник: НБУ

Локальный рынок: доходность (% , лш) и срок погашения (дней)



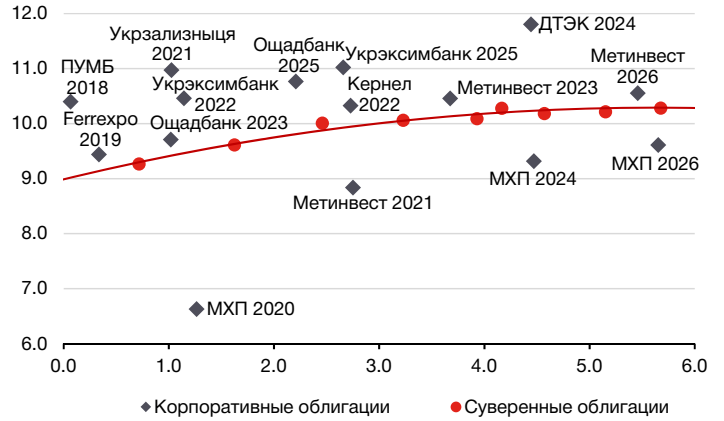
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



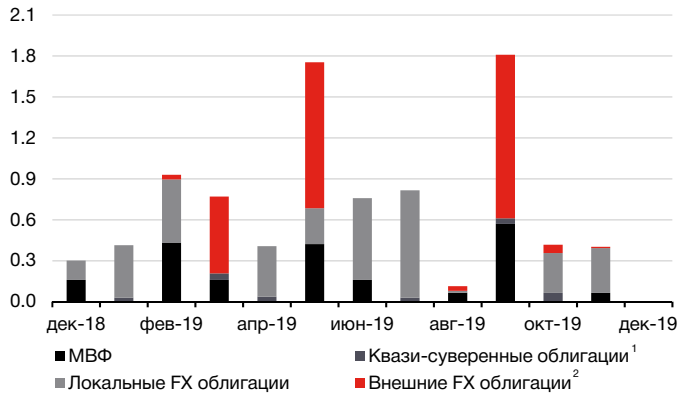
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



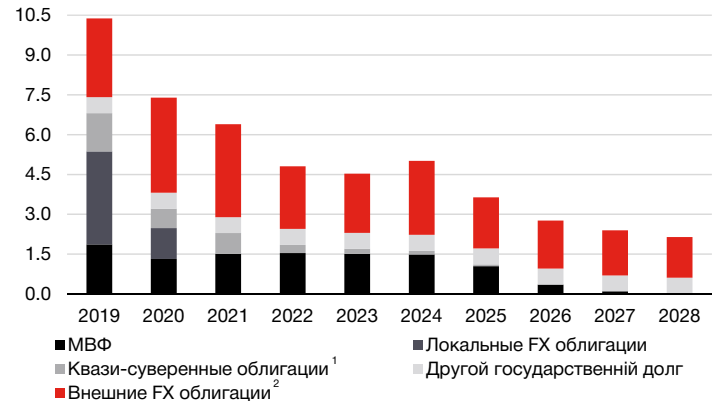
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 12м, млрд \$



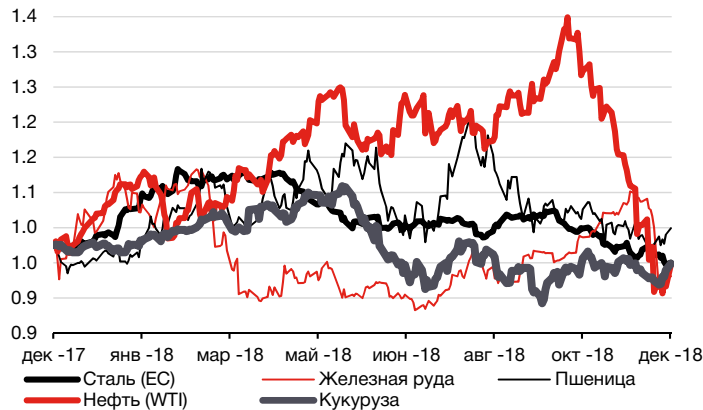
Процентные платежи включены в каждую категорию  
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 (2) Включают кредитные гарантии США  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2018-28, млрд \$



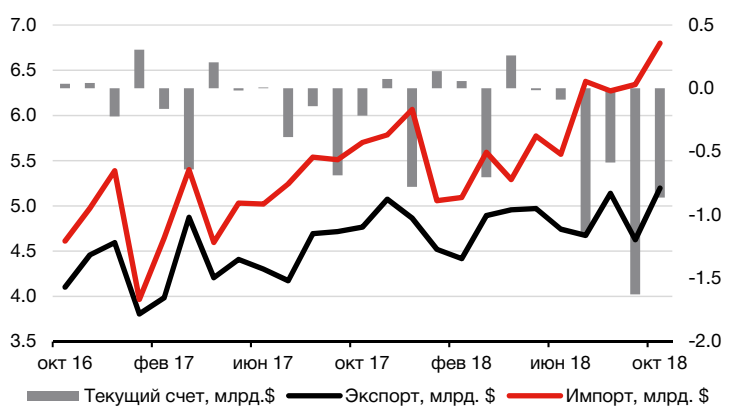
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018  
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 (2) Включают кредитные гарантии США  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: North America HRC Spot; China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (CBT); WTI Crude Oil Futures; Corn Futures (CBT)  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	3кв17	4кв17	2017	1кв18	2кв18	3кв18П	4кв18П	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	2.4%	2.2%	2.5%	3.1%	3.8%	2.8%	4.9%	3.7%
Номинальный ВВП, млрд грн	833	894	2,983	700	807	969	1,082	3,559
Номинальный ВВП, млрд \$	32	33	113	26	31	35	38	130
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	21.1%	20.9%	22.0%	14.9%	17.0%	13.2%	15.3%	15.1%
ИПЦ (средний за период), г/г %	16.1%	14.0%	14.5%	13.8%	11.6%	8.9%	10.4%	11.2%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	16.4%	13.7%	13.7%	13.2%	9.9%	8.9%	11.0%	11.0%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2,6</sup>	1.3%	9.4%	1.4%	0.4%	-1.7%	-0.4%	9.2%	2.6%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>	4.0%	12.7%	4.1%	0.4%	-1.2%	-0.4%	9.2%	2.7%
Государственный долг, % ВВП	72.7%	71.8%	71.8%	66.4%	61.8%	62.7%	62.8%	62.8%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	46.5%	43.5%	43.5%	41.7%	38.7%	38.0%	38.2%	38.2%
Общий внешний долг, млрд \$	116	115	115	115	114	114	117	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	13.6	14.7	53.9	13.8	14.7	14.4	15.2	58.1
Импорт товаров и услуг, млрд \$	16.3	17.6	62.5	15.7	16.6	19.1	18.9	70.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-2.7	-2.9	-8.6	-1.9	-2.0	-4.7	-3.7	-12.3
Текущий счет, млрд \$	-1.2	-0.9	-2.4	-0.5	0.2	-3.5	-1.5	-5.4
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	-2.1	-1.6	-5.0	-0.2	-0.4	-2.8	-3.0	-6.4
Резервы НБУ, млрд \$	18.6	18.8	18.8	18.2	18.0	16.6	18.9	18.9
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>7</sup>	25.9	26.9	26.5	27.3	26.2	27.4	28.5	27.3
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	26.6	28.1	28.1	26.3	26.3	28.3	29.0	29.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	12.5%	14.5%	14.5%	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%

(1) Квартальные показатели рассчитываются при помощи данных за прошлые 12 мес

(2) Исключает весь дефицит, не включенный в официальные данные, но включает в себя чистые бюджетные займы, выданные государственным предприятиям

(3) Включает докапитализацию Нафтогаза и государственных банков, государственные гарантии и т.д.

(4) ВВП рассчитывается в долларах по среднему курсу грн/\$ за год

(5) Согласно РПББ МВФ

(6) В доходы сводного бюджета за 2015 год не включены поступления от внедрения технологии 3G (9 млрд грн), согласно стандартам МВФ

(7) На основе официальных данных НБУ без взвешивания на объемы торговли

Источник: НБУ, ГССУ, Минфин, МВФ, Adamant Capital

Индикативные цены еврооблигаций, их доходность и рекомендации									
Название облигации	Рекомендация	Дата рек	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$
Украина 2019	Держать	-	7.8	сен-19	9.3	98.9	0.0	0.7	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	10.1	91.3	0.9	3.9	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	10.3	95.0	2.3	4.2	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	10.3	85.3	1.9	6.2	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	10.5	95.2	3.4	6.4	1,250
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	9.9	81.5	3.6	7.9	3,000
МХП 2024	Держать	20-ноя-18	7.8	май-24	9.3	93.4	-1.5	4.5	500
МХП 2026	Держать	20-ноя-18	7.0	апр-26	9.6	86.2	-1.7	5.7	550
ДТЭК 2024	Держать	4-дек-18	10.8	дек-24	11.8	95.4	-0.4	4.4	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	9-окт-18	10.4	апр-19	9.4	100.3	0.0	0.3	346
Метинвест 2023	Держать	6-ноя-18	7.8	апр-23	10.5	90.7	-0.8	3.7	945
Метинвест 2026	Держать	6-ноя-18	8.5	апр-26	10.6	89.6	-0.9	5.5	648
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	13.1	0.0	нс	543
Авангард в дефолте	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	нс	20.9	0.5	нс	214
ПУМБ 2018	Покупать	6-ноя-18	11.0	дек-18	10.4	100.0	0.0	0.1	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	январь-18	нс	21.0	0.0	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	21.1	-1.4	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	6-ноя-18	9.4	мар-23	9.7	98.8	0.5	1.0	700
Ощадбанк 2025	Покупать	6-ноя-18	9.6	мар-25	10.8	94.9	-0.5	2.2	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	6-ноя-18	16.5	мар-21	24.5	86.7	-0.7	1.9	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	6-ноя-18	9.6	апр-22	10.5	97.6	-0.3	1.1	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	6-ноя-18	9.8	январь-25	11.0	94.4	-0.1	2.7	600
Укрэлизныця 2021	Покупать	9-окт-18	9.9	сен-21	11.0	97.4	0.0	1.0	500
Кернел 2022	Покупать	5-дек-18	8.8	январь-22	10.3	95.8	-0.9	2.7	500

Примечание: поскольку мы оцениваем украинские бумаги относительно друг друга внутри группы, рекомендация по суверенным облигациям всегда – «Держать»

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7 дек
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	10 дек
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	13 дек
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	14 дек

Источник: НБУ, ГССУ, Adamant Capital, данные компаний

## Контакты

### Adamant Capital

5-Б Владимирская, 2-й этаж  
01001 Киев, Украина  
+380 44 585 52 36

#### Управление портфелем

Юрий Созинов | [urs@adamant-capital.com](mailto:urs@adamant-capital.com)

#### Аналитика

Константин Фастовец | [fkf@adamant-capital.com](mailto:fkf@adamant-capital.com)

Людмила Дунаева | [ldu@adamant-capital.com](mailto:ldu@adamant-capital.com)

#### PR

Инна Звягинцева | [zin@adamant-capital.com](mailto:zin@adamant-capital.com)

## Дисклеймер

Этот отчет был подготовлен исключительно для информационных целей и не является предложением, или просьбой о покупке, или продаже каких-либо ценных бумаг. Описания любой компании, или компаний, или/и их ценных бумаг, или рынков, или событий, упомянутых в настоящем документе, могут быть не полными. Мы не обязаны пересматривать, или обновлять любую информацию, или исправлять неточности, содержащиеся в этом докладе в будущем. Хотя данные для этого отчета были получены из источников, которые Adamant Capital считает надежными, мы не можем гарантировать их полноту и точность. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны полагаться на собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Adamant Capital, его руководство, представители и сотрудники, не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования материала или его содержания. Adamant Capital, третьи лица, связанные с ним, его директора, и/или сотрудники, и/или любые связанные с ними лица, могут иметь интересы в компаниях или предоставлять услуги одной или более компаниям, упомянутых в данном документе, и/или намерены приобрести такие интересы, и/или предоставить какие-либо такие услуги в будущем. Все оценки и мнения, высказанные в настоящем отчете, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, который полностью или частично участвовал в составлении этого документа, и может отличаться от мнения Adamant Capital. Этот документ или любая его часть не может быть скопирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.