

## Еженедельный обзор

- Рост реального ВВП страны составил 3.5% в 4кв18
- Консолидированный бюджет за 2м19 продемонстрировал профицит в размере 4.7 млрд грн
- В феврале выход основных секторов увеличился на 1.7% г/г
- Финансовые результаты МХП за 4кв18 оказались несколько хуже ожиданий

**Рост реального ВВП страны составил 3.5% в 4кв18 и 3.3% за год, согласно окончательным расчетам ГССУ.**

**Наш взгляд:** Итоговая цифра за квартал была пересмотрена всего на 10 бп по сравнению с предварительной оценкой в феврале, и, таким образом, отклонилась от нашего изначального прогноза (последний раз был пересмотрен в январе) незначительно (на 20 бп). Согласно опубликованным данным, вклады в рост секторов, по которым ГССУ предоставляет ежемесячные отчеты (на которых мы основываем расчет нашего индекса ИСП) в целом соответствовали нашим оценкам. Агропроизводство послужило основным источником положительной динамики на фоне скачка урожая кукурузы (+47% г/г, согласно WASDE). Промышленность продемонстрировала ожидаемо слабые результаты, вероятно, ввиду комбинации несистемных факторов, из которых самым важным могло стать введение военного положения на 30 дней. Сюрпризом для нас оказался лишь рост добавленной стоимости строительства на 7.6%, поскольку объемы выполненных работ практически не изменились, по сравнению с прошлым годом. Динамика остальных секторов проявила себя несколько лучше, чем мы предполагали, но интерпретация этих данных затруднена существенным размером фактора «поправки» (-80 бп). Тем не менее, бесспорным является факт значительного вклада в итоговую цифру прибавки добавленной стоимости от финансовых услуг, которая вероятно отражает выход в прибыль банковской системы в этом квартале. Со стороны затрат, доля реальных капиталовложений к ВВП продемонстрировала рекордное значение с 2010 года (26%), свидетельствуя о наращивании объемов инвестиционных проектов. Данная статистика в целом свидетельствует о предпосылках для экономического роста в будущем, хотя некоторые вложения могут быть связаны с альтернативной энергетикой, которая, скорее, заменит существующие производственные мощности вместо создания новых. Касательно следующего года, в 2019 мы ожидаем некоторое замедление роста валовой реальной добавленной стоимости ввиду высокой базы сравнения для сельскохозяйственного сектора и неутешительных предварительных данных за первый квартал. Дополнительными факторами являются повышенные политические риски, которые могут замедлить внедрение новых проектов, и более слабый прирост, в реальном выражении, расходов сводного бюджета (2.0% г/г против 6.5% в 2018). Наш прогноз увеличения реального ВВП за следующие 12 месяцев составляет 2.8%.

### Вклады секторов в рост реального ВВП 4кв18



(1) Разница между общим реальным ВВП и суммой секторальных вкладов в ВВП  
Источник: ГССУ, Adamant Capital

### Валовые и капитальные инвестиции, % от ВВП



Источник: ГССУ, Adamant Capital

**Консолидированный бюджет за 2м19 продемонстрировал профицит в размере 4.7 млрд грн.** Доходы за февраль увеличились на 24% г/г, в то время как расходы прибавили 9%. Остаток на казначейском счету на конец периода сократился на 3.4 млрд грн м/м до 8.2 млрд грн.

**Наш взгляд:** Рост доходов г/г за месяц оказался несколько лучше запланированного среднего на 2019 (+24% против +9%) практически по всем категориям, отчасти благодаря несистемным поступлениям от растаможивания ранее ввезенных автомобилей с иностранной регистрацией (на 4.4 млрд грн в сумме, посредством сборов НДС, акцизов и импортных пошлин) и от реализации имущества, конфискованного за совершение коррупционных преступлений (1.5 млрд грн). В то же время, данная динамика также может свидетельствовать о потенциальном превышении намеченных индикаторов в принципе. Расходы увеличились в соответствии с годовым планом, однако распределение по статьям отклонилось довольно сильно. Наибольший вклад в рост внесли образование, безопасность и суды, а также оборона. Хотя основные выплаты по обслуживанию долга еще впереди, заложенный годовой размер издержек по данной статье, по нашему мнению, может являться завышенным, как и в 2018. Наша оценка необходимых ресурсов на эти нужды находится почти на 40 млрд грн ниже официальной цифры. В целом, опубликованные данные подтверждаютзвученное ранее нами мнение, что бюджет на 2019 год является консервативным, и что удержание дефицита на уровне не более 2.0% от ВВП вполне реалистично при условии наличия политической воли.

	Сводный госбюджет за 2м19, млрд грн					
	февраль	г/г	2м19	г/г	ГП	г/г
<b>Доходы</b>	<b>94</b>	<b>24%</b>	<b>168</b>	<b>14%</b>	<b>9%</b>	
НДС	30	19%	54	-4%	16%	
Локальный НДС	6	73%	9	-27%	20%	
Импортный НДС	24	11%	45	3%	15%	
Налог на прибыль	6	-7%	9	5%	-1%	
Акцизы	10	44%	19	23%	12%	
НДФЛ	21	23%	39	23%	14%	
Рента	6	64%	10	89%	26%	
Импортные пошлины	3	46%	5	31%	16%	
Местные налоги	7	28%	13	23%	4%	
Неналоговые доходы	8	3%	15	11%	-11%	
Трансферты НБУ	0	нс	0	нс	7%	
Другое	4	97%	4	67%	-12%	
<b>Расходы</b>	<b>89</b>	<b>9%</b>	<b>163</b>	<b>23%</b>	<b>9%</b>	
Обслуживание долга	6	4%	12	4%	26%	
Гос. функции	5	13%	10	20%	15%	
Оборона	6	37%	10	32%	8%	
Безопасность и суды	9	26%	17	29%	14%	
Экон. деятельность	5	28%	7	17%	7%	
Коммун. хозяйство	2	33%	2	38%	-13%	
Медицина	9	18%	15	22%	4%	
Образование	18	14%	32	18%	11%	
Соц. обеспечение	27	-7%	54	31%	5%	
Доходы ПФ	19	22%	35	23%	нд	
Расходы ПФ	32	4%	63	20%	нд	
Другое	2	15%	4	16%	9%	
Чистый долг	-1	14%	0	нс	137%	
<b>Дефицит<sup>1</sup></b>	<b>-5</b>	<b>нс</b>	<b>-5</b>	<b>-69%</b>	<b>21%</b>	
% ВВП	нс	нс	-0.9%	2.4pp	0.1pp	
Доходы центр бюджета	70	25%	123	12%	11%	
Расходы центр бюджета	48	22%	90	46%	20%	
Чистые трансферты	24	-9%	47	-6%	-4%	
Доходы местн бюджетов	24	20%	44	20%	2%	
Расходы местн	41	-2%	73	4%	-4%	
<b>Номинальный ВВП<sup>2</sup></b>	<b>нд</b>	<b>нс</b>	<b>532</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	

Примечание. ГП – годовой план Госказначейства (на 2019)

(1) Расходы минус доходы плюс чистое кредитование консолидированного бюджета

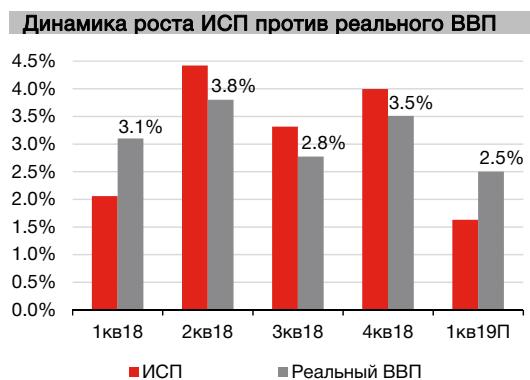
(2) Для расчетов использован наш прогноз

Источник: Государственная казначейская служба Украины, НБУ, ГССУ, Adamant Capital

**В феврале выход основных секторов увеличился на 1.7% г/г,** согласно нашему расчетному индексу ИСП. Промышленное производство сократилось на 1.8% (так же с учетом коррекции на сезонность), улучшив показатели по сравнению с январем (-3.3% и -2.9%). Согласно нашим расчетам, пассажирские и грузовые перевозки прибавили 3.6% г/г. Выход строительства увеличился на 26.6%, в связи со скачком в объемах инфраструктурных работ на 41.2%. Сельскохозяйственный сектор продемонстрировал рост на 3.6%. Оптовые продажи сократились на 6.5% г/г, в то время как розничные прибавили 7.2% (по нашим оценкам, внутренняя торговля в целом увеличилась на 1.9%).

**Наш взгляд:** ИСП в феврале оказался несколько выше нашей оценки и свидетельствует о долгожданном восстановлении роста экономики (тех секторов, которые публикуют оперативные данные) после затяжной отрицательной динамики (с ноября).

Индустриальное производство по отдельности все же снова продемонстрировало слабые результаты ввиду сокращения выхода металлургии, машиностроения и химической промышленности, по сравнению с прошлым годом. Однако что спад вышеупомянутых отраслей в этом месяце был меньшим, чем ранее, а добыча руды незначительно увеличилась. Секторами, которые положительно повлияли на динамику ИСП, послужили строительство (нежилые помещения и инфраструктурные работы), транспорт (пассажирская авиация, железнодорожные и автомобильные грузовые перевозки) и торговля. В марте мы ожидаем дальнейшего ускорения роста нашего расчетного индикатора до 2.7% г/г, что позволит ему увеличиться на 1.6% в среднем за квартал. Предполагая, что остальные отрасли, по которым операционные показатели не раскрываются, прибавят порядка 4.0% г/г (среднее значение за последние четыре квартала), динамика реального ВВП в 1кв19 может достигнуть ожидаемых нами 2.5% г/г.



Примечание: Индекс совокупного производства - средневзвешенное значение промышленного производства, розничных и оптовых продаж, перевозок, строительства и выхода с/х продукции  
Источник: ГССУ, Adamant Capital

**Финансовые результаты МХП за 4кв18 оказались несколько хуже ожиданий.** Показатель EBITDA (исключая эффект от переоценки по МСФО 41) остался на прошлогоднем уровне (111 млн \$). Выручка выросла на 32% до 420 млн \$. Чистый убыток составил 14 млн \$, отражая налог на прибыль в размере 41 млн \$.

Операционный денежный поток более чем утроился, достигнув 63 млн \$ в связи с уменьшением вложений в рабочий капитал, что наряду с сокращением капитальных инвестиций на 50%, вернуло свободный денежный поток к положительному значению (47 млн \$). В ходе конференц-звонка с инвесторами менеджмент озвучил прогнозы на 2019 год: инвестиции в основные фонды должны составить 150 млн \$ (исключая средства, направленные на приобретение Perutnina Ptuij), вложения в рабочий капитал увеличится на 30 млн \$, а маржа производства мяса в Украине останется примерно равной 0.5 \$/кг. Согласно ожиданиям холдинга, выход курятины, с учетом недавнего поглощения словенской компании, достигнет 800 тыс т (+30% г/г).

**Наш взгляд:** Опубликованное значение EBITDA за квартал оказалось на 13% ниже наших ожиданий на фоне меньшего, чем предполагалось, вклада от зернового сегмента (годовой показатель на га, исключая эффект от переоценки по МСФО 41, прибавил лишь 8% г/г, несмотря на существенный прирост по урожайности основных сельхоз-культур). Второй причиной стали рекордные корпоративные издережки, которые выросли на 35% г/г до 14 млн \$. Принимая во внимание данные отклонения и запланированный рост объемов производства, а также консолидируя потенциальные доходы нового дочернего предприятия в Словении, мы рассчитали, что EBITDA холдинга в 2019 все равно составит порядка 500 млн \$ (+20% г/г). Таким образом, уровень долговой нагрузки МХП остается к концу года в пределах 3.0, если расходы на инвестиции в основные фонды и рабочий капитал совпадут с текущими оценками менеджмента. Риски недостатка ликвидности, по нашему мнению, продолжат быть умеренными, поскольку суммарные выплаты по долговым обязательствам (преимущественно перед украинскими банками) в течение следующих 12 месяцев составляют всего 146 млн \$. В целом, опубликованные данные, по нашему мнению, указывают на сохранение основных кредитных метрик на благоприятном уровне. Несмотря на это, мы оставляем нашу рекомендацию по еврооблигациям эмитента на отметке «держать», учитывая текущий дисконт по доходности данных бумаг к суворенной кривой (в размере 100-150 бп).

	Результаты МХП за 4кв18 по МСФО, млн \$,				
	4кв18	4кв17	г/г	3кв18	кв/кв
Выручка	420	318	32%	442	-5%
EBITDA	88	87	1%	99	-11%
Переоценка БА <sup>1</sup>	-22	-24	нс	-18	нс
EBITDA скорр. <sup>2</sup>	111	111	0%	117	-5%
Птица	70	84	-17%	80	-13%
Зерно	52	35	50%	34	54%
EBITDA скорр. маржа	26%	35%	-9пп	26%	0пп
Курсовые разницы	28	-61	нс	-88	нс
Чистая прибыль	-14	-21	нс	-49	нс
Маржа по прибыли	-3%	-7%	3пп	-11%	8пп
Чистый долг	1,131	1,031	10%	1,166	-3%
Долг/EBITDA <sup>3</sup>	2.5	2.2	12%	2.7	-5%
Долг/скорр. EBITDA <sup>2</sup>	2.7	2.4	15%	2.8	-3%
OCF <sup>4</sup>	63	20	207%	118	-47%
Capex <sup>5</sup>	16	33	-50%	86	-81%
FCF <sup>6</sup>	47	-12	нс	31	48%
Выпуск птицы, тыс т	159	142	13%	151	6%
Продажи птицы, тыс т	144	114	27%	161	-10%
Цена птицы, грн/кг	40.6	40.7	0%	40.4	0%
Цена птицы, \$/кг	1.45	1.51	-4%	1.48	-2%
Земельный банк, тыс га	363	356	2%	363	0%
EBITDA от птицы <sup>7</sup> /кг, \$	0.48	0.74	-34%	0.50	-3%
EBITDA/га <sup>8</sup> , \$	325	301	8%	277	17%

(1) Биологические активы

(2) EBITDA исключая переоценку биологических активов

(3) Чистый долг

(4) Денежный поток от операционной деятельности

(5) Капитальные инвестиции

(6) Свободный денежный поток

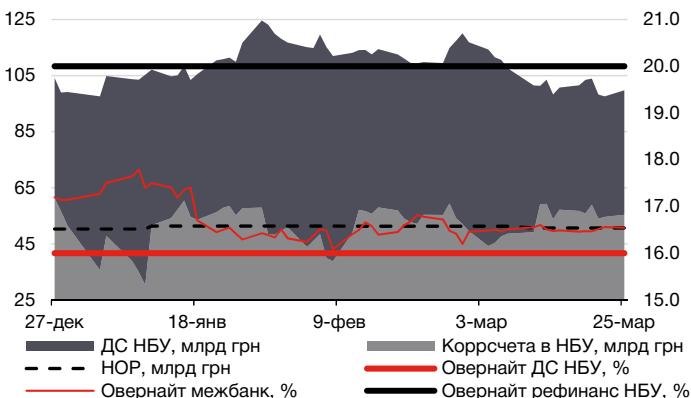
(7) EBITDA на кг продаж третьим лицам

(8) EBITDA растениеводческого сегмента (исключая переоценку по IAS 41) на гектар соответствующего урожая

Источник: данные компаний, Adamant Capital

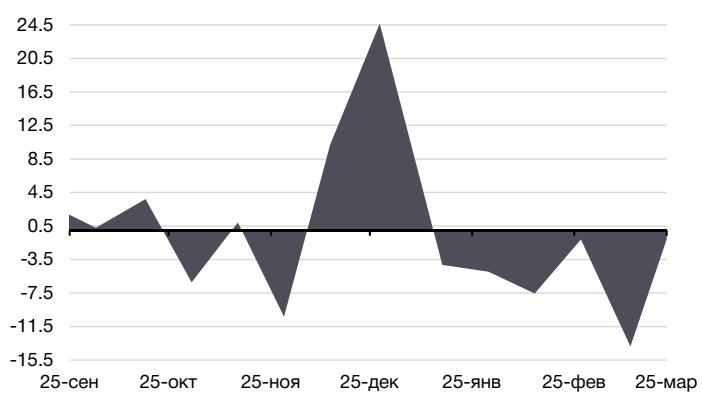
## Приложение

### 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

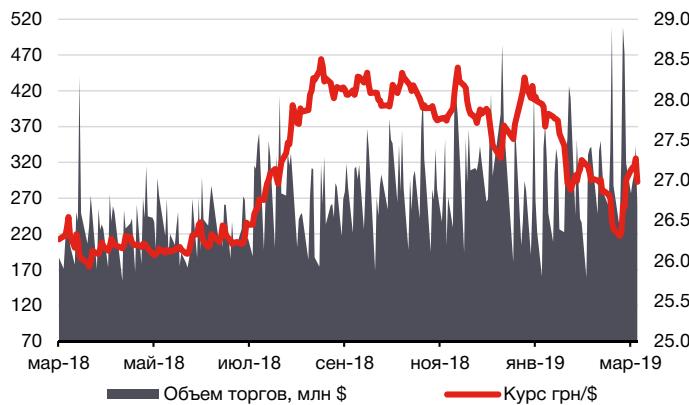
(1) Банковская система

Источник: НБУ

**Ликвидность локального рынка** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 1.8 млрд грн до 99.7 млрд грн за неделю. Министерство финансов 26 марта разместило облигации в гривне с погашением в июле 2019, сентябре 2019, январе 2020, июле 2020 и марте 2021 с доходностью 19.5%, 19.0%, 18.5%, 18.25% и 18.0%, соответственно, а также в долларах США с погашением в июне 2019, феврале 2020 и феврале 2021 с доходностью 6.5%, 7.25% и 7.75%, соответственно. Общие заимствования составили 3.8 млрд грн и 62.5 млн \$.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе укрепился на 0.7%, открыввшись на отметке 27.16 и закрывшись к концу на уровне 26.97.

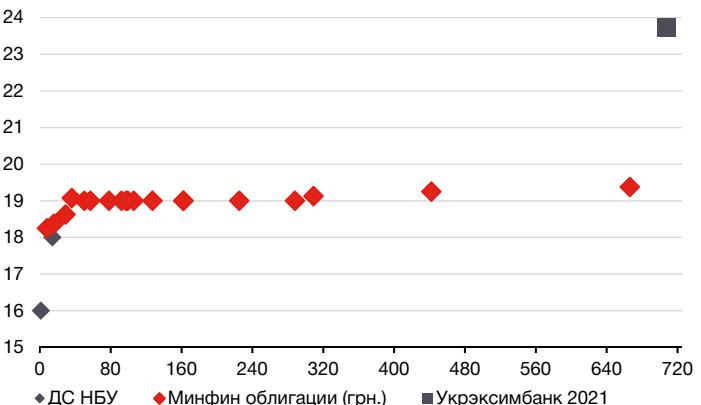
### Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

Источник: НБУ

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

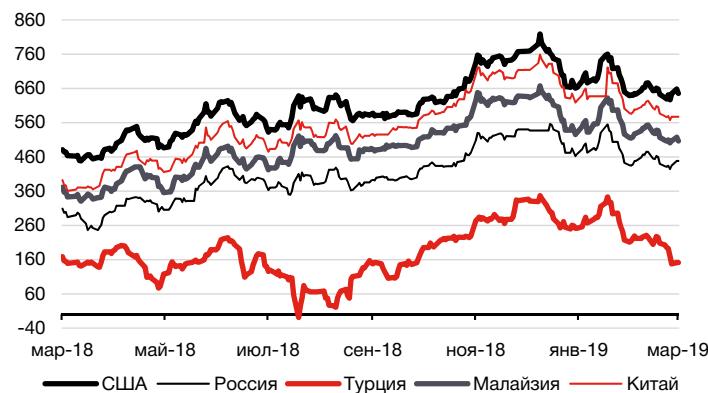


Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

26 марта, 2019

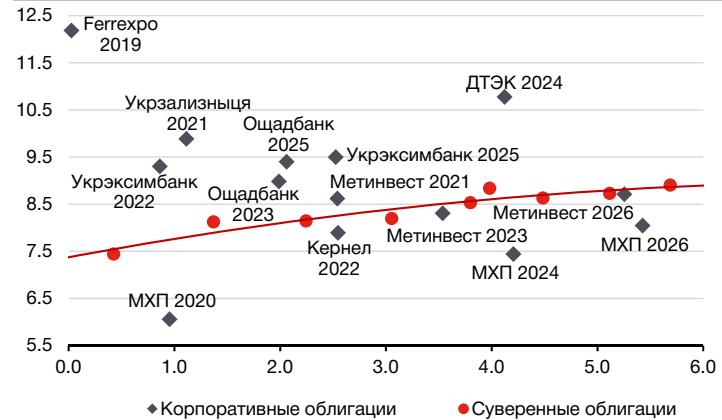
## Еженедельный обзор макроэкономики и облигаций

### Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



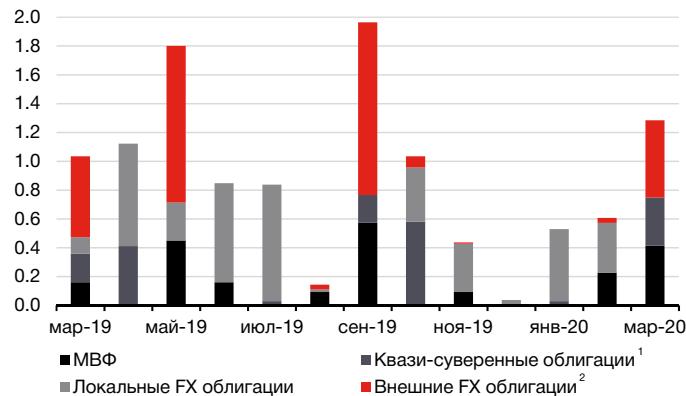
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



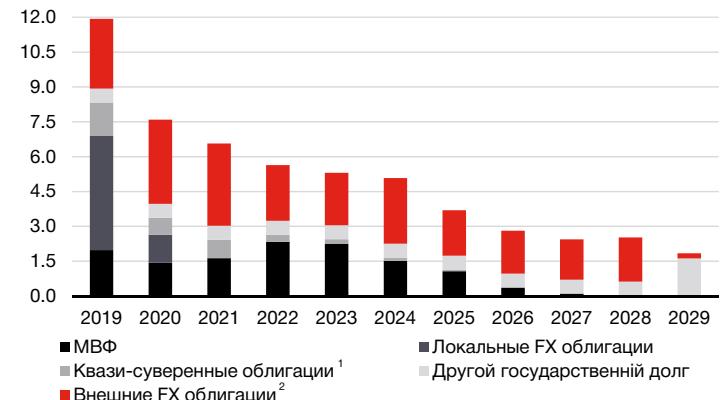
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



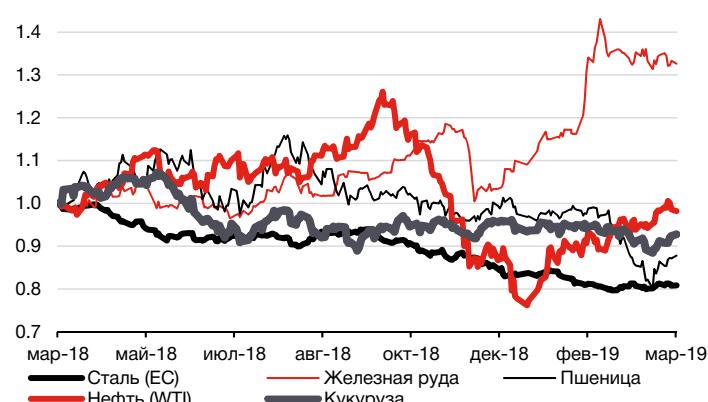
Процентные платежи включены в каждую категорию.  
(1) Долг государственных банков, Укрзализныци и муниципалитетов  
(2) Включают кредитные гарантии США  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

### График погашения внешнего долга Украины на 2019-29, млрд \$



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

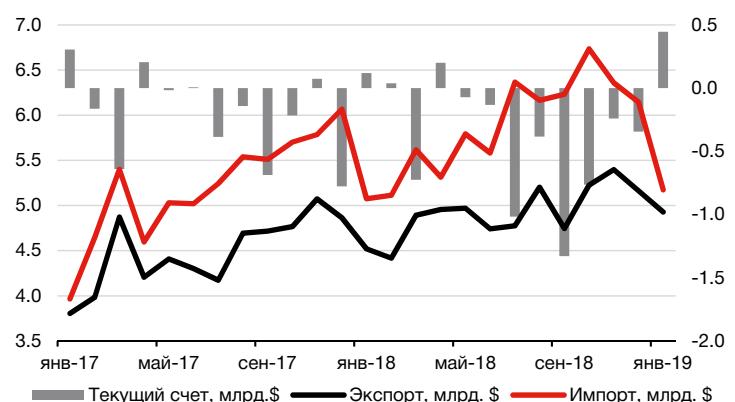
### Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: Platts TSI HRC N Europe; 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

	2017	1кв18	2кв18	3кв18	4кв18	2018	1кв19П	2019П
Рост реального ВВП, г/г %	2.5%	3.3%	3.8%	2.8%	3.5%	3.3%	2.5%	2.8%
Номинальный ВВП, млрд грн	2,984	705	811	995	1,048	3,559	798	4,024
Номинальный ВВП, млрд \$	113	26	31	36	37	131	29	141
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	22.1%	15.1%	17.4%	16.0%	13.5%	15.0%	10.4%	10.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	14.5%	13.8%	11.6%	8.9%	9.7%	11.0%	9.1%	8.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	13.7%	13.2%	9.9%	8.9%	9.8%	9.8%	9.2%	6.8%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2,6</sup>	1.4%	0.4%	-1.7%	-0.4%	7.9%	1.9%	-0.3%	2.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>	4.0%	0.4%	-1.2%	-0.4%	8.3%	2.2%	-0.3%	2.0%
Государственный долг, % ВВП	71.8%	66.3%	61.6%	62.1%	60.9%	60.9%	58.8%	55.9%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	43.5%	41.6%	38.6%	37.6%	38.6%	38.6%	37.7%	34.9%
Общий внешний долг, млрд \$	115	115	114	114	115	115	115	111
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	53.9	13.8	14.7	14.7	15.8	59.0	15.2	62.1
Импорт товаров и услуг, млрд \$	62.5	15.8	16.7	18.8	19.2	70.5	16.4	73.9
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-8.6	-2.0	-2.0	-4.0	-3.5	-11.5	-1.2	-11.8
Текущий счет, млрд \$	-2.4	-0.6	0.0	-2.7	-1.3	-4.7	0.3	-4.5
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	-5.0	-0.3	-0.6	-2.0	-4.6	-7.5	0.5	-3.9
Резервы НБУ, млрд \$	18.8	18.2	18.0	16.6	20.8	20.8	20.0	19.5
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>7</sup>	26.5	27.3	26.2	27.4	28.0	27.2	27.3	28.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	28.1	26.3	26.3	28.3	27.7	27.7	27.0	30.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.5%	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	17.0%

(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 РПБ6 МВФ

(6) В доходы сведенного 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	Bld	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$
Украина 2019	Держать	-	7.8	сен-19	7.4	100.1	0.0	0.4	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	8.5	97.2	0.0	3.8	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	8.8	100.6	-0.3	4.0	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	8.9	93.2	0.3	6.2	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	9.2	103.2	0.8	6.3	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	8.8	89.1	0.2	8.2	3,000
МХП 2024	Держать	26-мар-19	7.8	май-24	7.4	101.3	0.3	4.2	500
МХП 2026	Держать	26-мар-19	7.0	апр-26	8.0	94.2	0.2	5.4	550
ДТЭК 2024	Покупать	5-мар-19	10.8	дек-24	10.8	99.9	0.0	4.1	1,344
Феррекспо 2019	Покупать	9-окт-18	10.4	апр-19	12.2	99.9	0.0	0.0	346
Метинвест 2023	Держать	19-мар-19	7.8	апр-23	8.3	98.1	-0.2	3.5	945
Метинвест 2026	Держать	19-мар-19	8.5	апр-26	8.7	98.9	0.0	5.3	648
Укрлэндфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	nc	14.0	-0.2	nc	543
Авангард в дефолте	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	nc	17.9	0.0	nc	214
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	nc	21.1	-0.3	nc	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	nc	20.0	0.0	nc	175
Ощадбанк 2023	Покупать	12-фев-19	9.4	мар-23	9.0	101.3	0.1	2.0	700
Ощадбанк 2025	Покупать	12-фев-19	9.6	мар-25	9.4	101.0	0.4	2.1	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	-	-	16.5	мар-21	25.5	86.9	0.0	1.7	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	12-фев-19	9.6	апр-22	9.3	100.8	0.3	0.9	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	12-фев-19	9.8	янв-25	9.5	101.1	0.5	2.5	600
Укрзализныця 2021	Покупать	9-окт-18	9.9	сен-21	9.9	100.0	0.3	1.1	500
Кернел 2022	Покупать	5-мар-19	8.8	янв-22	7.9	102.1	0.2	2.5	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 платежному балансу	Точная	29-мар
Метинвест - отчет за январь	Индикативная	29-мар
Ferrexpo - предварительные результаты за 2018	Точная	3-апр
Ferrexpo - операционные результаты за 1кв19	Точная	5-апр
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	5-апр
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	9-апр

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

#### Аналитика

Константин Фастовец | fks@adamant-capital.com  
Людмила Дунаева | ldu@adamant-capital.com

#### PR

Инна Звягинцева | 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 копирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.