

Еженедельный обзор

- Дефицит текущего счета в январе увеличился на 190 млн \$ г/г до 60 млн \$
- Валютные резервы НБУ остались равными 18.4 млрд \$, как и в прошлом месяце
- НБУ увеличил учетную ставку на 100 бп до 17.0%
- EBITDA компании Метинвест в 4кв17 увеличилась на 110% г/г до 593 млн \$
- Показатель EBITDA компании Кернел во 2кв18 уменьшился на 41% г/г до 76 млн \$

Дефицит текущего счета в январе увеличился на 190 млн \$ г/г до 60 млн \$. Показатель за последние двенадцать месяцев составил 4.0 млрд \$, по сравнению с 3.0 млрд \$ год назад. Месячный торговый баланс ухудшился на 300 млн \$ г/г. Финансовый счет продемонстрировал отток в размере 400 млн \$ (на 50 млн \$ больше, чем в прошлом году), в результате которого дефицит платежного баланса достиг 450 млн \$.

Наш взгляд: Дефицит текущего счета в январе оказался выше наших ожиданий, поскольку рост импорта г/г увеличился более существенно, чем экспорта, по сравнению с прошлым месяцем. Наиболее значительно прибавили в темпе закупки из других стран химических продуктов (удобрения +69% г/г против +13% г/г в декабре), потребительских товаров (+39% против 15% ранее) и продукции машиностроения (+32% против +25%). Ускорение поставок за рубеж произошло, в большей степени, в сельском хозяйстве (в основном, на фоне меньшего сокращения производства кукурузы и подсолнечного масла г/г), в металлургии (вследствие несколько большей разницы в цене и увеличения объемов) и в добыче железной руды (главным образом, в результате количественного роста). Тем не менее, учитывая, что год только начался, мы не находим данные изменения в динамике достаточными для корректирования нашего прогноза с текущих с 4.2 млрд \$. Финансовый счет в январе продемонстрировал неожиданно существенный чистый отток, вызванный выплатами по долгам частного сектора (включая погашение задолженности Нафтогаза перед ЕБРР на сумму 300 млн \$), несмотря на восстановление объемов розничных продаж валюты с -64 млн \$ в декабре до 190 млн \$. Хотя дефицит ФС несколько озадачивает, следует отметить, что он, скорее всего, был спровоцирован накоплением долларов экономическими агентами на фоне девальвации и негативных ожиданий по обменному курсу, а значит является временным (что подтверждается отрицательными интервенции НБУ в феврале).

Показатели платежного баланса, млн \$

	январь-18	декабрь-17	ноябрь-17	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	4 517	4 956	5 195	54 676	47 114
м/м	-9%	-5%	10%	0%	0%
г/г	19%	8%	17%	16%	1%
Импорт:	4 890	5 848	5 635	61 835	52 155
м/м	-16%	4%	3%	0%	0%
г/г	27%	11%	16%	19%	7%
ТБ ⁽¹⁾ :	-373	-892	-440	-7 159	-5 041
м/м	519	-452	335	0	0
г/г	-311	-203	-21	-2 118	-3 013
ТС ⁽²⁾ :	-61	-690	28	-4 027	-2 983
м/м	629	-718	405	0	0
г/г	-192	-273	182	-1 044	-2 727
ФС ⁽³⁾ :	388	-702	-468	-6 351	-3 913
м/м	1 090	-234	63	0	0
г/г	54	76	-395	-2 438	-2 253
ПБ ⁽⁴⁾ :	-449	1	491	2 319	1 024
м/м	-450	-490	336	0	0
г/г	-247	-358	571	1 295	-835
Funding flow ⁽⁵⁾	-436	514	17	2 750	458

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

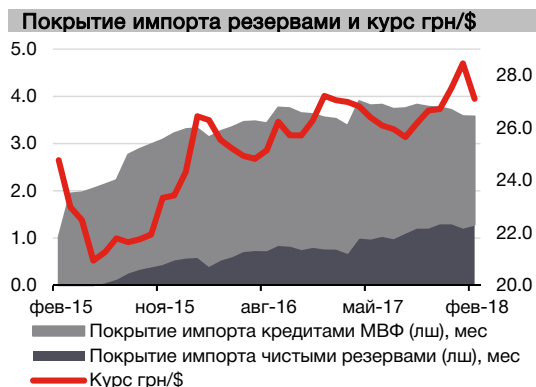
(4) Платежный баланс

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

Источник: НБУ, Adamant Capital

Валютные резервы НБУ остались равными 18.4 млрд \$, как и в прошлом месяце. Отток был вызван, прежде всего, процентными и амортизационными платежами по государственному долгу на сумму 540 млн \$ (включая выплату 470 млн \$ МВФ), а также убытком от переоценки финансовых инструментов в размере 40 млн \$. Поступлениями послужили чистые интервенции, которые составили 400 млн \$ и размещения ОВГЗ на сумму 140 млн \$.

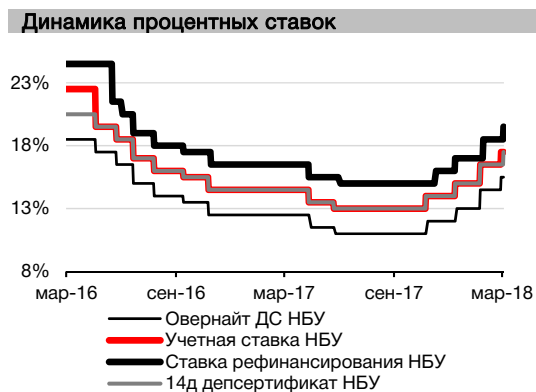
Наш взгляд: Опубликованных данных достаточно, чтобы посчитать платежный баланс частного сектора, который составил, 540 млн \$ против -430 млн \$ в январе. Следует отметить, что, согласно официальным цифрам, розничные продажи валюты практически отсутствовали в течение месяца, что свидетельствует о важной роли альтернативных источников финансирования (приобретение нерезидентами ОВГЗ на сумму 300 млн \$ является одним из них). Согласно нашему прогнозу, резервы на конец декабря 2018 достигнут 20.8 млрд \$, если Украина получит следующий транш от МВФ на сумму 2.0 млрд \$, 0.5 млрд евро макрофинансовой помощи от ЕС, кредит от Всемирного банка в размере 0.5 млрд \$, а также осуществит размещение еврооблигаций на 1.0 млрд \$ (в чистом виде).



Источник: НБУ, Adamant Capital

НБУ увеличил учетную ставку на 100 бп до 17.0%. Согласно пресс-релизу, продолжение ужесточения монетарной политики, по-прежнему, необходимо для снижения инфляции до целевого диапазона, установленного регулятором, хотя бы к середине 2019 года (достижение цели в 2018 признано маловероятным). В этом году Нацбанк видит следующие риски ценовой стабильности: высокая чувствительность экономики к внешним шокам в связи с продолжением отсрочки очередного транша от МВФ, повышенные инфляционные ожидания экономических агентов и существенные темпы роста потребительского спроса.

Наш взгляд: Учитывая, что инфляция была частично обусловлена девальвацией гривны на 7% за декабрь и январь, и что к концу февраля национальная валюта снова укрепилась до прежнего уровня, дополнительное ужесточение монетарной политики, по нашему мнению, не было необходимым. Тем не менее, мы не ожидаем понижения ставки до конца года, поскольку НБУ, вероятно, продолжит активный выкуп избытка иностранной валюты с межбанковского рынка, что сводит вероятность импортированной дефляции к минимуму. Более того, на цены негативно повлияет новый скачок в стоимости коммунальных услуг, который произойдет в результате выполнения требований МВФ к повышению тарифов на газ для населения (потенциально также возможен рост цен на электроэнергию).



Источник: НБУ

EBITDA компании Метинвест в 4кв17 увеличилась на 110% г/г до 593 млн \$. Выручка прибавила 64% г/г, дойдя до отметки 2.7 млрд \$. Вклад металлургического сегмента в общий рост EBITDA составил 93%, а соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA сократилось на 40% г/г до 1.5.

Наш взгляд: EBITDA за квартал оказалась выше нашего прогноза на 12% на фоне рекордной прибыли в декабре, вызванной неожиданным снижением себестоимости производства металлов на 10% м/м. Годовой показатель достиг 1.8 млрд \$, отклонившись от нашей оценки лишь на 3.2% (неудивительно, учитывая ежемесячную отчетность). Принимая во внимание 18% рост цен на сталь в течение первых двух месяцев года, перспективы Метинвеста в 2018 выглядят довольно радужно, особенно если холдингу удастся оставить себестоимость на тонну на таком же низком уровне, как в декабре. Наш текущий прогноз EBITDA составляет 2.3 млрд \$, а ожидаемое соотношение чистого долга к этому показателю – 1.0 (и это предполагая, что порядка 80% доходов будет потрачено на капитальные инвестиции и потребности в рабочем капитале). Касательно рисков рефинансирования, мы считаем, что, скорее всего, Метинвест проведет размещение новых бумаг и использует поступления для частичного погашения текущих облигаций и PXF-кредитов (по нашему мнению, амортизация всей суммы маловероятна, учитывая, что для этого потребуется 2.2 млрд \$ сразу). Поскольку текущие держатели бумаг смогут приобрести новый инструмент, результат операции будет эквивалентен достижению соглашения с чуть более выгодными условиями для эмитента. По нашим расчетам, даже если, начиная с 2019 года, средняя ставка купона снизится до 9.5% с настоящих 10.88%, текущая рыночная цена предполагает доходность равную 8.5%, что все равно значительно выше, чем почти у всех остальных еврооблигаций из Украины (премия к доходности суверенной кривой составляет 250 бп). Мы оставляем рекомендацию по Метинвест 2021 на отметке «покупать».

Результаты Метинвеста за 4кв17, млн \$

	4кв17	4кв16	г/г	3кв17	кв/кв
Выручка	2 709	1 655	64%	2 309	17%
EBITDA ¹	593	283	110%	466	27%
Рентабельность	22%	17%	5пп	20%	2пп
EBITDA ¹ от стали	399	110	263%	147	171%
EBITDA ¹ от добычи	242	206	17%	320	-24%
Продажи стали	1 940	1 186	64%	1 629	19%
Продажи стали, тыс т	3 558	2 713	31%	3 114	14%
Произ-во руды, тыс т	7 024	6 692	5%	6 791	3%
Цена на сталь ² , \$/т	546	437	25%	523	4%
Цена на руду ³ , \$/т	79	64	23%	78	0%
Общий долг	3 017	2 969	2%	2 909	4%
Чистый долг	2 758	2 743	1%	2 616	5%
Чистый долг/EBITDA	1.5	2.5	-40%	1.7	-13%

(1) Исключая доходы от совместных предприятий

(2) Средневзвешенная цена полуфабрикатов и готовой продукции

(3) Средневзвешенная цена концентрата и окатышей в пересчете на концентрат

Источник: данные компании, оценки Adamant Capital

Показатель EBITDA компании Кернел во 2кв18 уменьшился на 41% г/г до 76 млн \$ (исключает доход от переоценки биологических активов). Выручка снизилась на 19% до 536 млн \$, в то время как чистая прибыль упала на 31% до 67 млн \$. Сокращение EBITDA произошло в основном на фоне меньших вкладов дивизионов сельского хозяйства (-35 млн \$ г/г) и производства масла наливом (-12 млн \$). Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA увеличилось на 37% до 2.5. В ходе конференц-звонка для инвесторов менеджмент обнародовал прогнозное значение EBITDA на 2018 в размере 240 млн \$ и подтвердил намерение переработать 3.2 млн т подсолнечника в новом сезоне. Во второй половине 2018 года компания планирует вложить в капитальные инвестиции 60 млн \$, из которых 20 млн \$ будут направлены на строительство нового перевалочного терминала и 30 млн \$ - на расширение сети элеваторов.

Наш взгляд: Хотя результаты по отдельным сегментам не совсем совпали с нашими прогнозами, EBITDA холдинга во 2кв18 отклонилась от нашей оценки всего на 7% и, таким образом, в целом соответствовала ожиданиям. Единственным сюрпризом для нас оказались данные дивизиона элеваторов, который сгенерировал прибыль на уровне прошлого года, несмотря на отсутствие в этом сезоне особых факторов (например, высокого спроса на сушку в связи с погодными условиями, как в 2017). С учетом корректировки модели на новые данные, мы повышаем наш прогноз EBITDA группы на 2018 год до 240 млн \$ (с 230 млн \$ ранее), приводя оценку в соответствие с ожиданиями менеджмента. Касательно 2019 года, мы считаем, что увеличение прибыли сельскохозяйственного сегмента (достичь как минимум 200 \$/га, по нашему мнению, вполне реалистично) наряду с запуском нового перевалочного терминала позволят консолидированной EBITDA превысить 300 млн \$, даже если маржа производства масла останется равной 50 \$/т. Подобный уровень доходов вместе с преимуществами операционной модели компании (которая подразумевает кредитование под высоколиквидные запасы) должны и на далее обеспечивать статус Кернелу самого безопасного заемщика из Украины на рынке еврооблигаций. Нашу рекомендацию по бумагам холдинга мы повышаем до отметки «покупать», учитывая спред по доходности (с учетом дюраций), между Кернелом и его конкурентом в сельскохозяйственной отрасли МХП (дисконт еврооблигаций последнего к суверенной кривой составляет 50-60 бп).

Результаты Кернела по МСФО за 2кв18, млн \$

	2кв18	2кв17	г/г	1кв18	кв/кв
Выручка	536	659	-19%	536	0%
EBITDA	77	130	-41%	46	68%
Переоценка БА ¹	1	2	-43%	3	-66%
EBITDA скорр ²	76	128	-41%	43	76%
Масло	18	30	-41%	17	4%
Агро	17	53	-67%	14	28%
Зерно	8	11	-25%	2	445%
Инфраструктура	40	37	10%	17	140%
EBITDA скорр маржа	14%	19%	-5пп	8%	6пп
Чистая прибыль	67	97	-31%	23	195%
Маржа по прибыли	13%	15%	-2пп	4%	8пп
Чистый долг	698	554	26%	506	38%
Долг/EBITDA ³	2.5	1.9	37%	1.6	64%
Скорр долг/EBITDA ⁴	0.0	-0.1	нс	0.3	-92%
OCF ⁵	-187	-176	нс	97	нс
Сарех ⁶	9	4	167%	63	-85%
FCF ⁷	-196	-180	нс	35	нс
Продажи зерна, млн т	1.2	1.5	-23%	0.8	47%
Продажи масла, тыс т	265	341	-22%	393	-33%
Зерно EBITDA/т, \$	7.0	7.2	-2%	1.9	272%
Масло EBITDA/т, \$	66	87	-24%	43	54%

(1) Биологические активы

(2) EBITDA исключая переоценку биологических активов

(3) Соотношение чистого долга к 12 месячному показателю EBITDA

(4) Соотношение чистого долга, скорректированного на легко реализуемые товарно-материальные запасы (зерно) к скорректированному показателю 12-месячной EBITDA

(5) Денежный поток от операционной деятельности

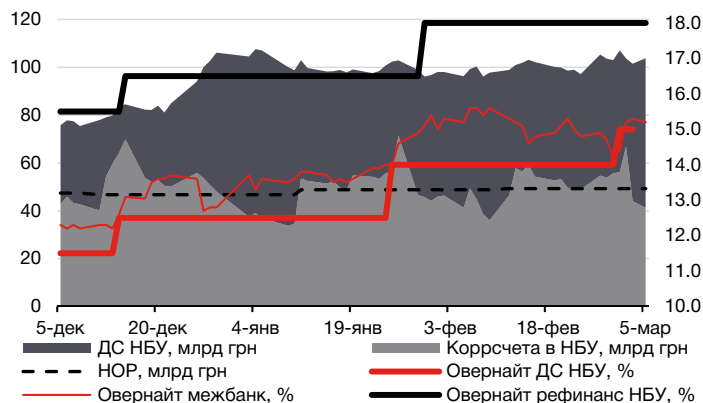
(6) Капитальные инвестиции

(7) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, Adamant Capital

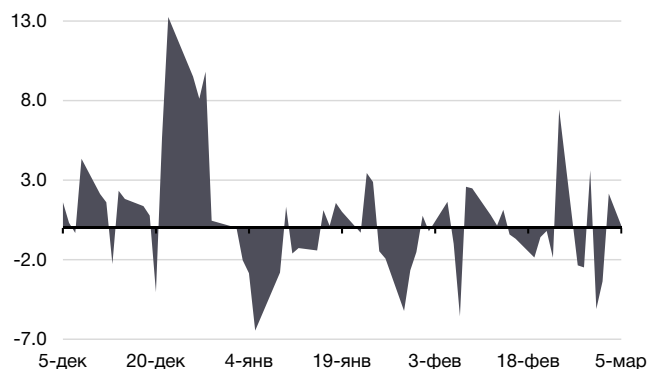
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



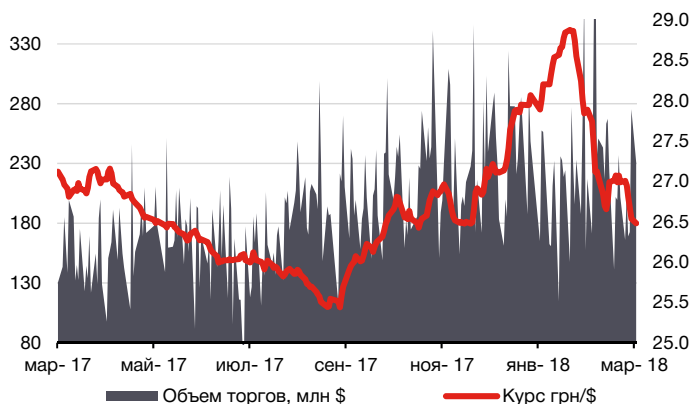
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 1.54 млрд грн до 103.74 млрд грн за неделю. Министерство финансов 6 марта разместило облигации в гривне с погашением в июне 2018 с доходностью 17.50%, с погашением в сентябре 2018, ноябре 2018 и марте 2019 с доходностью 17.00%, а также с погашением в январе 2020 и январе 2021 с доходностью 16.15%. В результате, было привлечено 1.23 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе укрепился на 2.2%, открывшись на отметке 26.95 и закрывшись к концу на уровне 26.35.

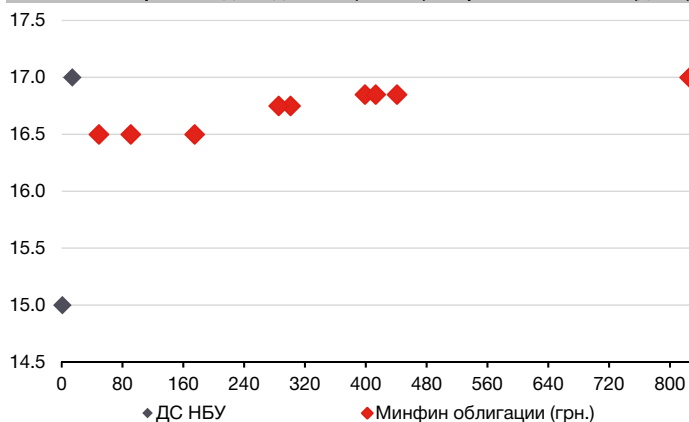
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

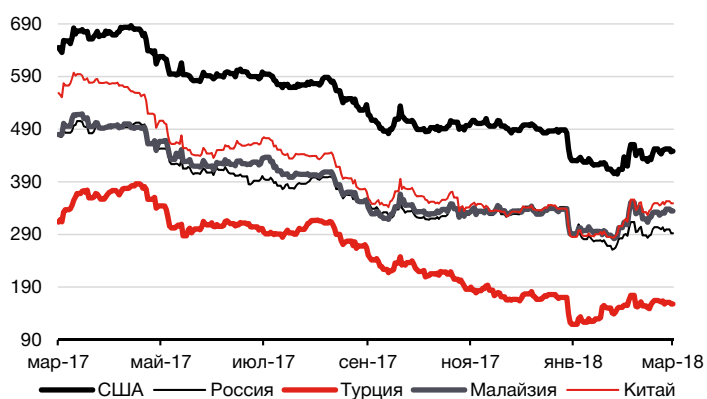
Источник: НБУ

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



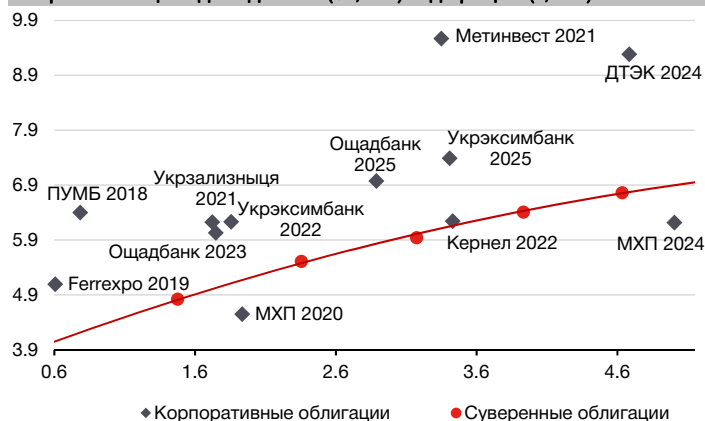
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



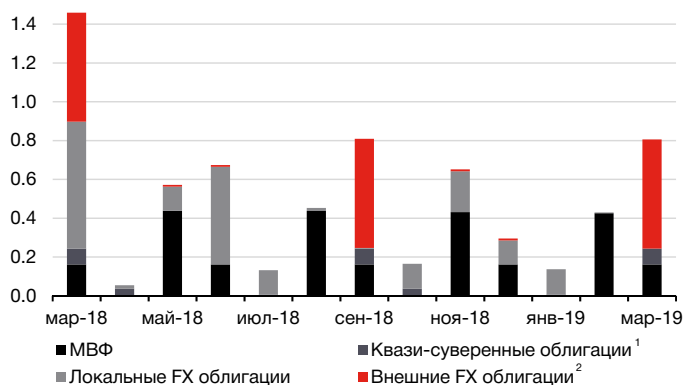
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

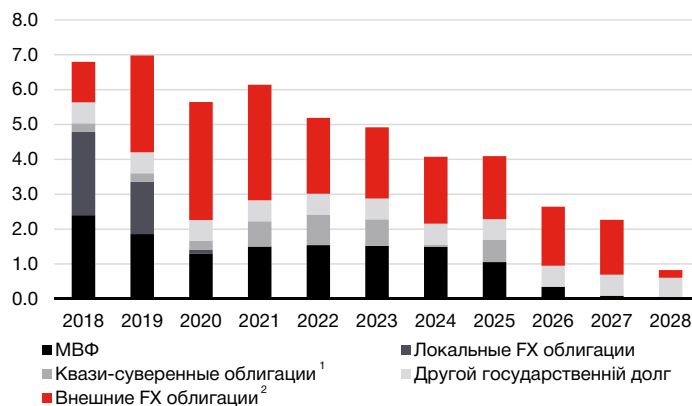
График погашения внешнего долга Украины на 12м, млрд \$



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

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

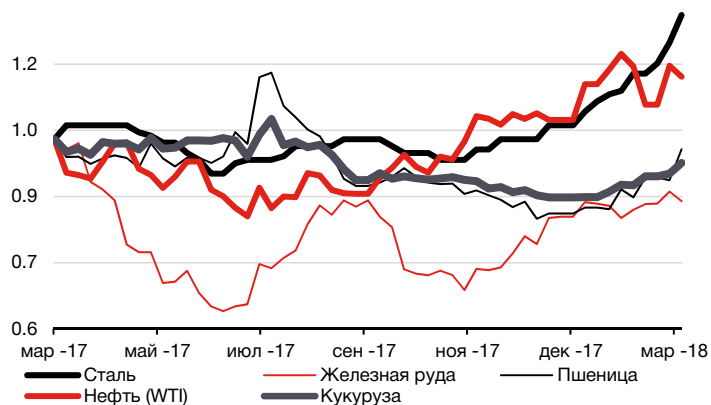
График погашения внешнего долга Украины на 2018-28, млрд \$



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

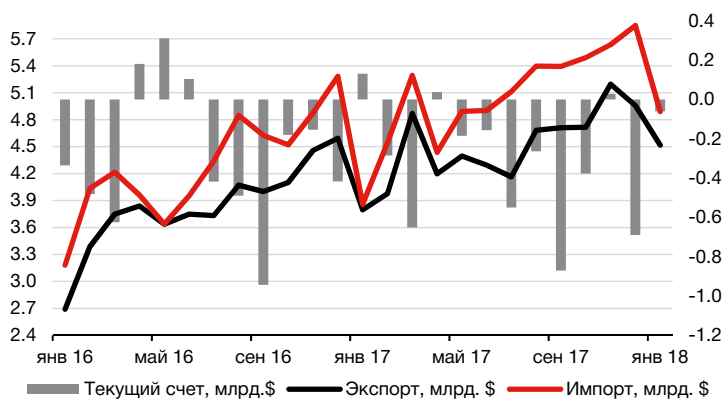
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	4кв16	2016	1кв17	2кв17	3кв17	4кв17П	2017П	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	4.8%	2.2%	2.5%	2.3%	2.1%	1.8%	2.2%	3.1%
Номинальный ВВП, млрд грн	723	2 383	584	657	821	873	2 935	3 389
Номинальный ВВП, млрд \$	28	93	22	25	32	32	110	123
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	17.2%	17.2%	25.1%	20.0%	20.2%	19.1%	20.5%	12.0%
ИПЦ (средний за период),г/г %	12.3%	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	12.2%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	12.4%	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	10.1%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	3.2%	2.3%	-0.7%	-7.3%	1.3%	9.6%	1.4%	3.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	21.4%	8.6%	3.8%	-7.3%	4.0%	12.1%	3.8%	3.0%
Государственный долг, % ВВП	80.8%	80.8%	77.7%	74.3%	73.4%	73.0%	73.0%	66.4%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	49.0%	49.0%	47.1%	47.7%	46.9%	44.4%	44.4%	40.7%
Общий внешний долг, млрд \$	114	114	114	115	117	116	116	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	13.2	46.0	12.6	12.9	13.6	14.9	60.8	58.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	14.7	51.5	13.7	14.2	15.9	17.0	54.0	65.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.5	-5.5	-1.1	-1.3	-2.3	-2.1	6.8	-7.2
Текущий счет, млрд \$	-0.8	-3.5	-0.8	-0.3	-1.7	-1.0	-3.8	-4.2
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-1.1	-4.7	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-4.9
Резервы НБУ, млрд \$	15.5	15.5	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	20.8
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.9	25.6	27.1	26.0	25.9	26.9	26.6	27.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	27.2	27.0	26.0	26.6	28.1	28.1	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.0%	14.0%	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	14.5%	17.0%

(1) Квартальные показатели рассчитываются при помощи данных за прошлые 12 мес
(2) Исключает весь дефицит, не включенный в официальный 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 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	1-дек-16	7.8	сен-19	4.8	104.1	0.0	1.4	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	6.8	104.5	-0.5	4.6	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.3	102.7	-0.1	6.9	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	7.7	97.0	0.2	8.5	3,000
МХП 2020	Держать	30-январ-18	8.3	апр-20	4.6	107.2	-0.1	1.9	505
МХП 2024	Держать	30-январ-18	7.8	май-24	6.2	107.7	0.0	5.0	500
ДТЭК 2024	Покупать	28-фев-18	10.8	дек-24	9.3	106.9	0.8	4.6	1,309
Феррэкспо 2019	Покупать	21-ноя-17	10.4	апр-19	5.1	102.9	-0.1	0.6	346
Метинвест 2021	Покупать	6-мар-18	10.9	дек-21	9.6	103.1	1.1	3.3	1,187
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	нс	20.1	0.1	нд	543
Авангард 2018	Продавать	5-дек-17	10.0	окт-18	нс	19.0	0.0	0.6	214
ПУМБ 2018	Покупать	7-ноя-17	11.0	дек-18	6.4	103.4	0.2	0.7	103
ПриватБанк в дефолте (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	январ-18	нс	21.7	-3.4	2.6	200
ПриватБанк в дефолте (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	нс	28.3	0.0	3.1	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	6.0	105.8	0.2	1.7	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	7.0	107.7	0.1	2.8	500
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	6.2	106.2	0.1	1.8	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	январ-25	7.4	107.9	0.1	3.4	600
Укрэлизныця 2021	Покупать	20-фев-18	9.9	сен-21	6.2	106.3	0.5	1.7	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	нс	5.7	0.0	0.1	400
Кернел 2022	Покупать	6-мар-18	8.8	январ-22	6.2	108.5	-0.5	3.4	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
МХП - финансовые результаты за 4кв17	Точная	7 мар
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	14 мар
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	20 мар
ГССУ - статистика по транспорту	Точная	20 мар

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.