

Еженедельный обзор

- S&P подтвердило кредитный рейтинг Украины в иностранной валюте на уровне «В-» со стабильным прогнозом
- В марте выход основных секторов увеличился на 2.6% г/г, согласно нашему расчетному индексу ИСП
- Операционные результаты МХП за 1кв18 - средние цены на мясо увеличились на 22% г/г
- Операционные результаты Кернела за 3кв18: продажи масла наливом сократились на 14% г/г
- Метинвест завершил реструктуризацию долговых обязательств на сумму 2.2 млрд \$
- ПУМБ опубликовал результаты за 4кв17 и 2017 в целом

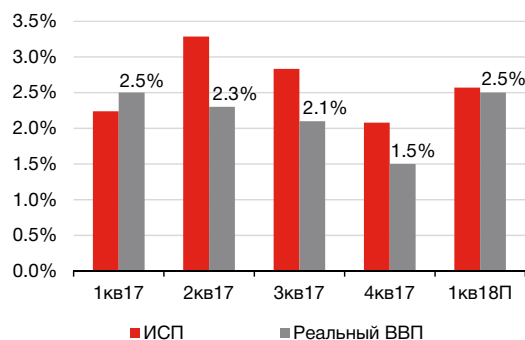
S&P подтвердило кредитный рейтинг Украины в иностранной валюте на уровне «В-» со стабильным прогнозом. Согласно пресс-релизу, агентство ожидает, что власти страны все же проведут реформы, необходимые для получения пятого транша от МВФ в размере 1.9 млрд \$. В случае нереализации данного сценария возможно понижение рейтинга. Дополнительные риски могут возникнуть, если Лондонский суд вынесет решение против Украины по делу государственных еврооблигаций на сумму 3 млрд \$, держателем которых является РФ (но только если в результате появятся технические ограничения по выплате коммерческого долга). Добиться же повышения оценки страна может при условии существенного экономического развития (рост реального ВВП должен превысить ожидаемые агентством 3.1% в 2018 и 2.9% в 2019), выравнивания фискальных и внешнеэкономических дисбалансов и отсутствия эскалации конфликта в Донецке и Луганске).

Наш взгляд: В целом, логика решения существенно не отличается от предыдущего пересмотра в ноябре и, таким образом, не содержит много новой информации. В то же время, публикация демонстрирует консенсус присутствующий на рынке относительно важности выполнения Украиной требований МВФ. В случае отказа от программы, кредитный профиль страны значительно ухудшится (что отразится в понижении рейтинга S&P и других агентств), а возможность государства заимствовать у частных кредиторов будет затруднена. Наш базовый прогнозный сценарий развития событий в основном совпадает с опубликованным. В то же время, мы отмечаем, что в преддверии выборов 2019 вероятность отложения реформ без фактического от них отказа является существенной.

В марте выход основных секторов увеличился на 2.6% г/г, согласно нашему расчетному индексу ИСП. Объемы промышленного производства выросли на 1.0% г/г (снизились на 1.4% с учетом коррекции на сезонность), по сравнению с 1.9% в прошлом месяце. Сельскохозяйственный сектор сократился на 1.0% г/г продолжая отрицательный тренд февраля (-1.8% г/г). Объемы пассажирских и грузовых перевозок (включая трубопроводные) прибавили 2.1%. Внутренняя торговля снова выросла - в этот раз на 6.1% на фоне 7.6% скачка в розничных продажах. Строительство продемонстрировало спад третий месяц кряду, потеряв 4.3% по сравнению с прошлым годом.

Наш взгляд: Консолидированный показатель в целом соответствовал нашим ожиданиям. Хотя рост промышленного производства в марте оказался несколько ниже нашей оценки (индикатор продемонстрировал худший результат с начала года, несмотря на эффект низкой базы в добыче угля и генерации электроэнергии), итог был компенсирован увеличением объема транспорта (частично на фоне положительной динамики по транзиту газа). Основным драйвером экономики, по нашим расчетам, по-прежнему осталась внутренняя торговля, вклад в рост ИСП которой составил 76%. Примечательно, что объем розничных продаж уже практически вернулся к уровням докризисного 2014 года. Наш прогноз относительно реального ВВП остается без изменений – мы по-прежнему ожидаем, что в 1кв18 индикатор прибавит 2.5%.

Динамика роста ИСП против реального ВВП



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

Операционные результаты МХП за 1кв18 - средние цены на мясо увеличились на 22% г/г. В квартальном сопоставлении данный показатель сократился на 6%. Производство и торговый оборот с третьими лицами выросли на 7% и 9% г/г, соответственно. Доля экспорта в общем объеме продаж увеличилась до рекордных 47%. Порядка 87 тыс га земельного банка МХП были засеяны озимыми культурами, которые, согласно пресс-релизу, находятся в хорошем состоянии. В этом сезоне (как и в прошлом) холдинг планирует собрать урожай с 360 тыс га.

Наш взгляд: Новые операционные данные в целом соответствовали нашим ожиданиям и свидетельствуют о способности компании генерировать существенные доходы даже при условии отсутствия субсидий. По нашим расчетам, EBITDA (за исключением переоценки биологических активов) в 1кв18 достигнет 110 млн \$, что на 30% превышает прошлогодний уровень. Наша годовая оценка остается равной 480 млн \$ (+9% г/г), поскольку мы ожидаем, что рост цен на мясо существенно замедлится в течение следующих трех кварталов. Хотя МХП продолжает демонстрировать сильные кредитные показатели (согласно нашим прогнозам, соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA на конец 2018 может опуститься ниже 2.4), мы оставляем нашу рекомендацию по бумагам эмитента на отметке «держать», учитывая текущий дисконт по доходности к суверенной кривой (25-50 бп).

Операционные результаты МХП, млн \$

(Сегмент мяса птицы)	1кв18	1кв17	г/г	4кв17	кв/кв
Производство, тыс т	152	142	7%	142	8%
Продажи, тыс т	135	124	9%	114	19%
Экспорт, тыс т	63	49	28%	45	40%
Средняя цена, грн/кг	38.78	31.52	23%	40.71	-5%
Средняя цена, \$/кг	1.42	1.16	22%	1.51	-6%

Источник: данные компании, Adamant Capital

Операционные результаты Кернела за 3кв18: продажи масла наливом сократились на 14% г/г и на 5% кв/кв до 253 тыс т. Согласно официальному пресс-релизу, холдинг продолжил накапливать запасы, но планирует продать необычно большой объем в 4кв18 (360 тыс т, из которых 95% уже законтрактовано). Как и в предыдущем периоде, маслоэкстракционные заводы компании работали с максимальной загрузкой. Экспорт зерна (из Украины) уменьшился на 15% г/г. При этом, согласно комментариям менеджмента, сокращение объемов к концу года не должно превысить 5%. Перевалочные терминалы продемонстрировали идентичную динамику. В части пресс-релиза о корпоративных событиях, компания сообщила о продаже 34 тыс га земли за 19 млн \$. Согласно данным АПК-Информ и Bloomberg, средние цены на кукурузу и пшеницу продемонстрировали спад на 6% г/г, а на подсолнечное масло остались на прежнем уровне.

Наш взгляд: Сокращения объемов продаж масла и экспорта зерна оказались для нас неожиданными. При этом, спад последнего, по нашему мнению, может быть компенсирован в четвертом квартале, если озвученный менеджментом прогноз реализуется. В то же время, снижение поставок нефасованного масла заставило нас снизить нашу годовую оценку данного показателя на 5%. Однако, общий эффект от вышеуказанных изменений на EBITDA оказался незначительным (сокращение до 230 млн \$ с 240 млн \$ ранее, исключая доходы от МСФО 41). Таким образом, операционные результаты, по факту, имеют минимальное значение для кредитных метрик компании. По нашим оценкам, холдингу удастся удержать соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA на уровне 2.5 или менее на конец июня (дата проверки большинства долговых ковенантов). Следует также отметить, что, согласно нашим подсчетам, EBITDA Кернела за 3кв18 может продемонстрировать беспрецедентное падение г/г (вероятно, сократится на 50% до 50 млн \$). Следовательно, у инвесторов может появиться возможность выгодного приобретения еврооблигаций эмитента (при наличии рыночной реакции). Наша рекомендация по бумагам компании остается на отметке «покупать».

Операционные результаты Кернела за 3кв18

	3кв18	3кв17	г/г	2кв18	кв/кв
Продажи зерна, млн т	1.09	1.39	-22%	1.18	-8%
Украина	0.94	1.10	-15%	1.14	-18%
Россия	0.00	0.29	нс	0.04	нс
Продажи масла, тыс т	253	294	-14%	265	-5%
Отжим масличн, тыс т	849	861	-1%	911	-7%
Перевалка, млн т	1.51	1.61	-6%	1.65	-8%
Украина	1.00	1.18	-15%	1.13	-11%
Россия (Тамань)	0.51	0.44	16%	0.52	-2%
Цена на кукурузу ¹ , \$/т	150	160	-6%	147	2%
Цена на пшеницу ² , \$/т	176	187	-6%	171	3%
Цена на масло ³ , \$/т	751	743	1%	753	0%

(1) Индекс цен на кукурузу, Чикагская товарная биржа (CBOT)

(2) Индекс цен на пшеницу Чикагская товарная биржа (CBOT)

(3) Экспортная цена на подсолнечное масло на условиях FOB, АПК-Информ

Источник: данные компании, Bloomberg, Adamant Capital

Метинвест завершил реструктуризацию долговых обязательств на сумму 2.2 млрд \$. Согласно официальному пресс-релизу, компании удалось привлечь дополнительно 205 млн \$ в результате размещения новых еврооблигаций на 1.6 млрд \$ (945 млн \$ и 648 млн \$ с погашением в 2023 и 2026, соответственно) и получения 765 млн \$ PXF-кредита (после пересмотра условий). Обнародованные цены выпусков со сроком обращения до 2023 и 2026 составили 99.0% и 98.6% от номинала, соответственно.

Наш взгляд: Официальные данные подтверждают ранее опубликованные ценовые оценки Bloomberg, а также говорят об интересе инвесторов к новым бумагам. В целом, мы не меняем наше мнение касательно эмитента и ожидаем, что облигации продолжат торговаться в среднесрочной перспективе со спредом в 100-120 бп к доходности суверенно кривой. Рекомендацию по выпуску компании с погашением в 2021 мы повышаем до отметки «держать», учитывая недавнее изменение цены.

ПУМБ опубликовал результаты за 4кв17 и 2017 в целом - чистая прибыль составила 1 млн \$ и 133 млн \$, соответственно. Чистый процентный доход сократился на 7% кв/кв, в то время как операционные расходы увеличились примерно на 40% (главным образом, вследствие повышения зарплат). В результате, показатель ROE за 4кв17 снизился до 1.8%, заметно контрастируя с 18% в среднем за год. Чистые кредиты уменьшились на 3% кв/кв на фоне девальвации гривны на конец периода и обесценения займов. Годовые показатели обесцененных кредитов и NPL существенно сократились (на 20% и 53%, соответственно). Значение CAR банка составило 15.6%, не изменившись в квартальном сопоставлении. Депозиты увеличились на 1% кв/кв и 9% г/г.

Наш взгляд: Прибыль ПУМБа существенно сократилась в последнем квартале 2017 и может быть началом нового тренда на 2018 год (учитывая увеличение затрат на персонал). Тем не менее, банк выглядит абсолютно здоровым со стороны баланса и, скорее всего, не столкнется с проблемами при осуществлении трех оставшихся квартальных выплаты основной суммы (по 19.8 млн \$ каждая). Согласно данным в отчетности, в течение следующих 6-12 месяцев ожидаемые погашения по кредитам выданных банком превысят выплаты по его обязательствам на 340%. Следовательно, мы оцениваем риски ликвидности как низкие, особенно принимая во внимание возможность ПУМБа брать в долг на межбанковском рынке и у НБУ. В целом, мы оставляем нашу рекомендацию по бумагам эмитента на отметке "покупать", учитывая спред по доходности к суверенной кривой в размере 200 бп (хотя в связи с относительно небольшим объемом оставшимся на рынке приобретение может быть затруднительным).

Результаты ПУМБа (МСФО) за 4кв17, млн \$					
	4кв17	4кв16	г/г	3кв17	кв/кв
Проц. доход	28.2	24.4	16%	30.5	-7%
Отчисл. РВПС ¹	-15.2	-14.1	8%	-19.5	нс
Переоценка ФИ ²	0.1	-0.2	нс	-0.1	нс
Курс. разницы	3.5	9.8	-64%	5.6	-38%
Прибыль	0.8	3.5	-77%	6.6	-88%
Депозиты	1,325	1,220	9%	1,317	1%
Кредиты	908	910	0%	936	-3%
CAR ³	15.6%	14.0%	1.6pp	15.5%	0.1pp
NIM ⁴	7.5%	7.0%	0.5pp	8.4%	-0.8pp
NPL ⁵	155	330	-53%	нд	нс
Обесц кредиты	424	531	-20%	308	38%
РВПС	276	384	-28%	277	-1%
NPL/валовые	13%	26%	-12.4pp	нд	нс
Обесц/валовые	36%	41%	-5.1pp	25%	10.4pp
РВПС/валовые	23%	30%	-6.4pp	23%	0.4pp
ROE	1.8%	9.0%	-7.3pp	16.0%	-14.2pp

(1) Резервы, сформированные под плохие активы

(2) Переоценка финансовых инструментов

(3) Коэффициент адекватности капитала - Базель I

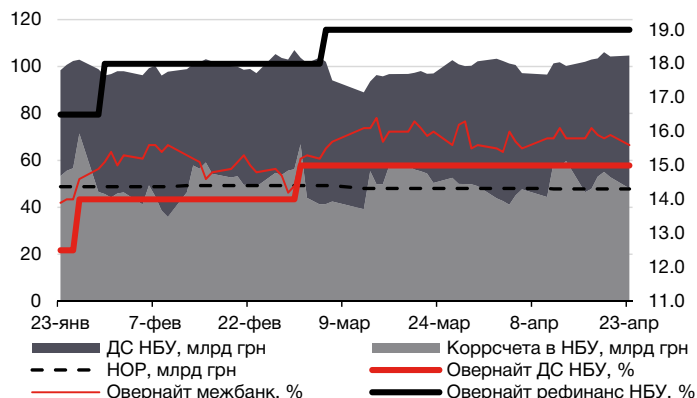
(4) Чистая процентная маржа – сумма чистого процентного дохода, деленная на генерирующие проценты активы; долларовой эквивалент в годовом измерении

(5) Кредиты, просроченные более 90 дней

Источник: НБУ, оценки Adamant Capital

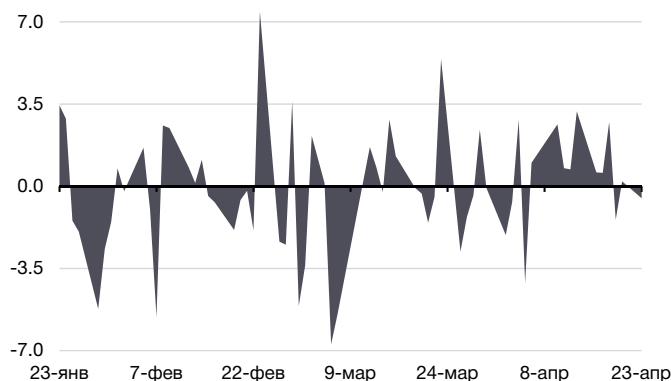
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



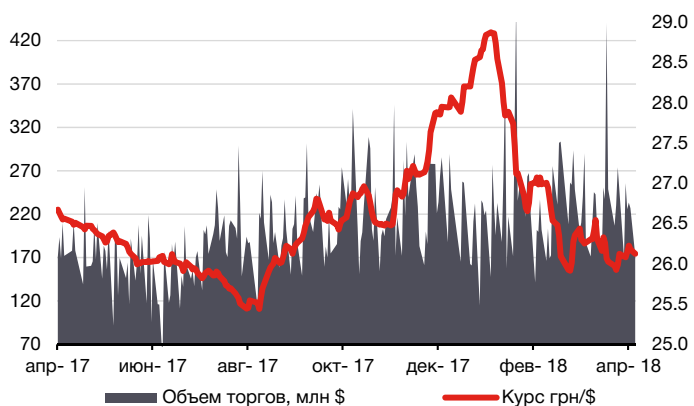
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 2.65 млрд грн до 104.64 млрд грн за неделю. Министерство финансов 24 апреля разместило облигации в гривне с погашением в октябре 2018, марте 2019 и апреле 2023 с доходностью 17.20%, 16.99% и 15.97%, соответственно, а также в евро с погашением в ноябре 2019 и доходностью 4.00%. В результате, было привлечено 1.05 млрд грн и 0.08 млрд евро.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 0.4%, открывшись на отметке 26.08 и закрывшись к концу на уровне 26.18.

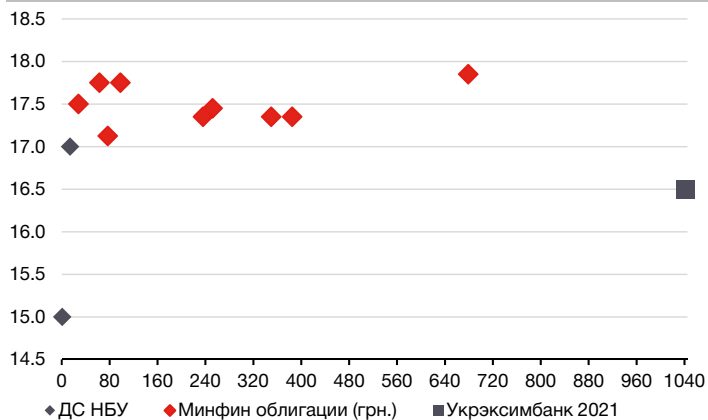
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

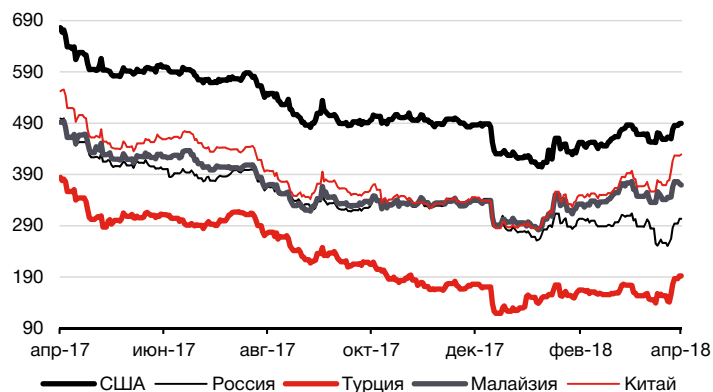
Источник: НБУ

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



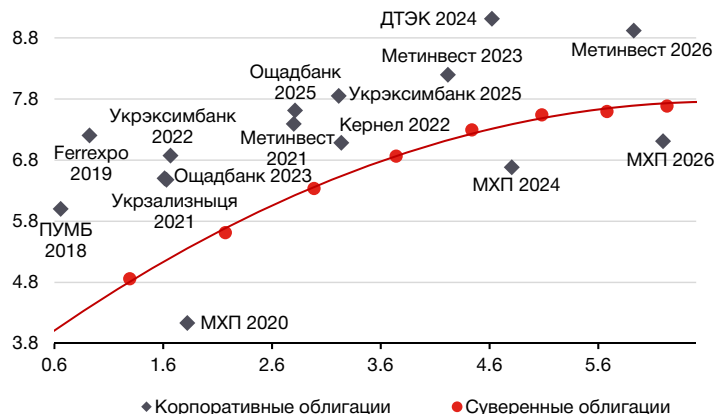
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



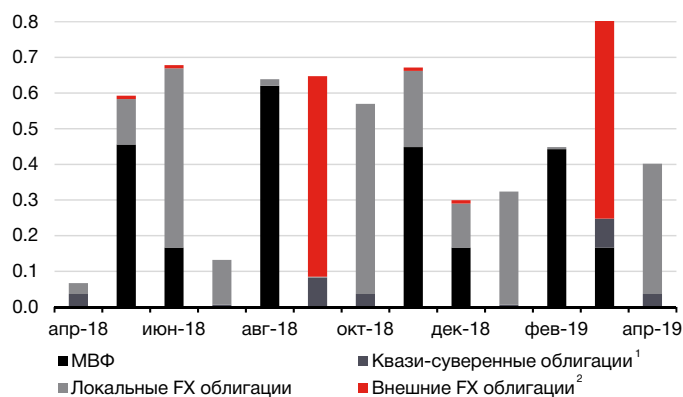
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



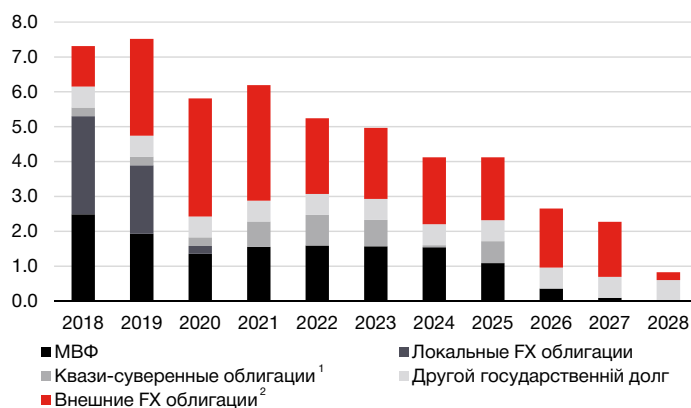
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



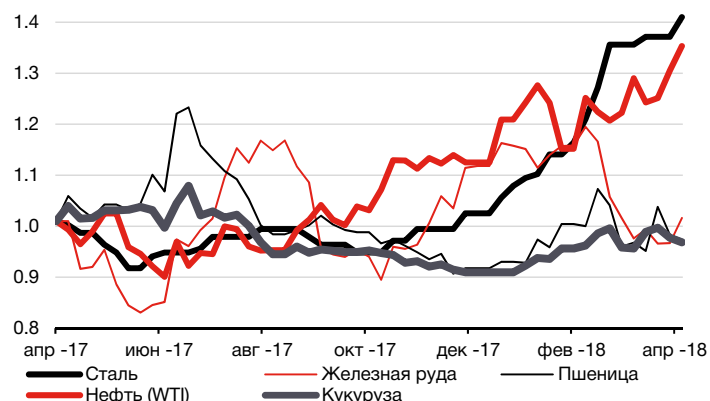
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



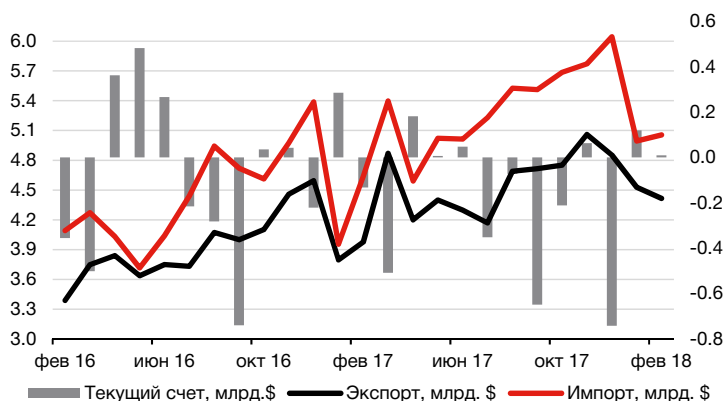
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



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								
	4кв16	2016	1кв17	2кв17	3кв17	4кв17	2017	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	4.6%	2.4%	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.5%	3.1%
Номинальный ВВП, млрд грн	723	2,385	591	665	833	894	2,983	3,444
Номинальный ВВП, млрд \$	28	93	22	26	32	33	112	125
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	17.4%	17.1%	26.2%	20.9%	21.1%	20.9%	22.0%	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%	-7.2%	1.3%	9.4%	1.4%	3.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	21.4%	8.6%	3.8%	-7.2%	4.0%	11.8%	3.8%	3.0%
Государственный долг, % ВВП	80.8%	80.8%	77.4%	73.9%	72.7%	71.8%	71.8%	65.4%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	48.9%	48.9%	46.9%	47.4%	46.5%	43.7%	43.7%	40.1%
Общий внешний долг, млрд \$	114	114	114	115	117	117	117	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	-2.2
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-1.1	-4.7	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-2.9
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	4.9	103.7	-0.1	1.3	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	7.3	102.0	-1.6	4.4	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	7.8	99.8	-2.2	6.7	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	8.1	93.8	-2.4	8.6	3,000
МХП 2024	Держать	24-апр-18	7.8	май-24	6.7	105.2	-0.4	4.8	500
МХП 2026	Держать	24-апр-18	7.0	апр-26	7.1	99.0	-0.8	6.2	550
ДТЭК 2024	Покупать	28-фев-18	10.8	дек-24	9.1	107.7	-0.6	4.6	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	27-мар-18	10.4	апр-19	7.2	102.8	0.2	0.9	346
Метинвест 2023	Держать	24-апр-18	7.8	апр-23	8.2	98.2	-0.6	4.2	945
Метинвест 2026	Держать	24-апр-18	8.5	апр-26	8.9	97.6	-0.8	5.9	648
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	нс	21.0	0.0	2.4	543
Авангард 2018	Продавать	3-апр-18	10.0	окт-18	нс	19.7	0.0	0.4	214
ПУМБ 2018	Покупать	24-апр-18	11.0	дек-18	6.0	103.3	0.1	0.7	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	Продавать	21-ноя-17	10.3	январ-18	нс	22.1	0.0	2.7	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	Продавать	21-ноя-17	10.9	фев-21	нс	28.9	0.0	3.2	175
Ощадбанк 2023	Покупать	7-ноя-17	9.4	мар-23	6.5	104.6	-0.7	1.6	700
Ощадбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.6	мар-25	7.6	105.6	-0.9	2.8	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	нд	нд	16.5	мар-21	16.5	99.9	-0.1	2.3	4,051
Укрэксимбанк 2022	Покупать	7-ноя-17	9.6	апр-22	6.9	104.7	-0.8	1.7	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	7-ноя-17	9.8	январ-25	7.9	106.1	-1.0	3.2	600
Укрзализныця 2021	Покупать	17-апр-18	9.9	сен-21	6.5	105.4	-0.4	1.6	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	нс	7.6	0.2	1.3	400
Кернел 2022	Покупать	24-апр-18	8.8	январ-22	7.1	105.4	-1.1	3.2	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
Метинвест - отчет за февраль	Индикативная	27 апр
Метинвест - операционные результаты за 1кв18	Индикативная	27 апр
ДТЕК – финансовые результаты за 2017	Индикативная	27 апр
НБУ - статистика по платежному балансу	Точная	27 апр
Приватбанк - финансовые результаты за 1кв18 и 2017	Индикативная	30 апр
Ощадбанк - финансовые результаты за 1кв18 и 2017	Индикативная	30 апр
Укрэксимбанк - финансовые результаты за 1кв18 и 2017	Индикативная	30 апр
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7 май

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 | fsk@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.