

Еженедельный обзор

- Неаудированная EBITDA компании Метинвест в 1кв18 удвоилась г/г до 565 млн \$
- Текущий счет в апреле был сведен с профицитом в размере 175 млн \$, как и годом ранее
- EBITDA компании ДТЕК в 1кв18 увеличилась на 11% г/г до 266 млн \$
- Компания Авангард в 1кв18 снова показала убытки

Неаудированная EBITDA компании Метинвест в 1кв18 удвоилась г/г до 565 млн \$ (исключая доходы от совместных предприятий). Выручка выросла на 63% до 3.0 млрд \$. Чистая прибыль опубликована не была. Металлургический сегмент оказался основным драйвером роста доходов, увеличив свой вклад в EBITDA в 2.7 раз на фоне 17% скачка средней цены реализации. Операционный денежный поток и капитальные инвестиции прибавили порядка 50% г/г, достигнув 214 млн \$ и 164 млн \$, соответственно. Свободный денежный поток составил 50 млн \$. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA холдинга сократилось на 34% г/г до 1.4.

Наш взгляд: Показатель EBITDA в марте (данные за январь и февраль были опубликованы ранее) оказался существенно ниже наших ожиданий на фоне падения цены реализации и повышения средней себестоимости производства стали м/м (фактическая маржа составила 120 \$/т против прогнозируемых нами 240 \$/т). Оценки оказались завышены, в частности, по причине привязки модели к американскому индексу HRC, который разошелся с другими бенчмарками после введения в США оградительных пошлин, и значительными объемами продаж чугуна за период. Скачок в себестоимости произошел несмотря на большую, чем в марте, долю полуфабрикатов в производстве, и, скорее всего, свидетельствует о повышении затрат на постоянной основе (средний рост за квартал, составил 17%). В целом, после внесения необходимых поправок в модель, наша оценка EBITDA на 2018 год сократилась на 16% до 2.1 млрд \$. Впрочем, по нашему мнению, данное изменение на оценку рисков неплатежеспособности Метинвеста большого влияния не оказывает: соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA может все равно сократится до 1.0, если капитальные инвестиции составят порядка 600-800 млн \$. Рекомендацию по бумагам данного эмитента мы оставляем на отметке «держать», учитывая относительно небольшую премию по доходности к суверенной кривой (90 бп, так же, как и у государственных банков).

Результаты Метинвеста за 1кв18, млн \$

	1кв18	1кв17	г/г	4кв17	кв/кв
Выручка	3,019	1,853	63%	2,709	11%
EBITDA ¹	565	284	99%	593	-5%
Рентабельность	19%	15%	3пп	22%	-3пп
EBITDA ¹ от стали	338	126	168%	399	-15%
EBITDA ¹ от добычи	302	362	-17%	242	25%
Продажи стали	2,222	1,300	71%	1,940	15%
Продажи стали, тыс т	3,909	2,600	50%	3,558	10%
Произ-во руды, тыс т	6,924	6,680	4%	7,024	-1%
Цена на сталь ² , \$/т	586	500	17%	546	7%
Цена на руду ³ , \$/т	88	86	2%	79	12%
OCF ⁴	214	143	50%	127	69%
Capex ⁵	164	108	52%	179	-8%
FCF ⁶	50	35	43%	-52	нс
Общий долг	3,086	2,951	5%	3,017	2%
Чистый долг	2,825	2,736	3%	2,758	2%
Чистый долг/EBITDA	1.4	2.1	-34%	1.6	-12%

(1) Исключая доходы от совместных предприятий
(2) Средневзвешенная цена полуфабрикатов и готовой продукции
(3) Средневзвешенная цена концентрата и окатышей в пересчете на концентрат
(4) Денежный поток от операционной деятельности
(5) Капитальные инвестиции
(6) Свободный денежный поток
Источник: данные компании, оценки Adamant Capital

Текущий счет в апреле был сведен с профицитом в размере 175 млн \$, как и годом ранее. Кумулятивный дефицит за последние двенадцать месяцев составил 2.1 млрд \$ против 0.8 млрд \$ год назад. Месячный торговый баланс улучшился на 212 млн \$ м/м до -385 млн \$. Чистый приток финансового счета сократился на 670 млн \$ г/г до 119 млн \$.

Наш взгляд: Профицит текущего счета в этом месяце оказался для нас несколько неожиданным, хотя был обусловлен, главным образом, календарным эффектом (количество рабочих дней в апреле было на 6% больше, чем в прошлом году, а в марте на 14% меньше). Ускорение роста экспорта до 18% г/г произошло, в основном, на фоне больших объемов поставок металлов (хотя влияние торговой блокады в прошлом году, вероятно, также присутствовало) и увеличения продаж сельскохозяйственной продукции (преимущественно, кукурузы и подсолнечного масла). Импорт прибавил 17% г/г благодаря росту закупок товаров машиностроения (в основном, электрического оборудования, мобильных телефонов и машин), энергоносителей (особенно газа) и услуг. Поскольку позитивная динамика в этом месяце была, по сути, единоразовым событием (комбинация перенесенной на март Страстной пятницы в Европе и нерабочего дня 9 марта в Украине), мы оставляем наш прогноз дефицита ТС на 2018 год равным 2.2 млрд \$. Финансовый счет продемонстрировал слабый приток на фоне амортизационных платежей по ОВГЗ нерезидентам (порядка 100 млн \$), а также погашений товарных кредитов частным сектором на 80 млн \$, в чистом виде. Основной причиной существенного сокращения ФС в годовом сопоставлении было получение макрофинансовой помощи от ЕС в размере 600 млн евро в апреле 2017.

EBITDA компании ДТЕК в 1кв18 увеличилась на 11% г/г до 266 млн \$, согласно консолидированным неаудированным результатам. Выручка выросла на 19% г/г и на 11% кв/кв до 1.7 млрд \$. Чистая прибыль составила 159 млн \$ после практически непрерывных убыточных периодов с начала 2014 года. Наиболее существенным отличием, по сравнению с прошлым годом, было отсутствие отчислений, отражавших потери от неподконтрольных активов. Операционный денежный поток продемонстрировал четырехкратный скачок г/г, в связи с оттоком оборотного капитала против его увеличения в 1кв17. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA сократилось на 25% г/г и на 19% кв/кв до 2.0.

Наш взгляд: Квартальный показатель EBITDA группы оказался несколько выше наших ожиданий на фоне больших, чем мы предполагали, объемов генерации электроэнергии (компенсировали сокращение производства украинских АЭС, которые простаивали в связи с длительными ремонтными работами). Принимая во внимание уже доступные данные по средним тарифам для ТЭС за апрель и май, результаты ДТЭК в годовом сопоставлении во 2кв18 могут выглядеть еще более внушительно. По нашим расчетам, такой динамики должно быть достаточно, для того чтобы перекрыть утрату ранее прогнозируемых нами доходов от введения RAB тарифов. Следовательно, наш предыдущий прогноз годовой EBITDA на 2018 остается актуальным (1.0 млрд \$). Согласно нашим оценкам, соотношение чистого долга к EBITDA в конце декабря должно сократиться на 30% г/г до 1.7. Нашу рекомендацию по бумагам эмитента мы оставляем на отметке «покупать», предполагая, что реструктуризация еврооблигаций произойдет только после президентских выборов в 2019 (до этих пор будут решаться вопросы дефолта перед российскими банками), а следовательно, держатели смогут получить еще один купонный платеж по высокой ставке.

Показатели платежного баланса, млн \$					
	апр-18	мар-18	фев-18	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	4,966	4,883	4,421	55,733	49,185
м/м	2%	10%	-2%		
г/г	18%	0%	11%	13%	7%
Импорт:	5,351	5,480	5,086	64,758	55,414
м/м	-2%	8%	1%		
г/г	17%	2%	10%	17%	12%
ТБ ⁽¹⁾ :	-385	-597	-665	-9,025	-6,229
м/м	212	68	-157		
г/г	7	-69	-3	-2,796	-2,663
ТС ⁽²⁾ :	175	-628	82	-2,114	-811
м/м	803	-710	-87		
г/г	-6	-119	215	-1,303	-1,610
ФС ⁽³⁾ :	-119	-551	-170	-4,324	-2,820
м/м	432	-381	-788		
г/г	670	-398	-68	-1,504	-1,244
ПБ ⁽⁴⁾ :	290	-75	252	2,198	2,076
м/м	365	-327	701		
г/г	-680	280	279	122	-538
Funding flow ⁽⁵⁾ :	18	787	600	3,425	591

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

Результаты ДТЭК за 1кв18, млн \$					
	1кв18	1кв17	г/г	4кв17	кв/кв
Выручка	1,700	1,427	19%	1,536	11%
EBITDA ¹	266	239	11%	282	-6%
EBITDA маржа	16%	17%	-1пп	18%	-3пп
Чистая прибыль	159	-281	нс	-72	нс
Чистая маржа	9%	-20%	нс	-5%	нс
OCF ²	317	56	466%	319	-1%
CAPEX ³	72	50	43%	98	-26%
FCF ⁴	245	6	нс	222	11%
Цена на э/э, грн/мВт-ч ⁵	1,687	1,652	2%	1,469	15%
Цена на э/э, \$/мВт-ч	61.8	61.0	1%	54.5	13%
Производство э/э, ТВт-ч	9.9	9.5	5%	10.1	-2%
Добыча угля, тыс т	6.4	8.4	-24%	6.7	-5%
EBITDA/мВт, \$	26.8	25.3	6%	28.0	-4%
Чистый долг	1,963	2,146	-9%	2,090	-6%
Чистый долг/ EBITDA ⁶	2.0	2.8	-25%	2.5	-19%

(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) EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, Adamant Capital

Компания Авангард в 1кв18 снова показала убытки. EBITDA сократилась на 120% кв/кв и на 2 млн \$ г/г до -4 млн \$ (исключает отчисления на покрытие сомнительной задолженности, но включает переоценку по МСФО 41). Чистая прибыль составила -11 млн \$. Операционный и свободный денежные потоки увеличились примерно на 2.5 млн \$ г/г до 6.8 млн \$ и 5.6 млн \$, соответственно. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA достигло 66. Согласно официальному пресс-релизу, компания продолжает вести переговоры с кредиторами о возможности реструктуризации (с октября прошлого года находится в дефолте по процентным выплатам своих еврооблигаций).

Наш взгляд: Квартальные результаты Авангарда продолжают отражать крайне негативное состояние бизнеса, несмотря на существенное восстановление экономики в течение двух последних лет и растущие доходы ближайшего конкурента - Овостара. Формирование резервов на покрытие сомнительных и безнадежных долгов (снизило прибыль на 5.2 млн \$) нивелировало их списание в прошлом квартале, а с 2014 года убыток от этой статьи насчитывает 72 млн \$. Мы, по-прежнему, считаем ранее озвученные менеджментом объяснения этих сумм (как задолженность супермаркетов в связи с их неплатежеспособностью) неубедительными. Более того, отчетность компании продолжает вызывать вопросы относительно раскрытия информации по сегментам (плохо сопоставимы с оперативными данными), а также касательно взаимосвязи прибылей и убытков с денежными потоками (OCF до изменений в рабочем капитале не соизмерим с EBITDA, даже если исключить эффект от переоценки биологических активов). Учитывая все вышесказанное, а также значительные риски неплатежеспособности компании, мы оставляем нашу рекомендацию по бумагам эмитента на отметке «продавать». Возможной, но очень спекулятивной, инвестиционной стратегией может являться покупка еврооблигаций с надеждой на положительный исход от переговоров о реструктуризации (должна привести к сокращению основной суммы менее чем на 80%), но поскольку в публичной плоскости информации о ходе диалога очень мало, мы ее не рекомендуем.

Результаты Авангарда за 1кв18, млн \$

	1кв18	1кв17	г/г	4кв17	кв/кв
Выручка	41	34	21%	44	-6%
Торговля зерном	0	8	нс	0	нс
Гос. субсидии	0	0	нс	12	нс
EBITDA ¹	-4	-2	нс	19	-120%
EBITDA маржа	-9%	-5%	-4пп	44%	-53пп
Прибыль	-11	-5	нс	13	-185%
Прибыль маржа	-28%	-16%	нс	30%	-58пп
OCF ²	6.8	4.3	60%	2.4	189%
FCF ³	5.6	3.9	43%	1.8	207%
Общий долг	374	350	7%	366	2%
Чистый долг	348	330	6%	348	0%
Чистый долг/EBITDA	66	38	73%	48	38%
Производ. яиц, млн шт	644	462	39%	706	-9%
Продажа яиц, млн шт	493	360	37%	538	-8%
Продажа яйцепрод., т	1,651	1,188	39%	1,054	57%
Цена на яйцо, грн/шт	1.8	1.1	56%	1.7	4%
Цена на яйцо, с/шт	6.4	4.2	55%	6.3	3%
Цена яйцепрод., \$/кг	3.8	5.3	-28%	3.7	3%
Общ средняя цена ⁴ , с	6.1	4.7	30%	6.0	1%
EBITDA/яйцо ⁵ , с/шт	-0.6	-0.4	51%	3.1	-120%

(1) Исключая обесценение активов

(2) Операционный денежный поток

(3) Свободный денежный поток

(4) EBITDA на одно яйцо, включая яичные продукты в эквиваленте

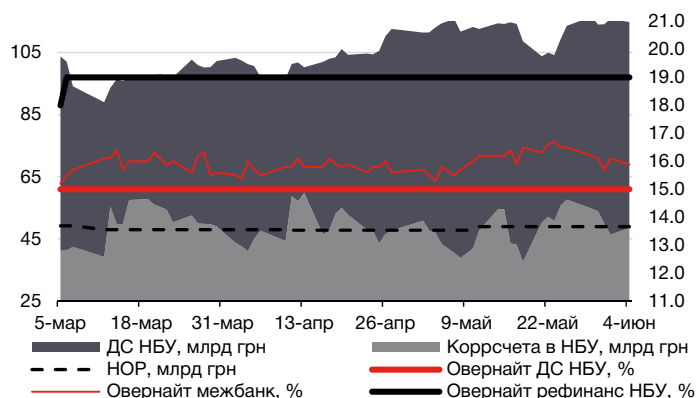
(5) Средневзвешенная цена реализации яиц в скорлупе и

яйцепродуктов (в пересчете на яйцо)

Источник: данные компании, Adamant Capital

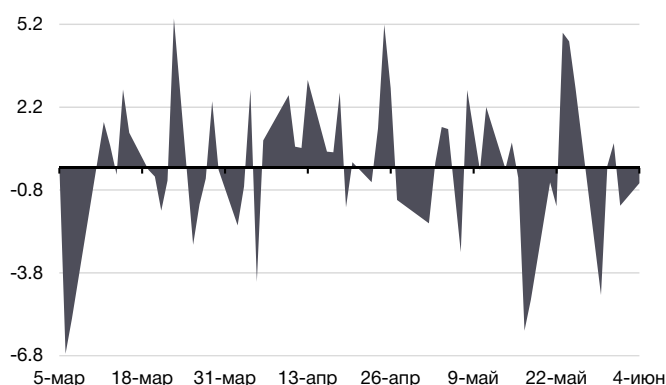
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн



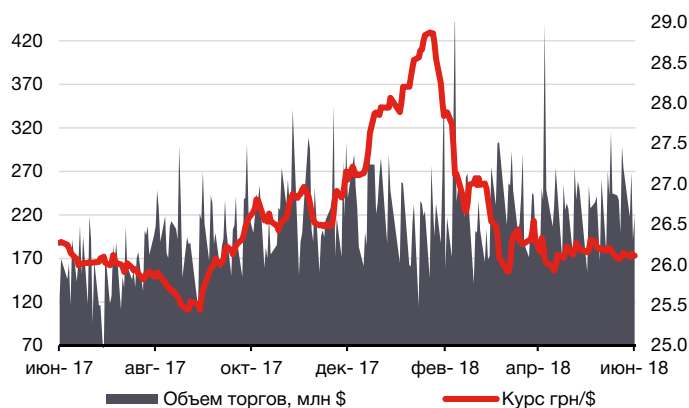
(1) Банковская система

Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 1.81 млрд грн до 114.77 млрд грн за неделю. Министерство финансов 5 июня разместило облигации в гривне с погашением в августе и ноябре 2018 с доходностью 17.44% и 17.50%, соответственно. Общие заимствования равнялись 901.38 млн грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 0.2%, открывшись на отметке 26.10 и закрывшись к концу на уровне 26.16.

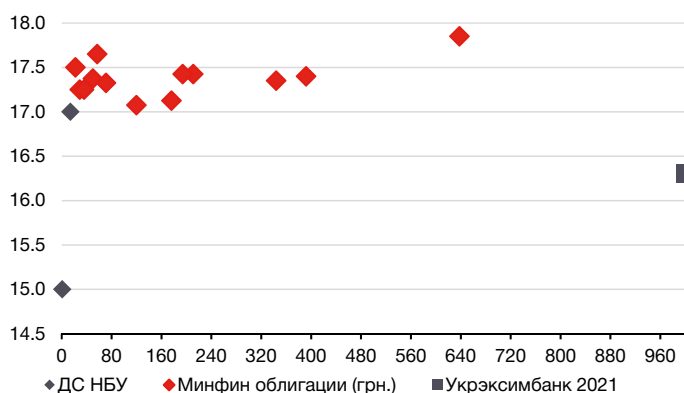
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

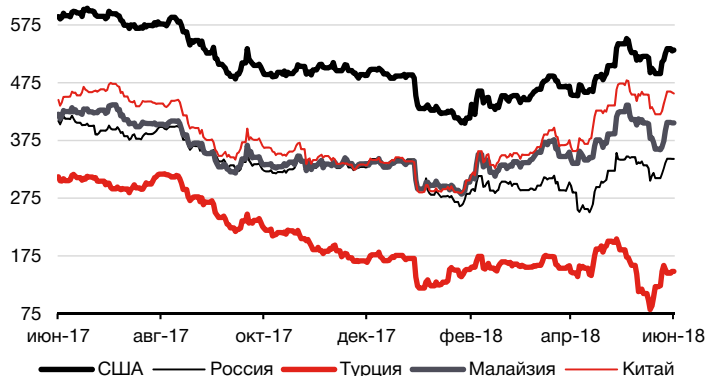
Источник: НБУ

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



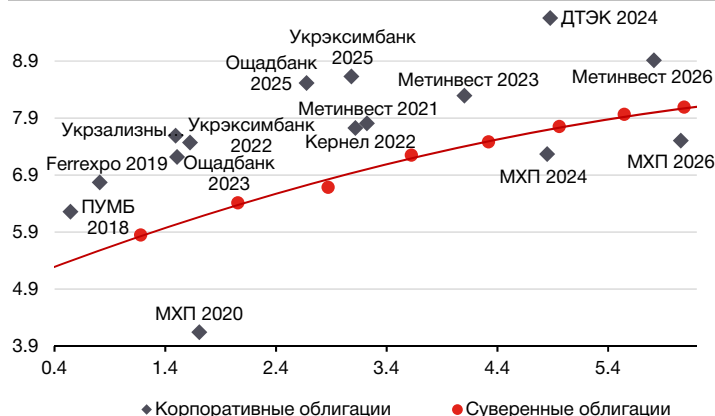
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



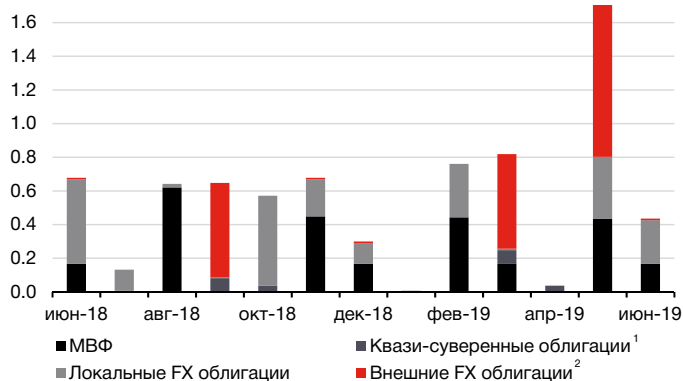
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



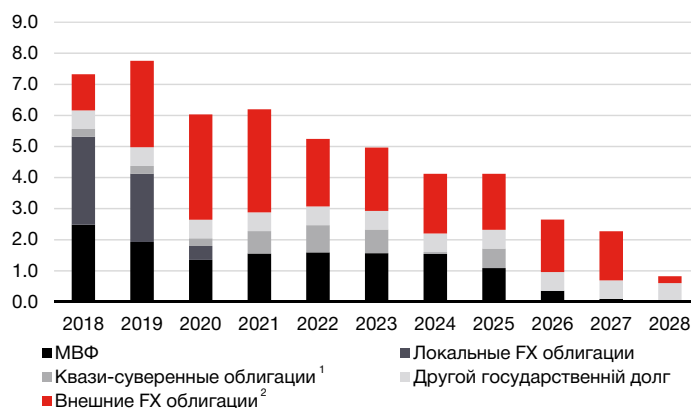
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



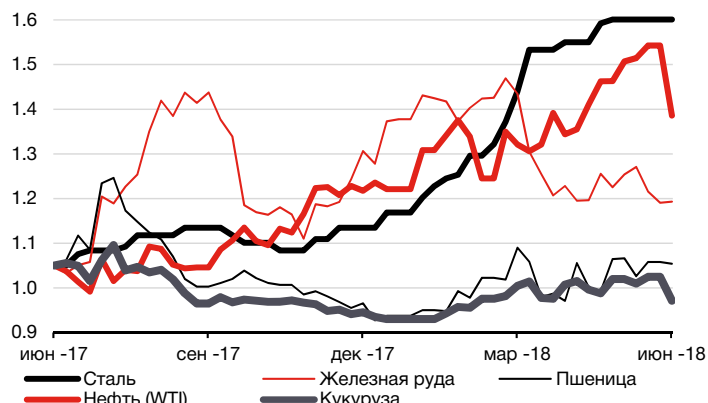
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



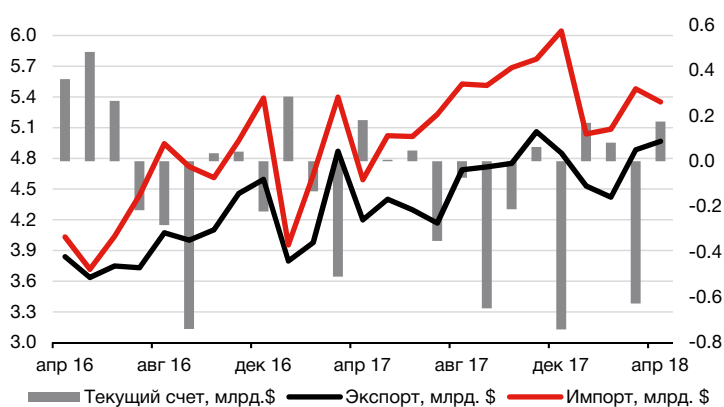
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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								
	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18П	2018П
Рост реального ВВП, г/г %	2.4%	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.5%	2.5%	3.1%
Номинальный ВВП, млрд грн	2,385	591	665	833	894	2,983	709	3,567
Номинальный ВВП, млрд \$	93	22	26	32	33	112	26	130
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	17.1%	26.2%	20.9%	21.1%	20.9%	22.0%	17.0%	16.0%
ИПЦ (средний за период),г/г %	14.9%	14.0%	13.8%	16.1%	14.0%	14.5%	13.8%	12.2%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	12.4%	15.1%	15.6%	16.4%	13.7%	13.7%	13.2%	10.1%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2,6}	2.3%	-0.7%	-7.2%	1.3%	9.4%	1.4%	0.4%	3.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	8.6%	3.8%	-7.2%	4.0%	12.7%	4.1%	0.4%	3.0%
Государственный долг, % ВВП	80.8%	77.4%	73.9%	72.7%	71.8%	71.8%	66.2%	63.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	48.9%	46.9%	47.4%	46.5%	43.7%	43.7%	41.6%	38.7%
Общий внешний долг, млрд \$	114	114	115	117	117	117	117	117
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	46.0	12.6	12.9	13.6	14.9	60.8	13.8	58.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	51.5	13.7	14.2	15.9	17.0	54.0	15.5	65.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-5.5	-1.1	-1.3	-2.3	-2.1	6.8	-1.7	-7.2
Текущий счет, млрд \$	-3.5	-0.8	-0.3	-1.7	-1.0	-3.8	-0.6	-2.2
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-4.7	-0.2	-1.9	-2.5	-1.7	-6.4	-0.3	-2.9
Резервы НБУ, млрд \$	15.5	15.1	18.0	18.6	18.8	18.8	18.2	20.8
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	25.6	27.1	26.0	25.9	26.9	26.6	27.3	27.5
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	27.0	26.0	26.6	28.1	28.1	26.3	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.0%	14.0%	12.5%	12.5%	14.5%	14.5%	17.0%	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	5.9	102.2	-0.7	1.2	661
Украина 2023	Держать	1-дек-16	7.8	сен-23	7.5	101.1	-0.6	4.3	1,355
Украина 2027	Держать	1-дек-16	7.8	сен-27	8.1	97.5	-1.6	6.6	1,307
Украина 2032	Держать	1-дек-16	7.4	сен-32	8.3	92.6	-0.6	8.5	3,000
МХП 2024	Держать	22-май-18	7.8	май-24	7.3	102.3	-0.6	4.8	500
МХП 2026	Держать	22-май-18	7.0	апр-26	7.5	96.7	-0.3	6.1	550
ДТЭК 2024	Покупать	5-июн-18	10.8	дек-24	9.7	105.4	-0.3	4.9	1,344
Феррэкспо 2019	Покупать	27-мар-18	10.4	апр-19	6.8	102.9	0.2	0.8	346
Метинвест 2023	Держать	5-июн-18	7.8	апр-23	8.3	97.9	-0.3	4.1	945
Метинвест 2026	Держать	5-июн-18	8.5	апр-26	8.9	97.7	-0.2	5.8	648
Укрлендфарминг 2018	Продавать	17-июн-17	10.9	мар-18	нс	20.7	0.4	2.4	543
Авангард 2018	Продавать	5-июн-18	10.0	окт-18	нс	19.9	0.0	0.4	214
ПУМБ 2018	Покупать	15-мая-18	11.0	дек-18	6.3	102.6	0.5	0.5	59
ПриватБанк в дефолте (10.250)	Не оценен	8-мая-18	10.3	янв-18	нс	21.0	0.6	2.5	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	Не оценен	8-мая-18	10.9	фев-21	нс	29.0	0.0	3.2	175
Ощадбанк 2023	Покупать	15-мая-18	9.4	мар-23	7.2	103.2	-0.1	1.5	700
Ощадбанк 2025	Покупать	15-мая-18	9.6	мар-25	8.5	102.9	-0.5	2.7	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	15-мая-18	16.5	мар-21	16.8	99.2	0.0	2.2	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	15-мая-18	9.6	апр-22	7.5	103.4	-0.1	1.6	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	15-мая-18	9.8	янв-25	8.6	103.4	-0.5	3.1	600
Укрзализныця 2021	Покупать	17-апр-18	9.9	сен-21	7.6	103.3	0.0	1.5	500
Мрия 2018	Продавать	14-ноя-17	9.5	апр-18	нс	7.8	-0.1	1.3	400
Кернел 2022	Покупать	29-май-18	8.8	янв-22	7.7	103.2	-0.3	3.1	500

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 2 недели		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	8 июн
ГССУ - статистика по сельхозпроизводству	Точная	13 июн
ГССУ - ВВП за 1кв18	Точная	19 июн

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.