

Еженедельный обзор

- Профицит консолидированного бюджета за 4м19 составил 17.6 млрд грн (1.6% от ВВП)
- В апреле выход основных секторов увеличился на 5.6% г/г
- ЕБИТДА Метинвеста в марте и 1кв19 увеличилась на 50% м/м и сократилась на 30% г/г
- ЕБИТДА компании Кернел в 3кв19 сократилась на 2.4% г/г до 83 млн \$

Профицит консолидированного бюджета за 4м19 составил 17.6 млрд грн (1.6% от ВВП). Доходы за апрель выросли на 37% г/г, в то время как расходы прибавили 14%.

Наш взгляд: Доходы сводного бюджета за месяц совпали с нашими ожиданиями, продемонстрировав рост на 37% г/г в основном благодаря трансфертам от НБУ в размере 48 млрд грн (74% от запланированной суммы за год). Сборы НДС оказались несколько хуже, чем мы предполагали (-12% г/г) на фоне меньших валовых поступлений и большего возмещения, однако были компенсированы лучшей динамикой по акцизам и ренте. Исключая трансферты от национального банка, рост доходов за 4м19 составил 9% г/г, что соответствует годовому плану. Согласно оперативным данным Минфина, аналогичный показатель центрального бюджета за май показывает схожую динамику (+8% г/г). Расходы на консолидированном уровне также совпали с ожиданиями, хотя отдельные статьи отклонились от наших оценок: операционные издержки оказались несколько ниже, особенно в части социального обеспечения (кроме пенсий), а капитальные – выше. В целом же, опубликованные данные дают основания предполагать, что риски удержания дефицита на уровне 2.3% от номинального ВВП за 2019 год остаются низкими.

Сводный госбюджет за 4м19, млрд грн

	апрель	г/г	4м19	г/г	ГП г/г
Доходы	137	37%	411	18%	9%
НДС	32	-12%	117	-3%	16%
Локальный НДС	9	-41%	24	-28%	20%
Импортный НДС	23	10%	93	7%	15%
Налог на прибыль	2	97%	34	3%	-1%
Акцизы	12	34%	39	17%	12%
НДФЛ	22	25%	82	23%	14%
Рента	4	129%	18	51%	26%
Импортные пошлины	2	11%	10	23%	16%
Местные налоги	6	26%	24	24%	6%
Неналоговые доходы	55	108%	81	57%	-11%
Трансферты НБУ	48	217%	48	217%	7%
Другое	1	-9%	6	35%	-9%
Расходы	110	14%	394	13%	11%
Операционные	101	12%	375	12%	13%
Зарплаты	31	21%	116	22%	21%
R&D	12	2%	39	-7%	-3%
Обслуживание долга	7	42%	39	10%	25%
Субсидии бизнесу	6	106%	19	93%	17%
Соц обеспечение	33	-3%	119	-1%	8%
Пенсии	17	36%	63	30%	16%
Субсидии	7	-44%	26	-38%	-24%
Другое	13	7%	43	35%	15%
Капитальные	9	50%	19	43%	-15%
Приобретение	5	54%	12	44%	-34%
Трансферты	3	46%	7	41%	14%
Чистый долг	0.13	нс	-0.44	нс	138%
Дефицит¹	-27	нс	-18	нс	52%
% ВВП	нс	нс	-1.6%	-1.6пп	0.7пп
Доходы центр бюджета	111	41%	320	18%	11%
Расходы центр бюджета	67	43%	234	32%	20%
Чистые трансферты	19	-38%	88	-22%	-4%
Доходы местн бюджетов	25	21%	92	17%	3%
Расходы местн бюджетов	42	-14%	160	-6%	0%
Номинальный ВВП²	нд	нс	1,086	13%	13%

Примечание. ГП – годовой план Госказначейства (на 2019)

(1) Расходы минус доходы плюс чистое кредитование консолидированного бюджета

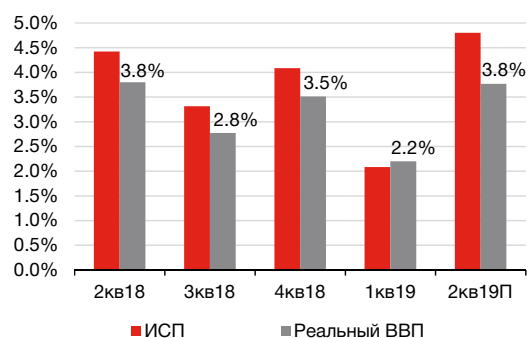
(2) Для расчетов использован наш прогноз

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

В апреле выход основных секторов увеличился на 5.6% г/г, согласно нашему расчетному индексу ИСП. Промышленное производство продемонстрировало скачок на 5.2% г/г (4.4% с учетом коррекции на сезонность), существенно улучшив показатели по сравнению с мартом (+2.1% и +2.7%). Согласно нашим расчетам, пассажирские и грузовые перевозки прибавили 4.2%. Выход строительства увеличился на 32.9% в связи активизацией сооружения нежилых помещений и инфраструктурных объектов (+40% г/г). Сельскохозяйственный сектор продемонстрировал спад на 0.2%. Оптовые продажи сократились на 4.7% г/г, в то время как розничные прибавили 9.1% (рекордное за последние 15 месяцев значение роста). Внутренняя торговля в целом, по нашим расчетам, увеличилась на 3.4%.

Наш взгляд: Консолидированный показатель снова существенно превысил нашу оценку ввиду лучших, чем мы ожидали, результатов промышленности (неожиданный скачок выхода продукции машиностроения наряду с дальнейшим восстановлением производства металлов), розничной торговли и транспорта (преимущественно, авиации). Положительной динамике вышеперечисленных индикаторов способствовали также календарный эффект (дополнительный рабочий день в апреле 2019, по сравнению с 2018) и пересмотр прошлогодних данных в сторону понижения. Строительство продемонстрировало существенный рост г/г третий месяц кряду, скорее всего, благодаря лучшим погодными условиями. Учитывая, что влияние данного эффект должно существенно уменьшится в мае, наша оценка ИСП на следующий месяц составляет 4.4%. Принимая во внимание опубликованные цифры за 4м19 и относительно оптимистичные ожидания на ближайшую перспективу, наш прогноз роста реального ВВП на 2кв19 составляет 3.5% г/г. В этой связи, мы оставляем нашу текущую годовую оценку данного показателя на уровне 2.8%, несмотря на несколько слабые результаты за 1кв19.

Динамика роста ИСП против реального ВВП



Примечание: Индекс совокупного производства – рост средневзвешенного значения промышленного производства, розничных и оптовых продаж, перевозок, строительства и выхода с/х продукции

Источник: ГССУ, Adamant Capital

EBITDA Метинвеста в марте и 1кв19 увеличилась на 50% м/м и сократилась на 30% г/г (исключая доходы от СП). По сравнению с февралем, вклады в итоговую цифру за месяц металлургического и добывающего сегментов продемонстрировали схожую динамику (+30-40 млн \$ м/м). Операционный денежный поток сократился на 67% м/м до 56 млн \$ на фоне больших вложений в оборотный капитал (62 млн \$). Инвестиции в основные фонды и соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA остались на прежнем уровне (101 млн \$ и 1.2, соответственно). Квартальный консолидированный показатель EBITDA сократился г/г ввиду меньших доходов металлургического дивизиона.

Наш взгляд: Консолидированный показатель EBITDA за месяц оказался на 18% выше наших оценок в основном на фоне несистемных факторов и скачка в объемах продаж железной руды третьим лицам. Восстановлению доходов металлургического дивизиона поспособствовали рост цен реализации на 2% и ситуативное сокращение расчетной себестоимости производства (разница между выручкой и EBITDA на тонну) на 6%. В то же время, среднее значение последнего за квартал все же увеличилось на 6%, что вяжется как с нашими оценками, так и с трендом подорожания сырья и повышения заработных плат. Помимо большего количества реализованной руды, на результат добывающего сегмента повлиял также рост средней цены на 7%. Такая динамика несомненно является положительной, однако все еще существенно отстает от глобальных индексов (+18% с декабря против +26% для CFR China). В целом же, опубликованные данные позволяют нам оставить наш годовой прогноз EBITDA компании на уровне 1.5 млрд \$. Рыночная доходность еврооблигаций Метинвеста по-прежнему находится на уровне бумаг Кернела, что, по нашему мнению, делает дальнейшее ее снижение маловероятным. Наша рекомендация остается на отметке «держать».

Результаты Метинвеста за март, млн \$					
	мар	фев	м/м	3м19	г/г
Выручка	1,031	932	11%	2,863	-5%
EBITDA ¹	167	111	50%	395	-30%
Рентабельность	16%	12%	4пп	14%	-5пп
EBITDA ¹ от стали	48	10	380%	80	-76%
EBITDA ¹ от добычи	129	99	30%	314	4%
Продажи стали, тыс т	765	691	11%	2,228	-6%
Цена на сталь ² , \$/т	575	562	2%	564	-4%
Продажи руды, тыс т	2,467	2,320	6%	7,063	7%
Цена на руду ³ , \$/т	107	100	6%	100	6%
OCF ⁴	56	169	-67%	318	96%
Сарех ⁵	101	97	4%	288	76%
FCF ⁶	-45	72	-163%	30	нс
Общий долг	2,682	2,683	0%	2,682	-13%
Чистый долг	2,464	2,405	2%	2,464	-13%
Чистый долг/EBITDA	1.2	1.1	4%	1.2	-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

EBITDA компании Кернел в 3кв19 сократилась на 2.4% г/г до 83 млн \$ (исключает доход от переоценки биологических активов).

Основной вклад в рост итоговой цифры внесли сегмент производства масла наливом (скачок маржи на 35%) и сельскохозяйственный дивизион, продажи которого прибавили 25% г/г (а расходы уменьшились) ввиду повышения урожайности основных культур. Торговля зерном сгенерировала на 32 млн \$ меньше доходов г/г, поскольку Avege (дочернее предприятие Кернела, которое инвестирует в товарные фьючерсы и опционы) понесло убытки в размере 20 млн \$ против 35 млн \$ прибыли в прошлом году. Операционный денежный поток увеличился в четыре раза, отражая сокращение оборотного капитала на 150 млн \$ и расчетную суть потерь от переоценки финансовых активов. В ходе конференц-звонка для инвесторов менеджмент подтвердил ранее озвученные прогнозы на 2019: средняя маржа производства масла наливом должна составить 60-65 \$/т (ожидается более слабый результат в 4кв19), а объемы экспорта зерна из Украины – 6.0-6.2 млн т. В то же время, руководство понизило свою оценку EBITDA сельскохозяйственного дивизиона на 6% до 160 млн \$, а также планируемый размер капитальных инвестиций до 350 млн \$ с 400 млн \$ ранее. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA увеличилось на 6% г/г до 2.8 (исключает эффекты от МСФО 41).

Наш взгляд: Квартальный показатель EBITDA холдинга оказался на 18% ниже наших ожиданий ввиду слабого результата Avege, более низкой фактической маржинальности сельскохозяйственных культур, и меньшей, чем предполагалось, доли продаж собранного урожая в течение отчетного периода. Данные потери были частично компенсированы за счет скачка доходов от физической торговли зерновыми (по нашим расчетам, EBITDA на тонну составила более 15 \$), причинами которого, согласно заявлениям менеджмента, послужили временный избыток предложения на рынке и более высокая эффективность операций за счет расширения собственного парка железнодорожных вагонов. Предполагая, что Avege удастся выйти в прибыль в следующем квартале ввиду роста цен на кукурузу на международных биржах, мы оцениваем EBITDA компании в 4кв19 на уровне 70 млн \$. Таким образом, наш годовой прогноз данного показателя снижается всего на 10 млн \$ до 350 млн \$. Несмотря на ухудшение качества (повышения волатильности) доходов Кернела, мы продолжаем считать, что уровень закрежденности холдинга остается безопасным. Львиная доля чистого долга по-прежнему покрыта легкорезализуемыми товарно-материальными запасами (80% на 31 марта). Мы также подтверждаем нашу рекомендацию «покупать» бумаги этого эмитента, учитывая текущую премию по доходности (взвешенную на дюрацию) в размере 100 бп к еврооблигациям аналогичного качества (МХП 2024 и 2026).

Результаты Кернела по МСФО за 3кв19, млн \$

	3кв19	3кв18	г/г	2кв18	кв/кв
Выручка	803	541	48%	1,115	-28%
EBITDA	55	73	-24%	129	-57%
Переоценка БА ¹	-28	-12	нс	-6	нс
EBITDA скорр ²	83	85	-2%	135	-39%
Масло	26	14	91%	35	-26%
Агро	45	29	55%	68	-33%
Зерно	3	35	-92%	7	-62%
Инфраструктура	15	16	-1%	33	-54%
EBITDA скорр маржа	10%	16%	-5пп	12%	-2пп
Чистая прибыль	16	-26	нс	88	-82%
Маржа по прибыли	2%	-5%	7пп	8%	-6пп
Чистый долг	780	696	12%	875	-11%
Долг/EBITDA ³	2.8	2.6	6%	3.1	-10%
Скорр долг/EBITDA ⁴	1.0	0.5	90%	0.5	81%
OCF ⁵	243	61	299%	-139	нс
Сарех ⁶	74	23	217%	51	45%
FCF ⁷	169	38	349%	-191	нс
Продажи масла, тыс т	358	254	41%	342	5%
Масло EBITDA/т, \$	73	54	36%	103	-29%

(1) Биологические активы

(2) EBITDA исключая переоценку биологических активов

(3) Соотношение чистого долга к 12 месячному показателю EBITDA

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

(5) Денежный поток от операционной деятельности

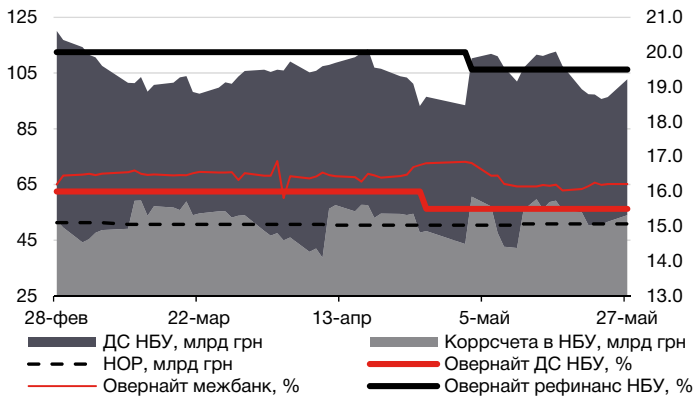
(6) Капитальные инвестиции

(7) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, Adamant Capital

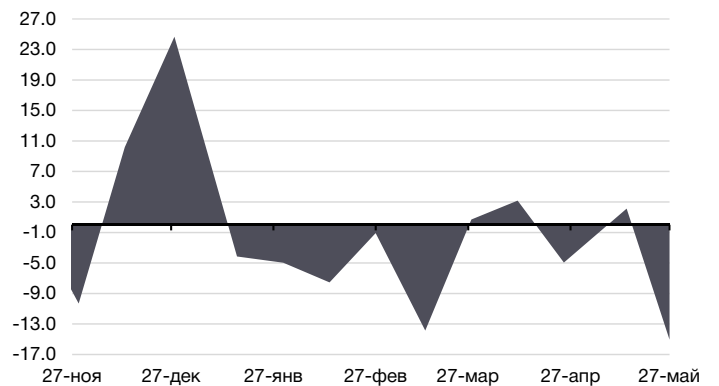
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

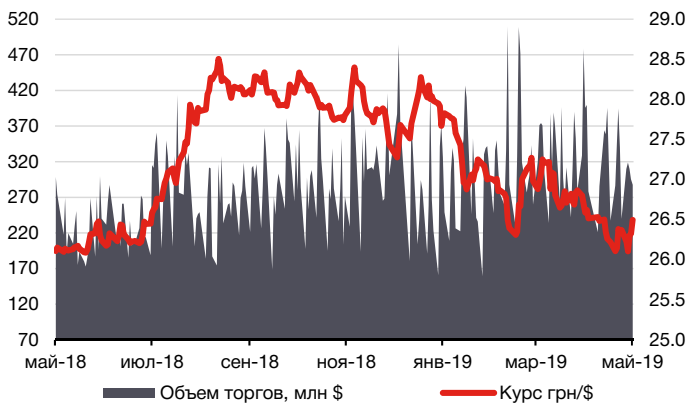


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за две недели
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность локального рынка (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 3.6 млрд грн до 102.7 млрд грн за неделю. Министерство финансов 28 мая разместило облигации в гривне с погашением в сентябре 2019, ноябре 2019, мае 2020 и июне 2021 с доходностью 18.0%, 18.5%, 18.5% и 17.95%, соответственно, а также в долларах США с погашением в январе 2020, октябре 2020 и августе 2020 с доходностью 7.25%, 7.25% и 3.85% (последняя с возможностью досрочной амортизации), соответственно. Общие заимствования составили 1.2 млрд грн и 91.0 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе девальвировал на 1.1%, открывшись на отметке 26.10 и закрывшись к концу на уровне 26.38.

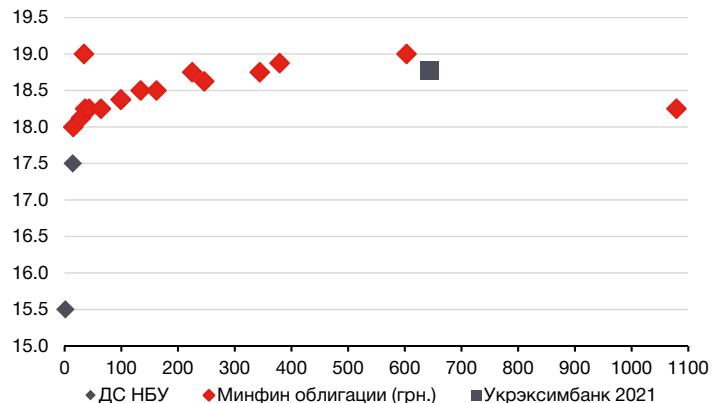
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

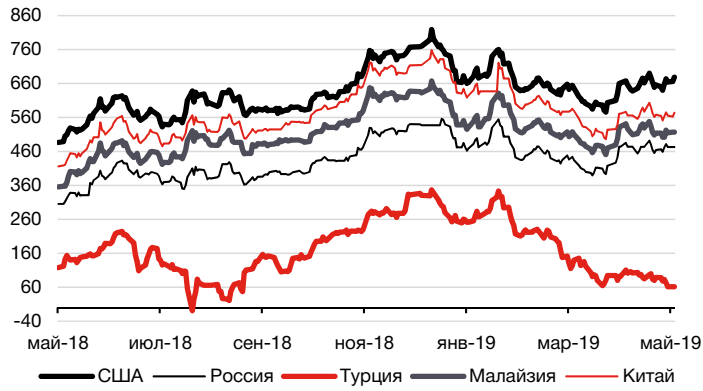
Источник: НБУ

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



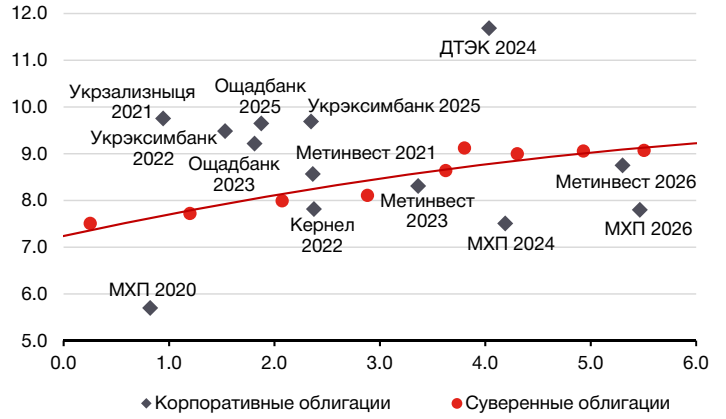
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



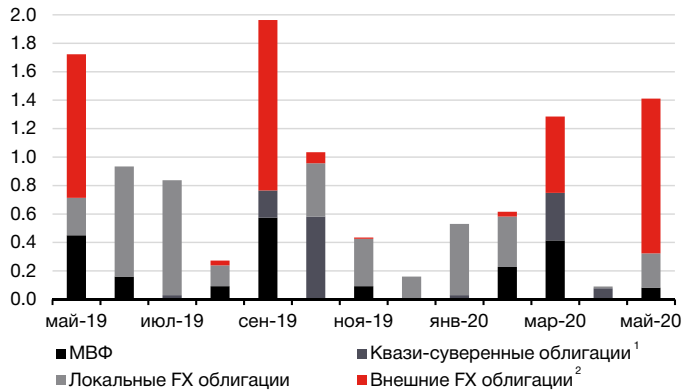
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



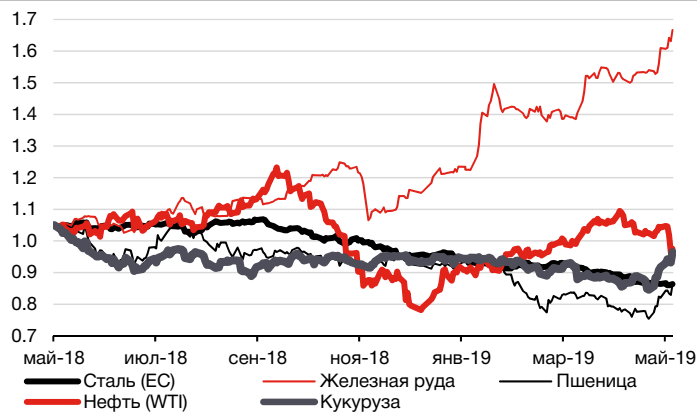
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



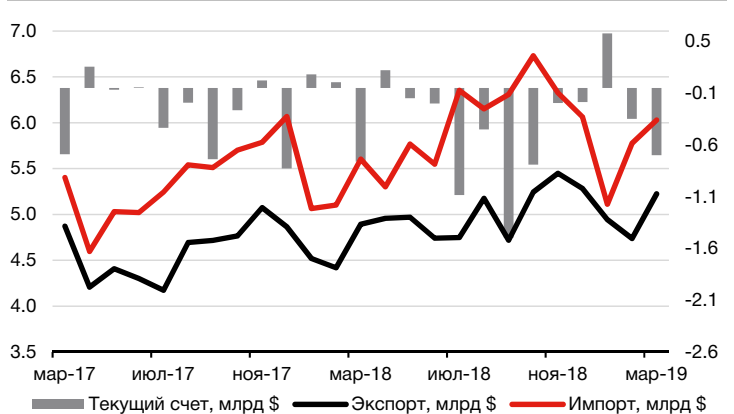
Процентные платежи включены в каждую категорию, амортизационные выплаты по локальным FX облигациям включены с сентября 2018
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: 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%	2.2%	2.8%
Номинальный ВВП, млрд грн	2,984	705	811	995	1,048	3,559	795	4,024
Номинальный ВВП, млрд \$	113	26	31	36	37	131	29	141
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	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 ^{1,2,6}	1.4%	0.4%	-1.7%	-0.4%	7.9%	1.9%	1.1%	2.3%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ³	4.0%	0.4%	-1.2%	-0.4%	8.3%	2.2%	1.1%	2.3%
Государственный долг, % ВВП	71.8%	66.3%	61.6%	62.1%	60.9%	60.9%	58.8%	56.2%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	43.5%	41.6%	38.6%	37.6%	38.6%	38.6%	37.6%	35.6%
Общий внешний долг, млрд \$	115	115	114	114	115	115	115	112
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	53.9	13.8	14.7	14.6	16.0	59.1	14.9	61.5
Импорт товаров и услуг, млрд \$	62.5	15.8	16.6	18.8	19.1	70.3	16.9	73.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-8.6	-1.9	-1.9	-4.2	-3.1	-11.2	-2.0	-11.5
Текущий счет, млрд \$	-2.4	-0.5	-0.1	-2.9	-1.0	-4.5	-0.4	-4.5
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-5.0	-0.3	-0.7	-2.1	-4.3	-7.4	-0.8	-3.9
Резервы НБУ, млрд \$	18.8	18.2	18.0	16.6	20.8	20.8	20.6	19.5
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁷	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	27.2	30.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	14.5%	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%	17.5%	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 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	7.5	100.0	-0.3	0.3	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	8.6	96.9	-0.7	3.6	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	9.1	99.5	-1.1	3.8	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	9.1	92.2	-1.3	6.0	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	9.4	101.9	-1.4	6.4	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	9.1	86.9	-2.2	7.9	3,000
МХП 2024	Держать	23-апр-19	7.8	май-24	7.5	101.0	0.2	4.2	500
МХП 2026	Держать	23-апр-19	7.0	апр-26	7.8	95.6	0.2	5.5	550
ДТЭК 2024	Покупать	5-мар-19	10.8	дек-24	11.7	96.3	0.1	4.0	1,344
Метинвест 2023	Держать	28-мая-19	7.8	апр-23	8.3	98.2	0.2	3.4	945
Метинвест 2026	Держать	28-мая-19	8.5	апр-26	8.7	98.7	0.3	5.3	648
Укрлендфарминг в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	13.9	0.5	нс	543
Авангард в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	17.9	0.0	нс	214
ПриватБанк в дефолте (10.250)	-	-	10.3	янв-18	нс	31.0	-0.1	нс	160
ПриватБанк в дефолте (10.875)	-	-	10.9	фев-21	нс	30.3	0.0	нс	175
Ощадбанк 2023	Покупать	14-мая-19	9.4	мар-23	9.2	100.5	-0.1	1.8	700
Ощадбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.6	мар-25	9.6	99.9	-0.3	1.9	500
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	-	-	16.5	мар-21	19.4	95.8	-0.6	1.5	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	14-мая-19	9.6	апр-22	9.5	100.3	-0.1	1.5	750
Укрэксимбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.8	янв-25	9.7	100.2	-0.1	2.3	600
Укрзалізниця 2021	Покупать	7-мая-19	9.9	сен-21	9.8	100.2	-0.4	0.9	500
Кернел 2022	Покупать	28-мая-19	8.8	янв-22	7.8	102.2	0.0	2.4	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	31-май
ДТЭК - операционные результаты за 1кв19	Индикативная	31-май
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	6-июн
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7-июн
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	10-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 скопирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.