

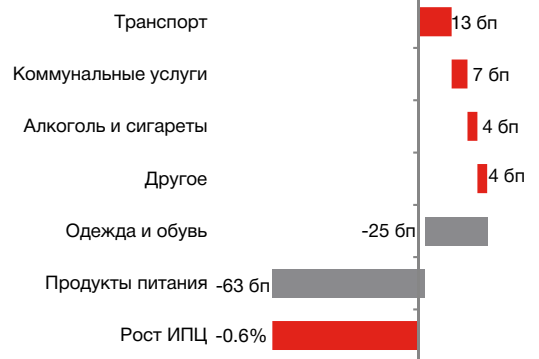
Еженедельный обзор

- Инфляция в июле составила 2.4% г/г и -0.6% м/м
- Валютные резервы НБУ в июле увеличились на 0.3 млрд \$ до 28.8 млрд \$
- Результаты банков за 2кв20: показатели чистой прибыли Ощадбанка, Укрэксимбанка и сектора в целом составили 36 млн \$, 13 млн \$ и 291 млн \$
- EBITDA Метинвеста в мае увеличилась на 30% м/м до 146 млн \$

Инфляция в июле составила 2.4% г/г и -0.6% м/м. Основными источниками замедления в месячном сопоставлении стали продукты питания, а также одежда и обувь (вклад в индекс -63 и -25 бп, соответственно). В то же время, увеличилась стоимость транспортных услуг, в основном благодаря удорожанию топлива на фоне восстановления мировых цен на нефть.

Наше мнение: Фактический показатель ИПЦ оказался несколько ниже наших оценок ввиду несезонной динамики цен на яйца (-15% м/м против +15% м/м в прошлом году и в среднем за последнее десятилетие) и слабого влияния девальвации национальной валюты (на 2.4% м/м) на стоимость других товаров и услуг. Удешевление продуктов питания в целом также шло вразрез с глобальными тенденциями (в июле индекс FAO прибавил 1.2%). В то же время, поскольку большинство из вышеуказанных эффектов являются временными, мы продолжаем считать, что мягкая монетарная политика Нацбанка позволит инфляции ускориться до 4.5% г/г в декабре. Важным наблюдением, поддерживающим данный сценарий, является рост средней заработной платы в июне, который составил +10% м/м (против 5% в 2019 и 2018). Касательно августа, мы ожидаем, что давление на ИСЦ усилится в связи с более высокой стоимостью газа, поскольку значения фьючерсных котировок голландского хаба TTF, которые Нафтогаз использует для расчета цен ПСО, на текущий момент находятся на 28% выше среднего уровня за июль.

Факторы роста ИПЦ м/м по категориям в июле

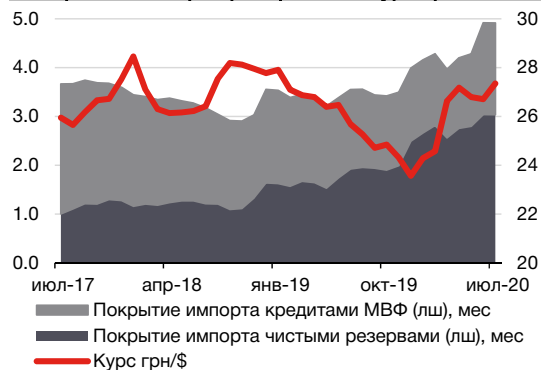


Source: SSSU, Adamant Capital estimates

Валютные резервы НБУ в июле увеличились на 0.3 млрд \$ до 28.8 млрд \$. Отток был вызван, прежде всего, процентными и амортизационными платежами по государственному долгу в размере 1.5 млрд \$ (0.8 млрд \$ из которых было уплачено по ОВГЗ) и интервенциями НБУ на межбанковском рынке. Крупнейшими поступлениями послужили размещения Министерством финансов еврооблигаций на 1.2 млрд \$ (в чистом виде) и переоценка финансовых инструментов, в которых хранятся резервы, обеспечившая дополнительные 0.4 млрд \$.

Наше мнение: Опубликованный размер резервов оказался ниже наших изначальных оценок ввиду непредвиденной выплаты 0.7 млрд \$ иностранным кредиторам (вероятно, по официальному займу) и более значительных объемов интервенций НБУ. Поскольку Минфин уже разместил валютные ОВГЗ на 0.2 млрд \$ (что повышает вероятность успешного ролловера 0.5 млрд \$ бумаг, предстоящих к погашению) и дополнительное финансирование от иностранных партнеров в ближайшее время не ожидается (Мировой банк, судя по всему, задерживает выплату по программе DPL), мы считаем, что размер резервов в августе практически не изменится. С учетом непредвиденного погашения в июле, мы снижаем нашу оценку на 31 декабря до 29.3 млрд \$.

Покровительство импорта резервами и курс грн/\$



Примечание: при расчёте покрытия импорта резервами используется средний объем импорта за последние 12 месяцев
Источник: НБУ, Adamant Capital

Результаты банков за 2кв20: показатели чистой прибыли Ощадбанка, Укрэксимбанка и сектора в целом составили 36 млн \$, 13 млн \$ и 291 млн \$. Чистая процентная маржа достигла 3.8%, 0.5% и 6.0% соответственно (+0.8 пп, -0.5пп и -0.6пп кв/кв). Отчисления по РВПС сократились на 25 млн \$ в Ощадбанке, но выросли на 38 млн \$ у Укрэксимбанка и практически на 0.5 млрд \$ в целом по системе. Соотношение NPL (ссуды самой низкой категории) к валовому портфелю в среднем по сектору увеличилось, в то время как в Ощадбанке значение этого показателя не изменилось, а в Укрэксимбанке даже уменьшилось. Переоценка финансовых инструментов была положительной ввиду падения доходностей гривневых ОВГЗ на вторичном рынке (на фоне смягчения монетарной политики НБУ). Оба банка и сектор в целом также получили доход от курсовых разниц, поскольку без учета деривативов, валютная позиция у всех осталась короткой. Депозиты выросли в реальном выражении (после корректировки на изменения обменного курса) в Укрэксимбанке и по системе (на 11% и 4% кв/кв, соответственно), но уменьшились в Ощадбанке, в первую очередь ввиду сокращения объемов валютных вкладов. Чистые кредиты, напротив, снизились. Норматив достаточности капитала (коэффициент H2) увеличился у всех троих, в основном на фоне утверждения прибыли прошлого года и ее перехода из дополнительного в основной регулятивный капитал.

Наше мнение: Во 2кв20 доходы украинских банков рухнули на 50% кв/кв ввиду негативного влияния COVID-19 и снижения ставок (ROE также сократился вдвое до 16%). Эффект пандемии, вероятно, вызвал рост отчислений в резервы, ведь многие заемщики (особенно те, которые ведут деятельность в сфере транспортных услуг, гостиничном бизнесе и общепите) столкнулись с финансовыми трудностями. Снижение спроса со стороны потребителей привело к уменьшению комиссионных доходов на 16%. По этой же причине объем розничного кредитования сократился впервые с 2017 года (-5.0% кв/кв). Процентные ставки в национальной валюте продолжили падать на фоне смягчения монетарной политики Нацбанка, что негативно сказалось на ЧПМ (потеряла 0.6пп кв/кв, достигнув 6.0%). Эта тенденция, вероятно, сохранится и в будущем, поскольку практически всем экономическим агентам требуется дополнительное время чтобы адаптироваться к новой стоимости денег (учетная ставка снизилась до всего 6.0% с 13.5% в начале года).

В отличие от предыдущего квартала, Укрэксимбанку на этот раз удалось сгенерировать прибыль, однако основным ее источником стали доходы от курсовых разниц (исключая деривативы, валютная позиция является короткой). В то же время, с точки зрения операционной эффективности, результаты ухудшились - показатель ЧПМ сократился вдвое кв/кв до всего 0.5%. Согласно заявлениям представителей НБУ, Укрэксимбанк все еще нуждается в докапитализации (несмотря на то, что CAR на конец квартала составлял 14.6%) ввиду решения нового руководства признать дополнительный объем проблемных кредитов, выданных до 2014 года. Поскольку банк является системно значимым, мы считаем, что эти средства будут предоставлены.

Результаты Ощадбанка ухудшились по сравнению с предыдущим кварталом на фоне более низких доходов от переоценки финансовых инструментов (составляют 35% общих активов). По нашему мнению, это вызвано менее резким, чем в 1кв20 падением доходностей гривневых ОВГЗ, поскольку основная доля реакции рынка на смягчение монетарной политики произошла превентивно.

В отличие от остальных участников рынка, чистая процентная маржа банка выросла (на 0.8пп до 1.8%), что может указывать на повышение операционной эффективности. Ощадбанк также недавно сменил председателя правления, однако его назначение на текущий момент пытаются обжаловать в суде. Мы ожидаем, что

Финрезультаты банков за 2кв20, млн \$

	Ощад	Укрэксим	Система
Процентный доход	70	7	746
кв/кв	20%	-47%	-10%
Комиссионный доход	37	7	361
кв/кв	-13%	-13%	-16%
Отчисления РВПС ¹	25	-38	-482
кв/кв	нс	129%	151%
Переоценка ФИ ²	-18	12	163
кв/кв	нс	-87%	-78%
Курсовые разницы	36	43	160
кв/кв	нс	нс	нс
Прибыль	36	13	291
кв/кв	-66%	нс	-54%
Депозиты	6,743	3,462	45,436
кв/кв	-5%	12%	6%
Кредиты	2,560	1,982	20,831
кв/кв	0%	-5%	-3%
ОВГЗ	3,528	1,704	15,632
кв/кв	30%	23%	25%
CAR ³	17.2%	14.6%	21.9%
кв/кв	1.1пп	1.3пп	2.6пп
ЧПМ ⁴	3.8%	0.5%	6.0%
кв/кв	0.8пп	-0.5пп	-0.6пп
NPL ⁵	3,195	2,756	21,020
кв/кв	0%	-3%	1%
РВПС	1,480	2,320	18,105
кв/кв	-39%	3%	-3%
NPL/валовые	58%	59%	51%
кв/кв	0пп	-1пп	1пп
РВПС/валовые	37%	54%	46%
кв/кв	-12пп	2пп	0пп
ROE ⁶	18%	23%	16%
кв/кв	-35пп	142пп	-16пп
CIR ⁷	92%	30%	49%
кв/кв	43пп	86пп	1пп

(1) Резервы, сформированные под плохие активы

(2) Переоценка финансовых инструментов

(3) Показатель H2 НБУ

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

(5) 5 и 10 категории по классификации должников НБУ (физ и юр лиц, соответственно), на 1.12.18 (последние доступные данные)

(6) Рентабельность собственного капитала

(7) Соотношение операционных затрат к операционным доходам

Источник: НБУ, оценки Adamant Capital

данные юридические трудности будут урегулированы и ЕБРР сможет, как и планировалось, стать миноритарным акционером уже в 4кв20. Согласно комментариям НБУ, Ощадбанку в ближайшее время дополнительный капитал может не потребоваться. В целом, мы продолжаем считать, что оба эмитента являются де факто продолжением суверенного баланса, а, следовательно, их кредитные риски сопоставимы с государственными. Хотя для изменения бизнес-моделей каждого потребуется время, текущее регулирование банковского сектора и системная важность обоих финучреждений позволяют сделать вывод, что в случае необходимости государство обеспечит им дополнительное финансирование. Принимая во внимание текущую премию по доходности еврооблигаций к кривой госбумаг (150-250бп) мы оставляем нашу рекомендацию по обоим эмитентам на отметке «покупать».

ЕБИТДА Метинвеста в мае увеличилась на 30% м/м до 146 млн \$ (исключая доходы от СП). Вклад от металлургического дивизиона составил 45 млн \$, снизившись на 30% по сравнению с апрелем. Сегмент руды сгенерировал 90 млн \$, продемонстрировав прирост в 15%. Операционный денежный поток возрос на 167% м/м/ до 56 млн \$, отражая более высокие доходы. Инвестиции в основные фонды увеличились на 43% до 96 млн \$, что привело к снижению свободного денежного потока до -40млн \$. Соотношение чистого долга к 12 месячной ЕБИТДА практически не изменилось, составив те же 3.0.

Наше мнение: Итоговый показатель ЕБИТДА за май отклонился от наших оценок ввиду положительных корректировок при консолидации (18 млн \$ против -25 млн \$ в апреле) и нехарактерно высоких объемов продаж руды. Последние прибавили 23% м/м, составив порядка 1.9 млн т, что на 28% больше среднего значения за предыдущие три месяца. Хотя оба фактора вряд ли окажут влияние на будущие периоды, мы все же считаем, что финансовые результаты Метинвеста за 2020 могут все равно оказаться более сильными, чем предполагалось ранее. Основная причина - восходящая динамика ценовых бенчмарков – как железорудного индекса 62% Fe CFR China (уже достиг отметки в 120 \$/т), так и ближайшего фьючерсного контракта HRC Black Sea (в текущий момент составляет 430 \$/т, что на 22% выше, чем в среднем за апрель). Наша новая оценка ЕБИТДА равна 1.3 млрд \$, что на 30% выше предыдущей.

Хотя кредитные метрики компании позволяют сделать вывод об еще более умеренных рисках (соотношение чистого долга к 12 месячной ЕБИТДА к концу года может опуститься ниже 2.0, если размер капитальных инвестиций будет соответствовать изначально запланированному уровню в 650 млн \$), мы продолжаем считать, что квазисуверенные бумаги, доходность которых практически соответствует еврооблигациям холдинга, являются более безопасными. В этом свете мы оставляем нашу рекомендацию по данному эмитенту на отметке «держать».

Результаты Метинвеста за май, млн \$

	май	апр	м/м	5м20	г/г
Выручка	843	742	14%	4,121	-15%
ЕБИТДА ¹	146	112	30%	587	-16%
Рентабельность	17%	15%	2пп	14%	0пп
ЕБИТДА ¹ от стали	45	65	-31%	298	83%
ЕБИТДА ¹ от добычи	90	78	15%	379	-33%
Продажи стали, тыс т	700	618	13%	3,506	-6%
Цена на сталь ² , \$/т	471	500	-6%	496	-13%
Продажи руды, тыс т	2,918	2,376	23%	12,137	8%
Цена на руду ³ , \$/т	86	84	3%	87	-9%
OCF ⁴	56	21	167%	355	-9%
Сарех ⁵	96	67	43%	410	-7%
FCF ⁶	-40	-46	нс	-55	нс
Общий долг	3,098	3,073	1%	3,098	13%
Чистый долг	2,838	2,803	1%	2,838	12%
Чистый долг/ЕБИТДА	3.0	3.0	3%	3.0	134%

(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

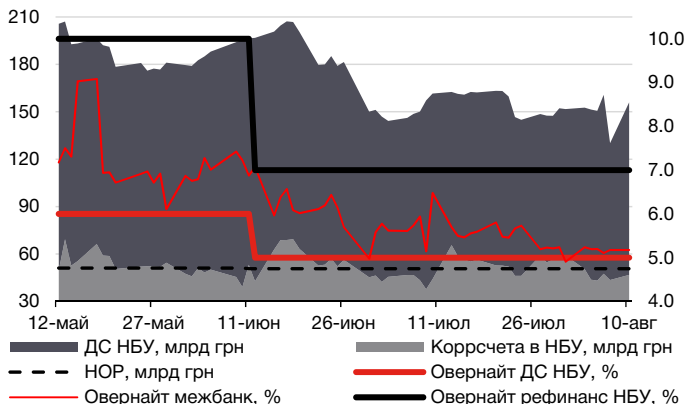
(5) Капитальные инвестиции

(6) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, оценки Adamant Capital

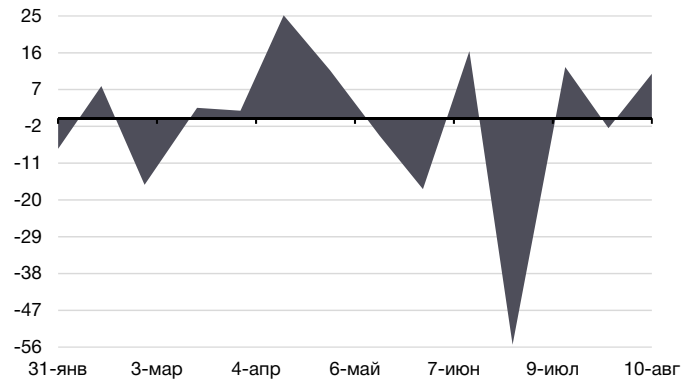
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

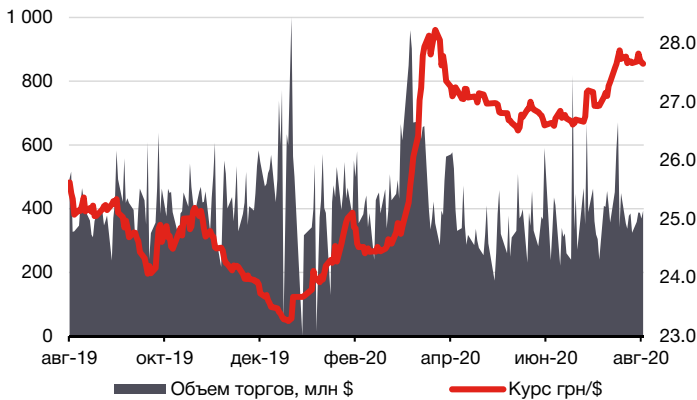


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 3.3 млрд грн до 155.9 млрд грн за неделю. Министерство финансов 11 августа разместило облигации в гривне с погашением в декабре 2020 и феврале 2023 с доходностью 7.00% и 10.00% соответственно, а также в долларах США с погашением в феврале 2022 с доходностью 3.60%. Общие заимствования составили 4.9 млрд грн и 190 млн \$. Общие заимствования составили 10.2 млрд грн.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 0.32%, открывшись на отметке 27.69 и закрывшись на уровне 27.60.

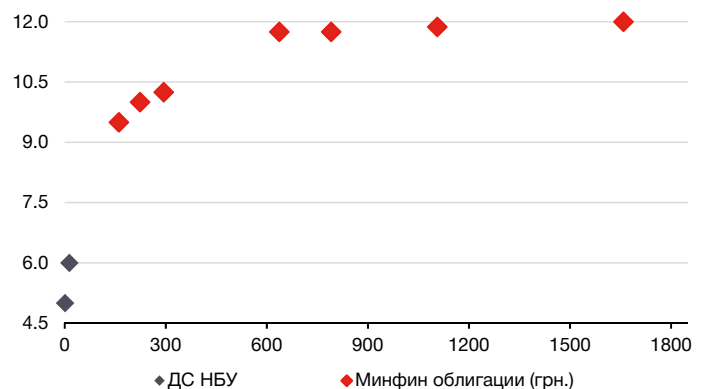
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

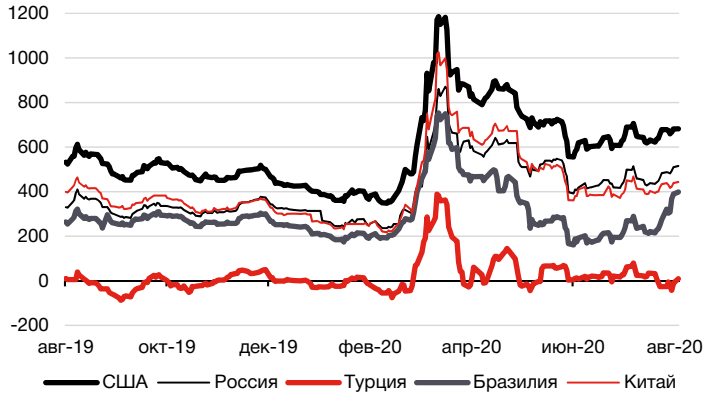
Источник: НБУ

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



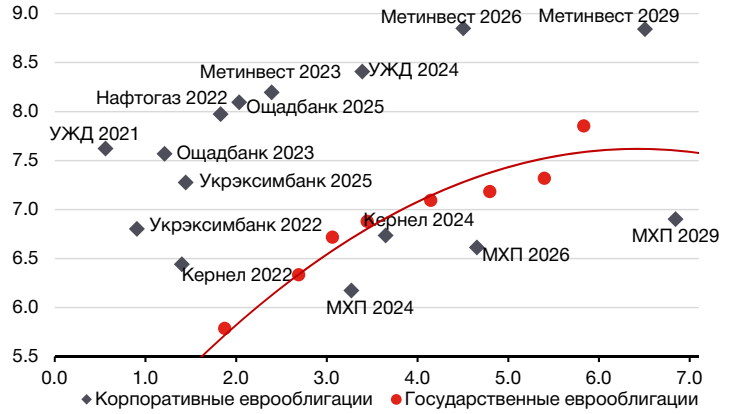
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



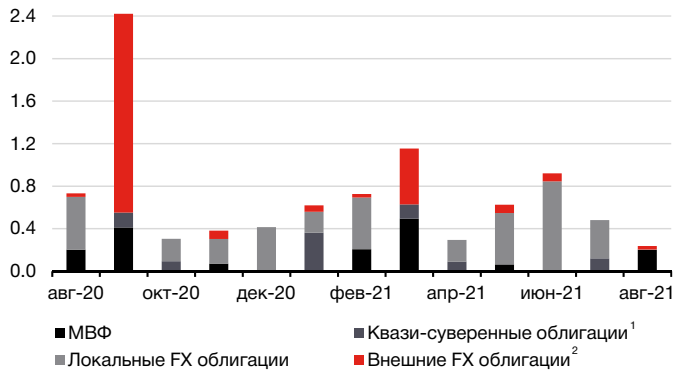
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



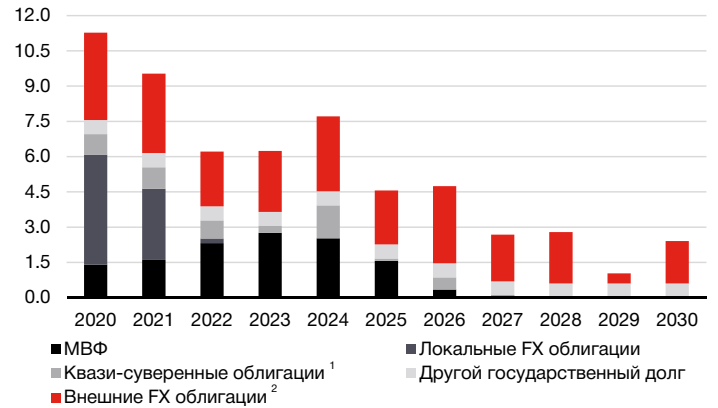
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



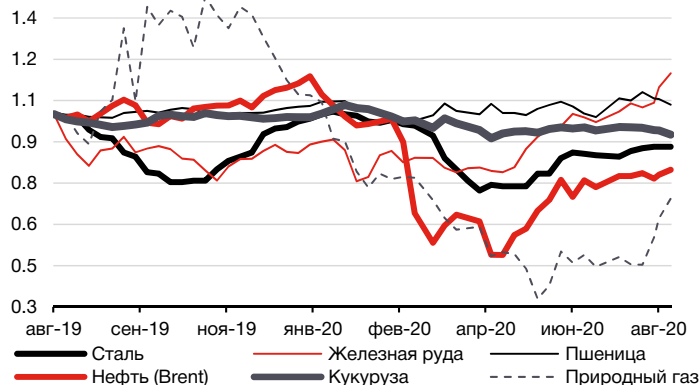
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2020-30, млрд \$



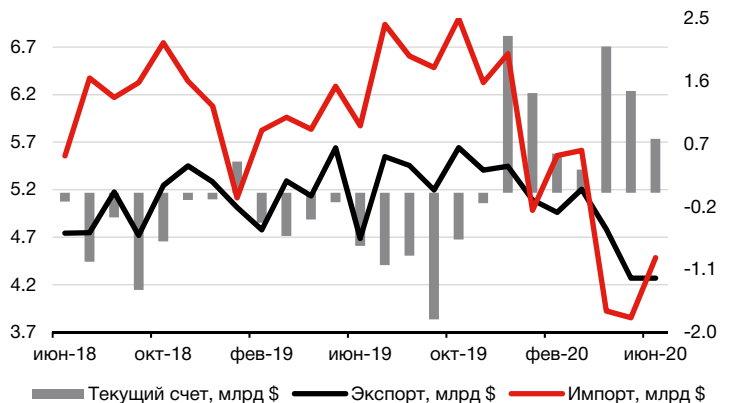
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: HRC spot (FOB Black Sea); China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (Black Sea); Brent Crude Oil Futures; Corn Futures (Black Sea); Dutch TTF Gas Futures
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	1кв19	2кв19	3кв19	4кв19	2019	1кв20	2кв20П	2020П
Рост реального ВВП, г/г %	2.9%	4.7%	3.9%	1.5%	3.2%	-1.3%	-10.0%	-4.0%
Номинальный ВВП, млрд грн	815	933	1,112	1,115	3,975	846	860	3,968
Номинальный ВВП, млрд \$	30	35	44	46	154	34	32	147
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	12.2%	9.9%	7.6%	4.7%	8.1%	5.1%	2.5%	4.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	8.9%	9.1%	8.5%	5.2%	7.9%	2.6%	2.1%	2.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	8.6%	9.0%	7.5%	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	4.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	2.0%	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	4.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	2.3%	2.7%	2.5%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	5.3%
Государственный долг, % ВВП	58.5%	55.4%	51.1%	50.3%	50.3%	56.3%	57.4%	60.3%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	37.4%	36.0%	32.9%	31.6%	31.6%	31.6%	31.8%	36.7%
Общий внешний долг, млрд \$	114	116	118	122	122	120	124	130
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	15.1	15.5	16.3	16.5	63.4	15.3	13.3	60.1
Импорт товаров и услуг, млрд \$	16.9	18.3	20.3	20.0	75.5	16.2	12.3	64.2
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.8	-2.8	-4.0	-3.5	-12.1	-0.9	1.1	-4.1
Текущий счет, млрд \$	-0.6	-1.3	-3.8	1.4	-1.1	4.2	4.3	8.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-0.9	-1.7	-5.2	-2.3	-10.2	2.5	3.0	7.6
Резервы НБУ, млрд \$	20.6	20.6	20.1	25.3	25.3	24.9	28.5	29.3
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	27.3	26.6	25.2	24.2	25.8	25.2	26.9	27.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	27.2	26.2	24.2	23.7	23.7	27.6	26.7	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	17.5%	17.5%	16.5%	13.5%	13.5%	10.0%	6.0%	6.0%

(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) 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 2023	Держать	-	7.8	сен-23	6.3	103.9	0.5	2.7	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	6.7	106.9	-0.3	3.1	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	7.3	102.3	0.0	5.4	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.9	111.3	-0.4	5.8	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.5	99.2	0.2	7.6	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	3.9	-0.3	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	28-июл-20	10.8	дек-24	24.1	68.3	7.5	3.0	1,344
Кернел 2022	Держать	21-июл-20	8.8	янв-22	6.4	103.2	0.1	1.4	500
Кернел 2024	Держать	21-июл-20	6.5	окт-24	6.7	99.1	0.0	3.6	300
Метинвест 2023	Держать	11-авг-20	7.8	апр-23	8.2	99.0	0.2	2.4	505
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	11-авг-20	5.6	июл-25	8.1	90.2	0.2	4.2	333
Метинвест 2026	Держать	11-авг-20	8.5	апр-26	8.8	98.4	0.5	4.5	648
Метинвест 2029	Держать	11-авг-20	7.8	окт-29	8.8	93.2	0.1	6.5	500
МХП 2024	Держать	28-июл-20	7.8	май-24	6.2	105.2	0.4	3.3	500
МХП 2026	Держать	28-июл-20	7.0	апр-26	6.6	101.6	0.2	4.7	550
МХП 2029	Держать	28-июл-20	6.3	сен-29	6.9	95.6	0.3	6.8	350
Нафтогаз 2022	Покупать	9-июн-20	7.4	июл-22	8.0	98.9	0.0	1.8	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	9-июн-20	7.1	июл-24	7.9	97.4	0.2	3.5	672
Ощадбанк 2023	Покупать	11-авг-20	9.4	мар-23	7.6	102.2	0.0	1.2	210
Ощадбанк 2025	Покупать	11-авг-20	9.6	мар-25	8.1	103.1	0.0	2.0	250
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	30.8	0.0	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	30.3	0.0	нс	175
УЖД 2021	Покупать	5-мая-20	9.9	сен-21	7.6	101.2	-0.1	0.6	150
УЖД 2024	Покупать	5-мая-20	8.3	июл-24	8.4	99.5	0.6	3.4	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	5.0	0.0	нс	150
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	11-авг-20	16.5	мар-21	17.1	99.7	0.0	0.5	250
Укрэксимбанк 2022	Покупать	11-авг-20	9.6	апр-22	6.8	102.5	0.0	0.9	600
Укрэксимбанк 2025	Покупать	11-авг-20	9.8	янв-25	7.3	103.4	0.0	1.4	543

Примечание: поскольку мы оцениваем украинские бумаги относительно друг друга внутри группы, рекомендация по суверенным облигациям всегда – «Держать»

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 1 неделю		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ - предварительная оценка ВВП за 2кв20	Точная	14-авг

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

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 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.