

Еженедельный обзор

- Доходы сводного бюджета в сентябре увеличились на 10% г/г
- Совет НБУ объявил выговор двум членам Правления
- Профицит текущего счета в августе составил 0.4 млрд \$
- EBITDA компании Кернел в 2020 выросла на 38% г/г до 464 млн \$

Доходы сводного бюджета в сентябре увеличились на 10% г/г до 100 млрд грн. По сравнению с планом, рост составил также 10%. За первые восемь месяцев 2020 дефицит достиг 15 млрд грн, что эквивалентно 3.4% от номинального ВВП в 12-месячном (LTM) измерении. Аналогичный период в 2019 был закрыт с профицитом в 35 млрд грн.

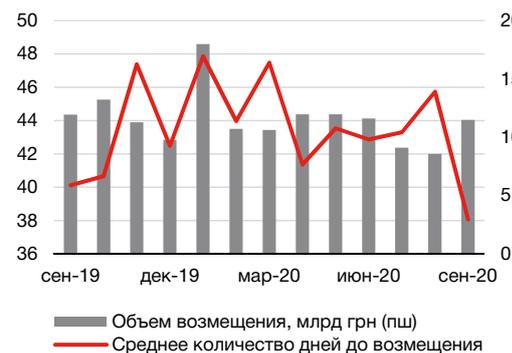
Наше мнение: Сводные доходы бюджета в сентябре в целом совпали с нашими оценками. Как и в августе, поступления в казну увеличились ввиду более высоких сборов таможен, а также налогов на товары и услуги местного происхождения. Последнему, вероятно, способствовало снижение объемов возмещения НДС, которое могло быть вызвано повышением эффективности администрирования, поскольку среднее количество дней для обработки заявок экспортеров роста пока не демонстрировало. Импортные пошлины увеличились ввиду повышения среднего обменного курса на 13% г/г. В целом, хотя доходы за девять месяцев 2020 отстают от плана Минфина на 2%, опубликованные данные, по нашему мнению, свидетельствуют о том, что до конца года он все же будет выполнен (или даже перевыполнен на 1-2%). Расходы в августе (данные публикуются с задержкой в несколько недель) оказались чуть ниже наших оценок, ввиду более медленного роста капитальных вложений и затрат на субсидии бизнесу. Мы считаем, что подобная динамика вполне может быть обусловлена трудностями с финансированием, с которыми уже начинается сталкиваться Минфин. С учетом недавних атак на антикоррупционные органы со стороны КСУ и парламента, получения еще двух траншей от МВФ до конца 2020 выглядит крайне маловероятным. Более того, ЕС и Всемирный банк также заморозили свои программы. В свете этих событий наша, ранее озвученная, оценка дефицита бюджета на уровне 4.5% от ВВП уже выглядит несколько оптимистично. Согласно последним расчетам, если привлечь средства на внешних рынках в течение четвертого квартала не удастся, а динамика по внутренним заимствованиям не изменится, то государство сможет профинансировать дефицит всего в 2.3% от ВВП. Объединив оба сценария, мы снижаем наш прогноз до отметки 3.5%.

Доходы бюджета в сентябре, млрд грн

	сен-20	г/г	Ф/П 9м	г/г	9м Ф/П
Доходы	100	10%	10%	3%	-2%
Центральный бюджет	76	11%	15%	3%	-2%
Общий фонд	61	8%	16%	1%	-2%
Налоговая	32	13%	37%	17%	7%
Таможня	27	1%	1%	-12%	-14%
Трансферты НБУ	0	нс	нс	-34%	0%
Другое	2	13%	-13%	-6%	-13%
Специальный фонд	15	30%	13%	23%	-2%
Местный бюджет	24	7%	-5%	3%	-6%

Примечание: Ф/П – фактические против плановых показателей
 Источник: Государственная казначейская служба Украины, Adamant Capital

Срок обработки и объем возмещения НДС



Примечание. Среднее количество дней до возмещения является индикатором продолжительности обработки заявок
 Источник: Министерство финансов, Adamant Capital

Совет НБУ объявил выговор двум членам Правления. На этой неделе наблюдающий за регулятором орган выразил недоверие Рожковой и Сологубу, двум последним заместителям главы, работавшим ранее в команде Смолия. Отмечается, что данное решение было принято в связи с обвинениями в нарушении распорядительных актов и официального кодекса этики. Согласно анонимным источникам в СМИ, недавно назначенный новый руководитель Нацбанка Шевченко также поддержал объявление выговора, а сам вотум недоверия Рожковой и Сологубу связан, с изложенными в последних интервью, взглядами касательно перспектив сотрудничества Украины с МВФ и оценок проекта госбюджета-2021.

Наше мнение: Хотя Совет не имеет полномочий увольнять членов Правления НБУ самостоятельно, он может проголосовать за это решение после подачи на рассмотрение данного вопроса главой регулятора. По нашему мнению, такое развитие событий является маловероятным, учитывая абсурдность обвинений и угрозу дальнейшего усложнения отношений с западными партнерами и инвесторами. Тем не менее, данная ситуация четко указывает на наличие конфликта между старой и новой командой Нацбанка, что повышает вероятность того, что под руководством Шевченко НБУ может сильно измениться.

Профицит текущего счета в августе составил 0.4 млрд \$, что на 1.3 млрд \$ больше, чем в 2019. Агрегированный показатель за последние двенадцать месяцев (исключает выплату 2.9 млрд \$ Нафтогазу в декабре Газпромом) достиг 0.9 млрд \$ по сравнению с -7.1 млрд \$ год назад. Торговый баланс за месяц улучшился на 1.1 млрд \$ г/г до нуля. Чистые активы финансового счета не изменились.

Наше мнение: НБУ существенно пересмотрел свои оценки реинвестированных доходов, в следствии чего общий показатель за семь месяцев уменьшился на 3.2 млрд \$. Эти изменения повлияли не только на исторические данные (и, следовательно, на наш годовой прогноз), но и привели к ощутимому отклонению фактического показателя ТС в августе от наших оценок. Касательно торгового баланса, основными сюрпризами стали более быстрое восстановление импорта техники и химической продукции, а также рост объемов экспорта пшеницы, несмотря на более низкий урожай. Профицит торгового баланса услугами вновь оказался на 0.3 млрд \$ больше прошлогоднего в основном ввиду низкого спроса на путешествия. Другие категории, такие как денежные переводы из-за рубежа, дивиденды и проценты примерно совпали с ожиданиями. В целом, с учетом опубликованных данных мы снижаем нашу оценку профицита ТС на 2020 на 3.0 млрд \$ до 5.0 млрд \$ или 3.4% от ВВП.

Чистые активы финансового счета в августе не изменились, поскольку рост в госсекторе на 0.3 млрд \$ (ввиду снижения объемов гривневых ОВГЗ на руках у нерезидентов) был сбалансирован частными заимствованиями. Это произошло несмотря на то, что баланс иностранной валюты вне банковской системы вновь увеличился на 0.3 млрд \$, позволив консолидированному за 8 месяцев значению достигнуть 3.0 млрд \$.

Показатели платежного баланса, млн \$

	авг-20	июл-20	июн-20	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	5,119	4,638	4,174	60,129	62,365
м/м	10%	11%	-2%		
г/г	-7%	-16%	-11%	-4%	8%
Импорт:	5,196	5,224	4,467	65,692	74,766
м/м	-1%	17%	16%		
г/г	-23%	-26%	-26%	-12%	10%
ТБ ⁽¹⁾ :	-77	-586	-293	-5,563	-12,401
м/м	509	-293	-719		
г/г	1,149	930	1,015	6,838	-2,229
ТС ⁽²⁾ :	370	-147	-131	897	-7,070
м/м	517	-16	-800		
г/г	1,251	864	648	7,967	-2,103
ФС ⁽³⁾ :	19	-58	-1,107	-1,532	-11,846
м/м	77	1,049	-2,130		
г/г	966	2,208	881	10,314	-5,448
ПБ ⁽⁴⁾ :	353	-88	978	5,342	4,818
м/м	441	-1,066	1,331		
г/г	284	-1,380	-232	524	3,370
Funding flow ⁽⁵⁾	250	772	969	5,700	8,828

Примечание: 12 мес и 12 мес-1 – последние двенадцать месяцев и последние двенадцать месяцев год назад, соответственно

(1) Торговый баланс

(2) Счет текущих операций без учета выплаты Газпромом 2.9 млрд \$ Нафтогазу во исполнение решения арбитража в декабре 2019.

(3) Счет финансовых операций

(4) Платежный баланс

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

Источник: НБУ, Adamant Capital

ЕБИТДА компании Кернел в 2020 выросла на 38% г/г до 464 млн \$ (исключая доход от переоценки биологических активов).

Показатель за 4кв20 возрос на 151% г/г до 147 млн \$. Основной вклад в итоговую цифру за квартал внесли сегменты переработки масличных культур, где маржинальность практически утроилась г/г, достигнув 131 \$/т, а также инфраструктуры и торговли, благодаря существенному увеличению доходов Avere (примерно +40 млн \$ г/г, согласно нашим оценкам). Операционный денежный поток в 2020 вырос на 36% г/г до 269 млн \$. Капитальные инвестиции повысились на 12% до 233 млн \$, что позволило свободному денежному потоку возрасти до 36 млн \$ с -29 млн \$ в 2019. Соотношение чистого долга к 12-месячной ЕБИТДА холдинга (с учетом МСФО 16, но без МСБУ 41) осталось на уровне прошлого года. После корректировки на легко реализуемые товарно-материальные запасы данный показатель достиг 1.6, увеличившись на 32% г/г. В ходе конференц-звонка для инвесторов менеджмент обнародовал свои прогнозы на 2021, отметив, что год будет непростым. С учетом ожидаемого падения объемов урожая подсолнечника и зерновых культур в стране (на 14% и 8% г/г соответственно), маржинальность в сегментах переработки и торговли, вероятно, снизится. Более того, результаты сельскохозяйственного дивизиона также будут более слабыми ввиду падения урожайности. Из позитивного – компания все равно планирует экспортировать рекордные 9.5 млн т сельскохозяйственных культур (на 20% больше, чем в 2019), и наличие, на текущий момент, благоприятного уровня цен на агропродукцию на мировых рынках. Согласно информационному агентству Bloomberg, 5 октября Кернел объявил о предложении выкупить свои еврооблигации с погашением в 2022 на сумму до 350 млн \$ и намерен разместить новый выпуск евробондов на 300-350 млн \$ с более продолжительным сроком обращения.

Наше мнение: Квартальный показатель ЕБИТДА холдинга оказался существенно выше наших ожиданий, ввиду более сильных результатов сегментов переработки масличных культур, и инфраструктуры и торговли. Первый продемонстрировал впечатляющий скачок маржинальности на тонну (практически вдвое кв/кв), видимо застав врасплох даже руководство холдинга, которое в конце мая прогнозировало примерно на треть более низкую цифру. Вероятно, такая динамика была обусловлена неожиданно низкими затратами на логистику, вызванными резким падением цен на нефть и более слабым спросом на транспортные услуги на фоне пандемии COVID-19. В компании отметили, что в новом финансовом году прибыль на тонну все еще остается высокой, однако во втором полугодии ожидают, потенциально значительное, снижение. Сильные результаты дивизиона инфраструктуры и торговли были, скорее всего, обусловлены ростом вклада от дочерней компании Avere (холдинг больше не раскрывает точную цифру, но мы оцениваем ее в 30 млн \$). Поскольку финансовые показатели Avere является достаточно непредсказуемыми, сделать какие-либо выводы из данного факта для 2021 довольно сложно. В целом, учитывая все упомянутые вовремя конференц-звонка отрицательные факторы, мы считаем, что ЕБИТДА Кернела в следующем году выйдет на уровень 385 млн \$ (без учета МСБУ 41), что эквивалентно падению на 17% г/г. Предполагая, что капитальные инвестиции составят запланированные 270 млн \$, свободный денежный поток станет отрицательным. Тем не менее, такой сценарий не должен существенно сказаться на кредитных метриках, поскольку соотношение чистого долга к 12-месячной ЕБИТДА холдинга все равно не превысит отметку в 3.0 даже без корректировки на легко реализуемые товарно-материальные запасы. Более того, поскольку все проекты по расширению масштабов деятельности будут завершены в 2021, денежные потоки 2022 смогут быть потрачены на снижение долговой нагрузки, если такое действие понадобится.

Результаты Кернела по МСФО за 4кв20, млн \$

	4кв20	4кв19	г/г	2020	г/г
Выручка	1,198	903	33%	4,107	4%
ЕБИТДА	123	59	107%	443	28%
Переоценка БА ¹	-23	1	нс	-21	нс
ЕБИТДА скорр ²	147	58	151%	464	38%
Масло	64	23	184%	152	39%
Инфраструктура	55	9	512%	216	104%
Сельхозпродукция	55	48	14%	155	-10%
МСФО 16	27	0	нс	51	нс
Другое	-28	-21	нс	-59	15%
ЕБИТДА скорр маржа	12%	6%	6пп	11%	3пп
Чистая прибыль	40	-4	нс	123	-31%
Маржа по прибыли	3%	0%	4пп	3%	-2пп
Чистый долг	980	694	41%	980	41%
Долг/ЕБИТДА ³	2.1	2.1	2%	2.1	2%
Скорр долг/ЕБИТДА ⁴	1.6	1.2	32%	1.6	32%
ОСГ ⁵	449	99	355%	269	36%
Сарех ⁶	40	53	-25%	233	12%
FCF ⁷	409	46	794%	36	нс
Продажи масла, тыс т	489	445	10%	1,518	-6%
Масло ЕБИТДА/т, \$	131	51	158%	100	48%

(1) Биологические активы

(2) ЕБИТДА исключая переоценку биологических активов

(3) Соотношение чистого долга к 12-месячному показателю ЕБИТДА

(4) Соотношение чистого долга, скорректированного на

легко реализуемые товарно-материальные запасы (зерно) к

скорректированному показателю 12-месячной ЕБИТДА

(5) Денежный поток от операционной деятельности

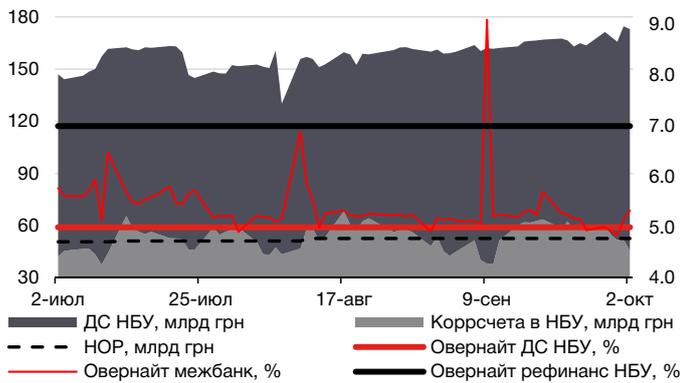
(6) Капитальные инвестиции

(7) Свободный денежный поток

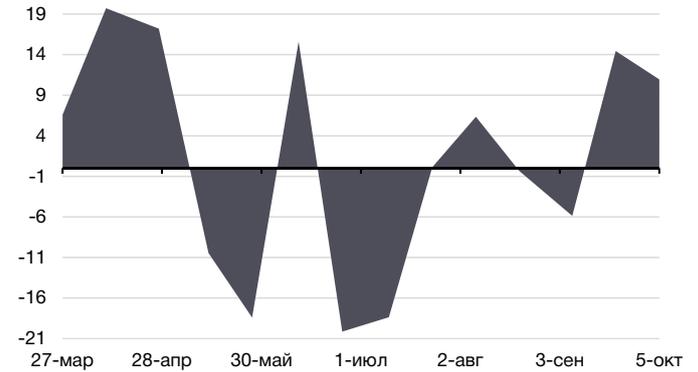
Источник: данные компании, Adamant Capital

Несмотря на то, что мы по-прежнему считаем Кернел сильным корпоративным заемщиком (S&P недавно повысило его рейтинги до B+), мы снижаем нашу рекомендацию по его бумагам до отметки «держать», поскольку еврооблигации холдинга уже торгуются с дисконтом к суверенной кривой. Касательно предстоящего размещения и выкупа, мы ожидаем, что обе сделки будут успешно завершены.

Приложение

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


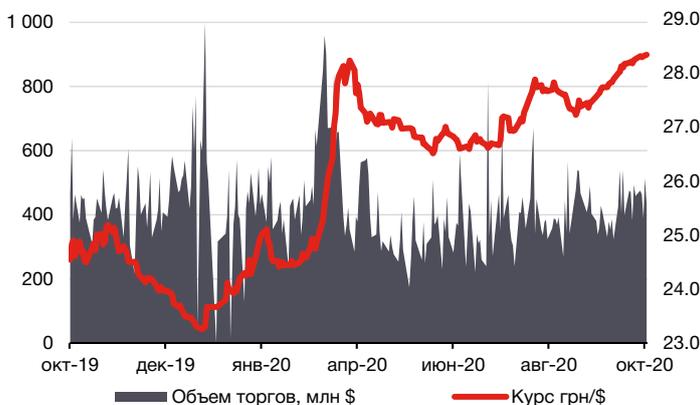
Источник: НБУ, Adamant Capital

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

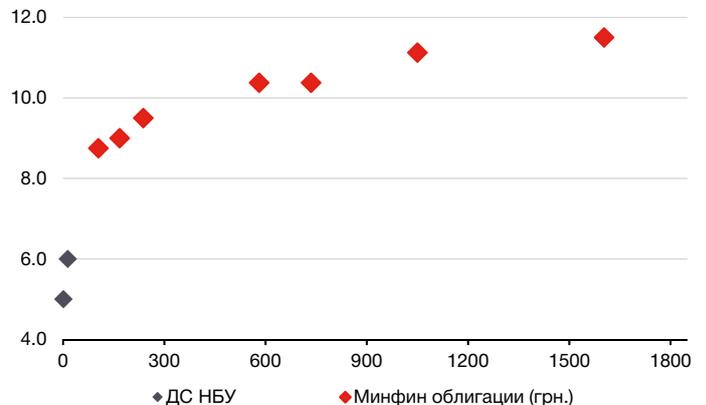
Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 1.7 млрд грн до 173.0 млрд грн за неделю. Министерство финансов 6 октября разместило облигации в гривне с погашением в январе 2021, сентябре 2021 и феврале 2023 с доходностью 7.19%, 9.89% и 10.95% соответственно, а также в долларах США с погашением в апреле 2021 с доходностью 3.39%. Общие заимствования составили 3.4 млрд грн и 135 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) девальвировал на 0.31%, открывшись на отметке 28.31 и закрывшись на уровне 28.40.

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


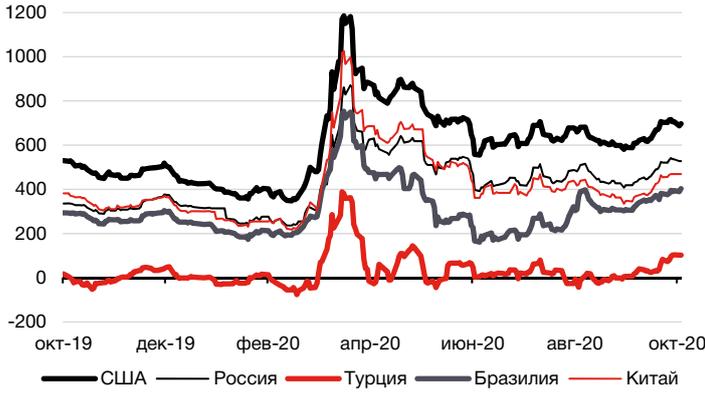
На основе официальных данных межбанковского рынка

Источник: НБУ

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


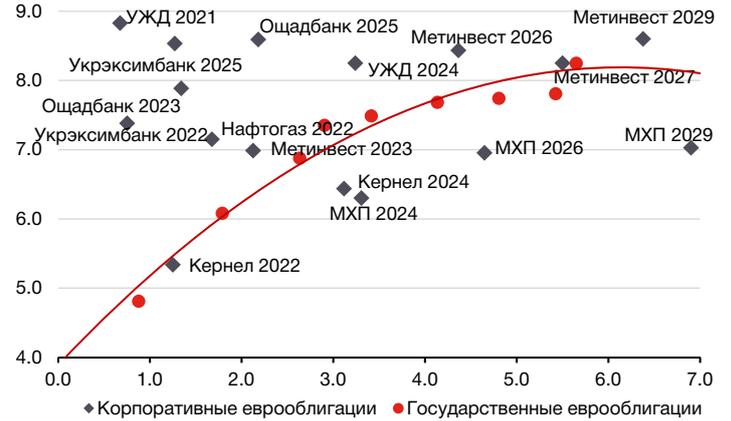
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



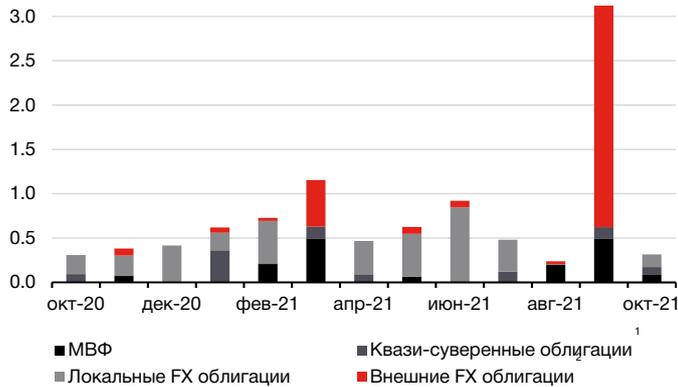
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



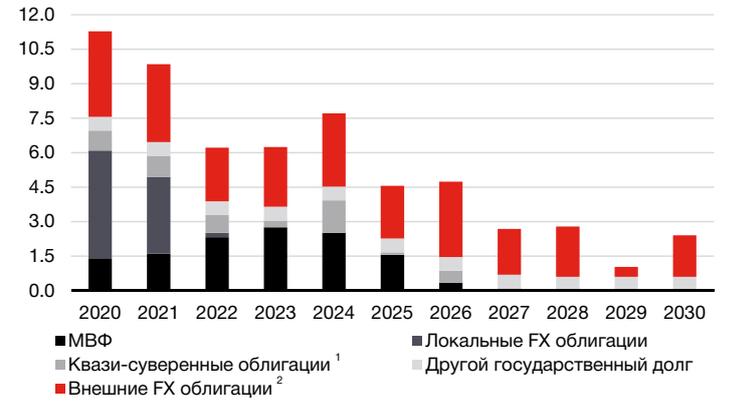
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



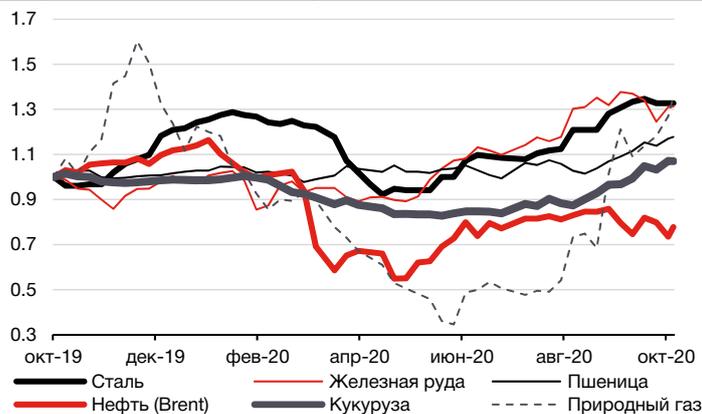
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



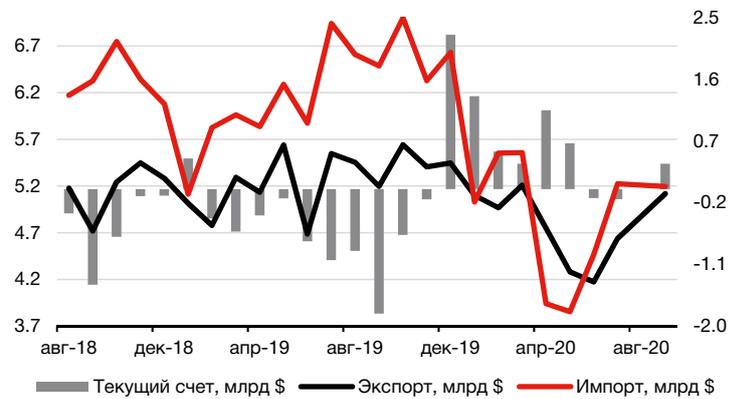
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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								
	2кв19	3кв19	4кв19	2019	1кв20	2кв20	3кв20П	2020П
Рост реального ВВП, г/г %	4.7%	3.9%	1.5%	3.2%	-1.3%	-11.4%	-5.0%	-4.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	933	1,112	1,115	3,975	846	868	1,088	3,948
Номинальный ВВП, млрд \$	35	44	46	154	34	32	39	146
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	9.9%	7.6%	4.7%	8.1%	5.1%	5.0%	3.0%	4.0%
ИПЦ (средний за период), г/г %	9.1%	8.5%	5.2%	7.9%	2.6%	2.1%	2.8%	2.8%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	9.0%	7.5%	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	3.2%	4.0%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	3.5%	3.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	2.7%	2.5%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	4.0%	4.3%
Государственный долг, % ВВП	55.4%	51.1%	50.3%	50.3%	56.3%	57.6%	59.0%	59.6%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	36.0%	32.9%	31.6%	31.6%	31.6%	31.7%	32.5%	36.9%
Общий внешний долг, млрд \$	116	118	122	122	120	123	128	130
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	15.5	16.3	16.5	63.4	15.3	13.2	15.0	62.4
Импорт товаров и услуг, млрд \$	18.3	20.3	20.0	75.5	16.1	12.3	15.9	62.4
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-2.8	-4.0	-3.5	-12.1	-0.9	0.9	-0.9	0.0
Текущий счет, млрд \$	-1.3	-3.8	1.4	-1.1	2.3	1.7	-0.6	5.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-1.7	-5.2	-2.3	-10.2	2.4	0.4	0.8	0.4
Резервы НБУ, млрд \$	20.6	20.1	25.3	25.3	24.9	28.5	27.7	29.3
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	26.6	25.2	24.2	25.8	25.2	26.9	27.6	27.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	26.2	24.2	23.7	23.7	27.6	26.7	28.3	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	17.5%	16.5%	13.5%	13.5%	10.0%	6.0%	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	6.9	102.3	0.2	2.6	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-25	7.3	104.7	0.2	2.9	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	7.8	99.7	0.3	5.4	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	8.2	108.7	0.2	5.7	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	8.1	94.8	0.5	7.7	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	3.8	0.0	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	1-сен-20	10.8	дек-24	26.7	63.4	-3.7	2.9	1,344
Кернел 2022	Держать	6-окт-20	8.8	янв-22	5.3	104.3	0.4	1.3	500
Кернел 2024	Держать	6-окт-20	6.5	окт-24	6.3	100.7	0.1	3.3	300
Метинвест 2023	Держать	8-сен-20	7.8	апр-23	7.0	101.8	0.3	2.1	505
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	8-сен-20	5.6	июл-25	7.6	92.4	-0.4	4.1	333
Метинвест 2026	Держать	8-сен-20	8.5	апр-26	8.4	100.3	-0.4	4.4	648
Метинвест 2027	Держать	22-сен-20	7.7	окт-27	8.2	96.9	-0.2	5.5	333
Метинвест 2029	Держать	8-сен-20	7.8	окт-29	8.6	94.7	-0.6	6.4	500
МХП 2024	Держать	8-сен-20	7.8	май-24	6.4	104.1	0.1	3.1	500
МХП 2026	Держать	8-сен-20	7.0	апр-26	7.0	100.0	-0.4	4.6	550
МХП 2029	Держать	8-сен-20	6.3	сен-29	7.0	94.9	-0.7	6.9	350
Нафтогаз 2022	Покупать	29-сен-20	7.4	июл-22	7.1	100.4	-0.1	1.7	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	29-сен-20	7.1	июл-24	8.4	96.0	-0.1	3.4	672
Ощадбанк 2023	Покупать	11-авг-20	9.4	мар-23	7.9	101.9	-0.2	1.3	175
Ощадбанк 2025	Покупать	11-авг-20	9.6	мар-25	8.6	102.2	0.0	2.2	225
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	29.1	-1.3	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	30.3	0.0	нс	175
УЖД 2021	Покупать	18-авг-20	9.9	сен-21	8.8	100.7	0.2	0.7	100
УЖД 2024	Покупать	18-авг-20	8.3	июл-24	8.2	100.0	-0.2	3.2	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	4.8	0.0	нс	150
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	11-авг-20	16.5	мар-21	17.8	99.4	0.0	0.4	250
Укрэксимбанк 2022	Покупать	11-авг-20	9.6	апр-22	7.4	101.7	-0.2	0.8	600
Укрэксимбанк 2025	Покупать	11-авг-20	9.8	янв-25	8.5	101.5	0.0	1.3	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
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7-окт
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	9-окт

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.