

Еженедельный обзор

- Профицит текущего счета в октябре составил 0.8 млрд \$
- Валютные резервы НБУ в ноябре не изменились по сравнению с прошлым месяцем, составив 26.1 млрд \$
- Показатель EBITDA Нафтогаза в 3кв20 снизился на 57 млн \$ г/г до -157 млн \$
- EBITDA Метинвеста в сентябре увеличилась на 23% м/м 2019 млн \$

Профицит текущего счета в октябре составил 0.8 млрд \$, что на 1.7 млрд \$ больше, чем в 2019. Агрегированный показатель за последние двенадцать месяцев (исключает выплату 2.9 млрд \$ Нафтогазу в декабре Газпромом) достиг 4.3 млрд \$ по сравнению с -7.3 млрд \$ год назад. Торговый баланс за месяц улучшился на 1.4 млрд \$ г/г до нуля. Чистые активы финансового счета увеличились на 1.1 млрд \$.

Наше мнение: Фактический показатель ТС в октябре несколько превысил наши оценки. Основными причинами стали более низкие объемы импорта энергоносителей (преимущественно, угля и нефти) и отрицательное значение реинвестированных доходов (разница в 150 млн \$ м/м). Хотя динамика по этим категориям и вынуждает нас пересмотреть прогноз на оставшиеся два месяца года, наиболее существенные изменения в нашей модели обусловлены ростом рыночных цен на руду и агропродукцию. Поскольку фьючерсы на поставку кукурузы и пшеницы Black Sea уже превысили свои прошлогодние уровни на 30% и 20% соответственно, а котировки бенчмарка 62% CFR China возросли практически на 70%, мы считаем, что общий торговый баланс в ноябре и декабре может оказаться положительным (последний раз такая ситуация наблюдалась в апреле-мае). Таким образом, профицит ТС достигнет, скорее, 6.5 млрд \$ (или 4.5% от номинального ВВП), нежели чем 5.0 млрд \$, как мы думали ранее.

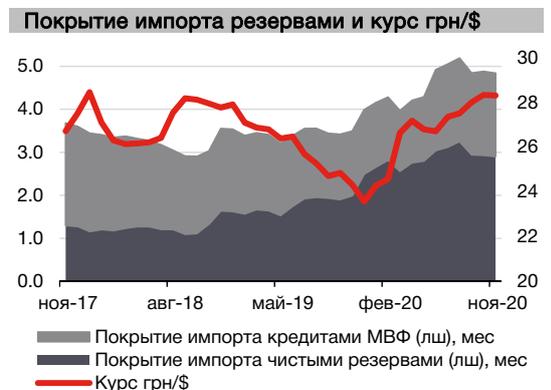
Рост чистых активов финансового счета в октябре в первую очередь отражает увеличение баланса иностранной валюты вне банковской системы (возрос на 530 млн \$, что на 35% выше среднемесячного показателя в 2020). Дополнительный вклад внесли изменения в чистых торговых кредитах и продажа нерезидентами ОВГЗ.

Валютные резервы НБУ в ноябре не изменились по сравнению с прошлым месяцем, составив 26.1 млрд \$. Отток был вызван, прежде всего, амортизационными платежами по государственному долгу, которые были компенсированы соразмерными размещениями ОВГЗ.

Наше мнение: Опубликованные цифры совпали с ожиданиями и лишь объемы интервенций регулятора оказались несколько ниже оценок. Поскольку властям, судя по всему, удалось договориться с МВФ получить соглашение на рабочем уровне (staff-level agreement) на продолжение программы в декабре, а премьер-министр уже заявил о подготовке размещения еврооблигаций на 1.0 млрд \$, мы повышаем нашу оценку резервов на конец года до 27.8 млрд \$ с 25.9 млрд \$ ранее. Наш прогноз также включает транш в размере 0.6 млрд евро от ЕС, получение которого, по нашему мнению, вполне вероятно, в случае одобрения прогресса по основным требованиям со стороны МВФ.

Показатели платежного баланса, млн \$					
	окт-20	сен-20	авг-20	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	5,523	5,041	5,100	59,691	63,363
м/м	10%	-1%	10%		
г/г	-3%	-5%	-7%	-6%	8%
Импорт:	5,549	5,367	5,217	62,820	75,476
м/м	3%	3%	0%		
г/г	-22%	-20%	-22%	-17%	8%
ТБ ⁽¹⁾ :	-26	-326	-117	-3,129	-12,113
м/м	300	-209	484		
г/г	1,389	1,100	1,109	8,984	-559
ТС ⁽²⁾ :	817	-195	498	4,274	-7,262
м/м	1,012	-693	513		
г/г	1,473	1,644	1,379	11,536	-1,048
ФС ⁽³⁾ :	1,159	1,765	147	4,130	-12,443
м/м	-606	1,618	73		
г/г	1,704	3,698	1,094	16,573	-6,010
ПБ ⁽⁴⁾ :	-343	-1,957	353	3,058	5,220
м/м	1,614	-2,310	441		
г/г	-234	-2,050	284	-2,162	4,982
Funding flow ⁽⁵⁾	-366	367	243	3,690	9,708

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



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

Показатель EBITDA Нафтогаза в 3кв20 снизился на 57 млн \$ г/г до -157 млн \$. Существенней всего уменьшился вклад сегмента разведки и добычи, потеряв 180 млн \$ по сравнению с прошлым годом. Дивизиону коммерции фактически удалось сократить убытки, частично благодаря более низким отчислениям в резерв сомнительной дебиторской задолженности. Продажи увеличилась на 50% ввиду исключения сегмента транзита из показателей за 2019 (в 2020 компания продолжает получать выручку от транзита, но только как посредник между Газпромом и Оператором ГТС). Операционный денежный поток вырос на 320 млн \$ до 18 млн \$ по причине существенно более низких потребностей в рабочем капитале (разница практически в 0.5 млрд \$ г/г). Инвестиции в основные фонды упали на 43% до 143 млн \$. Свободный денежный поток компании в итоге составил -125 млн \$ (+427 млн \$ г/г). Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA утроилось до 2.0. В ходе конференц-звонка для инвесторов менеджмент отметил, что этот год стал непростым для компании, но сообщил, что финансовые показатели стали улучшаться благодаря росту цен на природный газ и отмене с 1 августа ПСО для домохозяйств (но не для производителей тепла). Предприятие также ожидает получить 1.1 млрд \$ компенсации от государства за выполнение ПСО в течение предыдущих лет. Эти средства будут направлены на погашение налоговых обязательств Укрнафты (Нафтогаз, в частности, внесет предоплату за добытый Укрнафтой газ в будущих периодах на сумму 0.9 млрд \$). Планируемый уровень капитальных инвестиций на 2021 составляет 0.9-1.1 млрд \$, 0.4 млрд \$ из которых будут использованы для ремонта уже существующих мощностей.

Наше мнение: Опубликованный показатель EBITDA вновь оказался ниже наших оценок ввиду, на удивление, слабых результатов сегмента коммерции. По не совсем понятным для нас причинам, маржинальность на тыс м³ реализованного Нафтогазом газа практически осталась на уровне второго квартала, несмотря на рост цены почти на 55%. Тем не менее, мы ожидаем, что в 4кв20 финансовые показатели все же значительно улучшатся. Произойдет это не только благодаря сезонному скачку объемов продаж (в 2.5-3.0 раза, если исходить из исторических данных) и еще более высоким ценам на рынке, но и получению от правительства вышеупомянутой компенсации в размере 1.1 млрд \$ за выполнение специальных обязательств. Впрочем, последнее, может быть частично перечеркнуто списанием 700 млн \$ дебиторской задолженности, которая сформировалась в течение действия данного режима. В целом, имеющаяся у нас информация свидетельствует о том, что прогноз EBITDA за 2020 в 1.0 млрд \$ все еще остается актуальным.

Хотя на текущий момент существует достаточно много неясности относительно доходов Нафтогза в будущем (к примеру, четкой информации, касающейся размера выплат от Оператора ГТС в 2021 и последующих годах сейчас нет), мы все равно считаем, что кредитные метрики свидетельствуют о достаточно низких рисках неплатежеспособности. Согласно нашему базовому прогнозному сценарию, соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA в конце декабря составит меньше 1.0, а все займы, с погашением в 2021-22 даже в самом худшем случае можно будет рефинансировать, учитывая, что они были выданы госбанками. Принимая во внимание также квази-суверенный статус компании, мы все также придерживаемся мнения, что значительная премия по доходности ее облигаций к кривой госбумаг (сейчас 200 бп) обоснованной не является. Наша рекомендация остается на отметке «покупать».

Финансовые результаты Нафтогаза, млн \$					
	3кв20	3кв19	г/г	2кв20	кв/кв
Выручка	1,150	767	50%	998	15%
EBITDA ¹	-157	-100	нс	-482	нс
Добыча	197	374	-47%	114	73%
Коммерция	-264	-514	нс	-333	нс
Другое	-90	40	нс	-263	нс
EBITDA маржа	-14%	-13%	-1пп	-48%	35пп
Чистая прибыль	-199	-134	нс	-547	нс
Маржа по прибыли	-17%	-18%	0пп	-55%	38пп
Чистый долг	694	1,483	-53%	539	29%
Долг/EBITDA	2.0	0.7	186%	1.2	61%
OCF ²	18	-302	нс	176	-90%
Сарех ³	143	250	-43%	149	-4%
FCF ⁴	-125	-552	нс	27	нс
Цена газа, \$/тыс м ³	138	182	-24%	89	55%

(1) Включая чистое движение резерва на обесценение торговой и прочей дебиторской задолженности, авансов выданных и прочих оборотных активов

(2) Операционный денежный поток

(3) Капитальные инвестиции

(4) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, оценки Adamant Capital

ЕБИТДА Метинвеста в сентябре увеличилась на 23% м/м 207 млн \$ (исключая доходы от СП). Вклад от металлургического дивизиона вырос на 36% м/м до 114 млн \$. Сегмент руды сгенерировал 98 млн \$, прибавив 5%. Операционный денежный поток возрос практически в девять раз до 298 млн \$, отражая, в том числе, отток 93 млн \$ вложений в оборотный капитал (против 63 млн \$ притока в августе). Инвестиции в основные фонды увеличились на 20% до 65 млн \$, что, тем не менее, позволило свободному денежному потоку вырасти на 214 млн \$ м/м до 233 млн \$. Соотношение чистого долга к 12-месячной ЕБИТДА сократилось на 19% м/м, составив 2.0.

Наше мнение: Итоговый показатель ЕБИТДА за сентябрь превысил наши оценки на 15% преимущественно ввиду скачка маржи на тонну реализованных металлов (без учета перепродаж) на 35% м/м (35 \$ в абсолютном выражении). С учетом того, что средняя цена реализации выросла на 28 \$, себестоимость производства и доставки должна была сократиться по сравнению с августом, чего мы не ожидали. Возможным объяснением может быть отсроченный эффект экономии на природном газе, стоимость которого на фоне пандемии COVID-19 упала до менее, чем 7 \$ за МВт-час в июне с 15 \$ в начале года (согласно данным голландского хаба ТТФ). Если причина действительно в этом, то влияние недавнего роста котировок (уже на отметке 21 \$ за МВт-час) на уровень затрат, вероятно, проявится также позже, чем предполагалось. Поскольку результаты сегмента руды в целом совпали с ожиданиями, вышеуказанные причины позволяют нам повысить оценку ЕБИТДА на 2020 до 1.9 млрд \$ (с 1.7 млрд \$ ранее).

Несмотря на то, что кредитные метрики компании в краткосрочной перспективе теперь выглядят еще более сильными (соотношение чистого долга к 12-месячной ЕБИТДА может сократиться до 1.1 к концу года), мы не исключаем их ухудшение в среднесрочном периоде, учитывая зависимость доходов Метинвеста от цен на сталь. Длительность переговоров о реструктуризации облигаций ДТЭК свидетельствуют, по нашему мнению, о повышенных рисках основного акционера. В этом свете, наша рекомендация по бумагам остается на отметке «держать».

Результаты Метинвеста за сентябрь, млн \$

	сен	авг	м/м	9м20	г/г
Выручка	912	838	9%	7,628	-10%
ЕБИТДА ¹	207	168	23%	1,164	14%
Рентабельность	23%	20%	3пп	15%	3пп
ЕБИТДА ¹ от стали	114	84	36%	533	925%
ЕБИТДА ¹ от добычи	98	93	5%	721	-27%
Продажи стали, тыс т	848	839	1%	6,918	4%
Цена на сталь ² , \$/т	489	461	6%	478	-15%
Продажи руды, тыс т	2,020	2,386	-15%	21,706	2%
Цена на руду ³ , \$/т	109	96	14%	92	-7%
ОСФ ⁴	298	35	751%	1198	60%
Сарех ⁵	65	54	20%	617	-11%
FCF ⁶	233	-19	нс	581	938%
Общий долг	2,927	3,017	-3%	2,927	10%
Чистый долг	2,278	2,494	-9%	2,278	-7%
Чистый долг/ЕБИТДА	2.0	2.5	-19%	2.0	25%

(1) Исключая доходы от совместных предприятий

(2) Средневзвешенная цена полуфабрикатов и готовой продукции

(3) Средневзвешенная цена концентрата и окатышей в пересчете на концентрат

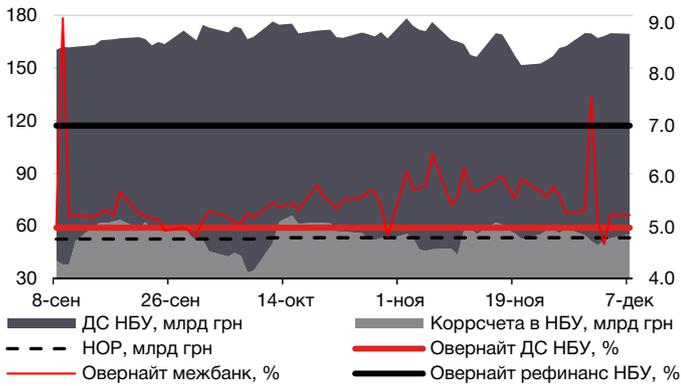
(4) Денежный поток от операционной деятельности

(5) Капитальные инвестиции

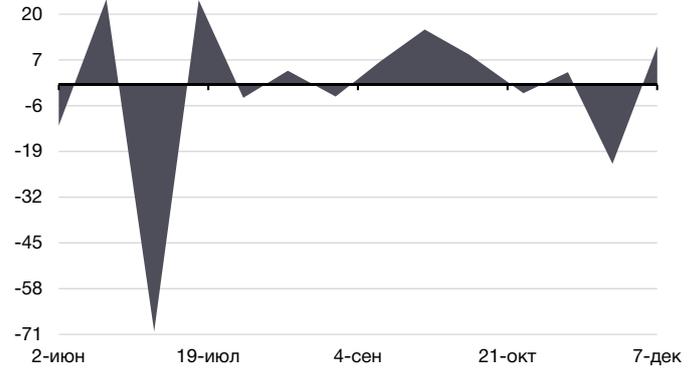
(6) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, оценки Adamant Capital

Приложение

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


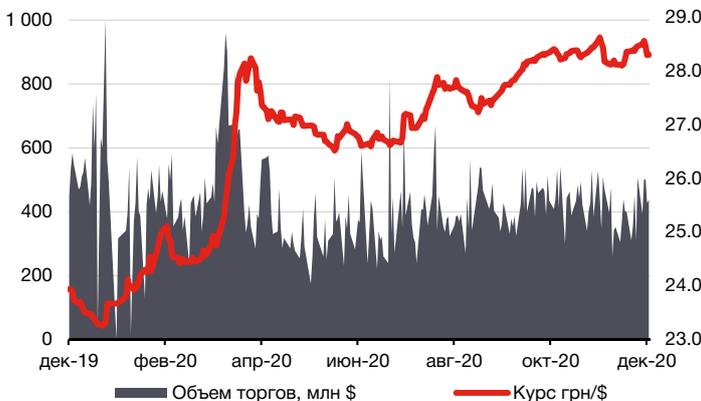
Источник: НБУ, Adamant Capital

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

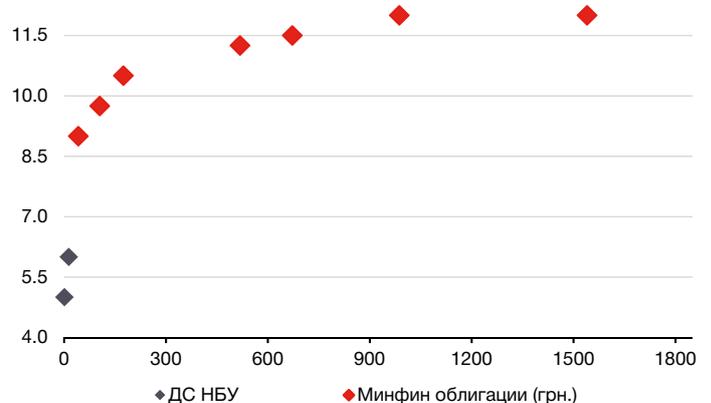
Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 0.5 млрд грн до 169.5 млрд грн за неделю. Министерство финансов 8 декабря разместило облигации в гривне с погашением в марте 2021, июне 2021, октябре 2021, феврале 2023, мае 2024 и феврале 2025 с доходностью 10.00%, 10.49%, 11.22%, 11.67%, 11.89% и 12.04% соответственно, а также в долларах США с погашением в октябре 2021 с доходностью 3.79%. Общие заимствования составили 10.2 млрд грн и 204 млн \$.

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 0.82%, открывшись на отметке 28.50 и закрывшись на уровне 28.26.

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


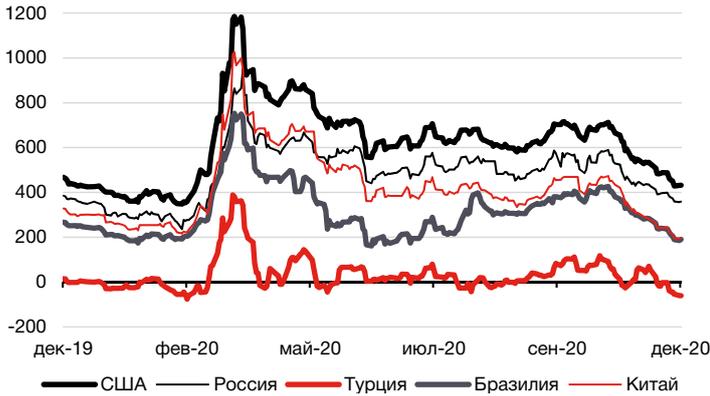
На основе официальных данных межбанковского рынка

Источник: НБУ

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


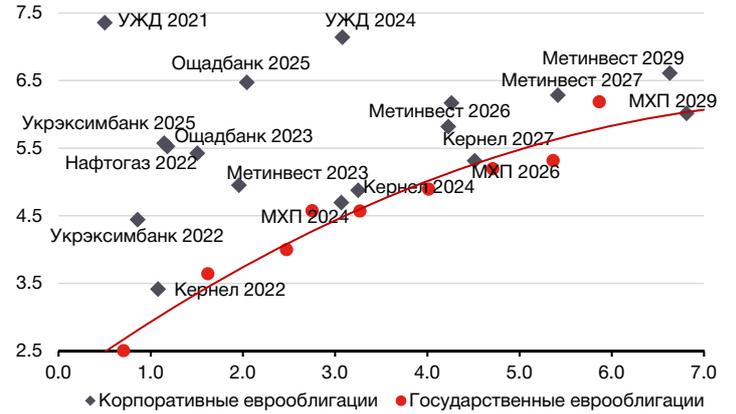
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



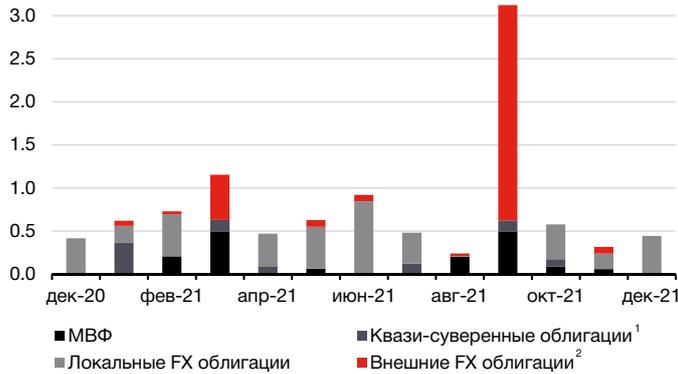
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



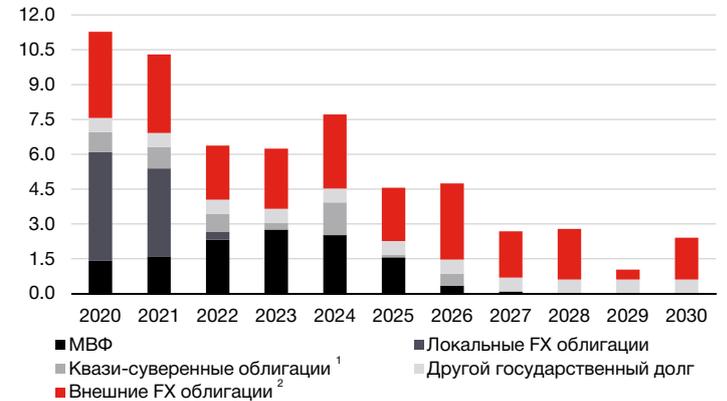
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



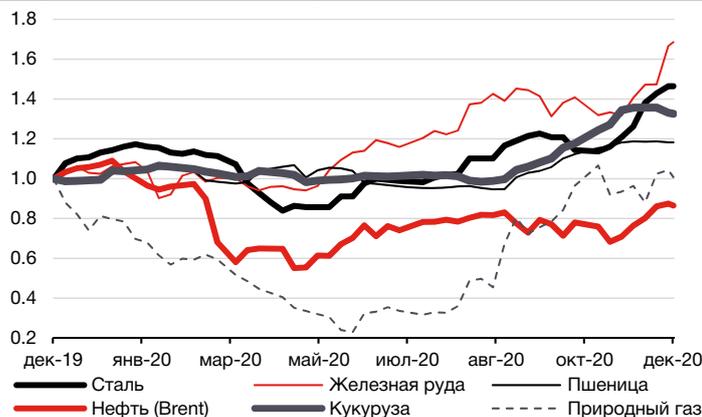
Процентные платежи включены в каждую категорию
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



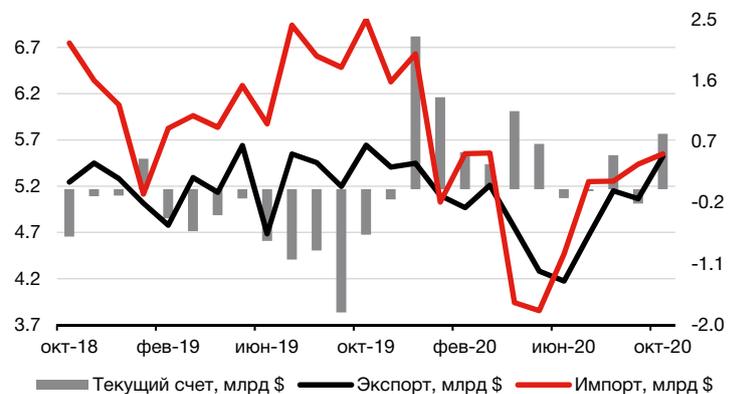
(1) Долг государственных компаний
(2) Включают кредитные гарантии США
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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								
	3кв19	4кв19	2019	1кв20	2кв20	3кв20П	4кв20П	2020П
Рост реального ВВП, г/г %	3.9%	1.5%	3.2%	-1.3%	-11.4%	-3.5%	-2.0%	-4.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,112	1,115	3,975	846	868	1,116	1,138	3,968
Номинальный ВВП, млрд \$	44	46	154	34	32	40	41	147
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	7.6%	4.7%	8.1%	5.1%	5.0%	4.0%	4.2%	4.5%
ИПЦ (средний за период), г/г %	8.5%	5.2%	7.9%	2.6%	2.1%	2.4%	3.5%	2.7%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	7.5%	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	2.3%	4.2%	4.2%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	3.4%	3.5%	3.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	2.5%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	4.0%	4.1%	4.1%
Государственный долг, % ВВП	51.1%	50.3%	50.3%	56.3%	57.6%	59.5%	60.0%	60.0%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	32.9%	31.6%	31.6%	31.6%	31.7%	33.6%	34.8%	34.8%
Общий внешний долг, млрд \$	118	122	122	120	123	125	127	127
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	16.3	16.5	63.4	15.3	13.2	14.9	17.6	60.9
Импорт товаров и услуг, млрд \$	20.3	20.0	75.5	16.1	12.3	15.9	16.8	61.1
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-4.0	-3.5	-12.1	-0.9	0.9	-1.1	0.8	-0.2
Текущий счет, млрд \$	-3.8	1.4	-1.1	2.3	1.7	0.3	2.3	6.5
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-5.2	-2.3	-10.2	2.4	0.4	2.0	-1.3	3.4
Резервы НБУ, млрд \$	20.1	25.3	25.3	24.9	28.5	26.5	27.8	27.8
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	25.2	24.2	25.8	25.2	26.9	27.6	28.1	27.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	24.2	23.7	23.7	27.6	26.7	28.3	28.0	28.0
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	16.5%	13.5%	13.5%	10.0%	6.0%	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	4.0	109.6	0.9	2.5	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	4.6	112.8	1.0	2.8	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	5.3	113.6	1.8	5.4	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	6.2	122.0	2.0	5.9	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	6.2	110.1	1.6	7.8	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	3.4	-0.1	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	1-дек-20	10.8	дек-24	27.3	65.4	-0.3	2.7	1,344
Кернел 2022	Покупать	1-дек-20	8.8	янв-22	3.4	105.9	0.3	1.1	213
Кернел 2024	Покупать	1-дек-20	6.5	окт-24	4.9	105.6	0.8	3.3	300
Кернел 2027	Покупать	1-дек-20	6.8	окт-27	5.8	105.2	1.2	4.2	300
Метинвест 2023	Держать	8-дек-20	7.8	апр-23	5.0	106.2	0.2	2.0	311
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	8-дек-20	5.6	июл-25	5.1	101.9	1.0	4.0	333
Метинвест 2026	Держать	8-дек-20	8.5	апр-26	6.2	110.5	2.0	4.3	648
Метинвест 2027	Держать	8-дек-20	7.7	окт-27	6.3	107.5	2.1	5.4	333
Метинвест 2029	Держать	8-дек-20	7.8	окт-29	6.6	107.6	2.9	6.6	500
МХП 2024	Держать	24-ноя-20	7.8	май-24	4.7	109.5	0.7	3.1	500
МХП 2026	Держать	24-ноя-20	7.0	апр-26	5.3	107.5	1.5	4.5	550
МХП 2029	Держать	24-ноя-20	6.3	сен-29	6.0	101.6	1.3	6.8	350
Нафтогаз 2022	Покупать	8-дек-20	7.4	июл-22	5.4	103.0	0.0	1.5	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	8-дек-20	7.1	июл-24	6.0	103.4	0.9	3.2	672
Ощадбанк 2023	Покупать	10-ноя-20	9.4	мар-23	5.5	104.5	0.4	1.2	175
Ощадбанк 2025	Покупать	10-ноя-20	9.6	мар-25	6.5	106.4	0.0	2.0	225
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	30.0	0.8	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	30.0	0.0	нс	175
УЖД 2021	Продавать	27-окт-20	9.9	сен-21	7.4	101.2	0.1	0.5	100
УЖД 2024	Продавать	27-окт-20	8.3	июл-24	7.1	103.4	0.9	3.1	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	4.7	0.0	нс	150
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	Покупать	10-ноя-20	16.5	мар-21	20.0	99.1	0.1	0.2	104
Укрэксимбанк 2022	Покупать	10-ноя-20	9.6	апр-22	4.4	104.4	0.6	0.9	384
Укрэксимбанк 2025	Покупать	10-ноя-20	9.8	янв-25	5.6	104.7	0.0	1.1	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 - статистика по инфляции	Точная	9-дек
НБУ - пересмотр учетной ставки	Точная	10-дек

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.