

## Еженедельный обзор

- Миссия МВФ завершила работу в Киеве – решение о выделении транша не принято
- Падение реального ВВП в 4кв20 замедлилось до 0.7% г/г (предварительные данные)
- EBITDA Метинвеста в 2020 увеличилась на 74% г/г до 1.8 млрд \$
- Результаты банков за 4кв20: временное падение прибыли и рост объемов кредитования на фоне поддержки от государства

**Миссия МВФ завершила работу в Киеве – решение о выделении транша не принято.** Согласно заявлению постоянного представителя Фонда в Украине, «обсуждение оказалось продуктивным, однако для перехода к следующему этапу необходим больший прогресс». В комментарии агентству Bloomberg глава Минфина Марченко отметил, что правительство направило МВФ предложения касательно уточнения правового статуса НАБУ, законодательства о Высшем совете правосудия и вопросов, связанных с политикой в бюджетном, энергетическом и финансовом секторах.

**Наше мнение:** Хотя в декабре достижение договоренности на рабочем уровне (staff level agreement) казалось вполне возможным, компромисса достичь так и не удалось. По нашему мнению, переломным могло стать решение властей ввести ценовые ограничения на рынке газа с 1 февраля, что фактически является откатом уже проведенной реформы. В комбинации с отсутствием прогресса по антикоррупционному направлению, согласие со стороны Фонда могло выглядеть несколько непоследовательным. Учитывая, что сразу после завершения миссии Кабмин подал в парламент проект постановления о де факто увольнении директора НАБУ Сытника, возвращение за стол переговоров в ближайшее время выглядит маловероятным. Ожидать возобновления дискуссии, скорее всего, придется не менее 3-6 месяцев.

**Падение реального ВВП в 4кв20 замедлилось до 0.7% г/г (предварительные данные), согласно ГССУ.**

**Наше мнение:** Опубликованное значение оказалось ниже нашего прогноза в 0.0%, но превысило медиану опроса Bloomberg (-0.8%) и оценку НБУ (-1.5%). Данные Госстата вновь практически полностью совпали с обнародованными несколькими днями ранее расчетами Минэкономики, что может указывать на ранний доступ к статистическим показателям у последнего. Хотя финальная разбивка вкладов каждого сектора будет опубликована только через месяц, относительно незначительное отклонение нашей оценки от итоговой цифры позволяет предположить, что общая динамика их добавленной стоимости была предсказана верно. Результаты промышленности, скорее всего, остались на уровне прошлого года (рост внутренней торговли и строительства был нивелирован слабыми показателями транспорта и сельского хозяйства), а сфера услуг сгенерировала чуть меньше доходов, чем в 2019. В целом за год, падение ВВП составило 4.2%, что, с учетом повышенной волатильности, не так уж сильно разнится с нашей внеконсенсусной оценкой, сделанной в мае (мы прогнозировали 3.5%).

**ЕБИТДА Метинвеста в 2020 увеличилась на 74% г/г до 1.8 млрд \$** (исключая доходы от СП). По сравнению с 2019, металлургический дивизион сгенерировал дополнительные 0.9 млрд \$, а вклад сегмента руды практически не изменился, составив 1.1 млрд \$. Операционный денежный поток возрос двукратно до 1.7 млрд \$, отражая более высокие доходы и снижение на 0.2 млрд \$ потребностей в оборотном капитале. Инвестиции в основные фонды сократились на 13% до 0.8 млрд \$, что привело к росту свободного денежного потока на более чем 1.0 млрд \$ до 0.9 млрд \$. Соотношение чистого долга к 12-месячной ЕБИТДА снизилось вдвое до всего 1.2. В ходе конференц-звонка с инвесторами компания представила осторожный, но довольно оптимистичный прогноз цен на основную продукцию в 2021. Также Метинвест озвучил планы по увеличению инвестиций в основные фонды г/г и вероятному приобретению 25% акций шахтоуправления "Покровское" за 0.2 млрд \$. Таргетируемое соотношение чистого долга к ЕБИТДА было озвучено на уровне 1.5.

**Наше мнение:** Поскольку показатель ЕБИТДА за декабрь в целом не сильно отклонился от ожиданий, консолидированный результат компании за год, полностью совпал с прогнозом. Ввиду того, что ситуация на рынках руды и стали остается благоприятной, мы подтверждаем нашу оценку ЕБИТДА (исключая доходы от СП) на 2021 в 3.0 млрд \$. Такой уровень доходов позволит сгенерировать свободный денежный поток в 0.8 млрд \$, даже если отток вложений в рабочий капитал и инвестиции в основные фонды возрастут до 0.5 млрд \$ и 1.2 млрд \$ соответственно. С учетом того, что Метинвест планирует достичь соотношения чистого долга к 12-месячной ЕБИТДА в 1.5, у компании должны остаться средства даже для дополнительных приобретений (к примеру, большей доли акций шахтоуправления "Покровское") и/или значительных дивидендных выплат акционерам. В любом случае, кредитные метрики Метинвеста на ближайшие 12 месяцев сейчас выглядят очень привлекательно. Несмотря на то, что премия по доходности еврооблигаций эмитента к суверенной кривой уже сократилась до менее чем 50 бп, мы все еще рекомендуем их к «покупке».

**Результаты Метинвеста декабрь и 2020, млн \$**

	дек	ноя	м/м	2020	г/г
Выручка	1,016	941	8%	10,453	-3%
ЕБИТДА <sup>1</sup>	256	210	22%	1,815	74%
Рентабельность	25%	22%	3пп	17%	8пп
ЕБИТДА <sup>1</sup> от стали	94	126	-25%	884	нс
ЕБИТДА <sup>1</sup> от добычи	164	99	66%	1,065	-5%
Продажи стали, тыс т	806	775	4%	9,287	5%
Цена на сталь <sup>2</sup> , \$/т	550	538	2%	494	-9%
Продажи руды, тыс т	2,429	2,291	6%	27,539	1%
Цена на руду <sup>3</sup> , \$/т	116	97	19%	96	3%
ОСФ <sup>4</sup>	189	251	-25%	1740	114%
Сарех <sup>5</sup>	76	81	-6%	824	-13%
FCF <sup>6</sup>	113	170	-34%	916	нс
Общий долг	2,937	2,940	0%	2,937	-3%
Чистый долг	2,111	2,127	-1%	2,111	-23%
Чистый долг/ЕБИТДА	1.2	1.4	-17%	1.2	-56%

(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

### Результаты банков за 4кв20: временное падение прибыли и рост объемов кредитования на фоне поддержки от государства.

Согласно данным опубликованным НБУ, показатели чистой прибыли Ощадбанка, Укрэксимбанка и сектора в целом составили -67 млн \$, -118 млн \$ и 131 млн \$ соответственно (существенное снижение кв/кв по всем трим). Чистая процентная маржа достигла 4.6%, 1.4% и 5.8% (без изменений, +79бп и -9бп кв/кв). Отчисления по РВПС удвоились в Ощадбанке и системе в целом, и составили беспрецедентные 135 млн \$ в Укрэксимбанке. Переоценка финансовых инструментов была отрицательной ввиду роста доходности гособлигаций. Касательно статей баланса, депозиты существенно выросли в реальном выражении в Укрэксимбанке и по системе на 19% и 6% кв/кв, соответственно, и лишь на 1% в Ощадбанке. В Укрэксимбанке также значительно сократились чистые кредиты, а объем NPL вырос на 11%, что свидетельствует о реклассификации части портфеля. Объемы кредитования в Ощадбанке и системе в целом возросли, особенно в корпоративном сегменте. Однако, доля госдолга в общих активах увеличилась еще существенней – до 23% в секторе и до 33% в банках с государственным капиталом. Норматив достаточности капитала (коэффициент H2) в целом сильно не изменился.

**Наше мнение:** В 4кв20 доходы украинских банков продемонстрировали резкое, но, вероятно, временное падение (ROE сократился на 20пп кв/кв до всего 7%). Этому способствовали более высокие отчисления в резервы (в первую очередь в Укрэксимбанке с рекордными 135 млн \$) и отрицательная переоценка ОВГЗ. Последнее было обусловлено необходимостью в больших объемах заимствований не внутреннем рынке со стороны Минфина, и его готовностью поднимать ставки на первичных аукционах. По этим же причинам, доля госбумаг в активах банковской системы значительно возросла. Важным событием в этом квартале стал рост объемов кредитования, в особенности корпоративных облигаций в гривне (+6% кв/кв). Мы считаем, что как минимум половина новых займов была выдана в рамках программы «Доступные кредиты 5-7-9%» для малого и среднего бизнеса.

Укрэксимбанк в 4кв20 продемонстрировал даже больший убыток, чем в предыдущем, ввиду вышеупомянутых отчислений в резервы. Тем не менее, норматив достаточности капитала существенно не ухудшился благодаря одновременной очистке баланса (активы, взвешенные с учетом риска, также снизились). Согласно официальной стратегии развития финучреждения, утвержденной правительством 9 декабря, Укрэксимбанк находится на пути к изменению своей бизнес модели. В частности, документ предполагает сосредоточение банка на работе с экспортно-импортными компаниями, цифровизацию всех внутренних процессов и оптимизацию операционной деятельности. В краткосрочной перспективе Укрэксимбанк будет стремиться достичь чистой прибыли в 100 млн \$ и ROE в 36%.

Показатели прибыли Ощадбанка также ухудшились по сравнению с предыдущим кварталом, опять-таки, на фоне отрицательной переоценки финансовых инструментов. Более того, у финучреждения резко выросли операционные затраты (хотя, судя, по всему, данное явление не несет системный характер). На заседании 11 ноября правительство одобрило стратегию развития Ощадбанка, согласно которой он должен сосредоточиться на розничном кредитовании и сохранить позиции в сегментах малого и среднего бизнеса. Банк все еще ведет переговоры касательно членских взносов в Фонд гарантирования вкладов физических лиц, членство в котором является предварительным условием для получения субординированного (вероятно, конвертируемого) займа от ЕБРР. Согласно последним заявлениям главы Ощадбанка, этого события не стоит ожидать ранее конца 2022 года.

Финрезультаты банков за 4кв20, млн \$			
	Ощад	Укрэксим	Система
Процентный доход	82	22	791
кв/кв	-1%	147%	3%
Комиссионный доход	61	8	503
кв/кв	43%	9%	17%
Отчисления РВПС <sup>1</sup>	-56	-135	-319
кв/кв	204%	нс	191%
Переоценка ФИ <sup>2</sup>	-26	-13	-92
кв/кв	нс	нс	нс
Курсовые разницы	4	-1	-1
кв/кв	нс	нс	нс
Прибыль	-67	-118	131
кв/кв	-263%	нс	-74%
Депозиты	6,545	4,058	48,765
кв/кв	1%	19%	6%
Кредиты	2,238	1,714	21,089
кв/кв	1%	-6%	3%
ОВГЗ	3,720	2,091	18,359
кв/кв	16%	13%	21%
CAR <sup>3</sup>	19.0%	23.3%	22.0%
кв/кв	32бп	-177бп	7бп
ЧПМ <sup>4</sup>	4.6%	1.4%	5.8%
кв/кв	0бп	79бп	-9бп
NPL (НБУ) <sup>5</sup>	2,008	2,248	15,201
кв/кв	-9%	11%	-16%
РВПС (НБУ)	2,011	2,219	15,048
кв/кв	-9%	3%	-16%
РВПС (МСФО)	921	1,736	13,025
кв/кв	-15%	8%	-17%
NPL/валовые (НБУ) <sup>6</sup>	51%	57%	43%
кв/кв	-2пп	6пп	-5пп
РВПС/валовые (МСФО) <sup>7</sup>	29%	50%	38%
кв/кв	-4пп	3пп	-5пп
ROE <sup>8</sup>	-33%	-114%	7%
кв/кв	-52пп	-101пп	-20пп
CIR <sup>9</sup>	110%	44%	66%
кв/кв	46пп	-296пп	11пп

(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)

(6) Соотношение проблемных кредитов к валовым (по данным НБУ)

(7) Соотношение резервов, сформированных под плохие активы (согласно МСФО) к валовым кредитам

(8) Рентабельность собственного капитала

(9) Соотношение операционных затрат к операционным доходам

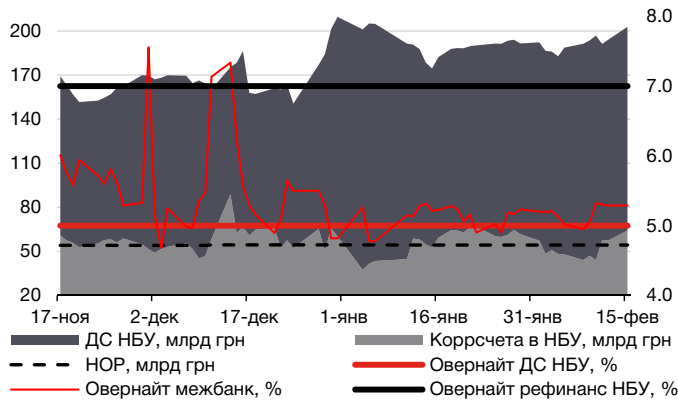
Источник: НБУ, оценки Adamant Capital

В целом, наше мнение относительно инвестиционной привлекательности обоих рассматриваемых эмитентов практически не изменилось. Как и ранее, мы считаем, что хотя их бизнес-модели в настоящее время неэффективны и находятся в процессе трансформации, кредитные риски сопоставимы с суверенными. Поскольку премия по доходности еврооблигаций обоих банков к кривой госбумаг продолжает находиться в диапазоне 250-300бп мы подтверждаем нашу рекомендацию их «покупать».

---

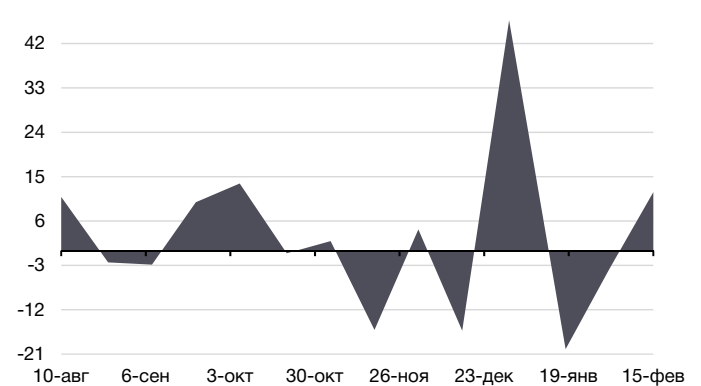
## Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему<sup>1</sup>, млрд грн

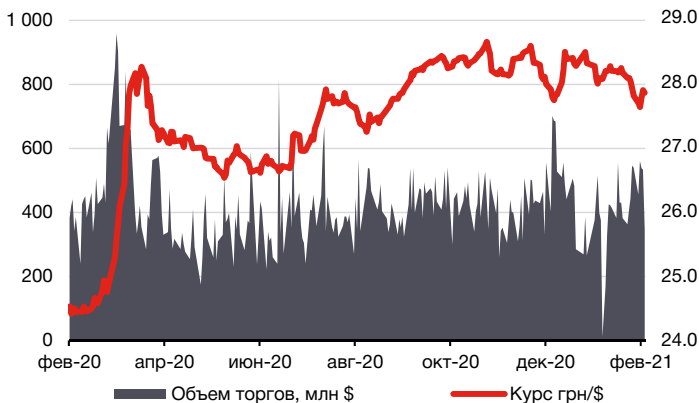


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней (1) Банковская система  
Источник: НБУ

**Ликвидность банковской системы** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 11.5 млрд грн до 202.8 млрд грн за неделю. Министерство финансов 16 февраля разместило облигации в гривне с погашением в мае 2021, феврале 2022, июне 2022, апреле 2023 и мае 2024 с доходностью 9.07%, 10.96%, 11.30%, 11.84% и 12.50% соответственно, а также в евро с погашением в феврале 2022 с доходностью 2.50% и в долларах США с погашением в феврале 2023 с доходностью 3.89%. Общие заимствования составили 5.9 млрд грн, 70 млн евро и 42 млн \$.

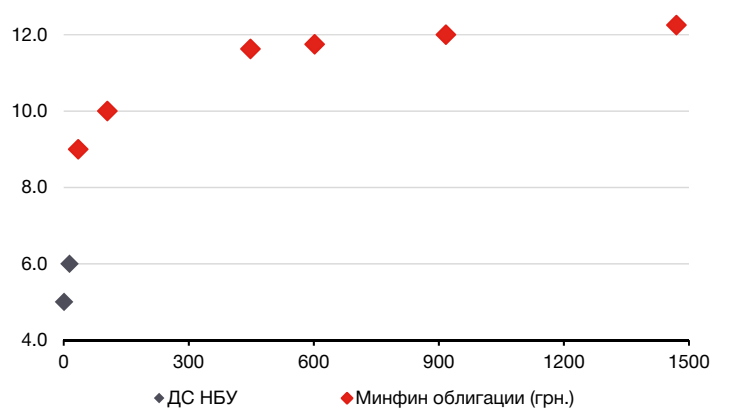
**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе (с понедельника по понедельник) девальвировал на 1.22%, открывшись на отметке 27.68 и закрывшись на уровне 28.01.

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



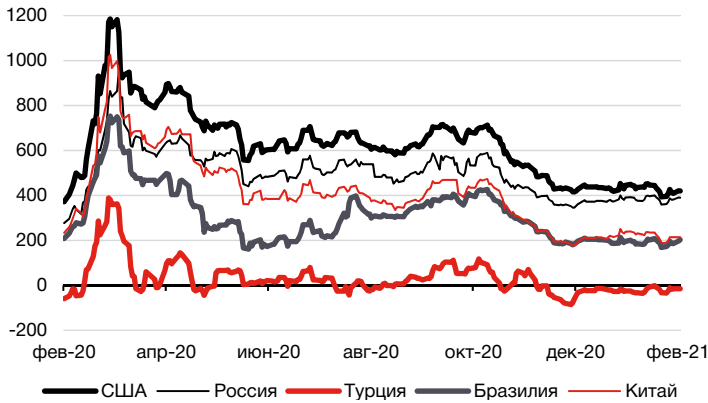
На основе официальных данных межбанковского рынка  
Источник: НБУ

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



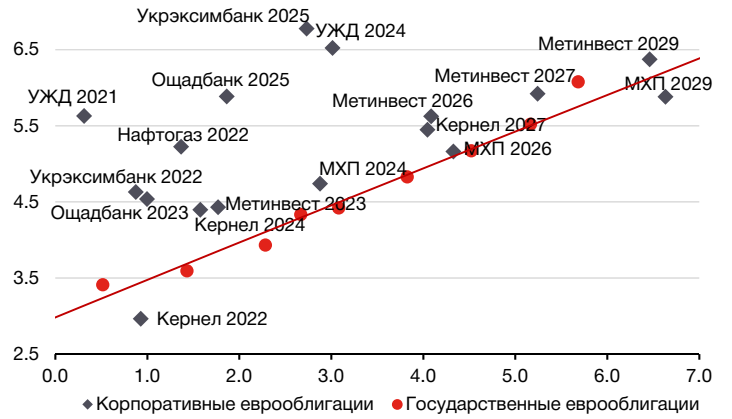
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



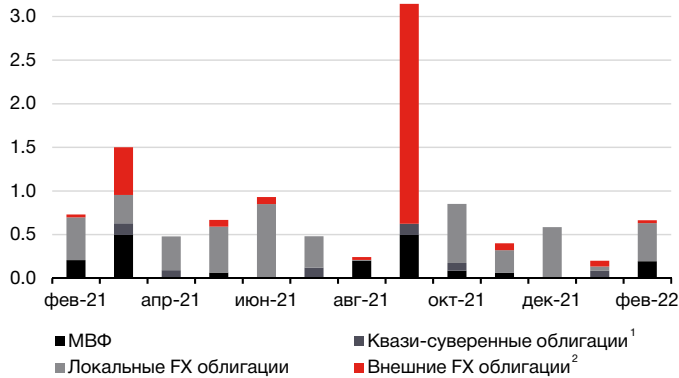
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



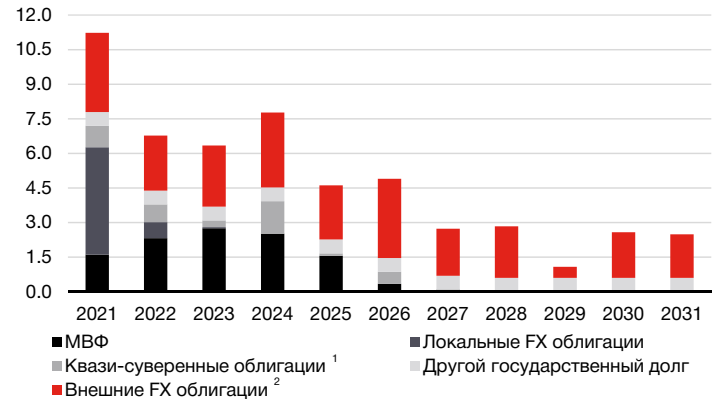
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



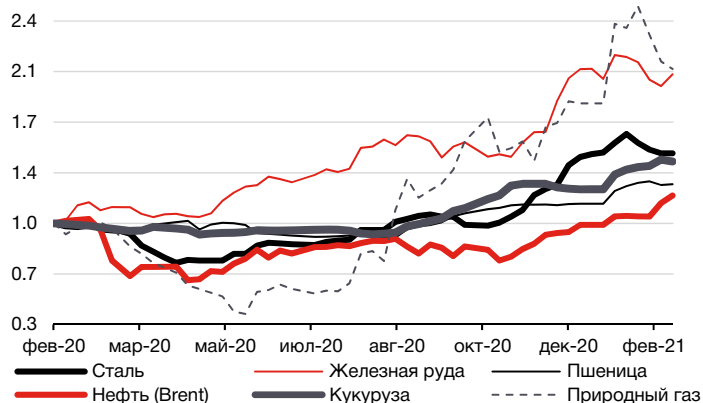
Процентные платежи включены в каждую категорию  
(1) Долг государственных компаний  
(2) Включают кредитные гарантии США  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2021-31, млрд \$



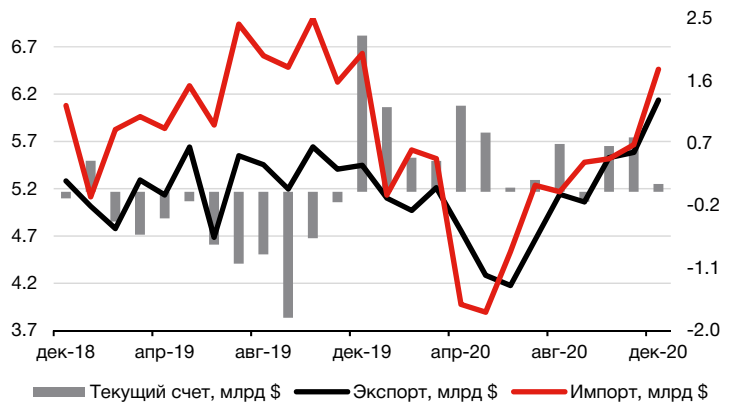
(1) Долг государственных компаний  
(2) Включают кредитные гарантии США  
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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								
	4кв19	2019	1кв20	2кв20	3кв20	4кв20П	2020П	2021П
Рост реального ВВП, г/г %	1.5%	3.2%	-1.3%	-11.4%	-3.5%	-0.7%	-4.2%	4.0%
Номинальный ВВП, млрд грн	1,115	3,975	846	868	1,158	1,201	4,072	4,562
Номинальный ВВП, млрд \$	46	154	34	32	42	43	151	157
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	4.7%	8.1%	5.1%	5.0%	7.9%	8.5%	6.9%	7.5%
ИПЦ (средний за период), г/г %	5.2%	7.9%	2.6%	2.1%	2.4%	3.8%	2.7%	7.6%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	4.1%	4.1%	2.3%	2.4%	2.3%	5.0%	5.0%	7.0%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2</sup>	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	3.3%	5.5%	5.5%	5.5%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,3</sup>	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	3.9%	6.7%	6.7%	5.8%
Государственный долг, % ВВП	50.3%	50.3%	56.3%	57.6%	58.8%	62.7%	62.7%	63.1%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	31.6%	31.6%	31.6%	31.7%	33.3%	35.8%	35.8%	36.7%
Общий внешний долг, млрд \$	122	122	120	123	123	127	127	133
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	16.5	63.4	15.3	13.2	14.9	17.3	60.6	73.1
Импорт товаров и услуг, млрд \$	20.0	75.5	16.1	12.3	15.9	17.8	62.3	73.8
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-3.5	-12.1	-0.9	0.9	-1.1	-0.5	-1.7	-0.7
Текущий счет, млрд \$	1.4	-1.1	2.3	1.7	0.3	1.6	6.6	4.0
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	-2.3	-10.2	2.4	0.4	2.0	-0.9	4.6	-1.0
Резервы НБУ, млрд \$	25.3	25.3	24.9	28.5	26.5	29.1	29.1	33.7
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>6</sup>	24.2	25.8	25.2	26.9	27.6	28.3	27.0	29.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	23.7	23.7	27.6	26.7	28.3	28.2	28.2	29.5
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	13.5%	13.5%	10.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	7.0%

(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	3.9	109.1	-0.5	2.3	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	4.3	112.8	-0.7	2.7	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	5.5	112.1	-1.3	5.2	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	6.1	122.3	-1.5	5.7	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	6.5	107.0	-1.6	7.6	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	2.2	0.0	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	9-фев-21	10.8	дек-24	20.3	78.7	0.4	2.7	1,344
Кернел 2022	Покупать	1-дек-20	8.8	янв-22	3.0	105.4	0.3	0.9	213
Кернел 2024	Покупать	1-дек-20	6.5	окт-24	4.4	107.0	-0.2	1.6	300
Кернел 2027	Покупать	1-дек-20	6.8	окт-27	5.4	107.2	0.2	4.0	300
Метинвест 2023	Покупать	16-фев-21	7.8	апр-23	4.4	106.8	0.2	1.8	311
Метинвест 2025 (в евро)	Покупать	16-фев-21	5.6	июл-25	4.4	104.7	0.4	3.9	333
Метинвест 2026	Покупать	16-фев-21	8.5	апр-26	5.6	112.8	0.7	4.1	648
Метинвест 2027	Покупать	16-фев-21	7.7	окт-27	5.9	109.4	0.0	5.2	333
Метинвест 2029	Покупать	16-фев-21	7.8	окт-29	6.4	109.1	0.3	6.5	500
МХП 2024	Держать	2-фев-21	7.8	май-24	4.7	108.9	-0.1	2.9	500
МХП 2026	Держать	2-фев-21	7.0	апр-26	5.2	108.0	-0.2	4.3	550
МХП 2029	Держать	2-фев-21	6.3	сен-29	5.9	102.5	-0.4	6.6	350
Нафтогаз 2022	Покупать	8-дек-20	7.4	июл-22	5.2	102.9	0.0	1.4	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	8-дек-20	7.1	июл-24	6.1	103.0	0.0	3.0	672
Ощадбанк 2023	Покупать	16-фев-21	9.4	мар-23	4.5	104.9	-0.1	1.0	175
Ощадбанк 2025	Покупать	16-фев-21	9.6	мар-25	5.9	107.1	0.0	1.9	225
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	30.0	0.0	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	5.6	101.3	-0.1	0.3	100
УЖД 2024	Продавать	27-окт-20	8.3	июл-24	6.5	105.2	0.1	3.0	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	3.3	0.1	нс	543
Укрэксимбанк 2022	Покупать	16-фев-21	9.6	апр-22	4.6	104.4	0.2	0.9	104
Укрэксимбанк 2025	Покупать	16-фев-21	9.8	янв-25	6.8	108.1	0.0	2.7	192

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 сельхозпроизводству	Точная	18-фев
ГССУ - статистика по товарообороту	Точная	22-фев

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](mailto:urs@adamant-capital.com)

**Аналитика**

Константин Фастовец | [fks@adamant-capital.com](mailto:fks@adamant-capital.com)

**PR**

Инна Звягинцева | [zin@adamant-capital.com](mailto: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.