

Еженедельный обзор

- Профицит текущего счета в апреле достиг 0.9 млрд \$
- EBITDA Метинвеста в 1кв21 увеличилась на 265% м/м до 1.2 млрд \$
- EBITDA компании Кернел в 3кв21 выросла на 17% г/г до 170 млн \$

Профицит текущего счета в апреле достиг 0.9 млрд \$, что на 1.2 млрд \$ больше, чем в 2020. Агрегированный показатель за последние двенадцать месяцев составил 3.9 млрд \$ по сравнению с 2.6 млрд \$ дефицита год назад (за исключением арбитражной выплаты 2.9 млрд \$ Нафтогазу). Торговый баланс за месяц ухудшился на 0.5 млрд \$ г/г до 0.3 \$. Чистые активы финансового счета увеличились на 0.7 млрд \$.

Наше мнение: Фактический показатель ТС в апреле оказался существенно ниже наших оценок, преимущественно ввиду увеличения дивидендных выплат вшестеро до 0.6 млрд \$. С начала года общая сумма перечисленных за границу дивидендов достигла 1.6 млрд \$, что на 70% больше, чем в 2019 и является рекордом как минимум за 5 лет. Среди других отклонений — менее значительные объемы экспорта сельскохозяйственных культур, стали и руды. Касательно импорта, темпы закупок продукции машиностроения, как и ожидалось, ускорились до 80% г/г на фоне низкой базы сравнения. Туристические услуги прибавили 33%, но объем их покупок остался вдвое меньше по сравнению с периодом до пандемии. В целом, хотя, фактический показатель нас несколько разочаровал, мы подтверждаем нашу оценку профицита ТС в 2021 в 6.0 млрд \$ или 3.4% от номинального ВВП ввиду еще более высоких цен на сырье (индексы Black Sea на кукурузу и сталь прибавили 72% и 210% г/г, соответственно).

Рост чистых активов финансового счета в апреле в первую очередь отражает размещение государством еврооблигаций на 1.25 млрд \$, что было сбалансировано увеличением чистых торговых кредитов в частном секторе (+0.4 млрд \$ выдано и -0.3 млрд \$ получено). В целом, украинский бизнес, видимо, выводит капитал из страны, что объясняет, почему резервы НБУ растут сравнительно медленно несмотря на существенное улучшение торгового баланса.

Показатели платежного баланса, млн \$					
	апр-21	мар-21	фев-21	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	6,324	6,196	5,355	63,233	63,333
м/м	2%	16%	13%		
г/г	33%	19%	8%	0%	4%
Импорт:	6,013	6,627	5,486	65,157	73,269
м/м	-9%	21%	16%		
г/г	52%	21%	-2%	-11%	1%
ТБ ⁽¹⁾ :	311	-431	-131	-1,924	-9,936
м/м	742	-300	-116		
г/г	-501	-146	502	8,012	1,903
ТС ⁽²⁾ :	837	-333	267	3,902	-2,632
м/м	1,170	-600	-92		
г/г	-419	-793	2,663	6,534	2,917
ФС ⁽³⁾ :	43	382	297	2,654	-5,953
м/м	-339	85	-284		
г/г	-497	-1,857	524	8,607	2,709
ПБ ⁽⁴⁾ :	795	-713	-28	1,247	6,274
м/м	1,508	-685	192		
г/г	79	1,065	-761	-5,027	3,132
Funding flow ⁽⁵⁾	-344	582	-16	2,342	8,437

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

EBITDA Метинвеста в 1кв21 увеличилась на 265% м/м до 1.2 млрд \$ (исключая доходы от СП). Вклад от металлургического дивизиона вырос в 3.3 раза до 612 млн \$. Сегмент руды сгенерировал 740 млн \$, что в 3.5 раза больше, чем в прошлом году. Операционный денежный поток возрос практически в пять раз до 1.3 млрд \$. Инвестиции в основные фонды увеличились на 129% до 566 млн \$, а свободный денежный поток достиг 776 млн \$ против всего 31 млн \$ год назад. Соотношение чистого долга к 12 месячной EBITDA снизилось на 70%, составив 0.9.

Наше мнение: Агрегированный показатель EBITDA за 1кв21 превысил наши оценки на 20% ввиду более высоких цен в обоих сегментах, и низкой расчетной себестоимости производства и доставки стали (издержки на более дорогую железную руду повысились менее существенно, чем ожидалось). Поскольку ценовые бенчмарки, в особенности на сталь, продолжают свой скачкообразный рост (HRC Black Sea сейчас практически на 50% выше среднего за 1кв21), перспективы дальнейшего увеличения прибыли Метинвеста выглядят еще более многообещающе. В этом свете мы приняли решение удвоить наш прогноз EBITDA (исключая доходы от СП) за год до 6.0 млрд \$. Касательно долга, хотя валовые обязательства увеличились на 11% кв/кв после консолидации шахтоуправления "Покровское", кредитные риски снизились на фоне роста прогнозируемых доходов. В то же время, поскольку еврооблигации Метинвеста уже торгуются практически без премии по доходности к суверенной кривой, мы не видим больших возможностей для увеличения их цены относительно рынка. Таким образом, несмотря на сильные фундаментальные показатели, мы понижаем нашу рекомендацию по бумагам эмитента до отметки «держать».

Результаты Метинвеста за 1кв21, млн \$

	1кв21	1кв20	г/г	4кв20	кв/кв
Выручка	3,624	2,536	43%	2,825	28%
EBITDA ¹	1,201	329	265%	651	84%
Рентабельность	33%	13%	20пп	23%	10пп
EBITDA ¹ от стали	612	188	226%	351	74%
EBITDA ¹ от добычи	740	211	251%	344	115%
Продажи стали	2,447	1,762	39%	1,975	24%
Продажи стали, тыс т	3,786	3,711	2%	3,843	-1%
Произ-во руды, тыс т	7,795	7,606	2%	7,684	1%
Цена на сталь ² , \$/т	665	501	33%	534	24%
Цена на руду ³ , \$/т	156	88	77%	107	46%
OCF ⁴	1,342	278	383%	548	145%
Capex ⁵	566	247	129%	207	173%
FCF ⁶	776	31	нс	341	128%
Общий долг	3,273	3,107	5%	2,937	11%
Чистый долг	2,303	2,779	-17%	2,111	9%
Чистый долг/EBITDA	0.9	2.8	-70%	1.2	-26%

(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 3кв21 выросла на 17% г/г до 170 млн \$ (исключая эффект от переоценки биологических активов).

Практически всю дополнительную прибыль обеспечил сегмент инфраструктуры и торговли, который сгенерировал на 57 млн \$ больше, чем в прошлом году, ввиду более высоких доходов Avere (+80 млн \$ г/г, согласно нашим оценкам). Вклад дивизиона переработки масличных культур сократился на 73% г/г до 7 млн \$ на фоне падения маржинальности до исторического минимума в 19 \$/т, отражая крайне усиленную конкуренцию за сырье. Результаты сельскохозяйственного сегмента остались на уровне прошлого года. Операционный денежный поток упал на 42% г/г до 151 млн \$, по причине гораздо больших потребностей в рабочем капитале на фоне более высоких цен на агропродукцию. Свободный денежный поток снизился всего на 17% ввиду продажи финансовых активов на 121 млн \$. Соотношение чистого долга к 12-месячной EBITDA холдинга (с учетом МСФО 16 и МСБУ 41) сократилось на 62% до всего 1.4.

В ходе конференц-звонка для инвесторов менеджмент сообщил, что в 2021 показатель EBITDA сегмента инфраструктуры и торговли должен превысить 400 млн \$ и подтвердил свою оценку средней маржинальности переработки семян на уровне 45-55 \$/т (включая прибыль от возобновляемых источников энергии). Доходы сельскохозяйственного дивизиона уже законтрактованы и должны составить 230 млн \$, без учета МСФО 16 и эффекта от переоценки биологических активов. Принимая во внимание текущие погодные условия и рыночные цены, компания ожидает дальнейшего улучшения результатов этого сегмента в 2022.

Наше мнение: Хотя квартальный показатель EBITDA холдинга превысил наши оценки всего на 6%, результаты сегментов свидетельствуют о том, что общая цифра за год может оказаться выше, чем ожидалось ранее. Главной причиной является размер вклада Avere (порядка 90 млн \$, по нашим оценкам), который в 3кв21 был сбалансирован временным падением доходов сельскохозяйственного дивизиона (ввиду более низких объемов реализации). Поскольку последние, весьма вероятно, восстановятся в следующем квартале (выручка от продажи сельхозкультур уже законтрактована, а годовой показатель EBITDA этого сегмента должен достичь 300 млн \$ включая МСФО 16) перспективы 4кв21 теперь выглядят более многообещающе. Более того, оптимистичные прогнозы менеджмента касательно результатов дивизиона инфраструктуры и торговли могут свидетельствовать о возможности Avere сгенерировать дополнительную прибыль до конца финансового года. Таким образом, мы повышаем нашу оценку EBITDA на 2021 на 50 млн \$ до 730 млн \$ (с учетом МСФО 16).

Касательно 2022, основным вопросом, от которого может зависеть порядка 250-300 млн \$ операционной прибыли, является устойчивость деятельности Avere. Спрогнозировать способность трейдеров заключать настолько же успешные сделки на, возможно уже перегретых рынках, достаточно сложно. Остальные же сегменты должны выиграть от текущих благоприятных погодных условий, поскольку они повышают вероятность наличия значительно большего предложения зерновых и масличных культур в новом сельхоз сезоне. Более того, текущие цены на агропродукцию предполагают неординарно высокую маржу при реализации культур собственного производства. Комбинируя эти факторы вместе, мы фиксируем наш прогноз EBITDA холдинга на 2022 на уровне 600 млн \$, однако абсолютно не исключаем возможность значительных отклонений от этой цифры.

Касательно кредитных метрик, мы продолжаем считать, что Кернел остается наиболее привлекательным, с точки зрения риска, украинским эмитентом еврооблигаций. Наш базовый прогнозный сценарий предполагает снижение соотношения чистого долга к 12-месячной EBITDA, без учета легкорезализуемых запасов, до 1.0 к

Результаты Кернела по МСФО за 3кв21, млн \$

	3кв21	3кв20	г/г	2кв21	кв/кв
Выручка	1,729	1,041	66%	1,327	30%
EBITDA	111	104	7%	269	-59%
Переоценка БА ¹	-58	-42	40%	22	-371%
EBITDA скорр ²	170	146	17%	247	-31%
Масло	7	26	-73%	24	-71%
Инфраструктура	122	65	88%	161	-24%
Сельхозпродукция	61	67	-8%	85	-28%
МСФО 16	11	8	38%	8	38%
Другое	-20	-12	нс	-23	нс
EBITDA скорр маржа	10%	14%	-4пп	19%	-9пп
Чистая прибыль	53	-22	-338%	171	-69%
Маржа по прибыли	3%	-2%	5пп	13%	-10пп
Чистый долг	1,073	1,334	-20%	1,247	-14%
Долг/EBITDA	1.4	3.5	-62%	1.6	-15%
Долг/EBITDA ³	1.4	3.6	-60%	1.7	-17%
Скорр долг/EBITDA ⁴	0.7	1.6	-58%	0.5	32%
OCF ⁵	151	260	-42%	-55	нс
Сарех ⁶	31	49	-38%	42	-28%
FCF ⁷	231	278	-17%	-213	нс
Продажи масла, тыс т	372	381	-2%	425	-13%
Масло EBITDA/т, \$	19	68	-73%	56	-67%

(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

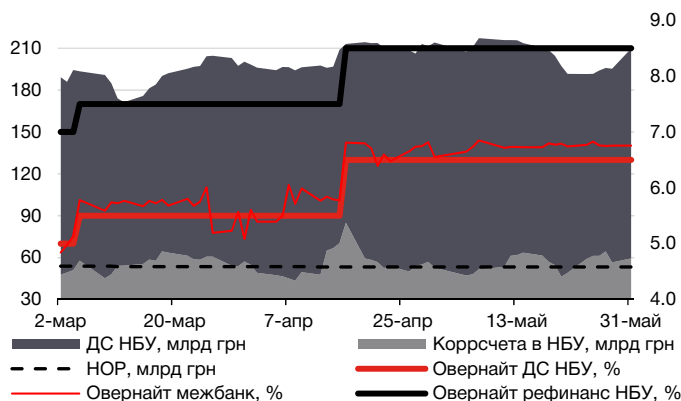
(7) Свободный денежный поток

Источник: данные компании, Adamant Capital

концу 2022. В то же время, поскольку еврооблигаций компании, с погашением в 2022 и 2024, сейчас торгуются практически без премии по доходности к суверенной кривой, мы рекомендуем их «держать». Покупать, по нашему мнению, имеет смысл только выпуск 2027 года.

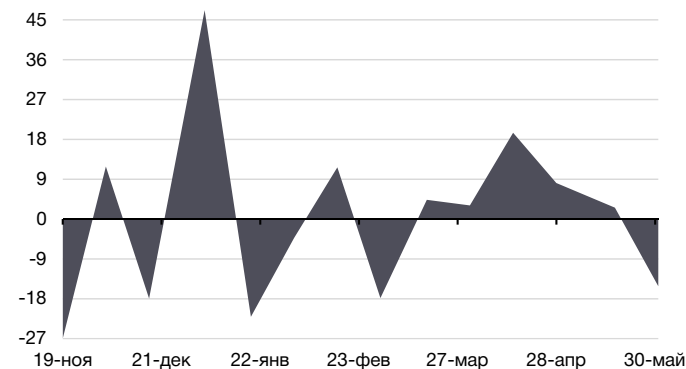
Приложение

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



Источник: НБУ, Adamant Capital

Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему¹, млрд грн

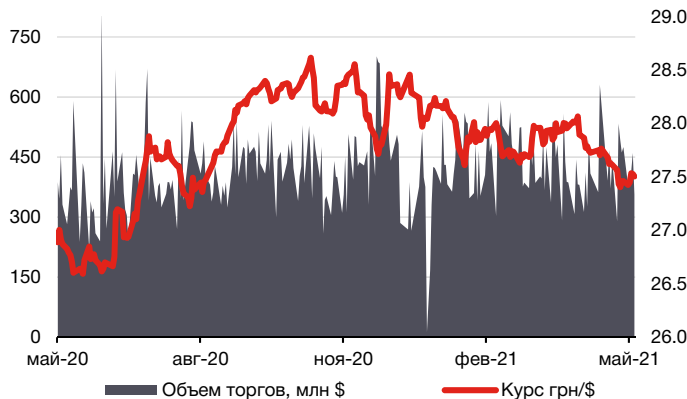


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней
(1) Банковская система
Источник: НБУ

Ликвидность банковской системы (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) увеличилась на 18.2 млрд грн до 209.7 млрд грн за неделю. Министерство финансов 1 июня разместило облигации в гривне с погашением в сентябре 2021, июле 2022, ноябре 2022, мае 2023 и мае 2024 с доходностью 8.42%, 11.20%, 11.30%, 12.04% и 12.30% соответственно, а также в долларах США с погашением в июле 2022 и феврале 2023 с доходностью 3.70% и 3.90% соответственно. Общие заимствования составили 6.0 млрд грн и 359 млн \$

Межбанковский курс грн/\$ на этой неделе (с понедельника по понедельник) девальвировал на 0.13%, открывшись на отметке 27.43 и закрывшись на уровне 27.46.

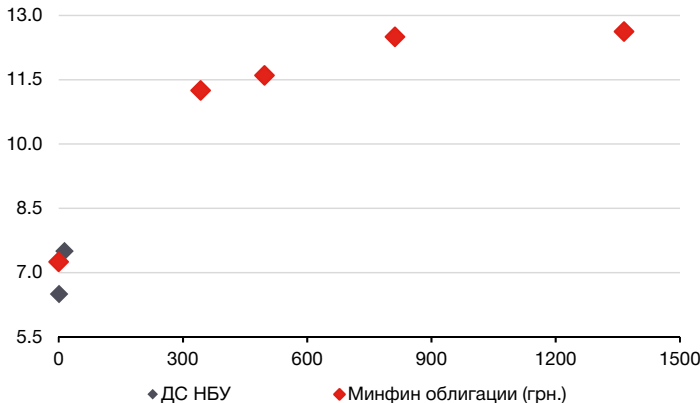
Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)



На основе официальных данных межбанковского рынка

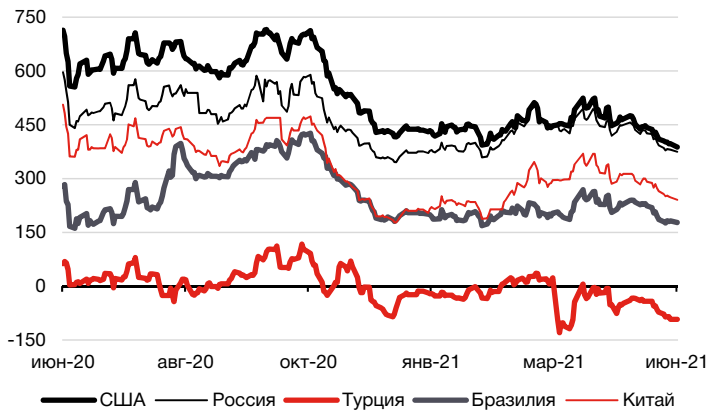
Источник: НБУ

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



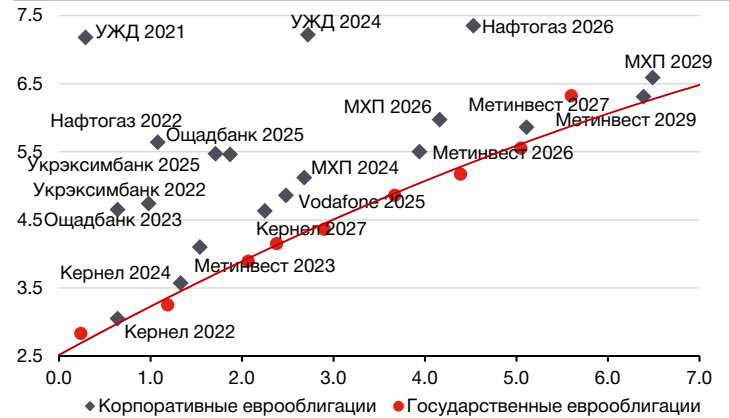
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



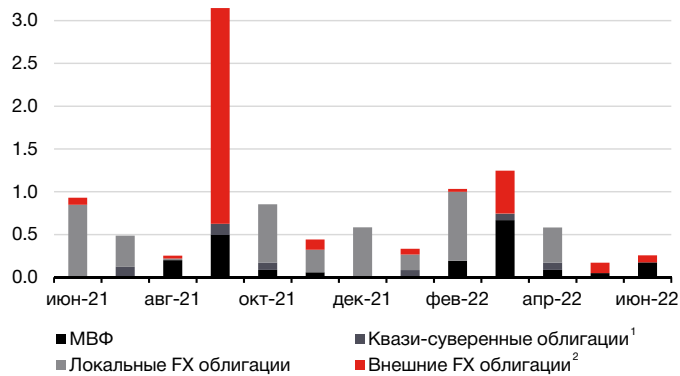
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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



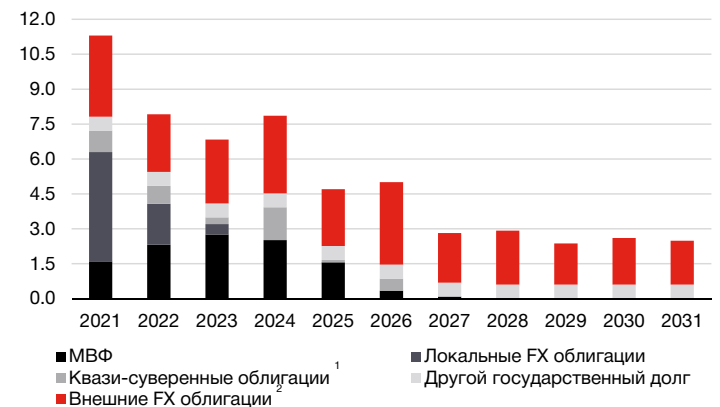
Процентные платежи включены в каждую категорию

(1) Долг государственных компаний

(2) Включают кредитные гарантии США

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

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

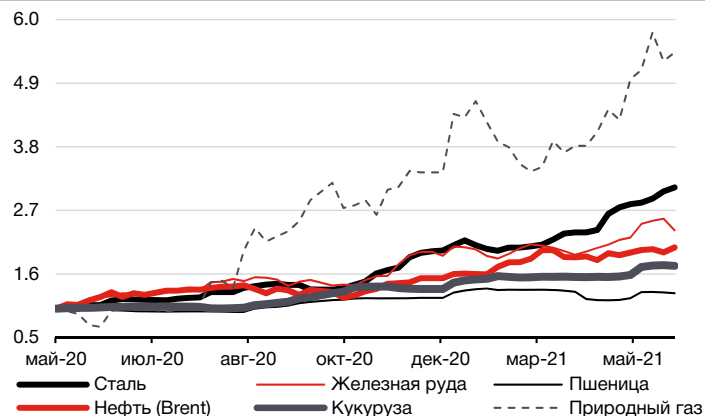


(1) Долг государственных компаний

(2) Включают кредитные гарантии США

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

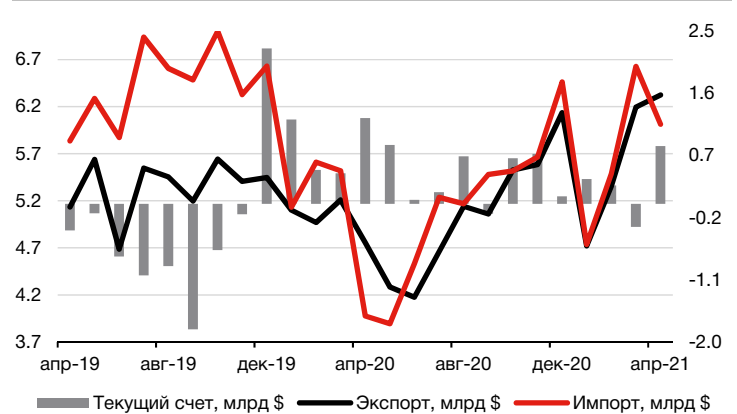
Мировые индексы цен на сырье



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								
	2019	1кв20	2кв20	3кв20	4кв20	2020	1кв21П	2021П
Рост реального ВВП, г/г %	3.2%	-1.2%	-11.2%	-3.5%	-0.5%	-4.0%	-2.0%	3.5%
Номинальный ВВП, млрд грн	3,978	854	875	1,163	1,302	4,194	904	4,666
Номинальный ВВП, млрд \$	154	34	33	42	46	155	32	161
Рост дефлятора ВВП, г/г % ¹	8.1%	5.3%	5.6%	8.4%	17.5%	9.8%	8.0%	7.5%
ИПЦ (средний за период),г/г %	7.9%	2.6%	2.1%	2.4%	3.8%	2.7%	7.4%	8.4%
ИПЦ (на конец периода),г/г %	4.1%	2.3%	2.4%	2.3%	5.0%	5.0%	8.5%	7.5%
Дефицит бюджета, % ВВП ^{1,2}	2.1%	2.3%	1.7%	3.3%	5.3%	5.3%	5.0%	4.0%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП ^{1,3}	2.2%	2.4%	2.3%	4.0%	6.5%	6.5%	6.4%	4.3%
Государственный долг, % ВВП	50.2%	56.2%	57.4%	58.6%	60.8%	60.8%	59.2%	60.3%
Внешний государственный долг, % ВВП ⁴	31.5%	31.5%	31.6%	33.1%	34.8%	34.8%	34.0%	35.9%
Общий внешний долг, млрд \$	122	120	122	122	126	126	129	133
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	63.4	15.3	13.2	14.9	17.3	60.6	16.3	76.0
Импорт товаров и услуг, млрд \$	75.5	16.1	12.3	15.9	17.8	62.3	16.9	74.1
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-12.1	-0.9	0.9	-1.1	-0.5	-1.7	-0.6	2.0
Текущий счет, млрд \$	-1.1	2.3	1.7	0.3	1.6	6.6	0.9	6.0
Финансовый счет, млрд \$ ⁵	-10.2	2.3	0.8	2.4	-0.9	4.6	1.9	1.0
Резервы НБУ, млрд \$	25.3	24.9	28.5	26.5	29.1	29.1	27.0	33.7
Средний курс на межбанке, грн/\$ ⁶	25.8	25.2	26.9	27.6	28.3	27.0	27.9	29.0
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	23.7	27.6	26.7	28.3	28.2	28.2	27.8	29.5
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	13.5%	10.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.5%	7.5%

(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 РПБ6 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	108.2	0.1	2.1	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	4.2	112.1	0.2	2.4	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	5.6	111.4	0.4	5.1	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	6.3	120.0	0.5	5.6	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	6.5	106.6	0.7	7.5	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	нс	1.2	0.0	нс	214
ДТЭК 2024 в дефолте	Покупать	30-мар-21	10.8	дек-24	21.4	78.4	0.2	2.5	1,344
Кернел 2022	Держать	1-июн-21	8.8	янв-22	3.1	103.7	-0.1	0.6	213
Кернел 2024	Держать	1-июн-21	6.5	окт-24	4.2	107.0	0.3	1.3	300
Кернел 2027	Покупать	1-июн-21	6.8	окт-27	5.3	107.8	0.4	2.3	300
Метинвест 2023	Держать	1-июн-21	7.8	апр-23	4.1	106.6	0.0	1.5	311
Метинвест 2025 (в евро)	Держать	1-июн-21	5.6	июл-25	4.3	104.8	0.2	3.6	333
Метинвест 2026	Держать	1-июн-21	8.5	апр-26	5.5	112.8	0.6	3.9	648
Метинвест 2027	Держать	1-июн-21	7.7	окт-27	5.9	109.3	0.2	5.1	333
Метинвест 2029	Держать	1-июн-21	7.8	окт-29	6.3	109.2	0.2	6.4	500
МХП 2024	Покупать	25-мая-21	7.8	май-24	5.1	107.1	0.2	2.7	500
МХП 2026	Покупать	25-мая-21	7.0	апр-26	6.0	104.0	0.3	4.2	550
МХП 2029	Покупать	25-мая-21	6.3	сен-29	6.6	97.8	0.2	6.5	350
Нафтогаз 2022	Покупать	11-мая-21	7.4	июл-22	5.6	101.9	0.5	1.1	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	Покупать	11-мая-21	7.1	июл-24	6.3	102.2	0.5	2.8	672
Нафтогаз 2026	Покупать	11-мая-21	7.6	ноя-26	7.3	101.2	0.2	4.5	500
Ощадбанк 2023	Покупать	18-мая-21	9.4	мар-23	4.7	104.5	0.1	1.0	140
Ощадбанк 2025	Покупать	18-мая-21	9.6	мар-25	5.4	107.9	0.0	1.9	200
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	нс	19.4	0.1	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	нс	30.1	0.0	нс	175
УЖД 2021	Продавать	23-мар-21	9.9	сен-21	7.2	100.7	-0.2	0.3	50
УЖД 2024	Продавать	23-мар-21	8.3	июл-24	7.2	102.8	0.6	2.7	595
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	нс	2.4	-0.6	нс	543
Укрэксимбанк 2022	Покупать	18-мая-21	9.6	апр-22	4.7	103.1	0.1	0.6	104
Укрэксимбанк 2025	Покупать	18-мая-21	9.8	янв-25	5.5	107.4	0.0	1.7	192
Vodafone 2025	Держать	18-мая-21	6.2	фев-25	4.9	103.3	0.5	2.5	451

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
Нафтогаз - результаты за 1кв21	Индикативная	2-июн
НБУ - статистика по международным резервам	Точная	7-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

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 копирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.