Зима близко

Рынок облигаций: зима близко

Вторая половина осени была ознаменована всплеском волатильности на глобальных финансовых рынках, чему способствовали и взлом криптобиржи Binance, и уверенная победа Демократической партии на промежуточных выборах в США. С учетом множества факторов неопределенности, в том числе такого ключевого фактора, как ситуация вокруг Ирана, можно предположить, что рынки будут оставаться нестабильными в обозримой перспективе.

На российском рынке ситуация остается неопределенной. Долговые бумаги находятся скорее в «боковом тренде» на фоне решения ЦБ РФ продлить паузу в цикле снижения ключевой ставки, а также активных размещений ОФЗ со стороны Минфина, и вряд ли выйдет из него в ближайшее время. На рынке акций наблюдался осторожный рост оптимизма под влиянием надежд на возобновление переговорного процесса по украинскому конфликту, который сменился коррекцией после промежуточных выборов в США. Дальнейшая его динамика в значительной степени будет определяться внешними факторами.

Синее цунами (1)

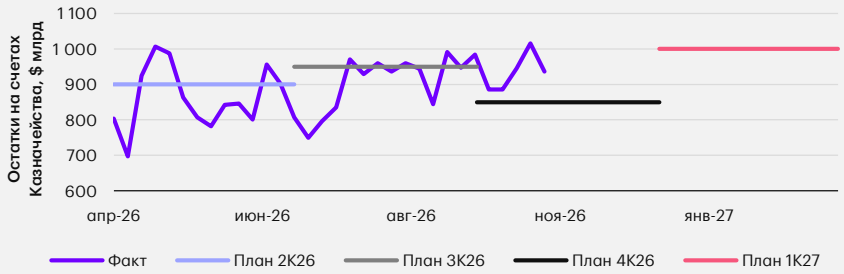
- Демократическая партия уверенно выиграла промежуточные выборы в Конгресс, что создает довольно специфическую ситуацию с точки зрения продвижения законодательных инициатив. С одной стороны, победившая партия может уверенно блокировать инициативы президента. С другой стороны, президент Трамп может накладывать вето на любые законопроекты, а его преодоление выглядит маловероятным событием. Импичмент президента также выглядит скорее теоретической возможностью. Таким образом, принимаемые решения будут являться следствием широкого компромисса и взаимных уступок.

- Основные дискуссии, скорее всего, развернутся вокруг бюджета. В частности, объем госдолга сейчас составляет $40,3 трлн, а потолок — $41,1 трлн. С учетом того что дефицит составляет примерно $2 трлн, потолок может быть достигнут уже в 1-м квартале 2027. У Минфина США есть «подушка безопасности» в виде остатков на счетах (порядка $935 млрд на начало ноября), которой хватит на какое-то время для поддержания нормального функционирования правительства. Тем не менее достижение компромисса по бюджетным вопросам как на 2027, так и на 2028 год выглядит насущной необходимостью.

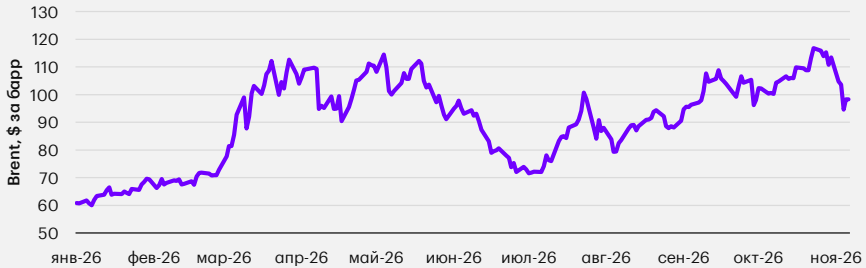
- Еще одним приоритетом, обозначенным победившей партией, является завершение военных действий в Персидском заливе. С учетом накопленного багажа противоречий между США и Ираном решение этого вопроса не выглядит простой задачей. Тем не менее рынок достаточно оптимистично оценивает вероятность сценария завершения конфликта — котировки нефти уже снизились на 15%. На наш взгляд, в данном вопросе сохраняется значительная неопределенность, что обещает высокую волатильность.

Источник: Cbonds, FRED

Минфин сформировал солидный запас ликвидности



Цены на нефть резко снизились после выборов в США

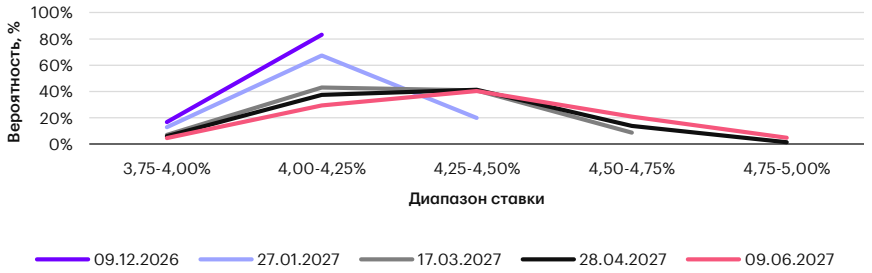


Синее цунами (2)

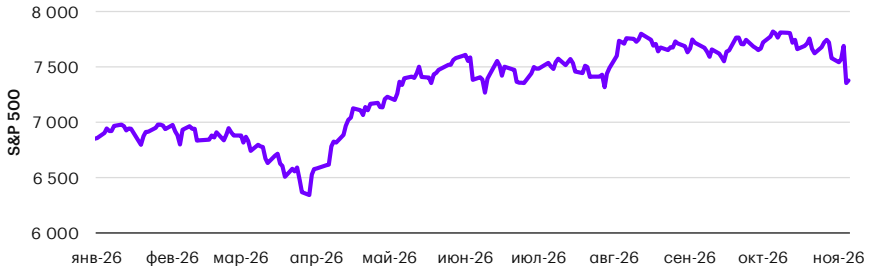
- На фоне изменения политического баланса в США можно предположить, что давление на ФРС со стороны администрации президента, скорее всего, уменьшится и регулятор, по всей вероятности, сможет проводить более независимую политику. Насколько это предположение окажется верным, станет понятно в 1П27, пока же рынок ожидает повышение ставки на 25 б. п. в декабре.
- В целом предпосылки для дальнейшего ужесточения монетарной политики в 2027 г. сохраняются, хотя нарастающая проблема госдолга в перспективе может ограничить возможности повышения ставки. Тем не менее многое будет зависеть от динамики инфляции, которую, в свою очередь, определяют множество факторов, включая ситуацию в Персидском заливе.
- Судя по первым высказываниям представителей Демократической партии, еще одним направлением их деятельности может стать ужесточение регулирования ИИ. На наш взгляд, это скорее попытка создать медийный эффект, так как развитие сектора зашло уже так далеко, что появление значимых ограничений практически невозможно. Тем не менее этот фактор в ближайшие месяцы будет играть скорее отрицательную роль для лидеров отрасли.
- Любопытно, что после победы на выборах Демократическая партия изменила позицию в части регулирования рынка криптовалют. На наш взгляд, вероятность того, что в 2027 г. регулирование в этой области будет оформлено законодательно, значительно выросла. Вполне вероятно, что принятие Clarity Act или его аналога окончательно закрепит за криптовалютами статус «традиционного актива».

Источник: Cbonds, Investing.com

Рынок ожидает повышения ставки ФРС в декабре



Инвесторы на рынке акций нервничают

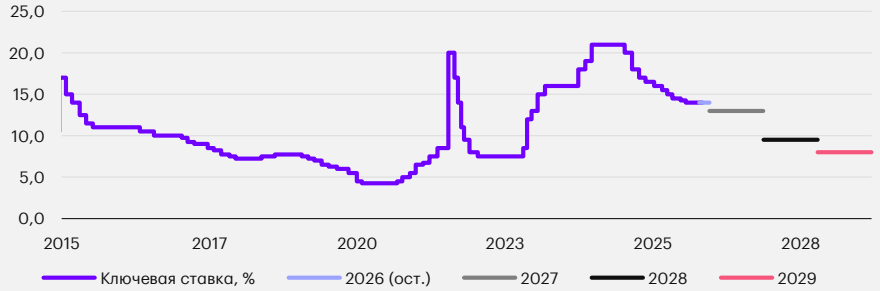


ЦБ РФ предпочитает консервативный подход

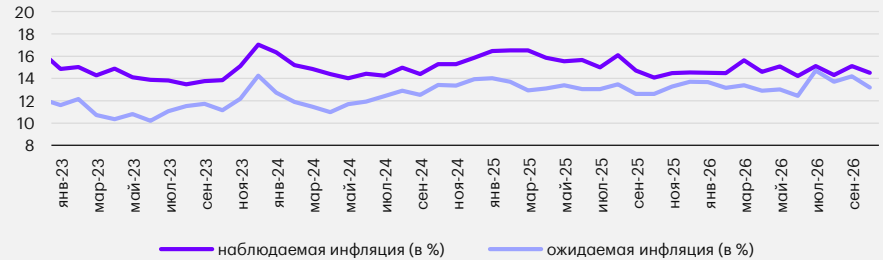
- Как и ожидалось, на октябрьском заседании совет директоров ЦБ РФ принял решение оставить ключевую ставку неизменной (на уровне 14%), при этом сигнал регулятора остался нейтральным. Основное же внимание участников рынка было сосредоточено на обновленной версии макроэкономического прогноза. Перед его публикацией консенсус предполагал, в частности, повышение оценки среднего уровня ключевой ставки на 2027 год примерно на 100 б. п. Регулятор же занял более консервативную позицию, повысив прогноз данного показателя на 150 б. п. до 12,5–13,5% (оценки на 2028-2029 гг. в нынешних условиях имеют лишь теоретическую ценность).
- Указанная оценка исходит из предположения, что годовая инфляция к концу 2027 года снизится до 4%, что, на наш взгляд, является слишком оптимистичным. Есть большие сомнения, что правительству удастся добиться околонулевого роста расходной части бюджета в будущем году. Соответственно, не исключено, что структурный первичный дефицит превысит оценки регулятора, а инфляционное давление со стороны бюджета возрастет. В этих условиях инфляция вполне может превысить прогноз ЦБ, и тогда уровень ключевой ставки может оказаться на верхней границе оценочного диапазона.
- Оценки регулятора на 2026 год теоретически допускают возможность снижения ставки в декабре на 25 б. п., но, на наш взгляд, учитывая высокий уровень инфляционных ожиданий и возобновившиеся атаки БПЛА на НПЗ, пауза может продлиться до 2-го квартала 2027, тем более что, по оценкам регулятора, экономика РФ в 3-м квартале 2026 вновь вошла в зону перегрева и ДКП должна сдерживать внутренний спрос.

Источник: ЦБ РФ

Прогнозы ЦБ предполагают дальнейшее снижение ставки в 2027 году



Инфляционные ожидания остаются высокими

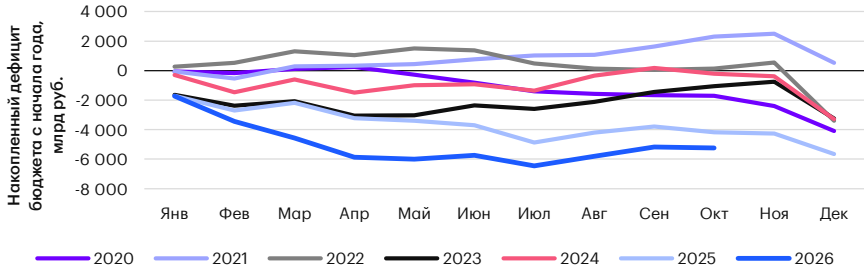


Бюджет исполняется с профицитом

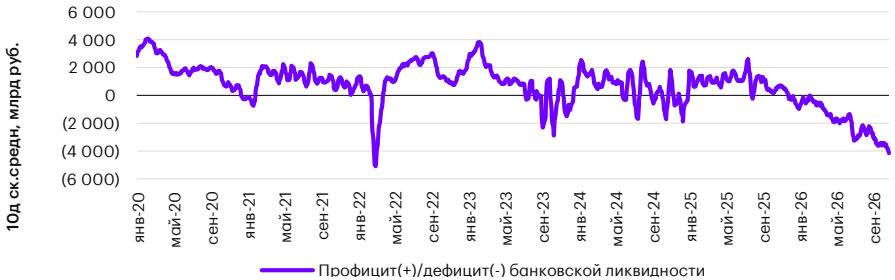
- В октябре бюджет был сведен с небольшим дефицитом (48 млрд руб.), но в целом за последние три месяца его профицит составляет 1,2 трлн руб. В целом же за 10 месяцев 2026 бюджет исполнен с дефицитом 5,2 трлн руб. Напомним, по последним оценкам правительства, дефицит бюджета по итогам года достигнет 7,3 трлн руб. Поскольку доходная его часть может оказаться несколько лучше ожиданий, вполне вероятно, что итоговая цифра окажется несколько ниже последнего прогноза — порядка 7 трлн руб.
- Учитывая бюджетную специфику, можно предположить, что основной объем неисполненных расходов будет реализован в конце декабря. Последнее обстоятельство должно улучшить ситуацию с ликвидностью в банковском секторе, дефицит которой устойчиво рос в последние месяцы и превысил отметку 4 трлн руб. Несмотря на это, ставка RUONIA остается в среднем ниже ключевой ставки, что указывает на стабильное состояние денежного рынка.
- Исходя из статистики последних лет, можно предположить, что в первые месяцы 2027 года бюджет будет исполняться с дефицитом — Минфин традиционно объясняет это необходимостью авансирования госзаказа. В свою очередь, это будет способствовать сокращению дефицита ликвидности в банковской системе.
- В целом же вопрос о том, сможет ли Минфин выдерживать дисциплину по расходам в 2027 году, остается ключевым для многих инвесторов, которые опасаются того, что возможное расширение дефицита приведет к необходимости увеличения программы заимствований правительства, которая и так выглядит достаточно амбициозной.

Источник: Минфин РФ, ЦБ РФ

Накопленный дефицит бюджета временно сократился



Дефицит ликвидности банковского сектора увеличился



Парадоксы долгового рынка

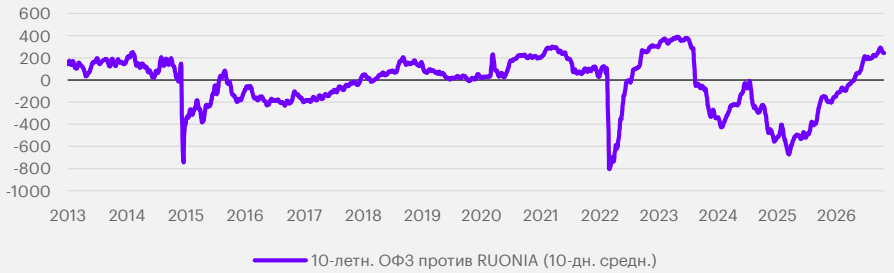
- Ситуацию на российском долговом рынке можно описать как безыдейную. С одной стороны, ключевая ставка остается относительно высокой, а перспективы ее снижения в ближайшие месяцы выглядят призрачными. С другой стороны, на первичном рынке Минфин абсорбирует весь доступный спрос, стараясь выполнить амбициозную программу заимствований. В результате, несмотря на то, что ключевая ставка с конца 2024 года снизилась на 7 п. п., доходность 10-летних синтетических ОФЗ остается в диапазоне 16,5-17,0% годовых.

- При этом рынок остается весьма чувствительным к негативным новостям, появление которых может спровоцировать рост доходности на несколько десятков базисных пунктов. Последнее обстоятельство удерживает многих инвесторов от наращивания вложений в долгосрочные ОФЗ, даже несмотря на то что уровень доходности по этим инструментам выглядит весьма привлекательным. Этим обстоятельством, в частности, объясняется и рост вложений в фонды денежного рынка (в октябре приток в них составил более 150 млрд руб.). На наш взгляд, в ближайшее время сложно рассчитывать на появление какого-либо устойчивого позитивного фактора, способного побудить инвесторов к более активным покупкам ОФЗ.

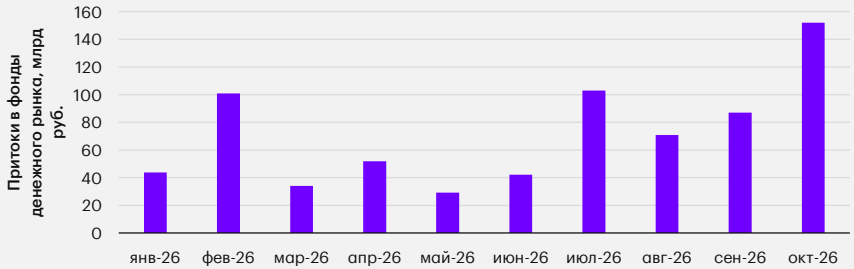
- Большой объем предложения бумаг со стороны Минфина и сохранение высокого уровня доходности по ОФЗ приводят к увеличению стоимости финансирования для корпораций. Последнее обстоятельство обусловливает рост кредитных рисков и, как следствие, количества дефолтов (по оценкам Cbonds, за 10 месяцев 2026 объем корпоративных дефолтов вырос в два раза в относительном выражении). Нельзя сказать, что ситуация является критической, но тенденция к ухудшению очевидна.

Источник: Cbonds, Investfunds

Спред между ОФЗ и ключевой ставкой остается значительным



Притоки в фонды денежного рынка в октябре увеличились



Минфин увеличивает покупки валюты

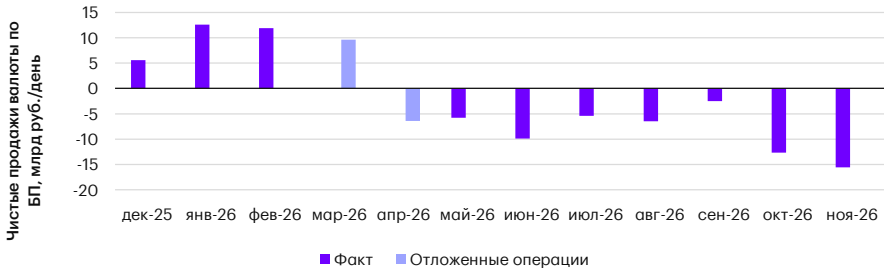
- Сохранение напряженной обстановки в Персидском заливе обусловило высокие цены на нефть в октябре. Так, по оценкам Минэкономразвития, средний уровень котировок Urals составил $101,46 за баррель, что стало максимальным значением в 2026 году. Это позволило Минфину нарастить объем покупок валюты в рамках бюджетного правила для пополнения ФНБ. В период с 9 ноября по 4 декабря ведомство будет покупать валюту/золото в размере 15,6 млрд руб. в день против 12,7 млрд руб. в день с 7 октября по 6 ноября. Теоретически объем операций мог быть еще более значительным, если бы правительство сократило выплаты по демпферу, которые в октябре превысили 400 млрд руб.

- Увеличение объема покупок со стороны Минфина стало причиной небольшого ослабления рубля, но в целом он торговался в последние недели в диапазоне 80–85 руб./долл. С учетом того что цены на нефть в начале ноября стали быстро снижаться (со второй декады октября они упали примерно на 15%) на фоне сообщений о возможном достижении соглашения между США и Ираном, можно предположить, что в декабре покупки валюты Минфином сократятся.

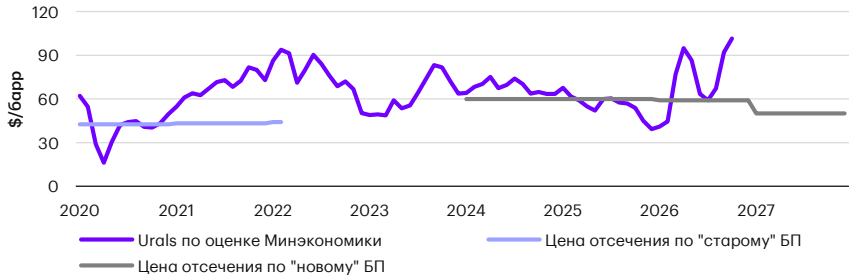
- Наиболее же важное изменение произойдет в начале 2027 г., когда цена отсечения нефти в рамках бюджетного правила сократится с $59 до $50 за баррель, что автоматически увеличит объем покупок Минфина. Вполне вероятно, что это в обозримой перспективе приведет к смещению обменного курса в диапазон 85–90 руб./долл. На наш взгляд, котировки нефти могут оставаться на повышенном уровне как минимум еще несколько кварталов (хотя бы потому, что многие страны будут наращивать стратегические резервы), что позволит Минфину регулярно пополнять ФНБ.

Источник: Минфин, Минэкономразвития

Объем покупок в ноябре станет рекордным в 2026 году



Цена нефти Urals в октябре превысила отметку $100 за баррель



Перспективы неопределенны

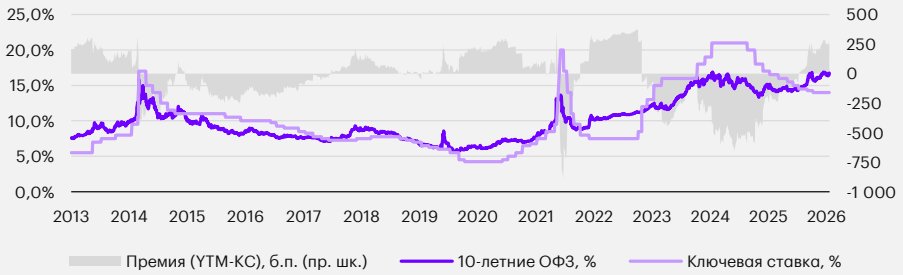
- В результате активных распродаж, начавшихся в августе, доходность долгосрочных выпусков вплотную приблизилась к 17% годовых. После этого в течение октября показатели доходности ОФЗ преимущественно снижались и к концу октября закрепились на уровне 16,5-16,6% годовых, однако в первой половине ноября отмечено плавное снижение котировок. Волатильность при этом заметно уменьшилась по сравнению с сентябрем и летними месяцами.

- Перспективы роста ОФЗ в ближайшее время выглядят туманными. На октябрьском заседании ЦБ повысил прогнозную траекторию ключевой ставки на 2027 год до 12,5–13,5%. Это говорит о более жесткой позиции регулятора и повышает вероятность продления паузы в цикле снижения ставки. Текущая стратегия Минфина также не способствует быстрому снижению доходности — активное размещение ОФЗ-ПД создает навес предложения. Геополитический прорыв мог бы привести к заметному росту цен, однако этот фактор остается крайне неопределенным, и при прочих равных мы по-прежнему не видим краткосрочных драйверов для быстрой переоценки «длинных» ОФЗ. Вместе с тем по текущему уровню доходности гособлигации выглядят достаточно привлекательно, и бумаги могут оставаться частью портфеля, но скорее как долгосрочная инвестиционная идея.

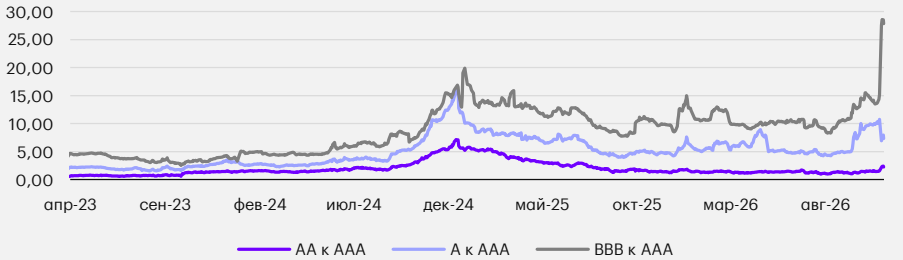
- В корпоративном сегменте продолжается активная поляризация по рейтингам и бегство инвесторов от повышенного кредитного риска. Спреды в ВДО активно расширяются, фактически закрывая для многих эмитентов доступ на публичный рынок долга. Мы осторожно смотрим на кредитный риск, учитывая жесткие ДКУ и неопределенность относительно реформы банкротства. Первый эшелон демонстрирует устойчивость, но плата за нее — сохранение узких премий на вторичном рынке. Считаем обоснованным наличие в портфелях как сравнительно коротких «флоатеров» (сроком до 2 лет), так и среднесрочных выпусков с фиксированным купоном.

Источник: Cbonds, оценки АТОН

Динамика доходности ОФЗ и ключевой ставки, %



Премия в доходности над первым эшелоном, п. п.

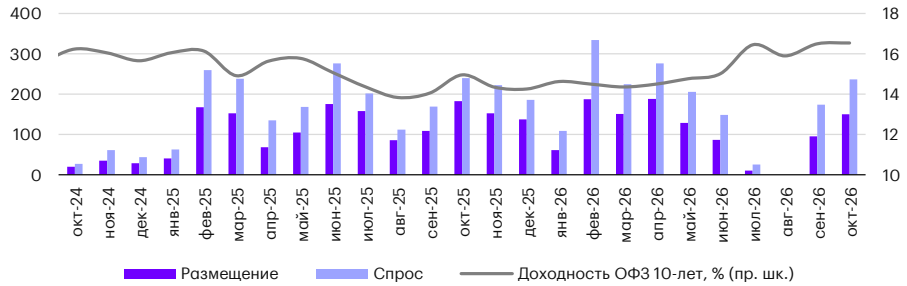


Активность Минфина набирает обороты

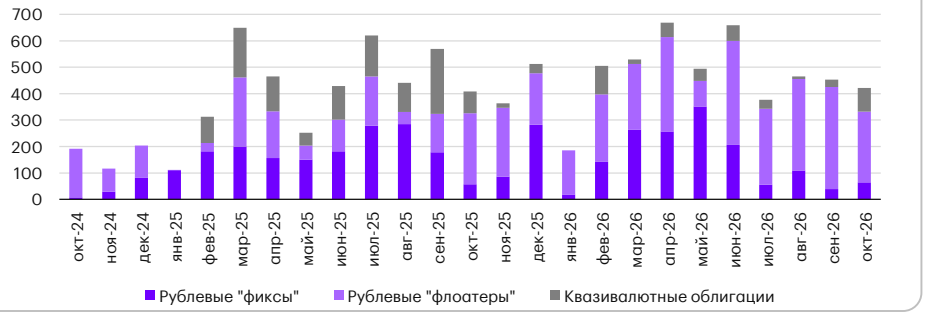
- В прошлом месяце объем размещения классических ОФЗ на аукционах Минфина составил рекордные с апреля 600 млрд рублей по номиналу. За месяц было размещено 20% от квартального плана (2,45 трлн рублей в деньгах). Безусловно, поддержку результатам оказала повышенная доходность ОФЗ, которая на дальнем отрезке кривой достигла максимального с начала 2025 года уровня при крутом наклоне кривой. Нельзя исключать и фактор существенных выплат по госбумагам — в сентябре-октябре они, по нашим оценкам, составили 1,7 трлн рублей. В оставшиеся полтора месяца Минфину необходимо разместить ОФЗ на 2 трлн рублей, и текущего темпа заимствований недостаточно для закрытия плана. Данное обстоятельство повышает вероятность эмиссии ОФЗ-флоатеров по аналогии с июльской сделкой, но, вероятно, не ранее декабря. До тех пор ведомство, скорее всего, сохранит фокус на ОФЗ-ПД, следовательно, давление на кривую рискует сохраниться.
- Основной спрос на аукционах ОФЗ в октябре формировали банки (70% от объема). На вторичном рынке крупнейшими нетто-продавцами остались СЗКО, а покупателями — НФО в рамках доверительного управления и прочие банки.
- По нашим оценкам, объем размещения рыночных корпоративных облигаций в октябре составил минимальные с июля 421 млрд рублей[1] (-7% м/м; +3% г/г). На первичном рынке основной спрос в ходе сбора заявок по-прежнему формируют организаторы, а доля розницы сравнительно невелика. Первый эшелон за редкими исключениями размещает только «флоатеры», как правило, без премии к вторичному рынку. Нередко новые выпуски эмитентов с рейтингом ниже «AAA» открываются снижением на вторичных торгах, несмотря на наличие премии к вторичному рынку при размещении. На наш взгляд, это открывает интересные точечные возможности.

Источник: Cbonds, МосБиржа, Минфин РФ, Банк России, оценки АТОН. Примечание: (1) без учета краткосрочных, ипотечных, структурных и нерыночных облигаций, а также ЦФА, секьюритизации и замещающих бумаг.

ОФЗ-ПД: средний объем размещения и спроса за аукцион, млрд рублей



Объем размещения корпоративных облигаций[1], млрд рублей

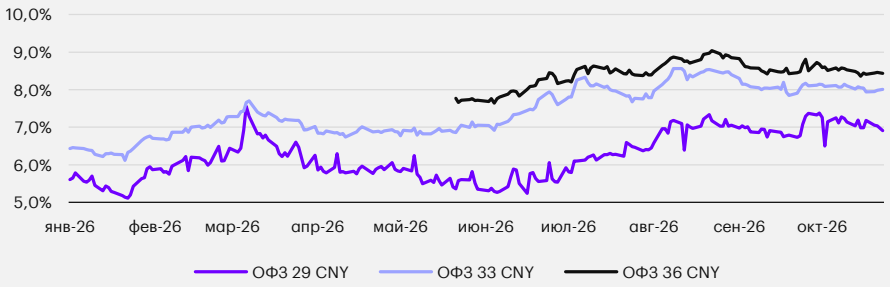


В сегменте валютных бумаг стабилизация

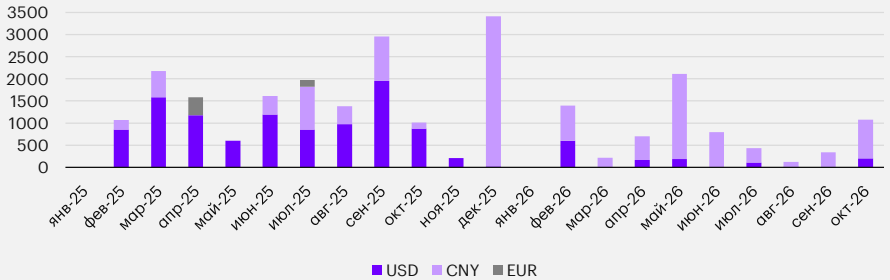
- В октябре цены на юаневые облигации показали скорее нейтральную динамику, тогда как долларовые выпуски с поправкой на обменный курс продемонстрировали опережающий рост котировок, при этом наибольшим спросом пользовались короткие инструменты. Показатели доходности юаневых корпоративных облигаций первого эшелона с дюрацией более 1 года завершили месяц преимущественно в диапазоне 8,5–9,0% годовых, долларовых — 8,5–9,5% годовых.
- На фоне улучшения рыночной конъюнктуры первичный рынок корпоративных валютных облигаций показал заметное восстановление: по нашим оценкам, объем размещения рыночных выпусков составил рекордные с февраля этого года $1,1 млрд по номиналу, в результате чего впервые за долгое время чистые размещения[1] вышли в положительную зону. Стоит отметить, однако, что порядка 75% от объема пришлось на три выпуска «ФосАгро». Так или иначе, число эмитентов, выходящих на первичный рынок валютных бумаг, растет, а предложение преимущественно сосредоточено в коротком сегменте кривой (1,5–2 года). С начала года объем валютных размещений, с учетом суверенных выпусков, сократился на 51% г/г до $7 млрд по номиналу.
- Мы считаем, что текущие уровни доходности валютных облигаций по-прежнему представляют собой привлекательную точку входа для формирования среднесрочных позиций. На наш взгляд, позитивная динамика новых выпусков на вторичных торгах, предстоящие погашения/оферты до конца года (~$1,5 млрд), а также ожидания дальнейшего ослабления рубля (в том числе вследствие снижения цены отсечения по бюджетному правилу) должны способствовать улучшению спроса на валютные бумаги.

Источник: Cbonds, оценки АТОН. Примечание: (1) объем размещения на первичном рынке за вычетом погашений/оферт в соответствующий месяц; без учета нерыночных облигаций, еврооблигаций и ЦФА.

Доходность юаневых ОФЗ, %



Динамика размещений с начала года(1), млн долл. США



Долговая нагрузка растет

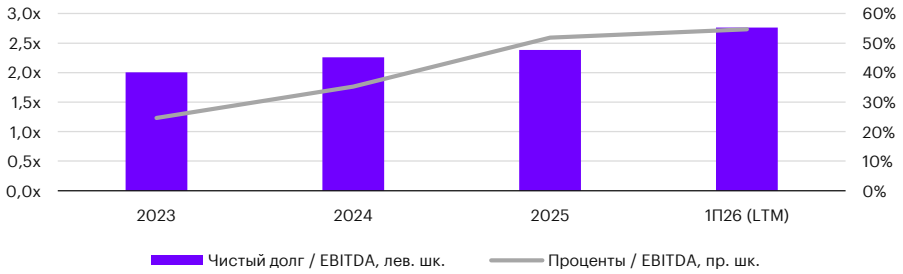
- В мае мы проводили комплексную оценку кредитной устойчивости российских корпоративных заемщиков на основе финансовой отчетности за 2025 год. Мы актуализировали наши оценки, исходя из промежуточной отчетности за 1-е полугодие 2026, расширив выборку анализируемых компаний до более чем 100 эмитентов из нефинансового сектора, публикующих отчетность по МСФО.

- По нашим оценкам, кредитная устойчивость эмитентов продолжила ухудшаться. Прирост общего долга с конца 2025 года составил 4%, а чистого долга — 7% (с 2024 года рост оказался более существенным — на 10% и 16%, соответственно). По итогам 1-го полугодия 2026 средний коэффициент «Чистый долг / EBITDA» вырос до 2,8x против 2,4x на конец 2025 года. У каждого третьего эмитента чистый леверидж превышает 3,5x. Среднее отношение долга к операционному денежному потоку до оборотного капитала и выплаты процентов сохранилось на уровне 3,6x. Несмотря на общее снижение процентных платежей вслед за уменьшением ключевой ставки, ситуация с их покрытием слабо поменялась с начала года: их уровень относительно EBITDA подрос до 55% (в 2025 году — 52%; в 2024 году — 35%). По нашим расчетам, 17 из 109 компаний не хватает EBITDA на покрытие процентов по долгу, при этом 24 компании направляют на проценты более 75% EBITDA.

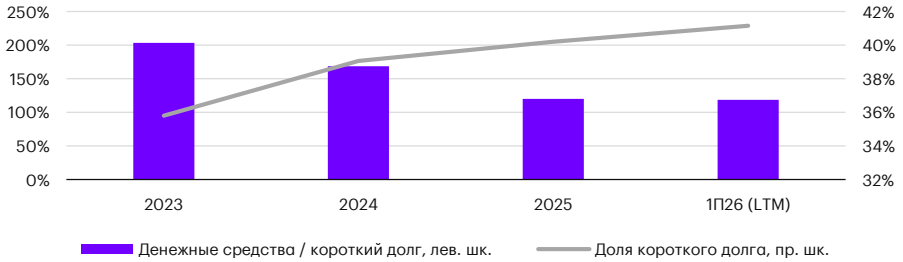
- В части показателей ликвидности ситуация в целом изменилась незначительно. Доля короткого долга стабильна на уровне 41% (в 2025 году — 40%), как и покрытие краткосрочного долга денежными средствами на балансе (119%, в 2025 году — 120%). Способность компаний генерировать положительный свободный денежный поток ограничивается высокими процентными платежами: по нашим оценкам, доля заемщиков с отрицательным FCF в 1-м полугодии 2026 (на базе LTM) составляет 60%. Сглаживающим фактором выступают невыбранные кредитные линии, которые (при их наличии) в среднем с достаточно большим запасом покрывают краткосрочный долг.

Источник: данные компаний, оценки АТОН.

Изменение средней долговой и процентной нагрузки



Оценка рисков рефинансирования

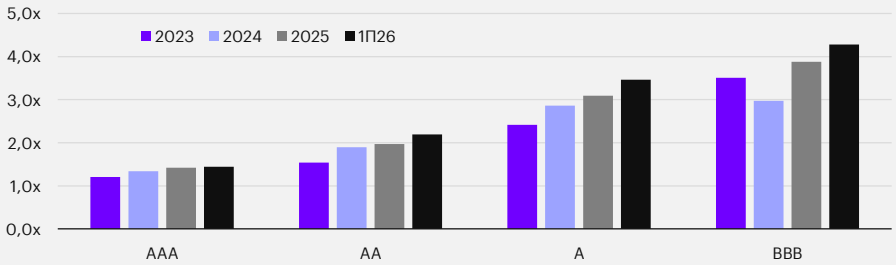


Разрыв между рейтингами и отраслями расширяется

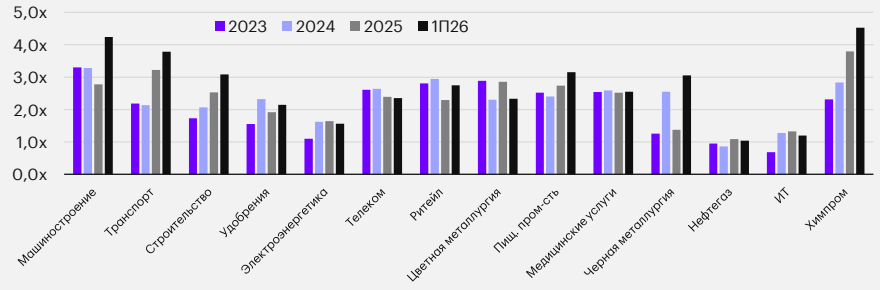
- Помимо системного среза, анализ охватывает отраслевую динамику, а также изменения показателей в разбивке по рейтинговым группам. Тренд последних лет — нарастающий разрыв в кредитных метриках между первым эшелоном и эмитентами более низкого кредитного качества, а также между устойчивыми отраслями экономики и секторами, пострадавшими в силу различных факторов. Наши расчеты показывают явную тенденцию к росту долговой нагрузки по мере снижения рейтинга. Средний показатель «Чистый долг / EBITDA» в сегменте «AAA» стабилен на уровне 1,4x, но вырос у эмитентов с другими рейтингами, увеличивая разрыв. Динамика процентной нагрузки была разнонаправленной. Заметно хуже обстоят дела с ликвидностью у низкорейтинговых эмитентов.
- В отраслевом разрезе наибольший прирост долговой нагрузки по итогам полугодия продемонстрировали машиностроение, черная металлургия и химическая промышленность. У некоторых компаний в данных секторах долговая нагрузка, по сути, заградительная (более 10x). Долговое бремя ослабло в сегментах электроэнергетики, цветной металлургии и ИТ. Относительно стабильна долговая нагрузка в сегментах медицинских услуг, нефтегаза и телекоммуникаций.
- По нашим оценкам, в 1-м полугодии 2026 в зоне высокого риска («Чистый долг / EBITDA» более 3,5x, покрытие процентов EBITDA менее 1,0x) находилось 16 компаний (в 2025 году — 12). Некоторые заемщики подвержены повышенным рискам ликвидности на фоне высокой доли краткосрочного долга и его низкого покрытия денежными средствами, и определяющим для них станет доступ к рефинансированию за счет как банковского кредитования (в т. ч. наличия кредитных линий), так и рынков публичного капитала. Ситуация, однако, не выглядит критической, поскольку доля проблемных эмитентов на рынке облигаций незначительна.

Источник: данные компаний, оценки АТОН.

Динамика показателя «Чистый долг / EBITDA» по рейтингам



Динамика показателя «Чистый долг / EBITDA» по отраслям



Рынок облигаций: зима близко

Уверенная победа Демократической партии на промежуточных выборах в США стала причиной роста волатильности на фондовом рынке. Как ожидается, бюджетные вопросы (включая потолок госдолга) станут предметом дискуссии между Белым Домом и Капитолием, которая может активно развернуться уже в 1-м полугодии 2027. Достижение же каких-либо решений будет являться компромиссом с обеих сторон.

Обновленный прогноз ЦБ РФ теоретически допускает снижение ставки в декабре на 25 б. п., но, на наш взгляд, учитывая высокий уровень инфляционных ожиданий и возобновившиеся атаки БПЛА на НПЗ, пауза может продлиться до 2-го квартала 2027, тем более что, по оценкам регулятора, экономика РФ в 3-м квартале 2026 вновь вошла в зону перегрева и ДКП должна сдерживать внутренний спрос.

Ситуацию на российском долговом рынке можно описать как безыдейную. С одной стороны, ключевая ставка остается относительно высокой, а перспективы ее снижения в ближайшие месяцы выглядят призрачными. С другой стороны, на первичном рынке Минфин абсорбирует весь доступный спрос, стараясь выполнить амбициозную программу заимствований.

После активных распродаж, начавшихся в августе, доходность ОФЗ в октябре преимущественно снижалась. Тем не менее перспективы роста гособлигаций в ближайшее время выглядят туманными из-за ужесточившейся позиции Банка России и навеса предложения со стороны Минфина.

В корпоративном сегменте продолжается активная поляризация по рейтингам и бегство инвесторов от кредитного риска. Спреды в ВДО активно расширяются, фактически закрывая для многих эмитентов доступ на публичный рынок долга. Мы осторожно смотрим на кредитный риск.

Мы считаем, что текущие уровни доходности валютных облигаций вместе с динамикой обменного курса представляют собой привлекательную точку входа для формирования среднесрочных позиций в данном сегменте рынка.

Контактная информация

Аналитический департамент



Александр Кудрин
Главный стратег

+ 7 (495) 777-66-77 (доб. 3629)
alexander.kudrin@aton.ru



Алексей Товстогань
Старший Аналитик, Fixed Income

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3664)
aleksey.tovstogan@aton.ru



Тимур Пугоев
Аналитик, Fixed Income

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3664)
timur.pugoev@aton.ru

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «настоящий Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются личным суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в настоящем Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Настоящий Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Информация, содержащаяся в настоящем Отчете, не должна рассматриваться в качестве индивидуальной инвестиционной рекомендации. Ценные бумаги и финансовые инструменты, указанные в настоящем Отчете, могут не соответствовать инвестиционному профилю получателя настоящего Отчете. Получатель настоящего Отчета должен самостоятельно оценить, соответствуют ли упоминаемые финансовые инструменты его инвестиционным целям и риск-аппетиту.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информации не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя.

Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов.

Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестиций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Номинированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Если ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить аналитическое покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в настоящем Отчете, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в настоящем Отчете или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать аналитическое покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в настоящем Отчете, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов.

Воспроизведение, копирование и иное использование информации, содержащейся в настоящем материале, или ее части допускается только с предварительного письменного согласия ООО «АТОН».

© ООО «АТОН», 2026. Все права защищены.