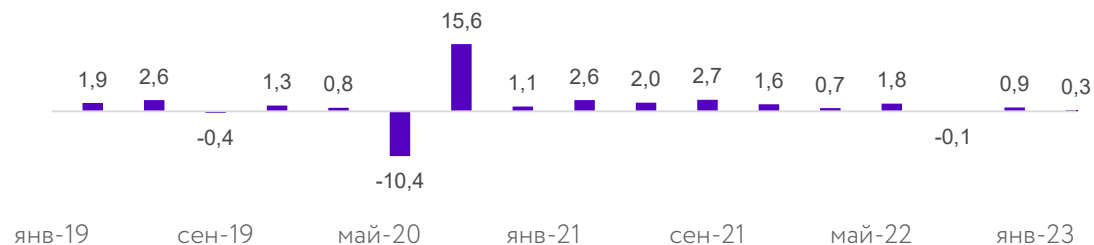


# Экономика Турции – попытка выйти из сумрака

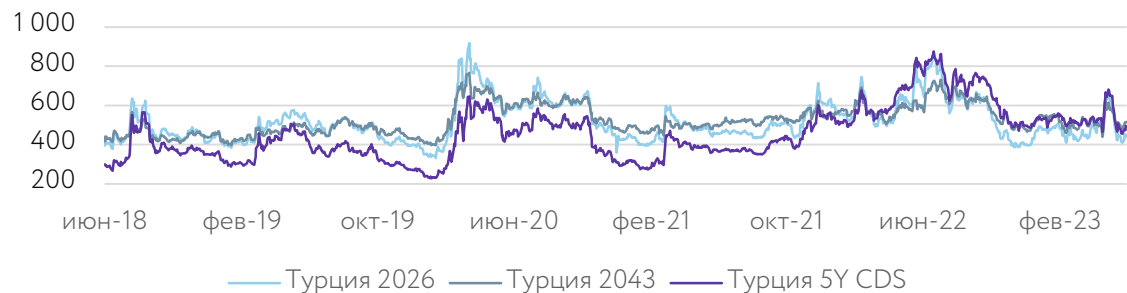
# Экономика Турции

Турция — страна с развивающейся экономикой, является членом ВТО, ОЭСР и G20. ВВП Турции на конец 2022 года составляет \$906 млрд, что делает ее 19-й экономикой мира. Структура ВВП: сектор услуг — 62%; промышленность — 35%; сельское хозяйство — 3%. В прошлом году турецкая экономика выросла на 5,6% г/г благодаря сильному сектору услуг (эффект мягких кредитных условий и крепкого рынка труда), войдя в тройку лидеров среди стран G20 по темпу роста ВВП. По итогам 2023 года темпы роста экономики, вероятно, замедлятся из-за высокой базы и последствий землетрясений. Страна находится в характерном для ЕМ состоянии двойного дефицита — по федеральному бюджету и счету текущих операций. Ключевыми торговыми партнерами являются Германия (8% экспорта) и Россия (16% импорта). Нетрадиционный подход к ДКП сделал лиру одной из самых волатильных валют в мире.

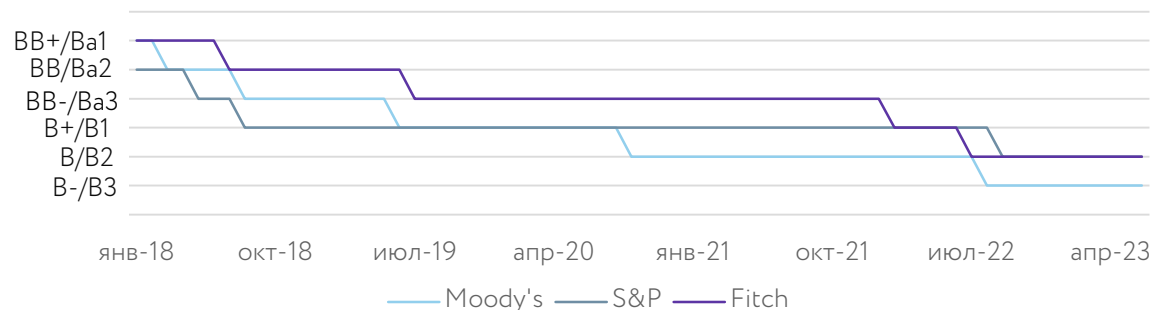
Динамика ВВП, % кв/кв



Риск-индикаторы, бп.



Кредитные рейтинги



# Ключевые экономические индикаторы Турции

|                                | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022   | 2023П* |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Номинальный ВВП, млрд \$       | 780   | 759   | 720   | 818   | 906    | 1 003  |
| ВВП на душу населения, \$      | 9 510 | 9 130 | 8 610 | 9 650 | 10 620 | 11 930 |
| Объем внешнего долга, млрд \$  | 426   | 415   | 430   | 439   | 459    | -      |
| Объем экспорта, млрд \$        | 179   | 182   | 168   | 225   | 253    | -      |
| Счет текущих операций, млрд \$ | -20,2 | 10,8  | -31,9 | -7,2  | -48,7  | -40,7  |
| Динамика ВВП, % г/г            | 3     | 0,8   | 1,9   | 11,4  | 5,6    | 2,7    |
| Уровень безработицы, %         | 10,9  | 13,7  | 13,1  | 12    | 10,5   | 11     |
| Инфляция, %                    | 16,3  | 15,2  | 12,3  | 19,6  | 72,3   | 50,6   |
| Ставка ЦБ, %                   | 24    | 12    | 17    | 14    | 9      | -      |
| Госдолг к ВВП, %               | 30,1  | 32,6  | 39,7  | 41,8  | 31,2   | 35     |
| Баланс бюджета, % от ВВП       | -1,9  | -2,9  | -3,5  | -2,8  | -0,9   | -6,5   |

# Выборы 2023 года и первые назначения

## Итоги парламентских выборов

«Республиканский альянс» во главе с Партией справедливости и развития (ПСР) президента Р.Т.Эрдогана набрал 323 места из 600. Отдельно ПСР займет 268 мест, а находящаяся с ней в альянсе Партия националистического движения получает 50 мест. Оппозиционный «Народный альянс» получил 212 мест. Народно-республиканская партия (НРП) основного конкурента действующего президента, Кемаля Кылычдароглу, займет 169 кресел. Таким образом, правящий альянс Р. Т. Эрдогана сохраняет за собой большинство в законодательном органе страны.

## Итоги президентских выборов

Основная борьба была сосредоточена между Р. Т. Эрдоганом и единым кандидатом от оппозиционного блока Кемалем Кылычдароглу. Примечательно, что в преддверии первого тура опросы общественного мнения указывали на победу оппозиции, однако с небольшим отрывом. Итогом второго тура стала победа Эрдогана — президент получил 52,2% голосов. Для Эрдогана, впервые избранного президентом в 2014 году, это будет третий срок на посту главы республики.

# Выборы 2023 года и первые назначения

## Новые назначения Р. Т. Эрдогана

- Вице-президент — Джевдет Йылмаз, который до этого возглавлял парламентский комитет по бюджету.
- Глава МИД — Хакан Фидан, ранее руководивший Национальной разведывательной организацией.
- Глава Минфина — Мехмет Шимшек, до этого занимавший должность вице-премьера.
- Министр обороны — Яшар Гюлер, который ранее был начальником Генштаба Вооруженных сил Турции.
- Глава ЦБ — Хафизе Гайе Эрккан.

Назначение М. Шимшека вызвало позитивную реакцию в турецких активах, поскольку для международных инвесторов он известен как приверженец традиционной экономической политики и независимости ЦБ. Он заявил, что достижение низкой инфляции и структурные трансформации для снижения дефицита счета текущих операций станут приоритетными задачами.

«У Турции не осталось другого выбора, кроме как вернуться к рациональной политике. Прозрачность, предсказуемость, последовательность и совместимость с международными нормами будут основными принципам»

# Монетарная политика

В Турции за последние годы сложилась ситуация, при которой ЦБ в первую очередь борется за поддержание экономического роста, снижая ставки в условиях двузначной инфляции, превышающей целевой уровень регулятора в несколько раз. Политика регулятора шла вразрез с действиями центробанков большинства стран. Р. Т. Эрдоган не раз критиковал высокие ставки, выступая против их повышения. Характерная особенность функционирования ЦБ Турции заключается в проводимой властями интервенционной политике: смена руководителей ЦБ, вербальные интервенции и т.д.

## Последствия проводимой властями интервенционной политики

### Потеря независимости

Р. Т. Эрдоган де-факто консолидировал всю власть в своих руках, в том числе покончив с независимостью ЦБ. Усиление давления на ЦБ и вербальные интервенции властей обрушили доверие международных инвесторов к ДКП страны и национальной валюте.

**15%** Учетная ставка ЦБ —  
недельная ставка РЕПО

### Валютный кризис

Во второй половине 2021 года ЦБ Турции вновь перешел к циклу снижения процентных ставок на фоне и так ускорявшейся инфляции и слабевшей национальной валюты. Данный шаг привел к обвалу турецкой лиры и стремительному ускорению инфляции.

**40%** Целевой уровень инфляции —  
5% плюс/минус 2 п.п.

## 2023 год — U-turn?

1 В июне Эрдоган назначил главой ЦБ страны Хафизе Гайе Эрккан, которая ранее занимала руководящие должности в Goldman Sachs и First Republic Bank. С марта 2021 года пост главы ЦБ занимал Шахап Кавджиоглу, разделявший взгляды президента касательно уровня процентных ставок.

2 В четверг, 22 июня, состоялось заседание ЦБ под новым руководством. Учетная ставка впервые за более чем два года выросла на 650 б.п. — до 15%. Рынок, тем не менее, ожидал более агрессивного шага. Регулятор подчеркнул, что ужесточение ДКП будет постепенно продолжаться по мере необходимости, пока не будет достигнуто значительное улучшение прогноза инфляции.

Переход ЦБ Турции к ужесточению ДКП — шаг в нужном направлении, однако, учитывая предыдущий опыт, эффективность проводимой политики может оказаться под ударом из-за политического фактора, а независимость ЦБ все еще остается под большим вопросом.

# Инфляция

Высокая инфляция была наиболее заметной особенностью турецкой экономики в 2022 году. К осени прошлого года инфляция достигла 24-летнего максимума в 85,5% г/г. Ключевой причиной взрывного роста инфляции стала неортодоксальная денежно-кредитная политика ЦБ, которая привела к буму кредитования: со второй половины 2021 года учетная ставка была снижена с 19% до 8,5%. Параллельно высокий спрос на валюту из-за растущего дефицита торгового баланса, глубоко отрицательных реальных ставок вкупе с ростом денежной массы лиры привел к резкой девальвации локальной валюты. Ослабление турецкой лиры предало мощный проинфляционный импульс. В июне текущего года годовая инфляция замедлилась до 38,2%, что стало результатом высокой базы и снижения цен на сырье. Базовая инфляция сохраняется выше 45%. Мы ожидаем некоторого ускорения инфляции с текущих уровней на фоне продолжающейся девальвации лиры и расширения дефицита бюджета.

Динамика инфляции, % г/г



Обменный курс USD/TRY



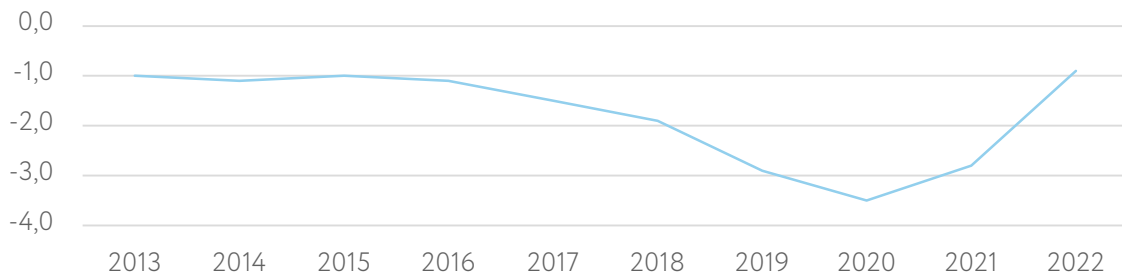
Объем TRY кредитования, трлн TRY



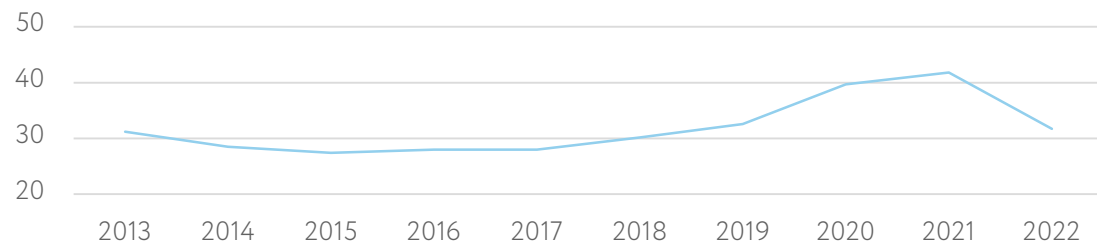
# Баланс бюджета

Правительство соблюдает относительно консервативную бюджетную политику: до вычета процентных платежей бюджет практически сбалансированный. Комфортные фискальные показатели Турции объясняют относительно небольшой объем госдолга в сравнении с размерами экономики страны (31% ВВП на конец 2022 года). Процентная нагрузка умеренная. В 2023 году ситуация с бюджетом заметно ухудшилась: по итогам 5M23 накопленный дефицит бюджета взлетел до TRY 264 млрд на фоне роста расходов на 95% г/г (доходы бюджета при этом выросли всего на 49% г/г). Мы ожидаем роста дефицита бюджета в ближайшие годы из-за снижения экономической активности и роста госрасходов, связанных с ликвидацией последствий землетрясений и социальными выплатами. В связи с этим вероятен рост долговой нагрузки Турции на среднесрочном горизонте, однако ее значение должно сохраниться на умеренном уровне.

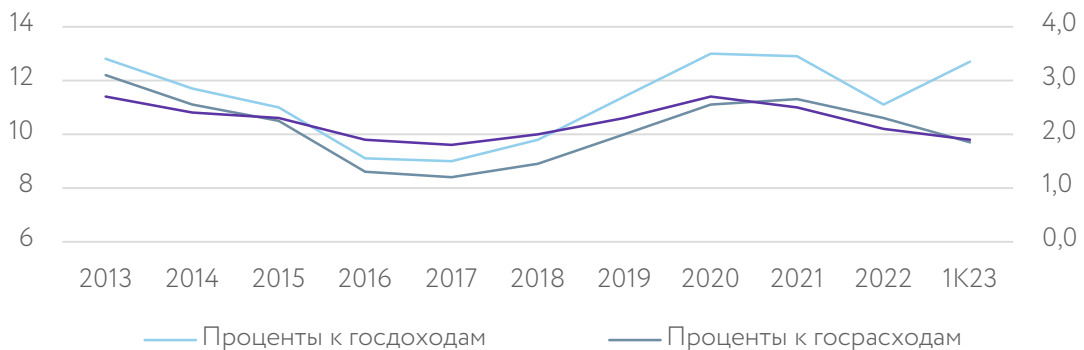
Баланс бюджета, % ВВП



Госдолг к ВВП, %



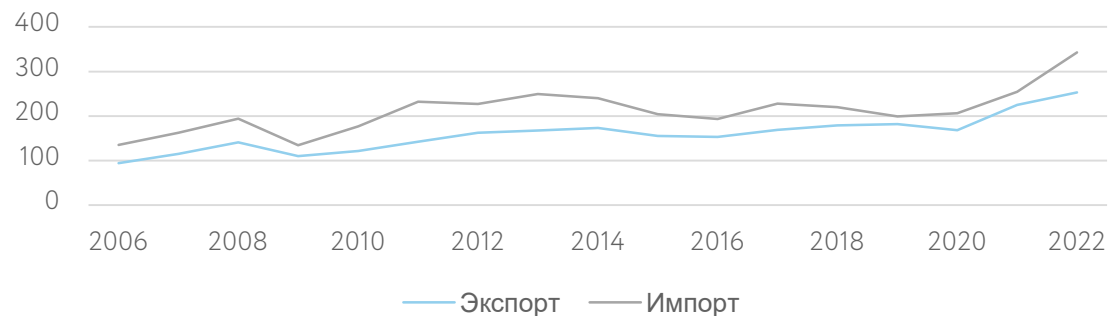
Процентная нагрузка, %



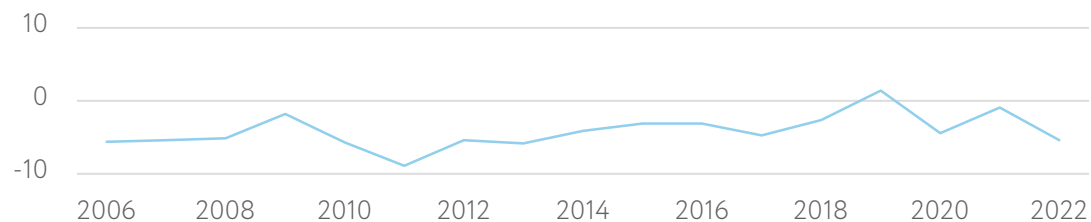
# Платежный баланс

Всплеск кредитования на фоне дешевого финансирования привел к опережающему росту импорта, затмившему относительно сильные показатели экспорта. Подобная динамика оказывает значимое давление на торговый баланс страны: с учетом положительного сальдо баланса сектора услуг, среднемесячный дефицит счета текущих операций с начала года составляет \$7,4 млрд. В 2022 году дефицит счета текущих операций составил \$49 млрд (-5,4% ВВП), а за последние 12 месяцев по апрель 2023 года дисбаланс увеличился до \$58 млрд или 6% ВВП, что представляет собой заметное ухудшение относительно уровней 2015-2022 гг. (2,9% ВВП). Внешний дефицит по определению финансируется заемными средствами, продажей активов (снижением резервов) или притоком валюты от прямых инвестиций. Сложилась ситуация, при которой стране, в условиях низких резервов, необходим устойчивый приток капитала для покрытия внешнего дефицита или девальвация для стимулирования экспорта и сокращения импорта.

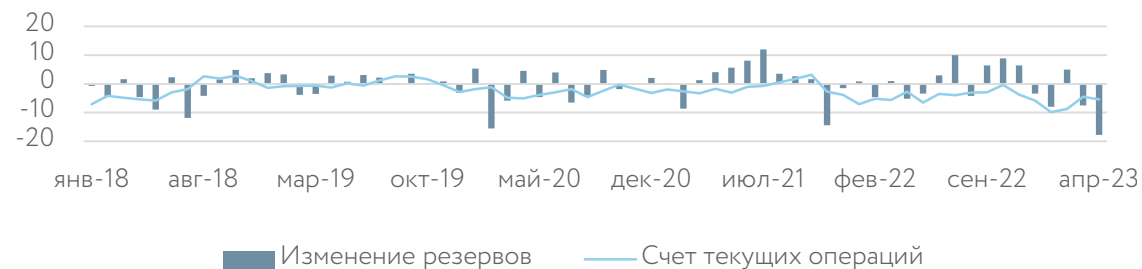
Динамика экспорта и импорта, \$ млрд



Счет текущих операций, % ВВП



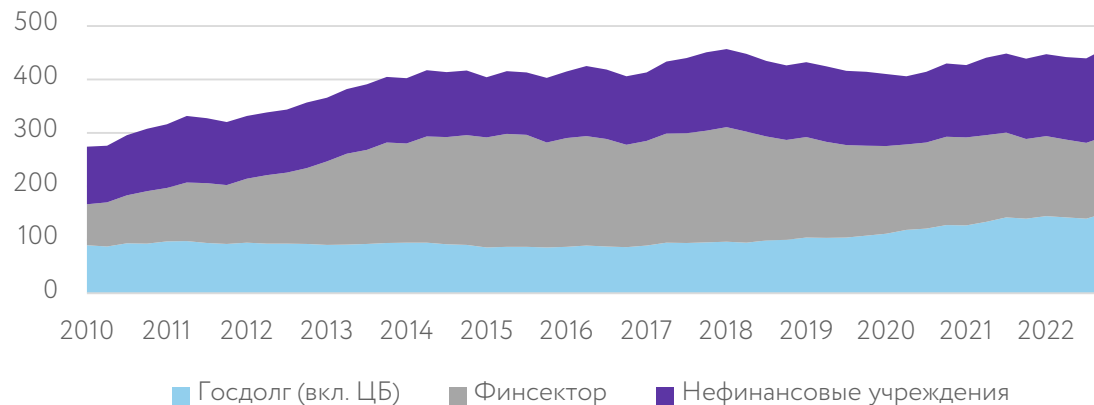
Изменение ЗВР и счет текущих операций, \$ млрд



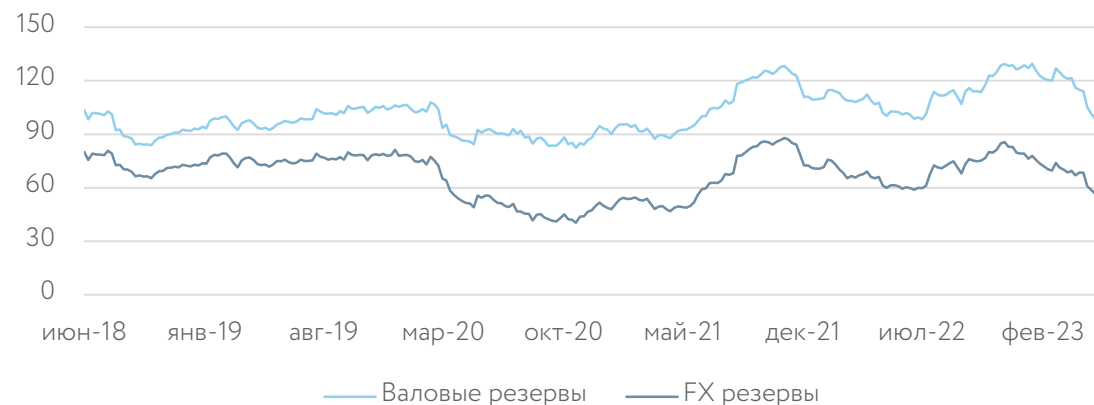
## Внешний долг и резервы

На конец 1К23 объем внешнего долга Турции составляет \$476 млрд или 49% ВВП. Исторически на краткосрочную долю приходилось порядка 20-30% совокупного значения, что делает страну особенно чувствительной к сентименту международных инвесторов. На конец апреля текущего года размер краткосрочного внешнего долга составляет \$203 млрд или 20% ВВП. Прошлый год ЦБ Турции завершил с объемом золотовалютных резервов на уровне \$128,7 млрд, которые по состоянию на 23.06.2023 снизились на \$21 млрд — до \$107,6 млрд, что покрывает порядка 3-4 месяцев импорта. Однако в действительности «ликвидная» составляющая существенно меньше. На валюту, исключая СДР, приходится \$55,4 млрд, при этом размер чистых валютных резервов (по методологии МВФ: значение валовых резервов за вычетом чистых краткосрочных валютных оттоков) составляет около \$4 млрд. ЦБ активно использует валютные свопы с локальными банками и иностранными ЦБ (ОАЭ, Катар, Китай и Корея) для укрепления валютных резервов. После корректировки на данные квази-обязательства резервы Турции, по нашим расчетам, находятся в глубоко отрицательной зоне на уровне -\$54 млрд. **У Турции очень высокая потребность во внешнем финансировании** на фоне значительного объема короткого долга и дефицита счета текущих операций. **В следующие 12 месяцев, начиная с апреля, мы оцениваем данную потребность на уровне \$240 млрд** (около 25% ВВП), что превышает валютные резервы страны в 4,3 раза и ЗВР — в 2,2 раза. Тем не менее мы полагаем, что весомая часть короткого внешнего долга может быть пролонгирована.

Внешний долг, \$ млрд



Международные резервы, \$ млрд



## Ключевые риски

- 1

Существенный дефицит торгового баланса, который не покрывается сектором услуг. Прямые и портфельные инвестиции в условиях валютного кризиса и высокой инфляции не выглядят устойчивым каналом притока валюты в страну. Большую роль в покрытии макроэкономического дисбаланса в 2022 году сыграла статья «чистые ошибки и пропуски» (\$25 млрд), происхождение которой сложно отследить и спрогнозировать.
- 2

Турция накопила значительный объем внешнего долга, при этом по состоянию на апрель на краткосрочную долю приходится более \$200 млрд. Ликвидная составляющая резервов недостаточна для покрытия валютных обязательств ЦБ и правительства.
- 3

Баланс ЦБ сильно зависит от валютных потоков со стороны локальной банковской системы и иностранных стратегических союзников (в форме свопов или прямых депозитов). ЦБ Турции посредством свопов активно «занимает» валюту у локальных банков и иностранных государств для пополнения золотовалютных резервов, которые затем «прожигаются» на поддержание лиры или покрытие внешнего дефицита.
- 4

Сбалансированная бюджетная политика и низкое соотношение госдолга к ВВП были сильными сторонами кредитной истории страны, однако в среднесрочной перспективе мы ожидаем ухудшения фискальных метрик.

## Ключевые риски

---

В Турции накопилось большое количество экономических проблем. На наш взгляд, текущее состояние платежного баланса, международных резервов и баланса ЦБ неустойчиво. Экономика Турции выглядит чрезмерно перегретой по сравнению с ее способностью привлекать внешние займы. Страна накопила огромный объем валютных обязательств при низких резервах. На это накладывается растущий дефицит счета текущих операций, что транслируется в существенную потребность во внешнем финансировании, которая превышает способность Турции занимать на международных рынках капитала.

Таким образом, сейчас Турция во многом зависит от притока валюты со стороны союзных стран. Более того, мы полагаем, что страна может испытывать определенные трудности с поиском новых источников валюты. Мы считаем, что в сложившейся ситуации Турция может столкнуться с кризисом платежного баланса.

# Как стабилизировать экономику?

Как ясно показывают экономические индикаторы, **Турция находится в очень сложном положении**. Стране необходимо обеспечивать себя постоянным притоком валюты. Помимо этого, мы полагаем, что власти заинтересованы в дальнейшем стимулировании экономики, учитывая предстоящие весной 2024 года муниципальные выборы. Для стабилизации ситуации с платежным балансом у властей, на наш взгляд, есть несколько опций:

1

**Назначение новой экономической команды, которая займет более «ястребиный» тон в части борьбы с инфляцией и поддержания финансовой стабильности с помощью монетарных и фискальных мер.**

Именно по этому пути решил пойти Эрдоган, назначив дружественных рынку министра финансов и главу ЦБ. Теперь им предстоит вернуть доверие международных инвесторов и обеспечить устойчивый приток иностранного капитала. Многое будет зависеть от скорости и масштабов предпринятых шагов. При этом ключевым фактором будет терпение Эрдогана по отношению к их политике.

2

**Достижение сделки с МВФ**, которая может открыть доступ к дополнительным потокам валюты от официальных кредиторов. Как известно, МВФ является жестким переговорщиком, поэтому будет требовать проведения различных структурных экономических реформ. Любое соглашение, вероятно, потребует изменения принципов госуправления. Мы считаем, что действующая власть до последнего момента будет оттягивать подобную сделку, и МВФ следует рассматривать в качестве lender of last resort. На наш взгляд, крупная сделка с МВФ маловероятна в том числе по причине того, что ведущую роль в Фонде играют США.

3

Другой вариант, который позволит несколько стабилизировать ситуацию с платежным балансом и обменным курсом, — **введение жестких мер по контролю за движением капитала**. В том или ином виде они уже применяются в стране. Низкие международные резервы, высокая потребность в валюте и растущий дефицит торгового баланса говорят в пользу ужесточения мер по контролю за движением капитала. По нашему мнению, жесткая форма capital control «убьет» приток прямых инвестиций, поэтому данная мера будет приниматься одной из последних.

## Как стабилизировать экономику?

В случае, если новая команда не сможет эффективно решить проблему валютного кризиса и платежного баланса (к примеру, из-за сохранения интервенционной политики властей), **нельзя исключать вероятности имплементации более жестких мер по контролю за движением капитала.**

# Корпоративный сектор Турции



## Операционная среда

Компания повысила стоимость тарифов в сегменте мобильной связи в апреле, и рассматривает еще одно повышение в июле; компания полагает, что генерация FCF в этом году будет под давлением.

## Баланс и рефинансирование

Денежные средства в валюте (\$1,1 млрд) размещены внутри страны в международных банках; менеджмент спокойно относится к FX-погашениям в 2023 году (\$280 млн) за счет наличия кредитной линии в \$200 млн; в части погашения евробондов-25 компания будет следить за первичным рынком; менеджмент считает разумным поддерживать FX-ликвидность на балансе.



## Операционная среда

Темпы роста ARPU, вероятно, замедлятся из-за эффекта высокой базы; менеджмент прогнозирует, что левверидж на конец 1K23 в 1,6x близок к пиковым значениям, однако вероятен рост на 0,1x.

## Баланс и рефинансирование

Компания рассчитывает погасить еврооблигации-24 в том числе за счет денежных средств, размещенных на TRY депозитах с защитой от девальвации (\$320 млн); если рыночные условия улучшатся, то возможно частичное рефинансирование; что касается FX-погашений в 2023 году (\$257 млн), компания располагает невыбранной линией в 230 млн евро.

# Корпоративный сектор Турции



## Операционная среда

Компания не ожидает существенного увеличения спроса в строительном секторе, однако дополнительный спрос может возникнуть из-за инфраструктурных инвестиций и процесса реконструкции после землетрясений; менеджмент прогнозирует снижение рентабельности EBITDA в 2023 году на 150-200 б.п.

## CAPEX и финансовая политика

Sisecam находится в цикле высоких капитальных затрат с целевым диапазоном левериджа 1,25х-2,5х; менеджмент ожидает отрицательного FCF в 2023 году и роста капитальных затрат до \$1,1-\$1,2 млрд в 2024 году.



## Операционная среда

В последние пару месяцев крэк-спреды имели тенденцию к снижению, однако сейчас растут; компания по-прежнему уверена в выполнении своих прогнозов на текущий год.

## Баланс и рефинансирование

Tüpraş поддерживает баланс наличности за пределами Турции, исходя из своих операционных потребностей, упомянув, что значительная сумма денежных средств находится вне страны; компания предпочитает иметь еврооблигации на рынке и, несмотря на наличие достаточной ликвидности (\$2 млрд), было бы целесообразно рефинансировать евробонды-24, когда условия на кредитных рынках улучшатся.

# Корпоративный сектор Турции



## Операционная среда

Снижение настроений потребителей в Турции после землетрясений привело к сокращению объемов продаж, которые до сих пор не восстановились; в Казахстане и Узбекистане динамика объемов сильная и этот темп должен сохраниться.

## Баланс и рефинансирование

На балансе компании находится \$561 млн денежных средств в твердой валюте против \$961 млн FX-долга; компания считает, что она располагает достаточной ликвидностью и ожидаемым FCF для погашения еврооблигаций в 2024 году; тем не менее, если рынки станут благоприятными, CCI может рассмотреть рефинансирование облигаций.



## Операционная среда

Менеджмент отметил, что объемы производства пива в Турции и России превзошли их ожидания; компания считает, что они очень близки к завершению сделки с AB InBev по покупке ее доли в их российском СП; Efes настаивала на том, что сделка не должна увеличить левверидж Efes

## Баланс

Компания держит около 60% денежных средств в твердой валюте; даже если покупка доли AB InBev в России состоится, компания считает, что пивной бизнес потенциально завершит год с леввериджом чуть выше 1,0х, который останется в диапазоне 1,0х-2,0х в среднесрочной перспективе.

## Корпоративный сектор Турции



### Операционная среда

Объем дивидендов от портфельных компаний в 1П23 составил TRY 12,4 млрд и, в отличие от прошлого года, во 2П23 также может наблюдаться существенный приток дивидендов, учитывая высокие показатели за 1П23, отмечает компания.

### Ликвидность

Общая ликвидность holdco составляет \$1,1 млрд, из которых 96% приходится на твердую валюту, против \$750 млн еврооблигаций-25; компания могла бы выпустить больше облигаций, но уровень суверенных CDS должен снизиться, чтобы это стало возможным, сообщает компания.



### Операционная среда

Грузооборот по-прежнему невелик, но повышение тарифов в начале года позволило нарастить EBITDA за 5М23; проект расширения на 1 млн TEU должен начаться в 4К23 общей стоимостью более \$400 млн.

### Баланс и рефинансирование

Опция №1 заключается в рефинансировании новым выпуском, потенциально меньшего размера, либо во 2П23, либо в начале 2024; опция №2 состоит в том, чтобы отозвать кредиты, выданные акционеру (\$530 млн); компания планирует сохранить леверидж ниже 3х; Mersin хранит почти всю наличность в твердой валюте на оффшорных счетах.

# Корпоративный сектор Турции



## Операционная среда

Порт начал работу на причале №2 8 апреля, и с тех пор начал частичную работу на причалах №3 и №4; ожидается, что причал №1 начнет работу 1 октября, а полная длина причалов №3-4 - 1 ноября; порт обработал 15 тыс. TEU в апреле, 24 тыс. в мае и рассчитывает обработать более 30 тыс. в июне; с ноября порт ожидает возвращения объемов до 40-45 тыс. TEU, что соответствует уровню до землетрясения; компания получит страховые выплаты.

## Баланс и рефинансирование

Объем денежных средств составляет \$37,5 млн, из которых \$34 млн находятся на различных резервных счетах. Еврооблигации имеют амортизационную структуру.



## Операционная среда

За 4М23 потребительский спрос на продукцию Arcelik вырос на 5,5%; компания не ожидает его дальнейшего роста до конца года из-за эффекта высокой базы и влияния высокой инфляции на потребителей; Arcelik повысил цены в среднем на 5% в евро.

## Баланс

Компания хранит 15% своих денежных средств в Турции и 85% за ее пределами; Arcelik погасила еврооблигации-23 на сумму \$500 млн, используя краткосрочные кредиты в иностранной валюте, выданные турецкими банками и местными филиалами иностранных банков; компания признала, что эти кредиты были выданы сроком на один год.

# Корпоративный сектор Турции

## ***PEGASUS***

### Баланс и рефинансирование

87% денежных средств и финансовых активов номинировано в твердой валюте; несмотря на то, что международная выручка собирается на оффшорных счетах, компания не раскрыла долю ликвидности, хранящейся за пределами Турции; вопреки хорошей ликвидности, менеджмент не планирует досрочно погашать еврооблигации-26 (колл-опцион с апреля 2024 года).

### Операционная среда

Компания считает, что достигнет роста предельного пассажирооборота (ASK) в этом году на 20% г/г и улучшит коэффициент загрузки на международных направлениях на 100-200 б.п. Pegasus подтвердил прогноз по рентабельности EBITDA в 30%.

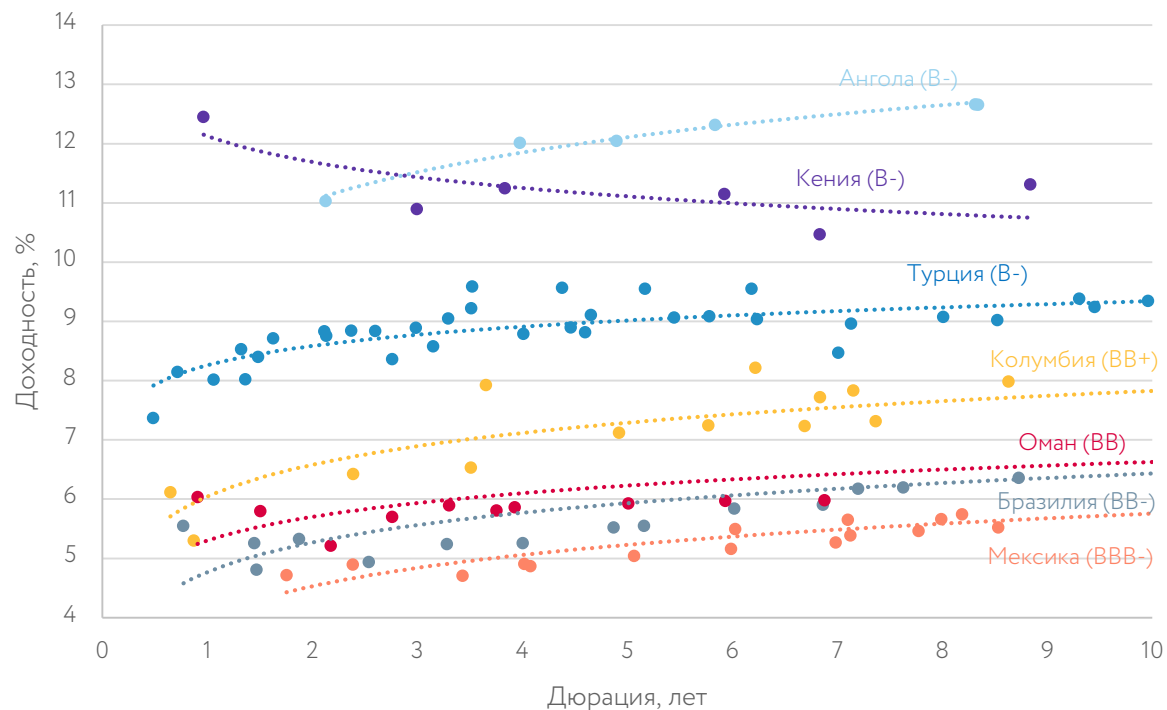
## Сравнительный анализ

В сложившейся макросреде мы считаем, что компании с высокой долей международного бизнеса, низкими рисками рефинансирования и левэриджом выглядят наиболее устойчивыми. При этом некоторые эмитенты имеют достаточно высокую концентрацию на турецкий рынок (Tupras, Koc), однако солидный объем валютной ликвидности нивелирует данный риск



# Позиционирование еврооблигаций

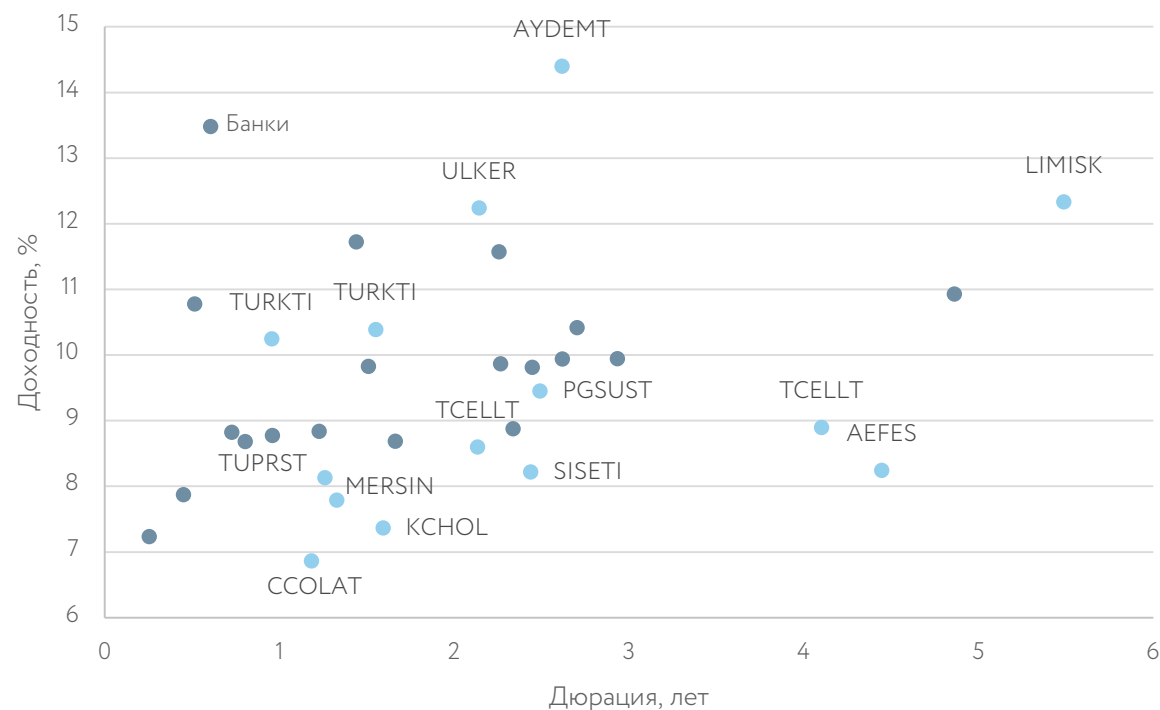
Мы полагаем, что **рынки недооценивают суверенный риск Турции**, а послевыборное ралли в активах кажется нам преждевременным. На данный момент **спреды еврооблигаций не в полной мере отражают накопившиеся макроэкономические риски Турции**, в связи с чем считаем, что инвесторам стоит сократить экспозицию на суверенный риск. Тем не менее, отмечаем, что текущая кривая доходностей дает стране окно для рефинансирования.



# Позиционирование еврооблигаций

Мы придерживаемся мнения, что корпоративный сектор Турции выглядит привлекательнее.

Отдаем предпочтение коротким бумагам эмитентов с низкими рисками рефинансирования и/или наличием международного бизнеса. Среди обращающихся бумаг наиболее качественной экспозицией на турецкий корпоративный сектор нам видится Tupras, Sisecam, Coca Cola Icecek и Koc Holding.



## Контактная информация



### Управление продаж институциональным клиентам



Михаил Авербах

+7 (495) 287-86-49

[mikhail.laverbakh@aton.ru](mailto:mikhail.laverbakh@aton.ru)



Павел Денисов

+7 (985) 211-38-08

[pavel.denisov@aton.ru](mailto:pavel.denisov@aton.ru)



Максим Бевза

+7 (495) 287-86-52

[maxim.bevza@aton.ru](mailto:maxim.bevza@aton.ru)



Чигарко Григорий

+7 (967) 241-19-59

[grigoriy.chigarko@aton.ru](mailto:grigoriy.chigarko@aton.ru)



Геворкян Артур

+7 (926) 712-53-52

[artur.gevorgyan@aton.ru](mailto:artur.gevorgyan@aton.ru)

### Аналитический департамент



Александр Кудрин

ГЛАВНЫЙ СТРАТЕГ

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3629)

[alexander.kudrin@aton.ru](mailto:alexander.kudrin@aton.ru)



Артём Привалов, CFA

СТАРШИЙ АНАЛИТИК, FIXED INCOME

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3665)

[artem.privalov@aton.ru](mailto:artem.privalov@aton.ru)



Алексей Товстогань

АНАЛИТИК, FIXED INCOME

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3664)

[aleksey.tovstogan@aton.ru](mailto:aleksey.tovstogan@aton.ru)

### ООО «АТОН»

Central City Tower,  
Овчинниковская набережная, 20, стр. 1,  
Москва, 115035, Россия

+7 (495) 777-66-77

+7 (495) 777-88-77

+7 (495) 777-88-76

[aton.ru](http://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 Отчета. Получатель настоящего Отчета должен самостоятельно оценить, соответствуют ли упоминаемые финансовые инструменты его инвестиционным целям и риск-аппетиту.

# Раскрытие информации

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».