

Платёжный гигант на 3,8% капитала: облигации А7 стоят дороже, чем платят

Крупнейший платёжный агент России выходит на долговой рынок с ориентиром до 18,4% годовых. Наша оценка справедливой доходности — около 23,9%: недостающие примерно 550 б.п. инвестор доплачивает верой в то, что ПСБ всегда придёт на помощь.

к.э.н. Николай Еремеев

Дата анализа: 03.10.2026 · Рыночные данные: КБД Банка России на 02.10.2026, ключевая ставка 14,0% на 03.10.2026, котировки аналогов на 28.09.2026 · База: МСФО FY2025 (аудит ФБК), МСФО и РСБУ за 1П2026 (без аудита), внутренний кредитный мемор от 03.10.2026

≤ 18,4%

Ориентир доходности
001P-01 (КБД 2Y +
325 б.п.)

≈ 23,9%

Справедливая
доходность, базовый
сценарий

≈ 550 б.п.

Недобор премии к
справедливому уровню

3,8%

Капитал / активы
группы, МСФО
30.06.2026

**Негативны
й**

● Взгляд редакции

TL;DR

А7 — платёжный хаб, через который, по разным оценкам, проходит от 13% до 20% внешнеторговых расчётов России. Бизнес огромный, капитал — нет: 3,8% активов, а денежные средства покрывают 0,6% краткосрочных обязательств. 01.10.2026 Минфин США признал «сеть А7» транснациональной преступной организацией. Ориентир $\leq 18,4\%$ по фиксу (КБД + 325 б.п.) и КС + 300 б.п. по флоатеру справедлив, только если поддержка ПСБ почти гарантирована. При вероятности поддержки 75% справедливая доходность — около 23,9%: премии не хватает примерно 550 б.п. **Взгляд редакции — негативный: ни 001P-01, ни 001P-02 на первичном размещении риск не оплачивают.** Интерес может появиться на вторичном рынке при доходности от $\sim 24\%$.

Маркеры: ● позитив ● нейтрально ● негатив ○ данные не раскрыты. Теги: [Расчёт] — вычислено, [Оценка] — интерпретация редакции, [Допущение] — при неполноте данных; рутинные факты — со ссылкой на стандарт и период.

2 · лид

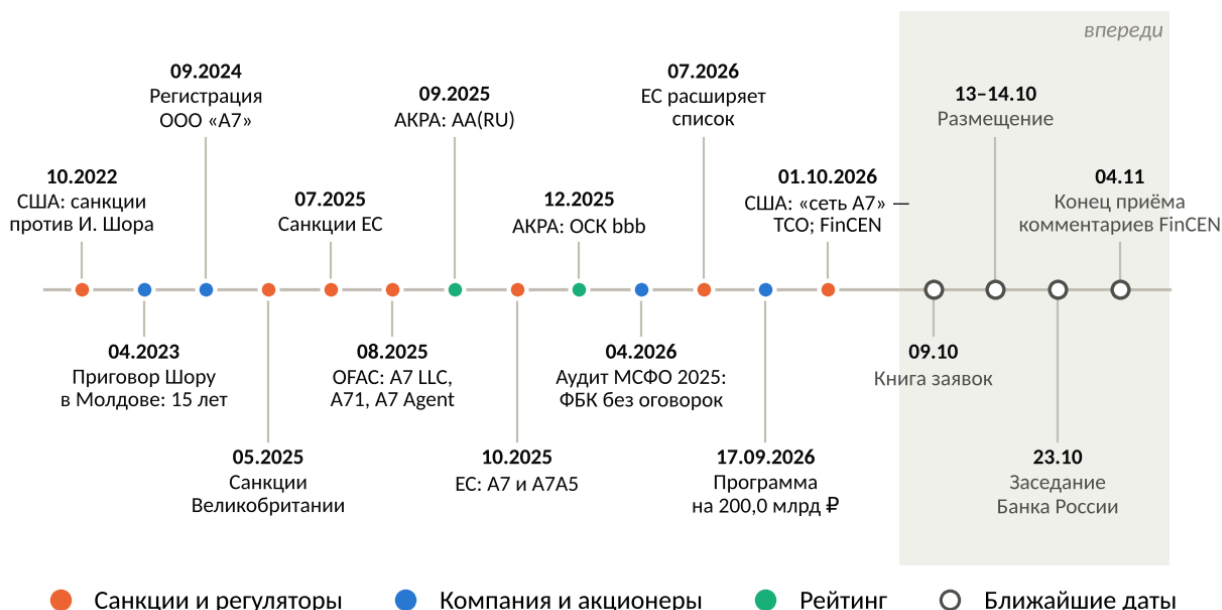
Неделя, которая изменила всё, кроме ориентира

У большинства дебютантов долгового рынка есть роуд-шоу, презентация и тщательно подобранные слова про «диверсификацию источников фондирования». У А7 всё это тоже есть — плюс пресс-релиз Минфина США. 1 октября 2026 года, за восемь дней до книги заявок, американские власти признали «сеть А7» значимой *транснациональной преступной организацией* (ТСО) и связали её с обходом санкций в интересах Ирана. FinCEN одновременно предложил запретить переводы с участием её субагентов. Компания «категорически опровергает» обвинения и называет санкции «признанием эффективности» (Ведомости, Коммерсантъ, 02.10.2026).

Параметры выпусков появились раньше — не позднее 08.09.2026. А7 предлагает два двухлетних выпуска общим объёмом 10,0 млрд ₽: фикс 001P-01 с ориентиром доходности не выше КБД + 325 б.п. и флоатер 001P-02 с купоном не выше КС + 300 б.п. Книга заявок — 09.10.2026, размещение — 13–14.10.2026, организатор — Газпромбанк. Рейтинг АКРА AA(RU) выведен из рейтинга ПСБ: минус две ступени за то, что А7 — всё-таки не ПСБ.

Вопрос этого текста простой: оплачивает ли ориентир, сформированный в одном мире, риски мира, в котором эмитент живёт с 1 октября? Наш ответ — нет. И дело не только в санкциях. Санкции лишь подсветили то, что и так было в отчётности: бизнес с триллионными оборотами опирается на капитал, которого хватает на покрытие потерь всего в 3,8% активов.

Фон тоже не располагает к щедрости. За последнюю неделю сентября спреды AA расширились более чем на 50 б.п., А — почти на 200 б.п. (Солид, 02.10.2026). В сегменте ВДО в августе дефолтировали 12 выпусков на 22,9 млрд ₽, а из 38 выпусков, вышедших на рынок в июне–сентябре, полностью разместились только 20 (Юнисервис Капитал, 30.09.2026). Рынок уже видел и техдефолт эмитента с рейтингом AA из-за внешнего вмешательства — ЮГК в марте 2026 года. Рейтинг AA — это не иммунитет, а мнение.

Рисунок 1. Санкционная история А7 длиннее её кредитной истории


Источники: Минфин США, Совет ЕС, правительство Великобритании, АКРА, отчётность компании, анонсы выпусков. Шкала порядковая: события расставлены равномерно, даты подписаны.

3 · ВИЗИТКА БИЗНЕСА

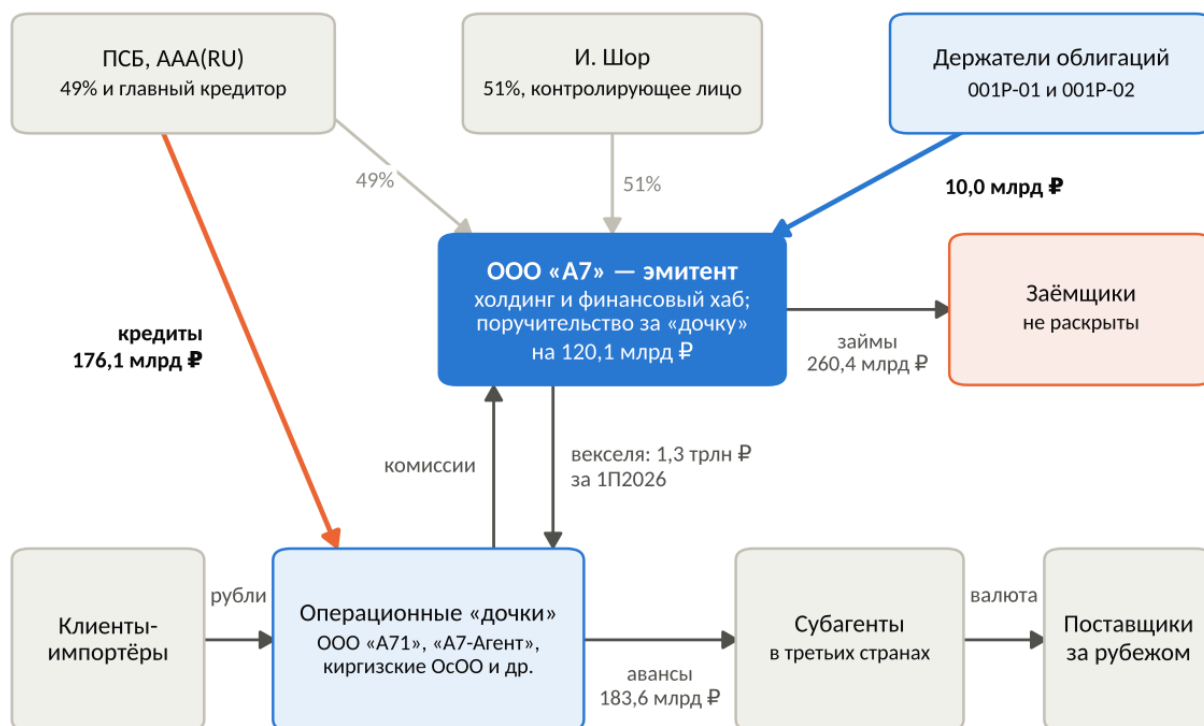
Платёжный агент, устроенный как банк

Бизнес-модель одним абзацем

Российскому импортёру трудно просто заплатить китайскому или турецкому поставщику: прямые банковские каналы забиты санкционными рисками. А7 продаёт решение этой проблемы. Клиент платит рубли операционным «дочкам» группы — ООО «А71», «А7-Агент» и другим — или покупает у них векселя, а сеть субагентов за рубежом переводит валюту поставщику. По данным FinCEN, субагенты работали примерно с 435 банками как минимум в 83 странах. Группа зарабатывает на трёх источниках: комиссии (публичный тариф — 0,3% плюс НДС), процентный спред и «доходы по поручениям принципала», природа которых в отчётности не раскрыта.

Эмитент облигаций, ООО «А7», — не платёжная компания, а холдинг и финансовый хаб. 99,3% его выручки — услуги собственным «дочкам». Его настоящая экономика — процентный спред: эмитент выдал займы на 260,4 млрд ₽ заёмщикам, которых по отчётности установить нельзя, и фондирует их векселями и займами. Прибыль от продаж эмитента за 1П2026 — 14,6 млн ₽, чистый процентный доход — 7,3 млрд ₽ (РСБУ, 1П2026).

Рисунок 2. Облигации — на уровне холдинга, кредиты ПСБ — ближе к активам



Источники: МСФО 1П2026 (прим. 1, 10, 23), РСБУ 1П2026 (прим. 5, 18, 19). Кредиты ПСБ «дочкам» — по сверке «займы учредителей – займы владельцев эмитенту = плавающие банковские кредиты» [Расчёт].

Схема показывает главный структурный изъян сделки. Деньги клиентов, авансы субагентам и дебиторская задолженность живут в «дочках». Там же — банковские кредиты на 236,1 млрд руб, из которых 176,1 млрд руб, судя по сверке примечаний к МСФО, выдал ПСБ [Расчёт]. Облигации же выпускает холдинг, без поручительства операционных компаний. Если дело дойдёт до дележа активов, банк-кредитор окажется в очереди раньше держателей облигаций. Вдобавок эмитент поручился за «дочку» на 120,1 млрд руб — это 6,0х его собственного капитала.

Структура доходов

Таблица 1. Доходы платёжного бизнеса группы (МСФО, млрд руб)

Статья	FY2025	1П2025	1П2026	Δ 1П2026 к 1П2025
Комплексные платёжные услуги (ядро)	55,8	27,1	21,5	• -20,7%
Продажа векселей (транзит, маржа 3,4% в 1П2026)	20,5	8,4	21,2	2,5x
Выручка	76,3	35,5	42,7	+20,4%
«Доходы по поручениям принципала» (ниже выручки)	13,1	1,1	16,7	15,3x
Ядро + доходы принципала	68,9	28,2	38,2	+35,6%

Источник: МСФО FY2025, МСФО 1П2026 (прим. 12, 13, 16). Ядро FY2025 включает прочую выручку 29,9 млн руб.

Выручка растёт, но не там, где хотелось бы кредитору. Ядро — комиссии за платежи — за год сжалось на пятую часть. Рост дали транзитная продажа векселей с маржой 3,4% и «доходы по поручениям принципала», которые показаны ниже выручки, в прочих операционных доходах. Сумма ядра и доходов принципала выросла на 35,6%: похоже, часть дохода просто сменила строку отчёта [Оценка]. Сопоставимость периодов от этого хуже, чем кажется.

Позиция на рынке

Масштаб А7 сомнений не вызывает, вопрос только в том, чья оценка точнее. Первый заместитель гендиректора Игорь Горин говорит, что через компанию проходит около 20% внешнеторгового оборота

страны (The Moscow Times, 03.09.2026). Минфин США, ссылаясь на заявления самой сети, приводит оборот более 7,5 трлн ₽ — около 13% внешней торговли России в 2025 году (Treasury, 01.10.2026). Среди конкурентов отраслевые обзоры называют Точка Банк, Совкомбанк, «Финголд» и «Импая Рус» (ТКС.ру со ссылкой на «Известия», 05.05.2026); сопоставимых долей рынка по игрокам нет ○.

Бенефициары и связанные стороны

Структура собственности — 51% у Илана Шора, контролирующего лица и генерального директора, и 49% у ПАО «Банк ПСБ» (МСФО 1П2026, прим. 1). Шор заочно осуждён в Молдове на 15 лет по делу о «краже миллиарда»; приговор окончательный с 13.12.2024 (РБК, TV8). Сам он находится под санкциями США, ЕС и Великобритании.

ПСБ — госбанк с рейтингом AAA(RU) и главный кредитор группы: на 30.06.2026 займы и кредиты учредителей — 183,2 млрд ₽, или 51,3% заимствований; процентные расходы перед ними за полугодие — 23,1 млрд ₽ (МСФО 1П2026, прим. 23). Глава ПСБ Пётр Фрадков в августе оценивал оборот рублёвого стейблкоина А7А5 примерно в \$140 млрд (The Moscow Times, 10.08.2026): банк своей связи с экосистемой не скрывает. По утверждению FinCEN, долю в сети имеет и ВЭБ.РФ; в отчётности А7 это не отражено ○.

В обычном корпоративном кредите миноритарий с 49% — это защита. Здесь ПСБ одновременно миноритарий, главный кредитор «дочек» и источник рейтинга. Интересы банка и держателя облигаций холдинга совпадают — ровно до момента, когда банку придётся выбирать, кого спасать первым.

4 · ОТРАСЛЬ И МАКРО

Бизнес, который зарабатывает на ограничениях

Фаза цикла

Агентские расчёты за два года прошли путь от экзотики до мейнстрима. По оценке самой А7, от 50 до 80% трансграничных расчётов России идёт через альтернативные каналы, а доля Азиатско-Тихоокеанского региона во внешней торговле выросла с 43% в 2021 году до 78% (The Moscow Times, 03.09.2026). Это фаза зрелости: объёмы огромные, конкуренция растёт, цена услуги падает. Комиссии агентов снизились с 5–10% в 2024 году до 2% и ниже в 2026-м (ТКС.ру, 05.05.2026).

У А7 в этом цикле неприятная двусторонняя асимметрия. Эскалация санкций бьёт по каналам — ровно это произошло 01.10.2026. Дезэскалация бьёт по смыслу бизнеса, который существует потому, что прямые банковские расчёты затруднены. Сценария «всё как сейчас, только спокойнее», который был бы хорош для кредитора, в этой модели почти нет.

Чувствительность к ключевой ставке

Макрофон на дату анализа: ключевая ставка — 14,0% (с 27.07.2026, сохранена 11.09.2026, следующее заседание — 23.10.2026), годовая инфляция — около 6,3% на конец сентября (Интерфакс, Коммерсантъ). Кривая ОФЗ крутая: 1 год — 13,6%, 2 года — 15,2%, 10 лет — 16,9% (КБД на 02.10.2026). Ставка действует на А7 по четырём каналам:

- **Стоимость долга.** 58,5% заимствований группы — под плавающую ставку, имплицитная стоимость фондирования — около 17,3% годовых, то есть примерно КС + 200 б.п. По раскрытию МСФО FY2025, каждые 100 б.п. меняют чистую прибыль на 1,4 млрд ₽; рост КС на 300 б.п. съел бы около 75% прибыли за LTM [Расчёт].
- **Естественный хедж.** Займы выданные эмитента тоже плавающие (КС + 50...500 б.п.), что смягчает удар. Смягчает, но не снимает: спред группы между доходностью портфеля и стоимостью фондирования — всего около 130 б.п. [Расчёт].
- **Оборотный капитал.** Авансы субагентам (183,6 млрд ₽) и дебиторка (86,7 млрд ₽) финансируются короткими векселями и займами. Каждый лишний день в расчётах стоит процентов.

- **Спрос.** Дорогие деньги охлаждают импорт и кредитование импортёров, а значит, и платёжный оборот.

Регулирование и санкции

Санкционная история А7 длиннее кредитной: Великобритания (05.2025), ЕС (07.2025, 10.2025 и расширение в 07.2026), США (08.2025 — SDN для А7 LLC, А71 и А7 Agent; 01.10.2026 — статус ТСО для всей сети). По версии Минфина США, субагенты провели около \$17 млрд с января 2025 по июнь 2026 года. FinCEN по разделу 9714 предлагает запретить американским финансовым институтам переводы с участием субагентов; приём комментариев — до 04.11.2026. Юридически мера бьёт по американским участникам, экономически — по готовности любого банка мира работать со звеньями сети [Оценка].

Внутри России группа живёт вне пруденциального надзора. Она кредитует на 264,2 млрд ₽ и привлекает 505,0 млрд ₽ займами и векселями, но не обязана соблюдать нормативы достаточности капитала и не имеет доступа к рефинансированию Банка России. Это банковская модель без банковских подушек безопасности.

Курсовая экспозиция

Долг номинирован в рублях и долларах, но валютная позиция не раскрыта ○. Более того, РСБУ эмитента утверждает, что «валютные риски отсутствуют», хотя у него есть валютные займы под 5% и доходы от валютных операций на 10,7 млрд ₽ за полугодие. По логике бизнеса естественный хедж существует: клиенты платят рублями, поставщики получают валюту. Проверить его масштаб по отчётности нельзя.

5 · ОПЕРАЦИОННАЯ ДИНАМИКА

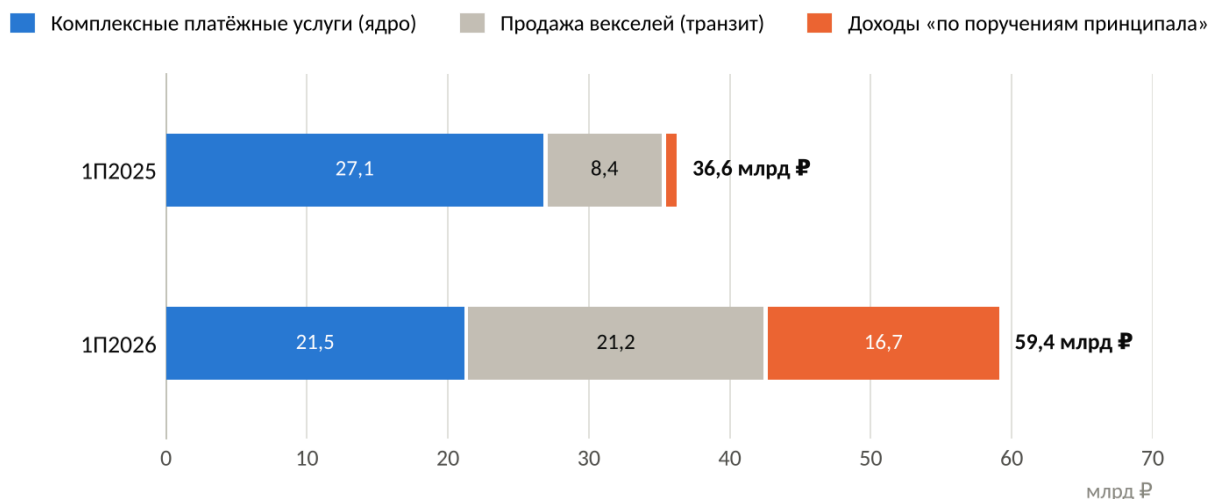
Оборот растёт, цена услуги падает

Натуральных показателей А7 почти не раскрывает, поэтому работаем с прокси. Эмитент выпускает собственные векселя в адрес «дочек» — это и есть платёжный конвейер. За 1П2026 векселей выпущено на 1,3 трлн ₽ против 0,7 трлн ₽ годом ранее, рост — 83,2% (РСБУ 1П2026, прим. 18). Сама компания говорит о более чем 2 тыс. платежей в день.

Проблема — в цене. Доля ядра выручки в векселеобороте — наш прокси *take-rate* — за год сжалась с 3,9% до 1,7%, с учётом доходов принципала — с 4,0% до 3,0% [Расчёт]. Сжатие началось ещё до акции «без минимальной комиссии», запущенной 01.07.2026, так что во втором полугодии давление на маржу, скорее всего, усилится [Оценка].

CAPEX-цикл. Капитальные затраты символические — около 1% выручки в FY2025. Основные вложения — IT-платформа (нематериальные активы выросли с 0,7 до 2,5 млрд ₽ за полугодие) и недвижимость в Геленджике, которую участник внёс в уставный капитал по оценке 6,2 млрд ₽. Для платёжного посредника лёгкие внеоборотные активы нормальны. Ненормально другое: почти все деньги группы заперты в оборотном капитале.

Оборотный капитал. Классические DSO и DPO для платёжного агента без запасов неинформативны, поэтому смотрим, сколько времени деньги проводят в расчётах. Дебиторка — около 12 дней оборота, векселя к оплате — около 21 дня [Оценка]. Денежные средства группы (3,1 млрд ₽) меньше половины однодневного оборота. Дебиторская задолженность за полугодие выросла на 152,5% при росте выручки за LTM на 9,5%.

Рисунок 3. Ядро сжимается, растут транзит и «доходы принципала»

Источник: МСФО 1П2026 (прим. 12, 16). Сумма включает доходы принципала, которые отражены ниже выручки.

6 · ФИНАНСОВОЕ ЗДОРОВЬЕ**Прибыль — на бумаге, деньги — в обороте**

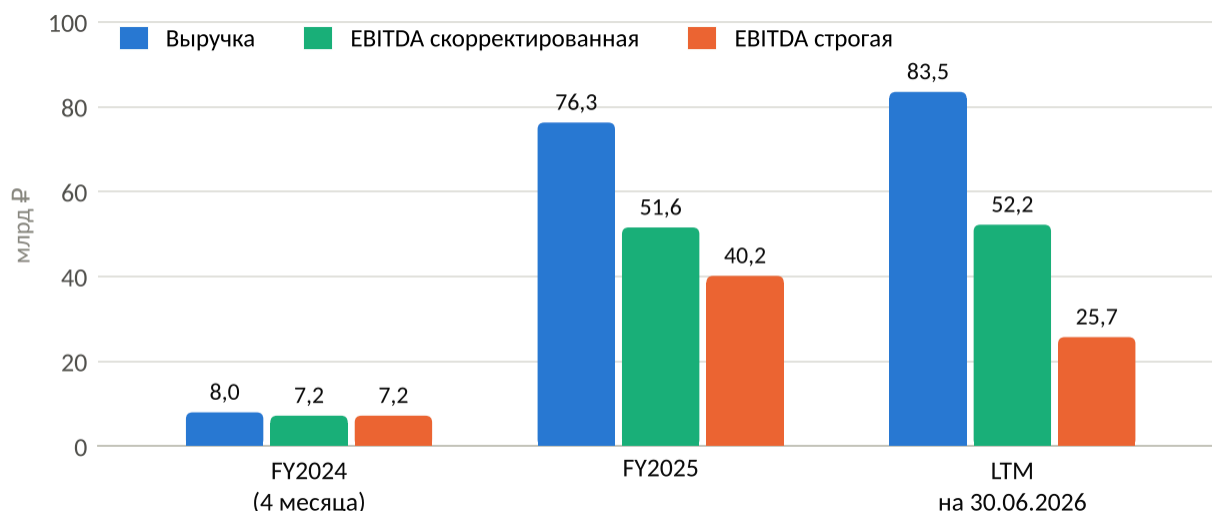
Отчётность А7 читается как два разных документа. Отчёт о прибылях показывает прибыльного посредника с маржой EBITDA выше 30%. Отчёт о движении денежных средств — компанию, которая два года подряд тратит на проценты и оборотный капитал больше, чем зарабатывает.

Таблица 2. Ключевые финансовые показатели (МСФО, млрд руб.)

Показатель	FY2024*	FY2025	LTM 30.06.2026	Δ LTM к FY2025	Комментарий
Выручка	8,0	76,3	83,5	+9,5%	рост за счёт транзита векселей
EBITDA строгая	7,2	40,2	25,7	• -35,9%	ядро сжимается, расходы растут
EBITDA скорректированная	7,2	51,6	52,2	+1,3%	держится на доходах принципала
Маржа EBITDA строгая	90,2%	52,6%	30,8%	-21,8 п.п.	• маржа ядра сжимается
Маржа EBITDA скорректированная	90,2%	67,6%	62,5%	-5,1 п.п.	с учётом доходов принципала
Чистая прибыль	2,4	6,0	5,7	-4,3%	эффективная ставка налога за LTM 56,5%
ROE	—	56,8%	28,6%	-28,1 п.п.	на тонком капитале
ROIC	—	—	8,1%	—	• ниже стоимости долга 17,3%
OCF (по ОДДС)	-95,1	9,3	○ н/д	—	ОДДС за 1П2026 не раскрыт
OCF после процентов	-96,5	-31,8	○ н/д	—	• два года подряд < 0
FCF (OCF – сарех)	-95,1	8,5	○ н/д	—	после процентов FY2025 — -32,6
Сарех / выручка	0,3%	1,1%	○ н/д	—	лёгкий капитал

* FY2024 — неполный год (02.09–31.12.2024). LTM = FY2025 + 1П2026 – 1П2025 [Расчёт]. EBITDA строгая = операционная прибыль до прочих операционных доходов и расходов + амортизация; скорректированная = операционная прибыль + амортизация (включает доходы принципала). Обе версии — после IFRS 16 (амортизация права пользования исключена). Проценты в ОДДС отражены вне операционной деятельности.

Строгая EBITDA за LTM упала на треть, скорректированная стоит на месте только благодаря доходам принципала. Чистая прибыль стабильна, но это заслуга не бизнеса, а зеркальной пары статей: курсовые доходы почти полностью компенсируют благотворительность (подробнее — в разделе 10). Главное — деньги: с учётом процентов операционный поток отрицателен оба полных периода, а за 1П2026 ОДДС не опубликован вовсе.

Рисунок 4. Выручка растёт, строгая EBITDA — нет

Источник: МСФО FY2024, FY2025, 1П2026; LTM = FY2025 + 1П2026 – 1П2025 [Расчёт].

Качество прибыли

- **Доходы принциала.** 28,8 млрд руб за LTM — больше половины скорректированной EBITDA. Статья регулярная, но её экономическая природа не раскрыта.
- **Зеркальная пара.** Благотворительность (10,7 млрд руб за 1П2026) почти полностью компенсирована курсовыми доходами (10,6 млрд руб). Без этого совпадения прибыль выглядела бы иначе.
- **Налоги.** Эффективная ставка налога за 1П2026 — 64,5% (за LTM — 56,5%): благотворительность не уменьшает налоговую базу.
- **Кэш против прибыли.** Прибыль уходит в авансы, дебиторку и проценты, а проценты показаны вне операционного потока. Классификация выигрышная для отчётности, но не для кредитора.

Рисунок 5. Капитал — тонкая оранжевая полоска справа

Источник: МСФО 1П2026, отчёт о финансовом положении на 30.06.2026; млрд руб.

Баланс — главный аргумент этого разбора. На 30.06.2026 капитал группы — 21,3 млрд руб, или 3,8% активов: 26 рублей активов на рубль капитала. Банку для работы нужен капитал не менее 8% активов, взвешенных по риску, — и регулятор за спиной. Капитала А7 хватает, чтобы пережить потерю 3,8% активов или 11,6% авансов, выданных в основном вне российского банковского контура [Расчёт]. Ровно туда сейчас целится FinCEN.

По РСБУ эмитента картина мягче — капитал 6,8% активов, — но это эффект периметра, а не качества: банковские кредиты, авансы субагентам и дебиторка сидят в «дочках» и в баланс холдинга не попадают. Для держателя облигаций холдинга важнее консолидированная картина: именно из неё платятся купоны.

Ключевой риск. Авансы субагентам — 183,6 млрд ₽, капитал — 21,3 млрд ₽. Если безвозвратно потерянной окажется хотя бы десятая часть авансов, от капитала группы останется около 14% [Расчёт].

7 · ДОЛГОВОЙ ПРОФИЛЬ

Квази-банк без банковских подушек

7.1. Структура долга

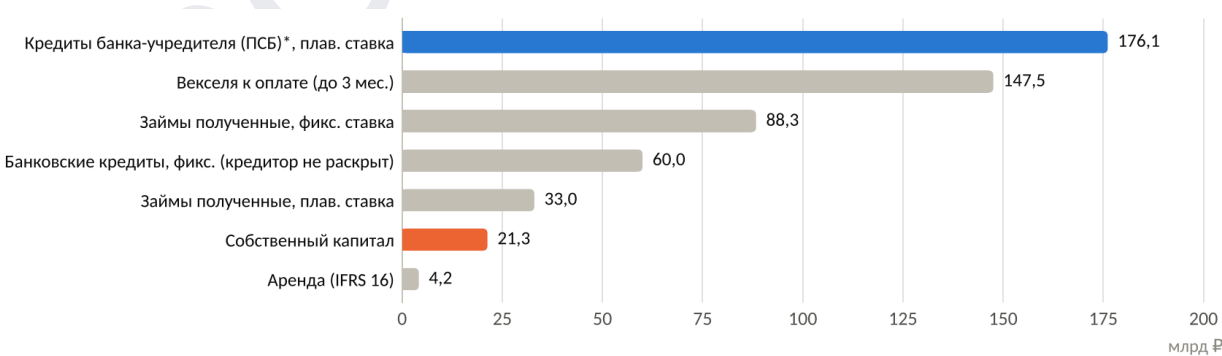
Таблица 3. Долговые метрики группы (МСФО, на 30.06.2026; потоки — LTM)

Метрика	Значение	Ориентир	Оценка
Чистый долг: кредиты и займы + аренда – денежные средства	358,5 млрд ₽	—	●
То же с векселями к оплате	506,1 млрд ₽	—	●
ЧД / EBITDA строгая / скорректированная	13,9х / 6,9х	> 6х — преддефолтная зона	●
ЧД управленческий (минус займы выданные) / EBITDA скорр.	1,7х	2,15х у менеджмента на FY2025	●
ICR = EBITDA строгая / проценты	0,4х	< 1,5х — красная зона	●
FFO / долг (с векселями)	2,6% (1,9%)	○ н/д	●
Краткосрочный долг / общий долг	100,0%	—	●
Доля валютного долга	рубли и доллары, доля не раскрыта	—	○
Доля долга с плавающей ставкой	58,5%	—	●
Средневзвешенная ставка (имплицитная, 1П2026)	17,3% годовых	КС + ~200 б.п.	●
Учёт аренды (IFRS 16)	включена в долг: 4,2 млрд ₽	без аренды ЧД/EBITDA строгая — 13,8х	—

Источник: МСФО 1П2026 (прим. 5, 9, 10), расчёты мемо. FFO = EBITDA скорр. + финансовые доходы – финансовые расходы – налог (LTM) [Расчёт]. Ориентиры — пороги фреймворка кредитного мемо.

Корпоративные метрики для финансового посредника вторичны, но и они тревожат. Управленческий расчёт вычитает из долга займы выданные и не учитывает векселя; при нераскрытых заёмщиках мы так не делаем [Допущение: консервативный подход мемо]. Весь долг краткосрочный, а его стоимость рыночная — около КС + 200 б.п. Никакой видимой «льготы» от ПСБ на уровне группы нет.

Рисунок 6. Кто фондирует А7: ПСБ, клиенты с векселями и неизвестные кредиторы

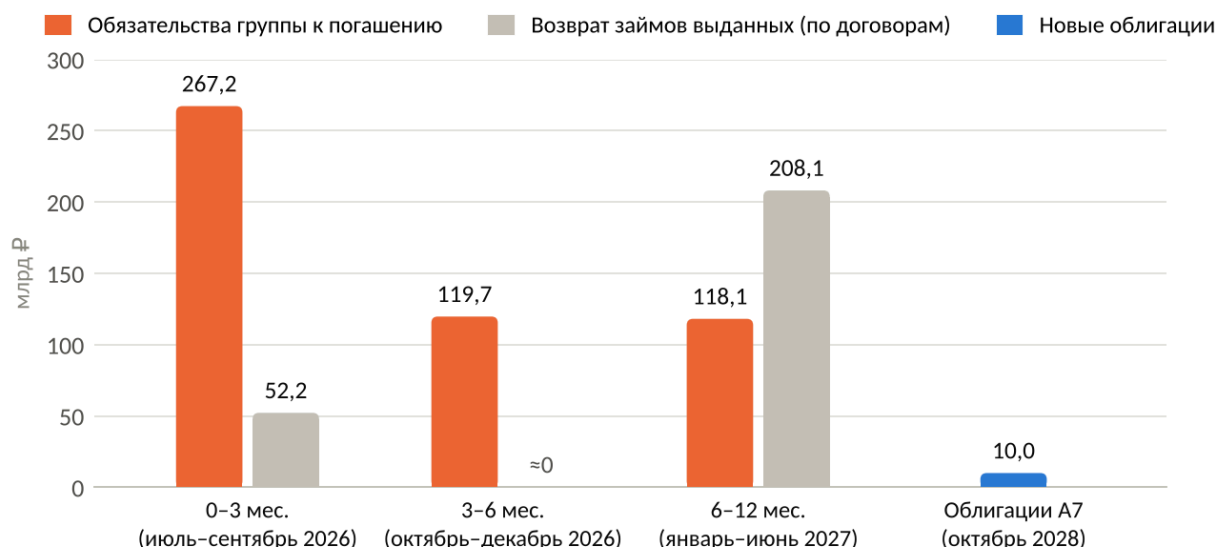


Источник: МСФО 1П2026 (прим. 5, 10, 23); млрд ₽. * Атрибуция ПСБ — по сверке «займы учредителей 183,2 – займы владельцев эмитенту 7,1 = плавающие банковские кредиты 176,1» [Расчёт].

За полугодие доля учредителей в фондировании снизилась с 69,4% до 51,3%: займы от них сократились на 31,6 млрд ₽, а займы прочих кредиторов почти удвоились. Программа облигаций на 200,0 млрд ₽ — около 56% текущих заимствований группы — выглядит как план постепенного замещения денег ПСБ рыночными [Оценка]. Для держателя облигаций это не нейтрально: чем меньше банк кредитует группу, тем слабее его экономический стимул её спасать.

7.2. График погашений

Рисунок 7. Стена погашений: обязательства — сейчас, деньги по займам — в апреле 2027



Источник: РСБУ 1П2026 (прим. 5, 9, 10), МСФО 1П2026 (ОФП, прим. 10); срез на 30.06.2026, млрд ₽. [Допущение]: векселя группы (147,5) — до 3 мес., как векселя эмитента; кредиты «дочек» (236,1) гасятся равномерно в течение 12 мес., займы эмитента — в течение 6 мес.; помесечный график не раскрыт.

Карта погашений показывает разрыв, обычный для банка и редкий для корпоративного эмитента. Векселя (до 3 месяцев) и займы эмитента (до 6 месяцев) гасятся раньше, чем возвращаются займы выданные: 80% портфеля, 207,8 млрд ₽, приходят одной датой — 27.04.2027. Октябрь–декабрь 2026 года — окно, в котором поступлений по займам почти нет, а обязательства на 119,7 млрд ₽ нужно пролонгировать. Транш на 49,7 млрд ₽ со сроком 22.08.2026 уже прошёл; был ли он погашен, неизвестно ○. Облигации на 10,0 млрд ₽ — единственный длинный долг группы и около 1,7% обязательств на 12 месяцев [Расчёт]. Выпуск не решает проблему рефинансирования, он её диверсифицирует.

7.3. Ковенанты

Эмиссионная документация, условия кредитов «дочек» и вексельной программы нам не предоставлены. Финансовые ковенанты (ограничение ЧД/EBITDA, минимальный ICR) и нефинансовые (cross-default, negative pledge, смена контроля) — ○ н/д. Отчётность лишь констатирует, что нарушений и дефолтов по заимствованиям нет. Оценить запас прочности до триггеров невозможно. Отдельный риск, который мы не можем ни подтвердить, ни исключить, — санкционные и MAC-оговорки в кредитных договорах после 01.10.2026 [Оценка].

7.4. Кредитные рейтинги

Таблица 4. Рейтинговая позиция (на 03.10.2026)

Оценка	Уровень	Дата	Комментарий
АКРА, эмитент	AA(RU), «Стабильный»	30.09.2025; подтверждён 26.11.2025	рейтинг ПСБ AAA(RU) минус две ступени
АКРА, ОСК	bbb	23.12.2025	до статуса ТСО и ухудшения в 1П2026
Рейтинги выпусков 001P-01/02	○ н/д	—	не раскрыты на дату анализа
Внутренний stand-alone	ССС	03.10.2026	скоринг 24/100 и правило доминирования
Внутренний с поддержкой ПСБ	В+	03.10.2026	PD ≈ 6,4% при вероятности поддержки 75%

Источник: пресс-релизы АКРА, кредитный меморандум от 03.10.2026. ОСК — оценка собственной кредитоспособности.

Формально рейтинг не устарел: последние действия АКРА были меньше года назад. По существу — устарел: оценка поддержки делалась до статуса ТСО, до расширения санкций ЕС и до ухудшения баланса в 1П2026. Разрыв между агентским рейтингом и нашими оценками — 11 ступеней с учётом поддержки ПСБ (В+) и 14 без неё (ССС). Почти весь он держится на одном допущении: ПСБ поможет вовремя и в полном объёме. Риск пересмотра — статуса «под наблюдением» или понижения — мы оцениваем как высокий [Оценка].

7.5. Стресс-тест обслуживания долга

Таблица 5. Стресс: ставки +300 б.п. и EBITDA –20% (МСФО, ЛТМ на 30.06.2026)

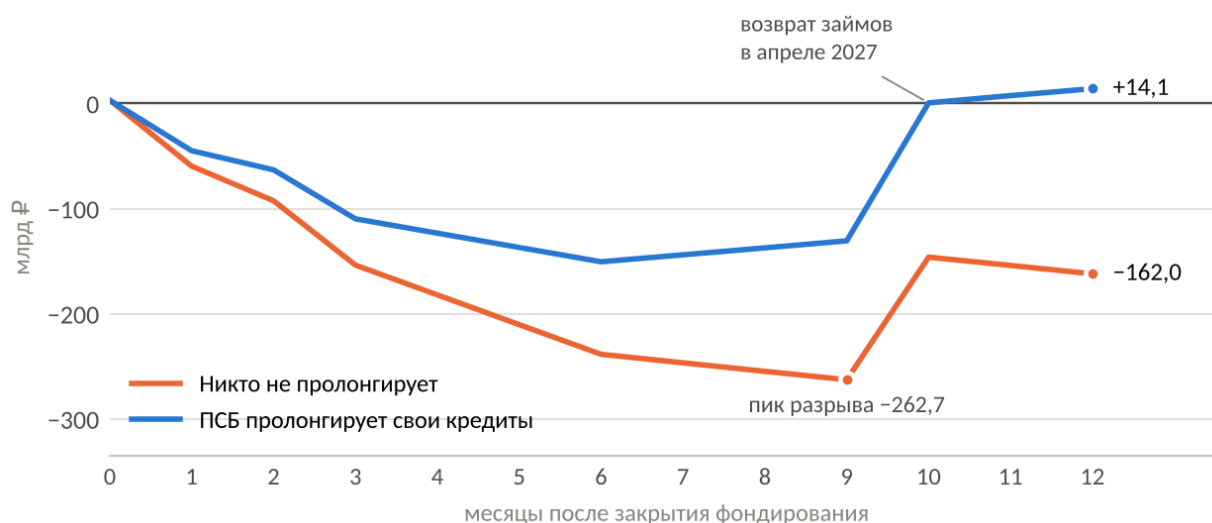
Метрика	База	Стресс	Порог
EBITDA строгая / скорр., млрд ₽	25,7 / 52,2	20,6 / 41,8	—
Процентные расходы (кредиты, займы, векселя), млрд ₽	64,8	79,9	—
ICR строгий / скорр.	0,4x / 0,8x	0,3x / 0,5x	< 1,5x — ●
(EBITDA скорр. + фин. доходы) / фин. расходы	1,2x	0,99x	< 1,5x — ●
ЧД / EBITDA строгая / скорр.	13,9x / 6,9x	17,4x / 8,6x	> 6x — ●
Прибыль до налога, млрд ₽	13,2	–4,5	< 0 — ●
Покрытие обязательств на 12 мес.	0,14x	0,13x	< 1,0x — ●
Ковенанты	○ н/д	○ н/д	не раскрыты

[Расчёт]. +300 б.п. на все кредиты, займы и векселя (505,0 млрд ₽): +15,1 млрд ₽ процентов в год; доход по плавающим займам выданным +7,9 млрд ₽. Покрытие = (денежные средства + прогнозный CFO) / (краткосрочный долг + векселя + проценты + аренда до 1 года); подтверждённые невыбранные линии приняты равными нулю.

Ставки +300 б.п. и EBITDA –20% переводят прибыль до налога в минус и опускают покрытие процентов строгой EBITDA до 0,3x; без процентного хеджа по займам выданным убыток был бы почти вдвое больше. Ковенант-тест провести нельзя. Но настоящий стресс для А7 не процентный, а фондинговый: что будет, если кредиторы перестанут пролонгировать.

Если окно фондирования закроется полностью, группа перестанет платить в первый же месяц. Даже если ПСБ пролонгирует свои 176,1 млрд ₽, разрыв сохранится до апреля 2027 года, когда возвращаются крупнейшие займы выданные. В санкционном сценарии — мера FinCEN финализована, комиссии –50%, списание 20% авансов и 10% дебиторки — капитал уходит в минус примерно на 50,4 млрд ₽ [Расчёт]. Вывод мемо жёсткий, и мы с ним согласны: кредит бинарен и полностью зависит от поддержки ПСБ.

Рисунок 8. Без пролонгаций разрыв ликвидности открывается с первого месяца



Источник: модель кредитного мемо, накопленное сальдо в млрд ₽. [Допущение]: векселя предъявлены на 70%, займы, авансы и дебиторка реализуются по 60% балансовой стоимости, комиссии –30%.

8 · ПАРАМЕТРЫ ВЫПУСКА

Два выпуска, одна ставка на ПСБ

Таблица 6. Параметры выпусков (по анонсу, на 03.10.2026)

Параметр	A7-001P-01	A7-001P-02
ISIN	○ не раскрыт до размещения	○ не раскрыт до размещения
Объём	10,0 млрд ₽ на оба выпуска; распределение — по итогам книги	
Номинал	1 000 ₽	1 000 ₽
Тип купона	фиксированный	плавающий (флоатер)
Ставка / база + спред	УТМ ≤ КБД 2Y + 325 б.п. ≈ 18,4% (купон ≈ 17,0%)	купон ≤ КС + 300 б.п. = 17,0% сейчас
Периодичность купона	ежемесячно	ежемесячно; формула фиксации и лаг ○ н/д
Погашение	2 года (≈ октябрь 2028)	2 года (≈ октябрь 2028)
Put / Call	нет	нет
Амортизация	нет	нет
Дюрация	Маколея 1,71 года; модиф. 1,44	процентная ≈ 1 мес.; спред-дюрация ≈ 1,6
УТМ	≤ 18,4%	≈ 18,4% эфф. при неизменной КС
G-спред / спред к базе	+325 б.п. к КБД 2Y	+300 б.п. к КС; DM — после начала торгов
Премия к AA-аналогам	≈ +115 б.п.	+130...+155 б.п.
Ликвидность (оборот в день)	○ истории торгов нет	○ истории торгов нет
Книга / размещение	09.10.2026 / 13–14.10.2026, организатор — Газпромбанк	

Источник: анонсы выпусков (Smart-Lab), КБД Банка России на 02.10.2026 (2 года — 15,17%). Купонный эквивалент фикса: $c = 12 \times ((1 + \text{УТМ})^{1/12} - 1)$ [Расчёт].

Ориентир ставит А7 между AA и А: примерно AA + 110–120 б.п. при медианном спреде AA около 210 б.п. и А — около 500 б.п. (БКС, стратегия на ЗК2026). Рынок фактически оценивает выпуск как бумагу агентского рейтинга с небольшой надбавкой за экзотику. Важная деталь: ориентир объявлен до 01.10.2026, и статус ТСО в нём не учтён [Оценка].

Таблица 7. Аналоги AA(RU), размещённые в сентябре 2026 года (на 28.09.2026)

Выпуск	Купон	УТМ	Спред	Погашение	Объём, млрд ₽
Европлан 001P-10, AA(RU) / ruAA	фикс 15,1%	≈ 16,2%	≈ +209 б.п. к ОФЗ (дюрация 1,4 года)	12.09.2028, амортизация	12,0
Мэйл.Ру Финанс 001P-04, AA(RU)	плавающий	—	КС + 170 б.п.	06.09.2029	5,0
Черкизово БО-002P-06, AA(RU) / ruAA	плавающий	—	КС + 145 б.п.	09.09.2029	10,0
A7 001P-01 / 001P-02, AA(RU) (ориентир)	фикс / плавающий	≤ 18,4%	≤ +325 б.п. к КБД 2Y / ≤ КС + 300 б.п.	≈ 10.2028	10,0

Источник: Smart-Lab, «Топ-3 новых облигаций», 28.09.2026 (премия Европлана — «около +2,09% к ОФЗ на сопоставимой дюрации»); анонсы А7. [Оценка]: сравнение условно — у аналогов нет санкционного статуса и холдинговой субординации.

Сравнение показывает, сколько рынок готов доплачивать за санкционный статус, холдинговую структуру и капитал в 3,8% активов: 115–155 б.п. к бумагам того же рейтинга. Наша оценка этой надбавки — в несколько раз больше.

Справедливая доходность

Метод А, относительный. Берём спред AA для двухлетней дюрации — около 210 б.п. к КБД (медиана БКС, её подтверждает выпуск Европлана) — и добавляем поправки [Оценка, Допущение]:

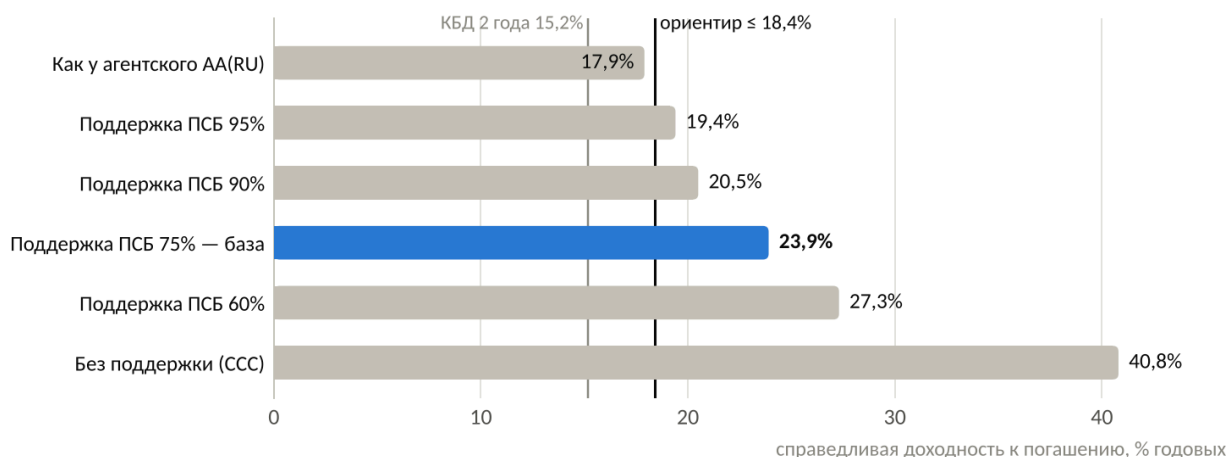
- санкционный статус ТСО и сужение круга покупателей: +150...+250 б.п.;
- холдинговая структура и субординация к банкам «дочек»: +100...+150 б.п.;
- пробелы в раскрытии (нет ОДДС, заёмщики не раскрыты): +50...+150 б.п.;

- тонкий капитал и краткосрочное фондирование: +50...+100 б.п.

Итого справедливый спред — 560–860 б.п., справедливая доходность — 20,8–23,8%.

Метод Б, фундаментальный. Ожидаемые потери плюс премии: $PD \times LGD$ + ликвидность 150 б.п. + пробелы в данных 150 б.п. При вероятности поддержки ПСБ 75% годовая PD — 6,4%, LGD — 90%: долг холдинга не обеспечен и структурно субординирован. Справедливый спред — около 870 б.п., доходность — 23,9% [Расчёт].

Рисунок 9. Ориентир справедлив только при почти гарантированной поддержке ПСБ



Источник: кредитный мемо, КБД 2Y 15,17% на 02.10.2026. Справедливая УТМ = КБД + $PD \times LGD$ + 150 б.п. (ликвидность) + 150 б.п. (пробелы в данных); для уровня AA — ликвидность 100 б.п. [Расчёт, Допущение].

Оба метода дают 20,8–23,9% против ориентира $\leq 18,4\%$. **Недобор премии — 240–550 б.п.**, далеко за пределами коридора ± 150 –200 б.п., который мы считаем рыночным шумом. С фундаментальной оценкой ориентир сходится только при вероятности поддержки ПСБ не ниже ~93%. Это много для поддержки, которая юридически не оформлена, исходит от миноритария и после 01.10.2026 стала для ПСБ заметно дороже.

001P-01 или 001P-02?

Таблица 8. Фикс против флоатера (на 03.10.2026)

Параметр	001P-01 (фикс)	001P-02 (флоатер)
Ориентир	УТМ $\leq 18,4\%$ (купон $\approx 17,0\%$)	купон $\leq KC + 300$ б.п. = 17,0%
Справедливый уровень (база)	УТМ $\approx 23,9\%$	KC + ≈ 870 б.п.
Цена входа на справедливом уровне	$\approx 92,6\%$ номинала	$\approx 90,8\%$ номинала
Премия к AA-аналогам	$\approx +115$ б.п.	+130...+155 б.п.
KC -300 б.п.	цена $\approx +4,5\%^*$	купон 14,0%
KC -200 б.п.	цена $\approx +3,0\%^*$	купон 15,0%
KC +200 б.п.	цена $\approx -2,8\%^*$	купон 19,0%
KC +300 б.п.	цена $\approx -4,2\%^*$	купон 20,0%
Кредитный риск	общий	общий

[Расчёт]. * Полная переоценка при сдвиге доходности фикса на ту же величину (модифицированная дюрация 1,44). Флоатер: купон = KC + 300 б.п.; цена входа — по оценке мемо.

Кредитный риск у выпусков один и тот же, различается только процентный. Фикс фиксирует недостаточную премию на два года и выигрывает, если ставка пойдёт вниз. Флоатер защищает от роста ставки, но с подвохом: если Банк России ужесточит политику, вырастет и стоимость фондирования самой А7 — 58,5% её долга плавающие. Купон растёт ровно тогда, когда эмитенту тяжелее всего платить: классический *wrong-way risk*.

9 · МАТРИЦА РИСКОВ

Девять способов потерять деньги

Таблица 9. Матрица рисков (на 03.10.2026)

Риск	Вероятность	Влияние	Митигант
Финализация меры FinCEN после 04.11.2026: блокировки счетов субагентов, заморозка части авансов на 183,6 млрд ₽ при капитале 21,3 млрд ₽	B	B	Альтернативные каналы (А7А5, сеть в третьих странах) — сами под санкциями; митигант слабый
Остановка пролонгаций: 505,0 млрд ₽ займов и векселей со сроком до 12 мес. при денежных средствах 3,1 млрд ₽	C	B	ПСБ как акционер и кредитор; 753,5 млрд ₽ привлечений за 1П2026 без сбоев
Структурная субординация: облигации холдинга без поручительств «дочек»; кредиты ПСБ на 176,1 млрд ₽ — у операционных компаний	B	B	Отсутствует; LGD ≈ 90%
Качество портфеля: 260,4 млрд ₽ займов нераскрытым заёмщикам, ~99% в трёх линиях; судьба транша 49,7 млрд ₽ от 22.08.2026 неизвестна	C	B	Плавающая ставка КС + 50...500 б.п.; резервы 0,03% — фактически отсутствуют
Вывод капитала: благотворительность 16,0 млрд ₽ за FY2025–1П2026 (75% капитала), получатели не раскрыты	B	C	Взносы участников: 6,5 млрд ₽ деньгами в 2025 году и 2,6 млрд ₽ в 07.2026
Пересмотр рейтинга АКРА после статуса ТСО: «под наблюдением» или понижение — давление на цену и спрос	B	C	Системная значимость ПСБ (AAA(RU))
Сжатие модели: take-rate 3,9% → 1,7%, конкуренция банков и агентов; при деэскалации исчезает сам «ров»	C	C	Масштаб и сеть; 13–20% внешнеторговых расчётов
Процентный риск: КС +300 б.п. снижает ЧП примерно на 4,3 млрд ₽ (75% LTM)	H-C	C	Плавающие займы выданные — частичный хедж
Комплаенс и ликвидность для инвестора: статус ТСО отсекает институционалов с внешней экспозицией, риск вторичных санкций	B	C	Отсутствует

H / C / B — низкая, средняя, высокая. [Оценка] редакции на основе кредитного мемо.

Большинство рисков — не независимые события, а звенья одной цепочки. Санкционный удар по субагентам замораживает авансы, это бьёт по капиталу, капитал тянет за собой рейтинг, рейтинг — пролонгации. Диверсифицироваться внутри этого кредита нельзя: если реализуется первый риск, остальные приходят следом.

10 · RED FLAGS CHECK

Чек-лист, который не хочется дочитывать

Таблица 10. Red Flags Check (МСФО и РСБУ, FY2024 — 1П2026)

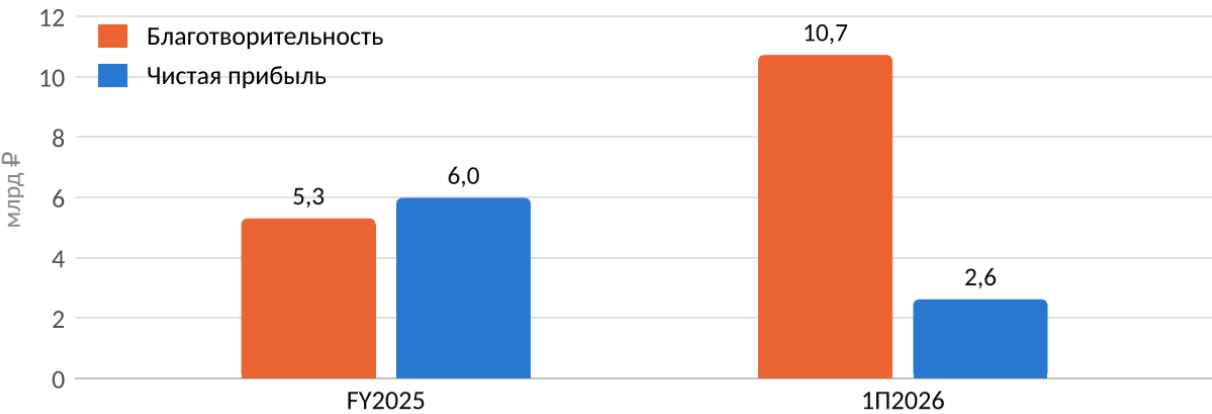
Флаг	Статус	Пояснение
Отрицательный операционный cash flow 2+ периода подряд	• да	OCF после процентов: –96,5 млрд ₽ (FY2024) и –31,8 млрд ₽ (FY2025); за 1П2026 ОДДС нет
Дебиторка растёт быстрее выручки	• да	+152,5% за полугодие при росте выручки за LTM на 9,5%
Забалансовые обязательства, поручительства за связанных	• да	Поручительство 120,1 млрд ₽ за «дочку» = 6,0х капитала эмитента
Частая смена аудитора или CFO	• нет	Аудитор — ФБК; гендиректор не менялся с 09.2024 (история короткая)
Оговорки или going concern в аудиторском заключении	• нет*	Мнение по МСФО FY2025 немодифицированное; есть ли в полном заключении параграф о существенной неопределённости, неизвестно — полный текст не предоставлен
Залог ключевых активов	○ н/д	Обеспечение банковских кредитов на 236,1 млрд ₽ не раскрыто
Концентрация: топ-3 > 50%	• да	99,3% выручки эмитента — от «дочек»; ~99% займов выданных — три линии
Существенные для капитала судебные иски	• нет	Одно прекращённое дело на 53,7 млн ₽; «дочки» не проверялись

Флаг	Статус	Пояснение
Специфичные для А7		
Займы нераскрытым контрагентам	• да	260,4 млрд ₴ = 89,3% активов эмитента
Благотворительность больше прибыли	• да	2,8х ЧП за ЛТМ; зеркальна курсовым доходам
Капитал / активы < 5%	• да	3,8% по группе
Санкции и статус ТСО	• да	Под санкциями эмитент и оба участника
Уголовный приговор контролирующему лицу	• да	Молдова, 15 лет, окончательный с 13.12.2024
Противоречия в раскрытии	• да	«Валютных рисков нет» при валютных займах; нераскрытые «прочие» резервы на 3,3 млрд ₴

Источник: кредитный мемо (сводный светофор), отчётность А7, агрегаторы xfirm, Rusprofile, Checko.

Из восьми базовых флагов четыре — «да», один — «н/д», ещё один — «нет» с оговоркой. Специфичные для А7 пункты добавляют шесть «да». По правилу доминирования фреймворка признаки вывода активов — нераскрытые займы плюс безвозмездные выплаты — ограничивают stand-alone рейтинг уровнем ССС независимо от остальных метрик.

Рисунок 10. Благотворительность обогнала прибыль в четыре раза



Источник: МСФО FY2025 и 1П2026 (прим. 17); млрд ₴. Получатели не раскрыты.

Самая необычная строка отчётности — благотворительность: 5,3 млрд ₴ в FY2025 и 10,7 млрд ₴ за 1П2026, в сумме 16,0 млрд ₴, или три четверти капитала. Получатели не раскрыты. Почти идеально её компенсирует курсовой доход того же размера: 10,6 млрд ₴ по МСФО и 10,7 млрд ₴ по РСБУ. Мы не утверждаем, что за этим стоит что-то, кроме совпадения. Мы утверждаем, что кредитор не может это проверить.

11 · СЦЕНАРИИ

Бинарный кредит с асимметричной выплатой

Таблица 11. Сценарии на горизонте до погашения (2 года; оценка на 03.10.2026)

Сценарий	Р	Предпосылки	Цена через 12 мес.	Результат
• Bull	30%	ПСБ оформляет поддержку (поручительство или оферта) или демонстративно рефинансирует группу; мера FinCEN смягчена; спред сужается до ~КБД + 250 б.п., КБД 1У — 12,5%	≈ 102,8%	≈ 19,8% за 12 мес.; 18,4% годовых к погашению
• Base	58%	Пролонгации продолжаются, бизнес адаптируется к санкциям; рынок держит спред около КБД + 550 б.п.	≈ 99,5%	≈ 16,5% за 12 мес.; 18,4% годовых к погашению
• Bear	12%	Финализация меры FinCEN, заморозка авансов; ПСБ спасает «дочек», но не холдинг; дефолт в течение ~12 мес., recovery 10–20%	≈ 15% (10–20%)	≈ –66% за 2 года

Сценарий	P	Предпосылки	Цена через 12 мес.	Результат
Взвешенно	100%			≈ 12,9% годовых против КБД 2Y 15,2%

[Оценка] вероятностей; [Расчёт] цен и доходностей. Купон фикса ≈ 17,0%; в медвежьем сценарии учтены купоны до дефолта; при recovery 15% результат -64...-68% (с реинвестированием купонов и без), при recovery 10-20% — от -59% до -73%; взвешенная доходность — 12,8-13,0%.

Вероятность медвежьего сценария (12%) совпадает с кумулятивной двухлетней PD в базовом расчёте (12,3%). **Вероятностно-взвешенная доходность — около 12,9% годовых** [Расчёт]: на 230 б.п. ниже двухлетней ОФЗ и примерно на 530 б.п. ниже требуемой доходности с учётом премий за ликвидность и качество данных (≈ 18,2%). Иными словами, в среднем по сценариям инвестор получает меньше, чем в госбумагах, и берёт на себя риск, которого в госбумагах нет.

12 · ВЕРДИКТ РЕДАКЦИИ

Премия не оплачивает риск

А7 — редкий случай, когда масштаб бизнеса и качество кредита смотрят в разные стороны. Платёжный оборот измеряется триллионами рублей, капитал — 3,8% активов, денежные средства — меньше половины дневного оборота, а с 01.10.2026 эмитент живёт со статусом ТСО. Ориентир ≤ 18,4% (КБД + 325 б.п.) и КС + 300 б.п. оплачивает риск только при почти гарантированной поддержке ПСБ, которая юридически не оформлена. Наша справедливая оценка — 20,8-23,9%.

ВЕРДИКТ

Взгляд редакции: ● негативный.

Премия: недостаточна — на 240-550 б.п. к справедливому уровню; базовая оценка — около 550 б.п.

Risk/Reward: премия к ОФЗ — 325 б.п. в год, ожидаемые потери в базовом сценарии — около 570 б.п. в год (PD 6,4% × LGD 90%, по неокруглённой PD мемо). Соотношение премии и ожидаемых потерь — около 0,6х [Расчёт]: даже без надбавок за ликвидность и прозрачность ориентир не покрывает ожидаемый убыток.

001P-01 или 001P-02 на первичном размещении: по нашей оценке, ни один выпуск кредитный риск не оплачивает — риск у них общий. Различие только в ставке: фикс логичнее при ожидании смягчения ДКП, флоатер — при ожидании ужесточения, но с wrong-way риском.

Портфельное позиционирование

- ✓ **Подходит.** Профессиональным инвесторам и специализированным фондам ВДО, которые осознанно ставят на поддержку ПСБ и готовы к бинарному исходу. Базовый лимит по мемо — 0%. Для осознанной ставки на ПСБ разумная точка входа — доходность от ~24% (≈ 92,6% номинала для фикса или ≈ КС + 870 б.п. для флоатера) и отсутствие негативного действия АКРА; доля — не более 1% портфеля ВДО в корзине В-/ССС, горизонт — до погашения с готовностью к высокой волатильности цены.
- ✗ **Не подходит.** Инвесторам, которые покупают «под рейтинг АА» как замену депозиту или ОФЗ; тем, кому нужны ликвидность и предсказуемость цены; институционалам с внешней экспозицией и комплаенс-ограничениями — статус ТСО может сделать бумагу для них недоступной.

Рациональнее дождаться вторичного рынка. Если книга закроется около ориентира, а рынок затем начнёт учитывать статус ТСО и действия АКРА, справедливые уровни — около 92-93% номинала для фикса — могут оказаться достижимыми [Оценка].

Таблица 12. Триггеры пересмотра взгляда (на 03.10.2026)

Дата	Событие	Что изменит взгляд
09.10.2026	Книга заявок	Финальный спред и купон; расширение ориентира на 250 б.п. и более приблизит доходность к справедливой
13–14.10.2026	Размещение, начало торгов	ISIN, уровень листинга, структура спроса, первые котировки
23.10.2026	Заседание Банка России	КС определяет купон флоатера и выбор между 001P-01 и 001P-02
04.11.2026	Конец приёма комментариев FinCEN	Финальное правило по разделу 9714 — главный санкционный триггер
~ноябрь 2026	Плановый пересмотр АКРА или внеплановое действие раньше	«Под наблюдением» или понижение — негатив; подтверждение с оформленной поддержкой ПСБ — позитив
В любой момент	Поручительство или оферта ПСБ по облигациям	Снижение LGD и PD; взгляд может смениться на нейтральный
Отчётность за 9M2026 / FY2026 (до 30.04.2027)	Заёмщики, судьба транша 49,7 млрд ₽, ОДДС, авансы и дебиторка	Раскрытие портфеля — позитив; рост авансов на фоне блокировок — негатив
27.04.2027	Погашение займов выданных на 207,8 млрд ₽	Проверка реальности портфеля

Самые важные даты — 09.10 и 04.11: первая покажет, учёл ли рынок статус ТСО в цене, вторая — насколько жёсткой окажется американская мера. Позитивный триггер, способный изменить взгляд, по сути один — юридически оформленная поддержка ПСБ. Остальные события могут лишь подтвердить картину или ухудшить её.

Дисклеймер. Материал носит аналитический характер и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, офертой или предложением купить или продать ценные бумаги. Оценки, допущения и расчёты могут измениться по мере появления новой информации. Санкционные выводы основаны на публичных заявлениях регуляторов США, ЕС и Великобритании; компания эти обвинения отвергает. Инвестор самостоятельно оценивает правовые и комплаенс-ограничения, применимые к нему.

13 · ОГРАНИЧЕНИЯ И ИСТОЧНИКИ

Что мы знаем, чего не знаем и откуда это

Даты. Анализ — на 03.10.2026. Рыночные данные: КБД Банка России на 02.10.2026, ключевая ставка на 03.10.2026, параметры аналогов на 28.09.2026, рыночная статистика ВДО на 30.09.2026.

Исходники. МСФО FY2025 — обобщённая консолидированная отчётность с заключением ФБК (мнение по полной отчётности немодифицированное, 30.04.2026). МСФО 1П2026 — сокращённая промежуточная, без аудита и обзорной проверки, подписана 29.09.2026. РСБУ эмитента за 1П2026 — без аудита, подписана 28.07.2026.

Пробелы и их влияние. ОДДС за 1П2026 и форма 4 РСБУ; годовые формы 2 РСБУ за 2024–2025; контрагенты по займам выданным (260,4 млрд ₽) и судьба транша от 22.08.2026; кредитные договоры «дочек» (236,1 млрд ₽) и бенефициар поручительства (120,1 млрд ₽); эмиссионная документация (кованты, кросс-дефолт, ISIN, рейтинги выпусков); помесечный график погашений; расшифровка авансов и дебиторки по странам; получатели благотворительности; природа «доходов принципала» и «прочих» резервов. Проверки по арбитражу, ФССП, ЕФРСБ и ФНС выполнены по агрегаторам, дочерние общества не проверялись. Пробелы трактуются консервативно и снижают уверенность вывода до средней. Развернуть вывод они не могут: ключевые негативные факторы подтверждены первоисточниками.