

# Облако на авансах: зачем Cloud.ru второй заём за три месяца

*Крупнейший облачный провайдер страны зарабатывает 75 копеек EBITDA с рубля выручки и почти не должен банкам. Но его деньги держатся на годовой предоплате крупного клиента, а собственник в отчётности не назван. Разбираем, сколько это стоит в базисных пунктах и какой из двух выпусков выглядит разумнее.*

к.э.н. Николай Еремеев

Дата анализа: 06.10.2026 · Рыночные данные: котировки — 06.10.2026; ключевая ставка — решение ЦБ от 11.09.2026; спреды пиров — июнь–август 2026 г. · Отчётность: МСФО FY2025 (аудит), МСФО 1П2026 (обзорная проверка), РСБУ 1П2026

**77,3** млрд ₽

выручка LTM на 30.06.2026  
(МСФО)

**75%**

маржа EBITDA LTM (с учётом  
МСФО 16)

**0,3x**

чистый долг / EBITDA,  
аренда включена

**AA+**

рейтинги АКРА и Эксперт  
РА, прогноз «стабильный»

**TL;DR**

Cloud.ru — лидер российского облака: треть рынка IaaS+PaaS, маржа EBITDA 75%, долг с арендой — 0,3x EBITDA. Слабое место не в долге, а в качестве денег. 41% выручки прошлого года пришло из предоплаты, которая за полгода сжалась на 15 млрд ₽. Рост выручки остановился, а дивиденд в 8 млрд ₽ совпал по времени с первым займом.

Справедливая доходность фикса **001P-01** — около **15,3%**, рынок даёт **≈15,1%**: бумага в рынке. Флоатер **001P-02** справедлив около **КС+160 б.п.**

**Взгляд редакции:** нейтральный по 001P-01, конструктивный по 001P-02 при финальном спреде от КС+175 б.п. Ниже КС+160 б.п. разумнее выглядит 001P-01 на вторичке. Лимит — до 5% портфеля на эмитента.

**ВЕРДИКТ В ОДНУ СТРОКУ**

Кредит уровня AA+ с непрозрачной «начинкой». Премия рынка справедлива, но не щедра. Выбор между выпусками — это ставка на ключевую ставку, а не на эмитента.

**В ЭТОМ ВЫПУСКЕ**

- |                                           |                                                        |
|-------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| <b>01</b> Почему это важно прямо сейчас   | <b>07</b> Параметры выпусков и справедливая доходность |
| <b>02</b> Визитка бизнеса                 | <b>08</b> Матрица рисков                               |
| <b>03</b> Отрасль и макроконтекст         | <b>09</b> Red Flags Check                              |
| <b>04</b> Операционная динамика           | <b>10</b> Сценарный анализ                             |
| <b>05</b> Финансовое здоровье             | <b>11</b> Вердикт редакции                             |
| <b>06</b> Долговой профиль — ядро анализа | <b>12</b> Ограничения и источники                      |

## 01 Почему это важно прямо сейчас

**8 октября Cloud.ru собирает книгу на второй выпуск облигаций.** Параметры: от 10 млрд ₽, флоатер с купоном «ключевая ставка плюс не более 200 б.п.», срок 2,5 года, без оферты и амортизации. Три месяца назад компания дебютировала на бирже фиксом на те же 10 млрд ₽ под 14,2%. Между двумя займами уместились дивиденд единственному участнику на 8 млрд ₽ и отчётность за первое полугодие, в которой выручка почти не выросла.

Меняется и фон. 11 сентября ЦБ впервые более чем за год оставил ставку без изменений — на 14%: инфляция ускорилась до 6,3%. Рынок спорит, когда регулятор вернётся к снижению. Для держателя облигаций Cloud.ru это превращает выбор между двумя выпусками в ставку на траекторию ключевой, а не на кредит: эмитент у бумаг один.

Этот текст отвечает на два вопроса. Сколько стоит кредитный риск компании с образцовыми метриками долга и непрозрачной структурой денег? И где эта цена сейчас выше — на первичке или на вторичке?

*Компания, которая почти не должна банкам, за четыре месяца занимает на бирже 20 млрд ₽. Это не тревожный сигнал. Но и не случайность.*

## 02 Визитка бизнеса

**Cloud.ru** (юрлицо — ООО «Облачные технологии», до 2023 г. — SberCloud) продаёт вычислительные мощности по подписке и по факту потребления. Три четверти выручки — *IaaS*: виртуальные серверы, хранилища, сети и GPU. Почти вся остальная часть — *PaaS*: базы данных, контейнеры, инструменты для работы с моделями ИИ. Ключевая особенность модели — крупные клиенты заранее оплачивают выделенный пул ресурсов, а компания признаёт выручку по мере того, как пул «сгорает».

Затраты — это амортизация серверов, аренда стоек в девяти сторонних дата-центрах, персонал и партнёрские отчисления. По МСФО 16 аренда ЦОД уходит ниже EBITDA, поэтому маржа выглядит как у софтверной компании — 75%. После вычета всех арендных платежей (*EBITDAaL*) остаётся около 62% [\[Расчёт\]](#). Для инфраструктурного бизнеса это всё ещё очень много.

Структура выручки, МСФО, 1П2025 и 1П2026

| Сегмент               | 1П2025, млрд ₽ | 1П2026, млрд ₽ | Доля в 1П2026 | Изменение г/г |
|-----------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| IaaS (инфраструктура) | 26,1           | 28,3           | 75,2%         | +8,4%         |
| PaaS (платформа)      | 9,5            | 8,7            | 23,1%         | −8,3%         |
| Прочие услуги         | 1,2            | 0,6            | 1,7%          | −48,3%        |
| <b>Итого</b>          | <b>36,8</b>    | <b>37,6</b>    | <b>100%</b>   | <b>+2,2%</b>  |

Источник: МСФО 1П2026, Прим. 14.

IaaS ещё растёт, а платформенные сервисы и разовые продажи лицензий сжимаются. По данным компании, на ИИ-направление пришлась примерно половина выручки полугодия. Потребление токенов языковых моделей за восемь месяцев 2026 г. выросло в 18 раз. Но в деньгах ИИ пока лишь компенсирует спад PaaS, а не ускоряет рост.

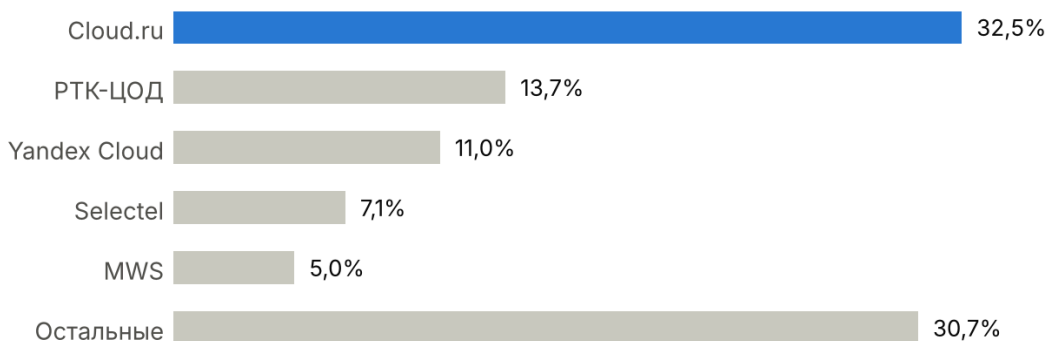
### Позиция на рынке

По оценке iKS-Consulting, в 2025 г. Cloud.ru занимал **32,5% рынка IaaS+PaaS** — больше, чем три ближайших конкурента вместе. В PaaS доля ещё выше — 44,6%. Лидерство, однако, начинает

требовать усилий. В первом полугодии 2026 г. рынок IaaS и PaaS, по данным той же iKS (в изложении «Ведомостей» и Inc.), вырос на 13,6%, а соответствующая выручка Cloud.ru — на 3,9%. [\[Расчёт\]](#) Если методики сопоставимы, доля компании за год сократилась примерно на 3 п.п.

## Каждый третий рубль рынка IaaS+PaaS — у Cloud.ru

Доли рынка IaaS+PaaS в России по итогам 2025 г., %



Источник: iKS-Consulting (оценка ноября 2025 г.), по данным ComNews

## Собственники и связанные стороны

Собственник — главный пробел этой истории. До мая 2022 г. учредителем был Сбербанк. Через шесть недель после введения против банка блокирующих санкций США он вышел из капитала (официально — «в рамках актуализации стратегии»). Долю, по данным Интерфакса, получило АО «Новые возможности» с уставным капиталом 10 тыс. ₽. Кто контролирует компанию сейчас, отчётность не говорит. МСФО не раскрывает ни материнскую компанию, ни конечного бенефициара, ни сделки со связанными сторонами.

Аудитор — АО «ДРТ», бывшая российская практика Deloitte. Из-за этого нераскрытия он дважды подряд выразил мнение с оговоркой: по годовой отчётности за 2025 г. и по полугодовой за 2026 г. Пояснения к РСБУ прямо предупреждают, что операции со связанными сторонами «могут быть значительными».

### РЕМАРКА РЕДАКЦИИ

Нераскрытие связанных сторон — обычная практика бывших «дочек» санкционных групп, и само по себе это не красный флаг. Но рядом с ним стоят предоплата крупного клиента, концентрация дебиторки и дивиденд в 8 млрд ₽. Возникает вопрос, на который отчётность не отвечает: чьи деньги приходят в компанию и чьи из неё уходят.

## 03 Отрасль и макроконтекст

**Облачный рынок прошёл пик импортозамещения.** Волна миграции с иностранных платформ закончилась, и рост замедляется. По данным iKS-Consulting (в изложении «Ведомостей»), в 2025 г. рынок вырос на 28,9%, до 418,6 млрд ₽. Прогноз на 2026 г. снижен до 19,4%, а в первом полугодии IaaS и PaaS прибавили лишь 13,6%. Среди причин аналитики называют конец миграции, дорогие деньги и подорожавшее оборудование. Быстрее всего растут аренда GPU (+39% в 2025 г.) и ИИ-сервисы.

Cloud.ru — крупнейший игрок замедляющегося рынка, который пересаживается на ИИ. В апреле компания выделила отдельное направление Neocloud, в июне начала строить первый собственный ЦОД — около 11 МВт с вводом в 2027 г.

**Второй тренд — дефицит дата-центров.** Ввод новых мощностей в 2026 г. окажется минимальным с 2019 г. (оценка Совкомбанка). В Москве не выделяют площадки и технические условия на подключение, а стойко-место за год подорожало на 15,7% (iKS-Consulting и 3data). Для Cloud.ru это палка о двух концах. Дефицит поддерживает цены на облако, но компания арендует все девять своих ЦОД, поэтому рост ставок аренды рано или поздно дойдёт и до неё [\[Оценка\]](#).

Чувствительность к ключевой ставке: три канала

| Канал             | Механизм                                                                                                                  | Оценка                                           |
|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| Стоимость долга   | 94% долга — аренда с фиксированными ставками. После второго выпуска доля плавающего долга вырастет примерно до 24%        | ● КС $\pm 3$ п.п. меняет ICR в пределах 7,8–8,6x |
| Спрос             | Дорогие деньги режут ИТ-бюджеты. iKS прямо называет стоимость финансирования одной из причин замедления рынка             | ● Умеренный                                      |
| Оборотный капитал | Готовность клиента платить вперёд зависит от его ликвидности: при высоких ставках предоплата обходится плательщику дороже | ● Главный канал                                  |

Источник: МСФО 1П2026; iKS-Consulting; расчёт и оценка редакции.

Итог: процентный риск для самого эмитента скромнен. Настоящая чувствительность к ставке проходит через готовность клиентов платить вперёд, а она в отчётности видна только задним числом.

**Регуляторика и налоги.** С 2026 г. НДС вырос до 22% — для корпоративных клиентов, которые принимают налог к вычету, это в основном нейтрально. Страховые взносы ИТ-компаний в пределах базы выросли с 7,6% до 15% (закон 425-ФЗ). Требования к локализации данных и к критической инфраструктуре скорее помогают российским облакам. Эмитента нет в санкционных списках (по данным OpenSanctions на 06.10.2026), но оборудование импортное, а GPU приходят параллельными каналами.

**Валюта.** Выручка рублёвая, валютной кредиторки — около 1,2 млрд ₽, или примерно 2% обязательств. Курсовой риск компания хеджирует форвардами, и цена этой страховки известна: в 2024 г. форварды принесли 2,3 млрд ₽ убытка.

## 04 Операционная динамика

**Инфраструктура растёт быстрее выручки.** По данным АКРА, в феврале 2026 г. у компании было около 27 тыс. серверов и 56 МВт мощности. К середине года, по данным самой компании, — более 30 тыс. серверов и 58–60 МВт в девяти арендованных ЦОД. Среднесписочная численность за год выросла с 1 769 до 2 051 человека. Выручка на сотрудника — около 37 млн ₽ в год [\[Расчёт\]](#): это реальный, а не «бумажный» бизнес.

### Инвестиционный цикл

Компания живёт на инвестициях 2024 г. Тогда она потратила на серверы больше, чем заработала выручки: капвложения составили 115% выручки. С тех пор они упали до 23% выручки и примерно до 0,6x амортизации [\[Расчёт\]](#). Остаточная стоимость основных средств за полтора года снизилась с 77 до 56 млрд ₽. Это означает, что парк стареет, а в 2027–2028 гг. понадобится новый инвестиционный цикл: обновление серверов, GPU и собственный ЦОД. Значит, и новые займы.

### Оборотный капитал: подушка, которая тает

Здесь находится главный нюанс кредитной истории. В 2024 г. крупный клиент (или клиенты — отчётность их не называет) предоплатил пул ресурсов: на конец года обязательства по авансам

достигли 38 млрд ₽ без НДС. В 2025 г. 41% выручки компании пришёлся на «сгорание» этих авансов. Во втором полугодии 2025 г. подушку пополнили, а в первом полугодии 2026 г. она сжалась на 15 млрд ₽. Одновременно дебиторка выросла на 5 млрд ₽: срок её оборачиваемости увеличился с 42 до 67 дней, а топ-10 дебиторов дают 88% торговой задолженности.

Подушка тает, дебиторка растёт

Авансы клиентов и торговая дебиторская задолженность, млрд ₽ (МСФО)



Похоже, часть расчётов крупного клиента переходит с предоплаты на постоплату. Косвенно это подтверждает НДС: в первом полугодии компания заплатила 6,4 млрд ₽ налога против 2,1 млрд ₽ годом ранее — это налог с авансов, полученных в конце 2025 г. [Оценка] Если цикл повторится, новая предоплата придёт в IV квартале. Если нет — компании придётся профинансировать около 20 млрд ₽ оборотного капитала из собственных денег или из долга.

ПОЧЕМУ ЭТО ВАЖНО ОБЛИГАЦИОНЕРУ

Предоплата — это кредит клиента компании: беспроцентный, без ковенантов и без биржевого тикера. Если клиент перестанет его продлевать, Cloud.ru придётся заменить около 20 млрд ₽ «бесплатных» денег обычными. Это примерно два выпуска облигаций.

05 Финансовое здоровье

Ключевые показатели, МСФО, млрд ₽ (LTM = FY2025 + 1П2026 – 1П2025)

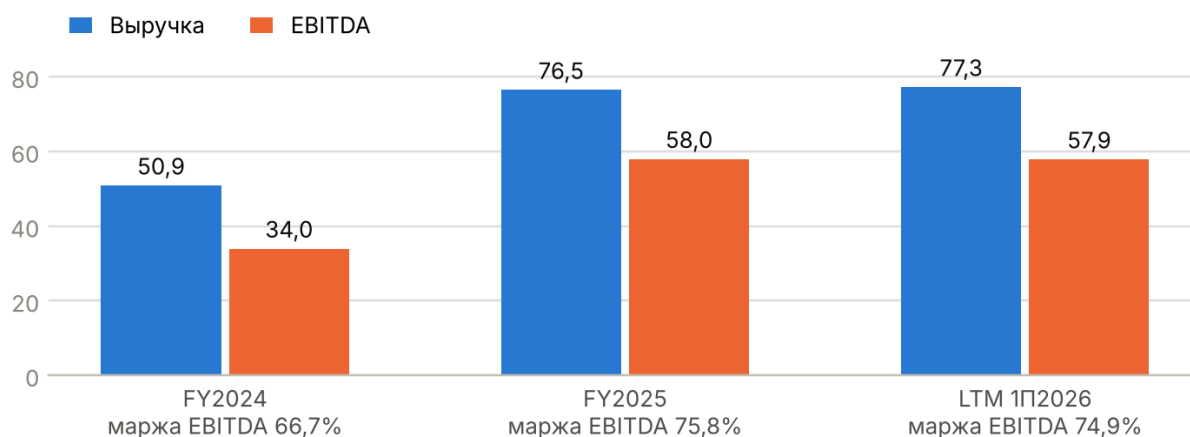
| Показатель        | FY2024 | FY2025 | LTM 1П2026 | Δ FY25/FY24 | Комментарий                        |
|-------------------|--------|--------|------------|-------------|------------------------------------|
| Выручка           | 50,9   | 76,5   | 77,3       | +50,1%      | 1П2026: +2,2% г/г                  |
| ЕВITDA            | 34,0   | 58,0   | 57,9       | +70,5%      | Аренда ЦОД — ниже ЕВITDA (МСФО 16) |
| Маржа ЕВITDA      | 66,7%  | 75,8%  | 74,9%      | +9,1 п.п.   | ЕВITDAaL-маржа LTM ≈62%            |
| Чистая прибыль    | 7,9    | 14,7   | 13,1       | +85,2%      | Неоперационные статьи малы         |
| ROE               | 22,5%  | 33,0%  | 27,7%      | +10,5 п.п.  | —                                  |
| ROIC              | 19,7%  | 31,1%  | 23,0%      | +11,4 п.п.  | НОРАТ / (капитал + ЧД)             |
| OCF               | 65,7   | 44,0   | 41,5       | −33,1%      | 2024 г. раздут предоплатой (+36,8) |
| FCF (OCF – capex) | 7,2    | 26,5   | 23,5       | ×3,7        | 1П2026: −7,4                       |
| Capex / выручка   | 114,9% | 22,8%  | 23,3%      | −92,1 п.п.  | Пик инвестицикла пройден в 2024 г. |

Источник: МСФО FY2025 (аудит) и 1П2026 (обзорная проверка); расчёт редакции. ROE и ROIC LTM — к среднему капиталу.

**Драйверы.** 2025 г. стал годом урожая после инвестиций 2024 г.: введённые серверы дали +50% выручки, а операционный рычаг поднял маржу EBITDA на 9 п.п. В 2026 г. эффект закончился. Выручка стоит, амортизация растёт на 17% г/г, а операционная прибыль за полугодие сократилась на четверть.

## Масштаб вырос в полтора раза — и остановился

Выручка и EBITDA по МСФО, млрд ₽. LTM = FY2025 + 1П2026 – 1П2025



Источник: отчётность ООО «Облачные технологии» по МСФО (FY2025 — аудит, 1П2026 — обзорная проверка); расчёт редакции

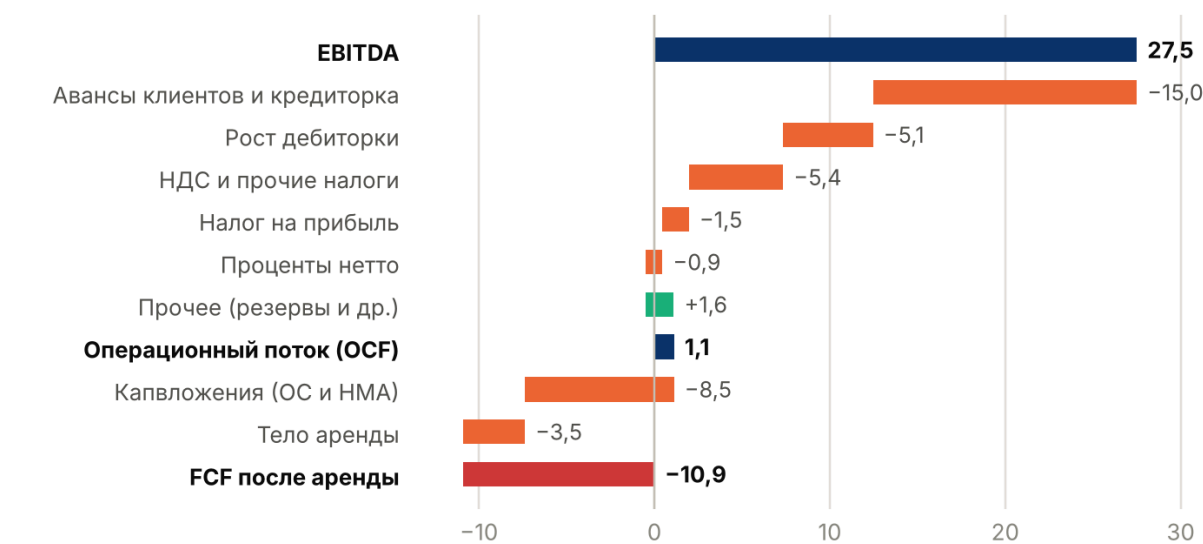
**Качество прибыли высокое.** Курсовые разницы и прочие доходы почти не влияют на результат: их сальдо — 1–3% прибыли до налога. Есть и раздражители, пусть небольшие. Капитализация разработок в нематериальные активы растёт: 5,6 млрд ₽ в 2025 г. против 2,4 млрд ₽ годом ранее. В первом полугодии компания продлила сроки полезного использования оборудования, хотя эффект пока копеечный — около 38 млн ₽.

**МСФО против РСБУ.** Расхождения невелики: выручка по РСБУ на 0,8% выше, чистая прибыль на 1,7% ниже. Природа — в классификации прочей выручки, курсовых разниц и производных инструментов. Аренда учитывается по сопоставимым правилам (МСФО 16 и ФСБУ 25).

**Деньги — слабое звено.** EBITDA за полугодие — 27,5 млрд ₽, а операционный поток — всего 1,1 млрд ₽, или 4% EBITDA. Основная часть съедена сокращением авансов, ростом дебиторки и уплатой НДС. После капвложений и платежей по аренде свободный поток составил минус 10,9 млрд ₽. Дивиденд в 8 млрд ₽ компания выплатила уже после размещения первого выпуска.

Куда ушли 27,5 млрд ₽ EBITDA за полгода

Денежный поток 1П2026 по МСФО, млрд ₽. После 30.06: облигации +10,0 и дивиденды -8,0



Источник: МСФО 1П2026, отчёт о движении денежных средств; группировка статей — редакции

06 Долговой профиль — ядро анализа

Структура долга

| Метрика (МСФО)                | 30.06.2026 | Pro forma* | Оценка | Комментарий                           |
|-------------------------------|------------|------------|--------|---------------------------------------|
| Долг с арендой, млрд ₽        | 29,1       | 49,1       | ●      | Аренда — 94% долга до выпусков        |
| Чистый долг с арендой, млрд ₽ | 20,0       | 28,0       | ●      | —                                     |
| ЧД / EBITDA (с арендой)       | 0,3x       | 0,5x       | ●      | Компания: 0,35x                       |
| ЧД без аренды / EBITDAaL      | -0,2x      | ≈0,0x      | ●      | Без МСФО 16 — чистая денежная позиция |
| ICR = EBITDA / проценты       | 11,5x      | 8,6x       | ●      | Проценты включают аренду              |
| FFO / долг                    | 169%       | ≈100%      | ●      | —                                     |
| Краткосрочный долг / долг     | 41,6%      | ≈25%       | ●      | В основном аренда на 12 мес.          |
| Валютный долг                 | 0%         | 0%         | ●      | —                                     |
| Долг с плавающей ставкой      | 6,4%       | ≈24%       | ●      | Банк + флоатер 001P-02                |
| Средневзвешенная ставка       | ≈12,4%     | ≈13,6%     | —      | При КС 14%                            |

\* Pro forma: +10 млрд ₽ (001P-01, июль), +10 млрд ₽ (001P-02, октябрь, КС+175), -8 млрд ₽ дивидендов. Операционный поток после 30.06 не учтён [Допущение]. Источник: МСФО 1П2026; расчёт редакции.

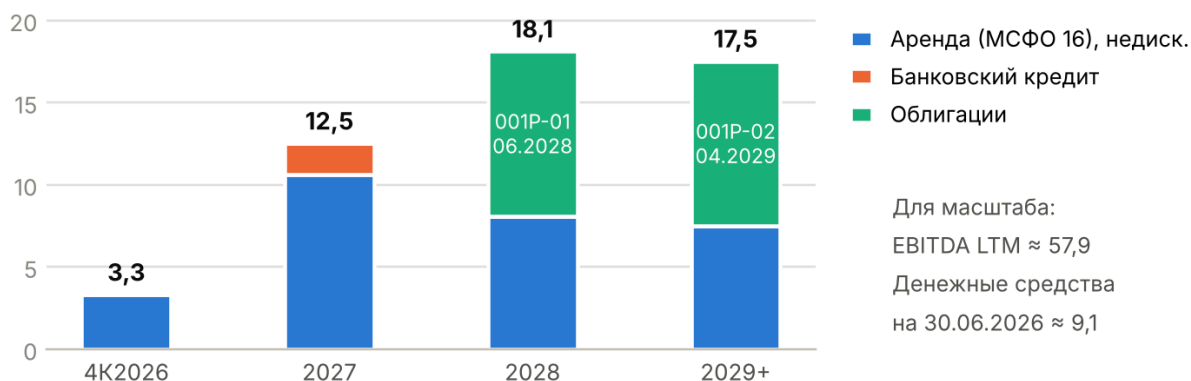
**Долговая нагрузка низкая в любой версии.** С арендой она составляет 0,3x EBITDA, без аренды у компании чистая денежная позиция. Даже после двух выпусков отношение не превысит 0,5x. Одна оговорка: банковский долг на отчётную дату — плохой ориентир. На 31.12.2025 он был нулевым, но

проценты за год и анализ чувствительности в МСФО указывают, что в течение 2025 г. компания в среднем держала около 10 млрд ₽ кредитов [\[Расчёт\]](#).

## График погашений

### Стена погашений: пик в 2028 г. втрое ниже EBITDA

Погашения основного долга и арендные платежи по годам, млрд ₽ (с учётом 001P-02 на 10 млрд ₽)



Источник: РСБУ и МСФО 1П2026, параметры 001P-02; аренда разнесена по годам равномерно (допущение)

Ближайшие 18 месяцев проходят без погашений облигаций. Единственный долговой платёж — банковский кредит на 1,9 млрд ₽ в феврале 2027 г., который покрывается деньгами на счетах. Пик приходится на 2028 г.: 10 млрд ₽ по 001P-01 плюс около 8 млрд ₽ аренды. Против годовой EBITDA около 58 млрд ₽ это немного. Ликвидный разрыв возникает только в совмещённом стрессе (см. стресс-тест ниже).

## Ковенанты

- Эмиссионных документов в распоряжении редакции не было. Для выпусков эмитентов уровня AA финансовые ковенанты нетипичны, но проверить это стоит до книги заявок. Ключевые неизвестные — кросс-дефолт, ограничение залогов (*negative pledge*) и, особенно, условие о смене контроля. При нераскрытом собственнике это условие становится главным нефинансовым ковенантом выпуска.

## Кредитные рейтинги

| Агентство  | Рейтинг | Прогноз    | Последнее действие |
|------------|---------|------------|--------------------|
| АКРА       | AA+(RU) | Стабильный | 27.02.2026         |
| Эксперт РА | ruAA+   | Стабильный | 21.05.2026         |

Источник: ComNews, Эксперт РА. Оба рейтинга свежие — 7 и 4,5 месяца.

Агентства видят то же, что и мы: сильные метрики, лидерство на рынке, концентрацию клиентов и слабость корпоративного управления. Эксперт РА отдельно отмечает отсутствие совета директоров и ожидает умеренного роста долговой нагрузки — примерно до 1,0x EBITDA. АКРА закладывает умеренные капвложения до 2028 г. Второй выпуск укладывается в оба сценария.

## Стресс-тест обслуживания долга

| Показатель (pro forma)     | База | +300 б.п. и EBITDA –20% | То же + предоплата не обновлена |
|----------------------------|------|-------------------------|---------------------------------|
| EBITDA, млрд ₽             | 57,9 | 46,3                    | 46,3                            |
| Процентные расходы, млрд ₽ | 6,7  | 7,1                     | 7,1                             |

| Показатель (pro forma)    | База          | +300 б.п. и EBITDA –20% | То же + предоплата не обновлена               |
|---------------------------|---------------|-------------------------|-----------------------------------------------|
| ICR                       | 8,6x          | 6,6x                    | 6,6x                                          |
| ЧД / EBITDA               | 0,5x          | 0,6x                    | ≈0,9–1,0x                                     |
| Ликвидность на 12 месяцев | ● Разрыва нет | ● Разрыва нет           | ● Разрыв в 11.2026–03.2027 без урезания сарех |

Источник: расчёт редакции по МСФО 1П2026; +300 б.п. применены к плавающему долгу (банк и 001P-02). [Допущение] Аренда — по фиксированным ставкам.

**Процентный стресс для эмитента не страшен:** даже при ставке на 3 п.п. выше и EBITDA на 20% ниже проценты покрываются более шести раз. Опасен только сценарий, в котором одновременно охлаждается спрос, закрывается рынок долга и клиент перестаёт платить вперёд. Но и тогда разрыв закрывается сокращением капвложений — по контрактам компания обязана потратить лишь 2,8 млрд ₽ — или размещением 001P-02.

## 07 Параметры выпусков и справедливая доходность

| Параметр                      | 001P-01 (вторичка)                                    | 001P-02 (первичка)                           |
|-------------------------------|-------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| ISIN                          | RU000A10FJS0                                          | ● н/д до размещения                          |
| Объём / номинал               | 10 млрд ₽ / 1 000 ₽                                   | от 10 млрд ₽ / ● н/д                         |
| Тип купона                    | Фиксированный                                         | Плавающий (флоатер)                          |
| Ставка / база + спред         | 14,2%                                                 | КС + не более 200 б.п. (ориентир)            |
| Периодичность                 | Каждые 30 дней                                        | Ежемесячно                                   |
| Погашение                     | 22.06.2028                                            | ~04.2029 (2,5 года)                          |
| Оферты put/call · амортизация | Нет · нет                                             | Нет · нет                                    |
| Дюрация                       | ≈1,5 года (557 дней)                                  | По ставке ≈0,1 года; спред-дюрация ≈2,2 года |
| Доходность / текущий купон    | ≈15,1% эфф. при цене 100,0%                           | 15,75–16,0% при КС 14% (КС+175...200)        |
| Спред                         | G-спред ≈90–110 б.п. (ОФЗ 26212 — 14,1%)              | Спред к КС = дисконт-маржа при цене 100%     |
| Книга / размещение            | 30.06 / 03.07.2026; спрос более чем вдвое выше объёма | 08.10 / 13.10.2026                           |
| Ликвидность / организаторы    | ● Средний оборот н/д · ● н/д                          | — · ● н/д                                    |

Источник: ComNews, Investfuture (29.09 и 02.10.2026), Investmint (котировки на 06.10.2026); расчёт редакции.

Главные отличия — тип купона и срок. 001P-02 на десять месяцев длиннее, но процентного риска в цене у него почти нет: весь риск флоатера — кредитный. У 001P-01 наоборот — кредит короче, а цена реагирует на движение кривой.

### Справедливая доходность: два метода

| Метод                  | 001P-01 (фикс)                                                                                                     | 001P-02 (флоатер)                                                         |
|------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| А. Относительный       | G-кривая на 1,5 года ≈14,2% + спред AA+ 80–110 б.п. + 20–30 б.п. за непрозрачность → 15,2–15,6%                    | Флоатеры AA+ (КС+150...165) + 10–20 б.п. за непрозрачность → КС+160...185 |
| Б. Фундаментальный     | 14,2% + ожидаемые потери 0,24 п.п. (PD 0,4% × LGD 60%) + ликвидность 0,5 п.п. + пробелы в данных 0,4 п.п. → ≈15,3% | Те же компоненты + 0,2–0,3 п.п. за срок → КС+135...145                    |
| Справедливо (середина) | ≈15,3–15,4%                                                                                                        | ≈КС+160 б.п. (диапазон 140–185)                                           |

| Метод            | 001P-01 (фикс)           | 001P-02 (флоатер)                                               |
|------------------|--------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| Рынок / ориентир | ≈15,1%                   | КС + не более 200 б.п.                                          |
| Отклонение       | -20...-30 б.п. — в рынке | При КС+200: +40 б.п.; при КС+175: +15 б.п. — в рынке, с премией |

[Оценка] [Допущение] PD и LGD — оценка редакции для внутреннего рейтинга AA-; спред AA+ — по пирам ниже. Отклонение в пределах ±150–200 б.п. трактуется как «в рынке».

Оба метода сходятся: фикс оценён справедливо, а флоатер по верхней границе ориентира даёт премию. Относительный метод дороже фундаментального на 20–30 б.п. — это рыночная цена непрозрачности, которую фундаментальная модель не видит.

Пира: на что ориентироваться [Оценка]

| Выпуск                      | Рейтинг         | Купон       | Срок           | Ориентир (дата)            |
|-----------------------------|-----------------|-------------|----------------|----------------------------|
| Облачные технологии 001P-01 | AA+             | фикс 14,2%  | 06.2028        | ≈15,1% эфф. (06.10)        |
| Ростелеком 001P-28R         | AAA             | фикс 14,45% | оферта 01.2028 | ≈15,45% к оферте (03.08)   |
| Селектел 001P-06            | A+              | фикс ≈15,2% | 03.2028        | цена ≈100% (06.10)         |
| Магнит БО-005P-06           | AA+             | КС+150      | 05.2029        | спред размещения (06.2026) |
| Металлоинвест 002P-06       | AA+/AA, негатив | КС+165      | 07.2029        | спред размещения (07.2026) |
| Каширская ГРЭС 001P-01      | AAA*            | КС+135      | 07.2029        | спред размещения (07.2026) |
| Облачные технологии 001P-02 | AA+             | КС+≤200     | ~04.2029       | ориентир (08.10)           |

\* Поручительство «Интер РАО». Источники: Investmint (06.10.2026), обзор TenChat (03.08.2026), Investfuture. Конвенции доходностей и даты различаются — таблица даёт ориентир, а не точный бенчмарк. Медиана рейтинговой группы в нашем распоряжении отсутствует (●); по данным Эксперт РА, на конец II кв. 2026 г. средняя доходность эмитентов AAA–AA составляла 14,9%.

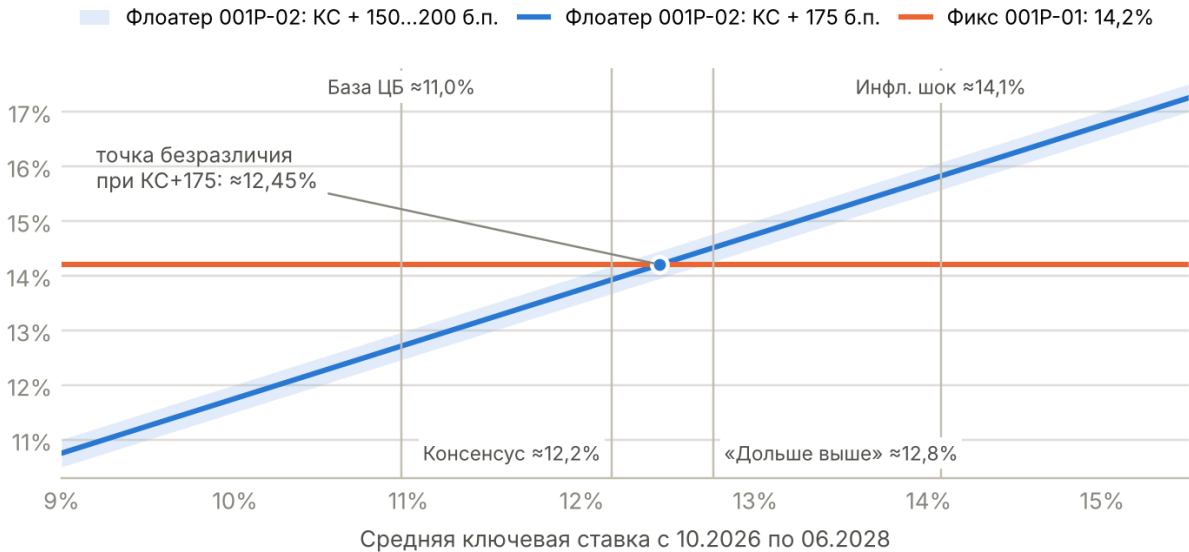
Что видно из таблицы. Фикс Cloud.ru даёт примерно на 100 б.п. меньше купона Селектела (A+) — разница, соответствующая трём ступеням рейтинга. Для AA+ с непрозрачной структурой это справедливо, но не щедро. Флоатер с ориентиром КС+200 б.п. даёт 35–50 б.п. сверх недавних размещений AA+ — Магнита и Металлоинвеста. Это и есть премия за второй выход на рынок за три месяца и за непрозрачность.

## Фикс или флоатер: арифметика выбора

Кредит у двух бумаг один, поэтому разница между ними — чистая ставка на ключевую. Флоатер с купоном КС+175 б.п. обгоняет фикс 14,2%, если средняя ставка до июня 2028 г. окажется выше ≈12,45%. При КС+200 б.п. точка безразличия — 12,2%, при КС+150 б.п. — 12,7%. Чувствительность купона прямолинейна: при КС 11% флоатер платит 12,75%, при 17% — 18,75%. Процентный риск переходит от держателя к эмитенту, а для эмитента он, как показал стресс-тест, терпим.

## Фикс или флоатер — это ставка на ключевую

Средний купон до июня 2028 г. при разной средней КС; вертикали — сценарии КС редакции



Источник: параметры выпусков; прогнозы ЦБ (09.2026) и аналитиков; расчёт редакции, без реинвестирования купонов

Где рынок сейчас? Базовый прогноз ЦБ (сентябрь 2026 г.) — средняя ставка 10,5–12,5% в 2027 г. Консенсус аналитиков — около 12,4%, Альфа-Банк — 13,3%. Если пересчитать эти траектории на срок до июня 2028 г., получается от ≈11% (ЦБ) до ≈12,8% («дольше выше») [\[Расчёт\]](#). Иными словами, консенсус стоит почти ровно в точке безразличия. Флоатер выигрывает, если инфляция окажется упрямой, фикс — если ЦБ выполнит свой базовый прогноз.

## 08 Матрица рисков

### Карта рисков: главное — не долг, а деньги клиентов

Вероятность и влияние ключевых рисков, оценка редакции



Источник: оценка редакции на основе МСФО/РСБУ 1П2026 и отраслевых данных; подробности — в таблице рисков

| Риск                                                                                        | Вероятн. | Влияние | Митигант                                                                      |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|----------|---------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 1. Предоплата не обновится в IV кв. 2026 г. — минус ~20 млрд ₽ оборотного капитала          | C        | B       | Низкий долг; +10 млрд ₽ от 001P-02; гибкий capex (контрактный — 2,8 млрд ₽)   |
| 2. Событие собственности: смена контроля, конфликт, санкционный контур бенефициара          | H        | B       | Отсутствует, кроме рейтингов AA+ и аудита ДРТ; условие о смене контроля — н/д |
| 3. Дивиденды в долг: повтор выплаты при отрицательном FCF во II кв. 2027 г.                 | B        | C       | Низкий левередж; ограничений в документации — н/д                             |
| 4. Потеря доли: рынок +13,6%, Cloud.ru +3,9% в 1П2026; ценовое давление конкурентов         | B        | C       | Лидерство (32,5%), ИИ-направление Neocloud                                    |
| 5. Дорожающие ЦОД и capex-навес: стойки +15,7%, новый ЦОД, стареющий парк                   | C        | C       | Собственный ЦОД с 2027 г.; долгосрочные договоры аренды                       |
| 6. КС «дольше выше»: инфляция 6,3% и выше                                                   | C        | C       | ICR ≥6,6x при +300 б.п.; для инвестора — флоатер                              |
| 7. Качество выручки: дебиторка опережает выручку, часть выручки — до подписания актов (<5%) | C        | C       | Резерв под убытки минимален; клиенты крупные, но не раскрыты                  |
| 8. Санкции и импорт GPU                                                                     | H        | C       | Частичный: запас незавершённых капвложений, параллельный импорт               |
| 9. Налоги: НДС 22%, взносы ИТ 15%                                                           | B        | H       | B2B-клиенты принимают НДС к вычету; взносы — малая доля затрат                |

H / C / B — низкая / средняя / высокая. Горизонт — 12–18 месяцев. [Оценка] — оценка редакции.

Три самых весомых риска из девяти касаются денег клиентов и собственника. Ни один не связан с долговой нагрузкой — это хорошая новость для кредитора и плохая для того, кто привык оценивать эмитента по мультипликаторам.

## 09 Red Flags Check

| Проверка                                                 | Ответ      | Пояснение                                                                |
|----------------------------------------------------------|------------|--------------------------------------------------------------------------|
| Отрицательный ОСФ 2+ периода подряд                      | ● Нет      | ОСФ положителен; в 1П2026 — 1,1 млрд ₽ (4% EBITDA)                       |
| Дебиторка растёт быстрее выручки                         | ● Да       | FY2025: +52% против +50%; 1П2026: +59% за полгода при +2% г/г            |
| Забалансовые обязательства / поручительства за связанных | ● Н/д      | Выданные обеспечения — 0,1 млрд ₽ (44-ФЗ); связанные стороны не раскрыты |
| Частая смена аудитора / CFO                              | ● Нет      | Аудитор прежний; в 01.2026 сменился гендиректор                          |
| Оговорки или going concern в заключении                  | ● Да / нет | Оговорка по МСФО (IAS) 24 дважды подряд; going concern — нет             |
| Залог ключевых активов                                   | ● Н/д      | НМА и запасы не заложены; по основным средствам раскрытия нет            |
| Топ-3 клиента > 50% выручки                              | ● Вероятно | Топ-10 — 88% дебиторки; 41% выручки 2025 г. — из авансов                 |
| Существенные судебные иски                               | ● Нет      | Иск к эмитенту — 0,1 млрд ₽ (0,25% капитала)                             |
| Нераскрытый бенефициар                                   | ● Да       | Материнская компания в МСФО не названа                                   |
| Дивиденды при отрицательном FCF                          | ● Да       | 8 млрд ₽ при FCF 1П2026 минус 7,4 млрд ₽                                 |
| Капвложения ниже амортизации                             | ● Да       | 0,6x в 2025 г.; парк стареет                                             |
| Несходимости в примечаниях                               | ● Да       | 10 случаев, в т.ч. 40,8 млрд ₽ в итогах таблицы долга за 2024 г.         |
| Долг на отчётную дату ниже среднегодового                | ● Вероятно | Средний банковский долг 2025 г. ≈10 млрд ₽ при нуле на 31.12             |

Ни один флаг не тянет на дефолтный сигнал. Но вместе они рисуют знакомый для рынка портрет: финансово сильная компания, которую трудно проверить снаружи. За такую непрозрачность разумно брать 20–40 б.п. премии, а не отказываться от кредита.

## 10 Сценарный анализ

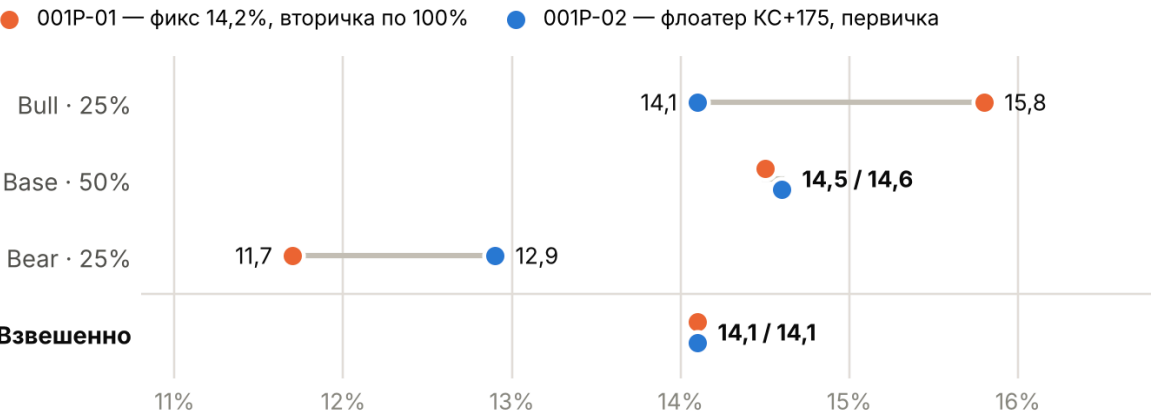
Горизонт — 12 месяцев с 13.10.2026. Покупка обеих бумаг — по номиналу, финальный спред флоатера — КС+175 б.п. **[Допущение]** Доходность за период (HPR) считаем без реинвестирования купонов. Вероятности — **[Оценка]** редакции.

| Сценарий         | P           | Предпосылки                                                                                                         | Метрики эмитента                                                                       | 001P-01, HPR  | 001P-02, HPR  |
|------------------|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|
| ● Bull           | 25%         | КС снижается по базе ЦБ (≈12% в среднем за 12 мес.); предоплата обновлена; ИИ возвращает рост; спреды –20...30 б.п. | EBITDA ≈60 млрд ₽;<br>ЧД/EBITDA ≈0,4x                                                  | ≈15,8%        | ≈14,1%        |
| ● Base           | 50%         | Консенсус по КС (≈13%); предоплата обновлена частично; рост низкий; спреды стабильны                                | EBITDA ≈55 млрд ₽;<br>ЧД/EBITDA ≈0,5–0,6x; ICR ≈8x                                     | ≈14,5%        | ≈14,6%        |
| ● Bear           | 25%         | Инфляция упорствует, КС 14–15%; предоплата не обновлена; дивиденды в долг; спреды +150...175 б.п.                   | EBITDA ≈46 млрд ₽;<br>ЧД/EBITDA ≈1,0x; ICR ≈6,6x; PD за 12 мес. ≈1–2%; recovery 40–60% | ≈11,7%        | ≈12,9%        |
| <b>Взвешенно</b> | <b>100%</b> |                                                                                                                     |                                                                                        | <b>≈14,1%</b> | <b>≈14,1%</b> |

Источник: расчёт редакции. В Bear учтены ожидаемые потери ≈0,6 п.п. Для флоатера при КС+200 взвешенный HPR ≈14,3%, при КС+150 — ≈13,8%.

### Одна ожидаемая доходность — разный риск

Доходность за 12 месяцев с 13.10.2026 (HPR) по сценариям, %, без реинвестирования купонов



Источник: расчёт редакции; вероятности и предпосылки сценариев — оценка редакции

**Что говорит арифметика.** При КС+175 ожидаемые доходности практически совпадают — около 14% за год. Но разброс исходов у флоатера в 2,4 раза уже: от 12,9% до 14,6% против 11,7–15,8% у фикса. Фикс выигрывает, только если ЦБ режет ставку быстро. Флоатер боится сценария, в котором инфляция окажется упрямее прогнозов.

**Вероятностная доходность против рынка.** Взвешенные ≈14,1% без реинвестирования примерно соответствуют 15% эффективных. Это почти совпадает с рыночной доходностью 001P-01 (≈15,1%): рынок оценивает риск справедливо, без скидки и без наценки. Recovery в Bear мы оцениваем в 40–60% **[Оценка]**. Облигации необеспеченные и стоят в очереди вместе с арендодателями и клиентами-предплательщиками, а серверы при продаже теряют значительную часть стоимости.

## 11 Вердикт редакции

Cloud.ru — финансово сильный эмитент уровня AA+ с двумя изъянами, которые не видны в коэффициентах долга. Первый — денежный поток зависит от годовой предоплаты крупного клиента. Второй — собственник и связанные стороны не раскрыты. Рынок прайсит это корректно: фикс 001P-01 торгуется в пределах 20–30 б.п. от справедливого уровня. Флоатер 001P-02 по ориентиру предлагает премию к недавним размещениям AA+, но эта премия реальна, только если книга не сожмёт спред ниже KC+160–175 б.п.

| Параметр        | Оценка                                                                                                                                                  |
|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Взгляд редакции | 001P-01 — <b>нейтральный</b> ; 001P-02 — <b>конструктивный</b> при финальном спреде от KC+175 б.п. (при KC+160...175 — нейтральный)                     |
| Премия          | 001P-01 — на грани ( $\approx -20 \dots -30$ б.п. к fair value, в пределах допуска); 001P-02 — достаточна от KC+160, щедрая (+40 б.п.) при KC+200       |
| Risk / Reward   | Премия к базе (ОФЗ / KC) на единицу недобора в Bear: 001P-01 — <b>0,4x</b> (100 б.п. против 2,8 п.п.), 001P-02 — <b>1,0x</b> (175 б.п. против 1,7 п.п.) |

### ПЕРВИЧКА ИЛИ ВТОРИЧКА: КОРОТКИЙ ОТВЕТ

**Финальный спред 001P-02 от KC+175 б.п.:** первичка выглядит предпочтительнее. Ожидаемая доходность та же, что у 001P-01 ( $\approx 14\%$  за 12 месяцев), но разброс исходов в 2,4 раза уже, есть защита от инфляционного сценария и премия к недавним размещениям AA+ (KC+150...165).

**От KC+160 до KC+175 б.п.:** паритет. Выбор определяется взглядом на ставку; без сильного взгляда разумна комбинация двух бумаг.

**Ниже KC+160 б.п.:** рациональнее 001P-01 на вторичке по номиналу. Срок короче (06.2028), нет риска размещения, бумага выигрывает при снижении ставки по базовому прогнозу ЦБ.

### Кому подходит и кому нет

- **Подходит:** портфелям облигаций, которым нужен эмитент AA+ с доходностью 15–17% эфф. Доля — до 5% портфеля на эмитента (оба выпуска вместе). Горизонт: 001P-01 — до 22.06.2028, 001P-02 — 12–30 месяцев. Для ВДО-портфеля — как «якорь» качества и ликвидности.
- **Не подходит:** тем, кому комплаенс не позволяет держать эмитента с нераскрытым бенефициаром; тем, кто ищет высокодоходную премию (её здесь нет); тем, кто ставит на быстрое снижение ставки, — флоатер (для них логичнее фикс).

### Триггеры пересмотра

| Дата                       | Событие                                | Что изменит взгляд                                                                                   |
|----------------------------|----------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 08.10.2026                 | Книга 001P-02                          | Спред ниже KC+150 б.п. — первичка теряет смысл; объём больше 15 млрд ₽ без объяснения цели — минус   |
| 23.10.2026                 | Заседание ЦБ                           | Траектория к средней KC ниже $\approx 12,5\%$ — аргумент в пользу фикса                              |
| до 31.03.2027              | РСБУ FY2026 (ГИРБО)                    | Авансы клиентов (стр. 1520) ниже 25 млрд ₽ — предоплата не обновилась                                |
| $\sim 15.04.2027$          | МСФО FY2026                            | ОСФ ниже 60% EBITDA или выручка 2П2026 ниже 2П2025 — сократить лимит; снята оговорка аудитора — плюс |
| II кв. 2027                | Решение о дивидендах                   | Выплата сверх FCF после аренды — негатив для 001P-02                                                 |
| $\sim 02$ и $\sim 05.2027$ | Пересмотры рейтингов АКРА и Эксперт РА | Негативный прогноз; расширение спреда больше 100 б.п. к группе AA+                                   |

Главная контрольная точка — отчётность за 2026 г. Именно она покажет, обновилась ли предоплата и сохранилась ли оговорка аудитора. До неё взгляд держится на балансе, а не на динамике денег.

## 12 Ограничения и источники

**Даты.** Анализ — на 06.10.2026. Котировки и кривая ОФЗ — 06.10.2026, ключевая ставка — 11.09.2026, спреды пиров — июнь–август 2026 г., рыночные доли — оценка iKS-Consulting за 2025 г.

**Исходники.** МСФО FY2025 (аудит АО «ДРТ», мнение с оговоркой), МСФО 1П2026 (обзорная проверка, вывод с оговоркой), РСБУ 1П2026 (без аудита). Выводы согласованы с внутренним кредитным мемо и тактической оценкой редакции от 06.10.2026.

**Пробелы и их влияние на уверенность.** Не раскрыты связанные стороны и контрагенты по авансам — главный риск не верифицирован. Не изучены эмиссионные документы: ковенанты, смена контроля, база КС в купоне флоатера, организаторы. Нет данных о среднем обороте торгов и медианном спреде группы AA+. Публичные реестры (арбитраж, ФССП, Федресурс, залоги) автоматически не проверялись. Годовые РСБУ за 2024–2025 гг. — только в части балансов.

**Уверенность вывода — средняя; вердикт условный до проверки документации и реестров.**

**Disclaimer.** Материал носит аналитический характер и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Оценки, допущения и расчёты помечены в тексте; вероятности сценариев субъективны. Отчётность группы (материнской компании) не раскрыта, и положение группы может отличаться от положения эмитента.