

Серная кислота для купона: зачем «ФосАгро» доллары и юани — и стоит ли их давать

Экспортёр удобрений с рейтингом AAA после скачка цен на серу в 2,3 раза и роста нагрузки до 2,2х 21 октября собирает заявки на долларовые (БО-03-02) и юаневые (БО-03-03) облигации под купон до 9,20%. В юанях премия щедрая, а в долларах при урезании купона ниже 9,15% выгоднее уйти в дисконтные выпуски на вторичке.

к.э.н. Николай Еремеев

Дата анализа — 19.10.2026 · рыночные данные — 16–19.10.2026 · отчётность — МСФО 2025 (аудит) и МСФО 1П2026 (обзорная проверка), РСБУ 1П2026

2,2х	25%	2,3х	≤ 9,20%
чистый долг / EBITDA, LTM на 30.06.2026	EBITDA-маржа за 12 месяцев (против 31% в 2025 г.)	скачок затрат на серу и серную кислоту в 1П2026	ориентир купона БО-03-02 (USD) и БО-03-03 (CNY)

TL;DR

«ФосАгро» — эталонный экспортёр фосфорных удобрений с собственной рудой в Хибинах, который в первом полугодии 2026 года попал в классические «ножницы»: покупаемая сера подорожала в 2,3 раза, рубль укрепился до 77,8 ₽/\$, а долговая нагрузка поднялась с 1,7х до 2,2х. Бизнес остаётся первоклассным, но формальный статус AAA трещит по швам: внутренний рейтинг редакции — AA (78 баллов из 100). В новой паре первичных выпусков (книга 21 октября) скрыта редкая асимметрия: юаневый БО-03-03 (2,3 года, YTM до 9,52%) даёт +87–92 б.п. премии к собственной кривой и интересен при купоне от 9,00%. А вот в долларовом БО-03-02 (1,75 года) запас к вторичному выпуску БО-02-04 (YTM 9,25% при цене 96,6%) составляет всего +27 б.п. — участвовать в нём стоит строго лимитной заявкой не ниже 9,15%, иначе разумнее забрать дисконт на вторичке.

Почему это важно прямо сейчас

21 октября «ФосАгро» откроет книгу заявок сразу на два квазивалютных выпуска — долларовый БО-03-02 на 1,75 года (погашение в июле 2028-го) и юаневый БО-03-03 на 2,3 года (погашение в феврале 2029-го). В обоих случаях условия зеркальные: номинал 1 000 у.е. с расчётами в рублях по курсу ЦБ, квартальный купон с верхним ориентиром до 9,20% годовых (эффективная доходность до 9,52%) [расчёт]. Техническое размещение назначено на 23 октября.

Сама цифра 9,20% в валюте от эмитента с двумя максимальными рейтингами AAA выглядит как подарок судьбы — или как признание того, что валютная ликвидность на локальном рынке осенью 2026 года стала дефицитным товаром. Ещё две недели назад, 7 октября, «ФосАгро» разместила полуторагодовой юаневый выпуск БО-03-01 на 2,5 млрд юаней под 8,40%, а неделю спустя отраслевой сосед «Акрон» с рейтингом на две ступени ниже (ruAA) закрыл книгу двухлетних юаней БО-002P-04 под 8,85%. Теперь же самый титулованный химик страны выходит с ориентиром на 35 б.п. выше «Акрона».

У такой щедрости есть простое объяснение в балансе. На 30 июня 2026 года из 325,7 млрд ₽ совокупного долга «ФосАгро» ровно 205,7 млрд ₽ (63%) приходилось на короткие погашения ближайших 12 месяцев. Весь август, сентябрь и октябрь казначейство компании ударными темпами перекладывало этот навес в длинные бумаги, а уже 12 ноября предстоит пройти пут-оферту по рублёвому флоатеру БО-02-01 на 30,4 млрд ₽. Покупатель новых облигаций фактически помогает компании поставить финальную точку в осеннем рефинансировании — и вправе спросить, в какой именно валюте за эту услугу платят честнее.

Химия удобрений устроена иронично: можно владеть лучшим в мире месторождением апатита, но если на рынке внезапно заканчивается побочный продукт нефтепереработки — обычная комовая сера, — ваша маржа худеет быстрее, чем на диете.

Визитка: апатит на входе, валюта на выходе

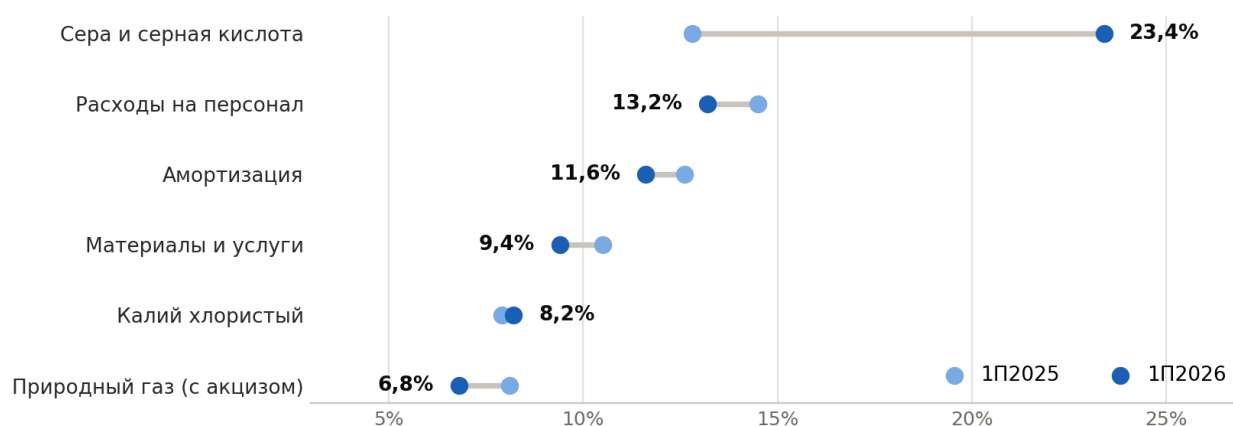
«ФосАгро» — крупнейший в России и один из четвёрки ведущих мировых производителей фосфорсодержащих удобрений (DAP/MAP, NPK, NPS) и кормового монокальцийфосфата. Фундамент бизнеса — уникальная хибинская руда: комбинат «Апатит» в Кировске добывает магматическую

апатит-нефелиновую руду, а химические комплексы в Череповце, Волхове и Балаково превращают её в гранулы для фермеров от Воронежа до Сан-Паулу. Около 70–75% выручки приносит экспорт в валюте [оценка], тогда как добыча руды, переработка и железнодорожная логистика оплачиваются в рублях.

В отличие от азотных конкурентов, у «ФосАгро» есть важное структурное свойство: компания обеспечена собственным фосфатным сырьём на 100%, аммиаком — более чем на 80%, но вынуждена покупать на стороне более 70% серы и серной кислоты, а также 100% хлористого калия. В спокойные годы об этом никто не вспоминает. В первой половине 2026 года именно эта строчка себестоимости устроила бунт.

Рис. 1. Что съедает себестоимость «ФосАгро»

Структура производственной себестоимости, доля от общей, %. МСФО, 1П2025 и 1П2026



→ За год сера перехватила статус главной статьи затрат, забрав себе почти четверть производственной себестоимости (+10,6 п.п.).

Для кредитора ключевой вопрос структуры группы звучит сухо: не окажется ли держатель облигаций головной компании ПАО «ФосАгро» в очереди за деньгами позади банков, кредитующих заводы напрямую? Сверка отчётности МСФО и РСБУ за первое полугодие 2026 года даёт редкий по чистоте ответ: структурной субординации нет.

Таблица 1. Где в группе сидит долг и как ходят деньги, на 30.06.2026, млрд ₽

Контур / юрилицо	1П2025 / конец 2025	1П2026 (30.06.2026)	Роль в архитектуре группы
Внешний долг ПАО «ФосАгро» (РСБУ)	257,3	281,9	86,4% всего внешнего долга группы сидит на эмитенте бондов
Займы, выданные АО «Апатит» (РСБУ)	261,8	308,7	зеркальное финансирование заводов (процентный доход 15,7 млрд ₽)
Дивиденды от АО «Апатит» в ПАО	51,6 (за 1П25)	9,0 (за 1П26)	свободный денежный поток поднимается в холдинг без барьеров

Контур / юрлицо	1П2025 / конец 2025	1П2026 (30.06.2026)	Роль в архитектуре группы
Долг дочерних компаний (МСФО – РСБУ)	49,9	43,8	лишь 13,6% долга (аренда МСФО 16 и рабочие линии на заводах)
Итого долг группы по МСФО	307,2	325,7	единый казначейский контур с перекрёстными поручительствами

Механика прозрачна как стеклышко: головное ПАО «ФосАгро» занимает деньги на публичном рынке и тут же передаёт их производственному ядру АО «Апатит» через внутригрупповые займы (308,7 млрд ₽ на 30 июня). Более того, по ключевым облигационным и банковским линиям оформлены прямые поручительства АО «Апатит». Единственная тонкость касается торгового периметра: на 30 июня 92% всей торговой дебиторской задолженности группы (58,4 из 63,5 млрд ₽) пришлось на одного внешнего покупателя — вероятно, экспортного трейдера-партнёра [оценка]. Платёжная дисциплина по нему образцовая (просрочки ноль), но концентрация достойна отдельной галочки в блокноте риск-менеджера.

Отрасль и макро: дорогая сера и крепкий рубль — плохие попутчики

Мировой рынок фосфорных удобрений (DAP/MAP) в 2025–2026 годах держится на высоких отметках (\$600–660 за тонну FOB Балтика) благодаря строгому квотированию экспорта из Китая и устойчивому спросу в Латинской Америке и Индии. Казалось бы, при таких экспортных ценах отчётность должна светиться от счастья. Но в первом полугодии 2026 года против «ФосАгро» сыграли сразу два внешних фактора: валютный курс и дефицит серы в России.

Из-за внеплановых ремонтов и ограничений на российских НПЗ и ГПЗ предложение комовой и жидкой серы внутри страны резко сжалось, а мировые котировки серы подскочили вслед за спросом со стороны индонезийских никелевых заводов. В результате расходы «ФосАгро» на закупку серы и серной кислоты за шесть месяцев 2026 года выросли со скромных 18,3 до 41,8 млрд ₽ — в 2,3 раза год к году [расчёт]. На это наложился крепкий рубль: средний курс доллара в первом полугодии составил 77,8 ₽ против 86,5 ₽ годом ранее (–10%), что срезало рублёвую выручку с каждой экспортной тонны.

Ключевая ставка Банка России (14,00% после сентябрьского снижения, следующее заседание — 23 октября) влияет на «ФосАгро» сильнее, чем в прошлые годы, но без драмы: доля долга с плавающей ставкой составляет около 32% портфеля [оценка], а две трети займов номинированы в долларах и юанях со ставками 7,0–9,2% годовых.

КЛЮЧЕВОЙ РИСК

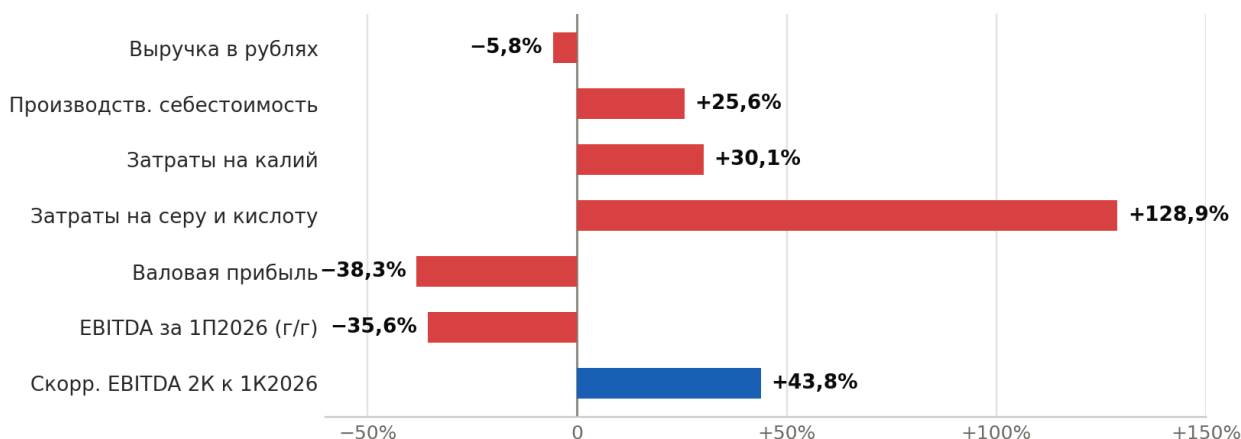
Европейский союз с июля 2026 года запустил ступенчатые заградительные пошлины на российские удобрения (€40–45/т сверх базового тарифа с доведением до запретительных €315–430/т к 2028 году). Поскольку «ФосАгро» перестала раскрывать географию выручки в примечаниях МСФО (за что получила оговорку от аудитора «Кэпт»), точный объём европейских поставок скрыт от глаз [н/д], но исторически компания успешно перенаправляет потоки в Бразилию, Индию и Африку.

Операционная динамика: руда своя, а сера — чужая

В отличие от сырьевых компаний, страдающих от падения добычи, к производственным цехам «ФосАгро» вопросов нет: выпуск агрохимической продукции стабильно превышает 11,8 млн тонн в год, а переработка в Волхове и Балаково бьёт исторические рекорды. Весь сюжет первого полугодия 2026 года развернулся не в тоннах, а в «ножницах» между рублёвой выручкой (–5,8% г/г) и производственной себестоимостью (+25,6% г/г) [расчёт].

Рис. 2. Ножницы себестоимости и выручки

Изменение основных показателей 1П2026 к 1П2025 и квартальный разворот 2К2026, %. МСФО и данные компании



→ Сера в 2,3 раза дороже и крепкий рубль сжали полугодовую EBITDA на треть, но во втором квартале бизнес уже отыграл +43,8% к первому.

Главный позитив для кредитора скрыт внутри поквартальной разбивки. Удар пришёлся на первый квартал 2026 года, когда скорректированная EBITDA просела до 25,6 млрд ₽. Уже во втором квартале, по мере адаптации цепочек закупки серы и роста сезонных отгрузок, квартальная выручка поднялась до 149,9 млрд ₽ (+7,7% г/г), а скорректированная EBITDA подскочила на 43,8% к первому кварталу — до 36,8 млрд ₽ [расчёт]. Маржинальное дно осталось позади.

2,3 раза

во столько выросли затраты «ФосАгро» на покупную серу и серную кислоту в первом полугодии 2026 года (с 18,3 до 41,8 млрд ₽). Одно это сырьё отняло у полугодовой EBITDA 23,5 млрд ₽ — две трети всего падения операционной прибыли [расчёт].

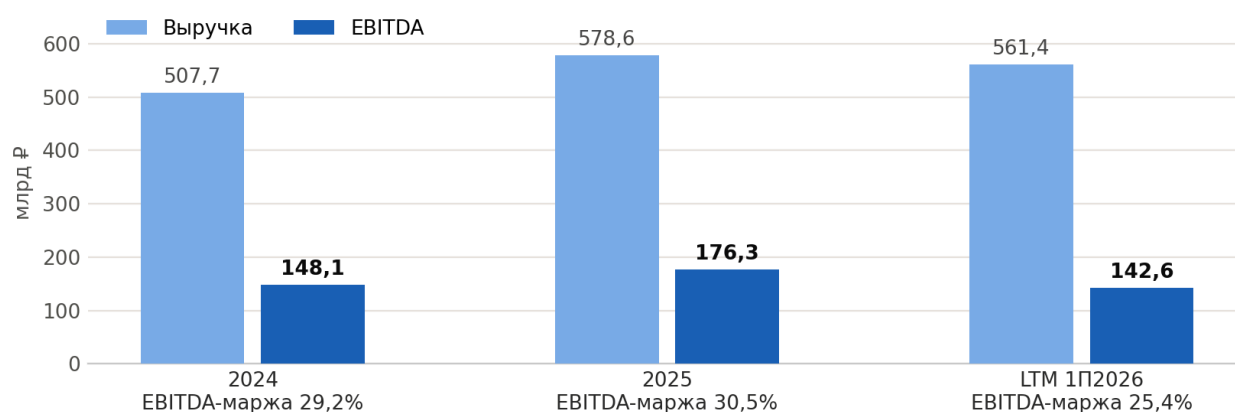
Капитальные затраты остаются высокими: 78,0 млрд ₽ за последние 12 месяцев (13,9% от выручки), что почти вдвое превышает годовую амортизацию (40,3 млрд ₽). При этом, в отличие от «Акрона» с его гигантским калийным долгостроем, инвестпрограмма «ФосАгро» разбита на десятки модульных проектов развития рудников и переработки — в случае стресса до 30–35 млрд ₽ годового сареха можно безболезненно сдвинуть вправо.

Финансовое здоровье: маржинальное дно пройдено, но свободных денег нет

Если смотреть на отчёт о прибылях, «ФосАгро» даже в нижней точке сырьевого сквиза остаётся машиной по зарабатыванию операционной прибыли: LTM EBITDA на 30 июня 2026 года составила 142,6 млрд ₽ при марже 25,4% (после 30,5% по итогам 2025 года) [расчёт]. Для мировой химической индустрии четверть выручки в EBITDA на пике затрат — уровень мечты.

Рис. 3. Выручка и EBITDA

МСФО, млрд ₽



→ На горизонте 12 месяцев маржа отступила с 30,5% до 25,4%, но даже на дне «серного шока» компания генерирует свыше 140 млрд ₽ EBITDA.

Настоящее напряжение видно не в отчёте о прибылях, а в движении живых денег. За последние 12 месяцев до 30 июня 2026 года операционный денежный поток (CFO) сжался втрое — со 159,5 до 52,7 млрд ₽ [расчёт]. Причина — двойной отток в оборотный капитал (–56,5 млрд ₽ за 12 месяцев): компания нарастила экспортную дебиторку (+24,1 млрд ₽ за полугодие) и погасила торговую кредиторку (–16,7 млрд ₽).

Таблица 2. Финансовые показатели, МСФО, млрд ₽

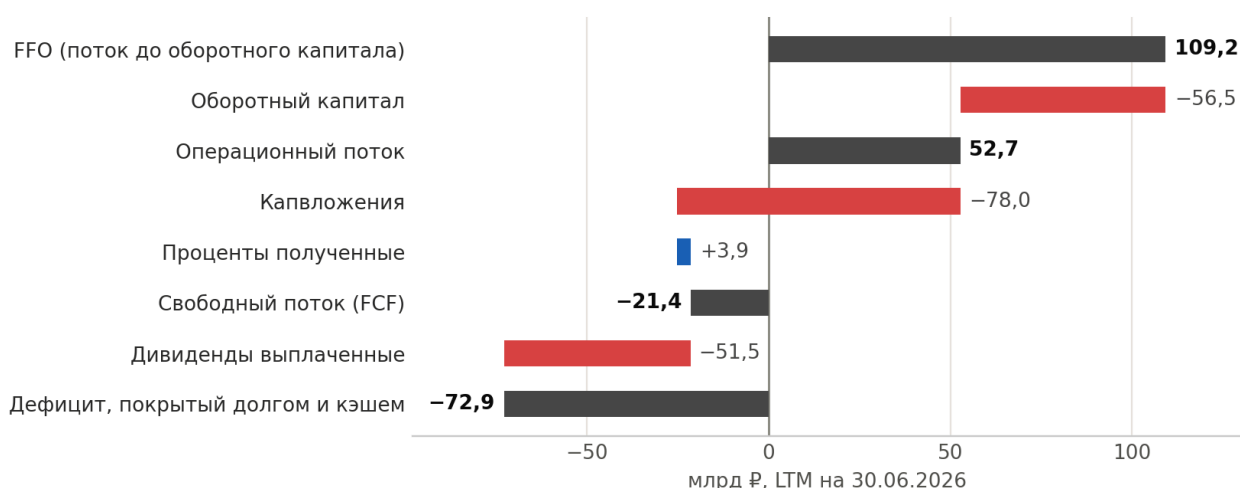
Показатель	2024	2025	LTM 1P2026	Δ LTM к 2025	Комментарий
Выручка	507,7	578,6	561,4	–3,0%	крепкий рубль в 1P26 (77,8 ₽/\$) съел рост цен

Показатель	2024	2025	ЛТМ 1П2026	Δ ЛТМ к 2025	Комментарий
EBITDA	148,1	176,3	142,6	−19,1%	удар цен на серу (+23,5 млрд ₽ за полугодие)
EBITDA-маржа	29,2%	30,5%	25,4%	−5,1 п.п.	разворот во 2К26: маржа отскочила к 24,5%
Чистая прибыль	84,5	117,5	60,6	−48,4%	эффект высокой базы курсовых разниц 1П25
ROE	45,3%	57,9%	31,2%	−26,7 п.п.	остаётся выше 30% даже после просадки
ROIC ¹	16,5%	21,1%	15,2%	−5,9 п.п.	превышает среднюю стоимость долга (8,7%)
Операционный поток (CFO)	138,7	159,5	52,7	−67,0%	отток 56,5 млрд ₽ в оборотный капитал за 12 мес.
Свободный поток (FCF) ²	68,0	90,3	−21,4	—	капвложения 78,0 млрд ₽ перекрыли CFO
Дивиденды выплаченные	40,0	51,5	51,5	0,0%	выплачены во 2П2025; в 1П2026 выплачено 0 ₽

¹ ROIC = (EBITDA – амортизация) × (1 – 25%) / (капитал + чистый долг). ² FCF = операционный поток – капвложения + проценты полученные. ЛТМ = 2025 + 1П2026 – 1П2025. Расчёт редакции по МСФО.

Рис. 4. Куда уходят деньги

Денежный поток за 12 месяцев до 30.06.2026, МСФО, млрд ₽



→ За 12 месяцев оборотный капитал и стройка съели весь операционный поток, оставив FCF в минусе на 21,4 млрд ₽.

В первом полугодии 2026 года «ФосАгро» проявила редкую для российского рынка финансовую трезвость: увидев отрицательный свободный поток (–19,4 млрд ₽ за шесть месяцев), компания заплатила акционерам ровно 0 рублей дивидендов против 24,9 млрд ₽ годом ранее. Когда свободных денег нет, лучший подарок кредитору — пустая графа в строке выплат собственникам.

Долговой профиль: пик погашений закрыт на бегу**Структура долга**

Таблица 3. Долговые метрики, МСФО, на 30.06.2026 и pro forma

Метрика	Значение	Ориентир методики IG	Оценка
Чистый долг	316,5 млрд ₽ (общий долг 325,7)	—	● на уровне 2024–2025 гг.
Чистый долг / EBITDA LTM	2,22x (1,69x на 31.12.2025)	≤ 1,5x для AAA / 1,5–2,5x для AA	● выше порога AAA (1,5x)
EBITDA / проценты уплаченные ¹	5,4x (с капитализир. — 5,1x)	4–8x для AA	● комфортный запас
FFO / долг	33,5%	25–40% для AA	● норма инвестгрейда
Краткосрочный долг / общий (30.06)	63,1% (205,7 млрд ₽)	до 40%	● пик рефинансирования летом
Краткосрочный долг pro forma (19.10)	23,6% (76,9 млрд ₽) [расчёт]	до 40%	● закрыт выпусками авг.–окт.
Денежные средства / короткий долг	0,04x на 30.06 (0,32x pro forma)	от 0,5x	● казначейство работает «с колёс»

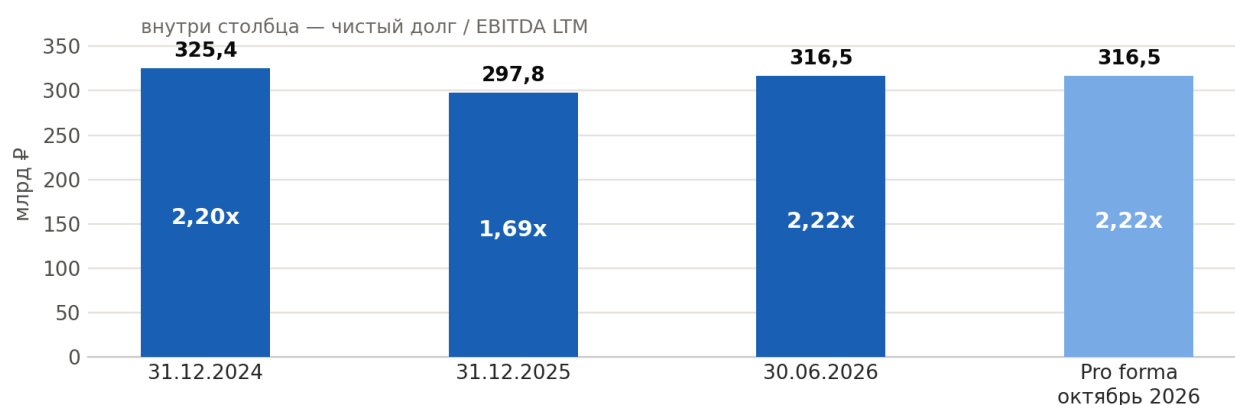
Метрика	Значение	Ориентир методики IG	Оценка
Доля валютного долга	65% (USD ~39%, CNY ~26%)	соответствие экспорту	● естественный валютный хедж
Доля долга с плавающей ставкой	≈ 32% (pro forma ~34%)	—	● умеренная чувствительность к КС
Средняя стоимость долга	8,7% годовых [расчёт]	—	● дешёвый валютный портфель
Доля капитализированных процентов	5,9% (1,6 млрд ₽ за 12 мес.)	до 50%	● прибыль не искажена

¹ Уплаченные проценты по ОДДС за 12 мес. — 26,6 млрд ₽; с учётом капитализированных в капекс (1,6 млрд ₽) — 28,2 млрд ₽. Pro forma — с учётом выпусков БО-02-06, БО-02-07, БО-03-01 и БО-03-02/03. Расчёт редакции.

В отличие от компаний, прячущих процентные расходы в стоимость вечных строек, учёт у «ФосАгро» консервативен: капитализируется лишь 5,9% процентов, а средняя ставка по портфелю держится около 8,7% годовых благодаря преобладанию валютных инструментов [расчёт]. Главная интрига таблицы — рост отношения чистого долга к EBITDA с 1,69х до 2,22х. Сам чистый долг при этом почти не изменился (316,5 млрд ₽ против 325,4 млрд ₽ в конце 2024 года) — вырос знаменатель из-за просадки прибыли первого полугодия.

Рис. 5. Долг на плато, нагрузка кусает рейтинг

Чистый долг, МСФО, млрд ₽; внутри столбца — чистый долг / EBITDA LTM; pro forma — октябрь 2026 года



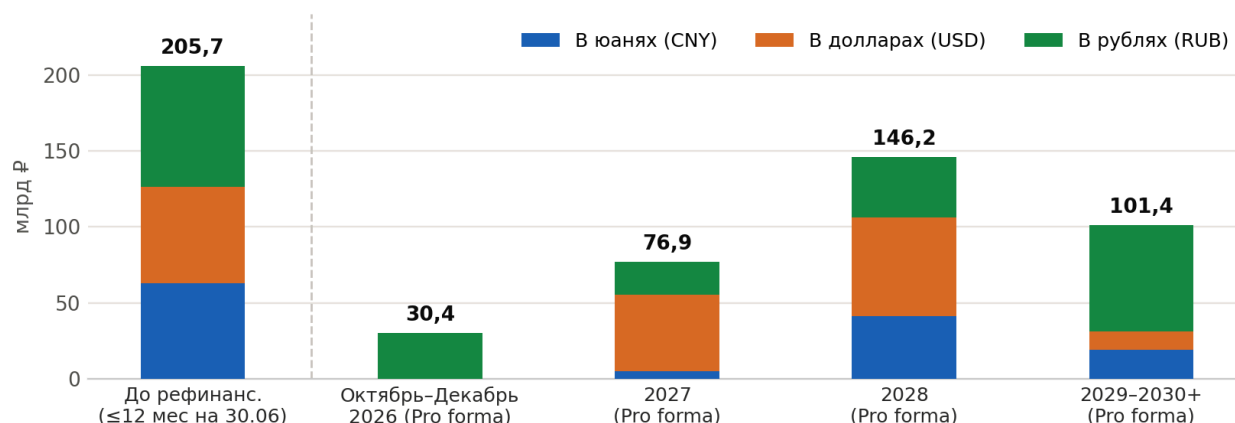
→ Сам чистый долг ниже уровня конца 2024 года, но просадка EBITDA вернула нагрузку к 2,2х — выше триггера для рейтинга AAA.

График погашений

Если бы мы закрыли отчётность на дате 30 июня 2026 года и не смотрели на рынок, профиль ликвидности выглядел бы пугающе: 9,2 млрд ₽ кэша против 205,7 млрд ₽ краткосрочного долга, включая экстренные короткие займы от связанной стороны (25,3 млрд ₽ под 15,5% в июне и ещё 20 млрд ₽ под 15,75% в июле, Прим. 22 и 24 МСФО). Но с августа по октябрь финансовый блок «ФосАгро» провёл образцовую операцию по удлинению портфеля: разместил рублёвый фикс БО-02-06 на 70 млрд ₽ (до 2029 года), флоатер БО-02-07 на 40 млрд ₽ (до 2028 года), юаневый БО-03-01 на 28,2 млрд ₽ и вышел на сбор книги по БО-03-02 и БО-03-03 ещё примерно на 28,7 млрд ₽ [оценка].

Рис. 6. Стена погашений: как переложили короткий долг

Погашения долга по срокам и валютам, млрд ₽; слева — по балансу на 30.06.2026, справа — pro forma на 19.10.2026



→ За четыре месяца казначейство переложило почти 130 млрд ₽ короткого долга в 2028–2029 годы, сжав долю коротких бумаг с 63% до 24%.

В результате доля краткосрочного долга pro forma падает с 63,1% до комфортных 23,6% (76,9 млрд ₽) [расчёт]. Единственный крупный рубез до конца 2026 года — пут-оферта по рублёвому флоатеру БО-02-01 (30,4 млрд ₽, КС + 200 б.п.) 12 ноября, а в сентябре 2027 года предстоит погасить долларовый выпуск БО-02-03 на \$642 млн (49,9 млрд ₽).

Ковенанты

В кредитных соглашениях и еврооблигационной документации стандартный ковенант по чистой долговой нагрузке (Net Debt / EBITDA) установлен на отметке 3,0х–3,5х [оценка]. При текущем уровне 2,22х запас прочности по EBITDA составляет 26% до нижней границы 3,0х. Нефинансовые ковенанты стандартны для первоклассного заёмщика: кросс-дефолт по публичному долгу, ограничения на залог ключевых активов (Negative Pledge — основные средства и запасы не обременены, Прим. 12 и 14 МСФО) и сохранение контроля над АО «Апатит».

Кредитные рейтинги

Таблица 4. Кредитные рейтинги

Агентство	Рейтинг	Прогноз	Последнее действие	Комментарий
«Эксперт РА»	ruAAA	стабильный	11.03.2026	триггер даунгрейда: ЧД/EBITDA > 1,5х; пересмотр в марте 2027 г.
АКРА	AAA(RU)	стабильный	2025 / 2026	максимальная оценка бизнес-профиля и рентабельности
НКР	—	—	—	рейтинга нет

Агентство	Рейтинг	Прогноз	Последнее действие	Комментарий
Методика редакции (IG)	AA	негативный тест	19.10.2026	на 1 ступень ниже агентств; скоринг 78 из 100 (нагрузка 2,2х)

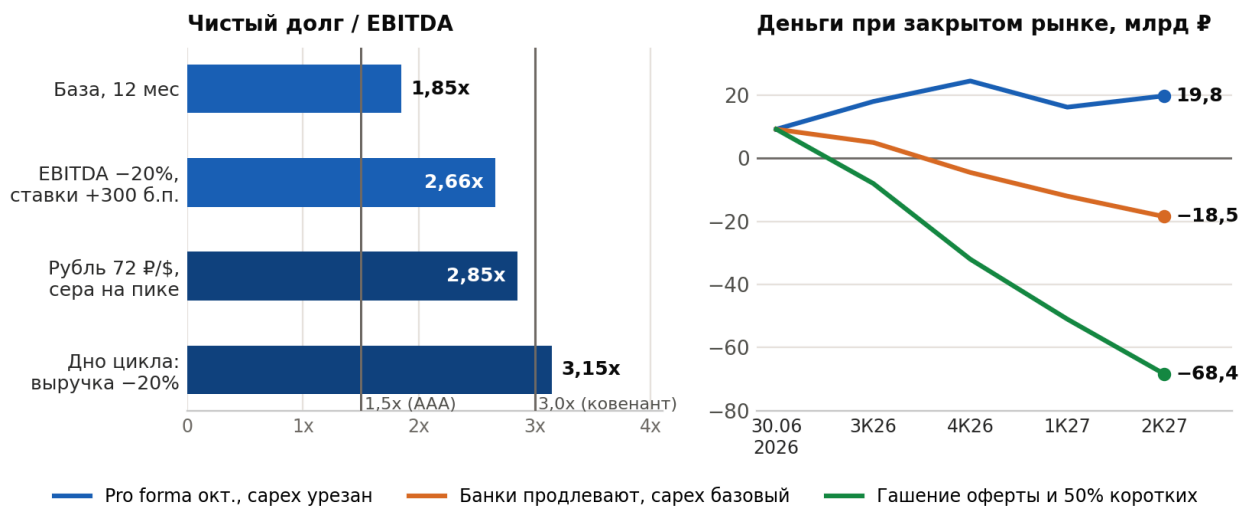
Здесь кроется главная рейтинговая интрига 2027 года. В марте 2026 года «Эксперт РА» подтвердил рейтинг ruAAA на базе отчётности за 2025 год (где нагрузка была 1,69х) и прямо записал в пресс-релизе: превышение порога Чистый долг / EBITDA выше 1,5х на фоне падения FCF может стать триггером пересмотра рейтинга. На 30 июня показатель уже равен 2,22х. Рынок облигаций не стал ждать марта 2027 года и сам вынес приговор: валютные выпуски «ФосАгро» торгуются вровень с бумагами «Сибура» и шире «НОВАТЭКа» — ровно в коридоре нашего внутреннего рейтинга AA [расчёт].

Стресс-тест

Стандартный комбинированный стресс-тест (падение EBITDA на 20% от LTM до 114,1 млрд ₽ и рост ставок на +300 б.п.) не приводит к нарушению банковских ковенантов: нагрузка поднимается до 2,66х (ниже порога 3,0х), а покрытие процентов снижается с 5,4х до 3,4х [расчёт]. В сценарии глубокого дна цикла (выручка –20% при сохранении высоких цен на серу) нагрузка выходит к 3,15х, требуя паузы в дивидендах и урезания капекса до поддерживающего уровня (35–40 млрд ₽).

Рис. 7. Стресс-тест

Слева — чистый долг / EBITDA через 12 месяцев по сценариям; справа — денежные средства при закрытом рынке капитала, млрд ₽. Расчёт редакции



→ Стандартный стресс (EBITDA –20%) компания держит с запасом к ковенанту 3,0х (2,66х), но рейтинговый порог AAA (1,5х) нарушен уже на старте.

БО-03-02 и БО-03-03: первичка или вторичка

Параметры выпусков

Таблица 5. Параметры первичных выпусков БО-03-02 (USD) и БО-03-03 (CNY)

Параметр	ФосАгро БО-03-02 (в долларах США)	ФосАгро БО-03-03 (в китайских юанях)
Эмитент и рейтинги	ПАО «ФосАгро»; ruAAA («Эксперт РА») / AAA(RU) (АКРА)	ПАО «ФосАгро»; ruAAA («Эксперт РА») / AAA(RU) (АКРА)
Поручитель / оферты	АО «Апатит» (ожидается); без оферт и амортизации	АО «Апатит» (ожидается); без оферт и амортизации
Валюта и номинал	1 000 USD (расчёты в рублях по курсу ЦБ РФ)	1 000 CNY (расчёты в рублях по курсу ЦБ РФ)
Срок и погашение	1,75 года (630 дней, погашение 21.07.2028)	2,3 года (≈ 840 дней, погашение в феврале 2029 г.)
Ориентир купона	фиксированный, не выше 9,20% годовых (раз в квартал)	фиксированный, не выше 9,20% годовых (раз в квартал)
Эффективная доходность	до 9,52% годовых при купоне 9,20% [расчёт]	до 9,52% годовых при купоне 9,20% [расчёт]
Модифицированная дюрация	≈ 1,65 года [расчёт]	≈ 2,08 года [расчёт]
Книга / размещение	21.10.2026 / 23.10.2026 (Московская биржа)	21.10.2026 / 23.10.2026 (Московская биржа)
Премия к своей кривой	+27 б.п. к БО-02-04 (9,25%) и +40 б.п. к ЗО28-Д (9,12%)	+92 б.п. к БО-02-05 (8,60%) и +87 б.п. к БО-03-01 (8,65%)
Премия к пирам	+2 б.п. к Сибур 1P03 (9,50%); +42 б.п. к НОВАТЭК 1P3 (9,10%)	+67 б.п. к Акрон 2P04 (ruAA, 8,85%); +22 б.п. к ГазКап 3P20

Параметры — по данным организаторов размещения и обзоров Финам / Smart-Lab на 19.10.2026 до закрытия книги заявок.

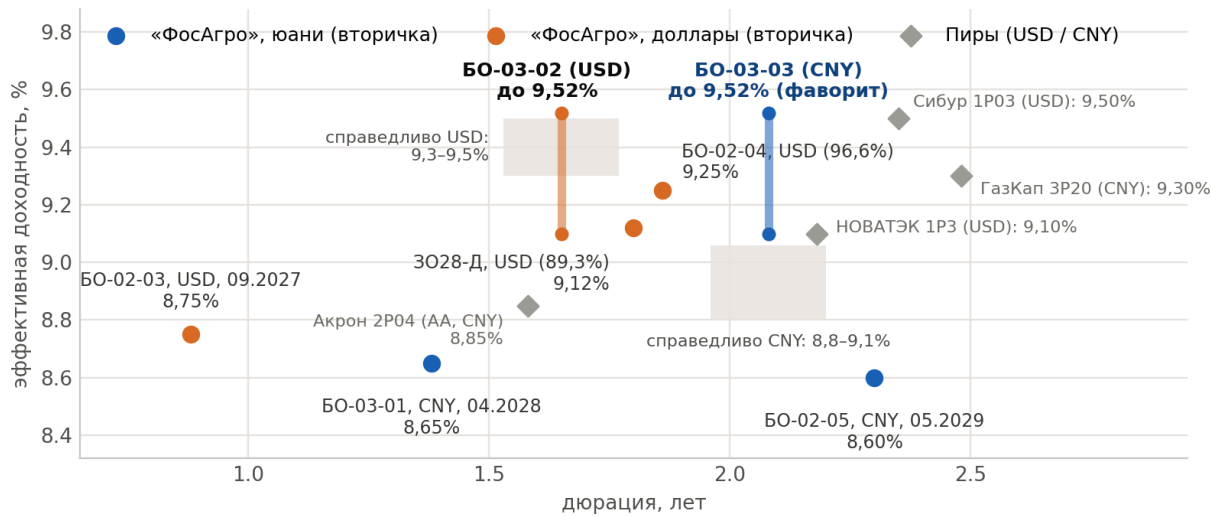
Справедливая доходность: два метода

Метод А, относительный (по кривым эмитента и пиров). На долларовой площадке у «ФосАгро» уже обращаются два ликвидных выпуска с погашением осенью 2028 года — биржевой БО-02-04 (погашение 12.10.2028, цена 96,59%, YTM 9,25%) и замещающий ЗО28-Д (погашение 16.09.2028, цена 89,29%, YTM 9,12%). Добавив стандартную премию за первичку 15–20 б.п. [допущение] и оглянувшись на «Сибур 1P03» (YTM 9,50%), получаем справедливую доходность долларовой БО-03-02 в диапазоне **9,30–9,50%** (купон 9,00–9,18%). На юаневой же площадке вторичные бумаги самой «ФосАгро» — БО-03-01 (YTM 8,65%) и БО-02-05 (YTM 8,60%) — торгуются намного дороже, а двухлетний «Акрон БО-002P-04» (рейтинг ruAA) разместился под 8,85%. Справедливая доходность юаневого БО-03-03 составляет **8,80–9,10%** (купон 8,55–8,80%) [расчёт].

Метод Б, фундаментальный (через риск-премию). Отталкиваясь от локальных валютных кривых AAA/AA (8,1–8,3% в CNY и 8,5–8,6% в USD), добавим ожидаемые потери для нашего внутреннего грейда AA ($PD\ 0,15\% \times LGD\ 55\% \approx 8\text{ б.п.}$), премию за вторичную ликвидность (40 б.п.) и надбавку за навес рефинансирования и риск потери рейтинга AAA (25 б.п.) [допущение]. Итоговый ориентир подтверждает расчёт по рынку: **9,3–9,5%** в долларах и **8,8–9,1%** в юанях [расчёт].

Рис. 8. Карта доходностей

Кривая «ФосАгро» в USD и CNY, ориентиры новых выпусков БО-03-02 и БО-03-03 и пиры на 19 октября; эффективная доходность, %, и дюрация, лет



→ В юанях новый БО-03-03 даёт щедрую премию (+87–92 б.п. к своей кривой), а в долларах БО-03-02 интересен только у самого верха ориентира.

Таблица 6. Что означает финальный купон на книге 21 октября для инвестора

Финальный купон	Эфф. доходность (YTM)	БО-03-02 (USD): премия к БО-02-04	БО-03-03 (CNY): премия к БО-02-05	Взгляд редакции на участие в первичке
9,20% (верх)	9,52%	+27 б.п.	+92 б.п.	● участвовать в обоих; БО-03-03 (CNY) — главный фаворит
9,10%	9,41%	+16 б.п.	+81 б.п.	● БО-03-03 — да; в USD БО-03-02 премия минимальна
9,00%	9,31%	+6 б.п.	+71 б.п.	● в USD уходить на вторичку (БО-02-04); в CNY — участвовать
8,85%	9,15%	−10 б.п.	+55 б.п.	● отказ от USD БО-03-02; в CNY остаётся премия к своей кривой

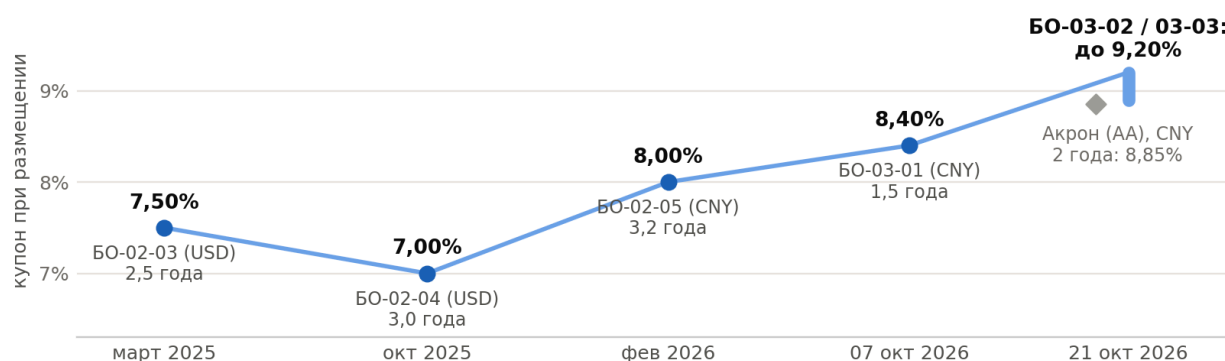
Эффективная доходность — при квартальной выплате купона; вторичные ориентиры на 19.10.2026: БО-02-04 (USD) — 9,25%, БО-02-05 (CNY) — 8,60%. Расчёт редакции.

Таблица 6 наглядно объясняет, почему два брата-близнеца с одинаковым купоном до 9,20% имеют совершенно разную инвестиционную ценность. В долларовом БО-03-02 стартовый ориентир даёт всего 27 б.п. премии к собственному выпуску БО-02-04 (9,25%), который погашается на два с половиной месяца позже. Если на высоком спросе организаторы срежут купон хотя бы до 9,00% (YTM 9,31%), премия к вторичке сожмётся до символических 6 б.п. В юаневом же БО-03-03 даже при

снижении купона до 8,90–9,00% инвестор получает +60–70 б.п. сверх собственной юаневой кривой «ФосАгро» и потенциал роста цены тела на +1,1–1,4% после выхода на вторичные торги [расчёт].

Рис. 9. Как дорожали валютные деньги для «ФосАгро»

Купон при размещении валютных выпусков в 2025–2026 годах; сроки выпусков различаются



→ За год валютное фондирование подорожало для компании более чем на 200 б.п. — эмитент с рейтингом AAA платит на уровне недавнего размещения «Акрона» (AA).

Если не первичка, то что

Если 21 октября книга по долларовому БО-03-02 уйдёт ниже купона 9,10–9,15% (или если вы не хотите гадать об аллокации), вторичный рынок бумаг «ФосАгро» предлагает понятную карту альтернатив:

- **БО-02-04 (USD, до октября 2028 года, УТМ 9,25%, цена 96,59%)** — прямая альтернатива первичному БО-03-02 с ежемесячным купоном 7,00% и дисконтом 3,4% к номиналу. Если купон на первичке срежут до $\leq 9,05\%$, вторичный БО-02-04 выигрывает за счёт покупки ниже паритета.
- **ЗО28-Д (USD, замещающий, до сентября 2028 года, УТМ 9,12%, цена 89,29%)** — выбор для частных инвесторов под льготу долгосрочного владения (ЛДВ) и минимизацию текущего НДФЛ: низкий купон 2,60% сочетается с глубоким дисконтом тела почти в 11 пунктов к номиналу.
- **БО-02-03 (USD, до сентября 2027 года, УТМ ~8,75%, купон 7,50%)** — спокойная годовая парковка долларов с минимальным процентным риском.
- **БО-02-05 (CNY, до мая 2029 года, УТМ 8,60%) и БО-03-01 (CNY, до апреля 2028 года, УТМ 8,65%)** — переоценены относительно нового выпуска БО-03-03 (до 9,52%): держателям разумно продать их на вторичке и переложиться в первичку БО-03-03 с выигрышем +70–90 б.п. по доходности [расчёт].
- **БО-02-06 (рубли, фикс 13,75% до апреля 2029 года, УТМ 15,63%)** — выпуск торгуется со спредом всего +24 б.п. к кривой ОФЗ (15,39% на сроке 2,5 года) при справедливом спреде 115 б.п. Бумага не компенсирует кредитный риск — из неё лучше выйти.
- **БО-02-07 (рубли, флоатер КС + 115–140 б.п. до октября 2028 года) и БО-02-01 (КС + 200 б.п., оферта 12.11.2026)** — базовый защитный выбор для рублёвой части портфеля при ключевой ставке ЦБ 14,00%.

Риски: что может пойти не так

Таблица 7. Матрица рисков

№	Риск	Вероят-ность	Влияние	Митигант
1	Затяжной дефицит и дороговизна серы в РФ (41,8 млрд ₽ за 1П26, +129% г/г)	С	В	разворот EBITDA во 2К26 (+43,8% к/к), перенос затрат в цену NPK/DAP
2	Новое укрепление рубля ниже 75–78 ₽/\$ (срезает экспортную маржу)	С	В	65% долга в USD и CNY переоценивается вниз вместе с выручкой
3	Понижение прогноза или рейтинга ruAAA в марте 2027 г. (ЧД/EBITDA 2,2x > 1,5x)	С	С	спреды вторички уже торгуются на уровне AA; шока котировок не ждём
4	Прохождение пут-оферты БО-02-01 (30,4 млрд ₽ 12.11.2026) и пика 2027 года	Н	В	октябрьские выпуски БО-02-07 и БО-03-01/02/03 заранее закрывают пик
5	Заградительные пошлины ЕС и закрытие географии выручки в МСФО	С	С	перенаправление объёмов в Латинскую Америку, Индию и Африку
6	Концентрация 92% торговой дебиторки (58,4 млрд ₽) на одном покупателе	Н	С	нулевая просрочка, расчёты через проверенный экспортный контур
7	Практика коротких бридж-займов от связанной стороны (45,3 млрд ₽ под 15,5–15,75%)	С	Н	займы не субординируют бонды и замещаются рыночными выпусками
8	Срезка купона БО-03-02 (USD) на книге 21.10 ниже 9,05–9,10%	В	Н	подача строго лимитной заявки или покупка БО-02-04 / 3О28-Д на вторичке

Н / С / В — низкая, средняя, высокая. Оценка редакции на горизонте 12–18 месяцев.

Рис. 10. Карта рисков

Вероятность на горизонте 12–18 месяцев и влияние на кредитное качество; номера — по таблице выше.
Оценка редакции



→ Главные риски сидят в себестоимости серы и курсе рубля: их дуэт сжимает маржу и толкает нагрузку к потере статуса AAA весной 2027 года.

В отличие от эмитентов с незаконченными мегастройками, у «ФосАгро» нет риска неработающих активов. Главная связка рисков здесь чисто рыночная: если цены на закупаемую серу задержатся на пике одновременно с крепким рублём, долговая нагрузка останется выше 2,0х и приведёт к смене прогноза или снижению рейтинга с AAA до AA+ на годовом пересмотре в марте 2027 года.

Red flags: чек-лист

Таблица 8. Red flags: чек-лист

Флаг	Статус	Пояснение
Отрицательный операционный поток 2+ периода подряд	● нет	CFO стабильно положителен: 138,7 / 159,5 / 52,7 млрд ₽ (2024 / 2025 / LTM)
Свободный поток (FCF) отрицателен на горизонте LTM	● да	LTM FCF до дивидендов составил –21,4 млрд ₽ из-за оттока в оборотный капитал
Дивиденды при отрицательном свободном потоке в 1П2026	● нет	в 1П2026 выплачено 0 ₽ дивидендов (против 24,9 млрд ₽ в 1П2025)
Концентрация дебиторки: топ-1 контрагент > 50%	● да	92% торговой дебиторки (58,4 из 63,5 млрд ₽) на одном покупателе (Прим. 23)
Оговорки или going concern в заключении аудитора	● оговорка	оговорка АО «Кэпт» только по нераскрытию сегментов (МСФО 8); going concern нет
Залог ключевых активов или запасов	● нет	основные средства и запасы свободны от залогов (Прим. 12 и 14 МСФО)

Флаг	Статус	Пояснение
Забалансовые поручительства за сторонние структуры	● нет	поручительства только внутри периметра Группы (ПАО «ФосАгро» и АО «Апатит»)
Частая смена аудитора или финансового директора	● нет	аудитор АО «Кэпт» и финансовый блок стабильны; сменился гендиректор в 2025 г.
Капитализация больше половины начисленных процентов	● нет	капитализировано лишь 5,9% процентов (1,6 млрд ₽ за 12 месяцев)
Крупные короткие займы от связанной стороны	● да	25,3 млрд ₽ в июне (15,5%) и 20,0 млрд ₽ в июле (15,75%) для закрытия кассовых пиков
Превышение рейтингового триггера агентства (ЧД/ЕВITDA > 1,5x)	● да	фактическое значение 2,22x на 30.06.2026 превышает порог «Эксперт РА» для ruAAA

Набор красных флагов «ФосАгро» не содержит ни одного признака угрозы платёжеспособности: операционный поток положителен, имущество не заложено, капитализация процентов минимальна, а дивиденды в первом полугодии разумно поставлены на паузу. Все сигналы сводятся к конъюнктурному сжатию FCF, высокой концентрации экспортной дебиторки и вероятной потере формальной короны AAA в пользу честного AA.

Три сценария на 12 месяцев

Таблица 9. Три сценария на 12 месяцев

Сценарий	Вероят-ность	Что происходит	Чистый долг / ЕВITDA	Ожидаемый доход (12 мес.) ¹
● Bull	25%	Курс 85–90 ₽/\$, сера дешевеет на 30%, FCF возвращается к +50–60 млрд ₽, рейтинг AAA устоял	1,4–1,6x	БО-03-03 (CNY): ≈ 10,3% БО-03-02 (USD): ≈ 9,8%
● Base	55%	Курс 80–85 ₽/\$, стабилизация цен на серу, ЕВITDA 155–165 млрд ₽, прогноз «негативный» по AAA	1,8–2,0x	БО-03-03 (CNY): ≈ 9,8% БО-03-02 (USD): ≈ 9,4%
● Bear	20%	Крепкий рубль (<75 ₽/\$), дорогая сера, даунгрейд до ruAA+, расширение спреда на +120 б.п.	2,5–2,8x	БО-03-03 (CNY): ≈ 8,1% БО-03-02 (USD): ≈ 8,0%

Сценарий	Вероят-ность	Что происходит	Чистый долг / EBITDA	Ожидаемый доход (12 мес.) ¹
Взвешенно	100%			CNY: $\approx 9,6\%$ · USD: $\approx 9,2\%$

¹ Ожидаемая совокупная доходность (Total Return) за 12 месяцев в валюте номинала при фиксации купона 9,10–9,20% на книге (с учётом переоценки тела к собственной кривой). Расчёт редакции.

Математическое ожидание доходности на годовом горизонте составляет около **9,6% в юанях** по выпуску БО-03-03 и около **9,2% в долларах** по БО-03-02 [расчёт]. Причина перевеса юаневого транша на 40 б.п. проста: в базовом и оптимистичном сценариях схождение доходности БО-03-03 к собственной вторичной кривой «ФосАгро» (8,60–8,65%) принесёт инвестору дополнительные +0,5–0,9 п.п. прироста цены тела сверх купона.

Вердикт редакции

«ФосАгро» переживает не кризис бизнес-модели, а классический сырьевой и валютный сквиз, дно которого было пройдено весной 2026 года. Осенняя серия размещений успешно сняла риск рефинансирования короткого долга. Главный практический вывод для инвестора перед книгой 21 октября звучит так: не покупайте долларовый выпуск по инерции только из-за громкого имени — основная премия спрятана в парном юаневом выпуске БО-03-03, тогда как в долларах при малейшем урезании купона вторичка с дисконтом к номиналу обыгрывает первичку.

Таблица 10. Вердикт в цифрах

Параметр	Позиция редакции
Взгляд на кредит	нейтрально-конструктивный (внутренний грейд AA против AAA у агентств; 78 баллов из 100)
Первичка БО-03-02 (USD)	● условно ДА только по лимитной заявке с купоном $\geq 9,15\%$ (YTM $\geq 9,47\%$); ● при купоне $< 9,10\%$ — отказ
Первичка БО-03-03 (CNY)	● конструктивный (главный фаворит): участвовать с лимитом купона $\geq 9,00\%$ (YTM 9,31–9,52%)
Запас премии на старте	в USD БО-03-02 — узкий (+27 б.п. к БО-02-04); в CNY БО-03-03 — широкий (+87–92 б.п. к своей кривой)
Лучшие бумаги на вторичке	в USD: дисконтные БО-02-04 (цена 96,6%, YTM 9,25%) и ЗО28-Д (89,3%, YTM 9,12%); в RUB: флоатер БО-02-07
От чего воздержаться	● выход из рублёвого фикса БО-02-06 (спред +24 б.п. к ОФЗ) и ротация из вторичного юаня БО-02-05 (8,60%)

Подходит: консервативным инвесторам, формирующим валютное ядро портфеля на 2027–2029 годы (рекомендуемый лимит на эмитента — до 6–8% IG-портфеля). Оптимальная связка: участие в первичке юаневого БО-03-03 (с купоном от 9,00%) плюс покупка дисконтных долларовых выпусков БО-02-04 или ЗО28-Д на вторичном рынке, если купон БО-03-02 на книге срежут ниже 9,15%.

Не подходит: инвесторам, подающим «рыночные» заявки без лимита купона в долларový БО-03-02, а также покупателям длинных рублёвых фиксов (БО-02-06), где премия к ОФЗ сжалась до символических 24 б.п.

Триггеры пересмотра взгляда:

- **21.10.2026** — закрытие книги БО-03-02 и БО-03-03: при снижении купона БО-03-02 ниже 9,10% — перенос долларового лимита во вторичный выпуск БО-02-04 (RU000A10CZ68).
- **23.10.2026** — заседание Банка России по ключевой ставке: переоценка доходности рублёвых флоатеров БО-02-07 и БО-02-01.
- **12.11.2026** — пут-оферта по выпуску БО-02-01 (30,4 млрд ₽): проверка остатка свободной ликвидности после осеннего цикла рефинансирования.
- **Ноябрь 2026** — публикация отчётности за 9 месяцев 2026 года: контроль разворота оборотного капитала (снижение дебиторки ниже 60 млрд ₽) и динамики цен на серу.
- **≈11.03.2027** — плановый годовой пересмотр рейтинга «Эксперт РА»: при сохранении Чистый долг / EBITDA выше 1,8–2,0х ожидаем смену прогноза на «негативный» или шаг до ruAA+.

Материал носит аналитический характер и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Вердикт сформулирован через справедливую премию и профиль подходящего инвестора.

Ограничения и источники

Даты. Анализ выполнен 19.10.2026. Котировки вторичных выпусков «ФосАгро», пиров и кривой бескупонной доходности ОФЗ приведены на 16–19.10.2026 (данные Московской биржи, Cbonds, Финам, Smart-Lab). Параметры первичных выпусков БО-03-02 и БО-03-03 — по предмаркетинговым материалам организаторов на 19.10.2026 (книга открывается 21.10.2026).

Отчётность. Консолидированная финансовая отчётность ПАО «ФосАгро» по МСФО за 2025 год (аудит АО «Кэпт») и промежуточная сокращённая отчётность по МСФО за 6 месяцев 2026 года (обзорная проверка АО «Кэпт», утверждена 20.08.2026), а также бухгалтерская отчётность (РСБУ) ПАО «ФосАгро» за 2025 год и 1 полугодие 2026 года с пояснениями.

Пробелы. В отчётности МСФО и РСБУ не раскрыты географическая структура выручки по странам (основание для оговорки аудитора по МСФО 8), наименование крупнейшего дебитора (92% торговой дебиторки) и точные пороговые значения банковских ковенант. Объём каждого из траншей БО-03-02 и БО-03-03 и финальная ставка купона определятся по итогам закрытия книги 21.10.2026. Уверенность в выводах — высокая.

Источники

- МСФО ПАО «ФосАгро» за 2025 год и 1П2026, РСБУ за 2025 год и 1П2026 — файлы отчётности эмитента
- [Финам: разбор первичных выпусков ФосАгро БО-03-02 \(USD\) и БО-03-03 \(CNY\), 19.10.2026](#)
- [Smart-Lab: параметры размещения ФосАгро БО-03-02 и БО-03-03, октябрь 2026](#)
- [Cbonds / Investfunds: котировки и доходность ФосАгро БО-02-04 \(RU000A10CZ68\)](#)
- [Московская биржа: замещающие облигации ФосАгро 3O28-Д \(RU000A106G56\)](#)
- [Cbonds: параметры и котировки ФосАгро БО-02-03 \(RU000A10B7J8, USD\)](#)
- [Cbonds: параметры и котировки ФосАгро БО-02-05 \(RU000A10EER6, CNY\)](#)
- [Финам: итоги размещения юаневого выпуска ФосАгро БО-03-01 \(купон 8,40%\)](#)

- [Московская биржа: рублёвый выпуск ФосАгро БО-02-06 \(RU000A10ER66\)](#)
- [Т-Инвестиции: параметры флоатера ФосАгро БО-02-07 \(RU000A10G0Q3\)](#)
- [Cbonds: рублёвый флоатер ФосАгро БО-02-01 \(RU000A10A4S7, оферта 12.11.2026\)](#)
- [«Эксперт РА»: подтверждение рейтинга ПАО «ФосАгро» на уровне ruAAA, 11.03.2026](#)
- [Финмаркет / АКРА: подтверждение кредитного рейтинга ПАО «ФосАгро» AAA\(RU\)](#)
- [Банк России: ключевая ставка \(14.00%\) и параметры кривой бескупонной доходности ОФЗ](#)

PRO BONDS RF