

Калийная пауза: зачем «Акрону» юани и стоит ли их давать

Производитель удобрений с нагрузкой 1,4x и маржой под 40% 15 октября собирает заявки на двухлетние юаневые облигации под 8,5–9,0%. Справедливой мы считаем доходность 9,0–9,2%: первичка интересна при купоне от 8,75%, а у нижней границы ориентири разумнее короткие валютные выпуски «Акрона» на вторичке.

к.э.н. Николай Еремеев

Дата анализа — 13.10.2026 · рыночные данные — 01–13.10.2026 · отчётность — МСФО 2025 (аудит) и МСФО 1П2026 (обзорная проверка)

1,4x чистый долг / EBITDA, LTM на 30.06.2026	38% EBITDA-маржа за последние 12 месяцев	34% активов — Талицкий ГОК, который ещё не запущен	8,5–9,0% ориентир купона БО-002Р-04 в юанях
--	--	--	---

TL;DR

«Акрон» — прибыльный экспортёр удобрений с умеренным долгом, который строит калийный рудник быстрее, чем зарабатывает на него. Кредит крепкий, но, на наш вкус, не «двойное А»: внутренний рейтинг — А+ против АА у агентств. Новый двухлетний выпуск в юанях с ориентиром купона 8,5–9,0% справедливо стоит 9,0–9,2% эффективной доходности. Взгляд на кредит — нейтральный, на первичку — конструктивный при купоне от 8,75%: это +29 б.п. к собственной кривой компании. Если книга закроется на 8,5%, премии не будет. Тогда выгоднее короткие валютные выпуски «Акрона» на вторичке — или ожидание.

Почему это важно прямо сейчас

15 октября «Акрон» соберёт заявки на свой третий за год выпуск в юанях. Условия простые: два года, купон каждые 30 дней, половина номинала возвращается весной 2028 года, ориентир — 8,5–9,0% годовых. Размещение — 19 октября.

Простота условий не отменяет вопроса цены. Юаневые деньги дорожают для компании быстрее, чем хотелось бы её финансовому директору: в январе «Акрон» занял под 6,8%, в апреле — под 7,85%, теперь просит до 9%. Винить компанию не стоит — вверх сдвинулся весь рынок юаневого долга, и в начале октября даже ФосАгро с рейтингом AAA заплатила за полугодовые юани 8,4%. Для инвестора вопрос конкретнее: даёт ли новый выпуск премию к бумагам «Акрона», которые уже торгуются на бирже, или это та же доходность в новой упаковке?

У вопроса есть второй слой — календарь. 23 октября ЦБ решит судьбу ключевой ставки. В конце ноября исполнится год с последнего подтверждения рейтинга «Эксперт РА». До конца года «Акрон» должен запустить Талицкий калийный ГОК — проект, на который приходится треть активов компании. Двухлетняя облигация, купленная сегодня, проживёт все эти события.

Удобрения — бизнес, в котором погода, цена газа в Европе и логистика Ближнего Востока решают больше, чем совет директоров. Весной 2026 года всё это сыграло на руку «Акрону». Кредитору важно понять, какая часть удачи останется с компанией надолго.

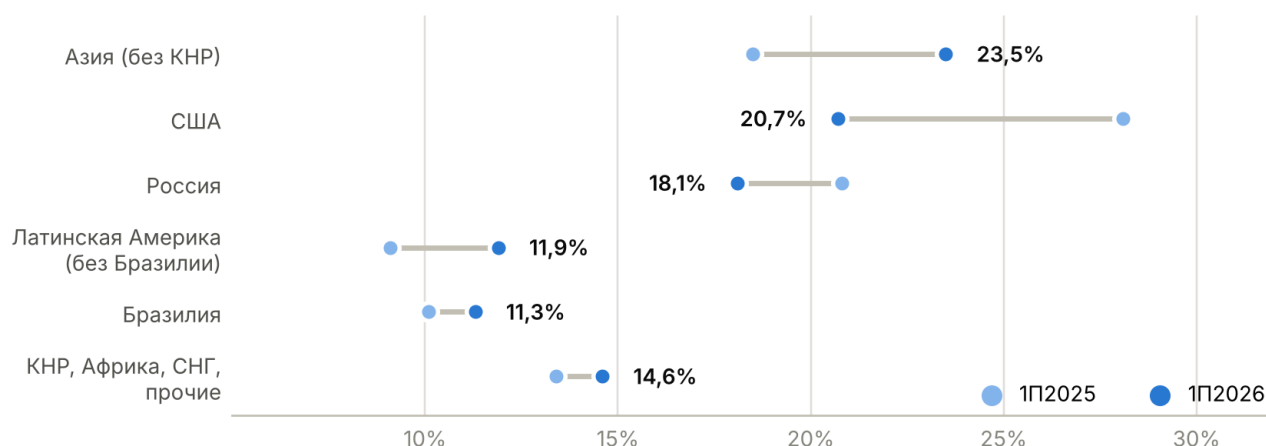
Визитка: газ на входе, доллары на выходе

«Акрон» превращает российский газ, собственный апатит и покупной калий в азотные и сложные удобрения: аммиак, карбамид, селитру, КАС и NPK. Заводы стоят в Великом Новгороде и Дорогобуже, апатит добывает ГОК «Олений Ручей» в Мурманской области. Около 82% продукции уходит на экспорт и продаётся за доллары и юани, а главные затраты — газ, зарплаты, железнодорожный тариф — рублёвые. Отсюда маржа, которой позавидует любой промышленник: EBITDA-маржа 38–42% в 2025–2026 годах. Отсюда же главная уязвимость: прибыль компании — это разница между мировой ценой и рублёвой себестоимостью, а мировая цена ей не подчиняется.

По масштабу это около 9 млн т товарной продукции в год (2025). Долю рынка компания в отчётности не раскрывает [н/д]; ближайшие российские сопоставимые — ФосАгро, ЕвроХим и «Уралхим».

Рис. 1. Кто платит «Акрону»

География выручки, доля от общей, %. МСФО, 1П2025 и 1П2026



→ За год США потеряли 7 п.п. доли, а Азия и Латинская Америка их забрали. Выручка распределена по миру — и это лучшая страховка от тарифов.

Для держателя облигаций важнее другое: кто зарабатывает деньги внутри группы. Ответ удобный. Эмитент всех облигаций — головная компания ПАО «Акрон», и именно она даёт львиную долю EBITDA.

Таблица 1. EBITDA по сегментам, МСФО, млрд ₽

Сегмент	1П2025	1П2026	Комментарий
ПАО «Акрон» (эмитент)	39,0	43,4	головная компания и казначейство: 91% EBITDA группы
ПАО «Дорогобуж»	7,2	0,5	выручка сегмента –47%, причины не раскрыты
СЗФК («Олений Ручей»)	5,9	3,8	апатит для заводов группы
Торговля и прочее	0,4	0,0	сбытовые компании, логистика, ВКК
Итого по группе	52,5	47,7	–9% год к году

ПАО «Акрон» дало 91% EBITDA группы в первом полугодии 2026 года и одновременно служит её казначейством: занимает на рынке и финансирует дочерние компании, включая строящийся калийный рудник. Структурная субординация держателей облигаций поэтому минимальна. Обратная сторона: качество активов эмитента зависит от того, как скоро рудник начнёт обслуживать внутригрупповые займы собственной выручкой. Провал «Дорогобужа» — выручка почти вдвое ниже, EBITDA сжалась с 7,2 до 0,5 млрд ₽ — компания в отчётности не объясняет. Это первый вопрос к IR.

Последняя деталь визитки — собственники. Конечный бенефициар в отчётности не раскрыт, и аудитор (Кэпт, бывшая KPMG в России) второй год подряд выдаёт заключение с оговоркой. Оговорка касается раскрытия, а не цифр. Но рядом есть строка, которую стоит запомнить: 14,4 млрд ₽ дивидендов, начисленных связанным сторонам, до сих пор не выплачены — по всей видимости, из-за санкционных ограничений [оценка].

Отрасль и макро: дорогой газ у соседей — лучший друг

Азотный рынок прошёл пик весной 2026 года. Перебои поставок с Ближнего Востока и ограничения экспорта карбамида из Китая подняли цены примерно вдвое, спот FOB превышал \$700 за тонну. К сентябрю волна сошла: розничный карбамид в США стоил на 24% дешевле весеннего максимума, египетский экспорт держался в верхней части диапазона \$400–500 за тонну. Это не обвал, а возвращение из аномалии к норме.

Главный структурный аргумент за «Акрон» — себестоимость. Европейские заводы платили в сентябре за газ около \$25 за MMBtu, и безубыточность европейского карбамида — порядка \$650 за тонну без учёта платы за выбросы (оценка Profergy). Российский газ стоит в разы дешевле. Пока маржинальным производителем остаётся Европа, мировая цена держится намного выше затрат «Акрона».

Ключевая ставка (14%, следующее заседание — 23 октября) бьёт по компании слабо. Рублёвый долг с плавающей ставкой — около 15% портфеля, и +3 п.п. к ставке стоят примерно 0,7 млрд ₽ процентов в год [расчёт]. Спрос на удобрения от ставки не зависит, оборотный капитал в основном валютный. Аналитики в сентябрьском макроопросе ЦБ ждали в среднем 13,7% на остаток 2026 года и 12,4% в 2027-м.

Регуляторный фон — главный источник событийного риска. С 1 июля 2026 года ЕС берёт с российских азотных удобрений €60 за тонну сверх базовой пошлины и к 2028 году поднимет ставку до €315–430 — по сути, до запретительной. Прямой удар по «Акрону» невелик: Европа в отчётности отдельной строкой не выделяется, на «прочие» регионы приходится 2,5% выручки. Беспокоят две другие вещи. США дают пятую часть выручки. А отмена российских экспортных пошлин в 2025 году добавила к EBITDA около 13,5 млрд ₽ [расчёт] — бюджет может захотеть их обратно.

КЛЮЧЕВОЙ РИСК

На США пришлось 20,7% выручки первого полугодия 2026 года. Ограничительные меры Вашингтона ударили бы по «Акрону» сильнее любых европейских пошлин — хотя перенаправлять объёмы в Азию и Латинскую Америку компания уже умеет.

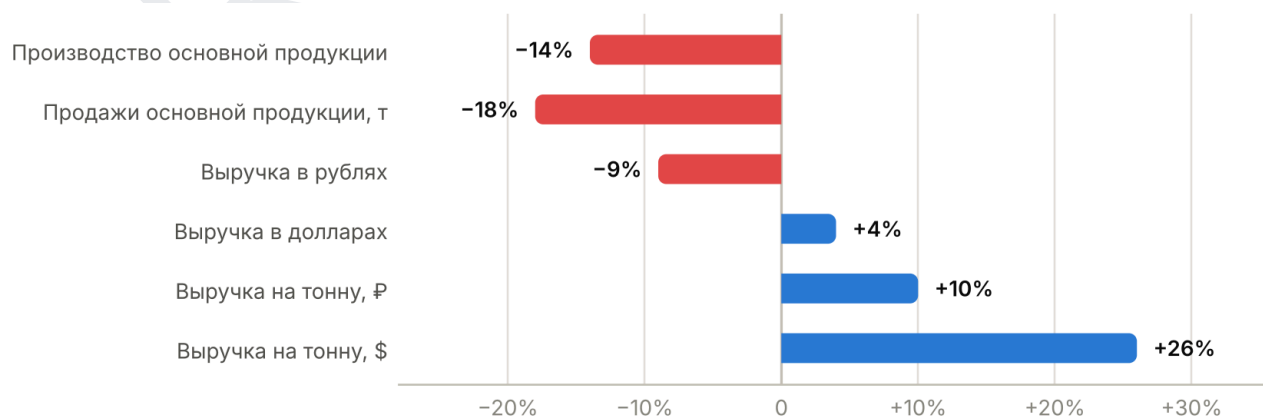
Валютный риск, как ни странно, работает на кредитора. 85% долга номинировано в долларах и юанях, 82% продукции — экспорт. Ослабление рубля раздувает рублёвую оценку долга, но так же раздувает EBITDA: с июля рубль ослаб к юаню примерно на 10%, и для долговой нагрузки это почти нейтрально. Опаснее обратное — укрепление рубля режет EBITDA быстрее, чем долг.

Операционная динамика: продали меньше, заработали больше

Первое полугодие 2026 года — учебник по ценовому рычагу. Производство основной продукции упало на 14%, продажи — на 18%. Выручка в рублях снизилась на 9%, а в долларах выросла на 4%: каждая проданная тонна принесла примерно на четверть больше долларов, чем годом ранее [расчёт].

Рис. 2. Цена против объёма

Изменение 1П2026 к 1П2025, %. Объёмы и долларовые показатели — по данным компании в изложении СМИ, выручка на тонну — расчёт



→ Цена с запасом перекрыла падение объёмов. Рассчитывать на такое каждое полугодие нельзя.

Внутри полугодия контраст ещё резче: валовая маржа в первом квартале — 44,5%, во втором — 59,4%. Второй квартал пришёлся на ценовой пик, и показатели за последние 12 месяцев отчасти держатся на нём.

Капвложения — в пиковой фазе: 59,5 млрд ₽ за 12 месяцев, в 3,5 раза больше амортизации. Почти всё уходит в Талицкий ГОК в Пермском крае — рудник на 2 млн т хлористого калия в год с возможностью расширения до 2,6 млн т. Он должен заменить закупки калия (11,7 млрд ₽ в 2025 году) и стать отдельным экспортным бизнесом.

34%

активов «Акрона» на конец 2025 года приходилось на Талицкий ГОК — актив, который ещё не произвёл ни тонны продукции. В 2025 году его оценку снизили на 17,5 млрд ₽, а запас прочности теста на обесценение сейчас нулевой.

Здесь главный вопрос всего кейса. Тест на обесценение в годовой отчётности предполагал старт производства в 2026 году. На 13 октября публичного подтверждения запуска мы не нашли. Лицензия требует выйти на проектную мощность не позднее 2028 года. Каждый квартал задержки — это капвложения без выручки и проценты, которые сегодня капитализируются в стоимость стройки, а однажды придут в отчёт о прибылях.

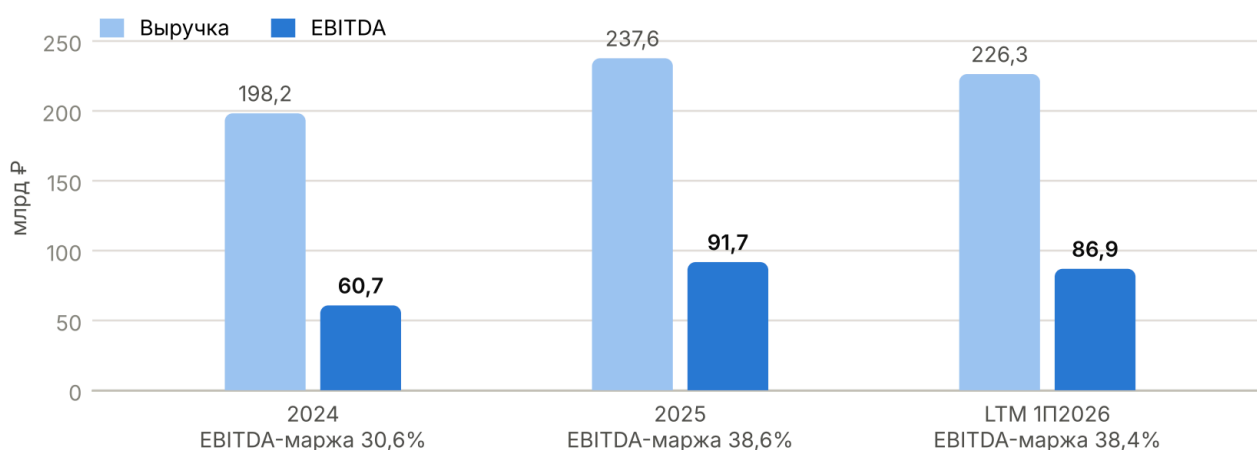
Оборотный капитал в целом в порядке: дебиторская задолженность оборачивается за 39 дней, кредиторская — за 38. Запасы лежат 129 дней, но большая часть — сырьё и запчасти, готовая продукция — около месяца. Тревожит только динамика склада. В первом полугодии запасы выросли на 7,9 млрд ₽, готовая продукция — на 70%. На фоне падения продаж это стоит перепроверить в отчётности за девять месяцев.

Финансовое здоровье: прибыльно, но не свободно

Коротко — зрелый бизнес на высоком плато. Рентабельность выросла в 2025 году и там закрепились. Почти половину прироста EBITDA 2025 года дала отмена экспортных пошлин, а не операционная магия [расчёт].

Рис. 3. Выручка и EBITDA

МСФО, млрд ₽



→ Рентабельность вышла на плато около 38%. Выручка за 12 месяцев немного ниже 2025 года: цены не до конца компенсировали объёмы.

Проблема — в деньгах, а не в прибыли. Свободный денежный поток околонулевой или отрицательный три периода подряд: всё, что компания зарабатывает, съедает стройка. Отдача на капитал при этом снижается — в нём всё больше недостроенного рудника.

Таблица 2. Финансовые показатели, МСФО, млрд ₽

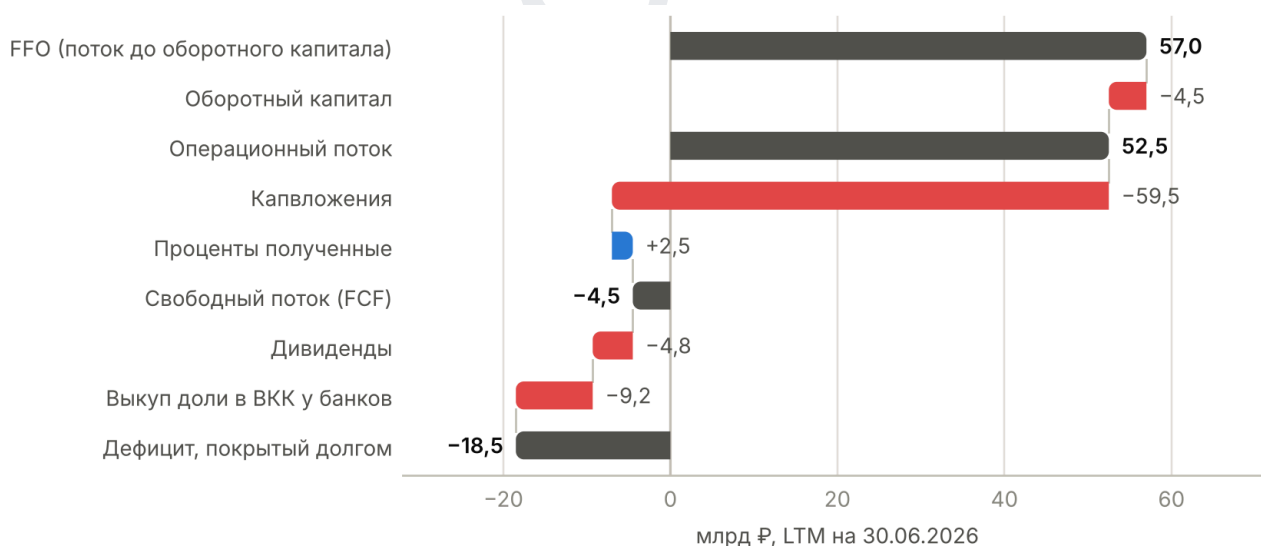
Показатель	2024	2025	LTM 1П2026	Δ LTM к 2025	Комментарий
Выручка	198,2	237,6	226,3	-4,8%	цены выше, объёмы ниже
EBITDA	60,7	91,7	86,9	-5,2%	в 2025 году +13,5 от отмены экспортных пошлин
EBITDA-маржа	30,6%	38,6%	38,4%	-0,2 п.п.	2K2026 — пиковый квартал
Чистая прибыль	30,5	39,8	35,7	-10,3%	в 2025 году — обесценение ВКК 17,5
ROE	13,9%	18,6%	15,3%	-3,3 п.п.	
ROIC ¹	11,4%	17,3%	14,3%	-3,0 п.п.	в капитале — недостроенный ГОК
Операционный поток	24,1	56,8	52,5	-7,6%	стабильно выше чистой прибыли
Свободный поток (FCF) ²	-18,7	5,6	-4,5	—	капвложения съедают операционный поток
Капвложения / выручка	23,5%	23,0%	26,3%	+3,3 п.п.	пик инвестиционного цикла

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

Качество прибыли приличное, но не стерильное. В 2025 году чистую прибыль одновременно уменьшили обесценение ВКК (17,5 млрд ₽) и операционные курсовые потери, а увеличили финансовые курсовые доходы. Операционный поток стабильно выше чистой прибыли — деньги настоящие. Проблема не в том, сколько «Акрон» зарабатывает, а в том, куда он это тратит.

Рис. 4. Куда уходят деньги

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



→ Стройка съедает весь операционный поток. Дивиденды и выкуп доли в ВКК оплачены новым долгом.

За два с половиной года «Акрон» потратил на капвложения, дивиденды и выкуп долей примерно на 96 млрд ₽ больше, чем заработал [расчёт]. Для компании с EBITDA под 90 млрд ₽ это не катастрофа. Но и не поведение эмитента, который бережёт свой рейтинг: в августе 2026 года акционеры получили ещё 8,6 млрд ₽ из нераспределённой прибыли 2021 года.

Долговой профиль: умеренная нагрузка, короткие деньги

Структура долга

Таблица 3. Долговые метрики, МСФО, на 30.06.2026

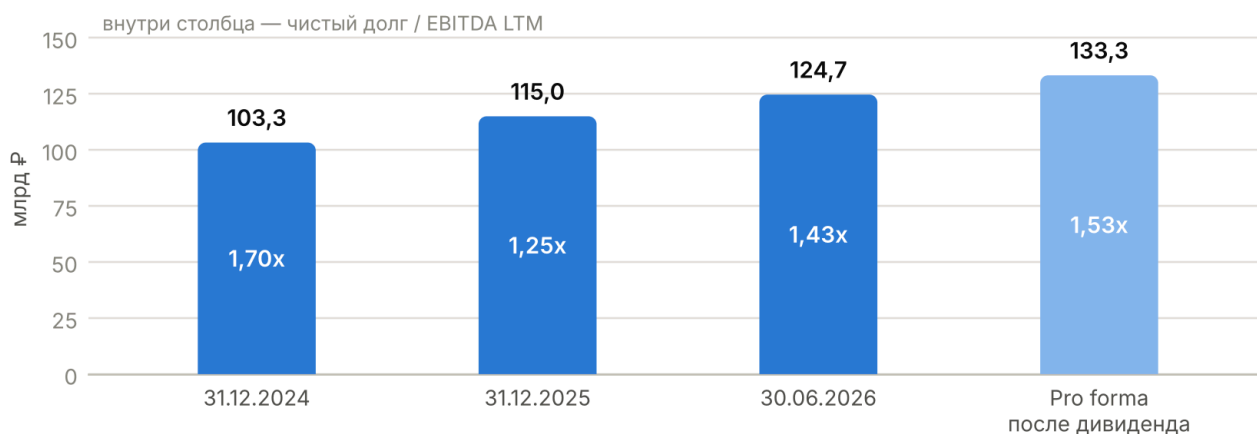
Метрика	Значение	Ориентир методики IG	Оценка
Чистый долг	124,7 млрд ₽ (pro forma 133,3)	—	● рост три даты подряд
Чистый долг / EBITDA LTM	1,43x (pro forma 1,53x)	1,5–2,5x для AA	● комфортно
Скорр. чистый долг / EBITDA ¹	1,73x pro forma	1,5–2,5x	● комфортно
EBITDA / все начисленные проценты ²	5,7x	4–8x	● норма
FFO / долг	37%	25–40%	● норма
Краткосрочный долг / общий	46%	до 40%	● выше нормы
Денежные средства / краткосрочный долг	0,40x	от 0,5x	● ниже нормы
Доля валютного долга	85% (USD 50%, CNY 34%)	соответствие валюте выручки	● хедж экспортом
Доля долга с плавающей ставкой	18%	—	● низкая
Средняя стоимость долга	10,6%	—	● справочно
Доля капитализированных процентов	87% (1П2026)	до 50%	● прибыль приукрашена
Аренда по МСФО 16	2,0 млрд ₽	включена в скорр. долг	● несущественно

¹ Кредиты и займы + аренда + дивиденды к уплате (14,5 млрд ₽) – свободные денежные средства; pro forma — с дивидендом августа 2026 года. ² Проценты в отчёте о прибылях + капитализированные в стоимость строительства. Расчёт редакции.

По учебнику инвесттрейда цифры хорошие: нагрузка около 1,4–1,5x, покрытие процентов почти 6x, операционный поток гасит больше трети долга за год. Выбиваются две строки. Почти половина долга — краткосрочная, а денег на счетах — 40% от неё. И 87% процентов в первом полугодии не дошли до отчёта о прибылях: их капитализировали в стоимость строящегося рудника. Это законно (МСФО 23), но делает прибыль приятнее реальности. Когда Талицкий заработает, около 15 млрд ₽ процентов в год переедут в расходы, и дивидендная база заметно похудеет. Для кредитора, впрочем, это скорее хорошая новость.

Рис. 5. Долг растёт, нагрузка — пока нет

Чистый долг, МСФО, млрд ₽; внутри столбца — чистый долг / EBITDA LTM; pro forma — с учётом дивиденда августа 2026 года



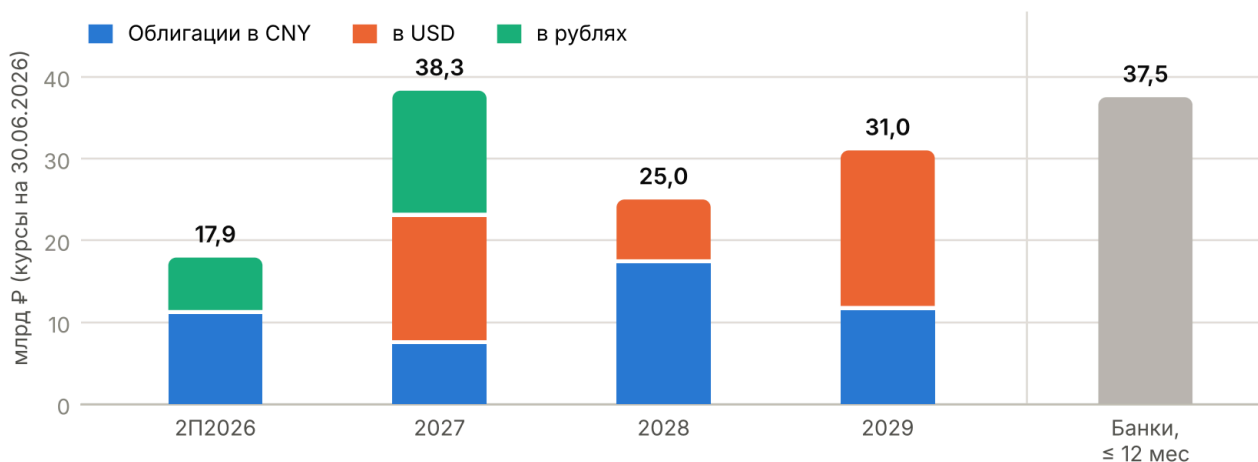
→ Чистый долг растёт три отчётные даты подряд, нагрузку держит высокая EBITDA.

График погашений

Облигаций в обращении — около 112 млрд ₽ в трёх валютах, ещё 37,5 млрд ₽ — краткосрочные банковские кредиты. Самый плотный год — 2027-й: 38 млрд ₽ облигаций в рублях, юанях и долларах. Новый выпуск добавит погашение в 2028 год и, по всей видимости, заранее профинансирует ноябрьскую и мартовскую амортизацию юаневого Б1Р7 [оценка].

Рис. 6. Стена погашений

Облигации по годам погашения и амортизации, банковский долг до 12 месяцев, млрд ₽. Оценка по графикам выпусков; курсы на 30.06.2026; без учёта БО-002Р-04



→ Пик — 2027 год. При открытом рынке он закрывается рефинансированием, при закрытом — урезанием инвестиций.

На 30 июня у компании было 28,3 млрд ₽ денег и 130,2 млрд ₽ невыбранных кредитных линий. Без линий деньги и операционный поток покрывают лишь 60% обязательств ближайших 12 месяцев — погашений, инвестиций и дивидендов [расчёт]. Мы исходили из EBITDA около 80 млрд ₽ и капвложений около 55 млрд ₽ [допущение]. С половиной линий покрытие едва превышает 1х, со всеми — около 1,6х. Весь вопрос в том, обязаны ли банки эти линии предоставить: статус committed компания не раскрывает.

Ковенанты

Банковские кредиты содержат три финансовых ковенанта: минимальные чистые активы, чистый долг / EBITDA и EBITDA к процентам. Порог по нагрузке не раскрыт [н/д]. Порог по покрытию компания называет сама — не ниже 3,5х; за 2025 год фактическое значение — 5,7х, запас около 40%. Нефинансовые условия — право банков требовать досрочного погашения при нарушении обязательств и ограничения на сделки с существенными активами. Условия эмиссионных документов облигаций (кросс-дефолт, права держателей) мы не разбирали [н/д].

Есть мелочь, которая не красит раскрытие: объём кредитов под ковенантами на одну и ту же дату, 31 декабря 2025 года, в годовом отчёте указан как 53,3 млрд ₽, а в полугодовом — как 10,3 млрд ₽. Похоже на опечатку или смену методики, но объяснения нет.

Кредитные рейтинги

Таблица 4. Кредитные рейтинги

Агентство	Рейтинг	Прогноз	Последнее действие	Комментарий
«Эксперт РА»	ruAA	стабильный	28.11.2025	годовой пересмотр — конец ноября 2026 года
НКР	AA.ru	стабильный	22.01.2026	—

Агентство	Рейтинг	Прогноз	Последнее действие	Комментарий
АКРА	—	—	—	рейтинга нет
Методика редакции (IG)	A+	—	13.10.2026	на 2 ступени ниже агентских; скоринг 66 из 100

Агентства видят AA — и по долговой нагрузке они правы. Наш A+ отражает то, чего не видно в одном коэффициенте: финансовую политику при отрицательном свободном потоке, короткую структуру долга и проектный риск Талицкого. Рынок, судя по спредам, ближе к нашей оценке: юаневые бумаги «Акрона» торгуются примерно на 50 б.п. шире ФосАгро, а заложенная в цену вероятность дефолта соответствует группе A+/A [расчёт].

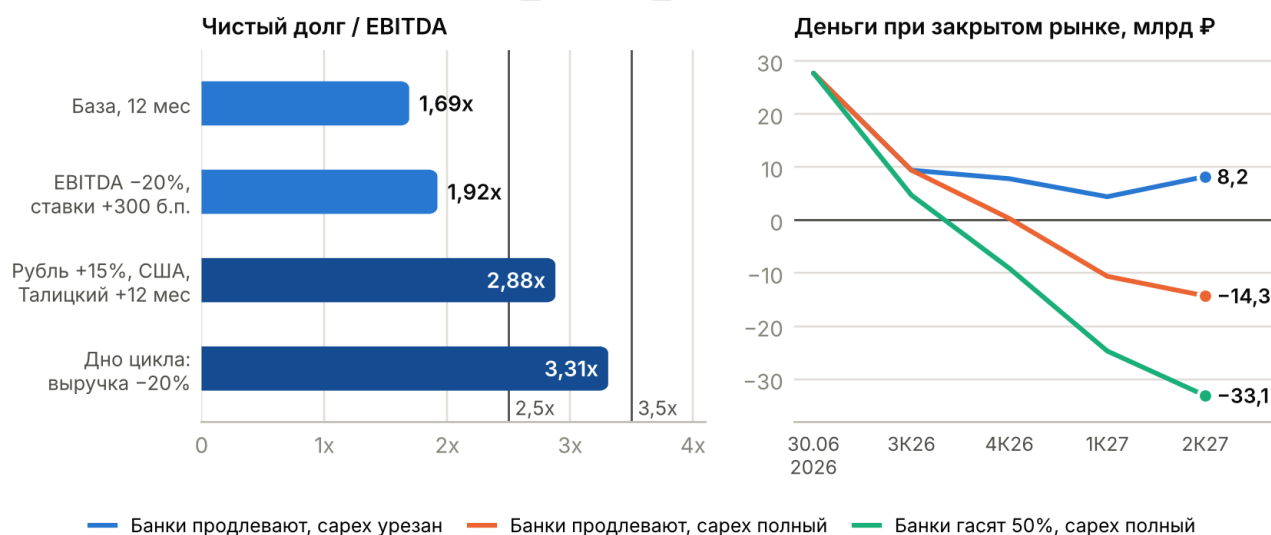
Стресс-тест

Стандартный стресс издания — EBITDA –20% и ставки рефинансирования +300 б.п. — «Акрон» проходит спокойно: нагрузка поднимается до 1,9х (2,2х по скорректированному долгу), покрытие процентов — до 3,9х, ковенантный показатель — до 4,7х против порога 3,5х [расчёт].

Более жёсткие сценарии показывают, где тонко. Дно цикла — выручка –20% за счёт цен при неизменных рублёвых затратах — выводит нагрузку к 3,0–3,3х, а ковенант — вплотную к порогу. Это уже не AA. Закрытый рынок капитала компания переживёт, если банки продлят линии, а сама она урежет инвестиции. Если же банки потребуют вернуть половину краткосрочного долга, кассовый разрыв откроется уже в четвертом квартале 2026 года, когда наступает очередная амортизация Б1Р7. Поэтому новый выпуск — не только вопрос доходности для инвестора, но и страховка для самой компании.

Рис. 7. Стресс-тест

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



→ Нагрузка выходит за 2,5х только в сценариях «цикл» и «событие». При закрытом рынке главный рычаг — капвложения.

БО-002Р-04: первичка или вторичка

Параметры выпуска

Таблица 5. Параметры выпуска БО-002Р-04

Параметр	Значение
Эмитент и рейтинги	ПАО «Акрон»; ruAA («Эксперт РА») и AA.ru (НКР), прогнозы стабильные
ISIN · объём	● не опубликованы на дату анализа; объём определится по итогам книги
Валюта и номинал	юань; 1 000 CNY ($\approx 12\,674$ Р по курсу ЦБ на 10.10.2026)
Купон	фиксированный; ориентир 8,50–9,00% годовых, выплата каждые 30 дней
Эффективная доходность	8,84–9,38% [расчёт]
Срок и погашение	720 дней, $\approx 08.10.2028$
Амортизация	50% номинала с 18-м купоном (весна 2028), 50% при погашении
Оферты (put / call)	нет
Дюрация	$\approx 1,6$ года по Маколею, модифицированная $\approx 1,5$ [расчёт]
Книга / размещение	15.10.2026, 11:00–15:00 мск / 19.10.2026
Спред к ОФЗ в юанях	$\approx +85$ –140 б.п. (ОФЗ в CNY $\approx 8,0\%$, конец сентября)
Премия к собственной кривой	от +2 до +56 б.п. к Б2Р2 (8,82%) в зависимости от купона
Премия к пиру	от +17 до +71 б.п. к ФосАгро (AAA, 8,67%)
Ликвидность	новая бумага; юаневые выпуски «Акрона» на вторичке — 0–4 млн Р в день

Параметры — по данным открытых источников (finolive, «Бункер облигаций») до закрытия книги; могут быть уточнены.

Профиль выпуска — почти копия Б2Р2, который уже торгуется: тот же юань, похожая дюрация, погашение тоже осенью 2028 года. Для оценки это удобно: справедливую цену нового долга можно мерить по уже существующему.

Справедливая доходность: два метода

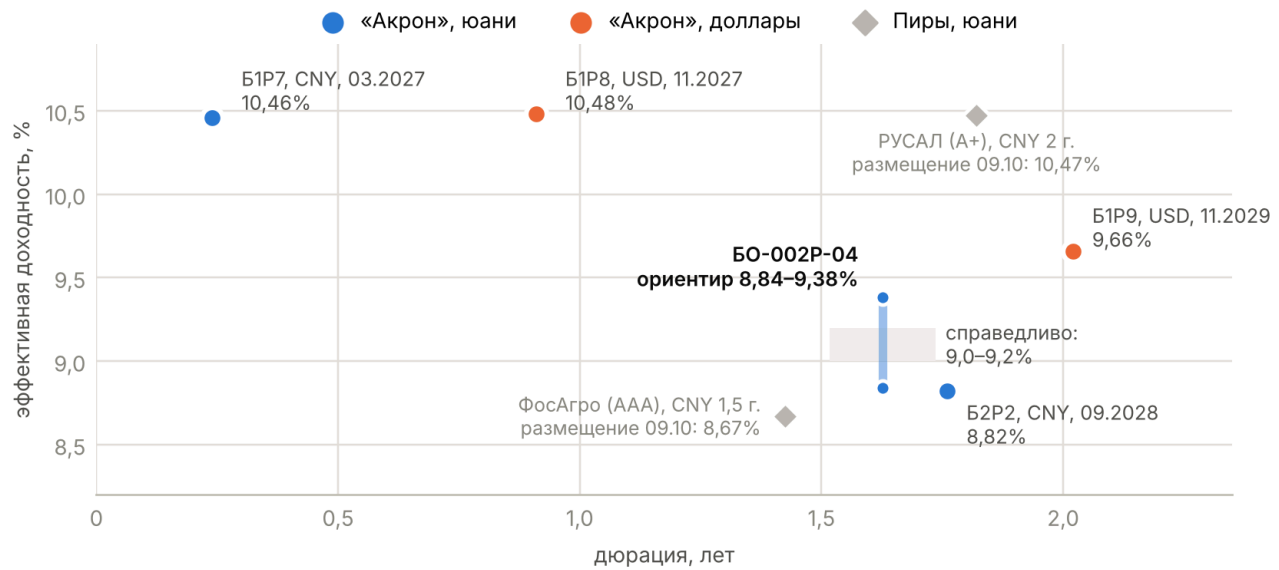
Метод А, относительный. Ближайший ориентир — собственный Б2Р2 с доходностью 8,82%. Новому выпуску положена премия за размещение 15–25 б.п. [допущение], итого 9,0–9,1%. Перекрёстная проверка: ФосАгро (AAA) в начале октября заняла на полтора года под 8,67% эффективных. Разница в две рейтинговые ступени стоит на юаневом рынке 40–60 б.п., ещё около 5 б.п. — за лишние полгода срока [оценка]. Итого 9,1–9,3%.

Метод Б, фундаментальный. База — ОФЗ в юанях, около 8,0%. Ожидаемые потери при нашем рейтинге А+ — около 22 б.п.: вероятность дефолта 0,4% в год, потери при дефолте 55% [допущение]. Премия за ликвидность — 50 б.п., за событийный риск (санкции, бенефициар, Талицкий) — 25 б.п. [допущение]. Итого около 9,0% [расчёт].

Методы сходятся: справедливая эффективная доходность — 9,0–9,2%, то есть купон 8,65–8,85% при ежемесячной выплате. Для инвесттрейда отклонение в пределах ± 40 –50 б.п. мы считаем «рынком», а не сигналом — это строже порога ± 150 –200 б.п., принятого для ВДО.

Рис. 8. Карта доходностей

Кривая «Акрона», ориентир нового выпуска и юаневые размещения пиров 9 октября; эффективная доходность к погашению, %, и дюрация, лет



→ Ориентир пересекает справедливую зону: верх диапазона даёт премию, низ — нет.

Таблица 6. Что означает финальный купон для инвестора

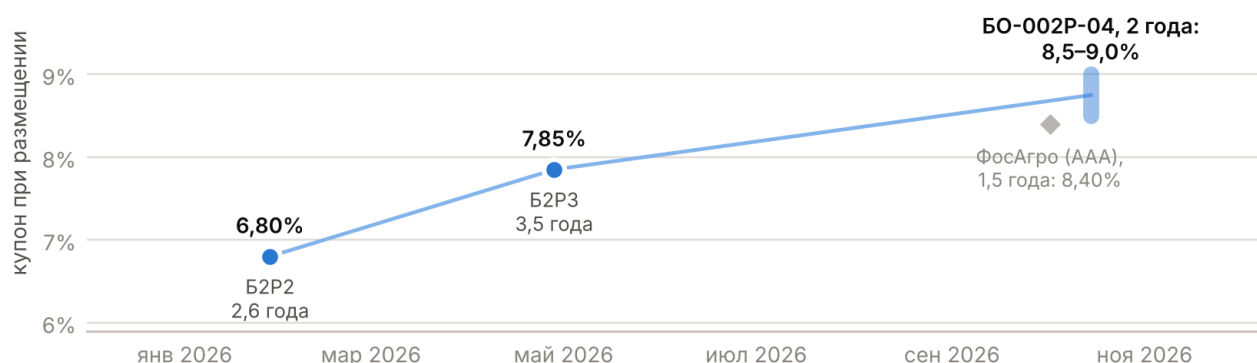
Купон	Эфф. доходность	Премия к Б2Р2	Премия к ФосАгро	Взгляд редакции
8,50%	8,84%	+2 б.п.	+17 б.п.	премии нет: вторичка или ожидание
8,65%	9,00%	+18 б.п.	+33 б.п.	в рынке: участие ради ликвидной позиции
8,75%	9,11%	+29 б.п.	+44 б.п.	участвовать
9,00%	9,38%	+56 б.п.	+71 б.п.	участвовать с запасом

Эффективная доходность — при ежемесячной капитализации купона; Б2Р2 — 8,82% (13.10.2026), ФосАгро БО-03-01 — купон 8,40% раз в квартал, эффективно 8,67% (09.10.2026). Расчёт редакции.

Решение упирается в финальный купон, и история книг «Акрона» здесь не на стороне инвестора. В апреле Б2Р3 при ориентире до 8,25% разместили под 7,85%. В октябре 2025 года долларовый Б2Р1 при ориентире 8,0–8,25% ушёл под 7,7%. Январский Б2Р2 увеличили с 1 до 1,5 млрд юаней. Если сценарий повторится, купон окажется у нижней границы, 8,5–8,6%, и премия к собственной кривой исчезнет [оценка].

Рис. 9. Сколько стоит юань для «Акрона»

Купон при размещении юаневых выпусков в 2026 году; сроки выпусков различаются



→ За девять месяцев юаневые деньги подорожали для компании на 170–220 б.п. — вслед за всем рынком.

Если не первичка, то что

Вторичный рынок «Акрона» — скорее витрина, чем прилавок. Юаневый Б2Р2 почти не торгуется, и только долларовый Б1Р9 собирает больше 20 млн ₽ оборота в день. Для крупного чека первичка — практически единственный способ взять юаневый риск «Акрона» на два года. Для небольшого есть альтернативы:

- **Б1Р7 (юани, до марта 2027 года, 10,46%)** — короткая парковка юаней с высокой доходностью. Минус: бумага амортизируется (30% номинала в ноябре, 40% в марте), reinvestировать придётся скоро.
- **Б1Р8 (доллары, до ноября 2027 года, 10,48%)** — лучшая точка кривой по соотношению доходности и дюрации, если нужен доллар, а не юань.
- **Б1Р9 (доллары, до ноября 2029 года, 9,66%)** — ликвиден, но дюрация длиннее нашего комфортного горизонта до прояснения ситуации с Талицким.
- **Б2Р2 (юани, до сентября 2028 года, 8,82%)** — двойник нового выпуска; имеет смысл, только если продавец найдётся по доходности не ниже 9,0%.
- **Б2Р3 (юани, до октября 2029 года)** — длиннее нашего горизонта; надёжных котировок на дату анализа мы не нашли [н/д].

И последнее — про валюту. Юаневая облигация под 9% — не альтернатива рублёвой под 14–16%, а ставка на курс. Если рубль ослабнет примерно на 5%, как ждут аналитики в макроопросе ЦБ (средний курс 2027 года против текущего), рублёвый результат юаневой бумаги составит около 13–14% годовых [оценка]. Это чуть ниже двухлетних ОФЗ (14,6–14,9%), зато с другой корзиной рисков.

Риски: что может пойти не так

Таблица 7. Матрица рисков

№	Риск	Вероят-ность	Влияние	Митигант
1	Талицкий ГОК: перенос запуска за 2026 год и новое обесценение (запас теста — ноль)	С	В	проект на 100% под контролем, лицензия до 2053 года; обесценение неденежное, но бьёт по рейтингу
2	Цены на азот к низу цикла: выручка –20%, нагрузка к 3,0–3,3х	С	В	низкая себестоимость; можно урезать капвложения и дивиденды
3	Финансовая политика: дивиденды и выкупы при отрицательном свободном потоке	С	С	обязательств нет; косвенно — ковенант по покрытию процентов 3,5х

№	Риск	Вероят-ность	Влияние	Митигант
4	Рефинансирование 70 млрд ₽ краткосрочного долга при закрытом рынке	Н	В	130 млрд ₽ линий, новый выпуск, отношения с системными банками
5	Санкции и пошлины: ЕС до €315–430/т к 2028 году, возможные меры США (21% выручки), возврат экспортных пошлин РФ	С	С	география сбыта: рост Азии и Латинской Америки
6	Укрепление рубля на 15%: EBITDA около –30%	Н	С	85% долга в валюте дешевеет вместе с выручкой
7	Корпоративное управление: нераскрытый бенефициар, 14,4 млрд ₽ дивидендов связанным сторонам, расхождения в отчётах	С	Н	квартальная МСФО, аудит Кэпт
8	Ликвидность выпусков: обороты меньше 5 млн ₽ в день	В	Н	горизонт до погашения, умеренный размер позиции

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



→ Два главных риска — Талицкий и цикл — сидят в одной клетке и усиливают друг друга: задержка рудника опаснее при дешёвом азоте.

По отдельности ни один риск не выглядит фатальным: почти у каждого есть рабочий митигант. Опасна связка. Если азот подешевеет, пока Талицкий ещё требует денег, нагрузка вырастет, а рынок капитала подорожает одновременно. Главный рычаг компании в таком случае — капвложения, и за ними стоит следить в отчётности за девять месяцев.

Red flags: чек-лист

Таблица 8. Red flags: чек-лист

Флаг	Статус	Пояснение
Отрицательный операционный поток 2+ периода подряд	● нет	24,1 / 56,8 / 52,5 млрд ₽ (2024 / 2025 / ЛТМ)
Дебиторка растёт быстрее выручки	● нет	в 2025 году –20% при выручке +20%
Забалансовые обязательства, поручительства за связанных	● нет	выданных гарантий нет
Частая смена аудитора или финдиректора	● нет	Кэпт и тот же финдиректор в 2025–2026 годах

Флаг	Статус	Пояснение
Оговорки или going concern в заключении аудитора	● оговорка	только о раскрытии бенефициара; going concern нет
Залог ключевых активов	● нет	основные средства и запасы не заложены
Топ-3 клиента — больше 50% выручки	● н/д	двое покупателей — больше 10% выручки каждый
Существенные судебные иски	● н/д	руководство потерь не ожидает; реестры не проверялись
Дивиденды при отрицательном свободном потоке	● да	8,6 млрд ₽ в августе 2026 года
Ключевой проект с нулевым запасом теста на обесценение	● да	Талицкий ГОК — 34% активов
Краткосрочный долг > 40% при деньгах < 50% от него	● да	46% и 40%
Капитализация больше половины процентов	● да	87% в 1П2026
Расхождения в цифрах между отчётами	● да	3 случая, включая объём долга под ковенантами
Невыплаченные дивиденды связанным сторонам	● да	14,4 млрд ₽

Красные флаги «Акрона» — не из тех, что предвещают дефолт: операционный поток положительный, залогов нет, аудитор и финансовый директор не менялись. Это флаги финансовой политики и проектного риска — классический профиль инвесттрейда, который может потерять ступень-другую, если цикл и стройка совпадут по фазе.

Три сценария на 12 месяцев

Таблица 9. Три сценария на 12 месяцев

Сценарий	Вероятность	Что происходит	Чистый долг / EBITDA	Доходность БО-002Р-04 ¹
● Bull	25%	Талицкий запущен до конца 2026 года, цены на азот стабильны, свободный поток после дивидендов положительный	≤ 1,5x	спред –40 б.п.: ≈ 9,4%
● Base	55%	Запуск сдвигается в 2027 год без крупного списания, цены у середины цикла	1,6–1,9x	спред без изменений: ≈ 9,1%
● Bear	20%	Новое обесценение ВКК, цены к низу цикла, негативный прогноз или понижение на ступень	≈ 3,0x	спред +150 б.п.: ≈ 8,1%; при дефолте recovery 45–60%
Взвешенно	100%			≈ 9,0%

¹ Доходность за 12 месяцев в юанях при купоне 8,75% (эффективно 9,11%); модифицированная дюрация через год ≈ 0,7. При купоне 8,5% взвешенный результат ≈ 8,7%. Оценка и расчёт редакции.

Вероятностно-взвешенная доходность нового выпуска за 12 месяцев — около 9,0% в юанях при купоне 8,75% (эффективные 9,1%) [расчёт]. Разница в 10–15 б.п. — плата за асимметрию: вверх у бумаги немного, вниз — больше. При купоне 8,5% взвешенный результат опускается к 8,7% — ниже собственной вторичной кривой «Акрона».

Вердикт редакции

«Акрон» — крепкий кредит с понятной слабостью: он строит будущее на заёмные деньги быстрее, чем зарабатывает на него. Нагрузка умеренная, маржа высокая, долг естественно заехджирован экспортом. Но финансовая политика и Талицкий ГОК держат кредит ниже «двойного А» на наш вкус. Новый юаневый выпуск оценён около справедливого уровня: верх ориентира даёт премию, низ — нет.

Таблица 10. Вердикт в цифрах

Параметр	Позиция редакции
Взгляд на кредит	нейтральный (внутренний рейтинг А+ против АА у агентств)
Взгляд на БО-002Р-04	● конструктивный при купоне от 8,75%; ● нейтральный при 8,65–8,70%; ● осторожный при 8,50–8,60%
Премия	при 8,75% — в середине справедливой зоны и +29 б.п. к собственной кривой; при 9,00% — достаточна (+20–40 б.п. к справедливой); при 8,50% — недостаточна (от –15 до –35 б.п.)
Risk / Reward за 12 месяцев	вверх ≈ +0,3 п.п. (спред –40 б.п.), вниз ≈ –1,0 п.п. (спред +150 б.п.); асимметрия 1:3 оплачивается кэрри около 9%
Альтернативы на вторичке	Б1Р8 (USD, до 11.2027) и Б1Р7 (CNY, до 03.2027); Б2Р2 — только от 9,0%

Подходит: инвесторам, которым нужна юаневая позиция в инвесттрейде на два года. Доля «Акрона» в IG-портфеле — до 4% по всем выпускам. Горизонт — до погашения в октябре 2028 года, с учётом возврата половины номинала весной 2028-го.

Не подходит: тем, кто сравнивает доходность с рублёвыми ставками; тем, кому важна быстрая ликвидность; тем, кто ищет премию за проектный риск Талицкого — её здесь нет.

Триггеры пересмотра взгляда:

- **15.10** — финальный купон: ниже 8,65% премии нет, взгляд на первичку — осторожный.
- **23.10** — решение ЦБ по ключевой ставке.
- **30.10** — РСБУ за 9 месяцев: займы ВКК и поручительства.
- **Ноябрь** — МСФО за 9 месяцев: скорректированная нагрузка выше 2,0х — взгляд на кредит снижается до осторожного.
- **≈28.11** — годовщина рейтинга «Эксперт РА»: негативный прогноз — взгляд на кредит снижается до осторожного.
- **31.12** — срок «запуска в 2026 году»: без первой продукции взгляд на выпуски с погашением в 2029 году — осторожный.
- **≈20.03.2027** — годовой тест обесценения ВКК: списание больше 10 млрд ₽ — пересмотр взгляда.

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

Ограничения и источники

Даты. Анализ — 13.10.2026. Котировки облигаций «Акрона» и ОФЗ — 13.10.2026, внутри дня (данные Московской биржи через smart-lab). Размещения пиров — 2–9.10.2026, ОФЗ в юанях — конец сентября 2026, курсы ЦБ — 1–10.10.2026.

Отчётность. МСФО ПАО «Акрон» за 2025 год (аудит, Кэпт) и за 1П2026 (обзорная проверка). Объёмы производства и продаж, долларовые показатели и РСБУ — по данным компании в изложении СМИ. Рейтинг А+ и справедливые спреды — по методике редакции для инвесттрейда (внутренний скоринг 66 из 100).

Пробелы. Формы РСБУ ПАО «Акрон» за 2025 год и 6М2026 мы не получили, поэтому выводы о субординации условны. Не раскрыты статус кредитных линий, порог ковенанта по нагрузке, факт и сроки запуска Талицкого ГОКа, а до закрытия книги — объём, ISIN и организаторы БО-002Р-04. Нет данных о доле рынка и истории спредов. Арбитражные и банкротные реестры не проверялись. АО «ВКК»

фигурирует только в санкционном реестре СНБО Украины (по данным OpenSanctions); в списках США, ЕС и Великобритании мы его не нашли. Уверенность в выводах — средняя.

PRO BONDS RF