

«Борец» в весе А-: фикс по верхней границе бьёт флоатер по очкам

Национализированный лидер рынка нефтяных насосов пережил смену собственника и пик погашений на 33,1 млрд ₽ и просит у рынка ещё 2,0 млрд. Двухлетний фикс 001P-08 даёт лучшую цену на кривой эмитента при купоне от 17,75%; ниже этой планки выгоднее вторичный рынок.

К.э.н. Николай Еремеев

Дата анализа: 27.10.2026 · Рыночные данные: закрытие 26–27.10.2026 · Ключевая ставка ЦБ: 14,00% (решение от 23.10.2026)

А- АКРА «Стабильный», НКР «Позитивный»	≈18,4% потолок купона фикса 001P-08, УТМ ≈20,0%	КС + 400 потолок спреда флоатера 001P-06, только для квалов	≈395 б.п. справедливый G-спред по нашей оценке	29.10 книга заявок; техразмещение 03.11; 2,0 млрд ₽ на два выпуска
---	--	---	---	---

01 · TL;DR — КОРОТКО

«Борец» — национализированный лидер российского рынка погружных насосов с рейтингом А- — без потерь прошёл пик погашений 2026 года и 29 октября открывает книгу на 2,0 млрд ₽: двухлетний фикс 001P-08 с купоном до ≈18,4% и флоатер 001P-06 для квалифицированных инвесторов (КС + до 400 б.п.). Справедливый G-спред мы оцениваем примерно в 395 б.п.; обращающиеся выпуски торгуются в коридоре 400–450 б.п., то есть «в рынке».

Вывод: первичный фикс — лучшая точка кривой при купоне не ниже 17,75% (доходность от 19,3%); если купон срежут сильнее, выгоднее 001P-07 на вторичке (≈19,5%). Флоатер — страховка от «высокой ставки надолго»: в базовом сценарии ЦБ он проигрывает фиксу около 2 п.п. в год.

Рисунок 1. Полтора года «Борца» — от ареста счетов до новой книги заявок



Источники: МСФО «Борец Капитал» за 1П2026, Finolive, АКРА, НКР, Мосбиржа. Шкала не пропорциональна времени.

02 Почему это важно прямо сейчас

Полтора года назад облигации «Борца» были учебным примером того, как корпоративный спор превращается в кредитное событие. В феврале 2025-го по иску Генпрокуратуры к прежним владельцам суд наложил обеспечительные меры, счета оказались заблокированы — и купон по выпуску 001P-02 пришёл с опозданием. Технический дефолт без экономической причины: деньги были, доступа к ним не было. В апреле 100% компании перешли государству в лице Росимущества, а в феврале 2026-го Верховный суд отказался пересматривать дело.

Дальше «Борец» занялся тем, чего от него ждали меньше всего: начал платить. В марте компания погасила выпуск 001P-01 на 13,0 млрд ₽, в июле–сентябре — долларовые замещающие облигации 30-2026 примерно на 20,1 млрд ₽. Пик погашений в 33,1 млрд ₽ пройден за счёт банков, новых облигаций и операционного потока, а валютный долг обнулён.

Теперь эмитент возвращается за скромной суммой: 2,0 млрд ₽ на два двухлетних выпуска, книга 29 октября, техразмещение 3 ноября. Деньги заместят короткий банковский долг. Вопрос для инвестора уже не «выживет ли „Борец“» — кризис ликвидности позади. Вопрос другой: какой инструмент даёт лучшую цену за тот же кредитный риск — новый фикс, новый флоатер или бумаги, которые уже торгуются на бирже.

Фон добавляет остроты. 23 октября ЦБ второй раз подряд оставил ключевую ставку на 14% и предупредил, что проинфляционные риски преобладают: в III квартале рост цен с учётом сезонности ускорился до 8% в годовом выражении. При этом базовый прогноз регулятора — средняя ставка 12,5–13,5% в 2027 году. Это ровно та развилка, на которой выбор между фиксированным и плавающим купоном перестаёт быть делом вкуса.

Кредитная история «Борца» делится на «до» и «после» решением суда, а не отчётностью. Рынок это уже отыграл: бумаги торгуются около номинала, без дисконта «на всякий случай». Значит, и скидки за прошлое никто не даст — платить придётся за настоящее.

03 Визитка бизнеса: насосы, прокат и один большой клиент

ПК «Борец» зарабатывает на простом физическом факте: нефть сама из скважины не поднимается. Компания делает установки электроцентробежных насосов (УЭЦН), погружные двигатели, в том числе на постоянных магнитах, винтовые насосы и кабель — и не только продаёт их, но и сдаёт в прокат и обслуживает. Платят нефтяные компании: за оборудование, за аренду насосов (прокатный парк на балансе — 11,4 млрд ₽) и за сервис. Вертикальная интеграция — пять заводов в Лысьве, Лебедяни, Кургане, Старом Осколе и Москве выпускают около 80% комплектующих — даёт маржу OIBDA около 32%. Для машиностроения это очень много.

Таблица 1. Как изменился профиль выручки · 1П2022 — международная группа; 2025–1П2026 — ПК «Борец»

Срез	1П2022: до раздела группы	2025–1П2026: ПК «Борец»	Оценка
Сегменты	оборудование 56% / сервис и прокат 44%	не раскрыто	○
Крупнейший клиент	«Роснефть» — 15%	«Роснефть» — 61% (1П2026)	●
Другие ключевые клиенты	топ-10 дают 55% выручки	«Газпром нефть», «Сургутнефтегаз», «ЛУКОЙЛ»; доли н/д	●
География	Россия 54%, зарубежье 46%	Россия и СНГ — более 95%	●
Доля рынка УЭЦН в РФ	37% установленного фонда (2021)	≈34% фонда (НКР); ≈29% в деньгах (2024)	●

Источники: презентация «Борца» для Мосбиржи (февраль 2023); НКР, 26.08.2026; обзор А-Клуба от 26.10.2026 в пересказе кредитного мемо (доля «Роснефти», независимо не верифицирована); Finolive, 27.10.2026.

Оценки: ● позитив · ● нейтрально · ● негатив · ○ н/д · теги в квадратных скобках — [расчёт] [оценка] [допущение]

Таблица описывает главную переменную. Из глобальной группы с десятками заказчиков на четырёх континентах «Борец» превратился во внутреннего поставщика с одним доминирующим клиентом: зарубежные активы остались за периметром национализации, а доля «Роснефти» выросла вчетверо. Для кредитора это одновременно опора — длинные контракты с крупнейшей госкомпанией отрасли — и главный идиосинкратический риск: переговорная сила по ценам и срокам оплаты теперь у покупателя.

По оценке НКР, «Борцу» принадлежит около трети установленного в России фонда УЭЦН; весь рынок насосного оборудования для нефтедобычи оценивался в 120,2 млрд ₽ (2024). Ближайшие конкуренты — «Новомет» и «Римера» с брендом «Алнас»; свежих данных об их долях в открытом доступе нет ○.

С 15 апреля 2025 года единственный участник ПК «Борец» — Российская Федерация в лице Росимущества. Дивидендов не было ни за 2024-й, ни за 2025 год, и агентства не закладывают их до 2028-го. Совета директоров нет, решения принимает единоличный исполнительный орган — это главная претензия НКР к корпоративному управлению.

Облигации выпускает ООО «Борец Капитал» — SPV со штатом из трёх человек. По агентскому договору оно передаёт все привлечённые деньги ПК «Борец», а та поручается по всем обращающимся выпускам на номинал и купоны. Агентства не делают поправок на *структурную субординацию*: почти весь внешний долг сидит на балансе самой ПК «Борец», которая служит и операционной компанией, и казначейством группы. В периметре связанных сторон — 14 компаний группы, включая заводы и сервисные общества.

Государство здесь — собственник, а не гарант. Ни АКРА, ни НКР не добавляют ступеней рейтинга за поддержку. Кто покупает «Борца» как «почти ОФЗ», покупает не тот продукт и переплачивает за иллюзию.

04 Отрасль и макро: нефть дорогая, деньги тоже

Нефтесервис механизированной добычи — зрелое плато, а не бум. Спрос на насосы определяется не ценой барреля, а фондом скважин и частотой отказов. Месторождения Западной Сибири стареют, обводнённость растёт, доля трудноизвлекаемых запасов увеличивается — насосы нужны мощнее, износостойчивее и чаще. Поэтому маржа «Борца» годами держалась в коридоре 28–33%, не обращая внимания на нефтяные котировки.

Котировки сейчас, впрочем, такие, что их трудно не заметить: Brent стоит около \$110–115 за баррель на фоне ближневосточного конфликта и перебоев с судоходством в Ормузском проливе. Для «Борца» это косвенный плюс — у клиентов больше денег на поддержание добычи. Квота России в ОПЕК+ на ноябрь сохранена на уровне около 9,95 млн баррелей в сутки, так что бума бурения ждать не стоит; спроса на поддержание фонда — стоит.

Таблица 2. Три канала чувствительности к ключевой ставке · РСБУ ПК «Борец» за 2025 г., оценки мемо

Канал	Механизм	Масштаб	Оценка
Стоимость долга	≈65–70% долга — с плавающей ставкой после рефинансирования [оценка]	±100 б.п. КС ≈ ±0,3 млрд ₽ процентов в год, ≈2% OIBDA [расчёт]	●
Спрос	дорогие деньги режут капвложения ВИНК; прокат насосов позволяет клиентам экономить свой сарех	умеренный: контракты длинные, фонд скважин инерционен	●
Оборотный капитал	клиенты растягивают оплату — «Борец» де-факто кредитует нефтяников	оборачиваемость дебиторки выросла с 81 до 140 дней за 2025 г. [расчёт]	●

Сильнее всего ставка бьёт по «Борцу» через его собственный долг: после рефинансирования дешёвых выпусков две трети портфеля привязаны к ключевой. Поэтому снижение ставки — главный внешний драйвер кредитных метрик и главный аргумент в споре фикса с флоатером (раздел 8).

Регуляторный фон жёсткий, но для «Борца» не критичный. С 2025 года налог на прибыль — 25%, с 2026-го базовый НДС — 22%. Нефтяники живут под НДС, НДС и квотами ОПЕК+. Главный клиент, «Роснефть», с октября 2025 года находится под блокирующими санкциями США: на внутренних расчётах это не сказывается, но давит на экспортную выручку нефтяников и, как следствие, на их платёжную дисциплину. Производственные компании группы, по данным мемо, тоже под санкциями США и Великобритании; рублёвые купоны идут через НРД, и после погашения ЗО-2026 трансграничных платежей по облигациям не осталось.

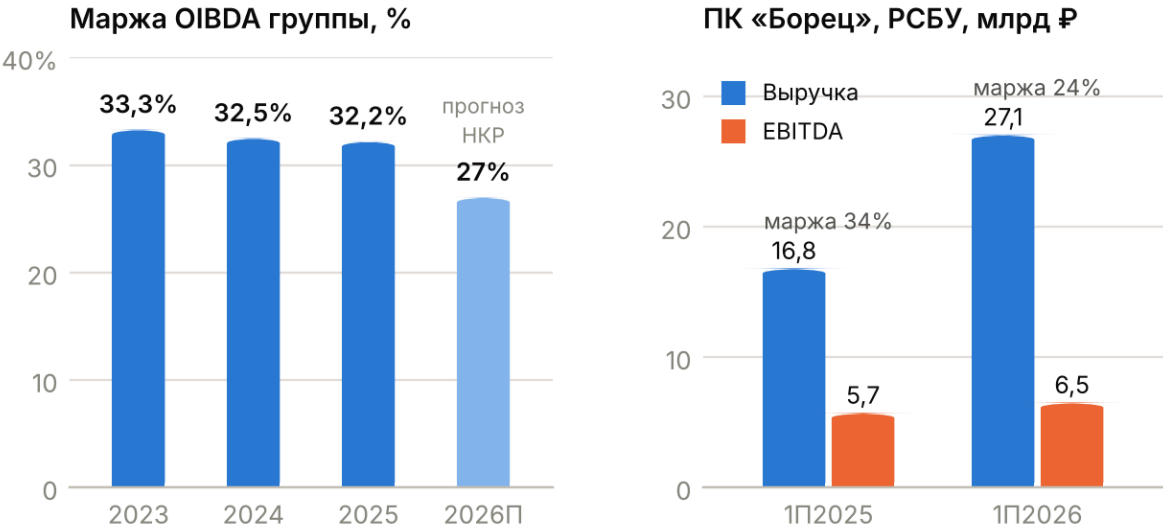
Валютный долг обнулён 17 сентября 2026 года. Выручка более чем на 95% рублёвая, импорт — в основном электроника из дружественных юрисдикций, около 15–20% себестоимости [оценка]. Ослабление рубля бьёт по марже умеренно и с лагом: это естественный хедж, а не открытая позиция.

05 Операционная динамика: выручка бежит, маржа отстаёт

Главная операционная новость 2026 года — не объём, а его состав. По РСБУ за первое полугодие выручка ПК «Борец» выросла на 61%, а EBITDA — только на 14%. Компания взяла на себя роль «интегрального поставщика» для крупнейших ВИНК и перепродаёт смежное нефтепромысловое

оборудование с минимальной наценкой. Оборот растёт, заводы загружены, но маржа разбавляется: НКР ждёт по итогам года 27% против 32% в среднем за 2024–2025 годы.

Рисунок 2. Маржа под давлением снабжения — выручка в 1П2026 выросла на 61%, EBITDA лишь на 14%



Слева — консолидированные оценки АКРА и НКР (МСФО), 2026П — прогноз НКР; справа — РСБУ ПК «Борец», 1П2025 восстановлено по темпам роста [расчёт]. Периметры различаются: сравнивать уровни слева и справа напрямую некорректно.

Портфель контрактов на конец 2024 года составлял 83,7 млрд ₽ и за год сократился на 14,5%. В 2026-м компания подписала новые долгосрочные договоры на поставку и сервис, и НКР называет стабилизацию контрактной базы одной из причин позитивного прогноза.

Инвестиционная программа — около 4,0–4,5 млрд ₽ в год, или 10–11% выручки [оценка мемо]. Это не стройка века: основная часть уходит на пополнение прокатного парка насосов, который сам приносит доход. Поддерживающий уровень — около 2,0 млрд ₽, остальное можно заморозить, если банки закроют двери. Для кредитора это важный предохранитель.

Таблица 3. Оборотный капитал: 2025 год ушёл на кредитование клиентов · РСБУ ПК «Борец», FY2024–FY2025

Показатель	FY2024	FY2025	Δ	Оценка
Оборачиваемость дебиторки покупателей (DSO), дней	81	140	+59	●
Оборачиваемость запасов (DIO), дней	147	159	+12	●
Оборачиваемость кредиторки поставщиков (DPO), дней	50	81	+31	●
Цикл конверсии денежных средств, дней	178	217	+39	●
Операционный денежный поток, млрд ₽	−2,7	−1,6	+1,1	●

Расчёт редакции: DSO = дебиторка покупателей / выручка × 365; DIO и DPO — к себестоимости. Исходные данные — РСБУ ПК «Борец» за 2025 г. в пересказе мемо.

Дебиторка покупателей выросла за 2025 год на две трети при падении выручки на 3%, и даже растянутые расчёты с поставщиками не спасли операционный поток. В первом полугодии 2026-го поток развернулся в плюс — около 3,2 млрд ₽, — но дебиторка, судя по разборам отчётности, продолжила расти вместе с выручкой. Устойчив ли разворот, покажет только годовой отчёт.

06 Финансовое здоровье: прибыльно, но дорого

Сначала о том, почему цифры в разных источниках не совпадают. РСБУ показывает только головную ПК «Борец» без заводов и сервисных дочек, а оценки агентств опираются на консолидированную МСФО, которую компания готовит, но не публикует. Отсюда разница в выручке за 2025 год (38,5 млрд ₽ по РСБУ против ≈39,8 млрд ₽ в оценке АКРА) и в EBITDA: прокатный парк и заводы добавляют маржу и амортизацию, которых не видно в отчётности головной компании.

Таблица 4. Ключевые финансовые показатели · РСБУ ПК «Борец», если не указано иное; OIBDA — консолидированные оценки АКРА/НКР по МСФО; млрд ₽

Показатель	FY2023	FY2024	FY2025	1П2026 / LTM	Δ г/г	Комментарий
Выручка	28,3*	39,7	38,5	27,1 (1П)	-3,1%; +60,9% (1П)	*сопоставимо — 33,4; рост 2026 г. — за счёт снабжения
OIBDA (консолид.)	11,4	13,4	12,8	≈13,5 LTM [оценка]	-4,5%	МСФО группы не публикуется
Маржа OIBDA	≈33%	32,5%	32,2%	24,1% (EBITDA РСБУ, 1П)	-10,0 п.п. (1П)	НКР ждёт 27% за 2026 г.
Чистая прибыль	2,7	6,5	2,3	1,2 (1П)	-65%	2025 — переходный год национализации
ROE	○	20,3%	6,2%	○	-14,1 п.п.	ЧП / средний капитал [расчёт]
ROIC	○	9,1%	7,6%	○	-1,5 п.п.	EBIT × (1 - t) / (капитал + ЧД) [расчёт]
Операционный поток	+0,9	-2,7	-1,6	+3,2 (1П)	разворот	1П2025: -1,2
FCF	○	○	≈-1,4	+3,1 (1П)	разворот	FCF-маржа 2025: -3,5% (АКРА); порог понижения — -5%
Сарех / выручка	○	○	10–11% [оценка]	○	—	дискреционная часть ≈2,5 млрд ₽

Источники: РСБУ ПК «Борец» 2023–2025 (ГИР БО, в пересказе мемо); НКР, 26.08.2026; АКРА, 09.07.2026 (по данным мемо); РСБУ 1П2026 — разбор MarketPower/Smart-Lab от 27.10.2026.

Бизнес зарабатывает: маржа выше 30% и нулевые дивиденды — комфортная база для кредитора. Проблема в цене денег. Рентабельность инвестированного капитала около 8% при стоимости долга 16–17% означает, что заёмный рубль сейчас работает в минус, и долг снижается за счёт удержания прибыли, а не роста бизнеса. Качество прибыли 2025 года подпорчено оттоком в оборотный капитал; первое полугодие 2026-го это исправило, но одно полугодие — ещё не тренд.

07 Долговой профиль: пик пройден, счёт за проценты остался

7.1. Структура долга

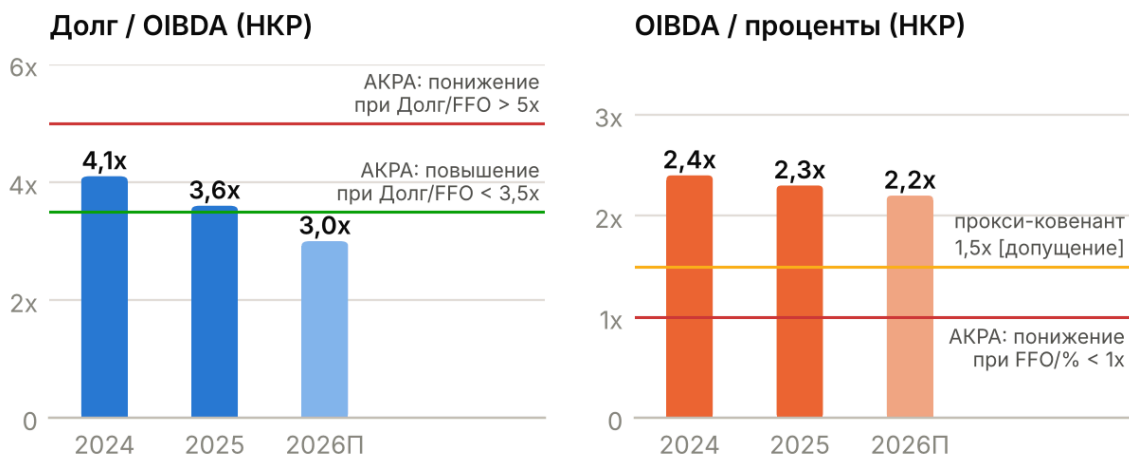
Таблица 5. Долговые метрики · оценки АКРА/НКР; РСБУ ПК «Борец» на 31.12.2025; pro forma — октябрь 2026

Метрика	Значение	Бенчмарк / порог	Оценка
Долг / чистый долг	46,1 / 45,1 млрд ₽ (31.12.2025); pro forma ≈44–45 / ≈43,5 млрд ₽ [оценка]	○ н/д	●
Долг / OIBDA	3,6x (2025); прогноз НКР на 2026 г. — 3,0x	АКРА: повышение при Долг/FFO < 3,5x	●
OIBDA / проценты (ICR)	2,3x (2025); 2,2x (2026П); FFO/проценты — 2,1x	АКРА: понижение при FFO/проценты < 1,0x	●
FFO / долг	27,8% (2025) [расчёт]	○ н/д	●
Краткосрочный долг / общий	86,5% на 31.12.2025 → ≈14–20% после погашений 2026 г.	НКР: ≈14% к концу 2026 г.	●
Доля валютного долга	0% с 17.09.2026	—	●
Доля долга с плавающей ставкой	≈65–70% [оценка]	○ н/д	●
Средневзвешенная ставка	10,7% в 2025 г. [расчёт] → ≈16,5–17% после замещения [оценка]	КС 14% + банковский спред	●
Учёт аренды (IFRS 16)	в раскрытиях не выделена; бизнес не арендоёмкий — влияние на метрики не существенно [оценка]	—	○

Лeverидж снижается по учебнику: минус 16% долга в 2025 году и ориентир 3,0x к концу 2026-го. Покрытие процентов идёт в обратную сторону — и это главная слабость кейса. Пока валютные ЗО-2026 стоили 6%, а 001P-01 — 11,85%, средняя ставка портфеля держалась около 11%; после их

замещения кредитами и облигациями под 17–18,5% она подбирается к 17%. Компания платит за то, что пережила пик погашений, — и платит дорого.

Рисунок 3. Долг снижается, покрытие процентов тоже — НКР ждёт 3,0х по долгу и 2,2х по покрытию на конец 2026 г.

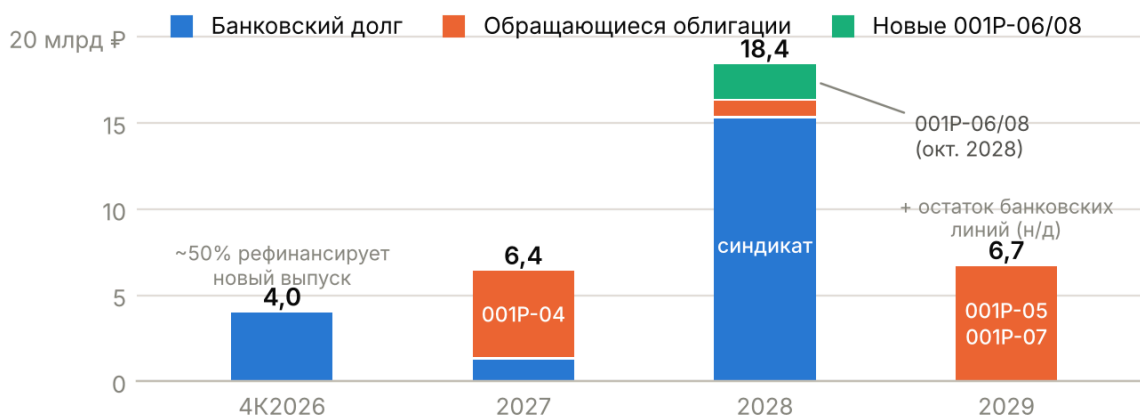


Источник: НКР, 26.08.2026; пороги — АКРА, 09.07.2026 (заданы для Долг/FFO и FFO/проценты; в 2025 г. FFO ≈ OIBDA, сравнение ориентировочное); прокси-ковенант — допущение мемо.

7.2. График погашений

После 2026-го график выглядит почти курортно: в 2027-м к погашению около 6,4 млрд ₽, из них 5,0 млрд — флоатер 001P-04 в ноябре. Настоящий экзамен — 2028 год: синдицированный кредит на ≈15,4 млрд ₽, выпуск 001P-03 и — внимание — сами новые 001P-06/08. Покупатель первички ставит на то, что к 2028 году «Борец» договорится с банками о судьбе синдиката. Поквартальной разбивки пика нет ◦; лучшим сигналом станут договорённости с банками в 2027 году.

Рисунок 4. Стена погашений — 2027 год лёгкий, экзамен в 2028-м, и новые выпуски гасятся именно тогда



Источники: обзор А-Клуба от 26.10.2026 в пересказе кредитного мемо; МСФО «Борец Капитал» за 1П2026, примечание 8; расчёт редакции. Оферт в обращающихся выпусках нет. Остаток банковских линий после 2028 г. не раскрыт.

7.3. Ковенанты

Финансовые ковенанты банковских кредитов не раскрыты ◦. Для стресс-теста используем прокси из мемо: чистый долг/EBITDA не выше 4,5х и покрытие процентов не ниже 1,5х [допущение]. В базовом случае запас по обоим — около 40%. У биржевых облигаций финансовых ковенант нет; нефинансовые условия — кросс-дефолт, смена контроля, право досрочного требования — в доступных материалах не описаны, и их стоит проверить в решениях о выпуске, когда те появятся на бирже ◦. Важная деталь: в конце 2025 года долг переклассифицировали в краткосрочный из-за графика погашений облигаций, а не из-за нарушения ковенант.

7.4. Кредитные рейтинги

Таблица 6. Рейтинги и их триггеры · по состоянию на 27.10.2026

Агентство	Рейтинг и прогноз	Дата	Что может изменить рейтинг
АКРА	A-(RU), «Стабильный»; выпуски — A-(RU)	09.07.2026	↑ Долг/FFO < 3,5х и лучше ликвидность; ↓ FFO/проценты < 1,0х, Долг/FFO > 5,0х или FCF-маржа < -5%
НКР	A-.ru, «Позитивный» (был «Стабильный»); четыре выпуска — A-.ru	26.08.2026	↑ формализация корпоративного управления и снижение долга; ↓ падение заказов, отказы от аренды, ухудшение маржи
Эксперт РА, НРА	○ рейтингов нет	—	—

Оба рейтинга свежие — младше 12 месяцев. Расхождение прогнозов показательно: АКРА, по данным мемо, смотрит на слабое покрытие процентов и называет ликвидность «слабой», НКР — на удлинение долга и стабилизацию контрактов и оценивает ликвидность «выше среднего». Повышение до A.ru от НКР возможно к августу 2027 года — это главный кандидат на сужение спреда. Внутренняя оценка кредитного мемо строже агентств на ступень — BBB+ (53 балла из 100): штраф за покрытие процентов и непубличную МСФО.

7.5. Стресс-тест обслуживания долга

Таблица 7. Ставка +300 б.п. и EBITDA -20% · база — LTM-оценка мемо: OIBDA 13,5, долг 44,5, проценты 6,4, плавающий долг ≈30 млрд ₽ [допущение]

Сценарий	OIBDA, млрд ₽	Проценты, млрд ₽	ICR	ЧД / OIBDA	Запас до прокси-ковенант*
База	13,5	6,4	2,1х	3,2х	● +41% / +41%
Ставка +300 б.п. на плавающий долг	13,5	7,3	1,8х	3,2х	● +41% / +23%
OIBDA -20%	10,8	6,4	1,7х	4,0х	● +13% / +12%
Комбинированный: -20% и +300 б.п.	10,8	7,3	1,5х	4,0х	● +13% / -1% (на грани)
Глубокий: -40% и +300 б.п.	8,1	7,3	1,1х	5,3х	● пробой обоих

* Запас по ЧД/EBITDA (порог 4,5х) / по ICR (порог 1,5х). Расчёт редакции по допущениям кредитного мемо.

По отдельности «Борец» выдерживает каждый удар. Комбинированный стресс выводит покрытие процентов ровно на прокси-ковенант 1,5х и съедает запас по долговой нагрузке до 13%; пороги понижения АКРА при этом не пробиваются: FFO/проценты ≈1,4х, Долг/FFO ≈4,3х [расчёт]. Модель ломается только в глубоком стрессе — тогда без вейверов банков не обойтись.

С ликвидностью сложнее. Потребность на 12 месяцев — около 10,9 млрд ₽: погашения 2027 года плюс инвестпрограмма. В комбинированном стрессе собственные источники — остаток денег, операционный поток после процентов и налогов и новый выпуск — покрывают её лишь на 0,5х. С половиной доступных банковских лимитов покрытие выходит на 1,0х, с урезанным до поддерживающего уровня сарех — на 1,3х [расчёт]. В плохом сценарии «Борец» живёт на банковских линиях, и здесь статус госкомпании работает лучше любого ковенанта.

08 Выпуски: что предлагают и сколько это стоит

8.1. Параметры новых выпусков

Таблица 8. 001P-08 и 001P-06 · по данным организаторов в пересказе Интерфакса, Smart-Lab и «Бункера облигаций», 20–27.10.2026

Параметр	001P-08 (фикс)	001P-06 (флоатер)
ISIN	○ на дату анализа не опубликован	○ на дату анализа не опубликован
Объём	2,0 млрд ₽ суммарно на оба выпуска	то же
Номинал	1 000 ₽	1 000 ₽

Параметр	001P-08 (фикс)	001P-06 (флоатер)
Тип купона	фиксированный	плавающий: ключевая ставка ЦБ + спред
Ставка / база + спред	доходность не выше КБД 2Y + 500 б.п. → купон до ≈18,36% (по кривой на 26.10)	КС + не более 400 б.п. → сейчас до 18,0%
Периодичность купона	каждые 30 дней	каждые 30 дней; пересчёт по КС на начало периода [допущение: по аналогии с 001P-04]
Погашение	≈23.10.2028 (720 дней) [расчёт]	≈23.10.2028 (720 дней) [расчёт]
Put / Call, амортизация	нет / нет / нет	put нет; call — право эмитента погасить досрочно (Finolive); амортизации нет
Дюрация	≈1,7 года [расчёт]	процентная ≈0,1 года; спредовая ≈1,7 года [расчёт]
УТМ / ЕУТМ	19,3% при купоне 17,75%; 20,0% по верхней границе	19,6% при КС + 400 и неизменной КС 14%
G-спред / спред к базе	442–514 б.п. к G-кривой на дюрации	до 400 б.п. к КС (= DM при размещении по номиналу)
Чувствительность купона	—	КС ±200 б.п. → 16,0–20,0%; ±300 б.п. → 15,0–21,0%
Премия к аналогам	+77...+149 б.п. к ВИС Финанс (A+); -97...-25 б.п. к «Фабрике ПО» (A-)	-81 б.п. к «Фабрике ПО» 001P-02 (DM ≈481); +110 б.п. к своему 001P-04
Доступность	неквалифицированным инвесторам — по данным большинства источников	только квалифицированным
Поручительство	у обращающихся выпусков — ПК «Борец»; по новым проверить в решении о выпуске	то же
Ликвидность	○ новый выпуск; ориентир — 001P-07, ≈20 млн ₽ в день	○ флоатеры эмитента торгуются вяло
Организаторы	Альфа-Банк, ВТБ Капитал Трейдинг, Газпромбанк, Джи Ай Солюшенс, МКБ, Sber CIB, ИБ Синара, Совкомбанк	те же

Структурно выпуски — близнецы: два года, ежемесячный купон, без оферт и амортизации. Различаются они базой купона, кругом покупателей и одной мелочью, которая мелочью не является: у флоатера эмитент оставил себе право досрочного погашения. Это бесплатный колл: если кредит «Борца» улучшится и спреды сожмутся, компания выкупит дорогой флоатер и перезаймёт дешевле.

Объём — 2,0 млрд ₽ на два выпуска — невелик, и организаторы наверняка попробуют срезать ориентиры. История эмитента, впрочем, обнадеживает: в марте и июне 2026 года «Борец» ставил купон ровно по верхней границе, предпочитая объём цене. Обратная сторона той же истории — спрос на его флоатеры заметно слабее, чем на фиксы.

Таблица 8а. История размещений: «Борец» не торгуется за каждый базисный пункт · Интерфакс, Finmarket, Investfuture, vc.ru, НКР

Книга	Выпуск	Ориентир	Итог	Объём
окт. 2025	001P-03 и 001P-04	фикс 2,5 года + флоатер 2 года; план ≥ 10 млрд ₽	размещение перенесено	—
нояб. 2025	001P-03 (фикс) / 001P-04 (флоатер)	○ н/д	18,00% / КС + 2,90%	1,0 + 5,0 млрд ₽
12.03.2026	001P-05 (фикс, 3 года)	купон ≤ 18,50%	18,50% — по верхней границе	2,5 млрд ₽ при плане ≥ 2,0 на оба выпуска
12.03.2026	001P-06 (флоатер, только квалы)	КС + 425 б.п.	не размещён: серия снова в работе [оценка]	—
03.06.2026	001P-07 (фикс, 3 года)	купон ≤ 17,75%	17,75% — по верхней границе	4,2 млрд ₽ при плане 2,0
29.10.2026	001P-08 / 001P-06	УТМ ≤ КБД 2Y + 500 б.п. / КС + ≤ 400 б.п.	?	план 2,0 млрд ₽

Вывод из таблицы прагматичный: финальный купон фикса, скорее всего, окажется в верхней половине ориентира, а флоатеру, возможно, понадобится вся премия до КС + 400 б.п., чтобы собрать книгу [оценка].

8.2. Где торгуется кривая

Таблица 9. Вторичный рынок: «Борец» и аналоги · цены закрытия 27.10.2026, если не указано иное; УТМ и G-спред — расчёт редакции

Выпуск	Рейтинг	Купон	Погашение	Цена, %	УТМ	Дюр., лет	G-спред, б.п.
Борец 001P-03	A- / A-.ru	18,00%	12.05.2028	101,13	18,6%	1,35	401
Борец 001P-05	A- / A-.ru	18,50%	28.02.2029	101,30	19,3%	1,90	440
Борец 001P-07	A- / A-.ru	17,75%	23.05.2029	99,56	19,5%	2,06	449
Борец 001P-04	A- / A-.ru	КС + 2,90%	14.11.2027	100,00 ¹	18,3% ²	—	DM 290
Фабрика ПО 001P-01	A- (АКРА, ЭРА)	17,25%	10.08.2028	98,10 ¹	20,2%	1,54	539
Фабрика ПО 001P-02	A- (АКРА, ЭРА)	КС + 3,75%	10.08.2028	98,40	20,5% ²	—	DM 481
ВИС Финанс БО-П14	A+ ³	16,75%	22.01.2029	99,25	18,6%	1,86	365
ТрансКонтейнер ПО2-03	AA- (ЭРА, НКР)	16,50%	20.04.2029	100,35 ¹	17,6%	2,03	260

¹ Цена 23–26.10.2026. ² Эффективная доходность флоатера при неизменной КС 14%. ³ Рейтинги — по данным кредитного мемо. Цены: investmint, «Доход», Bonds-Lab; G-кривая — КБД ЦБ на 26.10.2026.

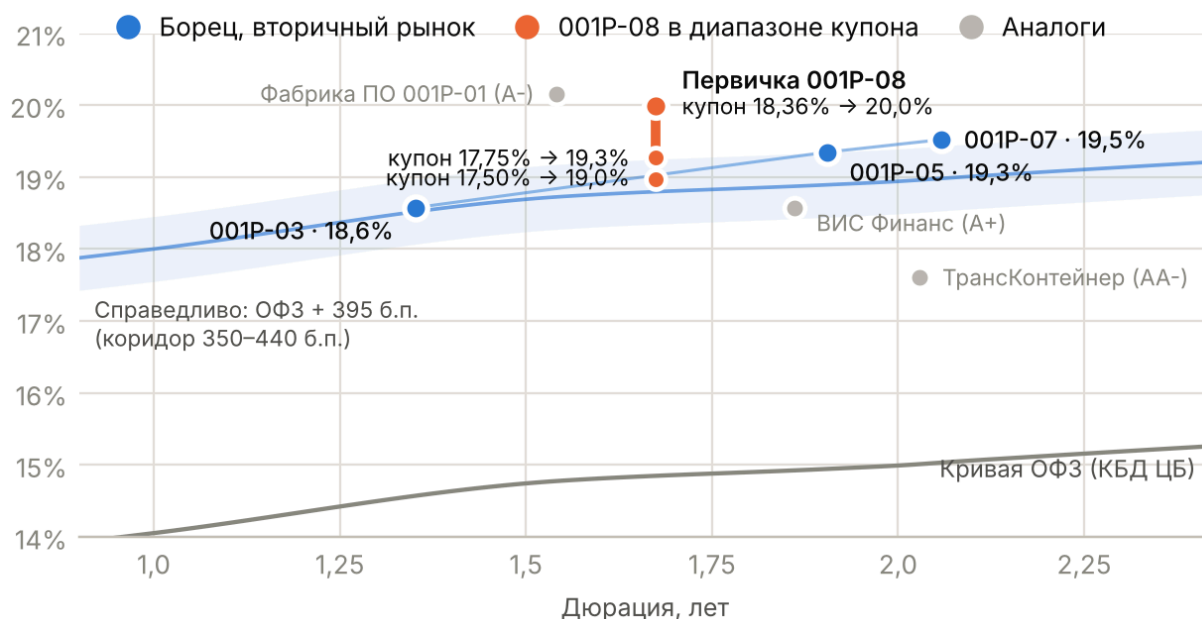
Кривая «Борца» устроена логично: чем длиннее бумага, тем выше доходность, а спреды 400–450 б.п. лежат внутри нашего справедливого коридора. 001P-03 — самая дорогая: премии к оценке почти нет. 001P-07 — самая доходная и ликвидная точка, около 20 млн ₽ оборота в день. Флоатер 001P-04 с дисконт-маржой 290 б.п. — самый дорогой инструмент эмитента: на фоне нового флоатера с КС + 360–400 б.п. его спред выглядит недостаточным. Среди аналогов «Борец» на своём месте: доходность выше, чем у эмитентов A+ и AA-, и заметно ниже, чем у «Фабрики ПО» с её маржой 19% и списаниями проектов.

8.3. Справедливая доходность: два метода

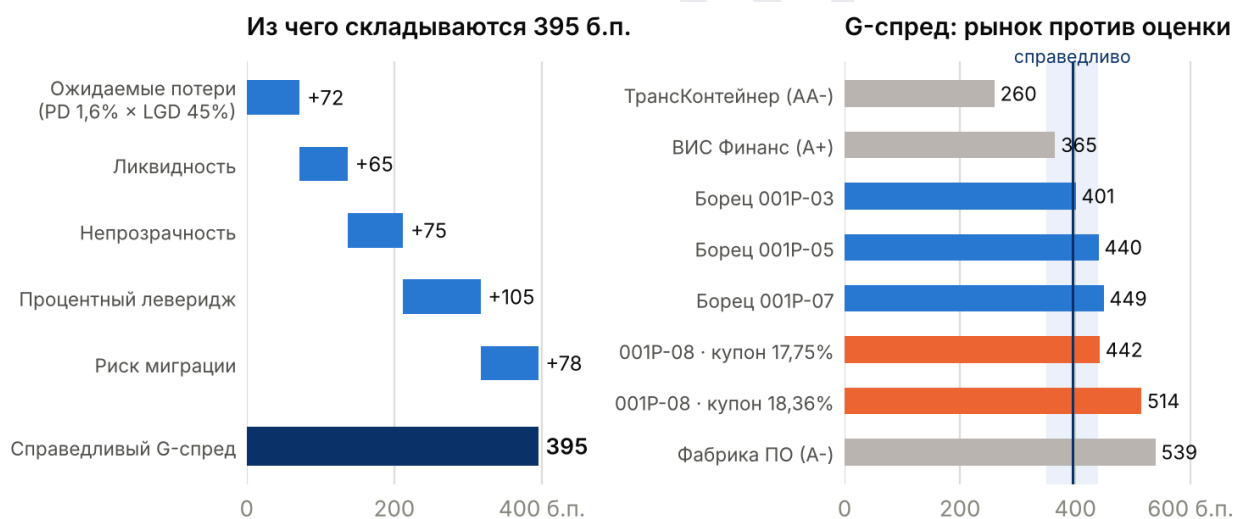
Метод Б, фундаментальный. Справедливый G-спред складывается из ожидаемых потерь и премий: вероятность дефолта 1,6% в год при потерях 45% даёт 72 б.п.; премия за ликвидность — 65 б.п.; за непрозрачность (нет публичной консолидированной МСФО, не раскрыты ковенанты) — 75 б.п.; за процентный левверидж при ставке 14% — 105 б.п.; за риск рейтинговой миграции — 78 б.п. Итого 395 б.п. [расчёт], или 18,8% на дюрации нового выпуска.

Метод А, относительный. Собственная кривая «Борца», интерполированная на дюрацию 1,7 года, даёт около 19,0%; со стандартной премией за новый выпуск в 10–25 б.п. — 19,1–19,3% [расчёт]. Аналоги ставят «Борца» между эмитентом уровня A+ (365 б.п.) и проблемным A- (539 б.п.), то есть в тот же коридор.

Итог: справедливая доходность 001P-08 — **18,8–19,3%**, что соответствует купону 17,3–17,75%. Верхняя граница ориентира — купон 18,36% и доходность около 20% — даёт премию 70–120 б.п. По нашей шкале отклонение в пределах ±150–200 б.п. — это «в рынке», а не сигнал: аномалии нет, но на кривой эмитента это лучшая цена.

Рисунок 5. Карта доходностей — первичка по верхней границе ориентира выше всей вторичной кривой «Борца»

Источник: расчёт редакции по ценам 23–27.10.2026 (investmint, «Доход», Bonds-Lab); КБД ЦБ на 26.10.2026.

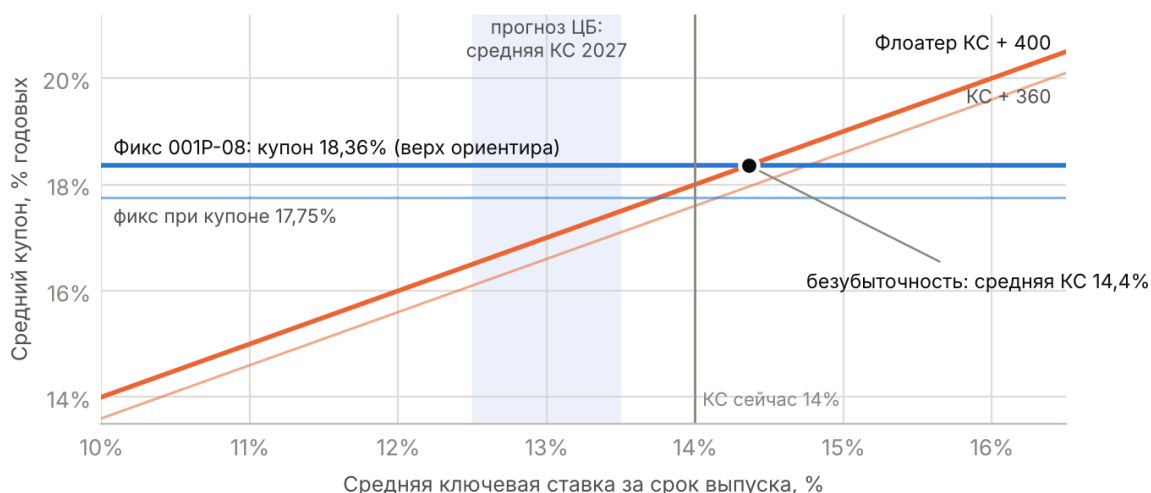
Рисунок 6. Справедливый спред против рынка — обращающиеся выпуски внутри коридора, первичка по верхней границе выше него

Источник: компоненты спреда — кредитный мемо; рыночные G-спреды — расчёт редакции. Коридор 350–440 б.п. — порог существенности ±45 б.п. вокруг оценки.

8.4. Фикс или флоатер

Кредитный мемо называет фаворитом флоатер: пока ставка 14%, он платит почти столько же, сколько фикс, и полностью защищает от затяжной паузы ЦБ. Логика понятна — инфляция в III квартале ускорилась, и регулятор сам признаёт, что риски смещены в сторону более жёсткой политики. Но у фикса на руках сильный аргумент — арифметика.

Флоатер со спредом 400 б.п. обгоняет фикс с купоном 18,36% только при средней ключевой ставке выше ≈14,4% на два года, то есть если ЦБ не снизит ставку вовсе или повысит её. Если регулятор хотя бы приблизится к собственному прогнозу (12,5–13,5% в среднем в 2027 году), фикс принесёт примерно на 2 п.п. в год больше и вдобавок подорожает. К тому же флоатер доступен только квалам и несёт колл эмитента, который срежет апсайд при улучшении кредита. Если флоатер «Борца» разместят дешевле КС + 360 б.п., ближайшая рыночная альтернатива — флоатер «Фабрики ПО» 001P-02 с дисконт-маржой ≈480 б.п., но это другой и более слабый кредит.

Рисунок 7. Фикс против флоатера — флоатер выигрывает, только если ставка не снижается совсем

Расчёт редакции: средний купон за срок обращения при разной средней КС, без учёта реинвестирования и налогов. Прогноз ЦБ — средняя КС 12,5–13,5% в 2027 году (пресс-релиз от 23.10.2026).

Мы не спорим с мемо, а уточняем: флоатер — это страховка, а не базовая ставка. Платить за неё имеет смысл тем, кто действительно ждёт «высокой ставки надолго». Для остальных арифметика на стороне фикса.

09 Матрица рисков

Таблица 10. Что может пойти не так · горизонт — до погашения новых выпусков (октябрь 2028); Н/С/В — низкая, средняя, высокая

Риск	Вероятность	Влияние	Митигант
Рефинансирование пика 2028 г. (≈16–18 млрд ₽, включая синдикат и новые выпуски) при закрытом окне	С	В	госсобственник и доступ к госбанкам; лёгкий 2027 г.; положительный FCF
КС ≥ 14% весь 2027 г.: ≈2/3 долга плавающие, ICR падает к 1,8х при +300 б.п.	С	С	делеверидж; FCF > 0; прогноз ЦБ — снижение ставки
Задержка оплат «Роснефтью» (61% выручки): +60 дней ≈ 4,2 млрд ₽ в дебиторке	С	В	длинные контракты, частично — факторинг; иного митиганта нет
Разбавление маржи снабжением: OIBDA-маржа с 32% к 27%	В	С	рост выручки поддерживает абсолютную OIBDA
Непрозрачность: нет публичной МСФО, совета директоров, раскрытия ковенант	В	С	агентства видят непубличную МСФО; для инвестора — отсутствует
Смена собственника (приватизация) с долговым финансированием покупки	Н	В	отсутствует: ковенант смены контроля не раскрыт
Санкции против клиентов и поставок электроники	С	Н	вертикальная интеграция ≈80%; продажи внутри РФ
Низкая ликвидность новых выпусков (2,0 млрд ₽; флоатер — только квалы)	В	Н	стратегия «держать до погашения»

Самые опасные риски — не самые вероятные, и наоборот. Разбавление маржи и непрозрачность — почти данность, но кредит они не ломают. Рефинансирование 2028 года и зависимость от «Роснефти» способны изменить рейтинг, и именно за ними стоит следить в отчётности 2027 года. Риск смены собственника тоже не нулевой: Минфин ждёт рекордных доходов от приватизации, а Росимущество, по признанию замминистра финансов, перегружено национализированными активами (РБК, 03.09.2026). Конкретных решений по «Борцу» в открытых источниках нет.

10 Red Flags Check

Таблица 11. Чек-лист тревожных признаков · да / нет / н/д

Проверка	Ответ	Пояснение
Отрицательный операционный поток 2+ периода подряд	● да	РСБУ: -2,7 (2024) и -1,6 млрд ₽ (2025); в 1П2026 — +3,2
Дебиторка растёт быстрее выручки	● да	2025: дебиторка покупателей +67% при выручке -3%
Забалансовые обязательства, поручительства за связанных	● н/д	поручительство ПК «Борец» по облигациям SPV — суть структуры; прочие не раскрыты
Частая смена аудитора / CFO	● нет	аудитор — «Бетерра»; сведений о смене финдиректора нет
Оговорки или going concern в заключении	● нет	заключения немодифицированные; акцент — на операционной среде
Залог ключевых активов	● н/д	облигации без залога; обеспечение синдиката не раскрыто — возможна структурная субординация
Топ-3 клиента > 50% выручки	● да	одна «Роснефть» — 61% (1П2026)
Существенные судебные иски	● нет	спор о национализации закрыт ВС РФ 06.02.2026
Покрытие процентов < 2,5x	● да	FFO/проценты 2,1x (АКРА); OIBDA/проценты 2,2–2,3x (НКР)
Зависимость от банковских линий	● да	АКРА: ликвидность «слабая»; НКР: «выше среднего»
Колл эмитента по флоатеру	● да	ограничивает апсайд 001P-06 при улучшении кредита
Погашение новых выпусков в год пика	● да	октябрь 2028 — вместе с синдикатом

Красные флажки — про клиента и проценты, а не про качество отчётности: аудит чистый, суды позади, дивидендов нет. Это профиль компании, которой дорого обслуживать долг, а не компании с сомнительными цифрами. Непрозрачность — отдельная претензия, и она уже в цене: 75 б.п. в справедливом спреде.

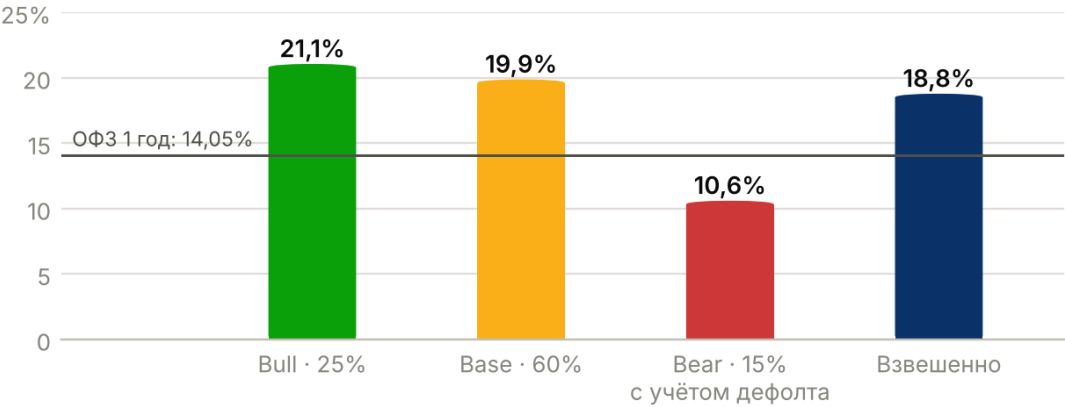
11 Сценарии: что будет с 001P-08 через год

Таблица 12. Три сценария на 12 месяцев · покупка по номиналу при купоне 18,0%; вероятности — [оценка], доходности — [расчёт]

Сценари й	P	Предпосылки	Метрики эмитента	УТМ через 12 мес.	Цена	Доходность за 12 мес.
● Bull	25%	КС ≈12% к осени 2027 г.; НКР повышает до А.ру; спред -55 б.п.	Долг/OIBDA < 3,0x; ICR > 2,5x	15,7%	103,0	21,1%
● Base	60%	КС в среднем ≈13% в 2027 г. (база ЦБ); метрики по прогнозам агентств; спред — справедливый	Долг/OIBDA ≈3,0x; ICR ≈2,2x	17,2%	101,9	19,9%
● Bear	15%	OIBDA -20%, КС 15–16%, понижение до BBB+, спред +300 б.п.; внутри — дефолтная ветка (10%, recovery 55%)	Долг/OIBDA ≈4,0x; ICR ≈1,5x	22,5%	97,9	15,8% без дефолта; -36% при дефолте; 10,6% в среднем
Взвешен но	100%					18,8%

Вероятностно-взвешенная доходность за год — 18,8%, на 4,8 п.п. выше годовой ОФЗ. Даже медвежий сценарий без дефолта приносит больше безрисковой ставки, а дефолтная ветка с вероятностью около 1,5% снижает ожидаемый результат примерно на 0,8 п.п. Иначе говоря, рынок платит за риск «Борца» спред, который примерно в шесть раз перекрывает ожидаемые кредитные потери: ≈450 б.п. против 72 б.п.

Рисунок 8. Доходность 001P-08 за 12 месяцев по сценариям — взвешенно 18,8% против 14,05% по годовой ОФЗ



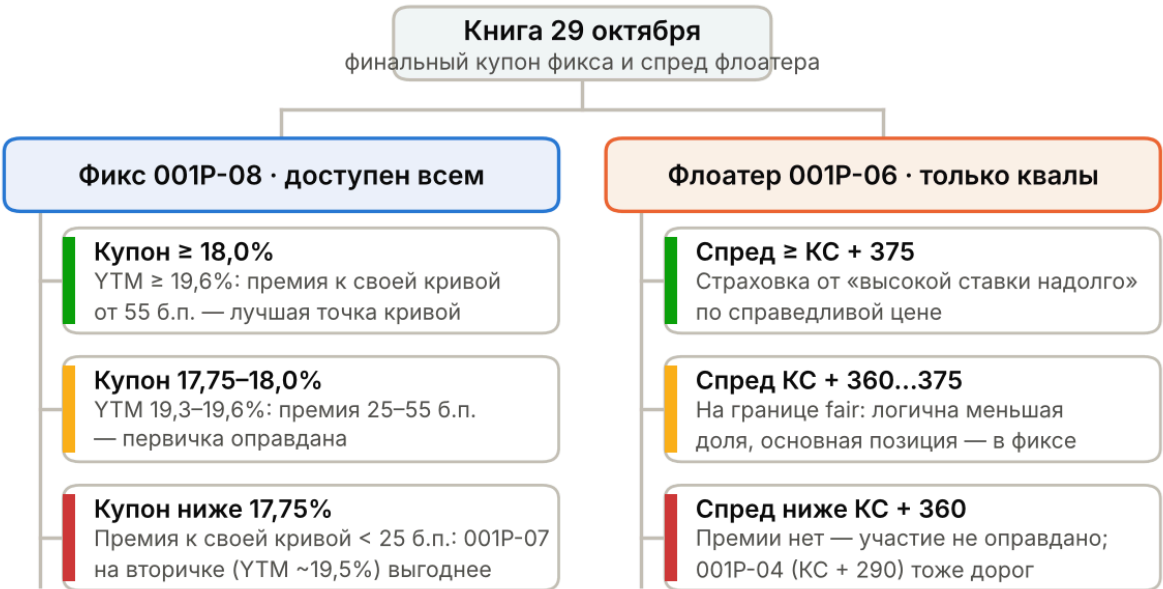
Расчёт редакции. Цена через 12 месяцев — по доходности (G-кривая 1Y + спред сценария); recovery 55% — по допущению мемо (LGD 45%).

12 Вердикт редакции

ГЛАВНОЕ

Кредит «Борца» рынок оценивает справедливо: высокий леверидж и слабое покрытие процентов уравновешены лидерством на рынке, нулевыми дивидендами и пройденным пиком погашений. Поэтому вопрос не в том, «брать ли „Борца“», а в том, какой инструмент даёт лучшую цену за тот же риск. На 27 октября ответ — **первичный фикс 001P-08, если купон не опустится ниже 17,75%**. Флоатер 001P-06 — страховка для квалифицированных инвесторов, не верящих в снижение ставки; вторичка — запасной вариант, если первичку «укатают».

Рисунок 9. Как читать итоги книги 29 октября — пороги для фикса и флоатера



Пороги — расчёт редакции: премия к собственной кривой эмитента и к справедливому спреду флоатера (КС + 350–380 б.п.).

Таблица 13. Взгляд редакции по инструментам · единая шкала: конструктивный / нейтральный / осторожный / негативный

Инструмент	Взгляд	Премия к fair value	Комментарий
001P-08, первичка	● конструктивный при купоне $\geq 17,75\%$	+47...+120 б.п. — достаточна	лучшая точка кривой; при купоне $\geq 18,0\%$ премия к своей кривой — от 55 б.п.

Инструмент	Взгляд	Премия к fair value	Комментарий
001P-06, первичка	● нейтральный	+20...+50 б.п. при КС + 400; около нуля при КС + 375 — достаточна	хедж от «высокой ставки надолго»; в базе ЦБ уступает фиксу ≈2 п.п. в год; колл эмитента
001P-07, вторичка	● нейтральный, с уклоном в конструктив	+54 б.п. — достаточна	самая доходная и ликвидная из обращающихся; альтернатива, если первичку срежут
001P-05, вторичка	● нейтральный	+45 б.п. — достаточна	цена выше номинала (101,3%)
001P-03, вторичка	● нейтральный	+6 б.п. — недостаточна	для держателей нейтрально, для новых покупок премии нет
001P-04, вторичка	● осторожный	-60...-90 б.п. — недостаточна	спред КС + 290 б.п. ниже справедливых 350–380; логична ротация в 001P-06

Risk/Reward. Спред около 450 б.п. примерно в шесть раз перекрывает ожидаемые кредитные потери (72 б.п.); вероятностно-взвешенная доходность 001P-08 за год — 18,8% против 14,05% по ОФЗ. Асимметрия умеренная: в бычьем сценарии инвестор получает +1,2 п.п. к базе, в медвежьем без дефолта теряет 4,1 п.п., в дефолтном хвосте — около половины номинала.

Портфельное позиционирование

✓ **Подходит:** инвесторам с умеренно-агрессивным профилем и горизонтом до погашения (октябрь 2028); доля эмитента — до 2% облигационного портфеля суммарно по всем выпускам «Борца» (лимит мемо для «пограничного IG»). Фикс — тем, кто разделяет базовый прогноз ЦБ; флоатер — квалам, хеджирующим сценарий «высокой ставки надолго».

✗ **Не подходит:** консервативным инвесторам, которым нужен уровень AA и выше; тем, кому важна ликвидность (2,0 млрд ₽ на два выпуска); и тем, кто покупает «государственную гарантию», — её нет.

🕒 Триггеры пересмотра взгляда:

- **29.10.2026** — итоги книги: купон фикса ниже 17,75% или спред флоатера ниже КС + 360 б.п. — вторичка вместо первички;
- **18.12.2026 и 12.02.2027** — заседания ЦБ: повышение ставки или сигнал «14% на весь 2027 год» усиливает флоатер;
- **март–апрель 2027** — отчётность за 2026 год: Долг/OIBDA ≤ 3,3x, операционный поток > 0, ICR ≥ 2x подтверждают тезис, иначе взгляд понижается;
- **июль и август 2027** — пересмотры АКРА и НКР; повышение НКР до A.ru — драйвер сужения спреда на 40–60 б.п.;
- **14.11.2027** — погашение 001P-04 на 5,0 млрд ₽; **2028** — пик рефинансирования.

Дисклеймер. Материал носит аналитический характер, отражает мнение редакции на 27.10.2026 и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые инструменты могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю; решения инвестор принимает самостоятельно.