

# СКРЫТЫЕ ДОХОДНОСТИ В ОБЛИГАЦИЯХ ЧЕГО НЕ ПОКАЖЕТ СМАРТ-ЛАБ

Артем Тузов Директор департамента корпоративных финансов АО «ПЕРВОУРАЛЬСКБАНК»

# Кто я и чем занимаюсь?

- В финансах с 2007 года
- Торгую с 2014 года
- Организатор размещений облигаций с 2017-го
- Сотрудник эмитента облигаций с 2025-го
- А еще постоянно выступаю на РБК, Смарт-Лабе и других конференциях. Даю комментарии СМИ



# Что из этого важно?

- ▶ Важно – смотреть на мир по разными углами
  - Как инвестор
  - Как Организатор размещений
  - Как эмитент



# Почему такая тема выступления?

- Смарт-Лаб – мощный скриннер облигаций
- Смарт-Лаб – развивается по заявкам участников
- Читаю Смарт-лаб второй десяток лет есть чем поделиться



# Что не показывает Сمارт-Лаб?

- Секьюритизированные облигации
- Бумага ниже номинала с амортизацией
- Флоатер – Какая премия к КС
- G-spread
- Доходность с учетом вероятности дефолта
- Реальная доходность к оферте
- Реальная вероятность апсайда



# Секьюритизированные облигации

➤ Высокая доходность на длинном сроке

№	Имя	Лет до погаш.	Доходн	Год.куп. дох.	Куп.дох. посл.	Рейтинг	Объем, млн руб	Купон, руб	Частота, раз в год	НКД, руб	Дюр-я, лет	Цена	Дата купона	Размещение	Погашение	Оферта
1	МЕТИН2Р03	4.8	19.2%	0.0%	-	AA+	6.2	0	12	9.7	3.23	100.00	08.03.26	08.12.25	02.12.30	-
2	Магнит4Р05	3.7	18.6%	23.0%	23.0%	AAA	26.1	18.9	12	15.1	0.03	100.19	04.03.26	09.12.24	13.11.29	10.03.26
3	СФО СФ1 01	2.8	18.4%	25.0%	24.3%	AAA	11.7	17.45	12	16.9	0.33	102.65	27.02.26	12.12.24	27.12.28	-
4	Сплит ПВ-1	3.6	17.6%	16.5%	16.5%	AAA	20.2	14.01	12	12.7	0.87	100.14	01.03.26	12.08.25	29.09.29	-
5	СБСекр3А1	8.7	17.3%	16.5%	16.4%	AAA	16.2	13.04	12	-	0.93	100.44	26.02.26	28.11.25	26.10.34	-
6	СБСекьюр2А	8.3	17.0%	20.3%	19.8%	AAA		10.53	12	-	0.58	102.52	26.02.26	30.06.25	26.05.34	-
7	СБ СекьюрА	7.5	16.8%	20.0%	19.5%	AAA	5.0	6.65	12	-	0.60	102.59	26.02.26	30.08.24	26.08.33	-
8	МТС 1Р-28	1.9	16.3%	21.8%	21.3%	AAA	25.3	17.88	12	10.1	0.29	101.90	11.03.26	14.02.25	30.01.28	15.06.26
9	МОСМСП6 02	7.7	16.2%	15.6%	15.3%	AAA	0.0	8.01	12	-	4.57	102.19	26.02.26	24.05.24	26.10.33	-
10	МТС 2Р-10	4.1	16.1%	19.2%	18.9%	AAA	14.2	15.82	12	3.7	0.39	101.63	21.03.26	25.04.25	30.03.30	22.07.26

Артем Тузов

Директор департамента корпоративных финансов АО «ПЕРВОУРАЛЬСКБАНК»



# Секьюритизированные облигации

- ▶ Высокая доходность на длинном сроке

Все верно?



# Секьюритизированные облигации

➤ Короткие облигации = низкая доходность

№	Имя	Лет до погаш.	Доходн	Год.куп. дох.	Куп.дох. посл.	Рейтинг	Объем, млн руб	Купон, руб	Частота, раз в год	НКД, руб	Дюр-я, лет	Цена	Дата купона	Размещение	Погашение	Оферта
1	Магнит4P09	1.5	14.6%	13.3%	13.4%	AAA	0.2	10.93	12	1.1	1.35	99.48	25.03.26	27.08.25	17.08.27	-
2	Россет1P17	1.3	14.6%	16.0%	15.6%	AAA	1.6	13.15	12	6.1	1.16	102.68	14.03.26	17.06.25	07.06.27	-
3	РостелP17R	1.6	14.6%	16.5%	15.9%	AAA	0.6	13.56	12	9.0	1.40	103.95	08.03.26	11.06.25	29.09.27	-
4	СибурХ1P07	3.0	14.6%	14.0%	13.9%	AAA	6.6	11.47	12	11.1	2.42	100.53	27.02.26	01.08.25	11.02.29	-
5	РостелP22R	2.4	14.7%	14.7%	14.5%	AAA	4.0	12.12	12	8.9	2.03	101.96	06.03.26	04.02.26	23.07.28	-
6	РусГидБП13	1.5	14.9%	17.3%	16.6%	AAA	1.5	14.26	12	4.3	1.30	104.49	19.03.26	23.05.25	11.08.27	-
7	ЯНДЕКС1P2	2.0	14.9%	13.5%	13.6%	AAA	141.2	11.1	12	7.4	1.76	99.20	08.03.26	09.09.25	26.02.28	-
8	РостелP19R	1.7	14.9%	13.3%	13.4%	AAA	0.6	10.93	12	9.8	1.48	98.98	01.03.26	02.09.25	22.10.27	-
9	РостелP23R	2.0	14.9%	14.6%	14.4%	AAA	0.5	11.96	12	3.2	1.71	100.94	20.03.26	18.02.26	08.02.28	-
10	Сбер Sb51R	2.3	14.9%	14.9%	14.6%	AAA	74.1	12.21	12	4.9	1.94	101.64	16.03.26	16.12.25	03.06.28	-
11	РостелP15R	1.0	15.0%	18.7%	18.0%	AAA	8.9	15.41	12	10.8	0.92	104.44	07.03.26	12.03.25	02.03.27	-
12	ПСБ 4P-01	2.5	15.0%	14.2%	14.2%	AAA	7.0	11.71	12	7.8	2.13	100.47	08.03.26	09.09.25	05.09.28	-
13	РостелP16R	1.1	15.0%	17.7%	17.0%	AAA	8.5	14.51	12	4.8	1.03	103.74	18.03.26	22.04.25	12.04.27	-

Артем Тузов

Директор департамента корпоративных финансов АО «ПЕРВОУРАЛЬСКБАНК»



# Секьюритизированные облигации

➤ Короткие облигации = низкая доходность

## Это База!



# Секьюритизированные облигации

➤ Секьюритизация = короткий срок + высокая доходность

№	Имя	Лет до погаш.	Доходн	Год.куп. дох.	Куп.дох. посл.	Рейтинг	Объем, млн руб	Купон, руб	Частота, раз в год	НКД, руб	Дюр-я, лет	Цена	Дата купона	Размещение	Погашение	Оферта
1	СБСекрЗА1	8.7	17.3%	16.5%	16.4%	AAA	16.2	13.04	12	-	0.93	100.44	26.02.26	28.11.25	26.10.34	-
2	СБ СекьюрА	7.5	16.8%	20.0%	19.5%	AAA	5.0	6.65	12	-	0.60	102.59	26.02.26	30.08.24	26.08.33	-
3	МОСМСП6 02	7.7	16.2%	15.6%	15.3%	AAA	0.0	8.01	12	-	4.57	102.19	26.02.26	24.05.24	26.10.33	-
4	СБСекьюр2А	8.3	17.0%	20.3%	19.8%	AAA		10.53	12	-	0.58	102.52	26.02.26	30.06.25	26.05.34	-

Артем Тузов

Директор департамента корпоративных финансов АО «ПЕРВОУРАЛЬСКБАНК»



# Секьюритизированные облигации

- Секьюритизация = короткий срок + высокая доходность

## Где короткий срок?



# Секьюритизированные облигации

- Секьюритизация = короткий срок + высокая доходность

## В ускоренной амортизации!



# Секьюритизированные облигации

Календарь выплаты купонов по облигации СФО СБ Секьюритизация 2 классА

№	Дата купона	Купон, руб	Дох. купона	% от номинала	% от рынка
1	26-02-2026	10.53	20.30%	3.32%	0.03%
2	26-03-2026	8.7	20.30%	3.32%	0.03%
3	26-04-2026	8.79	20.30%	3.32%	0.03%
4	26-05-2026	7.74	20.30%	3.32%	0.03%
5	26-06-2026	7.24	20.30%	3.32%	0.03%
6	26-07-2026	6.31	20.30%	3.32%	0.03%
7	26-08-2026	5.84	20.30%	3.32%	0.03%
8	26-09-2026	5.19	20.30%	3.32%	0.03%
9	26-10-2026	4.43	20.30%	3.32%	0.03%
10	26-11-2026	4	20.30%	3.32%	0.03%
11	26-12-2026	3.34	20.30%	3.32%	0.03%
12	26-01-2027	2.94	20.30%	3.32%	0.03%
13	26-02-2027	2.45	20.30%	3.32%	0.03%
14	26-03-2027	1.8	20.30%	3.32%	0.03%
15	26-04-2027	1.56	20.30%	3.32%	0.03%
16	26-05-2027	—	—	—	—

Календарь выплаты купонов по облигации СФО ВТБ РКС Эталон 03 с аморти

№	Дата купона	Купон, руб	Дох. купона	% от номинала	% от рынка
1	03-03-2026	4.49	13.50%	3.11%	0.03%
2	03-04-2026	4.62	13.50%	3.11%	0.03%
3	03-05-2026	4.14	13.50%	3.11%	0.03%
4	03-06-2026	3.95	13.50%	3.11%	0.03%
5	03-07-2026	3.51	13.50%	3.11%	0.03%
6	03-08-2026	3.31	13.50%	3.11%	0.03%
7	03-09-2026	3.01	13.50%	3.11%	0.03%
8	03-10-2026	2.63	13.50%	3.11%	0.03%
9	03-11-2026	2.43	13.50%	3.11%	0.03%
10	03-12-2026	2.09	13.50%	3.11%	0.03%
11	03-01-2027	1.89	13.50%	3.11%	0.03%
12	03-02-2027	1.63	13.50%	3.11%	0.03%
13	03-03-2027	1.25	13.50%	3.11%	0.03%
14	03-04-2027	1.15	13.50%	3.11%	0.03%
15	03-05-2027	0.89	13.50%	3.11%	0.03%
16	03-06-2027	—	—	—	—

Артем Тузов

Директор департамента корпоративных финансов АО «ПЕРВОУРАЛЬСКБАНК»



# Секьюритизированные облигации

- Секьюритизация = купоны 13 раз в год
- Фильтры Смарт-Лаба не справляются
- Отрасль: “Финансы прочие”

№	Имя	Лет до погаш.	Доходн	Год.куп. дох.	Куп.дох. посл.	Рейтинг	Объем, млн руб	Купон, руб	Частота, раз в год	НКД, руб	Дюр-я, лет	Цена	Дата купона	Размещение	Погашение	Оферта
1	РКСЭталон1	4.1	14.4%	11.0%	11.0%	AAA	0.1	0.46	13	0.4	0.09	99.80	02.03.26	21.11.22	02.04.30	-
2	РКСЭталон2	5.1	17.8%	11.0%	11.2%	AAA	0.2	1.88	13	1.6	0.32	98.25	03.03.26	17.04.23	03.04.31	-
3	РКСЭталон3	6.8	18.0%	13.5%	13.8%	AAA	12.2	4.49	13	3.7	0.60	98.13	03.03.26	17.10.23	03.12.32	-
4	РКСЭталон4	6.8	16.0%	21.5%	20.7%	AAA	1.6	7.02	13	6.3	0.60	103.93	01.03.26	07.10.24	01.12.32	01.05.26

Артем Тузов

Директор департамента корпоративных финансов АО «ПЕРВОУРАЛЬСКБАНК»



# Бумага ниже номинала с амортизацией

- Смарт-лаб не виноват, просто YTM не учитывает доп.доход от реинвестиции амортизации облигации ниже номинала
- Вообще амортизация как-то плоховато учитывается в YTM



# Бумага ниже номинала с амортизацией

## ➤ YTM без амортизации

### Моделирование эмиссии

Для подсчета необходимо ввести все три значения		Для подсчета необходимо ввести одно из трех значений	
Срок до погашения (лет)	1,0000	<input checked="" type="radio"/> Цена, % от номинала	100,0000
Ставка купонов, %	20	<input type="radio"/> Эффективная доходность к погашению, % ?	22,3381
Частота выплаты купонов в год	12	<input type="radio"/> Номинальная доходность к погашению, % ?	20,3322

Артем Тузов

Директор департамента корпоративных финансов АО «ПЕРВОУРАЛЬСКБАНК»



# Бумага ниже номинала с амортизацией

## ➤ УТМ с амортизацией

### Моделирование эмиссии

Для подсчета необходимо ввести все три значения		Для подсчета необходимо ввести одно из трех значений	
Срок до погашения (лет)	1,0000	<input checked="" type="radio"/> Цена, % от номинала	100,0000
Ставка купонов, %	20	<input type="radio"/> Эффективная доходность к погашению, % <sup>?</sup>	21,9389
Частота выплаты купонов в год	12	<input type="radio"/> Номинальная доходность к погашению, % <sup>?</sup>	19,9998

Периоды, к которым привязываются даты выплат амортизаций

- Выплаты амортизаций относительно срока с начала торгов облигацией
- Выплаты амортизаций в даты купонов

Амортизация	Номер купона	Размер амортизации, %*	
1	1	8,33	✘
2	2	8,33	✘
3	3	8,33	✘

Артем Тузов

Директор департамента корпоративных финансов АО «ПЕРВОУРАЛЬСКБАНК»



# Бумага ниже номинала с амортизацией

## ➤ УТМ с амортизацией ниже номинала

### Моделирование эмиссии

Для подсчета необходимо ввести все три значения		Для подсчета необходимо ввести одно из трех значений	
Срок до погашения (лет)	1,0000	<input checked="" type="radio"/> Цена, % от номинала	90,0000
Ставка купонов, %	20	<input type="radio"/> Эффективная доходность к погашению, % (?)	50,4039
Частота выплаты купонов в год	12	<input type="radio"/> Номинальная доходность к погашению, % (?)	41,5175

Периоды, к которым привязываются даты выплат амортизаций

- Выплаты амортизаций относительно срока с начала торгов облигацией
- Выплаты амортизаций в даты купонов

Амортизация	Номер купона	Размер амортизации, %*	
1	1	8,33	✘
2	2	8,33	✘
3	3	8,33	✘

Артем Тузов

Директор департамента корпоративных финансов АО «ПЕРВОУРАЛЬСКБАНК»



# Бумага ниже номинала с амортизацией

## ▶ УТМ с амортизацией ниже номинала

Котировка облигации, %	90.54%	Кредитный рейтинг	<b>BBB</b>
Доходность*	<b>29.01%</b>	Текущ. дох. купона	<b>17.67%</b>
Изм за день, %	<b>+0.12%</b>	Купон, руб (?)	13.15 руб
Объем день, млн. руб	1.1	Годовой купон, руб	157.80 руб
Объем день, штук	1 174	Частота купона, раз в год	12.17
Лет до погашения	<b>1.91</b>	Только для квалов?	Нет
Дата размещения	13-02-2024	Дата след. выплаты	04-03-2026
Дата погашения	23-01-2028	НКД (?)	10.52 руб
Дата оферты (?)	—	Длительность купона, дней	30
Дюрация, дней	360	Ставка купона	<b>16.00%</b>
Номинал	1000		
Валюта	RUB		

№	Дата купона	Купон, руб	Дох. купона	% от номинала	% от рынка
1	04-03-2026	13.15	16.00%	1.60%	0.02%
2	03-04-2026	13.15	16.00%	1.60%	0.02%
3	03-05-2026	13.15	16.00%	1.60%	0.02%
4	02-06-2026	13.15	16.00%	1.60%	0.02%
5	02-07-2026	13.15	16.00%	1.60%	0.02%
6	01-08-2026	12.49	16.00%	1.60%	0.02%
7	31-08-2026	11.84	16.00%	1.60%	0.02%
8	30-09-2026	11.18	16.00%	1.60%	0.02%
9	30-10-2026	10.52	16.00%	1.60%	0.02%
10	29-11-2026	9.86	16.00%	1.60%	0.02%
11	29-12-2026	9.21	16.00%	1.60%	0.02%
12	28-01-2027	8.55	16.00%	1.60%	0.02%
13	27-02-2027	7.4	15.00%	1.50%	0.02%
14	29-03-2027	6.78	15.00%	1.50%	0.02%

Роделен2Р2

Артем Тузов

Директор департамента корпоративных финансов АО «ПЕРВОУРАЛЬСКБАНК»



# Бумага ниже номинала с амортизацией

## ➤ УТМ без амортизации ниже номинала

Котировка облигации, %	91.1%	Кредитный рейтинг	BB-
Доходность*	25.19%	Текущ. дох. купона	17.56%
Изм за день, %	+0.77%	Купон, руб (?)	39.89 руб
Объем день, млн. руб	0.1	Годовой купон, руб	159.56 руб
Объем день, штук	107	Частота купона, раз в год	4.01
Лет до погашения	1.52	Только для квалов?	Нет
Дата размещения	08-09-2023	Дата след. выплаты	06-03-2026
Дата погашения	03-09-2027	НКД (?)	36.38 руб
Дата oferty (?)	—	Длительность купона, дней	91
Дюрация, дней	480	Ставка купона	16.00%
Номинал	1000		
Валюта	RUB		

### Календарь выплаты купонов по облигации Электроаппарат БО-02 с фиксированной ставкой

№	Дата купона	Купон, руб	Дох. купона	% от номинала	% от рынка
1	06-03-2026	39.89	16.00%	1.60%	0.02%
2	05-06-2026	39.89	16.00%	1.60%	0.02%
3	04-09-2026	39.89	16.00%	1.60%	0.02%
4	04-12-2026	39.89	16.00%	1.60%	0.02%
5	05-03-2027	39.89	16.00%	1.60%	0.02%
6	04-06-2027	39.89	16.00%	1.60%	0.02%
7	03-09-2027	39.89	16.00%	1.60%	0.02%

ЭлАп БО-02

Артем Тузов

Директор департамента корпоративных финансов АО «ПЕРВОУРАЛЬСКБАНК»



# Бумага ниже номинала с амортизацией

- Формула YTM абсолютно правильная
- Ниже номинал = больше доходность к погашению
- YTM учитывает амортизацию, но не учитывает  
Реинвестицию амортизации
- Амортизация = другая инвестиция со своей YTM
- Считайте реинвест аморта ниже номинала сами



# Флоатер – Какая премия к КС

➤ Агроэко БО-001Р-01 (RU000A10СТВ2)

➤ Флоатер КС+2,5% а рядом ГМС с КС + 4%

№	Имя	Лет до погаш.	Доходн	Год.куп. дох.	Куп.дох. посл.	Рейтинг	Объем, млн руб	Купон, руб	Частота, раз в год	НКД, руб	Дюр-я, лет	Цена	Дата купона	Размещение	Погашение	Оферта		
11	Селигдар7Р	1.6	18.8%	0.0%	-	A+	20.9	0	12	10.0	1.38	100.64	14.03.26	15.10.25	05.10.27	-	+	+
12	Селигдар9Р	1.8	18.8%	0.0%	-	A+	4.9	0	12	8.9	1.51	100.60	16.03.26	16.12.25	06.12.27	-	+	+
13	ВИС Ф БП05	1.8	18.7%	21.0%	21.0%	A+	2.4	52.36	4	46.6	1.49	99.79	12.03.26	14.12.23	09.12.27	18.06.25	+	+
14	АВТОБФ БП7	5.7	18.7%	19.5%	19.7%	A+	0.2	16.03	12	6.4	1.54	99.14	20.03.26	20.11.25	20.10.31	15.12.27	+	+
15	ИнтЛиз1Р10	1.7	18.3%	20.5%	20.3%	A	0.1	14.15	12	7.1	0.78	101.00	17.03.26	22.11.24	07.11.27	-	+	+
16	ТрансФ1Р02	1.0	18.1%	19.0%	19.0%	A	0.0	94.74	2	3.6	0.94	100.10	24.08.26	06.03.17	22.02.27	26.02.26	+	+
17	ТФинанс1Р1	0.5	18.1%	0.0%	-	A+	13.3	0	12	9.1	0.50	100.29	14.03.26	20.09.24	10.09.26	-	+	+
18	Экспо1П02	3.5	18.1%	0.0%	-	A+	0.0	0	12	2.0	0.55	100.29	28.03.26	04.10.24	08.09.29	29.09.26	+	+
19	ТрансФ1Р07	5.5	18.0%	19.0%	19.3%	A	0.2	47.37	4	3.6	3.67	98.61	25.05.26	30.08.21	18.08.31	26.02.26	+	+
20	R-Vision 1	1.6	18.0%	0.0%	-	A+	0.1	0	4	23.5	1.42	98.80	16.04.26	17.10.24	14.10.27	-	+	+
21	ГИДРОМАШ03	9.2	18.0%	20.0%	19.8%	A	0.7	16.44	12	0.5	0.71	101.00	01.03.26	04.06.25	13.05.35	01.12.26	+	+
22	Агроэко1Р1	2.6	17.9%	0.0%	-	A	3.7	0	4	34.4	1.82	97.92	25.03.26	24.09.25	20.09.28	-	+	+

# Флоатер – Какая премия к КС

- ▶ УТМ Транслируют одинаковую
- ▶ А текущая доходность?
- ▶ ГМС текущая 19,80%
- ▶ Агро-Эко текущая 19,00%
- ▶ Ключевую ставку в будущем мы не знаем



# Флоатер – Какая премия к КС

- ▶ Ключевую ставку в будущем мы не знаем



# Флоатер – Какая премия к КС

- ▶ Что мы вообще считаем?  
Предположения по КС



# Флоатер – Какая премия к КС

➤ А что если считать реальную премию к КС?



# Флоатер – Какая премия к КС

- ▶ ГМС с КС+4% и ценой 101% от номинала  
01.12.2026 оферта. Осталось 9 мес жизни
- ▶ Теряем 1% или  $(1/9)*12=1,33\%$  премии к КС  
 $4-1,33\% = 2,67\%$  реальная премия



# Флоатер – Какая премия к КС

- АгроЭко с КС+2,5% и ценой 98% от номинала  
20.09.2028 погашение. Осталось 31 мес жизни  
Зарабатываем 2% или  $(2/31)*12=0,77\%$  премии
- к КС  
 $2,5-0,77\% = 3,27\%$  реальная премия



# Что не показывает Сمارт-Лаб?

- ~~Секьюритизированные облигации~~
- ~~Бумага ниже номинала с амортизацией~~
- ~~Флоатер Какая премия к КС~~
- G-spread
- Доходность с учетом вероятности дефолта
- Реальная доходность к оферте
- Реальная вероятность апсайда



# Что не показывает Смарт-Лаб?

- Все не рассказать за один раз
- Делитесь этим видео, комментируйте и тогда увидимся на следующем Смарт-Лаб

