

ФИНАНСЫ, ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ И КРЕДИТ

Научная статья
УДК 336.763.3

Оценка инвестиционной привлекательности облигаций банка ВТБ

Ольга Геннадьевна Аркадьева¹, Мария Андреевна Петрова²

¹ Чувашский государственный университет имени И.Н. Ульянова, Чебоксары, Россия,
knedlix@yandex.ru

² Банк ВТБ (ПАО), Чебоксары, Россия, mashapetrova2002@gmail.com

Аннотация. В условиях экономической нестабильности особое внимание уделяется обеспечению инвестиционной привлекательности коммерческих банков, которая свидетельствует о способности последних поддерживать стабильную и прибыльную деятельность, своевременно отвечать по своим облигационным обязательствам различного типа, эффективно управлять рисками при изменении макроэкономических и иных условий внешней среды и возникновении негативных факторов на финансовом рынке. Вышесказанное обуславливает актуальность выбранного направления исследования. Целью исследования являлся анализ инвестиционной привлекательности облигаций банка ВТБ и оценка привлекательности отдельных выпусков и разновидностей облигаций данного банка для неквалифицированных инвесторов в сравнении с облигациями его ключевых конкурентов. Основными методами исследования выступили фундаментальный финансово-экономический анализ банка ВТБ как эмитента и сравнительный анализ параметров ключевых разновидностей облигаций банка ВТБ, Сбербанка и Альфа-Банка. Анализ эмитента подтвердил стабильность положения банка, однако слабым местом ВТБ выступает уязвимая позиция по капиталу. Как эмитент облигаций банк ВТБ в основном выпускает облигации на короткий срок, облигации с фиксированными купонными выплатами выпускаются на срок не более 1 года, что не соответствует принципам пассивной стратегии инвестирования, под которую обычно приобретаются облигации. На срок более 1 года выпускаются наиболее привлекательные в инвестиционном отношении у ВТБ облигации с переменным купонным доходом и структурные облигации. Однако облигации Сбербанка и Альфа-Банка по сочетанию параметров являются более привлекательными для инвесторов, в том числе неквалифицированных.

Ключевые слова: анализ эмитента, активы, пассивы, обязательные нормативы, финансовые мультипликаторы, доходность, дюрация

Основные положения:

- ♦ отбор облигаций для инвестиционного портфеля состоит из анализа параметров самой облигации и анализа надежности банка как эмитента;
- ♦ ряд банков характеризуется более высокими значениями норматива, у них более сильная капитальная позиция по сравнению с ВТБ. У всех банков, кроме ВТБ, нормативы достаточности базового и основного капитала значительно превышают минимальные значения, тогда как у ВТБ они находятся ниже необходимых значений и не превышают 10%;
- ♦ наиболее привлекательными среди облигаций ВТБ являются облигации с переменным купоном, так как в случае повышения ключевой ставки по ним можно получить более высокую доходность за счет купонных выплат.

Для цитирования: Аркадьева О.Г., Петрова М.А. Оценка инвестиционной привлекательности облигаций банка ВТБ // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2024. № 12 (242). С. 56–67.

FINANCE, MONEY CIRCULATION AND CREDIT

Original article

Assessing the investment attractiveness of VTB Bank bonds

Olga G. Arkadieva¹, Maria A. Petrova²

¹ I.N. Ulyanov Chuvash State University, Cheboksary, Russia, knedlix@yandex.ru

² VTB Bank (PJSC), Cheboksary, Russia, mashapetrova2002@gmail.com

Abstract. In conditions of economic instability, special attention is paid to ensuring the investment attractiveness of commercial banks, which indicates the ability of the latter to maintain stable and profitable activities, timely meet their bond obligations of various types, effectively manage risks in case of changes in the macroeconomic and other environmental conditions and the occurrence of negative factors in the financial market. This determines the relevance of the chosen research direction. The purpose of the study was to analyze the investment attractiveness of VTB Bank bonds and assess the attractiveness of individual issues and types of bonds of this bank for unqualified investors in comparison with the bonds of its key competitors. The main research methods were the fundamental financial and economic analysis of VTB Bank as an issuer and a comparative analysis of the parameters of the key varieties of bonds of VTB Bank, Sberbank and Alfa-Bank. The issuer's analysis confirmed the stability of the bank's position, however, VTB's weak point is its vulnerable capital position. As a bond issuer, VTB Bank mainly issues short-term bonds; bonds with fixed coupon payments are issued for a period of no more than 1 year, which does not comply with the principles of the passive investment strategy under which bonds are usually purchased. For a period of more than 1 year, VTB's most attractive investment-grade bonds with variable coupon income and structural bonds are issued. However, the bonds of Sberbank and Alfa-Bank, based on a combination of parameters, are more attractive to investors, including unqualified ones.

Keywords: issuer analysis, assets, liabilities, mandatory ratios, financial multipliers, profitability, duration

Highlights:

- ◆ the selection of bonds for an investment portfolio consists of an analysis of the parameters of the bond itself and an analysis of the reliability of the bank as an issuer;
- ◆ a number of banks are characterized by higher regulatory values, they have a stronger capital position compared to VTB. All banks, except VTB, have basic and fixed capital adequacy ratios that significantly exceed the minimum values of the standard, whereas VTB's are below the required values and do not exceed 10%;
- ◆ variable coupon bonds are the most attractive among VTB bonds, since in the case of an increase in the key rate, they can receive higher yields due to coupon payments.

For citation: Arkadieva O.G., Petrova M.A. Assessing the investment attractiveness of VTB Bank bonds // Vestnik of Samara State University of Economics. 2024. No. 12 (242). Pp. 56–67. (In Russ.).

Введение

В условиях экономической нестабильности особое внимание уделяется обеспечению инвестиционной привлекательности коммерческих банков, которая свидетельствует об их способности поддерживать стабильную и при-

быльную деятельность, своевременно отвечать по своим облигационным обязательствам различного типа, эффективно управлять рисками при изменении макроэкономических и иных условий внешней среды и возникновении негативных факторов на финансовом

рынке. Это обуславливает актуальность выбранного направления исследования.

Целью исследования является анализ инвестиционной привлекательности облигаций банка ВТБ и оценка привлекательности отдельных выпусков и разновидностей облигаций банка в сравнении с облигациями его ключевых конкурентов.

В последнее время банковский сектор подвергся воздействию большого количества негативных факторов, таких как ужесточение денежно-кредитной политики, введение санкций, блокировка активов, рост уровня инфляции, поэтому способность адаптироваться к сложившимся условиям, привлекать дополнительные ресурсы путем облигационных заимствований для обеспечения стабильности и развития деятельности коммерческих банков имеет особую значимость.

Мировой рынок облигаций разнообразен и предлагает важные инвестиционные возможности, особенно для институциональных инвесторов. Его важность также можно увидеть в том, что рынки облигаций больше, чем рынки акций во всем мире [1]. Зарубежные исследователи обнаружили, что затраты на долговое финансирование в пользу держателей облигаций увеличивается, когда американские банковские холдинговые компании осуществляют управление организационными рисками более низкого качества [2].

Отбор облигаций для инвестиционного портфеля состоит из анализа параметров самой облигации и анализа надежности банка как эмитента. Как показывают зарубежные исследования, устойчивый уровень банковского капитала необходим для повышения конкурентоспособности, стабильности и производительности банков Экономического сообщества стран Центральной Африки, банковский капитал становится стержнем роста и развития банковского сектора региона [3]. Изучение бизнес-модели компании важно для интеграции устойчивости в анализ кредитного риска облигаций [4]. Анализ состояния эмитента проводится с использованием методов фундаментального анализа, который используется и для анализа акций. Кроме того, оценивается стабильность выплаты купонов по выпущенным облигациям.

Анализ облигаций коммерческих банков имеет свои особенности. Кроме облигаций с переменным и постоянным купонами, банки могут выпускать также субординированные и структурные облигации. Выпуск тематических облигаций – «зеленых», социальных, устойчивых – рос быстрыми темпами. Рынок тематических облигаций набирает обороты после возобновления международного внимания к вопросам экологии, охраны окружающей среды и достижения целей устойчивого развития [5].

Методы

Основными методами исследования выступили фундаментальный финансово-экономический анализ банка ВТБ как эмитента и сравнительный анализ параметров ключевых разновидностей облигаций банка ВТБ, Сбербанка и Альфа-Банка.

Результаты

Экономический анализ деятельности коммерческого банка заключается в оценке финансового состояния банка, анализе его основных финансовых результатов и финансовой устойчивости. Он позволяет принимать обоснованные инвестиционные решения и оценивать стабильность деятельности коммерческого банка, а также его риски и потенциальные возможности. Особое внимание при оценке финансового положения коммерческого банка уделяется анализу его активов, которые характеризуют направления использования привлеченных средств и за счет которых формируются основные доходы банка в виде процентов по кредитам, а также доходов по другим финансовым активам.

В 2023 г. произошел рост кредитного портфеля банка на 32,6%, что говорит о восстановлении деятельности банка после кризисного 2022 г., когда резкое повышение ключевой ставки Центрального банка привело к снижению спроса на кредиты. Основная часть ресурсной базы банков формируется за счет привлечения средств физических и юридических лиц, которые направляются на осуществление кредитных операций. В 2023 г. размер привлеченных кредитов, депозитов и прочих средств регулятора вырос более чем в 10 раз

по сравнению с началом периода. Наибольший удельный вес в структуре обязательств приходится на средства клиентов, оцениваемых по амортизированной стоимости (93,0% в 2023 г.). В 2022 и 2023 гг. эта статья увеличилась на 12,1% и 23,9% соответственно. Вклады физических лиц в 2023 г. составляли 33,4%, при этом в 2022 г. наблюдался их прирост на 6,9%, а в 2023 г. – на 32,1%. Выпущенные долговые ценные бумаги сократились в 2022 г. на 9,8%, а в 2023 г. увеличились на 26,5%.

Важной характеристикой финансового положения банка является оценка собственного капитала, так как его величина отражает финансовую устойчивость банка и его способность покрывать риски. За период 2021–2023 гг. наблюдались значительные изменения в структуре собственного капитала банка ВТБ. Наибольшую долю в структуре собственного капитала занимают средства акционеров. В 2021 г. эта статья составляла 43,2% в структуре собственного капитала, а в 2022 г. увеличилась до 83,4%, что связано со снижением собственного капитала почти в 2 раза, так как в 2022 г. ВТБ потерпел большие убытки. В 2023 г. средства акционеров увеличились с 651 033,9 млн руб. до 789 925,2 млн руб., а доля в структуре собственного капитала составила 66,7%. Такое увеличение связано с тем, что банк проводил дополнительные эмиссии путем размещения своих акций, целью чего было увеличение собственного капитала. Эмиссионный доход в 2021 и 2022 гг. находился на одном уровне, а в 2023 г. наблюдалось снижение на 76,3%.

В 2021 г. неиспользованная прибыль составляла 371 млрд руб., а ее доля составляла 24,6%. В 2022 г. убыток по балансу составил 381,2 млрд руб. В 2023 г. ситуация улучшилась, так как банк получил по итогам финансового года рекордную прибыль, а неиспользованная прибыль в балансе составила 211 млрд руб. В 2023 г. собственный капитал увеличился на 51,7% по сравнению с 2022 г., что объясняется проведением банком докапитализации путем дополнительной эмиссии акций, а также восстановлением деятельности банка и получением рекордной прибыли. Однако значение собственного капитала за 2023 г. не восстанови-

лось до состояния 2021 г. Это говорит о том, что финансовая устойчивость банка ВТБ пострадала, поэтому были приняты меры по восстановлению капитала, а именно – размещение дополнительного объема акций.

Важным элементом оценки финансового положения банка является анализ отчета о финансовых результатах, который заключается в оценке динамики процентных доходов и расходов, полученной прибыли. По процентным доходам банка наблюдается положительная динамика в 2022 и в 2023 гг. Процентные расходы в 2022 г. возросли на 149,0%, это объясняется резким ростом ключевой ставки в начале 2022 г. до 20%, поэтому банки были вынуждены привлекать средства по более высоким ставкам. Это привело к сокращению чистого процентного дохода на 54,4% по сравнению с 2021 г. Также существенно возрос размер резерва на возможные потери по ссудам, в результате чего отрицательная процентная маржа после создания резерва на возможные потери составила -170,3 млрд руб. Хотя комиссионные доходы сократились в 2022 г. на 26,1%, комиссионные расходы уменьшились на 38,9%. Прочие операционные доходы сократились на 22,7%. Операционные расходы не претерпели существенных изменений в 2021 и 2022 гг. По итогу 2022 г. убыток составил 756,7 млрд руб. по сравнению с прибылью в 186,2 млрд руб. в 2021 г.

Анализ финансовой устойчивости коммерческого банка предназначен для оценки его способности поддерживать стабильность своей деятельности в случае возникновения негативных внешних факторов и изменения макроэкономической ситуации. Под финансовой устойчивостью банка понимается состояние коммерческого банка, которое обеспечивает возможность полного и своевременного исполнения своих обязательств перед вкладчиками и кредиторами, а также соблюдения обязательных нормативов.

Капитал Банка ВТБ (ПАО) существенно пострадал в условиях санкций, из-за чего у банка возникли проблемы с достаточностью капитала. Банк применяет регуляторные послабления при расчете нормативов достаточности капитала, которые позволяют обнулить надбавки к достаточности капитала в обмен на отказ от

выплаты дивидендов. Норматив достаточности базового капитала (Н1.1) снизился с 7,5% в начале 2022 г. до 5,9%. Нормативы достаточности основного (Н1.2) и собственного капитала (Н1.0) также сократились, что связано с сокращением объема собственного капитала.

Нормативы достаточности капитала незначительно превышают минимальное значение нормативов, установленных регулятором, без учета надбавок, что создает риски для финансовой устойчивости банка. Нормативы ликвидности соблюдаются и превышают минимально допустимые значения, установленные Банком России, что характеризует способность банка обеспечивать его постоянную платежеспособность и своевременно отвечать по обязательствам за счет реализации своих активов. Нормативы мгновенной и текущей ликвидности снизились, а норматив долгосрочной ликвидности увеличился с 63,3% до 69,1%, но они все еще находятся в пределах допустимых значений, что говорит о финансовой стабильности ВТБ и высоком уровне ликвидности.

Кредиторы и инвесторы чаще всего оценивают отчетность по МСФО для принятия инвестиционных решений. Из отчета о прибылях и убытках видно, что процентные доходы группы растут. В 2022 г. процентные расходы существенно увеличились в связи с ужесточением денежно-кредитной политики. В 2023 г. темп роста процентных расходов замедлился и составил 26,2%. Из-за кризисных процессов в 2022 г. чистые процентные доходы по МСФО сократились на 53,9%, а в 2023 г. возросли на 155,5%. На улучшение показателей повлияло восстановление кредитования, особенно ипотечного, и в целом улучшение положения всего банковского сектора. В 2022 г. прирост резервов под кредитные убытки по долговым финансовым активам составил 345%, что было обусловлено необходимостью покрытия рисков в связи с наложением на банк блокирующих санкций, от которых значительно пострадала вся деятельность ВТБ. В 2023 г. ситуация стабилизировалась, и банк адаптировался к санкционным ограничениям, поэтому размер созданных резервов сократился на 58,5%.

Отрицательный финансовый результат за 2022 г. также связан с зафиксированным убытком по валютным операциям в размере

299,6 млрд руб. В 2023 г. по этой статье была получена прибыль. Также в результате введенных санкций европейские активы банка были заморожены, и банк лишился контроля над ними, в результате чего в отчете по МСФО был зафиксирован убыток от выбытия иностранных активов в размере 228,6 млрд руб. Убыток по МСФО составил 667,5 млрд руб. по сравнению с убытком по РСБУ в размере 756,7 млрд руб., что обусловлено получением разового дохода по МСФО от присоединения банка «Открытие». В марте 2023 г. была проведена дополнительная эмиссия акций, в результате которой к ВТБ был присоединен банк РНКБ, а также была увеличена доля государства в акциях ВТБ. В апреле снова было принято решение о проведении дополнительной эмиссии, которая предусматривала привлечение акций по открытой подписке, что повлияло на структуру капитала группы.

Для сравнения инвестиционной привлекательности банков используются финансовые мультипликаторы, при этом не все мультипликаторы, которые применяются для оценки компаний других секторов, могут быть задействованы для оценки компаний банковского сектора. Например, вместо выручки (S) анализируется чистый операционный доход, не оценивается показатель EBITDA, поэтому невозможно оценить долговую нагрузку банка (Debt/EBITDA), а также EV/EBITDA и отношение капитализации компании к ее выручке (P/E). Основными финансовыми коэффициентами, используемыми для оценки банков, являются P/E, P/BV, ROA, ROE, а также рассчитываются специфические финансовые коэффициенты, которые характерны только для банковского сектора. К таким показателям относятся чистая процентная маржа (NIM), стоимость риска (COR), отношение операционных расходов к операционным расходам (CIR), доля неработающих кредитов (NPL), а также показатели достаточности капитала, которые характеризуют финансовую устойчивость банка.

Проведем сравнение финансовых мультипликаторов банка ВТБ с другими банками, акции и облигации которых торгуются на Московской бирже. К ним относятся Сбербанк, Т-Банк, Банк «Санкт-Петербург», Московский кредитный банк, Росбанк и Совкомбанк, кото-

рый провел публичное размещение акций в декабре 2023 г., а уже в 1-м квартале 2024 г. включил финансовые показатели банка «Хоум кредит» в свою консолидированную отчетность. Для сопоставимости данных по банкам использована финансовая отчетность по МСФО за 2023 г. (табл. 1).

Недооценка банка ВТБ по показателю P/E может быть обусловлена недоверием инвесторов в связи с проведением дополнительных эмиссий, в результате чего доля акционерного капитала частных инвесторов размывалась, а также в связи с отсутствием дивидендов. Высокий показатель P/E может свидетельствовать о переоцененности компании, т.е. акции компании уже значительно выросли, и дальнейший рост может быть ограниченным. Однако высокий показатель P/E может быть характерен также для высокотехнологичных компаний с высокими темпами роста или компаний роста. К таким компаниям среди банковского сектора относится Т-Банк, у него самое высокое значение P/E = 7,94. Также высокий показатель P/E у Росбанка, у других банков он находится на среднем уровне – от 3 до 5.

Наименьшее значение мультипликатора P/BV наблюдается у ВТБ (0,54), т.е. акции ком-

пании оцениваются рынком на 46% ниже собственного капитала, это говорит о недооцененности акций компании.

Максимальное значение чистой процентной маржи наблюдается у Т-Банка (14,8%), что говорит о том, что проценты по кредитам банка существенно превышают расходы по привлеченным депозитам. Низкой стоимостью риска (COR) характеризуются такие банки, как Сбербанк, ВТБ, Московский кредитный банк, Совкомбанк, что свидетельствует о том, что резервы на возможные потери по ссудам находятся на умеренном уровне. Стоимость риска Т-Банка составляет 6,2%, что говорит о более высоком риске по кредитным операциям.

Показатель CIR показывает, какую часть операционного дохода банка составляют операционные расходы, т.е. расходы на оплату труда персонала и административные расходы. У Сбербанка и Московского кредитного банка значение показателя находится примерно на одинаковом уровне. У банка ВТБ он составляет 36,2% и находится на приемлемом уровне.

Нормативы достаточности капитала используются для оценки финансовой устойчивости банка и способности его капитала покрывать риски. Минимальное значение норма-

Таблица 1

**Сравнение финансовых мультипликаторов коммерческих банков – эмитентов акций
в публичном обращении на вторичном рынке за 2023 г.***

Показатели	Банки						
	Сбербанк	ВТБ	Т-Банк	БСПБ	МКБ	Росбанк	Совком-банк
Тикер	SBER	VTBR	TCSG	BSPB	CBOM	ROSB	SVCB
P/E	4,1	2,62	7,94	3,95	4,49	5,48	3,01
P/B	0,9	0,54	2,26	0,86	0,77	0,70	0,95
ROA	3,2	2,92	4,4	16,25	1,4	1,4	9,57
ROE	25,3	22,3	33,5	20,3	23,4	13,0	45,0
Чистая процентная маржа (NIM), %	6,0	3,1	14,8	н/д	2,8	н/д	6,5
Рентабельность банка, %	44,0	39,1	16,6	64,9	52,7	н/д	46,2
Стоимость риска (COR), %	0,8	0,9	6,2	-0,7	0,1	0,4	1,95
Расходы/доходы (CIR), %	29,2	36,2	53,3	33	28,6	56,6	н/д
Достаточность базового капитала (Н 1.1.), %	13,5	5,9	8,5	18,6	12,4	9,1	12,0
Достаточность общего капитала (Н 1.0.), %	14,0	9,9	12,8	20,3	13,8	12,8	12,0
Доля неработающих кредитов, %	н/д	3,2	9,5	2,5	1,1	1,6	н/д

* Составлено по: Cbonds : Информационная среда для профессионалов финансового рынка и инвесторов. URL: <https://cbonds.ru/> (дата обращения: 03.06.2024).

тива достаточности базового капитала (Н1.2) составляет 4,5% без учета надбавок за системную значимость. Значение норматива банка ВТБ составляет 5,9%, т.е. незначительно превышает минимальное значение нормативов, установленных Банком России, без учета надбавок. У других банков норматив достаточности основного капитала соблюдается. Норматив достаточности собственного капитала (Н1.0) должен составлять не менее 8%. Значение норматива банка ВТБ равно 9,9%, т.е. норматив соблюдается. Другие банки характеризуются более высокими значениями норматива, у них более сильная капитальная позиция по сравнению с ВТБ. У всех банков, кроме ВТБ, нормативы достаточности базового и основного капитала, значительно превышают минимальные значения норматива, тогда как у ВТБ они находятся ниже необходимых значений и не превышают 10%.

Анализ облигаций. Облигации являются одним из вариантов доходного вложения денежных средств. Их преимуществами являются простота и стабильность купонных выплат, что обеспечивает инвесторам постоянный денежный поток в условиях экономической нестабильности, когда другие финансовые инструменты, например акции, снижа-

ются. Они характеризуются меньшей доходностью, но также являются менее рискованным инструментом по сравнению с акциями, поскольку не так сильно изменяются в цене и по ним периодически выплачиваются купоны, т.е. доход по облигациям можно спрогнозировать [6].

В условиях высоких процентных ставок в экономике облигации становятся наиболее привлекательными для инвесторов, так как рост акций ограничен и дивидендная доходность примерно равна доходности по облигациям, при этом риск по облигациям намного меньше, а доход гарантированный. Это обуславливает выбор инвесторов в пользу облигаций [7]. Кроме того, приобретение облигаций в период высокой ключевой ставки позволяет зафиксировать высокую доходность на несколько лет, так как новые облигации выпускаются с более высокими купонными выплатами либо стоимость облигаций значительно снижается, а их доходность увеличивается [8; 9].

Проведем отбор облигаций ВТБ с помощью сервиса *cbonds.ru*. Карта доходности и сроков облигаций представлена на рис. 1.

Выберем наиболее инвестиционно привлекательные облигации по доходности и срокам погашения. На срок до 1 года инвестору

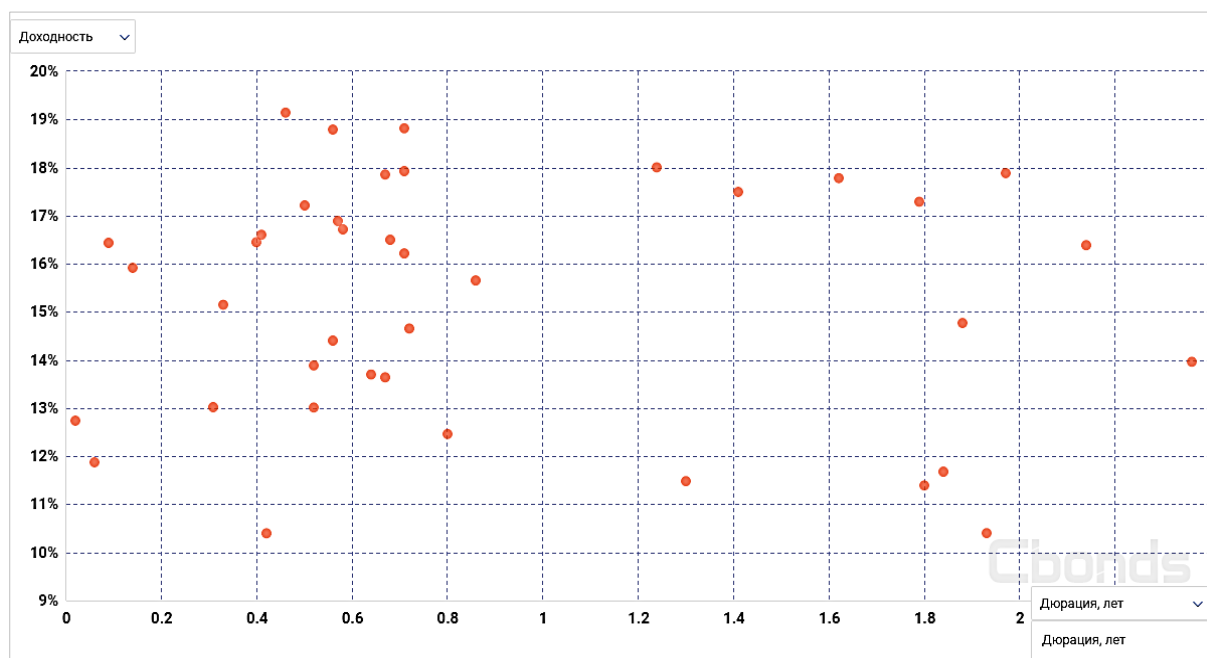


Рис. 1. Карта доходности и сроков облигаций ВТБ*

* Разработано по: *Cbonds* : Информационная среда для профессионалов финансового рынка и инвесторов. URL: <https://cbonds.ru/> (дата обращения: 03.06.2024).

могут быть интересны облигации, представленные в табл. 2.

Облигации со сроком погашения более 1 года в основном представлены структурными облигациями для квалифицированных инвесторов и облигациями с плавающим купоном. По структурным облигациям выплачивается минимальный купон, равный 0,01%, а дополнительный доход выплачивается только при наступлении определенного события и зависит от изменения цены базового актива. В случае реализации заранее оговоренных условий выплата по облигациям может быть достаточно высокой. При этом возврат номинала может быть полный либо частичный. Если стратегия не сработает, то инвестор может получить только небольшой доход по купонам и от погашения номинала либо уйти в убыток, если возврат номинала предусмотрен не в полном объеме или вообще не предусмотрен. Поэтому такой инструмент не подходит для консервативных инвесторов, так как доход по ним не гарантированный.

Структурные облигации в основном могут приобрести только квалифицированные инвесторы, которые готовы принять на себя риски по таким облигациям. Облигации с переменным купоном позволяют зарабатывать в условиях роста ключевой ставки Банка России, так как величина купонов привязана к динамике ключевой ставки или межбанковской ставки RUONIA. Базовым активом для облигаций ВТБ Б-1-343 является индекс Мосбиржи, а доходность привязана к ключевой ставке (табл. 3). Номинальная стоимость облигации погашается в полном объеме. Она может быть привлекательна для инвесторов, так как купоны по ней выплачиваются каждый месяц, и следующий купонный доход по ней заранее известен. Купонная выплата в июле 2024 г. была равна 16%. Также преимуществом этих облигаций является достаточно высокая ликвидность. Недостатком же выступает то, что эти облигации доступны только для квалифицированных инвесторов при всей их инвестиционной привлекательности.

Таблица 2

Облигации ВТБ с постоянным доходом на срок до 1 года*

Название облигации	Срок погашения	Текущая доходность, %	Ставка купона, %	Дюрация	Ликвидность	Категория
Банк ВТБ (ПАО) Б-1-352	05.05.2025	15,653	14,50	0,86	51,5	Фиксированный купон, 4 раза в год
Банк ВТБ (ПАО) Б-1-309	06.11.2024	16,603	14,25	0,41	63,3	Фиксированный купон, 4 раза в год
Банк ВТБ (ПАО) Б-1-347	08.01.2025	16,89	14,50	0,51	57,4	Фиксированный купон, 4 раза в год
ВТБ (ПАО) Б-1-349	04.03.2025	14,604	14,25	0,71	47,9	Фиксированный купон, 4 раза в год

* Составлено по: Cbonds : Информационная среда для профессионалов финансового рынка и инвесторов. URL: <https://cbonds.ru/> (дата обращения: 03.06.2024).

Таблица 3

Облигации ВТБ с переменным купоном и сроком погашения более 1 года*

Название облигации	Срок погашения	Текущий купон, %	Ликвидность	Категория
Банк ВТБ (ПАО) Б-1-343	01.09.2026	16,00	66,8	Плавающий купон, 12 раз в год, для квалифицированных инвесторов
Банк ВТБ (ПАО) Б-1-346	01.12.2026	16,00	64,1	Плавающий купон, 12 раз в год, для квалифицированных инвесторов
Банк ВТБ (ПАО) Б-1-351	02.03.2027	16,25	63,0	Плавающий купон, 12 раз в год, для квалифицированных инвесторов

* Составлено по: Cbonds : Информационная среда для профессионалов финансового рынка и инвесторов. URL: <https://cbonds.ru/> (дата обращения: 03.06.2024).

Также в обращении находятся субординированные облигации, эмитированные ВТБ. Такие облигации несут в себе повышенный риск, так как в случае дефолта или проблем у эмитента погашаются в последнюю очередь. Такой риск реализовался у субординированных облигаций ВТБ в 2022 г. Из-за проблем с достаточностью капитала были приостановлены купонные выплаты по 12 выпускам субординированных облигаций и бессрочным еврооблигациям. По субординированным облигациям может принято решение в одностороннем порядке об отказе в выплате купонов. В 2021 г. российскими банками, в том числе ВТБ, было выпущено большое количество субординированных облигаций. На долю частных инвесторов пришлось около половины размещенных субординированных облигаций, т.е. они взяли на себя большие риски. Таким образом, субординированные облигации обладают очень высокими рисками в связи с неопределенностью их условий и отсутствием гарантий защиты капитала в случае наступления финансовых трудностей у компании, как и произошло с ВТБ в 2022 г., и риски для держателей субординированных облигаций реализовались.

Подберем среди обращающихся облигаций ВТБ те, которые доступны и привлекательны для неквалифицированных инвесто-

ров, для чего исключим структурные облигации, а также облигации для квалифицированных инвесторов. На карте облигаций (рис. 2) представлены облигации с небольшой дюрацией в основном до 1 года и доходностью 14–16%. На срок более 1 года банк ВТБ выпускает только облигации с переменным купоном или структурные облигации, которые неквалифицированные инвесторы не могут приобрести, кроме того, такие облигации более рискованными, так как доход по ним неизвестен заранее.

Для сравнения рассмотрим облигации других банков и исключим сложные облигации, к которым относятся субординированные, структурные облигации, облигации с правом выкупа (call) и облигации для квалифицированных инвесторов.

Облигации ПАО «Сбербанк» представлены как облигациями со сроком погашения до 1 года, так и облигациями на срок до 2 лет и доходностью более 16% (рис. 3). Также облигации Сбербанка являются более ликвидными, так как оборот торгов по ним выше, чем у облигаций ВТБ. Выбор облигаций для неквалифицированных инвесторов небольшой, как и у ВТБ. Иначе обстоит ситуация у Альфа-Банка (рис. 4). Банк предоставляет более широкий выбор облигаций для неквалифицированных

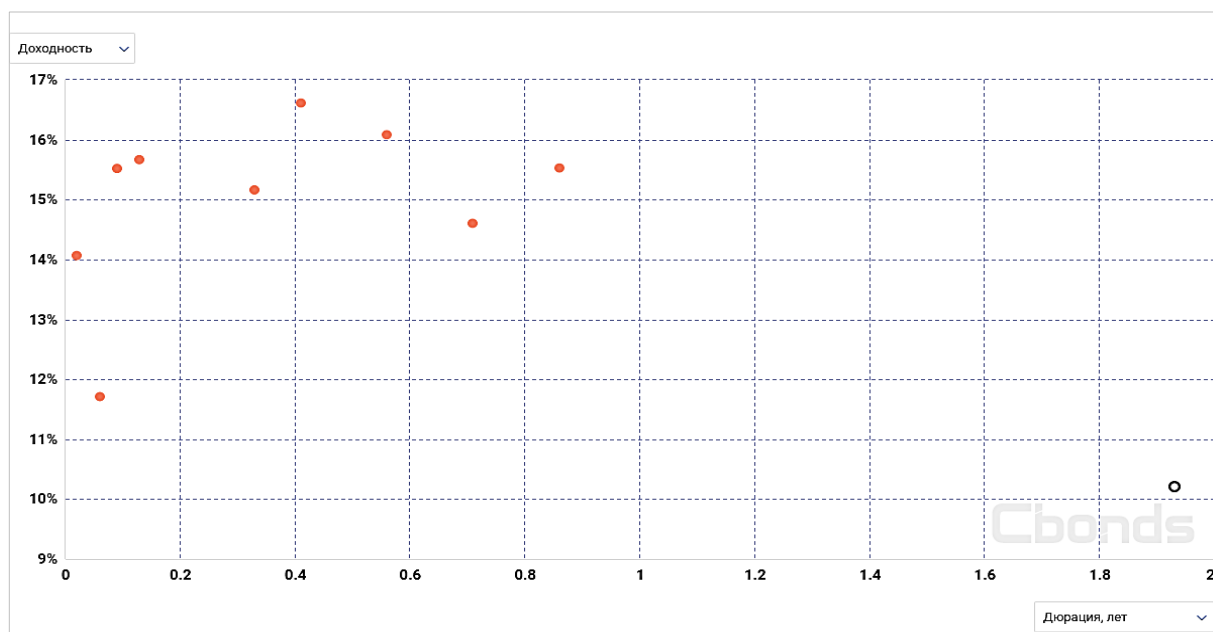


Рис. 2. Облигации ВТБ для неквалифицированных инвесторов*

* Разработано по: Cbonds : Информационная среда для профессионалов финансового рынка и инвесторов. URL: <https://cbonds.ru/> (дата обращения: 03.06.2024).

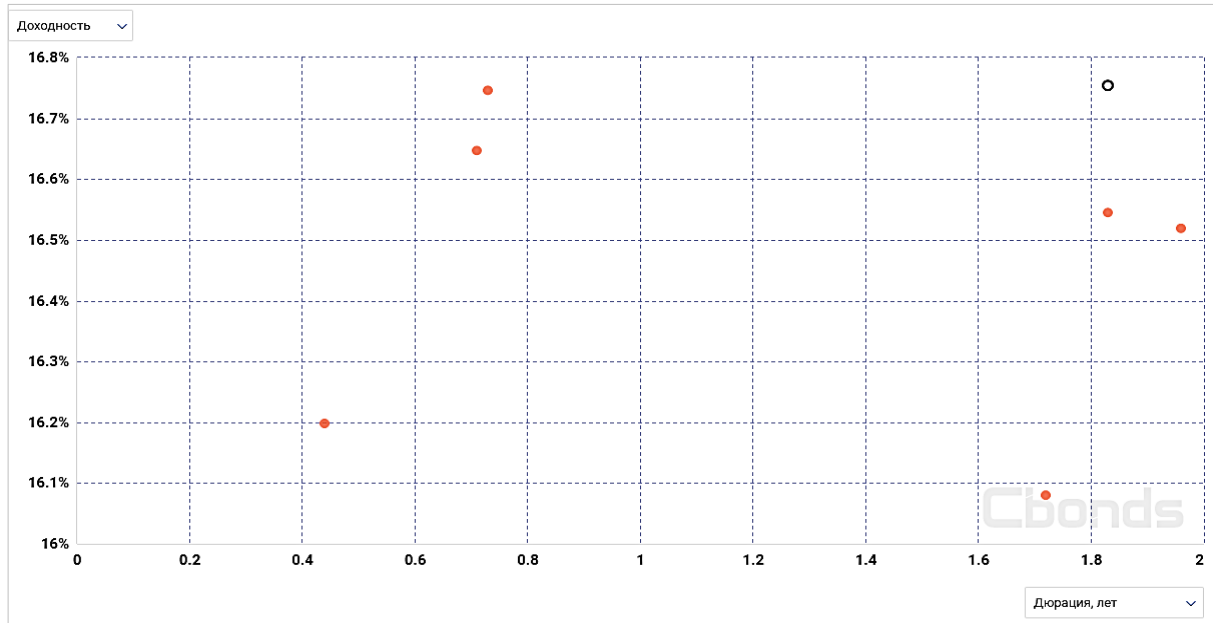


Рис. 3. Облигации ПАО «Сбербанк» для неквалифицированных инвесторов*

* Разработано по: Cbonds : Информационная среда для профессионалов финансового рынка и инвесторов. URL: <https://cbonds.ru/> (дата обращения: 03.06.2024).

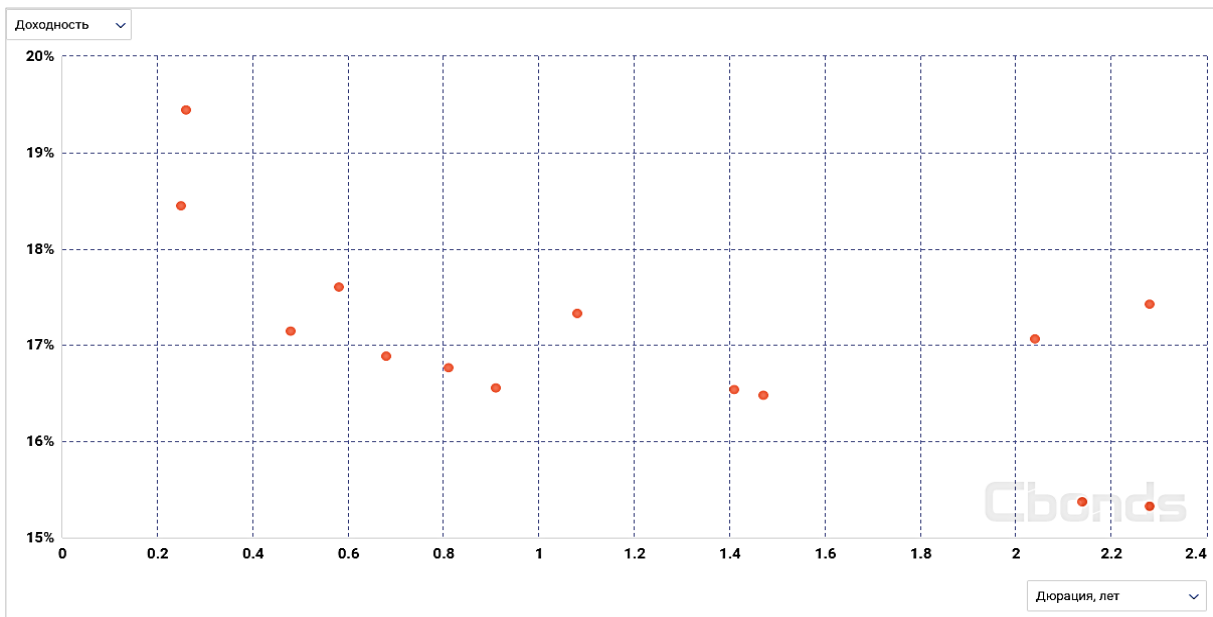


Рис. 4. Облигации АО «Альфа-Банк» для неквалифицированных инвесторов*

* Разработано по: Cbonds : Информационная среда для профессионалов финансового рынка и инвесторов. URL: <https://cbonds.ru/> (дата обращения: 03.06.2024).

инвесторов с максимальным сроком погашения до 2,4 года и доходностью более 16%.

Обсуждение

Анализ эмитента подтвердил стабильность положения эмитента и оправданность присвоения кредитного рейтинга ruAAA банку ВТБ рейтинговыми агентствами АКРА и «Эксперт РА».

Такой рейтинг обусловлен значительной долей государства в управлении компанией, что обеспечивает гарантии исполнения обязательств со стороны ВТБ, существенной долей на рынке по основным направлениям деятельности, восстановлением финансовых результатов, уси-

нием позиции на рынке в связи с присоединением других банковских активов, однако слабым местом ВТБ выступает уязвимая позиция по капиталу.

Как эмитент облигаций банк ВТБ в основном выпускает облигации на короткий срок – как правило, до 2 лет либо облигации с плавающей купонной ставкой. Облигации с фиксированными купонными выплатами выпускаются на краткосрочный период, что неспособно заинтересовать пассивного инвестора. На срок более 1 года выпускаются облигации с переменным купонным доходом и структурные облигации. В этом случае не получится использовать стратегию покупки облигации на долгий срок с высокими купонными выплатами, т.е. не удастся зафиксировать высокую доходность на более долгий срок, так как в случае снижения ключевой ставки, что в настоящее время представляется маловероятным, купонный доход по облигациям с переменным купоном также будет снижаться. После погашения этих облигаций ВТБ будет осуществлять выпуск облигаций по более низким ставкам в случае снижения ключевой ставки, что поможет банку сократить процентные расходы на купонные выплаты. Соответственно в случае увеличения ставки вырастут и процентные выплаты по облигационным обязательствам. Для банков вы-

пуск структурных облигаций является наиболее выгодным, так как они занимают денежные средства под небольшие проценты, поэтому у всех банков больше всего в обращении представлены именно структурные облигации.

Заключение

Наиболее привлекательными среди облигаций ВТБ являются облигации с переменным купоном, так как в случае повышения ключевой ставки по ним можно получить более высокую доходность за счет купонных выплат. Такие облигации интересны сейчас в условиях высокой процентной ставки Банка России, т.е. облигации с переменным купоном подходят для инвестирования именно в 2024 г., однако они не подходят для долгосрочных инвестиций, если рассматривать их на период больше года. Их доходность может снизиться в случае постепенного снижения ключевой ставки. При таком обстоятельстве на долгосрочный период более высокая доходность будет у облигаций с постоянным купоном, которые были приобретены в период высоких ставок. Облигации Сбербанка и Альфа-Банка являются более привлекательными для инвесторов, так как у них более долгий срок погашения. Это позволит получить достаточно высокую доходность и на более долгий срок, чем по облигациям ВТБ [10; 11].

Список источников

1. Mondello E. Bond price and yield // *Applied Fundamentals in Finance* / E. Mondello. Wiesbaden : Springer Gabler, 2023. Pp. 367–411. (Springer Texts in Business and Economics).
2. The effect of bank organizational risk-management on the pricing of non-deposit debt / I. Hasan, E. Peng, M. Waisman, M. Yan // *Journal of Financial Services Research*. 2024. Vol. 66. Pp. 1–27.
3. Enguene A.A., Numba I. Does bank capital boost the productivity of the banking industry in EMCCA? A critical survey // *Economic Change and Restructuring*. 2024. Vol. 57.
4. Schoenmaker D., Schramade W. Valuing bonds // *Corporate finance for long-term value* / D. Schoenmaker, W. Schramade. Cham : Springer, 2023. Pp. 207–238. (Springer Texts in Business and Economics).
5. Tirumala R.D., Tiwari P. Diverse applications: thematic bonds catching up // *Advances in Infrastructure Finance* / R.D. Tirumala, P. Tiwari. Singapore : Palgrave Macmillan, 2023. Pp. 107–133.
6. Зайцев В.А., Круглов В.Е. Облигации с плавающим купоном на основе «нефтяного» индекса // *Modern Economy Success*. 2023. № 1. С. 134–143.
7. Тропина Ж.Н. Облигации с плавающим купоном – ведущий защитный инструмент на российском долговом рынке 2023 года // *Сибирская финансовая школа*. 2023. № 4 (152). С. 37–42.
8. Разумов Д.С., Марков С.Н. Замещающие облигации как актуальный инструмент для современного российского инвестора // *Вестник Алтайской академии экономики и права*. 2024. № 2-2. С. 261–266.
9. Попова Н.В. Процентный риск облигаций в условиях изменяющейся ключевой ставки // *Финансы: теория и практика*. 2022. Т. 26, № 3. С. 186–195.

10. Годовые отчеты Банка ВТБ (ПАО) по РСБУ. URL: <https://www.vtb.ru/ir/statements/annual/> (дата обращения: 03.06.2024).

11. Финансовая отчетность Группы ВТБ (ПАО) по МСФО. URL: <https://www.vtb.ru/ir/statements/results/> (дата обращения: 03.06.2024).

References

1. Mondello E. Bond price and yield // *Applied Fundamentals in Finance* / E. Mondello. Wiesbaden : Springer Gabler, 2023. Pp. 367–411. (Springer Texts in Business and Economics).

2. The effect of bank organizational risk-management on the pricing of non-deposit debt / I. Hasan, E. Peng, M. Waisman, M. Yan // *Journal of Financial Services Research*. 2024. Vol. 66. Pp. 1–27.

3. Enguene A.A., Nomba I. Does bank capital boost the productivity of the banking industry in EMCCA? A critical survey // *Economic Change and Restructuring*. 2024. Vol. 57.

4. Schoenmaker D., Schramade W. Valuing bonds // *Corporate finance for long-term value* / D. Schoenmaker, W. Schramade. Cham : Springer, 2023. Pp. 207–238. (Springer Texts in Business and Economics).

5. Tirumala R.D., Tiwari P. Diverse applications: thematic bonds catching up // *Advances in Infrastructure Finance* / R.D. Tirumala, P. Tiwari. Singapore : Palgrave Macmillan, 2023. Pp. 107–133.

6. Zaytsev V.A., Kruglov V.E. Bonds with a floating coupon based on the "oil" index // *Modern Economy Success*. 2023. No. 1. Pp. 134–143.

7. Tropina Zh.N. Bonds with a floating coupon – the leading protective instrument on the Russian debt market in 2023 // *Siberian Financial School*. 2023. No. 4 (152). Pp. 37–42.

8. Razumov D.S., Markov S.N. Replacement bonds as an actual tool for a modern Russian investor // *Bulletin of the Altai Academy of Economics and Law*. 2024. No. 2-2. Pp. 261–266.

9. Popova N.V. Interest risk of bonds in conditions of a changing key rate // *Finance: theory and practice*. 2022. Vol. 26, No. 3. Pp. 186–195.

10. Annual reports of VTB Bank (PJSC) according to RAS. URL: <https://www.vtb.ru/ir/statements/annual/> (date of access: 03.06.2024).

11. Financial statements of VTB Group (PJSC) under IFRS. URL: <https://www.vtb.ru/ir/statements/results/> (date of access: 03.06.2024).

Информация об авторах

О.Г. Аркадьева – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансов, кредита и экономической безопасности Чувашского государственного университета имени И.Н. Ульянова;

М.А. Петрова – старший риск-аналитик второй группы отдела андеррайтинга РБ № 1 центра андеррайтинга РБ в г. Чебоксары Управления андеррайтинга РБ Департамента андеррайтинга Банка ВТБ (ПАО).

Information about the authors

O.G. Arkadieva – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Finance, Credit and Economic Security of the I.N. Ulyanov Chuvash State University;

M.A. Petrova – senior risk analyst of the second group of the RB Underwriting Department No. 1 of the RB Underwriting Center in Cheboksary of the RB Underwriting Department of the Underwriting Department of the VTB Bank (PJSC).

Статья поступила в редакцию 06.08.2024; одобрена после рецензирования 22.08.2024; принята к публикации 11.11.2024.

The article was submitted 06.08.2024; approved after reviewing 22.08.2024; accepted for publication 11.11.2024.