



Спикер: Лилия Жандармова
Инвестиционный советник

Как оценить облигации с плавающим купоном?

СТРАТЕГИИ В ОБЛИГАЦИЯХ

Уведомление о рисках

Информация, которую вы получаете на мероприятии, носит консультационный характер и не является рекомендацией или побуждением к действию. Если Вы используете ее для принятия инвестиционных решений и совершения операций на финансовом рынке, то делаете это на свой страх и риск, а также принимаете на себя ответственность за любые последствия таких решений.

Организаторы мероприятия не несут ответственности за практическую применимость информации, за достижение каких-либо финансовых результатов, связанных с практическим применением информации, а также за любые убытки, полученные в результате инвестирования на основе полученной в ходе мероприятия информации.

Операции на финансовом рынке сопряжены с риском и могут вести как к прибыли инвестора, так и к убыткам. Для операций на финансовом рынке используйте средства, не составляющие значительную часть вашего личного или семейного бюджета. Не инвестируйте денежные средства, взятые в долг или в кредит. Помните, в случае убытков, вы можете потерять всю сумму ваших инвестиций. Принимайте решения взвешенно, оценивая финансовые риски.

Организаторы мероприятия и лекторы не предоставляют никаких гарантий в отношении соответствия предоставляемой на мероприятии информации Вашим конкретным целям и ожиданиям.

Обо мне



Лилия Жандармова

Независимый инвестиционный советник
в реестре Банка России №122

Член СРО АМИКС, СРО НАСФП

Инвестор в российский и зарубежный рынок 2014

Частная практика консультирования 2018

Автор образовательных курсов, финансовых планеров «Finance book»

Автор блога про финансы инвестиции «Инвест Инструктаж»

Приглашенный спикер

Что такое облигации с плавающим купоном

Floating Rate Notes - облигации, размер купонного дохода по которым заранее **неизвестен** и **изменяется** с течением времени, так как зависит от определенного бенчмарка (Fabozzi, 2008)

Бенчмарк (reference rate), базовая ставка – краткосрочные ставки денежного рынка, значения пересматриваются более одного раза в год.



Базовые ставки для флоатеров

- **Ключевая ставка**
КС
- **Индекс потребительских цен**
ИПЦ
- **Ставки межбанковского рынка**
RUONIA MOSPRIME MIACR и другие

Облигации с плавающим купоном

ОФЗ –ПК (облигации федерального займа с плавающим купоном) привязаны к ставке RUONIA

Корпоративные флоатеры к КС, RUONIA, ИПЦ

Тикер	ISIN	Валюта	Цена, %	Текущая доходность % *	Купон, %	Частота выплаты купона в год	Дата следующего купона	Срок до погашения, лет	Дата ближайшего опциона	Дата погашения	Рейтинг эмитента (АКРА/Эксперт)
Газпромбанк_005P-02P	RU000A107F49	RUB	96,0	21,9	КС	12	20.05.2025	2,1	-	20.06.2027	AA+ / AA+
Росэксимбанк_002P-05	RU000A108ZT4	RUB	94,9	24,1	КС + 1,9%	4	16.07.2025	2,2	Put 19.07.2027	05.07.2034	AA+ / AA+
ГТЛК_001P-03	RU000A0JXE06	RUB	90,7	25,6	КС + 2,2%	4	31.07.2025	2,2	Put 01.08.2027	22.01.2032	AA- / AA-
АФК Система_001P-26	RU000A106Z46	RUB	83,5	26,9	RUONIA + 1,9%	4	01.07.2025	2,4	-	28.09.2027	AA- / AA-
Совкомбанк_БО-П05	RU000A109VL8	RUB	99,2	23,2	КС + 2%	12	23.05.2025	2,4	-	10.10.2027	AA / AA
Банк ПСБ_003P-09	RU000A109TJ6	RUB	99,5	22,6	КС + 1,5%	12	23.05.2025	2,4	-	15.10.2027	AAA / AAA
РЕСО-Лизинг_БО-02П-05	RU000A1075J3	RUB	92,4	24,7	RUONIA + 2,25%	4	30.07.2025	2,5	Put 01.11.2027	19.10.2033	- / AA-
ГТЛК_001P-21	RU000A108DE3	RUB	90,0	25,7	КС + 2,15%	4	01.08.2025	2,5	Put 03.11.2027	27.04.2029	AA- / AA-
Аэрофлот_П02-БО-01	RU000A10BGJ4	RUB	100,1	23,4	КС + 2,4%	12	24.05.2025	2,9	-	08.04.2028	AA / AA
АФК Система_001P-29	RU000A108GL1	RUB	82,5	27,9	RUONIA + 2,4%	4	22.05.2025	3,0	-	18.05.2028	AA- / AA-
АФК Система_001P-30	RU000A108GN7	RUB	82,3	28,2	КС + 2,2%	4	22.05.2025	3,3	-	17.08.2028	AA- / AA-
АФК Система_001P-31	RU000A1098F3	RUB	81,8	28,4	КС + 2,2%	4	14.05.2025	3,5	-	08.11.2028	AA- / AA-
ВЭБ.РФ_ПБО-002P-36	RU000A105YH8	RUB	95,5	23,3	RUONIA + 1,7%	4	25.06.2025	5,4	-	18.09.2030	AAA / AAA

Облигации с плавающим купоном

Купон, %
КС
КС + 1,9%
КС + 2,2%
RUONIA + 1,9%
КС + 2%
КС + 1,5%
RUONIA + 2,25%
КС + 2,15%
КС + 2,4%
RUONIA + 2,4%
КС + 2,2%
КС + 2,2%
RUONIA + 1,7%

$$\text{Купон} = \text{Базовая ставка } \textit{Reference Rate} + \text{Фиксированный (номинальный) спред } \textit{Quoted Margin}$$

$$\text{КС } 21\% + 1,5\% = 22,5\%$$



Неопределенность будущих выплат

Процентный риск и защита портфеля

Процентный риск = риск изменения цены облигации при изменении ставок



Рост ставок → падение цен облигаций



Снижение ставок → рост цен облигаций



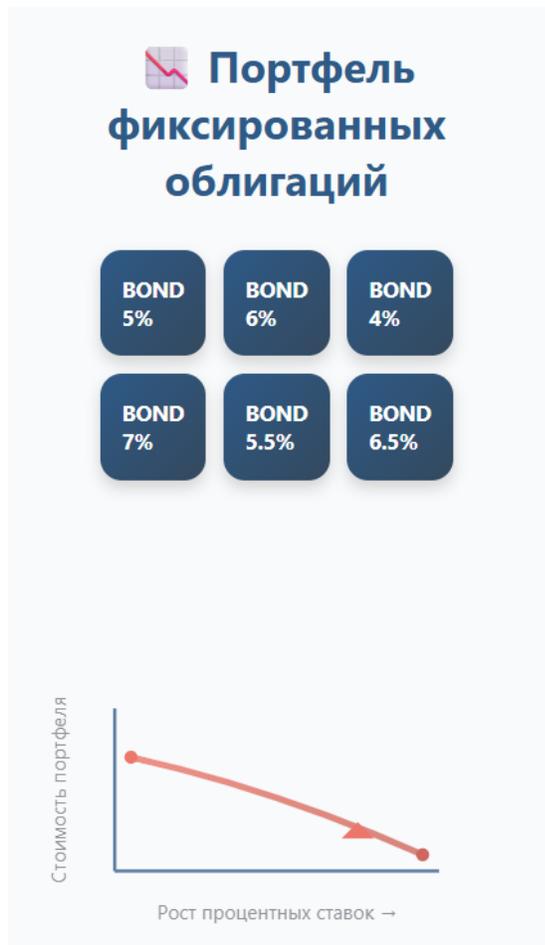
Главное преимущество флоатеров

Защита от процентного риска

Инвестор может продать облигацию в любой момент, не опасаясь, что из-за снижения цены полученная от продажи сумма окажется ощутимо меньше, чем вложенная

ФУНКЦИЯ ИММУНИЗАЦИИ ПОРТФЕЛЯ

Защита от процентного риска с помощью флоатеров



ЭФФЕКТ ИММУНИЗАЦИИ

Процентный риск



Защищенный портфель



Снижение волатильности

Флоатеры
компенсируют
потери
фиксированных
облигаций



Автоматическая корректировка

Купоны
адаптируются к
изменению базовых
ставок



Сохранение капитала

Минимизация потерь
при росте
процентных ставок

Риски флоатеров

Кредитный риск:

Рост кредитного спреда эмитента → снижение цены облигации

Спред вырос с 2% до 4% → цена упала на 3-5%

Basis Risk (риск базовой ставки):

Расхождение между КС и реальными рыночными ставками

Риск ликвидности:

Флоатеры менее ликвидны, чем облигации с фиксированным купоном

Широкие спреды bid-ask в стрессовые периоды
Сложность быстрой продажи крупных объемов

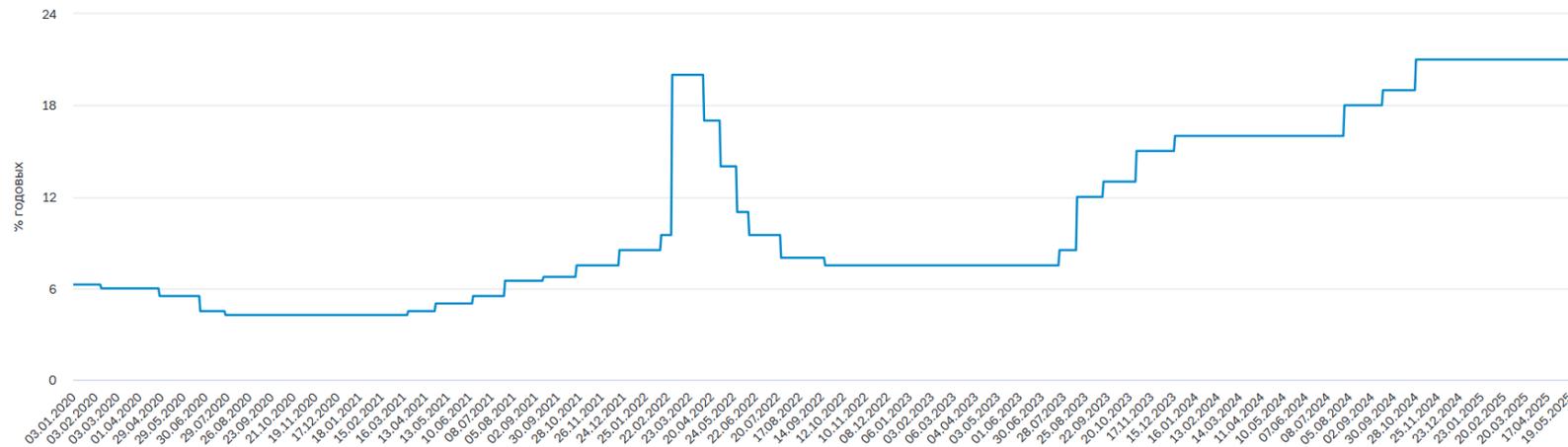
Рынок флоатеров в России



Источник: расчеты на основе данных INTERNET_Auction_Results/Volume_of_issues, данные ЦБ РФ

Ключевая ставка в России

Ключевая ставка



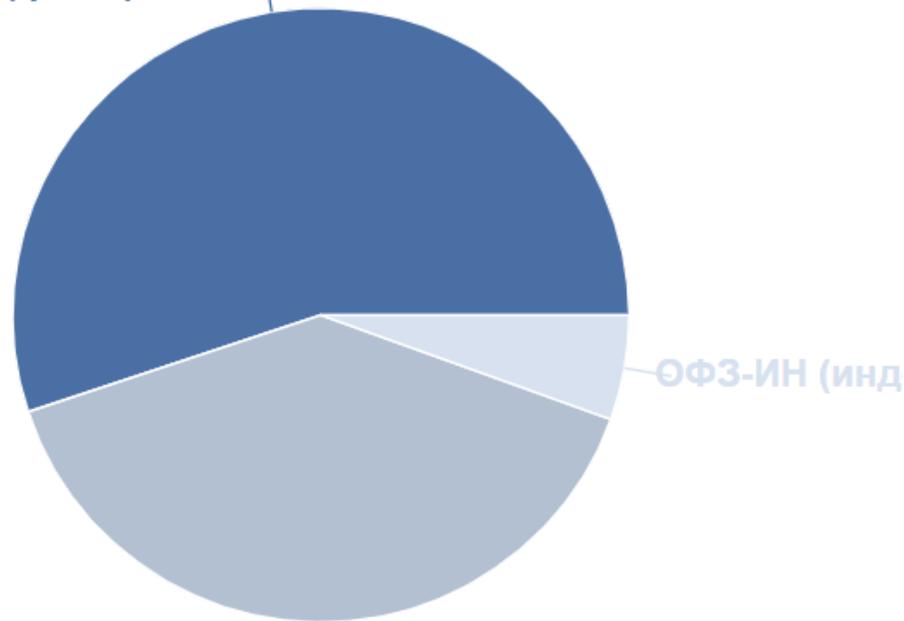
Источник: Банк России, официальный сайт cbr.ru

Динамика структуры ОФЗ отражают суть облигаций с переменным купоном: роль защитного инструмента при росте ставок

Структура ОФЗ в обращении на 15 мая 2025 г.

Общий объем: 24 482,69 млрд руб.

ОФЗ-ПД (фикс.): 55.1%



ОФЗ-ПК (плав.): 39.4%

■ **ОФЗ-ПД (фиксированный купон)**

13 489,22 млрд руб.

55.1% от общего объема

■ **ОФЗ-ПК (плавающий купон)**

9 644,68 млрд руб.

39.4% от общего объема

■ **ОФЗ-ИН (индексируемый номинал)**

1 348,79 млрд руб.

5.5% от общего объема

Источник: Министерство финансов РФ, расчеты на основе данных об объемах ОФЗ в обращении

Рынок флоатеров в России

По данным Cbonds на март 2025:

• **Общий объем флоатеров: ₹15 трлн**

•

- ОФЗ-ПК: ₹9,6 трлн (64%)
- Корпоративные: ₹5,4 трлн (36%)

• Доля в корпоративном сегменте:
~30% от общего объема

• Не так много ликвидных бумаг, но выбор есть

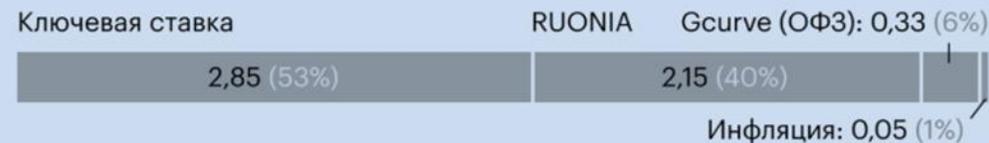
Структура рынка флоатеров по объему в обращении

₹ трлн

В разбивке по секторам



В разбивке по бенчмарку



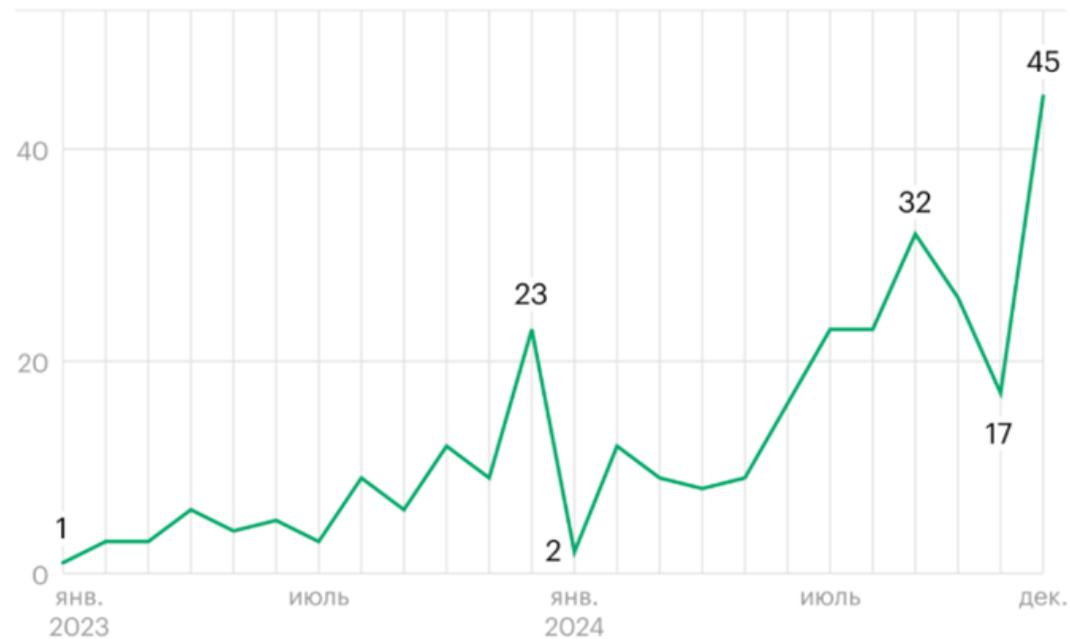
Источник: расчеты центра инвестиционной аналитики
СК «Росгосстрах Жизнь», данные агентства Cbonds

© РБК, 2025

Рынок флоатеров в России

Корпоративный сегмент

В разрезе по месяцам, шт.



Источник: расчеты центра инвестиционной аналитики
СК «Росгосстрах Жизнь»

© РБК, 2025

Размещение флоатеров за период с 2023 по 2024 год

Оценка доходности облигаций

Облигации с фиксированным купоном

№	Имя		Лет до погаш.	Доходн	Год.куп. дох.	Куп.дох. посл.	Рейтинг
1	ГТЛК 2P-04	☰	4.4	21.7%	25.0%	22.7%	AA-
2	БалтЛизП15	☰	2.7	23.9%	23.7%	23.0%	AA-
3	НОВАТЭК1P2	☰	4.0	6.4%	6.3%	6.3%	AAA
4	ГЛОРАКС1P4	☰	2.8	28.7%	25.5%	25.5%	BBB
5	СелигдарЗР	☰	2.3	24.1%	23.3%	22.6%	A+
6	НорНикБ1P8	☰	4.8	5.0%	8.0%	7.8%	AAA
7	ЕвроТранс7	☰	1.9	28.2%	24.5%	24.7%	A-
8	Полюс3O28Д	☰	3.4	6.8%	3.2%	3.6%	AAA
9	ГазКапЗР13	☰	3.0	6.8%	7.7%	7.4%	AAA
10	МВ ФИН 1P6	☰	1.9	29.1%	26.0%	25.9%	A

Доходность к погашению (YTM) Yield to Maturity

Некоторые информационные системы и торговые терминалы транслируют данные о доходности флоатеров подобно данным о доходности облигаций с фиксированным купоном, что может создать у пользователя неверное представление об их сопоставимости.

Оценка доходности облигаций

Доходность к погашению YTM не работает для флоатеров.

Доходность к погашению (YTM) требует **известных купонов**.
У флоатеров будущие **купоны неизвестны**

Методы оценки флоатеров

Спредовые методы

оценивают премию за риск:

- Кредитный
- Ликвидности
- Процентный

Simple Margin (простой спред)

Discounted margin (дисконтированный спред)

В 1998 г. меры доходности флоатеров (simple margin, discounted margin) были унифицированы и описаны Международной ассоциацией по рынку ценных бумаг (Brown, 1998).

В 2004–2005 гг. появился ряд исследований, посвященных кредитным спредам флоатеров (O’Kane, Sen, 2004; Finger, 2005).

Simple Margin (SM) - простой спред

SM = Простая доходность у облигаций с фиксированным доходом

$$\text{Simple Margin} = \text{Номинальный спред} + (100 - \text{Цена}) \times 100 / (\text{Срок до погашения} \times \text{Цена})$$

Упрощенный вариант

$$\text{Simple Margin} = ((1 + \text{Спред}/\text{Цена}/\text{КП})^{\text{КП}} - 1) + ((\text{Номинал}/\text{Цена})^{(1/\text{Срок})} - 1)$$

С учетом количества купонов и реинвестированием

Simple Margin (SM) - простой спред

Данные: на 26 мая 2025	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AAA	AAA
	RU000A10A349	RU000A10AEB8	RU000A107HG1	RU000A10ASW4	RU000A107HR8	RU000A10B8D9	RU000A1094E5
Текущая цена:	РусГидро БО-002Р-01	РусГидро, БО-002Р-05	Газпром Нефть, 003Р-08R	КАМАЗ, БО-П14	Авто Финанс Банк, БО-001Р-11	ВЭБ.РФ, ПБО-002Р-50	МегаФон, БО-002Р-06
Номинальный спред (КС+)	2%	2,75%	1,30%	3,40%	2,50%	2,30%	1,05%
Метод определения ставки: Значение ключевой ставки на 7-и день, предшествующий дате купона							
Купонный период:	12	12	12	12	4	4	4
Дата следующего купона:	12.06.2025	01.06.2025	20.06.2025	04.06.2025	26.06.2025	08.07.2025	29.07.2025
Дата погашения:	04.11.2026	09.12.2026	12.12.2026	25.01.2027	24.12.2026	06.04.2027	28.07.2026
Текущий НКД:	8,82	5,86	3,67	14,71	34,12	31,62 руб	13,89
Осталось купонных выплат:	18	19	19	21	7	8	5
Стоимость	100,15%	101,63%	98,76%	101,40%	94,91%	100,36%	98,80%
Срок	1,444	1,54	1,548	1,668	1,582	1,863	1,186
Simpl Margin (простой спред)	1,91%	1,70%	2,13%	2,58%	6,02%	2,12%	2,09%

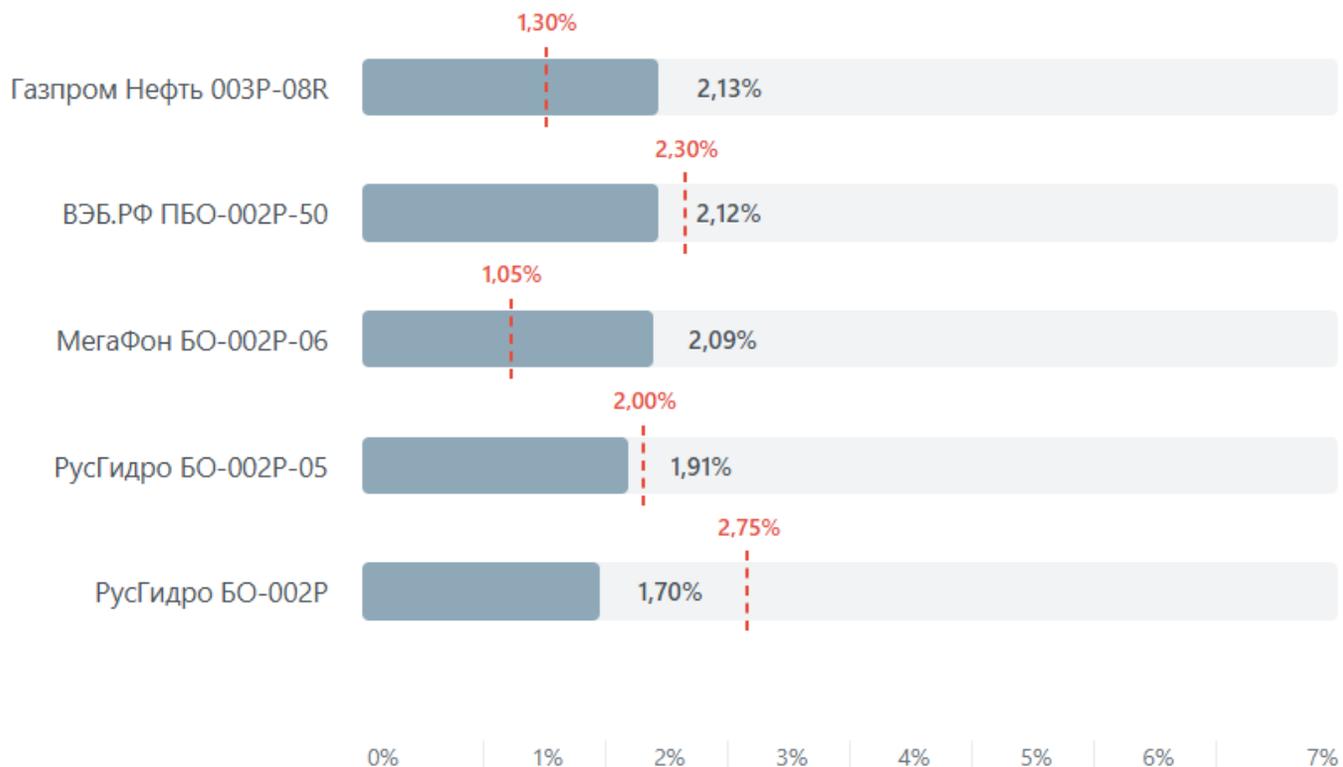
Фактический спред

Источник: расчеты автора на основе данных Cbonds, рыночные цены на 26.05.2025

Simple Margin облигаций по рейтингам

■ Simple Margin - - - Номинальный спред

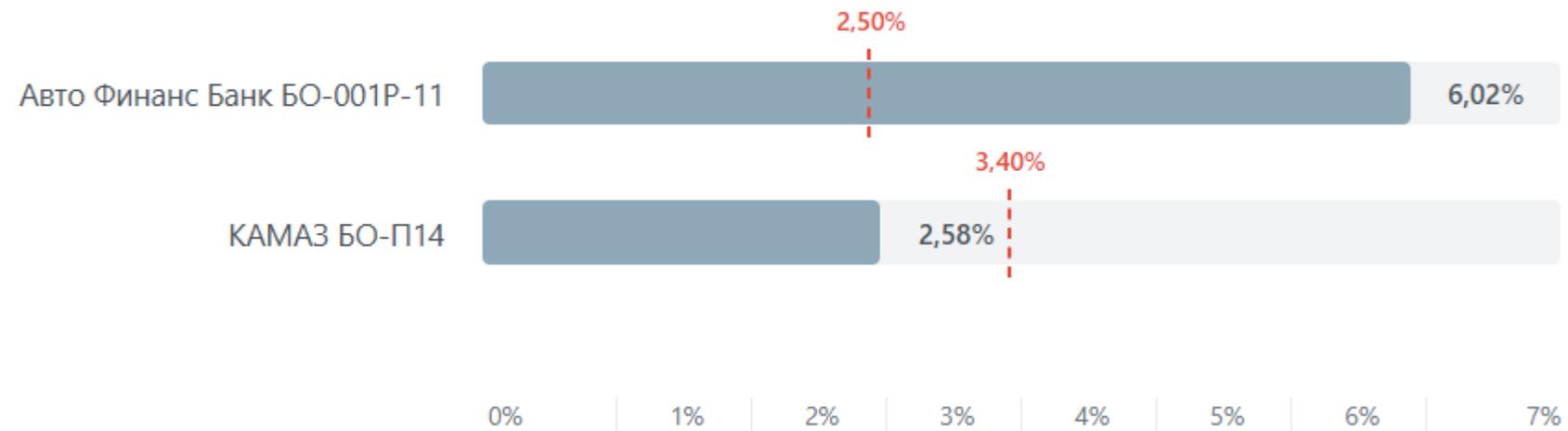
Рейтинг AAA



Сравниваем флоатеры между собой:

Чем выше фактический спред (SM) флоатера, тем выгоднее его покупка

Рейтинг АА



Simple Margin оценка флоатеров

- Выпуски схожи по кредитному рейтингу
- По сроку гашения
- По базовой ставке (КС, RUONIA, ИПЦ и т.д.)
- Ликвидность

SM показывает фактическую доходность инвестора сверх базовой ставки

Позволяет сравнивать флоатеры между собой

Simple Margin ограничения метода

Метод не учитывает:

- Эффект реинвестирования базовой ставки
- Фактический график платежей
- НКД (накопленная купонная доходность) при покупке
- Прогнозы изменения базовой ставки (КС)

Discount Margin (DM) – дисконтированный спред

DM = эффективная доходность к погашению

Более точный метод, учитывающий временную стоимость денег

Требует прогноза базовой ставки – КС

Расчета будущих купонных выплат

Discount Margin – основные понятия



Фиксированный спред

Quoted Margin



Требуемый (рыночный) спред

Required Margin



Это маржа, которую **сейчас требует рынок** с учетом текущих рисков



Она **постоянно меняется** в зависимости от кредитного качества эмитента



Дисконтная маржа

Discount Margin



Это **тот же показатель**, что и Required Margin



Показывает **справедливую доходность** флоатера сверх базовой ставки

«В "Уравнениях маггии" я отыскал общую формулу, подставил в нее свои параметры, проделал все необходимые манипуляции и произнес все необходимые выражения на древнехалдейском»



— «ПОНЕДЕЛЬНИК НАЧИНАЕТСЯ В СУББОТУ»

Discount Margin – алгоритм расчета

На дату: 29.05.2025

Период	IRS на Cbonds	Форвардные ставки	Значения для расчета купона
3m	19,92%	19,915%	19,915%
6m	19,49%	17,84%	17,837%
9m	19,21%	17,47%	17,473%
1	18,75%	16,33%	15,42%
2	16,70%	14,69%	13,94%
3	15,77%	13,92%	13,24%
4	15,64%	15,27%	14,46%
5	15,32%	14,05%	13,36%

** Данные представлены в процентах годовых для расчета купонных выплат по флоатерам*

Источник: расчеты автора на основе данных Cbonds, рыночные цены на 29.05.2025

Discount Margin – алгоритм расчета

Авто Финанс Банк, БО-001Р-11

Дата начала	Дата конца	Дни	Ставка	Спред	Итого	Выплата	Номинал
29.05.2025	26.06.2025	91	20%	2,50%	22,4%	58,59	1000
26.06.2025	30.09.2025	91	19,9%	2,50%	22,4%	55,88	1000
30.09.2025	31.12.2025	91	17,8%	2,50%	20,3%	50,70	1000
31.12.2025	31.03.2026	91	17,5%	2,50%	20,0%	49,80	1000
31.03.2026	30.06.2026	91	15,4%	2,50%	17,9%	44,67	1000
30.06.2026	30.09.2026	91	15,4%	2,50%	17,9%	44,67	1000
30.09.2026	31.12.2026	91	13,9%	2,50%	16,4%	41,00	1000

Ключевые параметры:

- Периодичность выплат: каждые 91 день
- Фиксированный спред: 2,50% к базовой ставке
- Номинальная стоимость: 1 000 рублей
- Период обращения: с 29.05.2025 по 31.12.2026

Рассчитываем предполагаемые купоны будущих периодов по формуле из документов «раскрытия информации»

Источник: расчеты автора

Discount Margin – формула расчета

$$PV = \sum [(MRR + QM) \times FV / m] / [1 + (MRR + DM) / m]^i + FV / [1 + (MRR + DM) / m]^N$$

Расшифровка переменных:

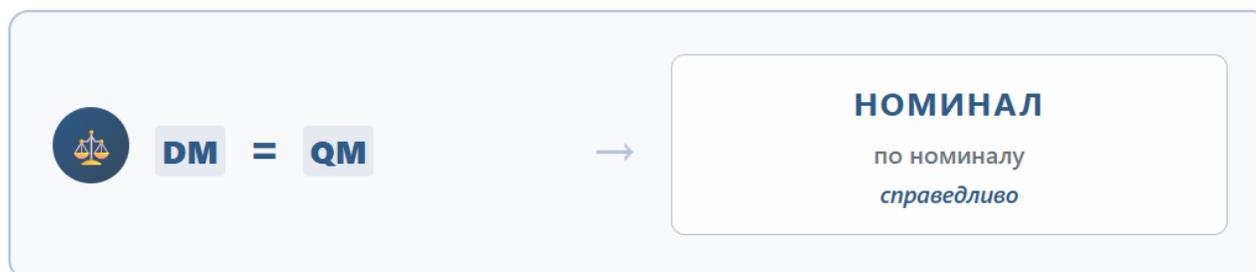
- **PV** = Справедливая цена (*Present Value*)
- **MRR** = Рыночная базовая ставка (*Market Reference Rate*)
- **QM** = Номинальный спред (*Quoted Margin*)
- **DM** = Дисконтная маржа (*Discount Margin*) - **это то, что мы ищем!**
- **FV** = Номинальная стоимость (обычно 1000)
- **m** = Количество купонных выплат в году (4 для квартальных)
- **N** = Общее количество купонных периодов до погашения

Discount Margin – пример расчета

Анализ доходности: Авто Финанс Банк, БО-001Р-11

Показатель	29.05.2025	26.06.2025	25.09.2025	25.12.2025	26.03.2026	25.06.2026	24.09.2026	24.12.2026
Ключевая ставка	—	19,91%	17,84%	17,47%	15,42%	15,42%	13,94%	13,94%
Номинальный спред	—	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Размер платежа, руб	-986,21	58,59	55,88	50,70	49,80	44,67	44,67	1041,00
Ставка дисконтирования	—	0,21	0,1978	0,1870	0,1800	0,1750	0,1709	0,1681
Дисконтированный платеж	986,21	57,42	51,45	44,04	40,87	34,69	32,85	724,90
YTM								26,03%
DM								9,07%

Ценообразование облигаций: справедливость оценки

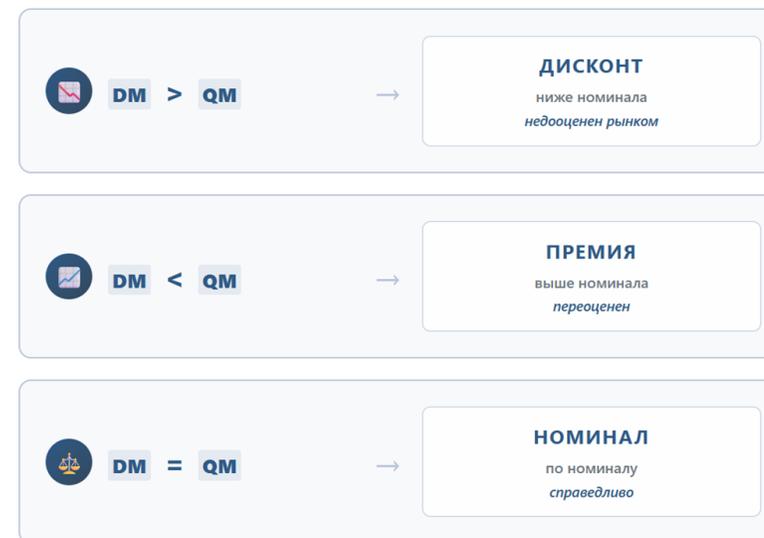


Не оценивайте флоатеры по номинальному спреду - всегда смотрите на дисконтную маржу с учетом прогноза кривой

Discount Margin – оценка облигаций

"Какую доходность я получу?"

DM показывает реальную премию за риск, которую вы получите сверх фиксированной ставки.



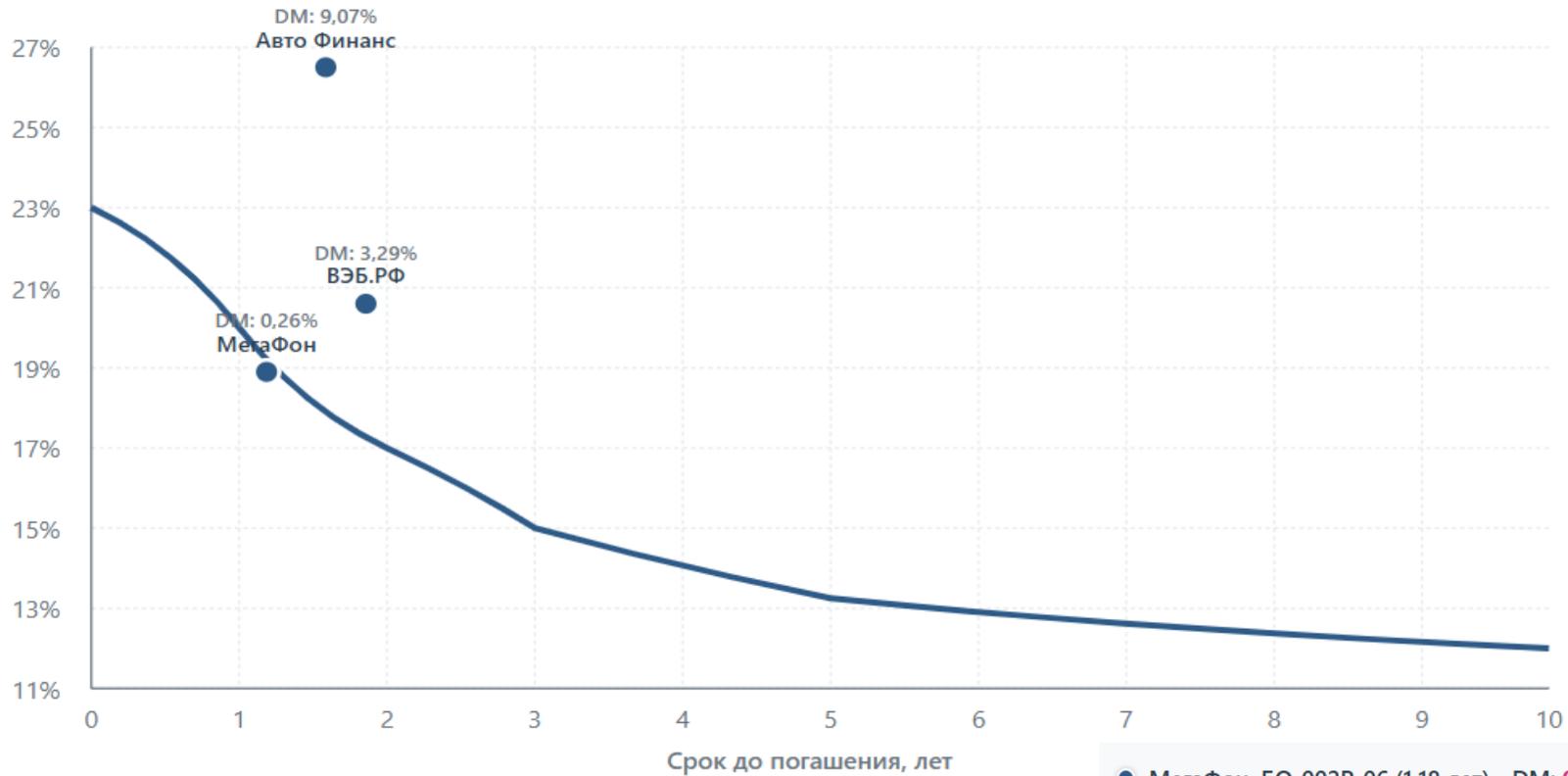
Эмитент	Выпуск	QM	DM	Рейтинг	Разница (DM-QM)
Авто Финанс Банк	БО-001P-11	2.50%	9.07%	AA	+6.57% ●
ВЭБ.РФ	ПБО-002P-50	2.30%	3.29%	AAA	+0.99% ●
МегаФон	БО-002P-06	1.05%	0.26%	AAA	-0.79% ●

Discount Margin – оценка облигаций

Сравнение с доходностью облигации с фиксированным купоном

Параметр	Фиксированная облигация	Плавающая облигация
Эмитент	Авто Финанс Банк	Авто Финанс Банк
Кредитный риск	Одинаковый	Одинаковый
YTM	21.08%	26.03%
Разница	-	+4.95% 

Сравнение облигаций с кривой доходности



Источник: RUB Key Rate OIS Zero Curve 29.05.2025, Cbonds

- МегаФон, БО-002Р-06 (1,18 лет) - DM: **0,26%**
- ВЭБ.РФ, ПБО-002Р-50 (1,86 лет) - DM: **3,29%**
- Авто Финанс Банк, БО-001Р-11 (1,58 лет) - DM: **9,07%**
- RUB Key Rate OIS Zero Curve 29.05.2025

Инвестиционные сценарии для флоатеров

- Ожидается рост ставок:

Банк России в цикле ужесточения денежно-кредитной политики

Переключение ПД → ПК в начале цикла повышений

- Иммунизация портфеля:

Снижение дюрации портфеля облигаций
Защита от процентного риска без продажи позиций- Сохранение кредитного риска при устранении процентного

- Тактические возможности:

Сравните YTM флоатера и YTM фиксированной облигации того же эмитента — иногда флоатер выгоднее

Покупки в моменты стресса: спреды флоатеров расширяются сильнее оправданного

Поиск "забытых" выпусков с низкой ликвидностью — торгуются с премией к риску

Арбитраж внутри линейки: выбор лучшего DM среди флоатеров одного эмитента

Выводы

Флоатеры требуют специальных методов оценки:

Simple Margin - для быстрой оценки

Discount Margin - для точного анализа

Сравнивать можно:

- выпуски между собой, со схожей базовой ставкой (КС, ИПЦ, RUONIA), схожие сроки обращения, схожие периоды выплаты купонов
- дисконтированный спред с номинальным спредом,
- дисконтированный спред с бескупонной кривой

Выводы

Оцените кредитный тренд

Дисконтная маржа растет → кредитное качество ухудшается

Дисконтная маржа падает → компания становится надежнее

Учтите макроэкономику

При росте ставок флоатеры защищают лучше обычных облигаций

При падении ставок - выгоднее облигации с фиксированным купоном

Рыночная (дисконтированная) маржа может закладывать происходящее на рынке: ожидания по процентным ставкам, кредитное качество эмитента, ликвидность

Выводы

Главное правило: Если дисконтная маржа кажется слишком высокой для данного уровня риска - возможно, рынок что-то знает, чего не знаете вы. Изучите эмитента внимательнее!

Ориентиры:

DM > 5% для рейтинга **AA** — изучите эмитента детально

DM > 8% для рейтинга **A** — возможны скрытые проблемы

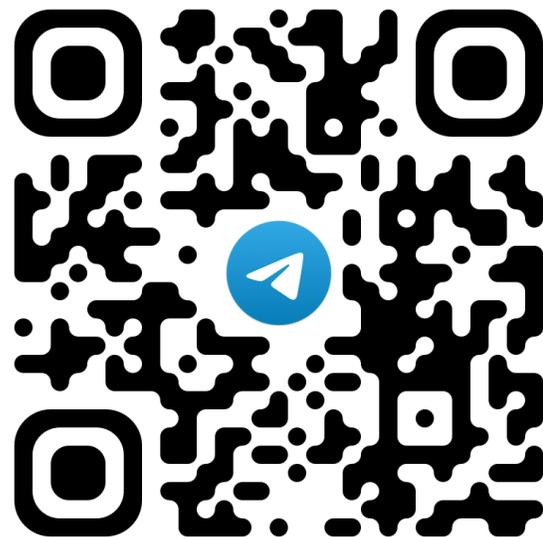
DM > 10% для любого рейтинга — высокий риск

«Они были магами потому, что очень много знали, так много, что количество перешло у них, наконец, в качество, и они стали с миром в другие отношения, нежели обычные люди»



— «ПОНЕДЕЛЬНИК НАЧИНАЕТСЯ В СУББОТУ»

Присоединяйтесь к моему телеграм каналу «Инвест Инструктаж»



ВКонтакте



Мои контакты

Электронная почта: liliazhandarmova@yandex.ru

Сайт: <https://finance-book.ru>

