

Книга против стакана: где ВТБ Лизинг платит больше за тот же риск

29 октября ВТБ Лизинг соберёт заявки на 5,0 млрд ₽ под купон «до 15,75%», и справедливая премия у восьмой серии появится, только если ставка на книге не опустится ниже 15,5%. В остальных случаях тот же кредитный риск дешевле купить на вторичном рынке: амортизируемая серия МБ-06 уже даёт около 16,6% при дюрации 1,2 года.

к.э.н Николай Еремеев

Аналитический лонгрид · 26 октября 2026 г.

Эмитент	АО «ВТБ Лизинг» (ИНН 7709378229), 100% — группа ВТБ через АО «БМ-Банк»
Рейтинги	AA(RU), «Стабильный» — АКРА, 24.04.2026 · ruAA, «Стабильный» — «Эксперт РА», 17.12.2025
Предмет	Биржевые облигации 001P-МБ-08 (книга 29.10.2026) и обращающиеся серии 001P-МБ-03...07
Дата анализа	26.10.2026
Рыночные данные	котировки 23–26.10.2026 (Мосбиржа, Smart-Lab, УК «Доход»); КБД ОФЗ — 23.10.2026 (Банк России); ключевая ставка 14,00% (решение 23.10.2026)
Отчётность	МСФО 2025 (аудит), МСФО 1П2026 (обзорная проверка), РСБУ 2025 и 1П2026 — по данным внутренних кредитного и тактического мемо от 25.10.2026
Разметка	[Факт] из отчётности и документов · [Расчёт] вычислено · [Оценка] мнение редакции · [Допущение] при неполных данных · ● позитив · ● нейтрально · ● негатив · ● нет данных

1 · TL;DR

ВТБ Лизинг — заёмщик с рейтингом АА, который держится не на собственной силе (оценка собственной кредитоспособности bbb+ у АКРА и ruBBB у «Эксперт РА»), а на ВТБ: 96% долга группы — кредиты материнских банков. Худшее, похоже, позади: изъятой техники продаётся больше, чем изымается, капитал вырос до 12,3% активов. Цена — тонкое покрытие процентов (1,3х) и треть капитала, замороженная в изъятой технике.

Справедливый *G-спред* нового *bullet*-выпуска — 175–215 б.п., то есть купон 15,2–15,55% [\[Расчёт\]](#).

Вердикт: участие в книге МБ-08 оправдано при купоне от 15,5%; при 15,25–15,5% — паритет со вторичкой; ниже — тот же риск выгоднее через амортизируемые МБ-06 и МБ-04 (доходность 16,5–16,6%). Рациональная тактика — заявка в книгу с ограничением по купону не ниже 15,5% либо покупка МБ-06 в стакане.

ГЛАВНЫЙ ВОПРОС: ПЕРВИЧКА ИЛИ ВТОРИЧКА?

● Купон $\geq 15,5\%$	Первичка. Доходность от 16,65% и <i>G-спред</i> от 209 б.п.: МБ-08 даёт на 10–40 б.п. больше лучшей бумаги вторички и фиксирует ставку на 20 месяцев без амортизации.
● 15,25–15,5%	В рынке: паритет с МБ-06 по ожидаемой доходности. Ставите на снижение ключевой ставки в 2027 году — <i>bullet</i> МБ-08; хотите меньшую волатильность и быстрый возврат денег — МБ-06 или МБ-04.
● Ниже 15,25%	Вторичка. МБ-06 (16,56%, дюрация 1,2 года) и МБ-04/МБ-05 (16,4–16,5%) платят больше за тот же риск; новый выпуск окажется на «дорогой» кривой МБ-07.

Наша центральная оценка итогового купона — 15,0–15,5%, ближе к 15,25% [\[Оценка\]](#): за пять прошлых книг организатор срезал купон на 50–125 б.п., но фон для урезания сейчас хуже, чем летом.

02 Почему это важно прямо сейчас

У рынка рублёвого долга осенью 2026 года короткая память и длинная очередь эмитентов. В августе ВТБ Лизинг открыл книгу по серии МБ-07 с ориентиром купона до 16,75% и минимальным объёмом 5,0 млрд ₽, а закрыл её на 10,0 млрд ₽ под 15,5%. Инвесторы, уступившие организатору 125 б.п., не жалуются: бумага торгуется выше номинала. Те, кто в июне взял серию МБ-06 под 14,5% после урезания ставки на 75 б.п., смотрят на котировку ниже 99%. Восьмая серия — 5,0 млрд ₽ на 1 год и 8 месяцев, без амортизации и оферт, купон «до 15,75%» — попадает ровно между этими двумя опытами.

Фон стал жёстче. 23 октября Банк России второй раз подряд оставил ключевую ставку на уровне 14% и прямо написал, что проинфляционные риски перевешивают: инфляция снова ускоряется, годовая — 6,8%. Рынок понял намёк: за неделю доходности коротких ОФЗ выросли на 35–120 б.п. Лизинговый сектор тем временем продолжает пугать: облигации «Балтийского лизинга» с рейтингом АА- с августа торгуются на 20–35% ниже номинала.

Поэтому вопрос не в том, переживёт ли ВТБ Лизинг 2027 год: с материнским банком за спиной это базовый сценарий. Вопрос в цене риска — и в том, в какой точке собственной кривой эмитента за тот же риск платят больше: в книге 29 октября или в стакане, где уже обращаются пять серий на 23,0 млрд ₽.

03 Визитка бизнеса

БИЗНЕС-МОДЕЛЬ

Экономика лизингодателя — это банк без депозитов. Компания занимает у группы ВТБ под 16–17% годовых и передаёт в лизинг вагоны, суда, грузовики и легковые машины под 21–23%. Разница — 5–6 п.п. процентного спреда — должна покрыть расходы и стоимость риска и оставить прибыль. В 2025 году на это ушло почти всё: чистая процентная маржа выросла до 6,4% работающих активов, но стоимость риска с учётом уценки изъятой техники подскочила до 3,3% [\[Расчёт\]](#).

Портфель состоит из двух миров с разной кредитной биографией. Первый — корпоративный: железнодорожный подвижной состав и суда крупных операторов, во многом через возвратный лизинг. Второй — розничный автолизинг для малого бизнеса: грузовики, такси, спецтехника. Первый приносит объём и стабильность, второй — почти все проблемы.

Структура портфеля (МСФО, 31.12.2025, ЧИЛ и займы клиентам до резервов)

Сегмент	млрд ₽	Доля	Что внутри
Ж/д подвижной состав	229,7	47,9%	финансовый лизинг (113,4) и возвратный лизинг (116,4)
Автолизинг (МСБ и физлица)	133,4	27,8%	грузовики 49%, легковые 32% (в т.ч. такси), спецтехника 15%, автобусы 5%
Водный транспорт	40,5	8,5%	возвратный лизинг судов
Связь	14,3	3,0%	телеком-оборудование
Прочее	61,2	12,8%	нефтегаз, стройматериалы, недвижимость [Расчёт]
Итого	479,1	100%	ЧИЛ 304,2 + займы клиентам 174,9

Почти половина портфеля — вагоны, где просрочка свыше 90 дней по займам составляет 0,1%. Весь кредитный стресс сидит в автолизинге: 28% портфеля, но львиная доля изъятий и убытков. За 2025 год этот сегмент сократился на 37% (с 211,0 до 133,4 млрд ₽) — компания сознательно выпускала воздух из самого рискованного угла баланса.

МЕСТО НА РЫНКЕ

Топ-5 лизинговых групп по новому бизнесу (рэнкинг «Эксперт РА», 1П2026)

Группа	Новый бизнес, млрд ₽	Портфель*, млрд ₽	Портфель, г/г
Газпромбанк Лизинг	157,0	1 826,0	−17,1%
Группа Альфа-Банка (Европлан и Альфа-Лизинг)	93,9	865,7	+3,6%
Сбербанк Лизинг	75,2	1 985,3	−3,0%
ГТЛК	73,7	2 922,8	+0,1%
ВТБ Лизинг	64,0	829,2	−21,2%

* Лизинговые платежи к получению по методике «Эксперт РА» на 01.07.2026; не сопоставимы с балансом по МСФО. Динамика портфеля — [Расчёт].

ВТБ Лизинг — пятый и по новому бизнесу (около 7,5% рынка [Расчёт]), и по портфелю. По портфелю он сжимается быстрее всех в пятёрке: минус пятая часть за год. В железнодорожном сегменте компания вторая (35,6 млрд ₽ нового бизнеса за полугодие, около 56% её продаж). АКРА в апреле отметило смену фокуса: в корпоративном блоке — от вагонов к оборудованию для ЦОД и недвижимости, в рознице — к легковым автомобилям.

АКЦИОНЕРЫ И СВЯЗАННЫЕ СТОРОНЫ

100% акций принадлежит АО «БМ-Банк», дочернему банку ВТБ; конечный бенефициар — Российская Федерация. Связанные стороны — это почти весь пассив: банки группы дают 95,9% долга (394,1 млрд ₽) и держат ещё 106,8 млрд ₽ невыбранных линий. Поддержка не теоретическая: в декабре 2024 года ВТБ выкупил у ВТБ Лизинга его проблемную дочернюю компанию с отрицательными чистыми активами (−23,3 млрд ₽), что разом добавило к капиталу по МСФО 22,7 млрд ₽ [Факт]. Формальных поручительств и оферт ВТБ по биржевым облигациям при этом нет.

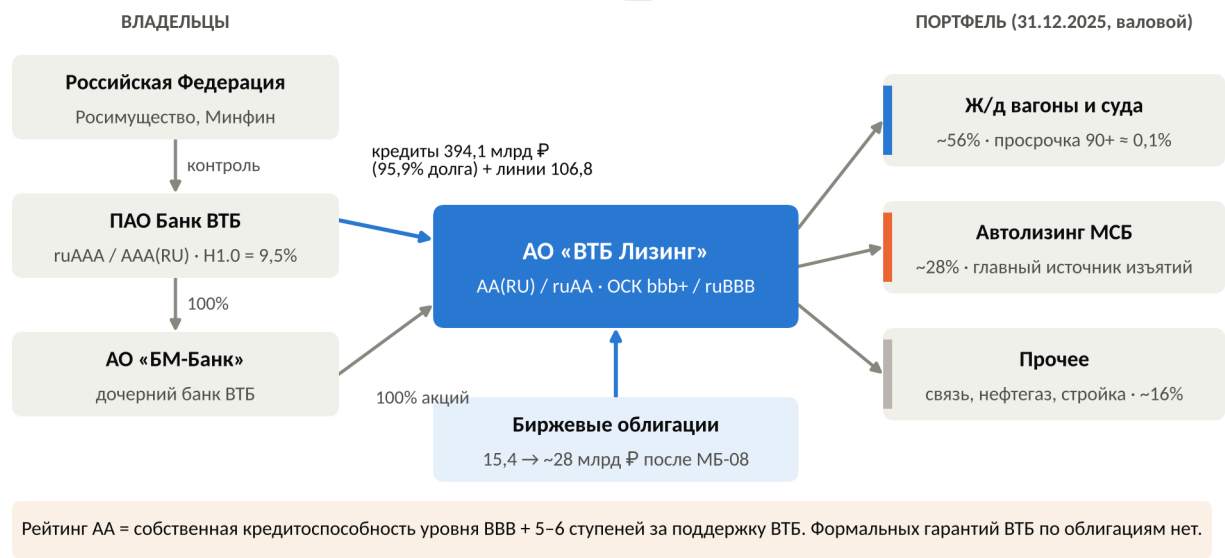


Рис. 1. Владельцы, фондирование и портфель АО «ВТБ Лизинг». Источник: МСФО 2025 и 1П2026 (по данным кредитного мемо), «Эксперт РА», АКРА; оформление редакции.

«Для нас важно не просто наращивать объем нового бизнеса, а формировать основу для устойчивого роста»

— Юрий Маленкин, финансовый директор ВТБ Лизинга (ComNews, 04.09.2026)

Редакционная ремарка

Перевод с корпоративного: сначала распродать изъятые грузовики и не дать автопортфелю снова разрастись на дорогих деньгах, потом расти. Для держателя облигаций это правильный порядок действий.

04 Отрасль и макроконтекст

«Эксперт РА» назвал итоги первого полугодия «иллюзией роста», и это точное название. Новый бизнес рынка вырос на 4,9% (до 853 млрд ₽), но портфель за год сократился на 8% (до 11,3 трлн ₽), полученные платежи — на 11,5%. Около 14% нового бизнеса — лизинг подержанной техники; без него объём не превысил бы 740 млрд ₽. Фаза цикла — ранняя стабилизация после рекордного сжатия 2025 года. ВТБ Лизинг растёт быстрее рынка, но от провальной базы.

Макрофон на 26.10.2026

Показатель	Значение	Комментарий
Ключевая ставка	14,00%	сохранена 11.09 и 23.10; следующее заседание — 18.12.2026
Инфляция	6,8% г/г (на 19.10)	базовая — 6,2%; прогноз ЦБ на 2026 год — 7,1–7,6%
Средняя ключевая ставка в 2027 году	12,5–13,5%	базовый сценарий Банка России
КБД ОФЗ: 3 мес. / 1 год / 2 года	13,47% / 14,21% / 14,97%	на 23.10.2026; за неделю короткий участок вырос на 35–120 б.п.
Рынок лизинга, 1П2026	НБ +4,9%; портфель –8%	доля топ-10 в новом бизнесе — 74%

Регулятор закладывает снижение ставки в 2027 году, рынок ОФЗ — осторожнее: после заседания 23 октября короткий участок кривой за неделю вырос на 35–120 б.п. Для лизингодателя это означает ещё как минимум полгода дорогих денег у клиентов и умеренно дорогих — у самой компании.

ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ К СТАВКЕ: ТРИ КАНАЛА

- **Стоимость долга.** Около 46% обязательств — с плавающей ставкой (РСБУ, конец 2025 года). Рост ключевой ставки на 300 б.п. добавляет около 5,7 млрд ₽ процентных расходов в год, или около 3 млрд ₽ нетто с учётом плавающих активов [\[Расчёт\]](#). По собственной оценке компании, +200 б.п. даже увеличивают чистый процентный доход на 1,05 млрд ₽: часть лизинговых договоров переоценивается быстрее пассивов.
- **Спрос.** Самый чувствительный клиент — малый бизнес в автолизинге: в 2025 году новый бизнес в этом сегменте падал на 62% за девять месяцев. Корпоративные железнодорожные контракты длиннее и к ставке почти безразличны.
- **Качество активов.** Дорогие деньги — это дефолты перевозчиков, изъятия и сток техники на площадках. Именно этот канал стоил компании 2025 года.

НАЛОГИ, РЕГУЛЯТОРИКА, САНКЦИИ, ВАЛЮТА

Утильсбор дорожает — для клиентов дорожает и новая техника, зато поддерживается цена подержанной, которую компании нужно продавать. С 2025 года налог на прибыль вырос до 25%, с 2026-го НДС — до 22%; эффективная ставка налога по МСФО за 1П2026 составила 40,5% из-за непризнанных отложенных налоговых активов по убыткам прошлых лет [\[Расчёт\]](#). Группа ВТБ и сам эмитент находятся под блокирующими санкциями США, ЕС и Великобритании, но для рублёвых облигаций, обслуживаемых через НРД, это нейтрально. Валютный риск закрыт естественным хеджем: юаневый долг 31,1 млрд ₽ против юаневых активов 30,2 млрд ₽, открытая позиция — около 0,1% активов.

Редакционная ремарка: урок «Балтийского лизинга»

Частная компания с рейтингом AA- и слабым полугодием (чистая прибыль по МСФО за 1П2026 — 0,06 млрд ₽ против 1,9 млрд ₽ годом ранее [\[Расчёт\]](#), по данным Cbonds) за два месяца увидела доходности своих выпусков в 30–60% и цены на 20–35% ниже номинала. Рейтинг AA у ВТБ Лизинга — тоже во многом заслуга поддержки. Но поддержки другого калибра: у одного за спиной ВТБ, у другого — собственный баланс и терпение банков.

05 Операционная динамика

Новый бизнес оживает: 105,6 млрд ₽ за 2025 год и 64,0 млрд ₽ за первое полугодие 2026-го (+73% г/г к провальной базе). Структура выдач стала корпоративнее: больше 70% нового бизнеса пришлось на крупных клиентов, больше половины — на железнодорожную технику. Лизинговые платежи клиентов — свыше 315 млрд ₽ за 2025 год — и есть основной источник погашения долга.

Баланс тем временем сжимается. Валовые чистые инвестиции в лизинг за полтора года уменьшились на треть (с 403,4 до 268,7 млрд ₽), зато займы клиентам — сделки возвратного лизинга, которые МСФО не считает продажей актива, — выросли с 165,1 до 195,7 млрд ₽. Компания перекладывает баланс из розницы в корпоративный сегмент — медленнее, чем хотелось бы, но в правильную сторону.

ГЛАВНАЯ ОПЕРАЦИОННАЯ МЕТРИКА — СТОК ИЗЪЯТОЙ ТЕХНИКИ

Для лизингодателя сток изъятого имущества — то же, что неликвидные запасы для дистрибьютора: деньги, которые не приносят процентов и дешевают на площадке. В 2024 году компания изъяла техники на 33,2 млрд ₽, в 2025-м — на рекордные 39,9 млрд ₽. Число её собственных исков к неплательщикам выросло за год в десять раз, с 399 до 3 975. Валовой сток по МСФО достиг пика в 35,0 млрд ₽ на конец 2025 года.

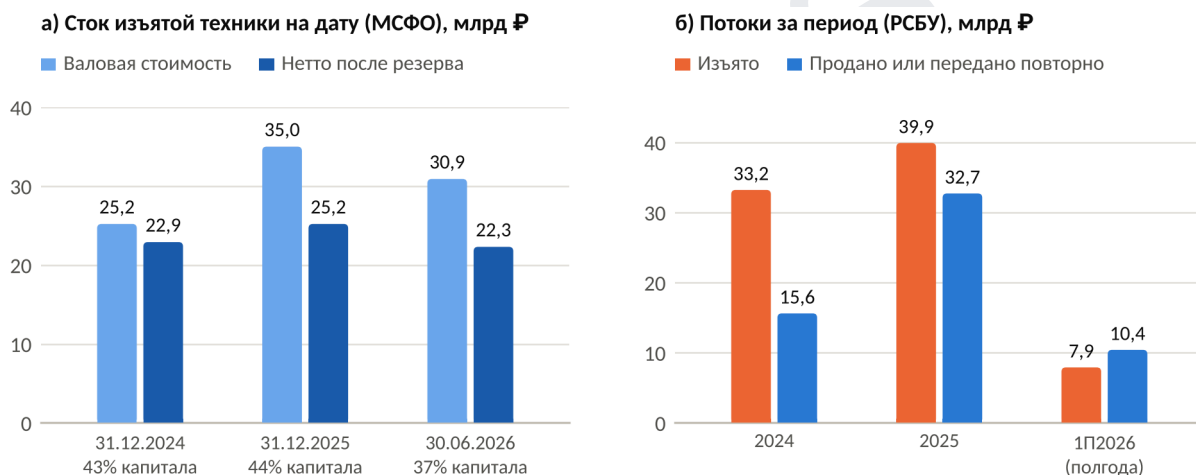


Рис. 2. Сток изъятой техники: остатки и потоки. Под датами — нетто-сток в % собственного капитала по МСФО. Источник: МСФО и РСБУ АО «ВТБ Лизинг» (по данным кредитного мемо); расчеты редакции.

В первом полугодии 2026 года тренд впервые за 2,5 года развернулся: изъято 7,9 млрд ₽, продано или передано в повторный лизинг — 10,4 млрд ₽. Валовой сток снизился до 30,9 млрд ₽, нетто — до 22,3 млрд ₽, или 37% капитала. Резерв под обесценение стока — 27,6% валовой стоимости; по оценке кредитного мемо, этого достаточно, чтобы покрыть текущий дисконт вторичного рынка китайской грузовой техники.

Редакционная ремарка

Хорошая новость с оговоркой: изъятий стало меньше ещё и потому, что автопортфель, из которого изымать, сжался на треть. Вторая волна возможна, если грузоперевозки не оживут. Это главный показатель, который стоит проверить в РСБУ за 9М2026.

КАПВЛОЖЕНИЯ И ОБОРОТНЫЙ КАПИТАЛ

Собственный сарех символический — 2,2 млрд ₽ за 12 месяцев (ИТ и основные средства), менее 2,5% EBITDA. «Инвестпрограмма» лизингодателя — это новый бизнес, и она на минимуме: обязательства по закупке предметов лизинга за полтора года сократились более чем втрое, авансы поставщикам — почти вдвое. Классические DSO, DPO и DIO к лизингу неприменимы ●; их роль играют сток изъятой техники и доля проблемных договоров.

06 Финансовое здоровье

Ключевые показатели (МСФО, млрд ₽)

Показатель	FY2024	FY2025	1П2026	LTM 1П26	Δ г/г*	Комментарий
Выручка (процентные и непроцентные доходы)	154,0	132,0	49,1	112,1	-28,8%	сжатие портфеля и ставок
Скорр. ЕВITDA (до резервов, без разовых)	122,2	107,7	41,7	89,5	-30,3%	на 16% ниже through-cycle (106,5)
Маржа скорр. ЕВITDA	79,4%	81,6%	84,9%	79,8%	-1,8 п.п.	для лизинга ЕВITDA ≈ проценты + прибыль
Чистая прибыль	14,0	5,0	3,1	4,9	-4,7%	2024 — разовый доход 12,0 млрд ₽
ROE	40,3%	9,0%	10,4%**	8,3%	—	2024 — эффект сделки с ВТБ
ROIC	•	•	•	•	—	для лизинга неинформативен; см. NIM
NIM (ЧПД к работающим активам)	4,6%	6,4%	6,2%	6,7%	—	маржа расширяется
Операционный поток (вкл. гашение портфеля)	-12,2	92,1	15,0	60,9	-67,5%	портфель возвращает деньги
FCF (дивиденды = 0)	-17,2	89,8	14,4	58,8	—	весь FCF — на погашение долга
Сарех / Выручка	3,2%	1,7%	1,2%	1,9%	—	собственный сарех минимален

* 1П2026 к 1П2025. ** В годовом выражении. Все производные показатели — [Расчёт]; методика ЕВITDA и LTM — по кредитному мему (LTM = 2025 + 1П2026 - 1П2025).

Выручка падает второй год подряд — вместе с портфелем и ставками. Но маржинальность держится: процентные расходы снижались быстрее доходов, и чистая процентная маржа выросла с 4,6% до 6,7% за полтора года. Денежный поток впечатляет и обманчив одновременно: 92 млрд ₽ операционного потока в 2025 году — не сверхприбыль, а возврат тела портфеля, который компания не стала заново раздавать.

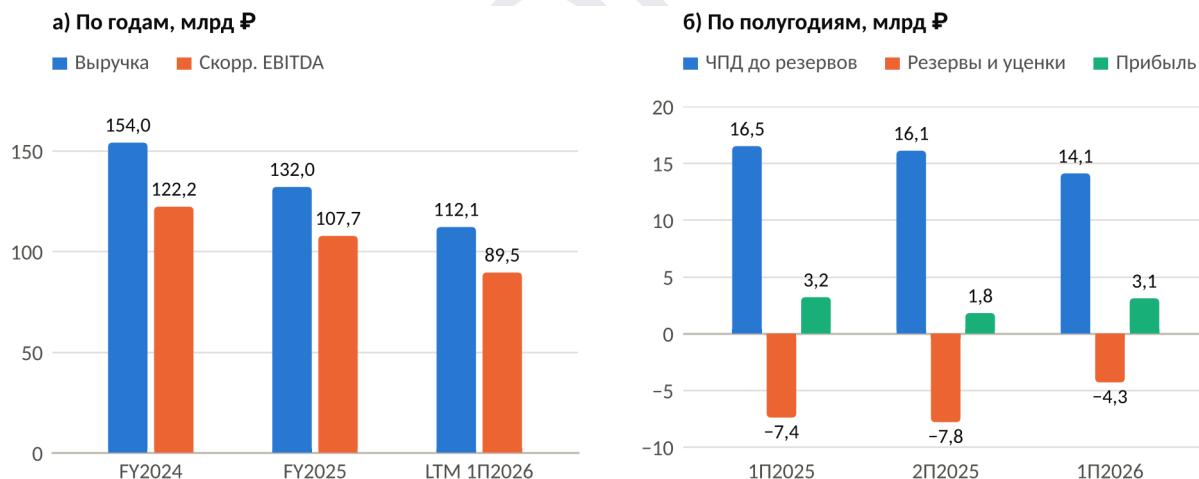


Рис. 3. Выручка и скорректированная ЕВITDA по годам; ЧПД, резервы и прибыль по полугодиям. «Резервы и уценки» — ОКУ по ЧИЛ и займам плюс обесценение нефинансовых активов, прежде всего изъятой техники. Источник: МСФО АО «ВТБ Лизинг» (по данным кредитного и тактического мему); расчёты редакции.

КАЧЕСТВО ПРИБЫЛИ: ЧЕТЫРЕ ПОПРАВКИ

- **Разовые доходы.** Прибыль 2024 года на 60% состояла из бумажного дохода от перевода вагонов из операционной аренды в финансовый лизинг (12,0 млрд ₽). В 2025 году такой доход составил 2,5 млрд ₽, в 1П2026 — ноль. Прибыль первого полугодия чище, чем выглядит её динамика.
- **Распущенный буфер.** Управленческие надбавки к резервам (*overlays*) сократились с 7,9 млрд ₽ (37% резерва по ЧИЛ) на конец 2024 года до 0,4 млрд ₽ к середине 2026-го. Буфер, созданный «на чёрный день», в 2025 году этот день и встретил: видимые расходы на ОКУ были низкими (0,5 млрд ₽ за год) именно поэтому. Запаса на следующую волну дефолтов в резервах больше нет [Оценка].

- **Налог.** Эффективная ставка 40,5% в 1П2026 съедает прибыль, но это техника: по налоговым убыткам на 20,0 млрд ₽ не признаны отложенные налоговые активы.
- **МСФО против РСБУ.** По РСБУ 2025 год закрыт убытком 3,9 млрд ₽, по МСФО — прибылью 5,0 млрд ₽. Разница — в периметре и учёте: на дочерних компаниях сидят корпоративные сделки и около 170,9 млрд ₽ кредитов ВТБ, на самом эмитенте — автолизинг с убытками от уценки и продажи изъятой техники. Капитал по РСБУ — 33,7 млрд ₽ против 60,9 млрд ₽ по МСФО: сделка с ВТБ в декабре 2024 года добавила 22,7 млрд ₽ консолидированному капиталу, а в отдельной отчётности проблемная «дочка» ушла за 1 рубль.

07 Долговой профиль — ядро анализа

7.1. Структура долга

Долговые метрики (МСФО, 30.06.2026; ЛТМ 1П2026)

Метрика	Значение	Бенчмарк	Оценка
Общий долг	410,8 млрд ₽; ~423 pro forma с МБ-07 и МБ-08 [Допущение]	● н/д	● −116 млрд ₽ за 18 мес.
— кредиты банков группы ВТБ	394,1 млрд ₽ (95,9%)	● н/д	● опора и зависимость
— биржевые облигации	15,4 млрд ₽ (3,8%) → 28,0 млрд ₽ pro forma после МБ-08	● н/д	● рыночный долг невелик
— аренда (IFRS 16)	0,5 млрд ₽, включена в долг	—	на метрики не влияет
Чистый долг	404,2 млрд ₽	● н/д	—
ЧД / скорр. EBITDA	4,5x; к through-cycle EBITDA — 3,8x	● н/д	● для лизинга приемлемо
ICR (скорр. EBITDA / проценты)	1,3x	● н/д	● тонко, но структурно
FFO / Долг	6,8%; операционный поток / долг — 14,8%	● н/д	●
Краткосрочный долг	44,0% (180,7 млрд ₽)	● н/д	● сматчирован с платежами
Валютный долг	7,6% (юани, 31,1 млрд ₽)	—	● естественный хедж
Плавающая ставка	~46% обязательств (РСБУ, 31.12.2025)	—	●
Средняя стоимость долга	16,4% (ЛТМ, имплицитно) [Расчёт]	—	● снижается вслед за КС
Капитал / Активы (CAR)	12,3% (8,8% на конец 2024)	ориентир 10,5%	● запас +1,8 п.п.
Долг / Капитал	6,7x (9,9x на конец 2024)	● н/д	● делеверидж

● Бенчмарки пиров по долговым метрикам в исходных материалах не предоставлены; медиан сектора не используем. Все коэффициенты — [Расчёт].

Корпоративные пороги вроде «ЧД/EBITDA ниже 3x и покрытие процентов выше 3x» к лизингу неприменимы: долг здесь — сырьё, проценты — себестоимость. Профильные метрики — достаточность капитала и рычаг — за полтора года заметно улучшились. Покрытие процентов на уровне 1,3x — норма для бизнеса на спреде, но и запаса прочности в нём немного.

7.2. График погашений

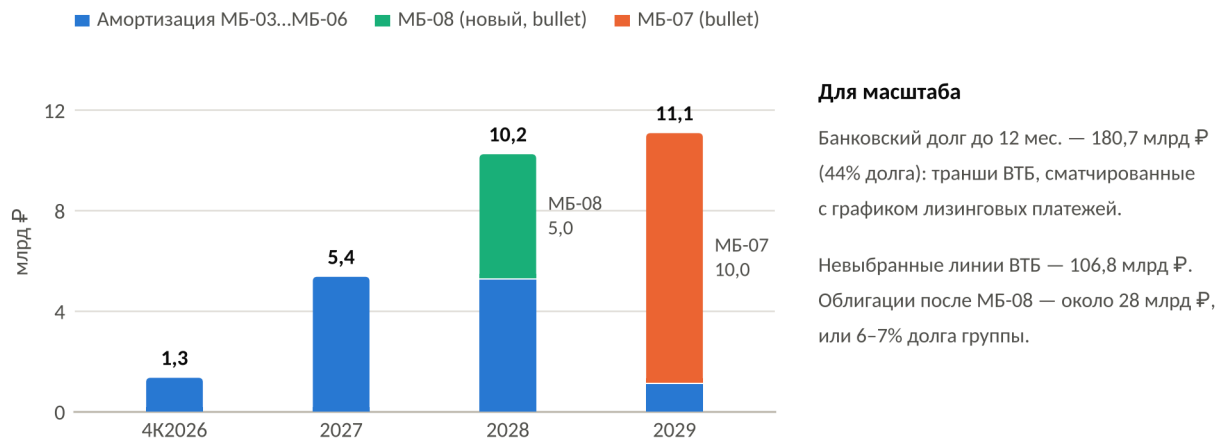


Рис. 4. Погашения биржевых облигаций по годам с учётом МБ-08. Амортизация серий 03–06 — по 8–8,5% номинала раз в квартал. Источник: параметры выпусков (Мосбиржа, Smart-Lab, vc.ru); расчёты редакции.

Рыночный долг сглажен до скуки: около 1,3 млрд ₽ амортизаций в квартал и никаких пиков до 2028 года, когда к амортизации добавится погашение МБ-08 (5,0 млрд ₽), а в январе 2029-го — МБ-07 (10,0 млрд ₽). Настоящая «стена» — банковская: 180,7 млрд ₽, или 44,0% долга, подлежат погашению в течение 12 месяцев. Но это транши ВТБ под конкретные лизинговые договоры, которые гасятся из платежей клиентов или пролонгируются материнским банком. По контрактным потокам на конец 2025 года годовой приток от портфеля перекрывал отток по обязательствам вместе с процентами, а месячный технический разрыв был в 25 раз меньше невыбранных линий ВТБ.

Покрытие потребностей на 12 месяцев (МСФО, ЛТМ 1П2026): 180,7 млрд ₽ долга + 2,2 млрд ₽ сарех [\[Расчёт\]](#)

Источник покрытия	Без линий ВТБ	Линии с весом 50%	Линии 100%
ГФО и денежные средства (34,4 млрд ₽)	0,19х	0,48х	0,77х
Операционный поток ЛТМ и деньги (67,5 млрд ₽)	0,37х	0,66х	0,95х
Контрактный возврат портфеля, <i>run-off</i> (189,4 млрд ₽)	1,04х	1,33х	1,62х

Лизингодатель, который перестаёт выдавать новые договоры, превращается в машину по погашению долга: контрактный возврат тела портфеля за год покрывает все погашения даже без линий ВТБ. Цена такого режима — сжатие бизнеса, а не дефолт. Разрыва ликвидности в базовом сценарии нет.

7.3. Ковенанты

- Финансовые.** Ковенанты в кредитных договорах с банками ВТБ есть, но численные пороги не раскрыты. Прокси кредитного мемо — капитал не ниже 8% активов [\[Допущение\]](#): запас 4,3 п.п. Для рейтинга берём более строгий ориентир 10,5% (так тактический мемо трактует порог АКРА; кредитный мемо называет критическим уровень 7,5%): запас 1,8 п.п. [\[Допущение\]](#)
- Процентные.** По части фиксированных кредитов (80,0 млрд ₽ по РСБУ на конец 2025 года) банк вправе пересмотреть ставку при росте ключевой ставки или доходностей ОФЗ. ВТБ этим правом не пользовался.
- Нефинансовые.** У облигаций — стандартные основания досрочного погашения по закону (просрочка выплат, делистинг) и кросс-дефолт на обязательства эмитента. По залому мемо расходятся: кредитный фиксирует отсутствие залога ЧИЛ по банковским кредитам (МСФО 1П2026, прим. 5), тактический — залог 99% портфеля. Первичный документ мы не видели и закладываем более высокий LGD (раздел 8). Условие о смене контроля — н/д.
- Последствия нарушения.** Кредитор с ковенантами — материнский банк; технический дефолт без политического решения ВТБ маловероятен [\[Оценка\]](#).

7.4. Кредитные рейтинги

Кредитные рейтинги АО «ВТБ Лизинг» (на 26.10.2026)

Агентство	Рейтинг / прогноз	Собственная оценка (ОСК)	Последнее действие	Давность
АКРА	AA(RU) / «Стабильный»	bbb+ (по кредитному мемю)	подтверждён 24.04.2026	● 6 мес.
«Эксперт РА»	ruAA / «Стабильный»	ruBBB, понижена на ступень	подтверждён 17.12.2025	● 10 мес.; пересмотр до 17.12.2026

Оба рейтинга свежие, но держатся на поддержке. «Эксперт РА» в декабре 2025 года понизил оценку собственной кредитоспособности из-за роста обесцененных активов и падения рентабельности, а капитальную позицию материнского банка назвал уязвимой (норматив Н1.0 — 9,8% на 01.10.2025; по апрельскому релизу агентства о ВТБ — 9,5% на 01.02.2026). Агентство упомянуло и ограничения по нормативам концентрации Н6/Н25: поддержка ВТБ сильная, но не бесконечная. Декабрьский пересмотр — главное рейтинговое событие горизонта.

7.5. Стресс-тест обслуживания долга

Ключевая ставка +300 б.п. на весь плавающий долг и EBITDA –20% (МСФО, ЛТМ 1П2026) [\[Расчёт\]](#)

Метрика	Факт ЛТМ	Стресс	Комментарий
Скорр. EBITDA, млрд ₽	89,5	71,6	—
Процентные расходы, млрд ₽	68,5	74,2	+5,7 млрд ₽ на плавающий долг ~189 млрд ₽
ICR	1,31x	0,96x	● ниже 1x
ЧД / EBITDA	4,5x	5,6x	● рост на четверть
Капитал / Активы	12,3%	~10,2%	● у ориентира 10,5% (доп. резервы 15 млрд ₽)
Ковенант-прокси (капитал ≥ 8%)	запас 4,3 п.п.	запас ~2,2 п.п.	● не пробит
Ликвидность 12 мес.	покрыта	покрыта	● в режиме run-off при остановке выдач

В стрессе компания перестаёт покрывать проценты операционной прибылью, но не теряет платёжеспособность: долг гасится возвратом портфеля, а линии ВТБ закрывают разрывы. Тактический мемо получает близкий результат: покрытие 1,04x, капитал 9,7% и потребность в поддержке около 4,5 млрд ₽. Точка, где рейтинг уходит из группы AA, — сочетание списаний стока на 10 млрд ₽ с изъятием всей нераспределённой прибыли по РСБУ (16,8 млрд ₽) в пользу ВТБ: капитал опускается до 7,1% активов. Для дефолта по облигациям нужен ещё и отказ ВТБ поддерживать «дочку» под собственным брендом. Вероятность такого исхода на горизонте двух лет мы оцениваем ниже 0,5% [\[Оценка\]](#).

08 Параметры выпуска и справедливая доходность

001P-МБ-08: параметры выпуска (по данным организатора на 22–26.10.2026)

Параметр	Значение	Параметр	Значение
ISIN	присваивается при размещении ●	Погашение	~24.06.2028 (600 дней)
Объём / номинал	5,0 млрд ₽ / 1 000 ₽	Put / Call / амортиз.	нет / нет / нет (bullet)
Купон	фиксированный, не выше 15,75%	Периодичность	ежемесячно (30 дней)
Дюрация	~1,46 года [Расчёт]	УТМ	до 16,94% [Расчёт]
G-спред	до 238 б.п. (КБД на 1,46 года — 14,56%) [Расчёт]	Премия к кривой	к МБ-07 — до +80 б.п.; к МБ-06 — до +38 б.п.
Ликвидность	новая бумага ●; ориентир — МБ-07, 4,5–5,0 млн ₽ в день	Книга / размещение	29.10.2026, 11:00–15:00 / 02.11.2026
Организатор	ВТБ Капитал Трейдинг	Доступ	для неквалифицированных инвесторов

Bullet-структура — главное отличие от серий 03–06: деньги работают весь срок без квартального возврата номинала. Это удобно и стоит денег. Вопрос в том, сколько именно рынок готов за это заплатить.

СОБСТВЕННАЯ КРИВАЯ ЭМИТЕНТА И ПИРЫ

Котировки на 26.10.2026; пиры — на 23–25.10.2026

Выпуск	Структура, погашение	Купон	Цена, %	УТМ	Дюрация, лет	G-спред, б.п.	Оборот, млн ₽/день
МБ-03	аморт., 27.08.2028	15,50%	100,40	16,1%	0,89	~200	~1,1
МБ-04	аморт., 30.11.2028	16,50%	101,18	16,5%	1,04	~226	~1,5
МБ-05	аморт., 04.03.2029	15,50%	100,26	16,4%	1,09	~212	~0,5
МБ-06	аморт., 06.06.2029	14,50%	98,91	16,56%	1,19	~221	0,5–0,9
МБ-07	bullet, 30.01.2029	15,50%	100,84	16,14%	1,92	~124	4,5–5
МБ-08 (книга)	bullet, ~24.06.2028	≤15,75%	100,00	≤16,94%	1,46	≤238	—
Европлан 001P-10 (AA)	аморт., 12.09.2028	15,10%	101,08	15,26%	1,35	~80	•
ГТЛК 002P-08 (AA–)	bullet, 18.05.2028	19,50%	~105	~17,1%	1,36	~260	•

G-спред — к КБД ОФЗ на 23.10.2026 на дюрации выпуска [\[Расчёт\]](#). МБ-03 — тонкий рынок: единичные сделки сдвигают доходность на 30–40 б.п. Источники: Мосбиржа, Smart-Lab, УК «Доход», investmint, bonds-lab.

Кривая ВТБ Лизинга расколота надвое. Четыре амортизируемые серии торгуются плотной группой с G-спредом 200–226 б.п., а bullet-выпуск МБ-07 — со спредом около 124 б.п., хотя он длиннее, а кредитный риск у него тот же. Причина техническая: институциональные инвесторы не любят мелкие квартальные куски номинала, розница любит «красивый» фиксированный купон без амортизации — и переплачивает за него около 100 б.п. спреда.

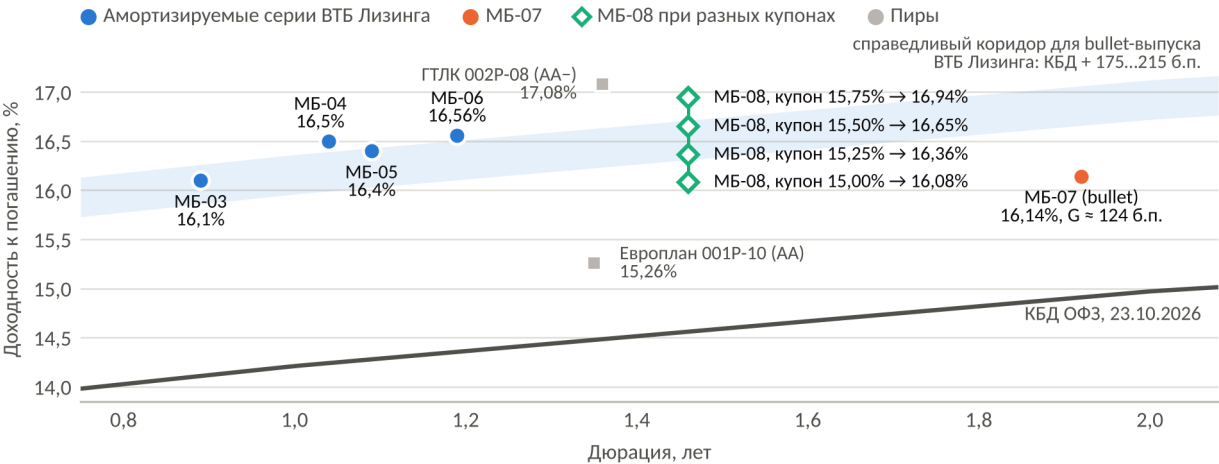


Рис. 5. Доходности выпусков ВТБ Лизинга, МБ-08 при разных купонах и пиров против КБД ОФЗ. Источник: Мосбиржа, Smart-Lab, УК «Доход», investmint (котировки 23–26.10.2026), Банк России (КБД на 23.10.2026); расчёты редакции.

СПРАВЕДЛИВАЯ ДОХОДНОСТЬ: ДВА МЕТОДА

Метод А, относительный. ВТБ Лизинг стоит между двумя ориентирами. Европлан (AA, сильная собственная кредитоспособность) торгуется около G+80 б.п., ГТЛК (AA–, госкомпания со слабыми собственными метриками) — около G+260 б.п. С поправкой на рейтинг (AA против AA–: минус 25–50 б.п. к ГТЛК) и на собственную кредитоспособность уровня ВВВ (плюс 75–125 б.п. к Европлану) справедливый диапазон для полуторалетнего bullet-выпуска — G+175...215 б.п. [\[Оценка\]](#)

Метод Б, фундаментальный — сумма компонентов по кредитному мему:

Справедливый G-спред МБ-08, метод Б (б.п., на 26.10.2026)

Компонент	Расчёт	б.п.
Ожидаемые потери	PD 0,65% × LGD 50% [Допущение]	33
Премия за ликвидность	bullet на 5 млрд ₽	50
Событийная и отраслевая премия	сток = 37% капитала, нет гарантий ВТБ, риск дивидендов	65

Компонент	Расчёт	б.п.
Премия за риск миграции	25% × 125 б.п. расширения при даунгрейде [Оценка]	31
Итого (коридор 175–215)	[Расчёт]	179
Чувствительность к LGD	LGD 55–60%, если залог портфеля подтвердится	+3...+7

Оба метода сходятся: справедливый G-спред МБ-08 — 175–215 б.п., то есть доходность 16,3–16,7% и купон 15,2–15,55% [Расчёт]. Амортизируемые серии (200–226 б.п.) торгуются внутри своего справедливого коридора (190–235 б.п. по мемо). МБ-07 (около 124 б.п. при справедливых 170–210 б.п.) дороже справедливого уровня на 45–85 б.п. По редакционному правилу отклонение в пределах ±150–200 б.п. — это «в рынке», а не сигнал. Поэтому решение здесь не о том, дешевле или дорог эмитент, а о том, в какой точке его кривой платят больше. Разница в 50–100 б.п. между бумагами с одинаковым кредитным риском — уже не шум модели.

КАК ВТБ ЛИЗИНГ СОБИРАЕТ КНИГИ

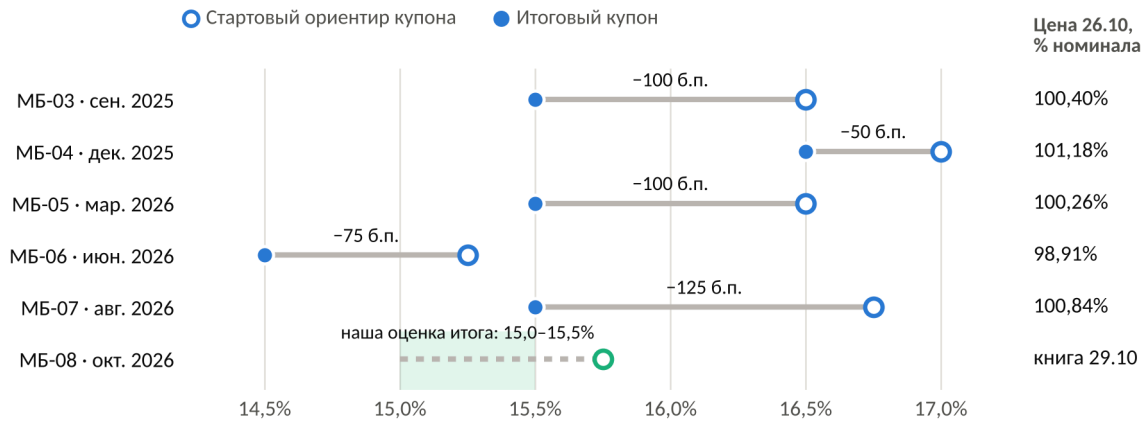


Рис. 6. Стартовый ориентир и итоговый купон пяти последних размещений ВТБ Лизинга; справа — цена выпуска на 26.10.2026. Источник: Smart-Lab, vc.ru, Регион Брокер, Ведомости, investmint, Мосбиржа; расчёты редакции.

Организатор последних выпусков — кэптивный брокер группы, ВТБ Капитал Трейдинг. Его задача — занять для группы дешевле, и он с ней справляется: за пять книг купон срезали на 50–125 б.п., в среднем на 90 б.п. Результат для инвесторов разный. Выпуски с итоговым купоном 15,5% и выше торгуются выше номинала, а МБ-06, отданный под 14,5%, ушёл к 98,9%.

У восьмой серии стартовая точка уже не щедрая: 16,94% годовых при купоне 15,75% — всего на 38 б.п. выше МБ-06. Фон для урезания хуже, чем летом: ЦБ не даёт сигнала о скором снижении ставки, доходности коротких ОФЗ выросли, лизинговые имена под подозрением. Наша центральная оценка итогового купона — 15,0–15,5%, ближе к 15,25% [Оценка].

Редакционная ремарка

Организатор не враг инвестору, просто у вас разные KPI. Его метрика — стоимость фондирования группы. Ваша — не отдать ему лишние 75 б.п. за удобство жизни без амортизации.

МАТРИЦА РЕШЕНИЯ ПО КНИГЕ 29 ОКТЯБРЯ

МБ-08 при разных итоговых купонах (КБД ОФЗ на 23.10.2026, котировки на 26.10.2026)

Итоговый купон	УТМ	G-спред, б.п.	К МБ-06 (16,56%)	К МБ-07 (16,14%)	Ожид. доходность 12 мес.*	Вывод
15,75%	16,94%	238	+38 б.п.	+80 б.п.	17,2%	● премия выше справедливой
15,60%	16,77%	221	+21 б.п.	+63 б.п.	17,0%	● первичка выгоднее
15,50%	16,65%	209	+9 б.п.	+51 б.п.	16,9%	● верх коридора
15,25%	16,36%	180	−20 б.п.	+22 б.п.	16,6%	● паритет со вторичкой
15,00%	16,08%	151	−48 б.п.	−6 б.п.	16,3%	● вторичка выгоднее

Итоговый купон	УТМ	G-спред, б.п.	К МБ-06 (16,56%)	К МБ-07 (16,14%)	Ожид. доходность 12 мес.*	Вывод
14,75%	15,79%	122	-77 б.п.	-35 б.п.	16,0%	● цена уровня МБ-07

* Вероятностно-взвешенная полная доходность за 12 месяцев по сценариям раздела 11 [\[Оценка\]](#); для МБ-06 — 16,6%, для МБ-07 — 16,5%. УТМ и G-спреды — [\[Расчёт\]](#).

Порог участия — купон 15,5%: на этом уровне МБ-08 не уступает лучшей бумаге вторички по доходности и фиксирует её на 20 месяцев без реинвестирования амортизаций. Между 15,25% и 15,5% — зона паритета, где выбор зависит от взгляда на ставку. Ниже 15,25% новый выпуск подтягивается к «дорогой» кривой МБ-07, и тот же риск дешевле купить в стакане.

09 Матрица рисков

Ключевые риски держателя облигаций (горизонт 12–24 месяца, на 26.10.2026)

Риск	Вероятность	Влияние	Митигант
Вторая волна изъятий в грузовом автолизинге: валовой сток выше 35 млрд ₽, доля Stage 3 выше 10% ЧИЛ	C	B	резерв 27,6% стока; продажи превысили изъятия в 1П2026; автопортфель сократился на 37%
Негативный прогноз или понижение ОСК «Эксперт РА» при пересмотре до 17.12.2026: спред +40–60 б.п.	C (20–25%)	C	капитал вырос до 12,3%, прибыль восстанавливается; поддержка ВТБ не пересматривается
Возврат к 100% дивидендам в пользу ВТБ (ориентир, по данным АКРА): изъятие 16,8 млрд ₽ опустит капитал с 12,3% до ~9%	H–C	B	мораторий 2024–1П2026; стабильный прогноз АКРА предполагает отсутствие дивидендов на 12–18 мес.
Ключевая ставка выше 14% до лета 2027 года: дороже 46% плавающего долга, слабее спрос МСБ	C	C	по оценке компании, +200 б.п. увеличивают ЧПД; короткая дюрация облигаций
Структурная субординация: ~171 млрд ₽ кредитов ВТБ на дочерних компаниях; противоречивые данные о залоге портфеля	B	C	облигации — 6–7% долга; поддержка ВТБ; LGD в оценке 50–60%
Предел поддержки ВТБ: H1.0 = 9,5%, ограничения H6/H25	H	B	системная значимость ВТБ, общий бренд, 96% фондирования — у группы
Купон МБ-08 ниже 15,25% и просадка цены после размещения (прецедент МБ-06: -1,1%)	B	H	ограничение по ставке в заявке; альтернатива во вторичке
Низкая ликвидность амортизируемых серий: 0,5–1,5 млн ₽ в день	B	H–C	короткие сроки, квартальная амортизация; лимит на выпуск

H — низкая, C — средняя, B — высокая. Оценки вероятности и влияния — [\[Оценка\]](#).

Ни один из рисков не угрожает платёжеспособности при сохранении поддержки ВТБ — все угрожают цене облигаций. Инвестору, который держит бумагу до погашения, важнее всего первые три риска; активному управляющему — второй, седьмой и восьмой.

10 Red Flags Check

Чек-лист (МСФО и РСБУ, 2024 — 1П2026)

Флаг	Статус	Пояснение
Отрицательный операционный поток 2+ периода подряд	● нет	-12,2 млрд ₽ в 2024 году, затем +92,1 и +15,0 млрд ₽
Дебиторка растёт быстрее выручки (для лизинга — проблемные договоры при сжати портфеля)	● да	Stage 3 + ПСКО: 5,3% → 7,6% → ~8,5% ЧИЛ при сжати портфеля на треть
Забалансовые обязательства, поручительства за связанных	● да	гарантии поставщикам 14,0 млрд ₽ и поручительства 7,4 млрд ₽ (РСБУ 1П2026)
Частая смена аудитора или CFO	● нет	аудитор — Б1 (бывшая практика ЕУ); финансовый директор — Юрий Маленкин
Оговорки или going concern в заключении	● нет	чистые заключения по МСФО и РСБУ 2025, обзорная проверка 1П2026 без оговорок

Флаг	Статус	Пояснение
Залог ключевых активов (субординация облигаций)	● неясно	мемо расходятся (0% или 99% портфеля); ~171 млрд ₽ кредитов ВТБ на дочках
Концентрация: топ-3 клиента > 50% выручки	● н/д	топ-3 не раскрыты; на топ-10 приходится 42% ЧИЛ (34% двумя годами ранее)
Существенные судебные иски	● нет	резерв 0,36 млрд ₽ — 0,6% капитала
Специфика: сток изъятой техники > 30% капитала	● да	22,3 млрд ₽ нетто — 37% капитала
Специфика: распуск резервных надбавок	● да	7,9 → 0,4 млрд ₽: буфера на новую волну дефолтов нет
Специфика: покрытие процентов < 1,5x	● да	1,3x LTM; 0,96x в стресс-тесте
Специфика: зависимость от одного кредитора	● да	95,9% долга — банки группы ВТБ

Оба красных флага — про качество активов, а не про ликвидность. Именно они и объясняют, почему ВТБ Лизинг с тем же рейтингом АА платит примерно на 100 б.п. больше Европлана.

11 Сценарный анализ

Горизонт — 12 месяцев, базовая точка — неизменная кривая ОФЗ. Вероятности субъективны [Оценка], параметры ставок и спредов — [Допущение]. Доходность полная: купоны, амортизация и переоценка; для МБ-08 — при купоне 15,5%, для МБ-06 — при покупке по 98,91%.

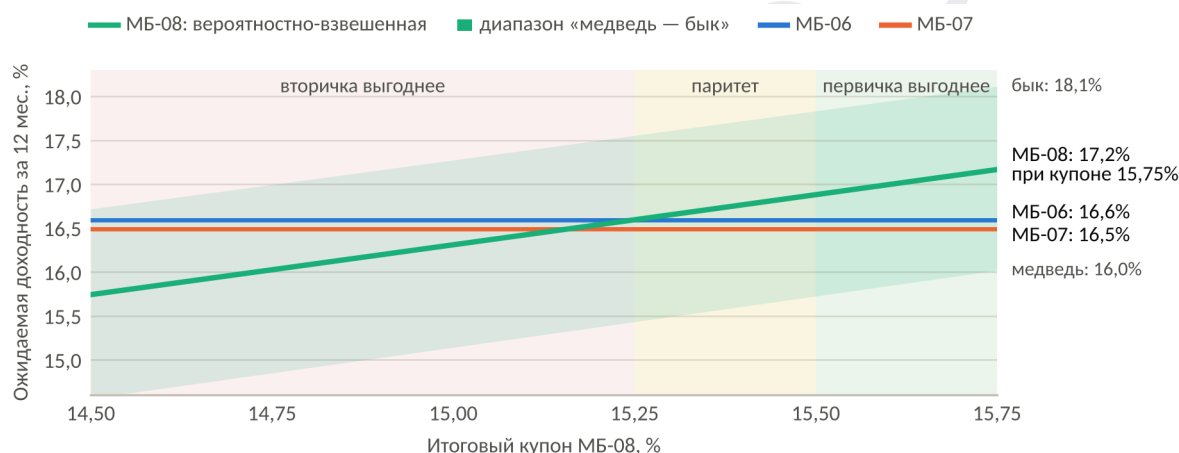


Рис. 7. Ожидаемая доходность МБ-08 за 12 месяцев в зависимости от итогового купона против МБ-06 и МБ-07; заливка — диапазон между медвежьим и бычьим сценариями. Источник: расчёты редакции.

Сценарии на 12 месяцев (старт — 26.10.2026; для МБ-08 — 02.11.2026)

	● Bull, P = 25%	● Base, P = 50%	● Bear, P = 25%
Макро	КС снижается до 12–12,5%; ОФЗ –150 б.п.	КС 13–14%; кривая без изменений	инфляция не уходит, КС 15–16%; ОФЗ +150 б.п.
Эмитент	сток ниже 18 млрд ₽, рейтинги подтверждены; спред –30 б.п.	капитал ~13%, ICR ~1,35x; спред без изменений	вторая волна изъятий, негативный прогноз; капитал ~10%, ICR < 1x; спред +125 б.п.
МБ-08, купон 15,5%	17,8%	17,0%	15,7%
МБ-06 по 98,91%	17,0%	16,6%	16,1%
МБ-07 по 100,84%	18,4%	16,7%	14,2%
Дефолт	—	—	вероятность ≤0,5–0,65% в год; возмещение 40–50% [Допущение]

Во всех трёх сценариях МБ-06 остаётся самой «тихой» бумагой, МБ-07 — самой нервной, а МБ-08 занимает середину: ему хватает длины, чтобы выиграть от снижения ставок, и не хватает, чтобы сильно пострадать от их роста.

Вероятностно-взвешенный результат: МБ-08 при купоне 15,5% — 16,9%, МБ-06 — 16,6%, МБ-07 — 16,5% [Расчёт]. За вычетом ожидаемых потерь (около 0,35 п.п. для всех бумаг эмитента) порядок не меняется. Против рынка это означает следующее. У МБ-06 ожидание совпадает с

текущей доходностью (16,6%). У МБ-07 оно выше текущей (16,1%) только за счёт «скатывания» по крутой кривой ОФЗ — и оплачивается вдвое большим разбросом исходов, чем у МБ-08. МБ-08 при купоне 15,5% даёт небольшую премию: около +25 б.п. к собственной УТМ и +30 б.п. к МБ-06.

12 Вердикт редакции

ВТБ Лизинг — квазигосударственный риск с собственной кредитоспособностью уровня ВВВ, у которого худшее, похоже, позади: сток изъятой техники сокращается, капитал растёт, долг гасится. Премия к ОФЗ в 200+ б.п. по амортизируемым сериям справедлива для такого профиля. Восьмая серия интересна ровно до тех пор, пока организатор не срежет купон ниже 15,5%: выше этого уровня это лучшая точка на кривой эмитента, ниже — она уступает бумагам, которые уже торгуются в стакане.

Взгляд редакции	нейтральный по эмитенту; условно конструктивный по МБ-08 при купоне от 15,5%
Премия	амортизируемые серии — достаточно (+5...+30 б.п. к расчётному справедливому уровню 194 б.п.); МБ-07 — недостаточно (–45...–85 б.п.); МБ-08 — достаточно при купоне от 15,5% (G-спред от 209 б.п.), на грани при 15,25% (180 б.п.), недостаточно ниже
Risk/Reward	МБ-08 при купоне 15,5%: +0,9 п.п. в бычьем сценарии против –1,3 п.п. в медвежьем относительно базового (≈0,7:1). У МБ-06 — +0,4 против –0,5 п.п. (то же соотношение при вдвое меньшей амплитуде), у МБ-07 — +1,7 против –2,5 п.п. [Расчёт]
Первичка или вторичка	купон ≥ 15,5% — первичка; 15,25–15,5% — паритет, выбор по взгляду на ставку; ниже 15,25% — вторичка (МБ-06, МБ-04, МБ-05). Если брокер позволяет, заявка в книгу с ограничением по купону не ниже 15,5% совмещает оба варианта: при более низкой ставке она не исполнится, и лимит можно перенести в стакан МБ-06.

ПОРТФЕЛЬНОЕ ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ

● **Подходит:** консервативным и умеренным инвесторам, которым нужен квазигосударственный риск с премией около 200 б.п. к ОФЗ. Доля — 2,5–5% облигационного портфеля на эмитента (кредитный мемо допускает до 4–5% портфеля инвестиционного уровня, тактический с учётом ликвидности — до 2,5%), не более 0,5–1% на отдельный амортизируемый выпуск. Горизонт — до погашения МБ-08 в июне 2028 года или 1–1,5 года по амортизируемым сериям.

● **Не подходит:** тем, кому нужна быстрая ликвидность крупных позиций (обороты 0,5–5 млн ₽ в день); тем, кто ищет рост цены (короткая дюрация, тело бумаги почти не дорожает); тем, кто не готов к кредитному профилю уровня ВВВ без формальных гарантий ВТБ.

● Триггеры пересмотра взгляда:

- 29.10.2026 — итоговый купон МБ-08 (порог 15,5%);
- до 30.11.2026 — РСБУ за 9М2026: динамика стока изъятой техники и прибыль за III квартал;
- до 17.12.2026 — пересмотр рейтинга «Эксперт РА»;
- 18.12.2026 — заседание Банка России по ключевой ставке;
- март 2027 — МСФО за 2026 год: доля Stage 3, капитал/активы (сигнал — ниже 10,5%), дивиденды;
- апрель 2027 — плановый пересмотр рейтинга АКРА.

Disclaimer: материал носит аналитический характер и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.