



Евгений Кипнис
+7 (495) 795-3713

Филипп Николаев
+7 (499) 923-6697 (доб. 7392)

ВТБ Перезагрузка

Рынок акций
29 сентября 2025 г.

Мы возобновляем покрытие ВТБ с 12М РЦ 125 руб. и рекомендацией **ВЫШЕ РЫНКА**. Банк привлек 84,7 млрд руб. в ходе недавней допэмиссии, ожидания которой сдерживали динамику акций банка в последние месяцы. Теперь же данный риск снят с повестки (как минимум, краткосрочно), и рынок может сфокусироваться на фундаментальных факторах, которые, на наш взгляд, в моменте складываются в пользу банка: 1) ВТБ может стать одним из основных бенефициаров смягчения ДКП, и 2) бизнес-план банка предполагает существенное замедление роста активов и потребления капитала. Это повышает шансы на продолжение щедрых дивидендных выплат в ближайшие годы, что еще не учтено в котировках. При текущих оценках (2,2х Р/Е, 0,41х Р/BV, 28% DY 2025П) акции ВТБ становятся интереснее по соотношению риск / доходность, на наш взгляд.

Главный бенефициар смягчения ДКП. Среди банков РФ ВТБ в наибольшей степени пострадал от реализации геополитических рисков в 2022 г. и процентного риска в 2024-25 гг. (ЧПМ банка снизилась с 3,3% в 2023 г. до 1,7% в 2024 г. и 1% по итогам 8М25). В сценарии сохранения ставки ЦБ на уровне 17% до конца 2025 г. и ее снижения до 12% к концу 2026 г. (13,6% в среднем в 2026 г.) процентная маржа ВТБ может составить 1,4% в 2025П и 2,4% в 2026П, по нашим оценкам, за счет опережающего удешевления фондирования (доля текущих счетов – 22% клиентских средств, доля фондирования ЮЛ – 48%, против 33% и 36%, соответственно, у Сбербанка, по итогам 1П25). Вкупе со стабильной стоимостью риска (в пределах 1%) и прочими (неосновными) доходами (переоценка ценных бумаг, реализация отложенного налогового актива) это обеспечит банку ROE 18-22% в 2025-26П, по нашим оценкам.

Шансы на регулярные дивиденды повысились. Мы ожидаем, что активы банка ВТБ будут расти в среднем на 6% в год в ближайшие годы (против 20% в среднем в 2021-24 гг.). Снижение доли розничного кредитования (до 25-27% портфеля в 2025-26П против 31-32% в 2021-24 гг.) также ограничит потребление капитала банка. Среднегодовой прирост взвешенных по риску активов составит всего 2% в 2025-26П (против 13% в год в среднем в 2021-24 гг.), по нашим расчетам. Поддержку капитальной позиции банка (+0,4-0,5 пп. к H20 в 2026 г., по нашим оценкам) также может оказать обсуждаемое изменение подхода к вычету НМА из капитала. Это позволит банку при текущих макро-вводных и должном выполнении бизнес-плана продолжить щедрые дивидендные выплаты (50% прибыли), соблюдая требования ЦБ по достаточности капитала без новых допэмиссий в ближайшие годы. В таком сценарии, по итогам 2025 г. дивиденд может составить 19,2 руб. на акцию (доходность 28%).

Конвертация «префов». Наш гипотетический сценарий конвертации привилегированных акций в обыкновенные предполагает 1) сохранение в полном объеме дивидендного потока РФ и 2) сохранение размера дивиденда на 1 об. акцию на уровне текущего статус-кво. Такой сценарий может быть реализован за счет допэмиссии суммарно ок.6,4 млрд новых акций в пользу РФ, которые будут оплачены привилегированными акциями, исходя из средней рыночной цены обыкновенных акций в 2025 г. (см. Табл.1 и 2). Реализация такого сценария может стать дополнительным позитивным фактором для бумаг.

Оценка. Акции ВТБ торгуются с коэффициентами Р/Е и Р/BV 2025П на уровне 2,2х / 0,41х, что предполагает 45-50% дисконт к Сбербанку. В среднем за последние 10 лет ВТБ торговались с 23%-м дисконтом. Наша 12М РЦ составляет 125 руб., потенциал роста – 81%, в связи с чем мы присваиваем акциям ВТБ рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**. При достижении нашей 12М РЦ акции ВТБ будут торговаться с коэффициентами Р/Е и Р/BV 3х / 0,57х, что по-прежнему будет предполагать 25-30%-й дисконт к текущим мультипликаторам Сбербанка. **Риски:** 1) негативные изменения на макроуровне; 2) низкий запас прочности банка по процентной марже и достаточности капитала; 3) ухудшение качества активов; 4) неблагоприятные регуляторные и налоговые инициативы.

Рекомендация / Целевая цена

Тикер	VTBR RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия	69
Целевая цена	125
Потенциал роста	81%

Источник: CBonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 26 сентября 2025 г.

Динамика VTBR RX за 52 недели



Источник: CBonds, Альфа-Банк

Форвардный Р/BV VTBR RX



Источник: CBonds, Альфа-Банк

Р/Е 2025П vs ROE 2024-26П



Источник: CBonds, Альфа-Банк



Конвертация привилегированных акций

Капитал Банка ВТБ состоит из обыкновенных акций (ок.47% капитализации) и двух типов привилегированных акций (ок.53% капитализации), последние – в полном объеме принадлежат РФ. Дивидендные выплаты по всем типам акций определяются исходя из принципа равной дивидендной доходности: для обыкновенных акций в качестве базы используется средняя рыночная цена акции за отчетный год, для привилегированных – номинальная стоимость. По нашим оценкам, по итогам допэмиссии в сентябре 2025 г., голосующая доля РФ составляет 50%+1 акций, экономическая доля – ок.76,6%.

Табл. 1: Расчет дивидендов ВТБ по итогам 2025 г.

Руб.	Ср.цена* 2025, руб.	Текущая цена, руб.	Див. доходность к ср. цене, %	Итоговые выплаты, млрд руб.	Коеф. Выплат, %	Дивиденд на акцию, руб.	Див. доходность текущая, %
Акции обыкновенные	81,626	69,19	23,5%	127,3		19,18	27,7%
АП 1-го типа	0,010	0,01	23,5%	50,3		0,00235	
АП 2-го типа	0,100	0,10	23,5%	72,2		0,0235	
Итого:				249,8	50%		

Источник: данные Компании, CBonds, Альфа-Банк, (*) – для обыкновенных акций средняя цена за 2025 г. посчитана исходя из предположения о неизменной стоимости акций ВТБ с текущего уровня до конца 2025 г., для привилегированных акций – их номинальная стоимость

По нашим оценкам, при выплате 50% прибыли за 2025 г. размер дивиденда на 1 об. акцию составит 19,2 руб. Суммарно Банк выплатит ок.250 млрд руб., из которых дивидендный поток РФ составит 186 млрд руб., по нашим оценкам. Наш гипотетический сценарий конвертации привилегированных акций в обыкновенные предполагает 1) сохранение в полном объеме дивидендного потока РФ и 2) сохранение размера дивиденда на 1 обыкновенную акцию на уровне текущего статус-кво. Такой сценарий может быть реализован за счет допэмиссии ок.6,4 млрд новых акций в пользу РФ, которые будут оплачены привилегированными акциями.

Табл. 2: Гипотетический сценарий конвертации привилегированных акций ВТБ

	Об.акции	"Префы" I	"Префы" II	Итого:	Доля РФ (голоса)	Доля РФ (экономич.)
До конвертации:						
# акций, млрд	6,6	21 404	3 074			
Доля РФ	50%	100%	100%			
# акций у РФ, млрд	3,3	21 404	3 074			
Цена, руб. (по «префам» - номинал)	69	0,01	0,1			
Мсар, млрд руб.	459	214	307	980		
Мсар доли РФ, млрд руб.	230	214	307	751	50%	76,6%
Див. на акцию 2025П, руб.	19,18	0,0024	0,024			
Див. 2025П суммарно, млрд руб.	127	50	72	250		
Див. поток РФ 2025П	64	50	72	186		
После конвертации:						
# акций, млрд	13,0					
Доля РФ	74,5%					
# акций у РФ, млрд	9,7					
Цена, руб.	69					
Мсар, млрд руб.	901					
Мсар доли РФ, млрд руб.	671					
Див. на акцию 2025П, руб.	19,18					
Див. 2025П суммарно, млрд руб.	250					
Див. поток РФ 2025П	186					

Источник: данные Компании, Альфа-Банк



В связи с низким запасом прочности по процентной марже и высокой (более 30%) долей нерегулярных доходов, для оценки стоимости акций Банка мы применяем средний уровень ROE 2016-26П (11%) в качестве ориентира долгосрочного устойчивого уровня.

Табл. 3: Расчет целевой цены акций ВТБ

Руб. на акцию	VTBR RX
Терминальный ROE	11%
Терминальный темп роста	5%
Cost of equity	27%
Терминальный P/BV	0,28
Дисконтированная терминальная стоимость	67
Дисконтированные дивиденды 2025-26	31
Текущая справедливая стоимость акции	98
12м РЦ	125
Цена закрытия	69
Потенциал роста	81%
Рейтинг	Выше рынка
P/BV 25П @ РЦ	0,57
P/E 25П @ РЦ	2,97

Источник: CBonds, Альфа-Банк



Табл. 4: Ключевые финансовые показатели ВТБ

Млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П
Предпосылки:				
Рост кредитного портфеля	21%	13%	5%	12%
Рост депозитов	20%	20%	6%	11%
Ставка ЦБ (ср.)	10,4%	17,8%	19,1%	13,6%
Инфляция (ср.)	6,0%	8,4%	8,9%	5,9%
USDRUB (конец года)	90	102	89	100
Коэф. дивидендных выплат	0%	50%	50%	50%
Ключевые фин.показатели:				
Чистый процентный доход	761	487	465	844
Чистый комиссионный доход	217	269	310	342
Операционный доход	1 094	1 078	1 068	1 455
Операционные расходы	(400)	(479)	(527)	(591)
Прибыль до резервов	694	599	542	865
Резервы	(176)	(24)	(183)	(142)
Чистая прибыль	432	551	499	643
Капитал	1 708	2 192	2 364	2 673
Дивиденд на акцию	0,00	25,58	19,18	22,66
Коэффициенты:				
Рост чистой прибыли	n.a.	28%	-9%	29%
ROE	23,8%	22,7%	18,3%	22,1%
Чистая процентная маржа	3,28%	1,67%	1,44%	2,42%
Стоимость риска	0,86%	0,30%	0,93%	0,74%
ЧПМ скорр. на риск	2,58%	1,44%	0,75%	1,87%
Расходы / доходы	37%	44%	49%	41%
Кредиты / депозиты	89%	84%	82%	83%
Доля проблемных кредитов	5,3%	5,2%	6,3%	5,5%
Покрытие проблемных кредитов	105%	95%	81%	84%
Достаточность капитала (H20)	10,6%	9,1%	10,0%	10,7%
Мультипликаторы:				
P/BV	0,65	0,41	0,41	0,37
P/E	2,6	1,6	2,2	1,7
P/PPOR	1,6	1,5	1,8	1,1
Див.доходность	0%	37%	28%	33%

Источник: Данные компании, CBonds, Альфа-Банк; (*) – 2023 г. – исходя из среднегодовой цены, 2024-26 гг. – исходя из цены закрытия на 26 сентября 2025 г.

**Альфа-Банк Рынок акций**Ул. Каланчевская, 27
+7 (495)Москва, Россия 107078
795-3712**Начальник управления Акции**
+7 (495) 783 5101Вячеслав Савицкий
vsavitskiy@alfabank.ru**Управление аналитики****Начальник управления**

Борис Красноженов

bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612**Макроэкономика**

Наталия Орлова, Ph.D.

norlova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3677**Рынок акций****Стратегия**

Джон Волш

jwalsh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)**Металлы и горная добыча**

Борис Красноженов

bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Юлия Толстых

yatolstyh@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8681)

Елизавета Дегтярева

edegtyareva@alfabank.ru
+7 (495) 010-4889**Нефть и Газ**

Никита Блохин

nblokhin2@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Елизавета Дегтярева

edegtyareva@alfabank.ru
+7 (495) 010-4889**Потребительский**

Евгений Кипнис

ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева

oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075**Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение**

Анастасия Егазарян

aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 2852)**Долговой рынок**

Мария Радченко

mgradchenko@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105074)**Отраслевая аналитика****Недвижимость**

Ирина Фомкина

ifomkina@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)**ИТ**

Дмитрий Протас

dprotas@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0784991)**Торговые операции и продажи (Москва)****Продажи**

Александр Зоров

azorov@alfabank.ru
+7 (495) 783-5115

Анастасия Полтавская

apoltavskaya@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4290)**ТМТ, Сельское и Лесное хоз-во**

Анна Курбатова

akurbatova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева

oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075**Финансы**

Евгений Кипнис

ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Филипп Николаев

fnikolaev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 7392)**Электроэнергетика**

Анастасия Егазарян

aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 2852)**Недвижимость**

Ирина Фомкина

ifomkina@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)**Редактор**

Максим Сухманский

msukhmanskiy@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105222)**Спец. по данным/Аналитик**

Денис Дорофеев

didorofeev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

Полина Орехова

porekhova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8903)**Стратегия по валютному рынку и процентным ставкам**

Никита Еуров

neurov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 5204)**Потребительский**

Екатерина Тузикова

etuzikova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105172)**Торговые операции**

Артем Белобров

abelobrov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4618)

Иван Макаров

makaroviv@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105373)**РЕПО**

Олег Морозов

omorozov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 6972)



© Альфа-Банк, 2025 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.