

# ВТБ

## Отчет за 2 кв. 2024 г.

Аналитика – Акции РФ

13 августа 2024 года



Тикер	VTBR
Статус	BUY
Последняя цена	99.7
Целевая цена	158.5
Потенциал	59%

### Контакты:

**Александр Сайганов**

Head of Research

[a.sayganov@invest-heroes.ru](mailto:a.sayganov@invest-heroes.ru)

**Светлана Дубровина**

Senior Analyst

[s.dubrovina@invest-heroes.ru](mailto:s.dubrovina@invest-heroes.ru)

**Андрей Бардин**

Analyst

[a.bardin@invest-heroes.ru](mailto:a.bardin@invest-heroes.ru)

Telegram  
InvestHeroes

[@InvestHeroes](https://t.me/InvestHeroes)

## Рост прибыли за счет разовых доходов

### Результаты за 2-й квартал 2024 года:

- Чистый процентный доход составил 134.5 млрд руб. (-32% г/г). Результат оказался ниже наших ожиданий (153.8 млрд руб.). Чистая процентная маржа составила 1.9% (3.2% во 2 кв. 2023 г.).
- Чистые комиссионные доходы составили 60.7 млрд руб. (+9.2% г/г) – в рамках наших ожиданий.
- Чистая прибыль выросла до 154.7 млрд руб. (+8.5% г/г), что было незначительно лучше наших ожиданий (148.9 млрд руб.): видим возврат налога, скорее в рамках реализации отложенного налогового актива от приобретения «Открытия».

Млрд руб.	2кв2024	2кв2023	%
Чистые процентные доходы	134.5	197.0	(32%)
Чистые комиссионные доходы	60.7	55.6	9%
Чистая прибыль	154.7	142.6	9%
CoR	0.6%	0.9%	(0.3 пп)

### Динамика акций VTBR 12M



### Outlook

По чистой прибыли ВТБ отчитался на уровне наших ожиданий, но хуже наших ожиданий в части основного (кредитного) бизнеса, показав отрицательную чувствительность к повышению процентной кривой (сейчас наблюдаем более быстрый рост стоимости фондирования над доходностью по кредитам, что оказывает определенное давление на маржинальность). Компенсирующим фактором послужил более быстрый рост (чем ожидали) кредитного портфеля по сравнению с ростом депозитов.

Банк повысил прогноз по чистой прибыли с 435 до 550 млрд руб., по рентабельности капитала — с 19% до 22% с понижением прогноза по чистой процентной марже с 2.5% до 2.0%.

Мы повысили прогноз по чистой прибыли на 2024 г. с 484 до 511 млрд руб. (+18% г/г) в связи с обновлением прогноза на макроуровне и повышением дохода от реализации замороженных активов (с 100 до 108 млрд руб.).

Мы повысили целевую цену с 147.1 до 158.5 руб. за акцию в связи с обновлением макропредпосылок, сдвигом FTM-периода.

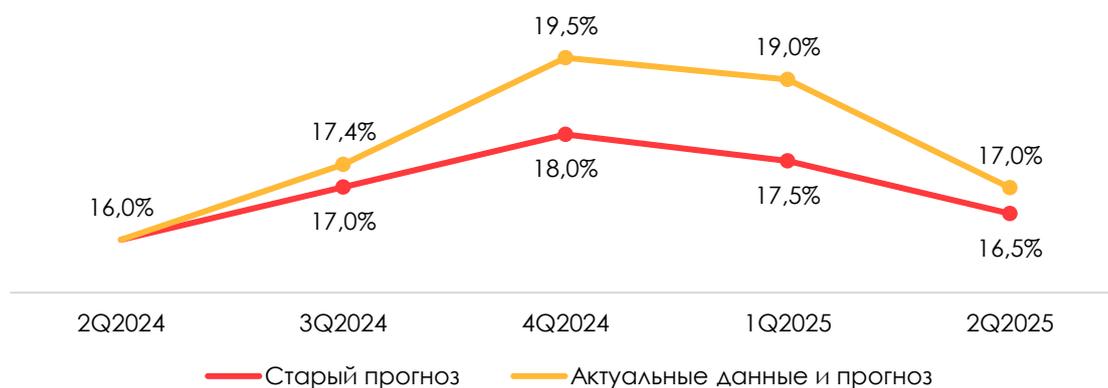
**ВТБ демонстрирует слабые показатели по основному бизнесу, тем не менее, остается активом с возможностью спекулятивного заработка на горизонте 12 мес. из-за низкой текущей стоимости (0.38 x P/B) относительно будущего капитала.**



## Изменение предпосылок на макроуровне

26 июля состоялось опорное заседание ЦБ, на котором ключевая ставка (КС) была повышена с 16% до 18%, а также представлен обновленный среднесрочный прогноз на макроуровне. Риторика ЦБ остается жесткой, внимание — на динамике инфляции. Мы не исключаем повышения ключевой ставки в 4 кв. до 20% (принимаям это за базовый сценарий). Ожидаем возвращения КС к 16% во 2 кв. 2025 г.

### Средняя ключевая ставка за квартал, %



Исходя из фактического (за 1-е полугодие) уровня выдачи кредитов населению и организациям, ЦБ повысил прогноз по годовому приросту кредитных портфелей. В своих предпосылках относительно ВТБ мы ориентируемся на нижнюю границу диапазона темпов роста по портфелю физ. лиц, так как банк пока слабо представлен в розничном сегменте и исторически показывал низкие темпы роста (однако ВТБ ставит стратегическую цель вырасти в розничном сегменте, поэтому в будущем следует ожидать смещения к среднему уровню диапазона роста). В части кредитного портфеля организаций мы отталкиваемся от верхней границы роста, так как исторически ВТБ — банк корпоративного обслуживания. Итого: ЦБ повысил годовой рост кредитного портфеля населению по нижней границе с 7% до 10%, организациям — по верхней границе с 13% до 15%.

### Кредитный портфель, млрд руб.



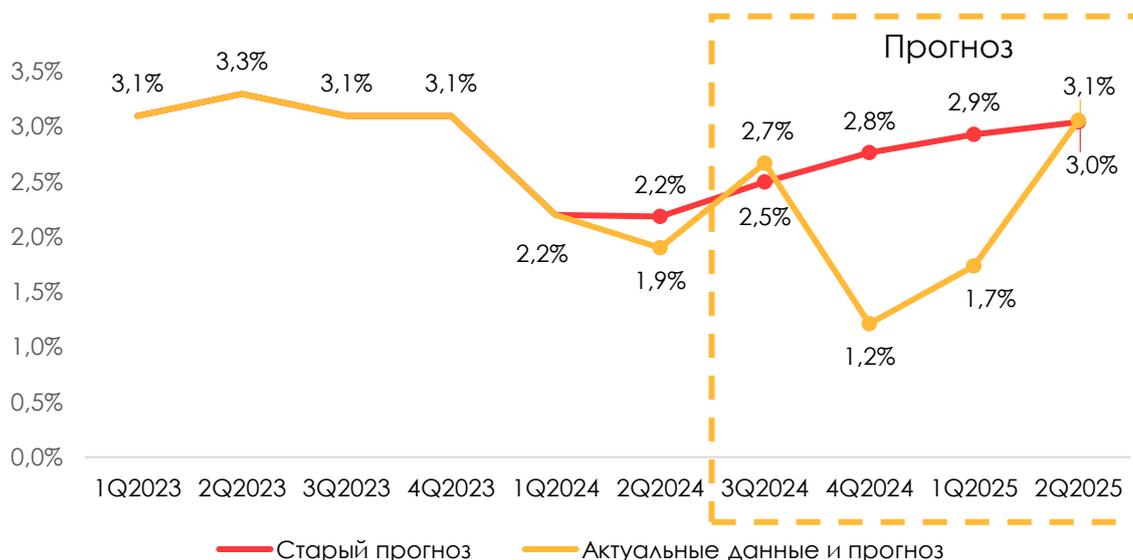
## Чистая процентная маржа

Во 2 кв. 2024 г. чистая процентная маржа (NIM) была ниже наших ожиданий и уровня 1 кв. 2024 г. (2.2%) и составила 1.9%. С учетом более сильного фактического роста кредитного портфеля над источниками фондирования, снижение NIM говорит о более быстрой чувствительности (росте) стоимости фондирования к изменению ключевой ставки, чем доходности кредитов.

Мы внесли ряд структурных изменений в оценку будущих ставок по кредитам и источникам фондирования на основе фактических данных и обновленных прогнозов на макроуровне. Мы понизили прогноз по NIM на 2024 г. с 2.5% до 2.0% (гайденс ВТБ на 2024 г. — 2%) и ожидаем 3.2% в 2025 г.

Ожидаем отрицательную чувствительность к повышению процентной кривой в 3-4 кв. 2024 г. и 1 кв. 2025 г. с восстановлением маржинальности по мере снижения ключевой ставки.

**Чистая процентная маржа (NIM), %**

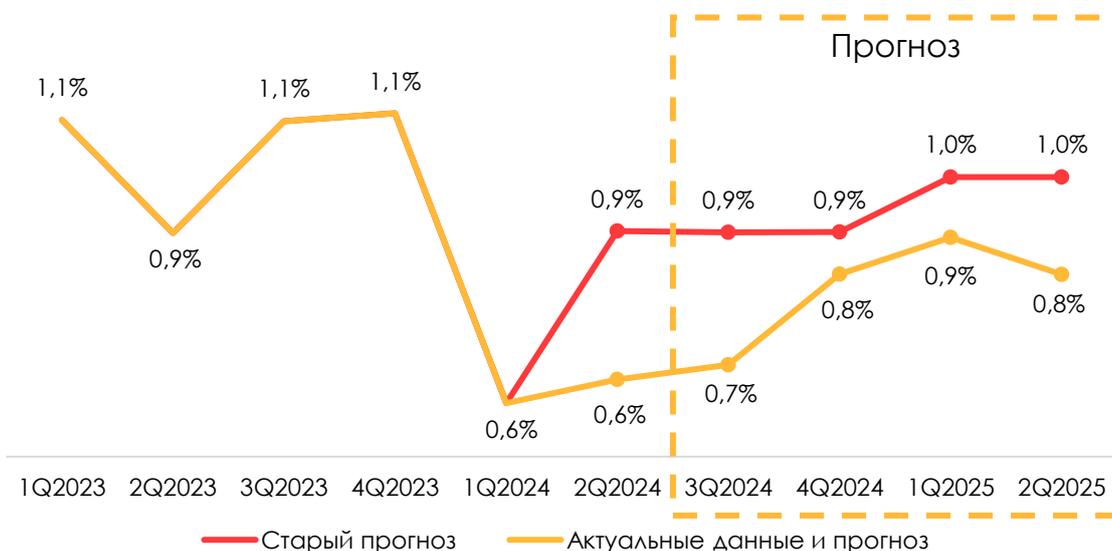


## Стоимость риска

Стоимость риска (CoR) во 2 кв. 2024 г. сохранилась на низком уровне 1-го квартала — 0.6%. Результат был лучше наших ожиданий (0.9%). Скорее всего, низкое значение связано с высвобождением части резервов, что в будущем вряд ли повторится. Также на фоне увеличения (фактического и будущего) розничного кредитного портфеля стоимость риска будет расти из-за введения повышенных риск-весов ЦБ на потребительские кредиты.

При этом ВТБ понизил прогноз по CoR на 2024 г. с 1.0% до 0.5% — это может свидетельствовать об ожидании ограниченного роста розничного кредитного портфеля. Мы умеренно понизили прогноз по CoR на 2024 г. с 0.8% до 0.7% и ожидаем 0.8% в 2025 г.

Динамика CoR ВТБ, %

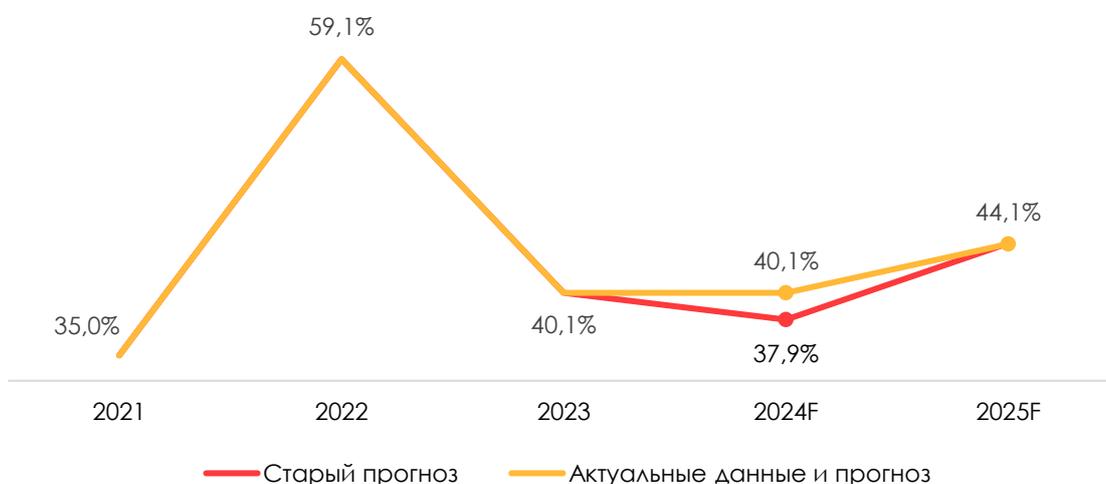


## Операционные расходы

В условиях действующей программы цифровизации (перехода с бумажного формата работы на цифровой), развития собственных и перехода на российские технологии в рамках импортозамещения операционные расходы во 2 кв. 2024 г. остаются на высоком уровне и в будущем могут еще увеличиться, так как тренд на цифровизацию устойчивый и длится не один год.

Соотношение расходов и доходов (CIR) составило 44.9% (против 36.8% в 1 кв. 2024 г.) — в рамках наших ожиданий. ВТБ сохранил прогноз по CIR на 2024 г. в диапазоне 40-45%. Мы повысили прогноз по CIR в 2024 г. с 37.9% до 40.1%.

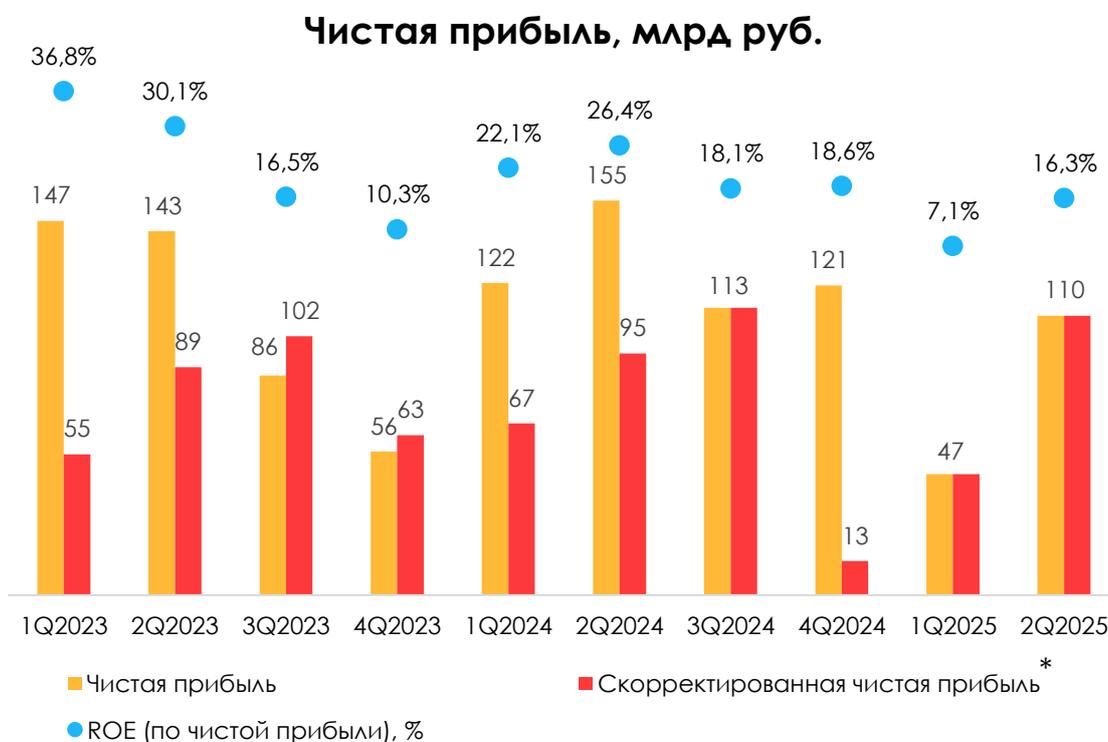
**Динамика CIR ВТБ, %**



## Чистая прибыль

По итогам 2 кв. 2024 г. (в апреле) ВТБ признал отложенные налоговые активы от приобретения банка «Открытие» (предположительно порядка 60 млрд руб.). Итого чистая прибыль составила 154.7 млрд руб. (+8.5% г/г) – результат умеренно лучше наших ожиданий на уровне 148.9 млрд. В ближайшем будущем (3-4 кв. 2024 г.) ожидаем единоразового эффекта от реализации замороженных активов в размере 100-108 млрд руб. (по оценкам менеджмента ВТБ).

С учетом всех озвученных корректировок мы повысили прогноз по чистой прибыли на 2024 г. с 484 до 511 млрд руб. (+18.4% г/г – рост вызван эффектом от единоразовых признаний, без которых может быть снижение чистой прибыли в 2024 г. на 21% г/г), ожидаем 470 млрд руб. в 2025 г. Таким образом, мы повысили прогноз по рентабельности капитала (ROE) в 2024 г. с 20.2% до 21.2% (гайденс повышен с 19% до 22%).



\*Скорректирована на разовый эффект от операций с финансовыми инструментами и валютой и прочих доходов (учет присоединения РНКБ в 1 кв. 2023 г., ОНА и продажи портфеля заблокированных активов во 2-4 кв. 2024 г.)

## Оценка

Мы повысили целевую цену с 147.1 до 158.5 руб. за акцию в связи с:

- повышением чистой прибыли на 2024 г. с 484 до 511 млрд руб. на фоне пересмотра темпов роста кредитного портфеля и макропредпосылок;
- сдвигом FTM-периода с 2 кв. 2024 г. – 1 кв. 2025 г. на 3 кв. 2024 г. – 2 кв. 2025 г.

Мультипликаторный метод		FTM
BV 'FTM	млрд руб.	2 824
Мультипликатор	x	0.49
Капитализация ПА	млрд руб.	521.0

### Оценка

Целевая капитализация	млрд руб.	851
Кол-во акций	млрд шт.	5.4

Целевая цена	руб./акцию	158.5
<b>Потенциал роста</b>	<b>%</b>	<b>59%</b>

<b>Цена акции</b>	<b>руб./акцию</b>	<b>99.7</b>
-------------------	-------------------	-------------

**ВТБ демонстрирует слабые показатели по основному бизнесу, тем не менее, остается активом с возможностью спекулятивного заработка на горизонте 12 мес. из-за низкой текущей стоимости (0.4 x P/B) относительно будущего капитала.**

## ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Упоминаемые в аналитическом отчете финансовые инструменты могут не подходить соответствующему лицу. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое про- движение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

# INVEST HEROES

Контакты:

114115, Москва, Дербеневская наб., д. 7,  
стр. 12

[research@invest-heroes.ru](mailto:research@invest-heroes.ru)

