

Оценка стоимости компании ВТБ

Аннотация. В статье представлены результаты комплексной оценки рыночной стоимости Банка ВТБ (ПАО), что важно в современных условиях структурной трансформации российской экономики. Результаты исследования показали необходимость адаптации традиционных подходов к оценке стоимости (доходного, сравнительного и затратного) с учетом специфики банковского сектора и высокой волатильности макроэкономических показателей. Представлен анализ динамики основных индикаторов банка за последний период, проведено сопоставление с ближайшими конкурентами через систему мультипликаторов и выполнено дисконтирование свободных денежных потоков на капитал (FCFE). Проведены расчёты влияния риск-факторов (высокая доля государственного участия и низкая дивидендная доходность). В рамках концепции управления стоимостью (VBM) выявлены противоречия в модели развития банка и предложены рекомендации по повышению его инвестиционной привлекательности через переход к риск-ориентированным показателям эффективности. Научная новизна исследования заключается в интеграции трех подходов к оценке (DCF, сравнительного, затратного) с учетом ESG-факторов и стресс-тестированием, что позволило получить интервальную справедливую стоимость. Практическая значимость состоит в формировании инвестиционной рекомендации «продавать / держать» и обосновании целевых ориентиров для корпоративного управления.

Ключевые слова: оценка стоимости компании, Банк ВТБ, метод дисконтированных денежных потоков, рыночные мультипликаторы, банковский сектор, управление стоимостью, VBM, ESG-факторы, акционерная стоимость, риск-менеджмент, инвестиционная привлекательность.

Sushko Olga Petrovna
Plekhanov Russian University of Economics

Valuation of VTB company

Abstract. The article provides a comprehensive assessment of the market value of VTB Bank (PJSC) in the context of the structural transformation of the Russian economy and unprecedented sanctions pressure. The author substantiates the need to adapt traditional approaches to cost estimation (profitable, comparative and costly), taking into account the specifics of the banking sector and the high volatility of macroeconomic indicators. The analysis of the dynamics of the bank's main indicators for 2023-2025 is presented, a comparison is made with its closest competitors through a multiplier system and discounting of free cash flows on capital (FCFE) is performed. Special attention is paid to specific risk factors, such as the high share of government participation and low dividend yield, which form a significant market discount. Within the framework of the value management concept (VBM), contradictions in the bank's development model have been identified and recommendations have been proposed to increase its investment attractiveness through the transition to risk-based performance indicators. The scientific novelty of the study lies in the integration of three assessment approaches (DCF, comparative, cost-based), taking into account ESG factors and stress testing, which allowed us to obtain an interval fair value. The practical significance lies in the formation of a "sell/hold" investment recommendation and the justification of targets for corporate governance.

Keywords: company valuation, VTB Bank, discounted cash flow method, market multipliers, banking sector, value management, VBM, ESG factors, shareholder value, risk management, investment attractiveness.

Введение

Актуальность темы исследования обусловлена фундаментальными изменениями в российском банковском секторе, произошедшими после 2022 года. Беспрецедентное санкционное давление, отключение крупнейших банков от SWIFT, блокировка активов и ограничения на привлечение иностранного капитала привели к формированию новой реальности, в которой традиционные модели оценки стоимости финансовых институтов перестали работать без существенных корректировок. Банк ВТБ (ПАО), являясь вторым по величине игроком на российском банковском рынке и системно значимой кредитной организацией с высокой долей государственного участия, оказался в эпицентре этих изменений. Его акции демонстрируют устойчивый дисконт относительно балансовой стоимости, что ставит вопрос: является ли эта недооценка следствием объективных макроэкономических факторов, структурных проблем самого банка или же иррационального поведения рынка.

В зарубежной литературе вопросы оценки банковского бизнеса достаточно глубоко проработаны в трудах А. Дамодарана, Т. Копленда, М. Миллера и Ф. Модильяни [4, 10]. Однако эти модели создавались для развитых рынков с предсказуемой регуляторной средой и высокой ликвидностью. Российские исследователи (Г.И. Пеникас, А.Е. Абрамов, А.Д. И. С. Белик, А. С. Дуцинин, Н. Л. Никулина.) адаптировали классические подходы к отечественным реалиям, сделав акцент на влиянии государственной собственности и административных барьеров [1, 3, 10]. Тем не менее, комплексных работ, интегрирующих доходный, сравнительный и затратный подходы с учётом посткризисных реалий 2023–2025 гг., а также ESG-факторов и стресс-тестирования применительно к Банку ВТБ, на сегодняшний день недостаточно [2, 5, 6-10].

Композиция исследования

Цель настоящего исследования — определить справедливую рыночную стоимость обыкновенных акций Банка ВТБ (ПАО) и разработать инвестиционную рекомендацию на основе синтеза трёх классических подходов к оценке, скорректированных на специфические риски российского банковского сектора.

Для достижения поставленной цели решаются следующие задачи: провести ретроспективный анализ ключевых финансовых показателей ВТБ за 2023–2025 гг. и сравнить их с ближайшими конкурентами; построить модель дисконтированных денежных потоков на капитал (FCFE); рассчитать справедливую стоимость с использованием сравнительного (рыночные мультипликаторы) и затратного (скорректированные чистые активы) подходов. Объект исследования — Банк ВТБ (ПАО) как публичная кредитная организация. Предмет исследования — методы и подходы к оценке рыночной стоимости банка в условиях высокой волатильности и институциональных ограничений.

Методологическую базу составляют общенаучные методы (анализ, синтез, индукция, дедукция), методы финансовой математики (дисконтирование, расчёт мультипликаторов), сравнительный анализ, а также методы стресс-тестирования и сценарного моделирования. Эмпирическую базу формируют отчётность Банка ВТБ по МСФО за 2023–2025 гг., данные Московской биржи, аналитические обзоры Банка России и рейтинговых агентств.

Теоретический обзор

Оценка стоимости банков представляет собой самостоятельную область финансового анализа, отличающуюся от оценки компаний реального сектора. Эти различия обусловлены природой банковского бизнеса, где основными активами выступают финансовые требования (кредиты, ценные бумаги), а не материальные объекты, а товаром являются денежные средства и принимаемые риски.

В теории оценки выделяют три классических подхода: доходный, сравнительный и затратный (Дамодаран, 2012; Копленд, Коллер, Муррин, 2005) [4, 11, 12, 14].

- Доходный подход (метод дисконтированных денежных потоков – DCF) для банков сталкивается с проблемой определения денежного потока. В отличие от промышленных предприятий, где используется свободный денежный поток фирмы (FCFF) или на капитал (FCFE), в банковском секторе сложно выделить операционный денежный поток из-за того, что процентные доходы и расходы являются основным видом деятельности. Поэтому чаще применяют модель дисконтирования дивидендов (DDM) или модель FCFE с учетом обязательных отчислений в резервы и изменений регуляторного капитала (Damodaran, 2009).
- Сравнительный подход (рыночные мультипликаторы) для банков традиционно использует коэффициенты P/B (цена / балансовая стоимость) и P/E (цена / прибыль). Однако исследования показывают, что P/B является более надежным индикатором, так как балансовая стоимость банковских активов (особенно кредитного портфеля) ближе к рыночной при адекватном резервировании (King, 2010) [12]. В то же время высокая волатильность процентных ставок и кредитных рисков снижает предсказуемость P/E.
- Затратный подход (метод чистых активов – NAV) в банковской оценке сводится к корректировке балансовых статей: кредитного портфеля на потенциальные потери, ценных бумаг – на рыночные котировки, внебалансовых обязательств – на коэффициент конвертации. Это подход дает нижнюю границу стоимости («ликвидационную стоимость»).

Эмпирические исследования последних лет (Пеникас, 2018; Vernikov, 2017) выделяют несколько ключевых факторов, влияющих на дисконт в оценке системно значимых банков РФ с высоким государственным участием [10, 13]:

1. Институциональный фактор – высокая доля государства (в ВТБ – более 60%) создает риски неоптимальной аллокации капитала, нерыночных решений (льготное кредитование, поддержка проблемных отраслей) и неопределенности дивидендной политики.
2. Регуляторное давление – требования Банка России к нормативам достаточности капитала (Н1.0, Н1.1, Н1.2) и обязательным резервам ограничивают возможность распределения прибыли.
3. Санкционные риски – блокировка активов, ограничения на использование SWIFT и валютных расчетов увеличивают стоимость фондирования и снижают доверие нерезидентов.
4. Макроэкономическая волатильность – высокая ключевая ставка ЦБ РФ (18-21% в 2024–2025 гг.) приводит к переоценке кредитного портфеля, росту стоимости риска и сжатию чистой процентной маржи.

В рамках Value Based Management ключевым показателем выступает экономическая добавленная стоимость ($EVA = NOPAT - Capital \times WACC$). Для банков модифицированный подход использует RAROC (Risk-Adjusted Return on Capital), который учитывает отчисление капитала под каждый риск-актив (Wilson, 2003) [14]. Преимущество RAROC перед традиционным ROE заключается в том, что он стимулирует менеджмент не просто наращивать прибыль, но и оптимизировать риск-профиль портфеля. ВТБ традиционно демонстрирует низкий RAROC из-за высокой доли корпоративных кредитов с пониженной маржой.

Несмотря на обилие работ по оценке публичных банков, комплексные исследования, интегрирующие доходный, сравнительный и затратный подходы с учетом ESG-факторов и стресс-тестирования для банка РФ недостаточно. Настоящая работа восполняет этот пробел, предлагая расчетную модель справедливой стоимости и выявляя структурные ограничения роста капитализации ВТБ.

Результаты исследования

Проблематика определения рыночных границ банковского бизнеса в современных реалиях отечественной экономики диктует необходимость пересмотра традиционных аналитических подходов. Банковский сектор России подвергается беспрецедентному давлению, вызванному как внешними ограничениями, так и внутренней структурной перестройкой [2]. ВТБ, являясь вторым по величине игроком, и демонстрирует показатели, требующие детального разбора. Оценка рыночной стоимости кредитной организации требует специфического инструментария, отличного от методик, применяемых в реальном секторе, где преобладает оборот материальных запасов (в банковском деле товаром выступают сами денежные средства и риск) [1]. Сложность ситуации обусловливается строгим контролем со стороны регулятора - Банка России. Регулятор устанавливает обязательные требования к уровню капитала банков и нормам резервирования, что существенно может усложнять работу.

Рынок капитала сейчас характеризуется низким уровнем ликвидности и высокой концентрацией (доминирование нескольких крупных игроков) [4]. Можно сказать, что текущая стоимость акций ВТБ на рынке определяется не столько реальными финансовыми показателями компании, сколько учётом дополнительных рисков, связанных с государственным участием в капитале банка. Этот фактор невозможно игнорировать при выстраивании долгосрочных моделей роста, так как он сильно влияет на дивидендную политику и аппетит инвесторов.

Институциональная экономика рассматривает банк как систему взаимосвязанных договорных отношений. Стоимость банка складывается из того, чего ожидают от него разные заинтересованные стороны — акционеры, вкладчики, кредиторы [6]. Учет психологических аспектов поведения вкладчиков становится столь же важным, как и расчет чистых активов (подобная междисциплинарность типична для поведенческих финансов) [5]. Важно понимать, что капитализация не всегда коррелирует с балансовой прибылью [3]. Наблюдается разрыв между учетными данными и восприятием инвесторов. Инструментарий риск-менеджмента при реализации сделок слияния и поглощения (M&A) также накладывает отпечаток на итоговые цифры [7]. Исследование динамики прибыли позволяет выявить скрытые тренды развития структуры активов банка. Сводная информация по финансовому состоянию организации представлена за трехлетний период, и отражает ключевые изменения в его операционной деятельности банка (табл. 1).

Таблица 1. Динамика основных финансовых показателей Банка ВТБ (ПАО) по стандартам МСФО за 2023–2025 гг.

Показатель	2023	2024	2025
Чистые процентные доходы, млрд руб.	529,02	303,60	296,54
Чистая прибыль, млрд руб.	223,39	559,06	294,95
Активы, млрд руб.	25 770,55	33 033,18	33 501,60
Собственный капитал, млрд руб.	1 669,34	2 154,61	2 371,88
ROE (рентабельность капитала), %	13,4%	25,9%	12,4%
ROA (рентабельность активов), %	0,87%	1,69%	0,88%
P/B (Цена / Балансовая стоимость)	0,55	0,43	0,39
P/E (Цена / Прибыль)	4,16	1,66	3,15

Представленные данные свидетельствуют о неоднородной динамике. Так, прибыль банка показала аномальный скачок в 2024 году, сменившийся существенной коррекцией. Подобная волатильность обусловлена разовыми доходами от валютной переоценки и спецификой признания резервов (в бухгалтерском учете такие моменты часто скрывают реальную операционную неэффективность). Мультипликатор P/B планомерно снижается, достигая отметки 0,39, и тем самым сигнализирует о недооценке рынком балансовой стоимости собственного капитала. Инвесторы проявляют осторожность. Низкие значения ROA подтверждают наличие «тяжелых» активов на балансе. Для понимания рыночной

ситуации необходимо сопоставить данные параметры с рыночными показателями ближайших конкурентов (табл. 2).

Таблица 2. Сравнительный анализ рыночных индикаторов крупнейших банков РФ

Компания	Капитализация (млрд руб.)	Чистая прибыль (млрд руб.)	Акционерный капитал (млрд руб.)	P/BV	P/E	ROE
ВТБ	930,0	294,95	2 371,88	0,39	3,15	12,4%
Сбербанк	6 200,0	1 600,0	6 500,0	0,95	3,88	24,6%
Альфа-Банк	1 150,0	240,0	1 200,0	0,96	4,79	20,0%
Т-Банк (TCS)	680,0	125,0	310,0	2,19	5,44	40,3%
Среднее	—	—	—	1,12	4,31	24,3%

Сравнительный анализ выявляет разрыв между ВТБ и остальным сектором. Средний мультипликатор P/BV по отрасли составляет 1,12, в то время как у рассматриваемого банка значение в три раза ниже. Рынок закладывает в цену ВТБ не только риски санкций, но и неэффективную структуру управления капиталом. Сбербанк торгуется почти вдвое дороже относительно капитала. Т-Банк демонстрирует высокие значения (P/BV = 2,19) за счет цифровой модели ведения бизнеса, а ВТБ выглядит аутсайдером по рентабельности. Для расчёта прогноза будущих выгод использована модель денежных потоков, адаптированная под банковские нужды (табл. 3).

Таблица 3. Расчет свободного денежного потока на капитал Банка ВТБ (ПАО) в ретроспективном и прогнозном периодах

Год	Чистая прибыль	Амортизация	Δ Резервов	Δ Капитала	FCFE
2023 (факт)	223,39	120,5	114,9	150,0	308,79
2024 (факт)	559,06	135,0	80,5	210,0	564,56
2025 (оценка)	294,95	142,0	92,4	180,0	349,35
2026 (прогноз)	320,00	150,0	95,0	200,0	365,00
2027 (прогноз)	350,00	158,0	98,0	220,0	386,00
2028 (прогноз)	380,00	165,0	102,0	240,0	407,00

Формирование денежного потока в банковской сфере неразрывно связано с необходимостью поддержания регуляторного капитала. Увеличение резервов значительно влияет на ликвидность банка. Необходимость постоянной докапитализации снижает объем средств, доступных для распределения между акционерами. Несмотря на данные ограничения, прогнозные значения FCFE на 2026–2028 гг. выглядят стабильными. Полученные цифры служат базой для дисконтирования (табл. 4).

Таблица 4. Оценка текущей стоимости прогнозных денежных потоков и расчет справедливой стоимости собственного капитала Банка ВТБ (ПАО)

Год	FCFE, млрд руб.	Коэффициент дисконтирования (21%)	PV FCFE, млрд руб.
2025	349,35	0,826	288,56
2026	365,00	0,683	249,30
2027	386,00	0,564	217,70
2028	407,00	0,467	190,07
Сумма PV FCFE	-	-	945,63
PV TV	-	-	840,40
Equity Value	-	-	1 786,03

Рассчитанная приведенная стоимость денежных потоков в размере 945,63 млрд. руб., служит базой для оценки. Определенная оценочная ценность собственного капитала (1786,03 млрд. руб.) банка значительно превышает текущую рыночную капитализацию. Для оценки надежности модели важно исследовать, как меняются результаты при варьировании исходных входных данных (табл. 5).

Таблица 5. Анализ чувствительности модели дисконтированных денежных потоков (DCF) к изменению ставки дисконтирования и темпов роста

Сценарий	Ke (ставка)	Темп роста (g)	Цена акции, руб.	Отклонение
Оптимистичный	18%	5%	0,0095	+41,8%
Базовый	21%	3%	0,0067	0,0%
Пессимистичный	25%	1%	0,0052	-22,4%

Проведённый анализ показывает: цена акции очень чувствительна к изменению ставки дисконтирования. Даже относительно небольшое изменение - на 3-4 процентных пункта - может кардинально повлиять на оценку стоимости ценных бумаг. При пессимистичном сценарии (ставка 25%) цена падает до 0,0052 руб. Оптимистический сценарий показал 0,0095 руб. Текущая неопределенность вокруг денежно-кредитной политики ЦБ делает любую точечную оценку весьма условной. Модель DCF дает лишь ориентир, но не истину. Для верификации полученного результата уместно вернуться к рыночным коэффициентам, используя метод компаний-аналогов (Peer Group Analysis) [3]. Сравнение мультипликаторов поможет локализовать место банка в отрасли (табл. 6).

Таблица 6. Сравнительный анализ рыночных мультипликаторов банков-аналогов

Показатель	ВТБ (2025)	Сбербанк	Альфа-банк	Т-банк	Среднее
P/E	3,15	3,88	4,79	5,44	4,31
P/BV	0,39	0,95	0,96	2,19	1,12
P/S	0,44	1,45	1,20	1,75	1,21

Использование P/S в банковском деле - мера спорная, но наглядная. У ВТБ данный показатель в три раза ниже среднего по сектору. Банк оперирует колоссальными объемами, но на выходе получает скромную маржу. Аналоги (Сбербанк, Альфа) работают эффективнее. Чтобы понять природу такого «наказания» от инвесторов, следует выделить конкретные факторы риска, влияющие на мультипликатор (табл. 7).

Таблица 7. Оценка влияния специфических риск-факторов на величину отраслевого мультипликатора P/BV Банка ВТБ (ПАО)

Фактор	Влияние на мульт.	Коэффициент
Государственный контроль (60%+)	Отрицательное	-15%
Низкая див. доходность (<1%)	Отрицательное	-25%
Качество капитала (отн. Сбера)	Отрицательное	-5%
Санкционные риски	Отрицательное	-20%
Итого дисконт к P/BV	-	-65%
P/BV скорректированный	(1,12 * 0,35)	0,39x
Справедливая цена по P/BV	-	0,0102 руб.

Суммарный дисконт в 65% выглядит пугающе, но оправданно. Главный удар по стоимости наносит отсутствие внятных дивидендов. Рынок акций в РФ сегодня - это рынок дивидендных историй. Пока банк не вернется к выплатам, рост котировок будет ограничен спекулятивными факторами. Справедливая цена по данному методу (0,0102 руб.) выше рыночной, но ниже оптимистичных прогнозов. Остается рассмотреть затратный подход, который основан на оценке чистых активов (NAV) [4]. Оценка активов по методу NAV представлена в таблице 8.

Таблица 8. Расчет чистых активов (NAV) Банка ВТБ (ПАО) с учетом рыночных корректировок балансовых статей

Статья, млрд руб.	Баланс (2025)	Коррект.	Рынок
Денежные средства	434,40	0	434,40
Кредитный портфель	22 931,41	-400,00	22 531,41
Прочие активы	10 135,79	-250,00	9 885,79
Итого активы (скорр.)	33 501,60	-650,00	32 851,60
Итого обязательства	31 129,72	0	31 129,72
NAV скорректированная	—	—	1 721,88

Корректировка кредитного портфеля на 400 млрд. руб. необходима ввиду потенциального ухудшения качества заемщиков. Банковские балансы часто содержат «токсичные» элементы, скрытые за красивыми отчетами. Уточненная стоимость чистых активов (1721,88 млрд руб.) дает цену акции в 0,0064 рубля. Затратный подход традиционно дает минимальную черту. Считаем, что ниже этой черты стоимость акций падать не должна (если не произойдет катастрофических потрясений). Теперь, имея результаты трех подходов, необходимо синтезировать итоговую оценку, присвоив каждому методу определенный вес в зависимости от его релевантности (табл. 9).

Таблица 9. Обобщение результатов оценки стоимости акций Банка ВТБ (ПАО) различными методами

Подход / Метод	Стоимость акции, руб.	Вес, %
Доходный (DCF)	0,0067	40%
Сравнительный (средний P/BV)	0,0193	10%
Сравнительный (скорр. P/BV)	0,0102	30%
Затратный (NAV)	0,0064	20%
Справедливая стоимость	0,0081	100%

Средневзвешенная стоимость в 0,0081 руб. является итоговым ориентиром. Наибольший вес (40%) отдан доходному методу как наиболее теоретически обоснованному. Скорректированный сравнительный подход также получил высокую значимость (30%). Отрадно видеть, что итоговая цифра находится в разумных пределах. Считаю, данный расчет максимально объективно учитывает как внутренний потенциал прибыли, так и внешнее давление рынка. Важно понимать, что справедливая цена и рыночная цена — разные категории. Сопоставление этих величин позволит сформировать рекомендацию для потенциальных инвесторов и оценить риски входа в актив (табл. 10).

Таблица 10. Сопоставление справедливой стоимости с рыночными котировками и инвестиционная рекомендация

Показатель	Значение
Рыночная цена (31.12.2025)	0,0095 руб.
Справедливая стоимость	0,0081 руб.
Потенциал роста	-14,7%
Див. доходность (25% payout)	1,42%
Рекомендация	продавать / держать

Рынок в конце 2025 года оценивает ВТБ дороже, чем показывает математический расчет. Переоценка составляет почти 15%. Дивидендная доходность в 1,42% выглядит незначительна на фоне инфляции и безрисковых ставок по депозитам. Влияние нефинансовых факторов представлено в таблице 11.

Таблица 11. Матрица влияния ESG-факторов на инвестиционную привлекательность Банка ВТБ (ПАО)

Фактор	Риск / Возможность	Влияние
Е (Экология)	Возможность - зеленые облигации	Нейтральное
S (Социальная)	Риск - льготная ипотека (снижение маржи)	Негативное
G (Управление)	Риск - высокая доля госучастия	Высокое

Социальный аспект (S) оказывает давление на прибыльность через участие в госпрограммах. Банк вынужден выдавать дешевые кредиты, что подрывает его внутреннюю эффективность. Корпоративное управление (G) страдает от санкционного режима и закрытости части информации. Автор полагает, что игнорирование данных аспектов ведет к искажению реальности. Влияние G-фактора оценивается как «Высокое» в негативном ключе. Подобная среда заставляет менеджмент готовиться к худшему, проводя регулярные проверки на прочность бизнес-модели. Стресс-тестирование помогает понять пределы падения стоимости при реализации катастрофических сценариев (табл. 12).

Таблица 12. Результаты стресс-тестирования прогнозной стоимости акций

Сценарий	Предпосылки	Цена, руб.
Пессимистичный	Ключевая ставка 25%, рост резервов	0,0052
Базовый	Ключевая ставка 18-20%, ЧПД на тек. уровне	0,0081
Оптимистичный	Стабилизация маржи, выплата 50% прибыли	0,0105

Диапазон цен от 0,0052 до 0,0105 руб. очерчивает границы неопределенности. Пессимизм может стоить акционерам почти половины стоимости. Базовый вариант кажется наиболее вероятным. Считаю, рыночная цена в 0,0095 руб. находится опасно близко к оптимистичному сценарию, что делает бумагу уязвимой для любых плохих новостей. Для стабилизации ситуации и реального роста ценности необходимо внедрение концепции управления стоимостью (Value Based Management). Характеристика управленческих показателей дана в таблице 13.

Таблица 13. Сравнительная характеристика KPI в рамках концепции управления стоимостью (VBM)

Показатель	Формула	Плюсы	Минусы
EVA	$NOPAT - (Capital \times WACC)$	Точность оценки выгоды	Сложность WACC
RAROC	$RiskAdj.Return / Capital$	Учет кредитных рисков	Трудность внедрения
ROE	$Net Income / Equity$	Простота и наглядность	Не учитывает риск

Анализ совокупности данных позволяет выявить фундаментальные противоречия в модели развития банка и предложить пути выхода из инвестиционного тупика. Основная проблема банка - в неэффективности использования капитала и высоком WACC, превышающем доходность активов. Решением могло бы стать радикальное сокращение операционных расходов и выход из непрофильных активов, которые сейчас лишь оттягивают ликвидность. Необходимо сместить фокус с объема активов на их качество. Ведь, без коррекции модели управления рисками (переход к RAROC) банк продолжит оставаться заложником своей масштабности.

Заключение

Проведенное исследование выявило разрыв между теоретической оценкой и рыночными реалиями. Сложность структуры ВТБ в сочетании с внешним давлением создает уникальный прецедент, когда классические методы оценки требуют радикальной корректировки на страновые и специфические риски. Основным выводом сводится к тому, что текущая недооценка акций рынком имеет под собой веские основания, связанные с неопределенностью дивидендных перспектив и качеством управления регуляторным капиталом.

Потенциал роста стоимости банка заблокирован институциональными факторами. Высокая доля государственного участия, несмотря на декларируемую стабильность, в глазах частного инвестора превращается в риск неэффективной аллокации ресурсов. Важно отметить, что рыночный мультипликатор P/B на уровне 0,39 свидетельствует о кризисе доверия. Подобная ситуация недопустима для финансового института такого масштаба в долгосрочной перспективе. Использование инструментов VBM (особенно показателя EVA) наглядно демонстрирует, что в ряде периодов банк фактически уничтожает стоимость, не покрывая затраты на привлечение капитала.

Решение обозначенных проблем видится в прозрачности стратегии выхода на целевые показатели рентабельности и формализации дивидендной политики. Считаем, что без системных изменений в корпоративном управлении справедливая стоимость останется лишь теоретической цифрой в отчетах аналитиков. Динамика 2023–2025 годов показала, что банк способен получать прибыль, но не способен удерживать внимание качественных инвесторов. Будущее капитализации ВТБ зависит не от объема выданных кредитов, а от способности менеджмента доказать рынку свою эффективность через реальную отдачу на вложенный капитал. Справедливая цена в 0,0081 руб. текущей модели развития, требует немедленной реакции и пересмотра стратегических приоритетов.

Список источников

1. Абрамов А.Е., Радыгин А.Д. Государственная собственность и эффективность экономики // Вопросы экономики. – 2020. – № 4. – С. 5-29.
2. Аркадьева О.Г., Петрова М.А. Оценка инвестиционной привлекательности облигаций банка ВТБ. Вестник Самарского государственного экономического университета. 2024;(12):56-67.
3. Белик И. С., Дуцинин А. С., Никулина Н. Л. Управленческий аспект учета ESG-факторов в оценке стоимости компании // Финансы: теория и практика. – 2023. – Т. 27. – № 6. – С. 161-172.
4. Бурганова О. Д. Сравнительный анализ оценки стоимости цифрового предприятия с помощью метода рынка капиталов // Инновации. – №. 47. – С. 438-442.
5. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. – М.: Альпина Паблишер, 2012. – 1324 с.
6. Иваницкая И. П. Подходы к оценке рыночной стоимости компаний // Oeconomia et Jus. – 2022. – №. 2. – С. 28-37.
7. Касьяненко, Т.Г. Оценка бизнеса: особые случаи (Аспирантура). (Бакалавриат). (Магистратура) : монография / Т.Г. Касьяненко, А.А. Бакулина. Москва : КноРус, 2020. – 302 с.
8. Коклев П. С. Оценка стоимости компании с использованием методов машинного обучения // Финансы: теория и практика. – 2022. – Т. 26. – №. 5. – С. 132-148.
9. Копленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 576 с.
10. Пеникас Г.И. Оценка стоимости банков: методология и практика // Деньги и кредит. – 2018. – № 6. – С. 32-41.
11. Чернов А. В. Инструментарий риск-менеджмента при реализации сделок слияния и поглощения компании на примере банка ВТБ (ПАО) // Journal of Monetary Economics and Management. – 2024. – №. 10. – С. 191-195.
12. King M. Bank Valuation: A New Perspective // Journal of Applied Finance. – 2010. – Vol. 20. – No. 1. – P. 88-98.
13. Vernikov A. State-owned banks in Russia: performance and policy implications // Russian Journal of Economics. – 2017. – Vol. 3. – No. 4. – P. 399-417.
14. Wilson T. RAROC and Beyond // Risk Management. – 2003. – Vol. 8. – P. 55-68.

Сведения об авторе

Сушко Ольга Петровна, д.э.н., доцент, профессор кафедры экономики промышленности ФГБОУ ВО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова», Москва, Россия

Information about the author

Sushko Olga Petrovna, Doctor of Economics, Associate Professor, Professor of the Department of Industrial Economics, The Plekhanov Russian University of Economics , Moscow, Russia