

Банки: возобновление аналитического освещения

Часть II: TCS Group – альтернативная инвестиция в банковский сектор

Рынок акций
Банки

25 апреля 2018 г.

Вывод

Мы возобновляем аналитическое освещение TCS Group с рекомендации **ВЫШЕ РЫНКА** и РЦ \$24,2/ГДР на горизонте 12 месяцев. Мы считаем, что банк способен выиграть от потенциального роста потребительского кредитования, особенно учитывая способность банка привлекать новых клиентов. Хотя ЧПМ в ближайшие годы должна снизиться, а стоимость риска - вырасти, мы полагаем, что растущий комиссионный бизнес банка («финансовый супермаркет») поддержит высокий уровень ROE. Благодаря способности генерировать капитал банк может выплачивать щедрые дивиденды, что делает его привлекательной высокотехнологичной инвестицией в банковском секторе с высоким уровнем возврата на капитал.

Bloomberg ticker	TCS LI
Rating	OW
Closing price, \$	20.0
Target price, \$	24.2
Return to TP	21%

Дата ценообразования: закрытие рынка 23 апреля 2018 г.

Инвестиционный анализ

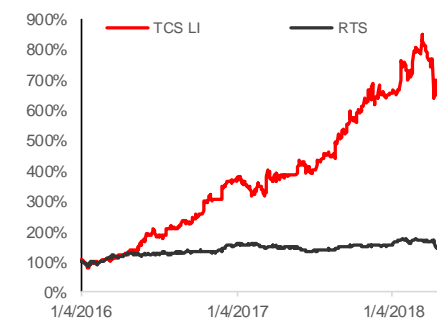
Банк способен выиграть от потенциального роста потребительского кредитования. Занимая 2-е место на российском рынке кредитных карт, мы считаем, что банк способен выиграть от потенциального роста рынка потребительского кредитования. Банк является лидером в секторе с точки зрения эффективности затрат (у банка нет отделений), благодаря чему может инвестировать в расширение клиентской базы и демонстрировать опережающие темпы роста (по нашему прогнозу, среднегодовые темпы роста валового кредитного портфеля составят 21% в 2018-2020 гг.).

ЧПМ снизится, стоимость риска вырастет, но ROE сохранится на высоком уровне... По нашему прогнозу, ЧПМ снизится на 4 п. п. (после понижения ставок на кредиты), а стоимость риска вырастет до 9% к 2020 г. с текущих 5,5% (так как опережающие темпы роста кредитования предполагают рост аппетита к риску). Тем не менее, мы считаем, что банк по-прежнему будет придерживаться весьма осторожной позиции по отношению к риску (что поддерживается и строгим контролем со стороны ЦБ), и, следовательно, мы не ожидаем, что стоимость риска достигнет уровня 2014-2015 гг. в 15-17%.

... чему окажет поддержку рост комиссионного бизнеса. По нашему прогнозу, вклад непроцентного дохода в совокупный доход банка составит примерно 34% к 2020 г. (против нынешних 21%). Мы все еще считаем, что основная часть дохода банка в 2018-2020 г. будет приходиться на его основной бизнес. В то же время развитие «финансового супермаркета», генерирующего комиссионный доход, будет способствовать снижению волатильности прибыли в течение кредитного цикла и поддерживать ROE на высоком уровне 49-56% в 2018-2020 гг.

Способность генерировать капитал поддерживает рост дивидендных выплат. Учитывая самый высокий в индустрии показатель ROE и сильную позицию по капиталу (достаточность капитала 1-го уровня составит 19-20% в 2018-2019 гг.), мы считаем, что банк сможет увеличить свой коэффициент дивидендных выплат до 60-65% к 2019-2020 гг. (согласно нынешней дивидендной политике, он равен 50%). В этом случае дивидендная доходность составит 5,4-8,5% в 2018-2020 гг. Таким образом, мы считаем акции банка привлекательной инвестицией как в расчете на рост и инновационные финансовые технологии, так и с точки зрения перспектив возврата на вложенный капитал.

Динамика акций



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Оценка и риски

Оценки стоимости. Мы присваиваем банку рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**: акции банка предлагают хорошие возможности для инвестирования в высокотехнологичный бизнес, способный генерировать капитал и выплачивать щедрые дивиденды. Коэффициент 2018-19П P/BV банка сейчас составляет 4,1-5,1x 2018-19П, P/E 2018-19П – 8,6-9,2x, что предполагает значительную премию к другим российским банкам. Мы считаем, что эта премия вполне заслужена, учитывая показатель ROE банка и перспективы роста. Банк Capitec (ЮАР), также как и TCS Group, специализирующийся на потребительском сегменте, торгуется примерно на том же уровне по коэффициенту P/BV, тогда как P/E превышает аналогичный показатель TCS Group в два раза, при этом ROE Capitec в два раза ниже, чем у TCS Group; существенно ниже и дивидендная доходность Capitec. Таким образом, мы считаем, что сейчас TCS Group недооценен. Наша РЦ на горизонте 12 месяцев составляет \$24,2/ГДР (на основе модели ДДП) и предполагает потенциал роста 21%. После недавних распродаж на рынке мы считаем текущие уровни котировок привлекательными для покупки.

Риски. Отраслевые риски: 1) ухудшение макроконъюнктуры и геополитической обстановки в России; 2) более резкое понижение ключевой ставки ЦБ, оказывающее дальнейшее давление на ЧПМ; 3) аномально быстрый рост кредитов, ведущий к ухудшению их качества и повышению стоимости риска; 4) ограничительные меры со стороны ЦБ; 5) риски успешной реализации проекта «финансовый супермаркет» и 6) возможный навес акций на рынке.

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Аналитический отдел

Телефон/Факс

Руководитель Аналитического департамента
Макроэкономика
Металлы и горная добыча
Потребительский сектор, Интернет
Банки
Аналитическая поддержка российских клиентов
Перевод
Редактор
Техническая поддержка

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12

(7 495) 795-3676

Борис Красноженов
Наталья Орлова, Ph.D, Валерия Волгарева
Борис Красноженов, Юлия Толстых
Александра Мельникова, Олеся Воробьева
Евгений Кипнис
Гельды Союнов, Алан Казиев
Анна Мартынова
Джон Волш
Денис Дорофеев

Торговые операции и продажи

Телефон

Продажи российским и иностранным клиентам
Группа продаж Альфа-Директ

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522

Константин Шапшаров, Александр Зоров
(7 495) 795-3680

Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев, Ольга Бабина

© Альфа-Банк, 2018 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 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. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из 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 и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. 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 и 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 и на территории и других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о так их 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.