

TCS (ВЫШЕ РЫНКА)

Сложившаяся клиентская база как драйвер роста

Вывод

Мы полагаем, что созданная банком база клиентов премиального класса обеспечивает дальнейший потенциал для перекрестных продаж кредитов наличными, уже являющихся заметной частью кредитного портфеля банка. Хотя это будет оказывать давление на процентную маржу, мы считаем, что расширение кредитования наличными в долгосрочной перспективе позитивно для стоимости риска и достаточности капитала. Учитывая сильную позицию по капиталу банка и ROE более 50%, мы не видим угрозы для дивидендной политики TCS после повышения ЦБ коэффициентов риска. Мы повысили оценку прибыли на 2018-20 гг. Учитывая более высокую стоимость риска и ослабление рубля, мы повышаем РЦ 12М на 9% до \$26,5/ГДР, потенциал роста – 55%, рекомендация **ВЫШЕ РЫНКА** – прежняя.

Bloomberg ticker	TCS LI
Rating	OW
Closing price, \$	17.1
Target price, \$	26.5
Return to TP	55%

Дата ценообразования: закрытие рынка, 18 сентября 2018 г.

Дебетовые карты предоставляют базу для кросс-продаж кредитных продуктов. В последние годы Tinkoff увеличил предложение дебетовых карт (примерно 3,5 млн клиентов премиального класса в 1П18). Хотя прибыль этой бизнес-линии сейчас почти нулевая, она предоставляет базу для кросс-продаж кредитов наличными. В итоге мы ожидаем увеличения вклада кредитов наличными в кредитный портфель TCS (который был значителен в 1П18). Мы полагаем, что этот сегмент имеет сильный потенциал роста; полагая, что средний кредит наличными составляет 200 000 тыс. (по оценке банка), мы оцениваем охват этим сегментом существующих владельцев дебетовых карт всего в 2,5%.

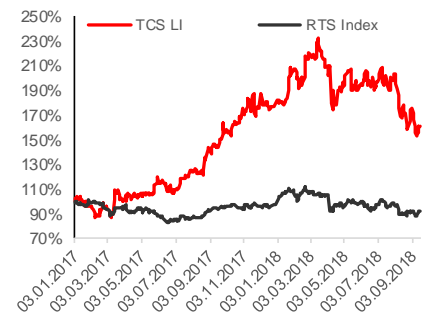
Инвестиционный анализ

Размывание маржи учтено в цене, но стоимость риска может оказаться ниже ожиданий. С ростом доли кредитов наличными в совокупном кредитном портфеле мы ожидаем, что средняя доходность портфеля снизится примерно на 6 п. п. к 2020 г. (менеджмент ожидает снижения на 5-7 п. п. в ближайшие 2-3 года). В то же время наш анализ клиентской базы указывает на более низкий профиль риска клиентов, берущих кредит наличными, что, на наш взгляд, оправдывает более низкую стоимость риска в сравнении с кредитными картами. Таким образом, мы считаем, что долгосрочный прогноз стоимости риска менеджмента (10%) может быть понижен.

Позиция по капиталу достаточно сильная, чтобы справиться с ужесточением регулирования. Мы полагаем, что новые инициативы ЦБ повысить коэффициенты риска по необеспеченным кредитам (выданным после 1 сентября 2018г.) снизят T1 CAR примерно на 1,6 п. п. к 2019 г. в сравнении с 1П18 (по ожиданиям менеджмента TCS, негативный эффект на обязательные нормативы составит 1,5 п. п.). Это в сочетании с сильным ROE более 50% предполагает отсутствие необходимости в новом капитале и отсутствие рисков по дивидендной политике (до 50% чистой прибыли за квартал). Мы ожидаем, что коэффициент дивидендных выплат в среднем составит 45-50%.

Обновление модели. После публикации результатов за 1П18 по МСФО мы ожидаем более быстрый рост кредитов и более медленное снижение доходности в сравнении с первоначальным прогнозом, а также более быстрый рост комиссионного дохода. В то же время рост доли кредитов наличными способствует снижению стоимости риска в сравнении с первоначальной оценкой на 2019-2020 гг. Заложив это в нашу модель, мы повысили оценку чистой прибыли на 2018-2020 гг. на 4-25%. Наш прогноз чистой прибыли на 2018 г. на 6% выше прогноза менеджмента банка, однако на 4% ниже консенсус-прогноза Bloomberg. Тем не менее, мы полагаем, что рынок учитывает в текущей цене гораздо более пессимистичный сценарий.

Динамика акций (относительная)



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Оценка и риски

Оценка. TCS сейчас торгуется по 2019П P/BV в 3,4x, а по 2019П P/E – в 6,7x. Хотя премия к акциям российских банков оправдана (учитывая ROE банка), TCS торгуется с 31% дисконтом к Capitec, южноафриканскому потреббанку, хотя ROE TCS в два раза превышает ROE Capitec. Таким образом, мы считаем оценки стоимости TCS низкими. Учитывая более высокую оценку прибыли, нейтрализованную увеличением стоимости капитала и ослаблением рубля, мы повысили РЦ на 9% до \$26,5/ГДР. Это предполагает 55%-й потенциал роста и подтверждает рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**.

Риски. 1) Ухудшение макро- и геополитической ситуации, 2) очень высокий рост кредитования, ведущий к ухудшению качества кредитов и повышению стоимости риска; 3) ограничительные меры ЦБ; 4) риск исполнения, связанный с финансовым маркетплейсом; 5) низкая ликвидность.

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

Торговые операции и продажи

Телефон

Продажи российским и иностранным клиентам
Группа продаж Альфа-Директ

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

(7 495) 795-3676

Борис Красноженов
Наталья Орлова, Ph.D, Валерия Волгарева, Наталия
Лаврова

Борис Красноженов, Юлия Толстых
Александра Мельникова, Олеся Воробьева

Евгений Кипнис
Гельды Союнов, Алан Казиев

Анна Мартынова
Джон Волш
Денис Дорофеев

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

Константин Шашаров, 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 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,