

TCS (ВЫШЕ РЫНКА)

РЦ понижена на фоне снижения дивидендов; подтверждаем рекомендацию ВЫШЕ РЫНКА

Вывод

Менеджмент Тинькофф принял решение сократить дивидендные выплаты. Это связано с решением ЦБ еще раз повысить риск-веса по необеспеченным потребительским кредитам, что оказывает давление на достаточность капитала банка. Мы считаем это решение вполне оправданным, так как рыночная конъюнктура по-прежнему благоприятна для дальнейшего роста кредитования, что, в свою очередь, теперь требует больше капитала. Мы также считаем, что банк выбрал правильное время для диверсификации своего кредитного портфеля в сторону клиентов премиального класса, что отчасти смягчит потенциальный рост стоимости риска и давление на капитал. Это в сочетании с привлекательными оценками стоимости банка подтверждает наш позитивный взгляд на ГДР TCS в долгосрочной перспективе. В то же время мы не исключаем краткосрочного отставания акций от бумаг Сбербанка и ВТБ (дивидендная доходность бумаг последних двух банков составляет 10-11% против 5% – у TCS). Наша РЦ на 12 месяцев понижена до \$23,4/ГДР на фоне снижения дивидендов и ослабления рубля. Учитывая 41% потенциал роста акций, мы подтверждаем рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**.

Инвестиционный анализ

Дивидендные выплаты сокращены на фоне ужесточения регулирования ЦБ... 28 декабря TCS объявил новую дивидендную политику, понизив целевой коэффициент дивидендных выплат с 50% до 30% квартальной чистой прибыли (что соответствует дивидендной доходности 2019П 5%). Это решение последовало после неожиданной инициативы ЦБ еще раз повысить риск-веса по потребительским кредитам на 30 п. п.

... что вполне оправдано, так как рост бизнеса требует капитала. В результате решения ЦБ коэффициент достаточности базового капитала N1.1 Тинькофф может снизиться примерно на 1 п.п. (если применить 30 п.п. повышение риск-веса по кредитному портфелю в моменте). Учитывая это, а также негативный эффект предыдущего повышения (по прогнозам менеджмента, примерно 1,5 п. п.), N1.1 банка может опуститься ниже комфортного уровня для менеджмента (при прочих равных). Таким образом, мы считаем решение сократить дивидендные выплаты вполне оправданным: рыночная конъюнктура по-прежнему благоприятна для дальнейшего роста (просрочка первого платежа по необеспеченным кредитам остается на уровне 9% против максимума в 22% в июне 2015 г.). Более того, мы считаем, что конкуренты Тинькофф с более слабой позицией по капиталу сейчас будут иметь меньшие возможности для роста в сегменте необеспеченных кредитов. Это, в свою очередь, открывает для Тинькофф возможности для роста доли рынка.

Диверсификация банковских продуктов: как нельзя своевременно. По данным статистики Сбербанка, отношение месячного платежа по кредиту к ежемесячному доходу заемщика (PTI) по новым кредитам вырос до 19,2% на октябрь 2018 г. против дна 13,6% в 2017 г. Используя эту динамику как отражение картины на рынке, мы считаем, что стоимость риска по потребительским кредитам достигла переломной точки и в 2019 г. ее рост должен возобновиться. Учитывая это, а также ужесточение регулирования, мы считаем, что Тинькофф выбрал правильное время для того, чтобы начать продажу кредитных продуктов клиентам премиального класса. Их доходность ниже в сравнении с доходностью кредитных карт (15-20% против 37-38%). Этот сегмент клиентов, в свою очередь, менее рискованный (стоимость риска здесь 4-5% против 8-10%) и требует меньше капитала. Таким образом, мы считаем, что стоимость риска Тинькофф, вероятно, сохранится ниже среднециклического уровня (10%), по крайней мере, в среднесрочной перспективе.

Обновление финансовой модели. В ходе последней телефонной конференции менеджмент Тинькофф повысил прогноз прибыли на 2018 г. минимум до 26 млрд руб. – это соответствует росту на 37% г/г при ROAE 70%. В то же время банк пока не предоставил точный прогноз на 2019 г., указав лишь на то, что ожидает продолжения устойчивого роста. В июне во время Дня стратегии менеджмент поделился планами наращивать чистую прибыль на 20-40% в год в 2018-2019 гг. Мы внесли небольшие изменения в нашу модель, повысив наш прогноз прибыли на 2018 г. на 3% и сократив прогноз на 2019-2020 гг. на 1-2% (отражая снижение доходности по кредитному портфелю). Наш прогноз дивидендов на 2019-2020 гг. понижен на 36-41% на фоне снижения коэффициента дивидендных выплат. Мы консервативно ожидаем роста чистой прибыли на 20% г/г 2019П (это примерно соответствует нижней границе диапазона), что соответствует ROAE на уровне 59%. Наш прогноз чистой прибыли примерно соответствует консенсус-прогнозу на 2018-2020 гг.

Оценка и риски

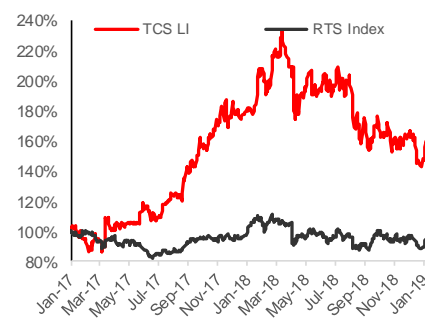
Оценка. TCS торгуется по коэффициентам 2019П P/BV и 2019П P/E соответственно на уровне 3,2x и 6,5x. Хотя премия к российским банкам оправдана (учитывая ROE банка), TCS торгуется примерно с 50%-м дисконтом к Capitec, южноафриканскому потреббанку, хотя ROE TCS в 2-3 раза превышает ROE Capitec. Таким образом, мы считаем оценки стоимости TCS низкими и подтверждаем свой долгосрочный позитивный взгляд на банк. В то же время после недавнего решения сократить дивидендные выплаты мы не исключаем более слабой динамики акций в сравнении с бумагами Сбербанка и ВТБ (дивидендная доходность которых составляет 10-11% при текущих уровнях котировок). Мы понизили нашу РЦ на 12 месяцев на 12% до \$23,4 за ГДР, главным образом, из-за более низких дивидендных выплат и ослабления рубля. Тем не менее, это предполагает потенциал роста 41% и подтверждает рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**.

Риски. 1) Ухудшение макро- и геополитической ситуации, 2) ослабление рубля; 3) крайне высокий рост кредитования, ведущий к ухудшению качества кредитов и повышению стоимости риска; 4) дальнейшие ограничительные инициативы со стороны ЦБ; 5) низкая ликвидность.

Bloomberg ticker	TCS LI
Rating	OW
Closing price, \$	16.6
Target price, \$	23.4
Return to TP	41%
Old TP	26.5

Дата ценообразования: закрытие рынка, 8 января 2019 г.

Динамика акций (относительная)



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Ключевые финансовые показатели

RUBbn	2017A	2018F	2019F
Net interest income	46,076	58,265	68,511
Operating income:	58,550	82,593	102,268
Opex	(25,925)	(35,548)	(43,232)
Provision charge	(7,640)	(12,830)	(18,136)
Net profit:	19,023	26,050	31,141
ROAE	55.9%	70.0%	58.5%
NIM	22.3%	19.7%	17.7%
CoR	5.4%	6.5%	6.9%
P/B	4.4x	4.8x	3.2x
P/E	7.5x	7.8x	6.5x
Dividend yield	6.7%	5.4%	4.7%

Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

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
Олеся Воробьева
Евгений Кипнис
Гельды Союнов, Алан Казиев
Анна Мартынова
Джон Волш
Денис Дорофеев

(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 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.