

Инвестиционная идея: Тинькофф

- Недооцененный, быстрорастущий банк, акции которого крайне резко отреагировали на негативные новости в отношении основного акционера, игнорируя «неоперационный» характер новостей

В виду сильного падения акций Тинькофф, считаю, что теперь они представляют собой отличную инвестиционную идею

Акции (а точнее расписки на акции) торгуются на Московской бирже (TCSG), на Санкт-Петербургской и Лондонской биржах (TCS)

Дальше мне будет интересна в первую очередь именно Лондонская биржа по двум причинам:

1) Данная идея выпущена 07 марта 2020 и уже в понедельник, пока в РФ выходной, вы сможете купить эти акции на Лондонской бирже

2) Именно на Лондоне проходило IPO в 2013 г. и там история котировок больше

В принципе для большинства нет почти никакой разницы на какой бирже покупать эти акции

Динамика акций на Лондонской бирже (в долларах):



И в рублях:



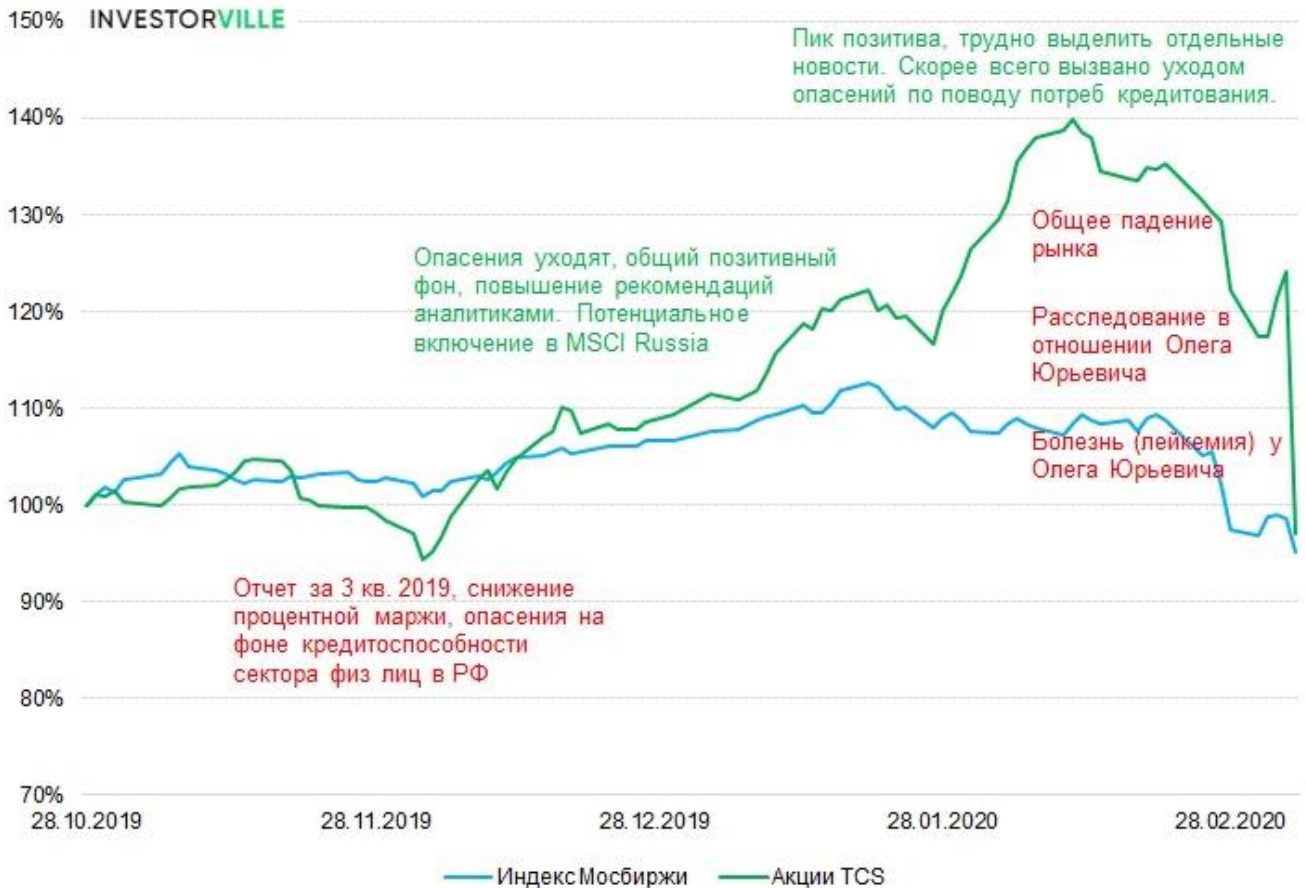
Таким образом, сейчас акции в рублях вернулись на уровень 2017-2019 гг, где они долгое время торговались в этом диапазоне.

График в рублях нужен, так как за последний месяц курс сильно девальвировался и сейчас уже 68+ руб. за доллар

Еще надо отметить, что 6 марта акции падали и до 15 долларов, но потом в последний час были выкуплены до 17 долларов. Конечно, 15 долларов это отличная цена, но и 17 долларов, имхо, вполне ок.

- Недооцененный, быстрорастущий банк, акции которого крайне резко отреагировали на негативные новости в отношении основного акционера, игнорируя «неоперационный» характер новостей

Наложил на график основные события с момента листинга расписок на Мосбирже:



С момента листинга акции TCS -3%, Мосбиржа -5%

Но если брать с недавних пиков, то TCS -31%, а Мосбиржа -16%

Мое видение по ключевым причинам падения:

1) Рынки падают из-за психоза в отношении коронавируса и ограничительных мер, которые в отношении него предпринимаются.

Конечно, больший урон наносят именно меры. Мне кажется вся эта история преувеличена. Это все никак не влияет на не сырьевые и ориентированные на российский рынок компании.

Тинькофф как раз не сырьевой и работает только в РФ

2) Расследование в отношении Олега Тинькова от налогового управления США. Утверждается, что он скрыл налог

На мой непрофессиональный взгляд, цена вопроса это около 200-300 млн долл + возможные неустойки и пени (какие, не знаю)

Так или иначе это выглядит личной проблемой Олега Тинькова, и я не понимаю как это может повлиять на банк

Инвестиционная идея: Тинькофф

- Недооцененный, быстрорастущий банк, акции которого крайне резко отреагировали на негативные новости в отношении основного акционера, игнорируя «неоперационный» характер новостей

Кто-то скажет, что это влияет на дивиденды, но как это влияет и плохо/хорошо ли это?

- а) «Банк перестанет платить дивиденды» — идея в Тинькофф банк не в дивидендах. Сейчас доходность составляет только 3%
- б) «Банк станет платить дивиденды выше, чтобы Тиньков мог расплатиться по налогам» — тоже возможно, я считаю, что это не хорошо и не плохо. Хотелось бы, чтобы такой растущий банк как можно меньше платил дивидендов и реинвестировал прибыль
- Для того, чтобы расплатиться по налогам всегда можно заложить часть или всю долю в Тинькофф банке, получить займ от банков, расплатиться и дальше спокойно лечиться.

3) Болезнь лейкозом, о которой было объявлено 06 марта, и которая сильно усугубила падение акций

Опять же, это больше личная проблема Олега Юрьевича. Болезнь очень страшная, но, я уверен, что:

- а) Основатель Тинькофф банка может себе позволить высокий уровень медицины
- б) в Банке очень сильная команда менеджмента и операционно ничего не случится.
- Визионерские функции вполне может выполнять CEO банка

Oliver Hughes
CEO



At Tinkoff since 2007

Experience: Head of Visa International, Moscow

Ilya Pisemskiy
CFO



At Tinkoff since 2008

Experience: Bank Soyuz, Ernst & Young, Arthur Andersen

Sergey Pirogov
Head of Corporate Finance



At Tinkoff since 2010

Experience: Citigroup

в) многие уже закладывают сценарий при котором Олег Тиньков умирает, начинается какой-то хаос, приходит новый «плохой» мажоритарий, появляется какой-то непонятный «навес», что вот «акции сейчас будут распродаваться и т.п.»

Для меня это все непонятно. В случае смерти мажоритария наверное могут произойти такие события:

- в.1.) Да, акции упадут, но вряд ли очень сильно, так как банк станет тогда слишком дешевым (см ниже)
- в.2.) дети Тинькова получают акции по наследству, возможно все это будет происходить через специальный траст. А может большая часть уйдет в слепые трасты и/или благотворительность

Инвестиционная идея: Тинькофф

- Недооцененный, быстрорастущий банк, акции которого крайне резко отреагировали на негативные новости в отношении основного акционера, игнорируя «неоперационный» характер новостей

Надо еще отметить, что по идее, акции класса B, которые супер голосующие конвертнутся в акции A и тогда у наследников не будет большинства по голосам

Ниже две вырезки, на которых все что нужно знать:

Ownership Structure

TCS Group Holding PLC's shares, in the form of Global Depositary Receipts (GDRs), have been trading on the London Stock Exchange under the ticker TCS LI since October 2013.

One GDR represents an interest in one Class A Share. TCS Group Holding PLC's share capital consists of 119,291,268 Class A shares and 80,014,224 Class B shares. TCS Group Holding PLC's depository bank is JPMorgan Chase Bank, N.A.

As at 2 July 2019, TCS Group Holding PLC had the following main investors:



Тиньков думать будет

Основной владелец TCS Group – Олег Тиньков: он распоряжается 88,6% голосов, в капитале группы его доля около 43%. Ещё примерно 6,5% акций – у менеджмента, остальное находится в свободном обращении на LSE. Капитал TCS состоит из акций класса B (принадлежат Тинькову), у которых 10 голосов, а также акций класса A (у них по 1 голосу).

(вырезка из Ведомостей немного устарела, после этого было SPO и эффективная доля Тинькова снизилась)

в.3.) в таких случаях, банк будет обязан подготовить некий план управления и согласовать его с ЦБ (см пример Уралсиба, но там все было серьезнее, так как банк на санации) — не так важно

в.4.) «Приход плохого мажоритария» — пока этот сценарий не серьезен.

Компания имеет листинг в Лондоне, очень хорошо управляется. Это не завод, который можно «отжать». Если попытаться «отжать» такой банк — сотрудники разбегутся, а они это основа банка. ЦБ не может допустить проблем у такого крупного банка

- Недооцененный, быстрорастущий банк, акции которого крайне резко отреагировали на негативные новости в отношении основного акционера, игнорируя «неоперационный» характер новостей

Плюс, не так много есть групп в РФ, которые могут себе позволить такую большую покупку + понимают банковский бизнес. С ходу могу назвать только Сбербанк, Газпромбанк, Альфа-Групп, Яндекс. У ВТБ не хватит капитала (я знаком с особенностями расчета сделок M&A по покупке других банков)

Еще один вариант, который может быть запасным — это SPO на 15%-20% тех долей, что получают дети Тинькова. (и есть тот гипотетический «навес», но именно как защита от плохого мажоритария). Тогда их доля снизится до 20-25% и получится довольно сбалансированная структура, которая практически исключит возможные недружественные альянсы акционеров. Считаю этот сценарий крайним.

Мое мнение: новости про болезнь и налоги Олега Юрьевича очень неприятны (желаю ему скорейшего выздоровления), но не связаны с банком напрямую и будут иметь минимальное влияние на операционный бизнес

«Навес акций» это не операционный фактор, а спекуляции на тему временного падения акций и т.п.

Я нахожу в этой истории много параллелей с Яндексом (законопроекты). Сначала паника, а потом понимание, что «не все так уж и страшно».

Теперь про операционный бизнес:

Компания отчитывается за 2019 год уже совсем скоро, 11 марта. Поэтому в эту дату у компании будет возможность «успокоить рынки»

Графики и анализ привожу на основе данных за 9 мес. 2019.

<https://acdn.tinkoff.ru/static/documents/89b02935-f6e6-4e39-999e-241df733c12f.pdf>

OWNERSHIP STRUCTURE AND FINANCIAL HIGHLIGHTS



Tinkoff

All currency data are in RUB bn unless otherwise stated

SHAREHOLDER STRUCTURE



Oleg Tinkov (40.4%)

- Founder, controlling shareholder
- One of the best known Russian entrepreneurs
- Launched six highly successful businesses across several industries
- Education: Diploma Programme in Marketing, University of California, Berkeley

Management (6.5%)

Free float (53.1%*)

GROUP'S KEY FINANCIALS (IFRS)

Income Statement	2016	2017	2018	Growth 17/16	Growth 18/17	9M'18	9M'19	Growth 19/18	
Net interest income	34	46.1	59.2	36%	28%	42.9	62.3	45%	
Net fee & commission income	4.9	9.9	16.7	102%	68%	11.8	14.4	22%	
Admin. and other op. Expenses	-11.3	-16.2	-23.0	43%	42%	-15.6	20.5	31%	
Customer acquisition expense	-6.7	-9.7	-13.1	45%	35%	-9.8	13.9	42%	
Provision for loan impairment	-8.4	-7.6	-11.6	-9%	53%	-9.3	19.6	111%	
Profit for the period	11.0	19.0	27.1	73%	43%	19.0	25.1	32%	
Balance Sheet					31-Dec-18		30-Sep-19		9M'19
Loans and advances to customers	102.9	140.2	198.5	36%	42%	198.5	319.9	61%	
Total assets	175.4	268.8	375.5	53%	40%	375.5	507.6	35%	
Customer accounts	124.6	179.0	280.9	44%	57%	280.9	346.7	23%	
Total equity	29.5	41.7	42.3	41%	1%	42.3	83.4	97%	
Ratios					9M'18		9M'19		
Net interest margin	26.2%	25.3%	23.2%	-0.9 p.p.	-2.1 p.p.	23.9%	22.0%	-1.8 p.p.	
Cost / Income (incl. acquisition expenses)	43.9%	43.2%	42.2%	-0.7 p.p.	-1 p.p.	41.3%	38.4%	-2.9 p.p.	
ROAE	42.5%	52.8%	74.7%	10.3 p.p.	21.9 p.p.	69.3%	59.0%	-13.8 p.p.	

- Недооцененный, быстрорастущий банк, акции которого крайне резко отреагировали на негативные новости в отношении основного акционера, игнорируя «неоперационный» характер новостей

Капитал за год вырос на 97% — результат по большей части SPO

Портфель займов на 61%

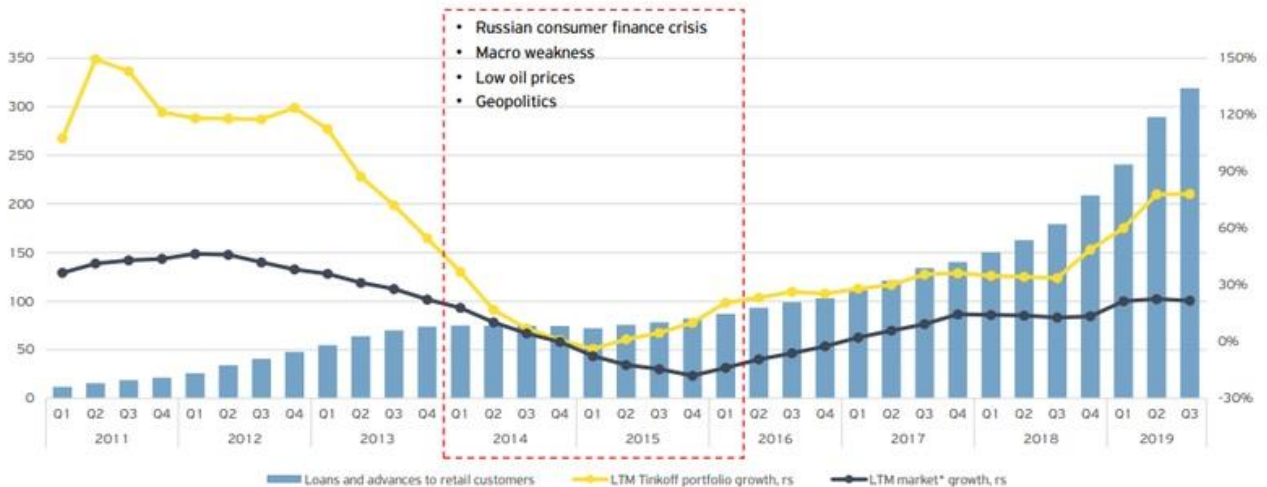
Прибыль на 32%

Так быстро не растет ни один другой крупный банк

Вот еще отличные графики из презентации:

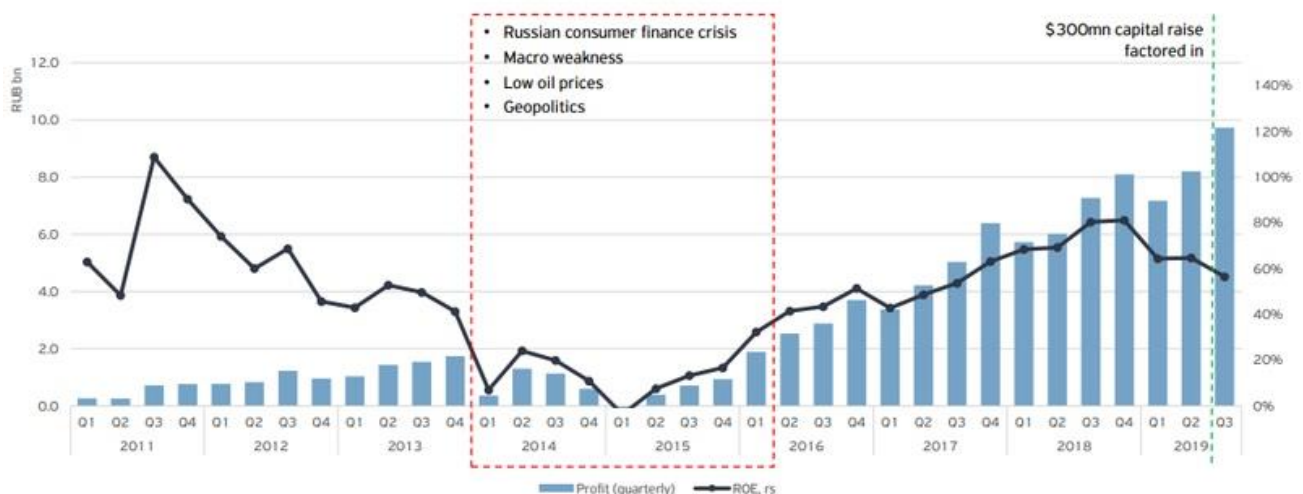
Рост портфеля займов:

LONG-TERM PERSPECTIVE – GROWTH



Прибыль поквартально:

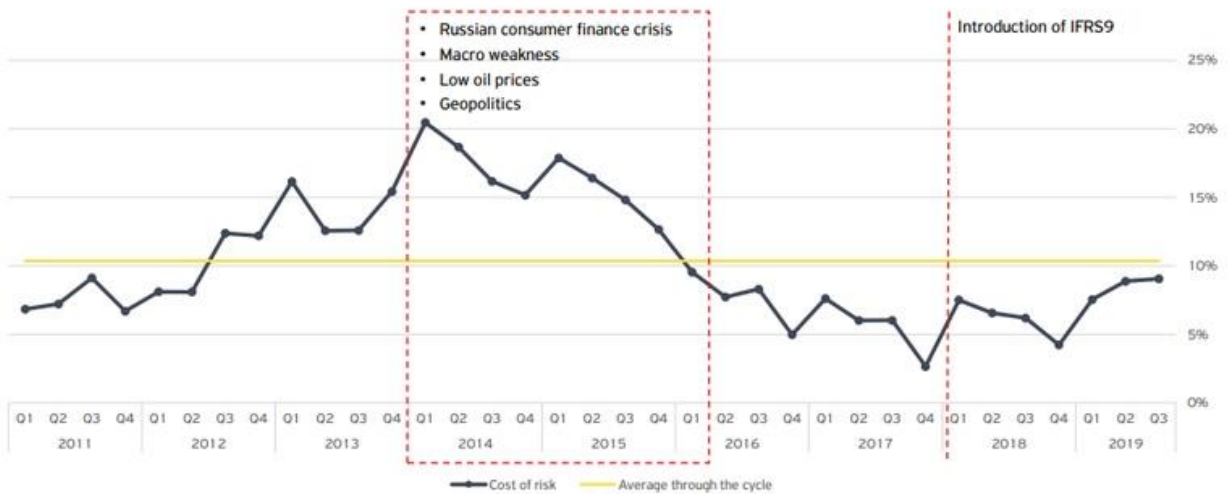
LONG-TERM PERSPECTIVE – PROFITABILITY



- Недооцененный, быстрорастущий банк, акции которого крайне резко отреагировали на негативные новости в отношении основного акционера, игнорируя «неоперационный» характер новостей

Cost of Risk вырос за последнее время, это наверное главный негатив, который у меня есть к Тинькофф:

LONG-TERM PERSPECTIVE – COST OF RISK



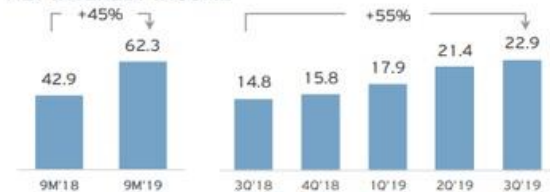
И второй небольшой негатив это падающая процентная маржа (NIM):

Credit business: Net interest income and cost of risk



All currency data are in P bn unless otherwise stated

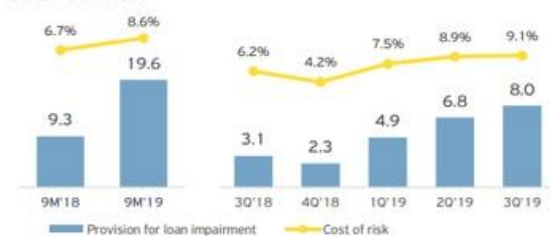
NET INTEREST INCOME



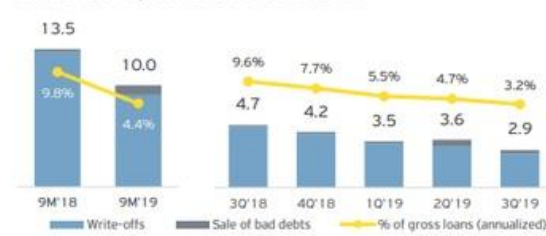
NET INTEREST MARGIN



COST OF RISK



WRITE-OFFS / SALE OF BAD DEBTS



- Cost of risk stabilized in 3Q'19 in the 9% region, reflecting high loan growth rates, front-loaded provisioning under IFRS9, and continued fine-tuning of our credit risk and approval models.
- Current volatility in CoR has also been affected by testing of new origination and distribution channels

- Net interest income grew 55% y-o-y in 3Q'19 despite some normalization in NIM following the one-off impacts in 2Q'19

Инвестиционная идея: Тинькофф

- Недооцененный, быстрорастущий банк, акции которого крайне резко отреагировали на негативные новости в отношении основного акционера, игнорируя «неоперационный» характер новостей

В любом случае, недавняя докапитализация банка + высокий рост и бизнес модель делают банк №1 финансовым активом в РФ

Теперь больше про оценку и сравнение с другими публичными банками (ВТБ, Сбербанк, БСПБ)

Динамика P/B LTM Тинькофф Банка:



Инвестиционная идея: Тинькофф

- Недооцененный, быстрорастущий банк, акции которого крайне резко отреагировали на негативные новости в отношении основного акционера, игнорируя «неоперационный» характер новостей

Сейчас банк торгуется сравнительно дешево к капиталу, если брать промежуток с 2016 года

Динамика P/E LTM Тинькофф Банка:



Практически минимальное значение с 2015 года

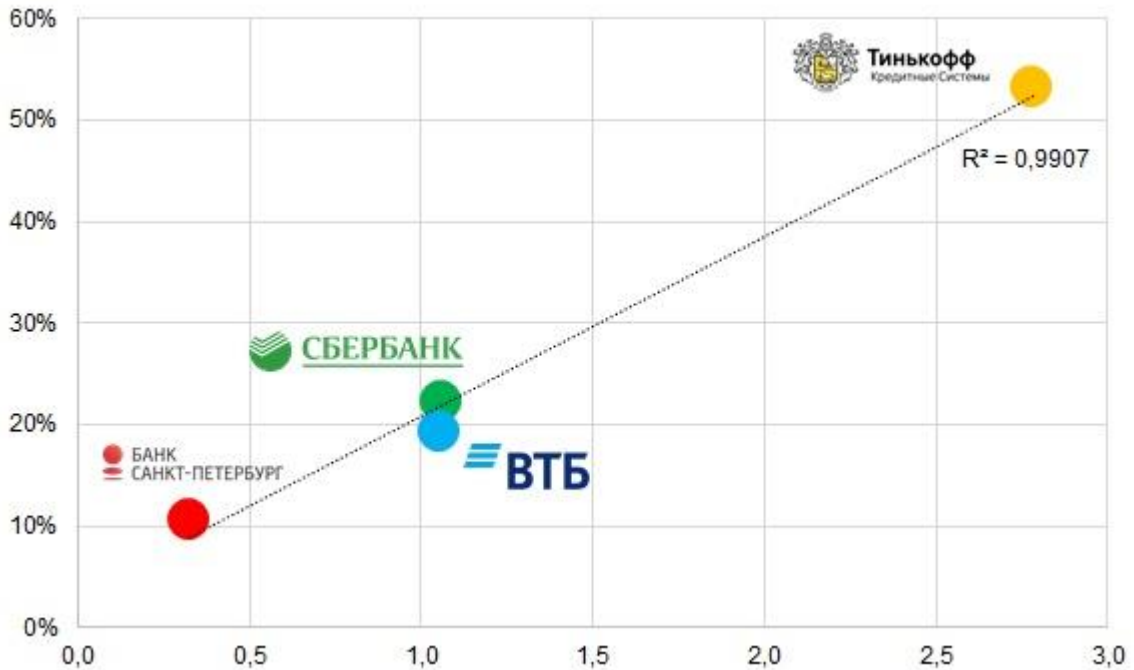
Сильный перекоп «низкий P/B и высокий P/E» в 2015-2016 гг. объясняется тем, что банк зарабатывал принципиально другой возврат на капитал (ROE).

В 2015 году ROE был всего 8% ну и конечно в этот момент существовала уникальная точка входа: покупка такого классного банка за 1 капитал (Сбербанк тогда торговался в районе 0.5x капитала)

Переходя к сравнению с другими банками, аналитики часто строят регрессии зависимости от P/B от ROE. Взаимосвязь прямая: чем больше банк зарабатывает на капитал, тем за более высокую цену инвесторы готовы его покупать.

Инвестиционная идея: Тинькофф

- Недооцененный, быстрорастущий банк, акции которого крайне резко отреагировали на негативные новости в отношении основного акционера, игнорируя «неоперационный» характер новостей



По сравнению с другими банками, кстати, нельзя сказать, что Тинькофф как-то сильно недооценен. Он вполне укладывается в логику (1 капитал за Сбербанк/ВТБ, которые генерят 20% ROE и 2.5-3 капитала за Банк с ROE 50-60%)

Как видим, по P/E LTM у Тинькофф сейчас практически нет премии к Сбербанку и ВТБ:



В то же время, регрессия выше не учитывает перспективы роста. Если делать бенчмаркинг по росту, то тут Тинькофф будет лучше

- Недооцененный, быстрорастущий банк, акции которого крайне резко отреагировали на негативные новости в отношении основного акционера, игнорируя «неоперационный» характер новостей

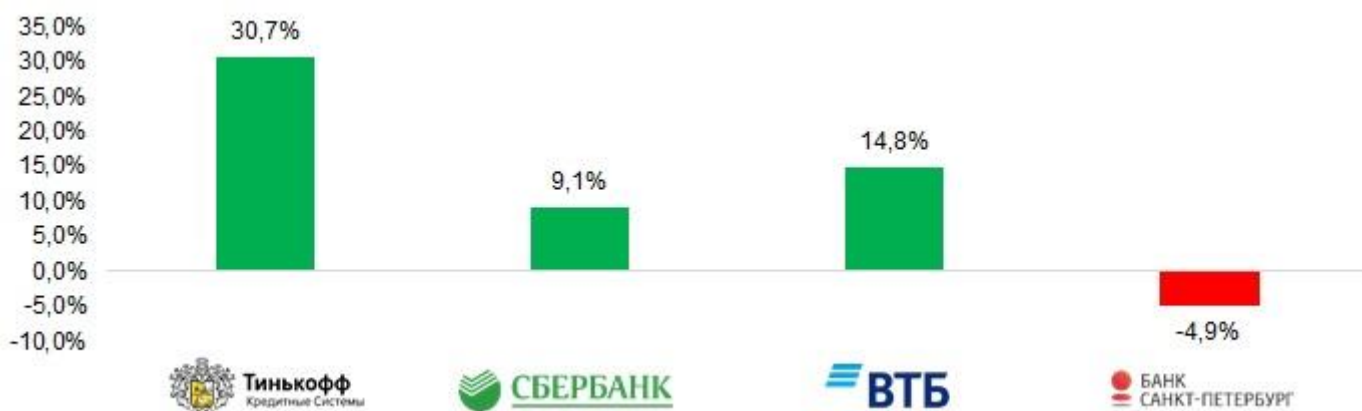
Рост кредитного портфеля:



Рост опер прибыли:



Рост чистой прибыли:

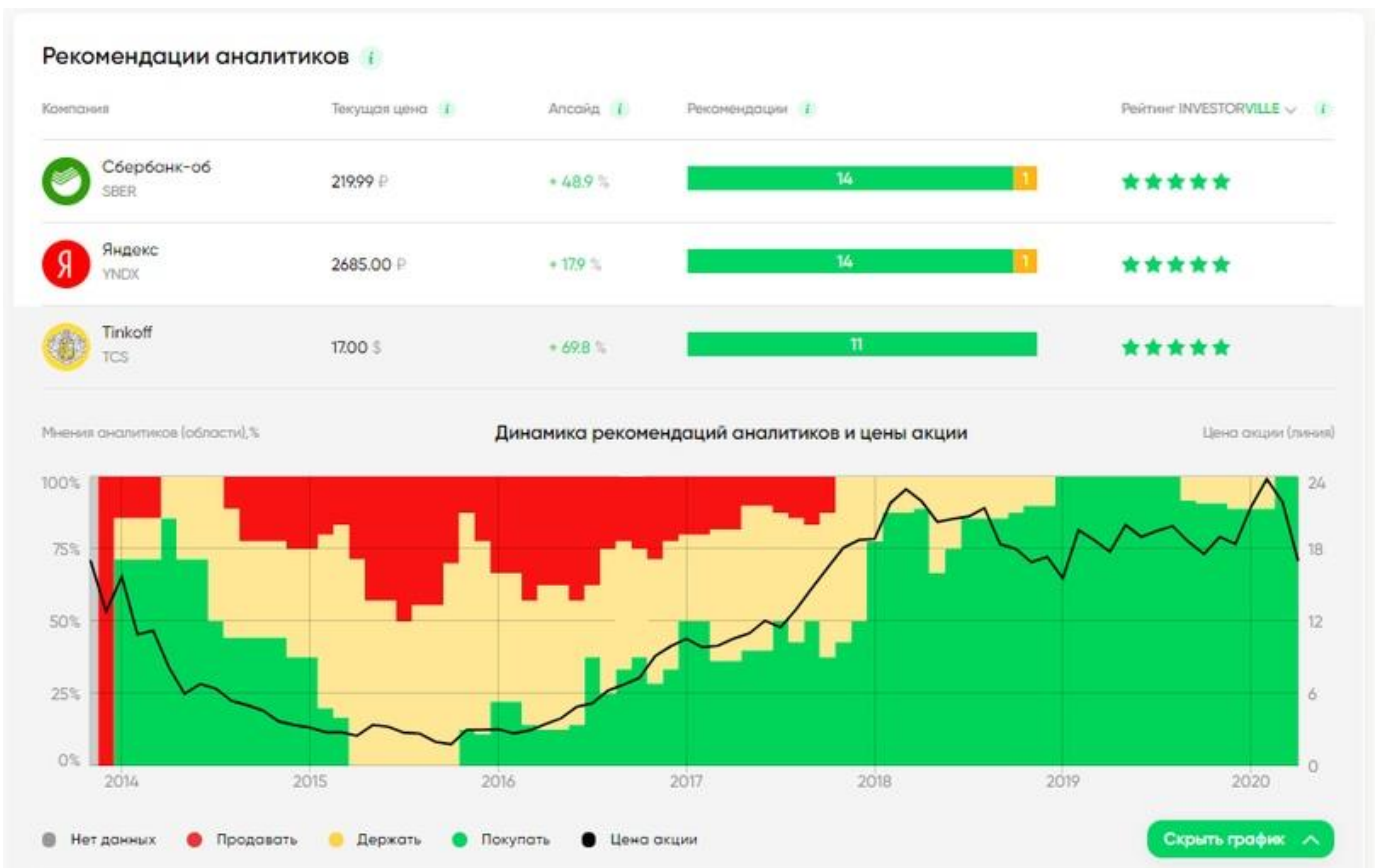


- Недооцененный, быстрорастущий банк, акции которого крайне резко отреагировали на негативные новости в отношении основного акционера, игнорируя «неоперационный» характер новостей

По цифрам брал прогноз на 2019 (если есть), если нет, то брал LTM по состоянию на 9 мес. 2019 (не супер академически точно, но для целей бенчмарка сойдет)

Если будете перепроверять меня по МСФО, то кое-где может что-то не сойтись, так как я брал цифры из Bloomberg, там используются ряд корректировок.

Аналитики банков считают, что акции надо покупать, нет ни одного, кто бы поставил на hold или sell. Впрочем, исторически видно, что аналитики по Тинькофф не очень хорошо угадывают дальнейшее движение акций:



- Недооцененный, быстрорастущий банк, акции которого крайне резко отреагировали на негативные новости в отношении основного акционера, игнорируя «неоперационный» характер новостей

Вывод по всей инвест идеи:

1) Тинькофф стоит достаточно адекватные деньги для своего возврата на капитал, который сильно выше среднего по рынку, но текущая цена акций не учитывает гораздо более высокие темпы роста бизнеса

2) Я считаю, что реакция на новости была слишком бурной, операционно банк пострадать не должен

Текущая капитализация в 3.4 млрд долл не позволяет банку «пролезть» в индекс MSCI Russia в мае, но при росте акции до ~19\$ (+12% к текущему уровню) акции войдут в индекс с высокой долей вероятности

Ранее аналитики ВТБ Капитала оценивали, что включение индекс приведет к притоку средств в размере 47x+ средних оборотов акций за день (что очень много)

Emerging Markets

Index Watch

Equities

Potential changes to MSCI Russia in 2020

Date	Security	Ticker	Action	Condition	Country weight		Passive flows	
					Old, %	New, %	USD mn	xADTV
post-tender	Lukoil, ord.	LKOH RX	wgt +6%	Minorities ignore tender	16.02	16.79	213	1.4x
28 May	TCS Group, GDR	TCSG RX	INCL	Liquidity > USD 1.5mn/day	-	1.00	238	47.3x
28 May	Mail.ru, GDR	MAIL LI	INCL	Liquidity > USD 1.5mn/day	-	0.89	211	74.4x
28 May	VEON, ADS	VEON UN	INCL	Liquidity > USD 1.5mn/day	-	0.81	193	7.9x
28 May	Tatneft, pref.	TATNp RX	INCL	Price +7%	-	0.77	184	31.9x
28 May	Moscow Exchange, ord.	MOEX RX	EXCL	Price -15% + others	-	0.71	168	30.5x
28 May	UC RUSAL, ord.	RUAL RX	INCL	Liquidity > USD 1mn/day, Price +30%	0.99	-	(227)	(20.8x)
28 May	MMK, ord.	MAGN RX	EXCL	Price -13%	0.61	-	(141)	(15.8x)
28 May	PhosAgro, GDR	PHOR LI	EXCL	Price -13%	0.60	-	(139)	(44.3x)
28 May	Transneft, pref.	TRNFp RX	EXCL	Price -3%	0.55	-	(126)	(33.8x)
28 May	Gazprom, ord.	GAZP RX	wgt +11%	-	18.01	19.32	452	1.8x
30 Nov	Yandex, ord.	YNDX RX	INCL	Liquidity > USD 7mn/day	-	4.59	1,141	9.8x

Source: MSCI, Bloomberg, VTB Capital Research

* - liquidity requirement and ADTV as well as the potential weight and flows are calculated per the price required for inclusion (i.e. +30% from current price)