Тинькофф
Кредитные Системы

Инвестиционная возможность

Обоснование инвестиции

1. Хорошее текущая позиция Компании

- Компания с положительным денежным потоком и историей быстрого роста
- Самые низкие расходы в отрасли и мощный баланс
- Привлекательная модель бизнеса проверенная зарубежом и перенесенная на российскую почву

2. Привлекательный рынок

- Ниша с большим потенциалом – кредитные карты
- Возможность дальнейшей экспансии в регионы России
- Есть внутренние источники роста – предложение новых услуг

3. Хорошая цена

- Одна из немногих возможностей вложиться в потребительский рынок в России по адекватной цене:
  - 1.0 x Капитал
  - 8-10 x Чистая прибыль LTM
- Основная причина низкой цены – внешние факторы

4. Качественное корпоративное управление

- Хорошие акционеры и менеджмент
- Дисциплина использования капитала – выплата дивидендов вместо расширения в условиях кризиса

5. Возврат от инвестиции

- IRR – 29%
- Cash-on-Cash – 5.6x

I. О КОМПАНИИ

II. Рынок

III. Цена

IV. Корпоративное управление

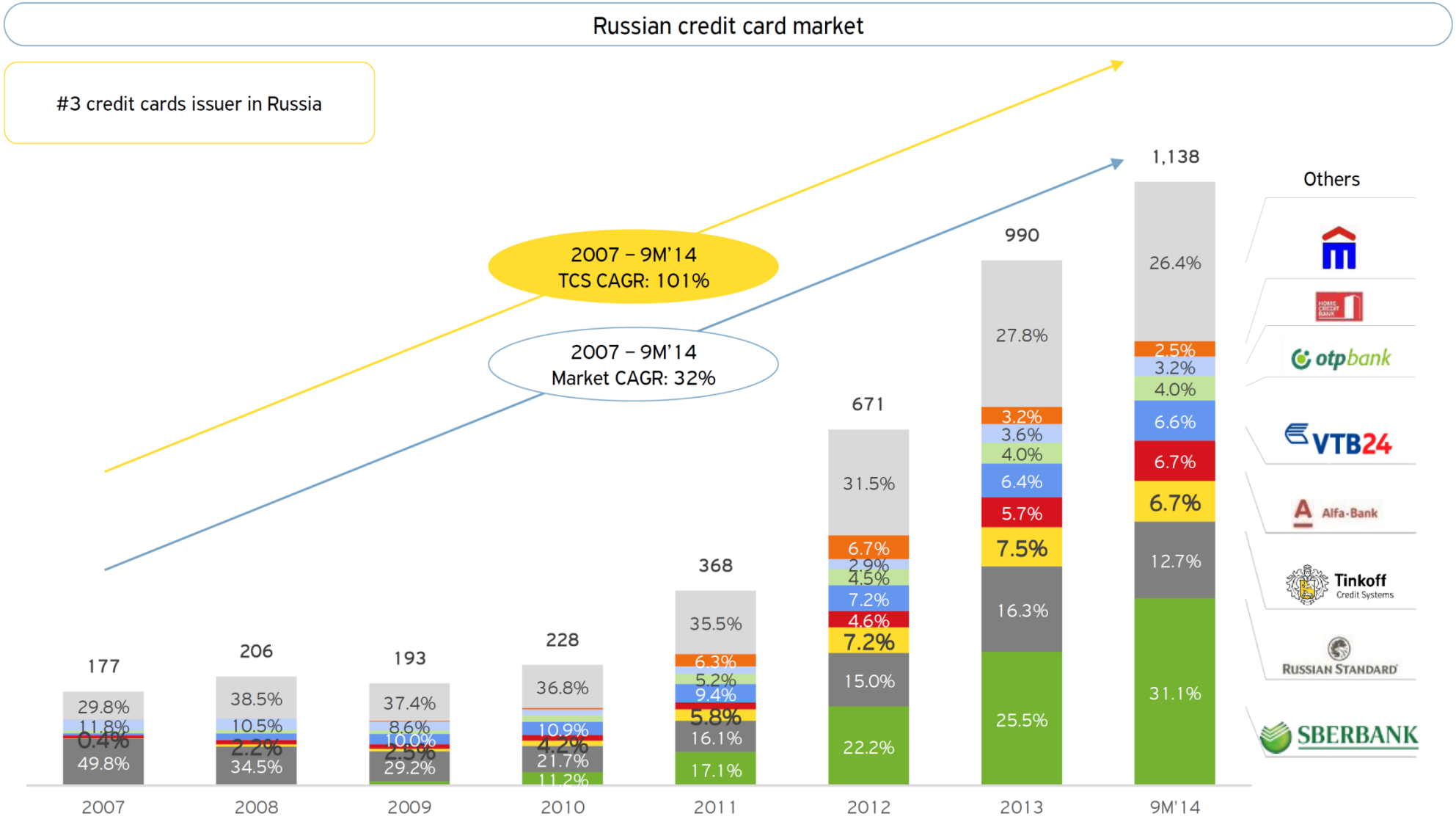
V. Модель

VI. Go-No Go - чеклист

Основные факты о Компании

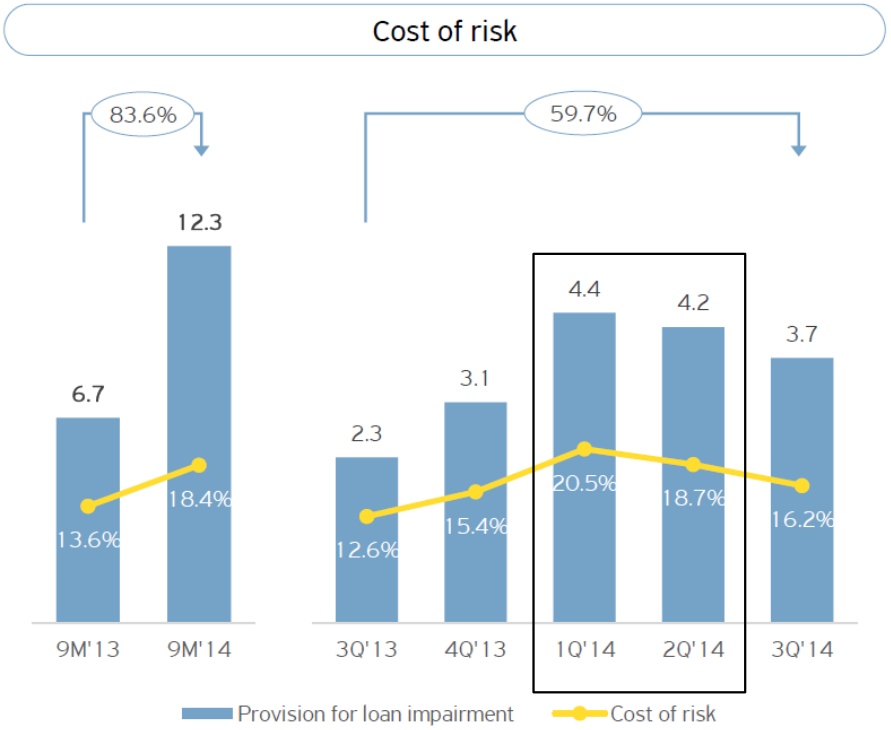
- #3 эмитент кредитных карт в России с долей рынка в 7.5% (4.1 млн. выпущенных кредитных карт)
- Основные финансовые показатели
  - **Капитал - ₽23.4 млрд. или ~$450 млн. по курсу 52.5 ₽/$**
  - Активы - ₽96.5 млрд. (здесь и далее данные по результатам 3 кв. 2014 г.)
  - Обязательства - ₽73.1 млрд.
  - Основа фондирования (56%) – депозиты
  - Высокая достаточность капитала Н1 – 16.5% (2-ые по показателю после Россельхозбанка)
  - Чистая прибыль за последние 12 месяцев – ₽4.5 млрд.
  - ROE – 20%
  - ROA – 5%
- Великолепная модель бизнеса
  - Проверенная временем модель карточного бизнеса перенесенная с Запада. Пример западной компании аналога – Capital One.
  - Самые низкие расходы в отрасли и прибыльность бизнес в любых условиях
  - Жесткий риск менеджемент – высокие требование к заемщику – мониторинг проходят только 15%

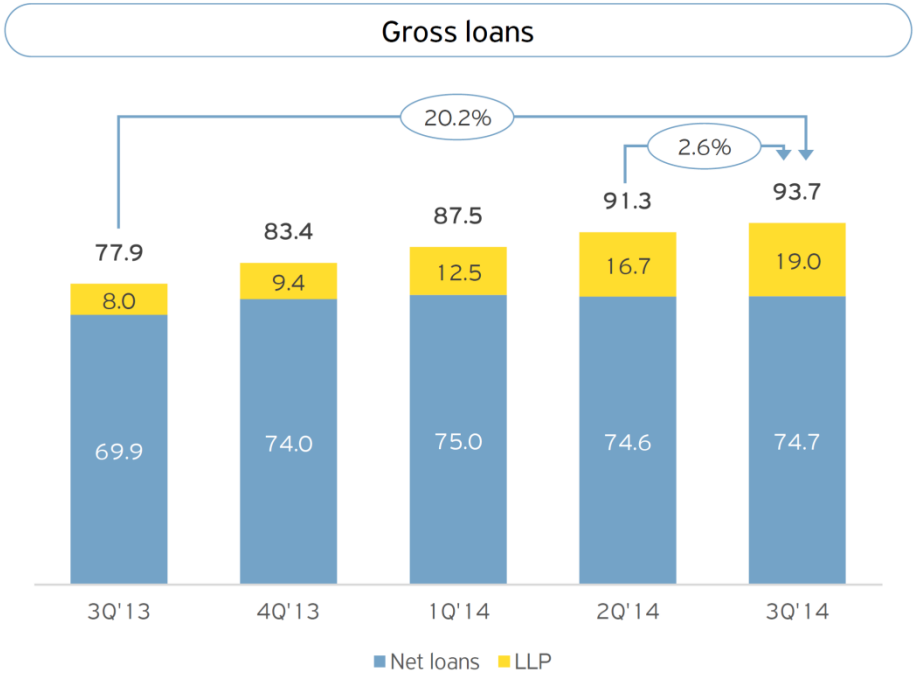
Компания смогла полностью реализовать потенциал роста в 2009-2013 гг.



Source: Bank's analytics based on CBR 101 form

При этом в 2014 году росла крайне консервативно

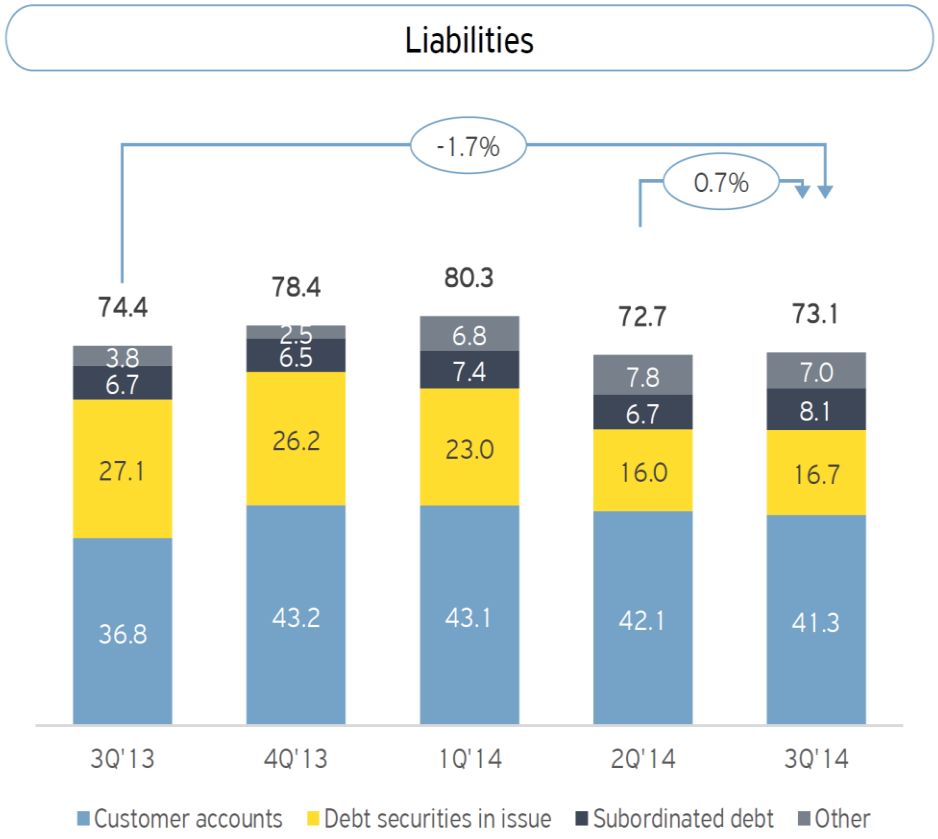


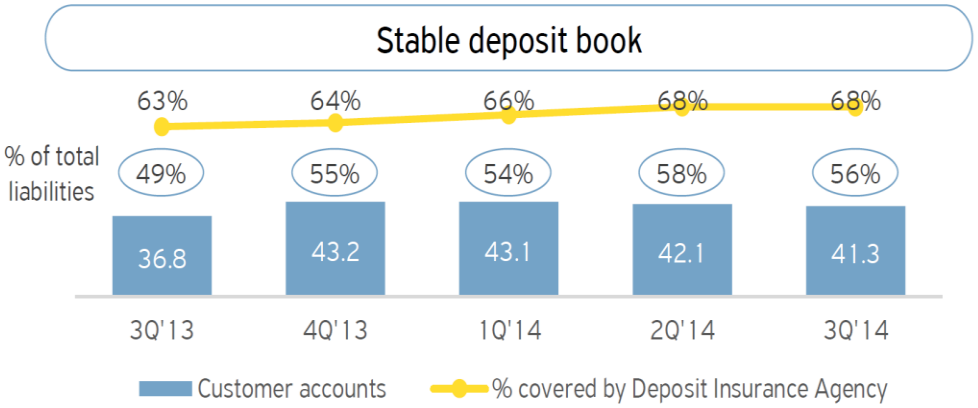


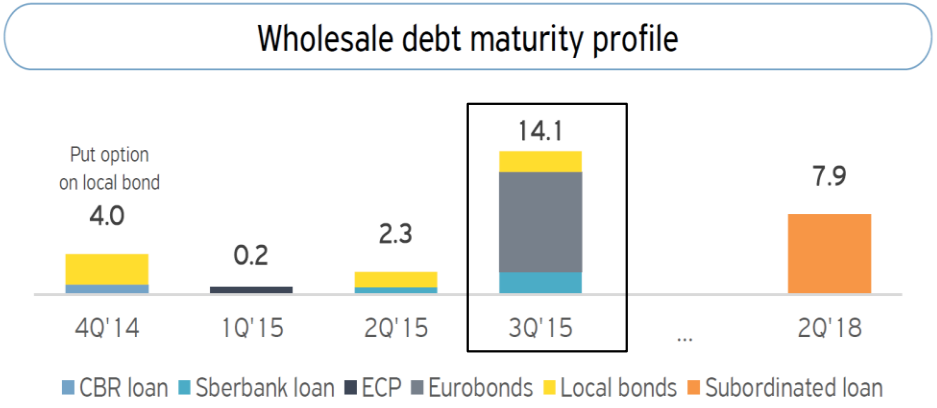
- Пик создания резервов пришелся на 1 п/г 2014 г.

- Компания консервативно наращивает свой кредитный портфель в условиях кризиса
- Процент одобрения кредитных карт упал до 15%
- В сложившейся ситуации это самая правильная политика – сохранение капитала и его использование для роста после окончания «турбулентности»

У компании неплохая структура пассивов с большой долей депозитов







- Тем не менее при ухудшении ситуации в России в 3 кв 2015 года у компании могут возникнуть проблемы с рефинансированием задолженности в валюте (Еврооблигации) – необходимо обратить на это внимание ближе к дате дюрации еврооблигаций (18.09.2015)

И главное – у компании «тефлоновая» модель. То есть она была и остается прибыльной в течение всей своей истории и несмотря на ситуацию в экономике России, также как и ее аналоги зарубежом.

ТКС, млн. ₽	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014е
Процентный доход	1 765	3 934	4 221	9 757	20 428	35 033	35 000 – 40 000
Чистая Прибыль		1	273	1 734	4 135	4 809	2 800 – 3 400
Акционерный капитал	447	1 110	1 336	3 438	9 266	19 969	20 000

Финансовые показатели Capital One – зарубежного аналога ТКС:

Capital One, млн. $	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Процентный доход	111	120	260	259	457	660	718	1 111	1 623	2 453	2 921	4 180	3 467	4 795	5 727	8 165	11 078	11 112	10 664	15 353	14 987	18 964	19 898
Чистая Прибыль	35	32	110	95	126	155	189	275	363	469	641	899	1 135	1 543	1 809	2 415	1 570	-46	884	2 743	3 147	3 517	4 159
Акционерный капитал				475	599	740	893	1 087	1 407	1 700	2 781	4 148	6 052	8 388	14 128	25 235	24 294	26 612	26 606	24 941	28 579	37 327	41 575

- Банк оставался прибыльным практически всю свою историю, в том числе в 2001 и 2002 гг. – пике кризиса ДотКомов
- В 2008 г. когда погиб Lehman Brother и зашаталась вся мировая финансовая система, банк получил убыток на уровне погрешности. И то видимо из-за решения по выходу на рынок ритейл банкинга в 2005 году (в том числе ипотечные кредиты).
- Эти цифры (как Capital One, так и самого ТКС) доказывают жизнеспособность модели, которую использует ТКС:
  - Фокусированный карточный бизнес
  - Фокус на сбор и обработку данный и построение демографических профилей клиентов
  - Выход на смежные рынки в которых используются та же демографическая информация (страхование)

I. О Компании

II. РЫНОК

III. Цена

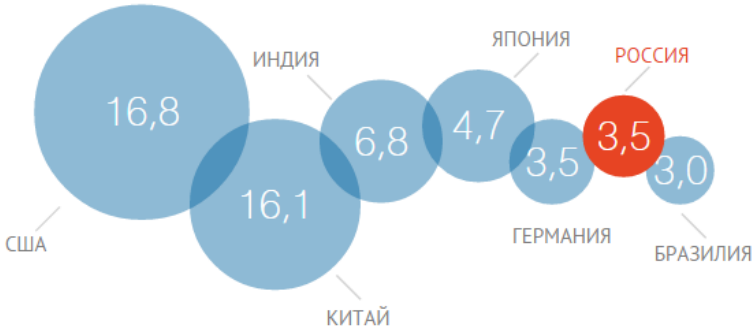
IV. Корпоративное управление

V. Модель

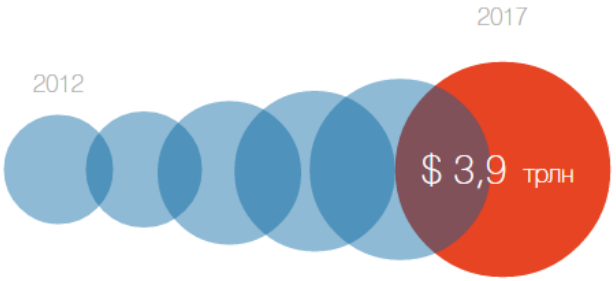
VI. Go-No Go - чеклист

Россия – не так хороша как казалось в 2008 году, но и не так плоха как кажется инвесторам сейчас

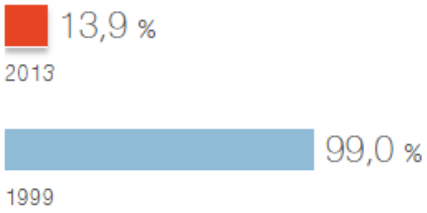
Россия - шестая в мире экономика по объёму ВВП.
ВВП по паритету покупательной способности, $ трлн



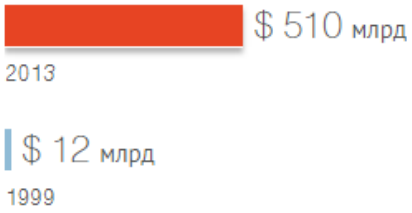
По прогнозам, к 2017 году российская экономика вырастет до $3,9 трлн.



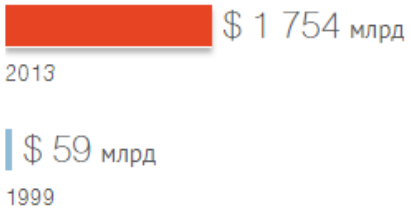
Государственный долг. % ВВП



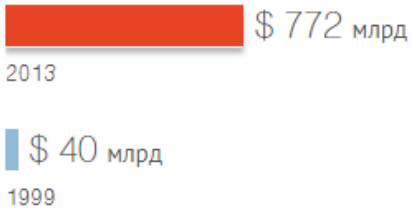
Золотовалютные резервы РФ увеличились более чем в 40 раз.
$ млрд



Активы российской банковской системы выросли в 30 раз.
$ млрд



Капитализация российского фондового рынка выросла почти в 20 раз. $ млрд



* данные РФПИ: http://rdif.ru/Numbers/

Прошлая динамика не гарантирует будущих результатов. Но полезно помнить, что происходит у нас, когда настроение инвесторов меняется

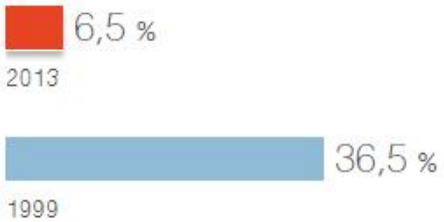
7-й крупнейший внутренний рынок.

Средний класс увеличился в 3 раза за последние 5 лет.

Приток прямых инвестиций в Россию в 2013 году составил $94 млрд (увеличение за год на 83%).

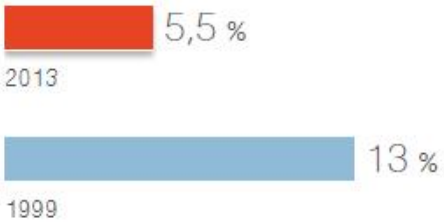
ВВП на душу населения вырос почти в 3 раза. $

Низкий уровень инфляции. (ИПЦ, на конец года), %



Средняя номинальная месячная заработная плата выросла в 15 раз. $

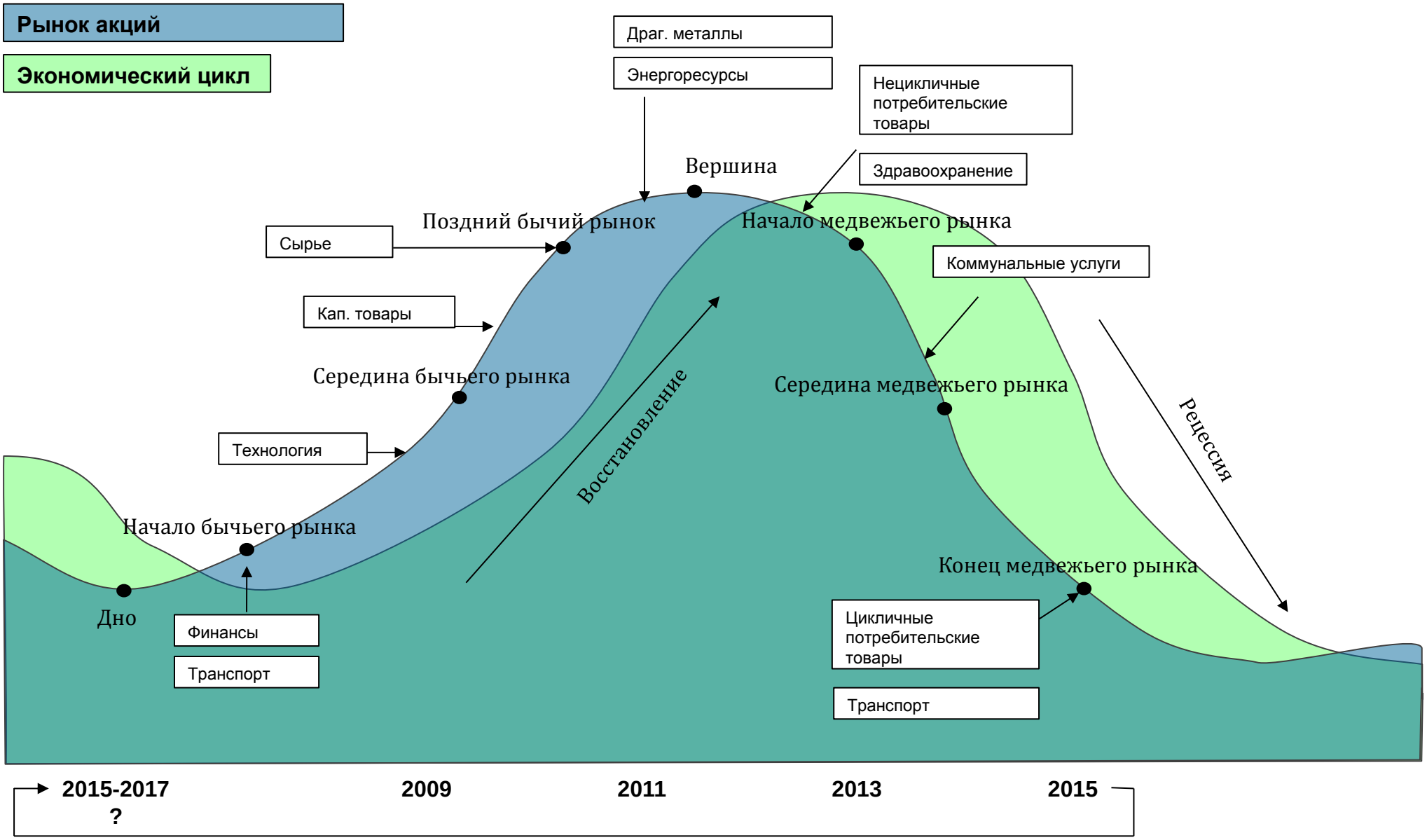
Устойчивый рынок труда. Низкий уровень безработицы. %



- Когда все паникуют самое время делать долгосрочные вложения

* данные РФПИ: http://rdif.ru/Numbers/

В рамках экономического цикла лучшие вложения сейчас будут в сектора цикличных потребительских товаров (мебель, машины и пр., транспорт). Финансовый сектор также на подходе



При этом рынок розничного кредитования сейчас в кризисе, но после его окончания имеет великолепный потенциал для роста

Если рассматривать ситуацию в США, то портфель кредитов физлицам составляет около 80% ВВП страны. Во Франции на это приходится 95% ВВП. На начало 2014 г. в России выдано кредитов на 10,4 трлн руб., что составляет около 17% ВВП. Чиновники считают, что исходя из этих показателей потенциал кредитования в России достаточно высок.

← Есть большой отложенный спрос на продукт

С точки зрения возможности граждан обслуживать кредиты по состоянию на начало года семьи в среднем тратили 21% своих доходов на выплаты по кредитам против 12% во Франции, 9,9% в США и около 3% в Германии.

← Но в ближайшее время рынок расти не будет (1-3 года). При этом некоторые участники уйдут с него, а самые эффективные увеличат свою долю (ТКС)

…

Таким образом, хоть общий охват населения банковскими продуктами в России существенно ниже, чем в развитых странах, дороговизна займов позволяет говорить о том, что часть населения страны уже закредитована сверх всякой меры.

← После изменения стоимости денег рост кредитования резко увеличится. Это произойдет как при смягчении внешней ситуации (больше денег из-за рубежа – дешевле кредитный ресурс), так и при сохранении текущего напряжения (ЦБ придется ослабить монетарную политику, чтобы вывести экономику из пике).

* данные http://www.vestifinance.ru/articles/45266

I. О Компании

II. Рынок

III. ЦЕНА

IV. Корпоративное управление

V. Модель

VI. Go-No Go - чеклист

Сейчас цена стала привлекательной для инвестирования

- При текущей цене
  - Компания стоит всего $575 млн или около 1.0-1.2 x Капитал
  - Около 8-10 x Чистая Прибыль
  - При этом дивидендная доходность по акции около 8-10% гг. (последнее решение по рекомендации дивидендов для СД)
- Такие показатели характерны для компаний в полумертвых и бесперспективных отраслях, а не для акций роста, которой безусловно является ТКС
- **Изменения цены были вызваны внешними обстоятельствами, а не внутренними проблемами в компании**

* данные https://www.tcsbank.ru/eng/investor-relations/share-information/

I. О Компании

II. Рынок

III. Цена

IV. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

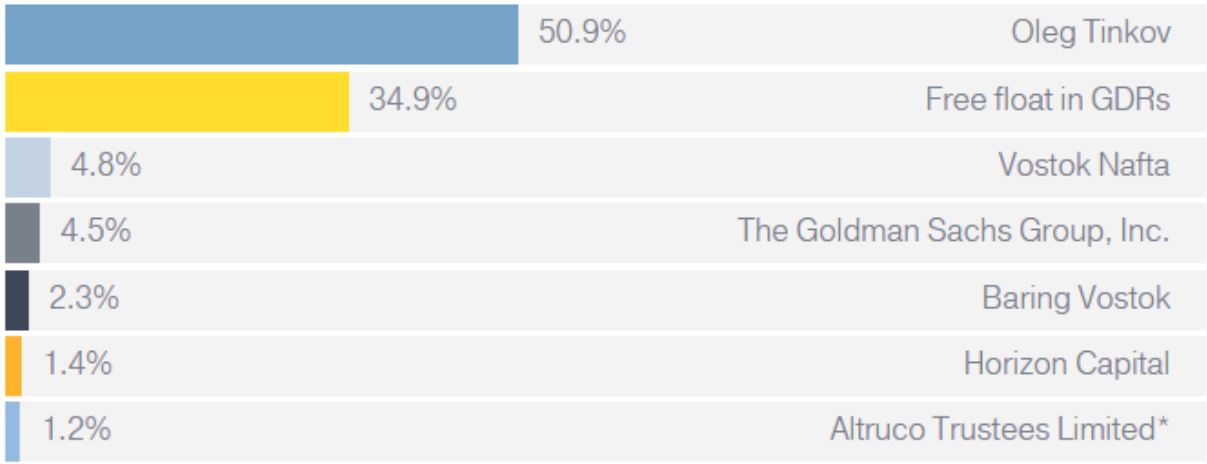
V. Модель

VI. Go-No Go - чеклист

У Компании современная структура корпоративного управления и акционеры с хорошей репутацией приумножения акционерного капитал

Структура акционеров:

1. Интересы основного акционера (Олега Тинькова) и миноритария совпадают, т.к. у него нет запасного аэродрома и большая часть личного состояния – акции ТКС
2. Наличие других акционеров с хорошей репутацией: VN, GS, BV, HC гарантирует, что стандарты корпоративного управления не будут нарушаться
3. У менеджмента есть хороший стимул увеличить стоимость компании. Сейчас их доля стоит 1.2% (Altruco Trustees Limited) * 575 = $7 млн., а при возврате цены к 17.5 $/акцию (на момент IPO), стоимость доли увеличится до $40 млн.



* Altruco Trustees Limited holds shares in respect of the equity incentive plans for certain key managers of TCS

О корп. управлении можно прочитать на сайте: https://www.tcsbank.ru/eng/investor-relations/corporate-governance/

I. О Компании

II. Рынок

III. Цена

IV. Корпоративное управление

V. МОДЕЛЬ

VI. Go-No Go - чеклист

А теперь к самому интересному – расчету выгодности вложения

Рассмотрим несколько сценариев:

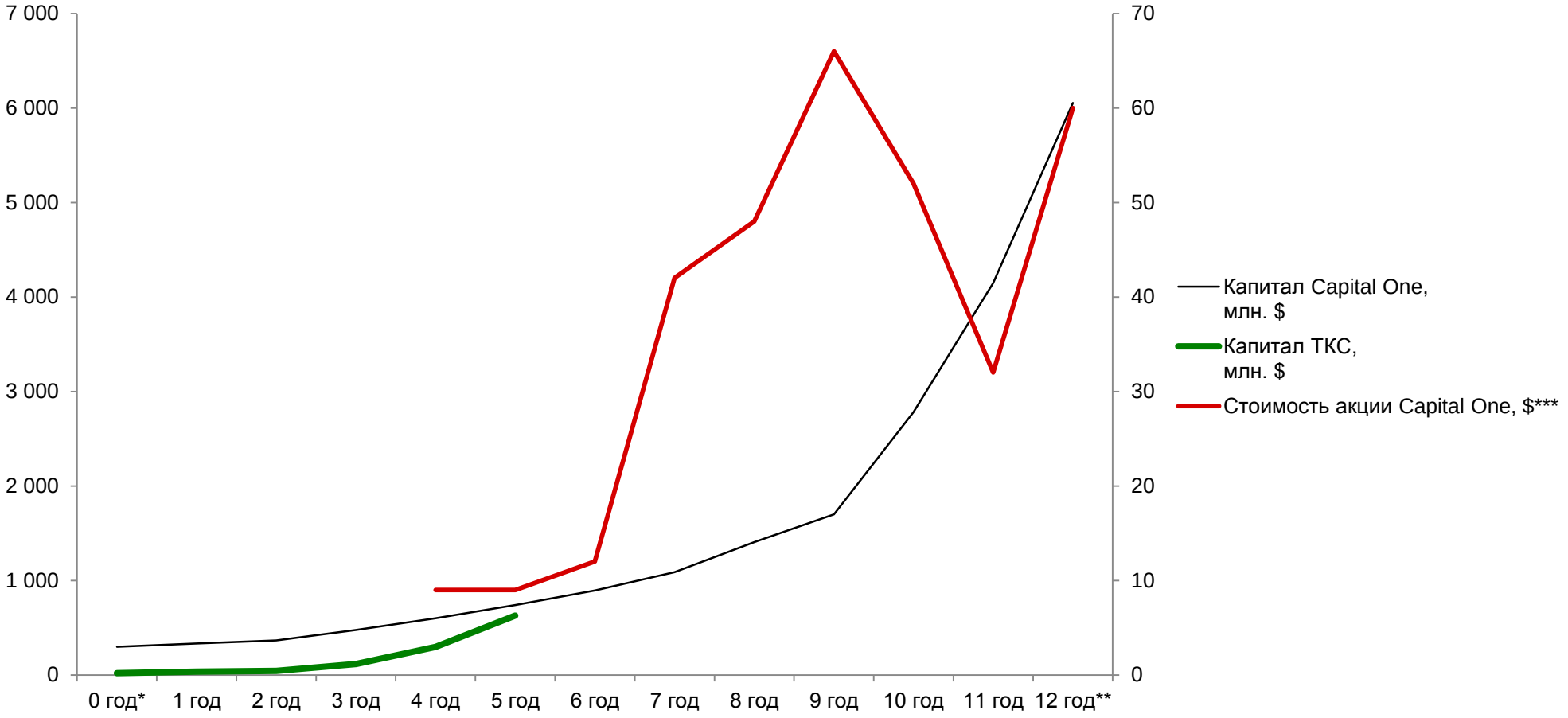
1. Базовый: прохождение кризиса (рост в 2015-2016 по 10%) и продолжение роста на докризисном уровне после (30-40%)
2. Оптимистичный: рост на уровне Capital One (кстати пока ТКС рос быстрее чем в прошлом Capital One)
3. Пессимистичный: низкие уровни роста и резкое падение курса рубля

Во всех сценариях вход в текущий момент (капитализация компании $575 млн. и выход в конце 2020 г.)

	Вероятность сценария	Рост в 2015-2016	Рост в 2017-2020	ЧП как % от процентного дохода	% доход в 2020 г.	Чистая прибыль в 2020 г.	Капитал Компании в 2020 г.	Курс ₽/$	Мультипликатор, x Капитал	Капитализация, млрд. $	IRR	Cash-on-cash
Базовый сценарий -1	15%	0%	20%	5%	76	8	89	120	1.50	1.1	12%	1.9x
Базовый сценарий 0	50%	5%	30%	10%	115	12	95	100	3.00	2.9	31%	5.0x
Базовый сценарий +1	15%	10%	35%	15%	148	15	100	80	4.00	5.0	43%	8.7x
Оптимистичный	10%	20%	50%	22%	268	27	120	75	5.00	8.0	55%	13.9x
Пессимистичный	10%	-5%	10%	5%	49	5	84	150	1.00	0.6	0%	1.0x
Среднее с учетом вероятности	**100%**	**6%**	**29%**	**11%**	**123**	**13**	**96**	**103**	**2.9x**	**3.2**	**29%**	**5.6x**

- По инвестиционным критериям компания очень привлекательна

И для затравки – как это может выглядеть на примере Capital One



* 0 год – начало деятельности компании или 1991 год для Capital One и 2008 для ТКС

** 12 год – 2003 для Capital One и 2020 для ТКС

*** Стоимость акции на конец года

- Обе компании вышли начали торговаться на бирже на 4 год работы (в 1995 и 2013 г. соответственно)
- Стоимость акций Capital One увеличилась с 9 $ до 60$ в течение 8 лет или почти 7 кратно. При этом при цене в 9$ Capital One стоила около 5.5 Капитала, а ТКС сейчас стоит только 1 Капитал.
- При этом в течение всего этого периода Capital One выплачивал небольшие дивиденды (около 12 центов на акцию в год)

I. О Компании

II. Рынок

III. Цена

IV. Корпоративное управление

V. Модель

VI. GO-NO GO - ЧЕКЛИСТ

Чек лист для акций роста

1. Входит ли компания в список привлекательных индустрий для развивающихся стран – ведь Россия развивающаяся страна (финансы – ритейл банки, управление пенсионными фондами, страхование, потребительские товары, медиа, фармацевтика, инфраструктура)? **- ДА**
2. Компания характеризуется:
    1. Высокой маржой - **ДА**
    2. Дисциплиной распределения капитала – **ДА. Последние события это подтверждают**
    3. Контролирует рынок и обладает силой ценообразования – **ЧАСТИЧНО. ОДИН ИЗ ВЕДУЩИХ ИГРОКОВ НА РЫНКЕ**
    4. Среднего размера с пространством для роста **- ДА**
    5. Компания искушенная в бизнесе **- ДА**
    6. Солидной история заработка - **ДА**
    7. Выдающимся возвратом на инвестированный капитал **– ДА**
    8. Хорошим балансом **– ДА**
    9. Хорошим Кэш фло – **ДА**
3. Не обманывают ли нас по заработкам
    1. Аудиторы независимые **- ДА**
    2. Цифры слишком хороши, чтобы быть правдой **- НЕТ**
    3. Аномалии между скоростью роста и балансом **- НЕТ**
    4. Переоценённые активы **- НЕТ**
    5. У менеджмента репутация манипуляторов **- НЕТ**
    6. Сложный и двойственный бух учет **- НЕТ**
4. Оцениваем риск банкротства
        1. Наличие going concern предупреждения в отчетности **- НЕТ**
        2. Мнение долговых инвесторов – смотрим yield бондов компании и CDS spreads – **ТОРГУЮТСЯ ОКОЛО НОМИНАЛА**
5. Контринвестиция в моменты кризиса? **- ДА**

Продолжение чек листа и выводы

Я также провел данную инвестицию по длинному чек листу с секциями: индустрия, бизнес модель, конкурентная позиция и конкурентные преимущества, их устойчивость, менеджмент и СД и т.д. Не буду приводить его полностью в данной презентации.

НО
Результат – компания прошла через чеклист.

Спасибо за внимание!

Road2Riches.ru

Секреты инвестирования: размышления, стратегии, примеры сделок