

QIWI

Квази-банковские услуги вызывают беспокойство

ДЕРЖАТЬ

Целевая цена

\$12.4

Потенциал роста

-3%

ДАННЫЕ ПО АКЦИЯМ

Bloomberg, ADS	QIWI US
Цена (USD), \$	12,8
Bloomberg, лок.	QIWI RX
Цена (руб.)	770,0
Кол-во акций (млн)	60,4
Рын. капитализация (\$ млн)	695
Ср. дн. об. за 3М (\$млн)	6,0

Основные акционеры

Saldivar Investments Ltd	19,7%
E1 Ltd	3,2%
Mitsui&Co., Ltd	2,8%
Otkritie Holding JSC	9,3%
Free float	65,1%
Free float (\$ млн)	502

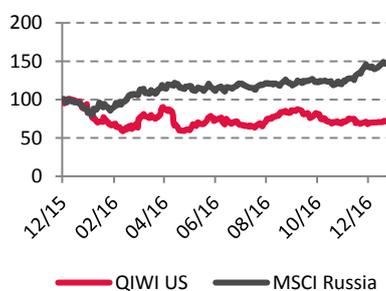
ФИН. ПОКАЗ. (млрд руб.)

	2015	2016П	2017П
Скорр. выручка	10 228	10 542	10 919
SG&A	-4 675	-4 673	-6 338
ЕБИТ	4 864	5 111	3 748
Скорр. ЕБИТДА	5 640	5 869	4 581
Прибыль до налогов	6 151	5 059	3 696
Скорр. чист. приб.	4 142	4 300	3 141

VALUATION

	2015	2016П	2017П
P/E (x)	19,1	11,7	16,0
EV/ЕБИТДА	14,8	7,8	10,0
P/BV (x)	3,5	1,9	1,9
RoE (%)	18,5%	17,7%	12,1%
Див. дох-ть (%)	3,6%	7,2%	3,5%
Скорр. рост EPS	18%	4%	-27%

ДИНАМИКА АКЦИЙ



Источник: Bloomberg, оценки Атона

Мы снижаем нашу целевую цену для АДР QIWI с 15,5 долл. до 12,4 долл. и понижаем рекомендацию до ДЕРЖАТЬ с ПОКУПАТЬ. Основная причина – новый проект компании под названием Совесть, представленный в декабре, который, по сути, заключается в предоставлении беспроцентных потребительских кредитов. Мы считаем его относительно рискованным на данном этапе, поскольку это шаг в сторону традиционных банковских услуг. Финансовые результаты проекта и его успех можно будет оценить только через несколько лет, при этом он потребует существенных инвестиций уже в этом году, что негативно скажется на финансовых показателях и дивидендах компании. В связи с этим мы считаем, что QIWI в настоящий момент торгуется с высокой оценкой, которая не дает ее бумагам потенциала роста.

Что такое Совесть? В поисках возможностей для роста QIWI запустила новый продукт: беспроцентные краткосрочные потребительские кредиты на срок 1-12 месяцев, которые предоставляются посредством кредитных карт и которые могут использоваться для покупок только в магазинах-партнерах. Кредитный лимит составит 50 тыс руб. для Москвы и 35 тыс руб. для регионов. Компании-партнеры будут платить QIWI до 6-7% от каждой покупки, поскольку в обмен они получают дополнительный потребительский трафик. При этом QIWI будет нести кредитный риск (по прогнозам компании, стоимость риска составит 10-12% от общего портфеля). QIWI уже подписала соглашения с несколькими десятками известных магазинов и розничных сетей, и планирует, что чистая выручка от проекта составит 15-20 млрд руб. в 2020, а скорректированная рентабельность ЕБИТДА – 30-35%. На наш взгляд, QIWI выходит на зыбкую почву потребительского кредитования, в котором основным риском является доля просроченных кредитов, которая может оказаться выше ожиданий компании. Кроме того, новый проект потребует капитала и необходимости соблюдать банковские нормативы. В некоторой степени, проект Совесть похож на услуги «Тинькофф банка», но фактически у QIWI в этой области меньше опыта. Безусловно, проект QIWI может стать успешным и приведет к росту финансовых показателей, но в любом случае, его влияние будет заметно, скорее всего, к 2019 году.

Влияние на финансовые результаты. Руководство сообщило, что из-за проекта чистая прибыль QIWI сократится на 200 млн руб. в 4К16 и примерно на 1,4 млрд руб. в 2017. По нашим оценкам, скорректированная чистая прибыль QIWI упадет на 27% г/г в 2017 до 3,1 млрд руб. Это будет негативно воспринято рынком, поскольку это также сократит дивидендные выплаты. Мы также считаем, что компания может снизить коэффициент выплаты дивидендов до около 50% с текущих 75%. В этом случае дивиденды на акцию в 2017 составят около 27 руб., что предполагает дивидендную доходность 3,5%.

Развитие основного бизнеса QIWI – платежных услуг. Объемы платежей через терминалы QIWI сократились на 3% г/г до 615 млрд руб. за 9М16 на фоне снижения доходов населения и стагнации потребительского кредитования (+1,3% в 2016). Тем не менее мы ожидаем, что выручка компании вырастет на 3% г/г за 2016, что соответствует прогнозу руководства (2-5%), за счет роста комиссий. По нашим оценкам, в 2017 объемы платежей вырастут на 8% на фоне восстановления экономики и потребительского кредитования, в то время как размер комиссий останется неизменной (хотя мы не исключаем, что компания может приятно удивить в этом показателе). В результате скорректированная выручка компании увеличится на 4% г/г до 10,9 млрд руб., а показатель ЕБИТДА снизится на 22% до 4,5 млрд руб. из-за роста SG&A-затрат, связанных с проектом Совесть, а рентабельность ЕБИТДА составит 42% против 56% в 2016.

Оценка, катализаторы и риски. Из-за роста затрат, связанного с новым проектом, мультипликаторы QIWI также увеличатся в 2017. По нашим оценкам, QIWI торгуется с мультипликатором P/E 2017П равным 16x и EV/ЕБИТДА 2017П равным 10x. Мы считаем их слишком высокими в свете неясных перспектив долгосрочного роста прибыли на акцию и ожидаемого снижения дивидендов. Наша новая целевая цена представляет собой простое среднее значение целевого мультипликатора P/E 2019П (14,0x) и оценки DCF (WACC 17%; TGR -3%), которое дает целевую цену 740 руб. за АДР (\$12.4). Среди основных рисков мы выделяем: а) существенное снижение объемов платежей из-за жесткой конкуренции с мобильными банками и онлайн-приложениями; б) провал нового проекта, который может потребовать больше инвестиций, чем ожидалось и привести к более высокому, чем ожидается, уровню неработающих кредитов.

Q1w1: отчет о прибылях и убытках и баланс (млн руб.)

Отчет о прибылях и убытках (млн руб.)	2014	2015	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Скоррект. чистая выручка	8 836	10 228	10 542	10 919	11 793	12 736	13 755
Административные расходы	-4 473	-4 675	-4 673	-6 338	-6 097	-5 832	-6 240
Амортизация	-353	-689	-758	-834	-917	-1 009	-1 110
Прибыль от опер. деят-ти	4 011	4 864	5 111	3 748	4 778	5 895	6 405
Скоррект. EBITDA	4 818	5 640	5 869	4 581	5 695	6 904	7 515
Прочие доходы/(убытки), нетто	1 851	1 287	-52	-52	-52	-52	-52
Прибыль до уплаты налогов	5 862	6 151	5 059	3 696	4 726	5 843	6 353
Налог на прибыль	-895	-877	-759	-554	-709	-876	-953
Чистая прибыль	4 968	5 274	4 300	3 141	4 017	4 967	5 400
Скоррект. чистая прибыль	3 496	4 142	4 300	3 141	4 017	4 967	5 400

Баланс (млн руб.)
Активы

Основные средства	380	366	514	514	514	514	514
Гудвилл	2 368	12 254	11 846	11 451	11 069	10 700	10 343
Долгосрочные инвестиции	1 859	1 586	531	531	531	531	531
Прочие активы	282	357	287	287	287	287	287
Всего, долгосроч. активы	4 889	14 562	13 178	12 783	12 401	12 032	11 675
Дебиторская задолженность	5 305	5 092	5 248	5 436	5 870	6 340	6 847
Краткосрочные кредиты	2 164	1 679	1 830	1 830	1 830	1 830	1 830
Ден. средства и эквиваленты	17 080	19 363	26 381	27 048	30 094	34 463	38 863
Итого, оборотные активы	25 036	27 015	34 409	35 264	38 745	43 583	48 490
Итого, активы	30 050	41 577	47 587	48 047	51 145	55 615	60 165

Капитал и обязательства

Акционерный капитал	1	1	1	1	1	1	1
Доп. оплаченный капитал	1 876	1 876	1 876	1 876	1 876	1 876	1 876
Эмиссионный доход	3 044	12 068	12 068	12 068	12 068	12 068	12 068
Нераспределенная прибыль	2 684	7 177	10 778	10 694	13 141	16 099	19 016
Общий капитал	8 334	22 436	26 037	25 953	28 400	31 358	34 275

Долгосроч. обязательства

Долгосрочные займы	42	-	-	-	-	-	-
Налоговые обязательства	38	1 138	1 138	1 138	1 138	1 138	1 138
Всего, долгосрочные обяз-ва	89	1 141					

Краткосроч. обязательства

Кредиторская задолженность	20 180	15 295	17 703	18 247	18 899	20 411	22 044
Задолженность перед клиентами и банками	1 001	2 243	2 243	2 243	2 243	2 243	2 243
Итого, краткосрочные обязательства	21 373	18 001	20 409	20 953	21 605	23 117	24 750
Капитал и обязательства, всего	30 050	41 577	47 587	48 047	51 145	55 615	60 165

Осн. показатели

EPS (руб.)	57,9	68,6	71,2	52,0	66,5	82,2	89,4
DPS (руб.)	29,2	47,1	53,4	26,0	33,2	41,1	44,7
Див. доходность	2,8%	3,6%	7,2%	3,5%	4,5%	5,6%	6,1%
P/E	18,3	19,1	11,7	16,0	12,5	10,1	9,3
P/BV	7,7	3,5	1,9	1,9	1,8	1,6	1,5
EV/EBITDA	13,9	14,8	7,8	10,0	8,0	6,6	6,1
Рентабельность EBITDA	55%	55%	56%	42%	48%	54%	55%
Чистая рентабельность	40%	40%	041%	29%	34%	39%	39%
ROE	42%	18%	18%	12%	15%	17%	16%

Источник: отчеты компании, оценки Атона

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано (-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получателю настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевым ценным бумагам либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2016. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описание любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендует на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестиций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное исследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длительные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упомянутых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.