

КАК ЗАРАБОТАТЬ НА РЕДОМИЦИЛЯЦИИ: ТИНЬКОФФ БАНК И ПРОЧИЕ КОМПАНИИ

ЯНВАРЬ 2024

TCS Group. Заключение

Динамика акций квазироссийских компаний на внешнем внебиржевом рынке (ОТС) с начала года больше напоминает консолидацию. Исключением стал лишь один эмитент, чьи корпоративные события в последнее время регулярно упоминаются в СМИ. Эта компания – TCS Group (Тинькофф Банк), которая в ускоренном порядке проводит редомициляцию.

По итогам первого квартала нас ждет «навес» новых акций от МКАО «Хэдхантер» и TCS Group. **В случае TCS Group избыточное предложение акций может превысить 60 млрд руб., или 16% от текущей капитализации компании.** Без вмешательства ЦБ это может привести к масштабным продажам с учетом низкой ликвидности – всего 1,2 млрд руб. в день (средний показатель за три месяца). Продажи, скорее всего, начнутся до введения ограничений от ММВБ и после их возобновления, когда завершится редомициляция. **Основное движение в акциях TCS Group будет наблюдаться с начала марта и до конца апреля.** Это открывает уникальную возможность заработать на бумагах самого недооцененного банка в России (по отношению цены акций к ключевым мультипликаторам и динамике чистой прибыли).

Кто владеет TCS Group?

Цены депозитарных акций TCS Group – самого крупного финтех-банка в РФ – на внешнем внебиржевом рынке упали примерно на 20% с пиковых уровней конца ноября до начала января 2024, что привело к увеличению дисконта на локальном рынке до 40%. Одна из причин – активные продажи со стороны нерезидентов из недружественных стран с середины декабря 2023 года, после того как TCS Group объявила, что 8 января 2024 г. состоится ВОСА, на котором будет рассмотрен вопрос о редомициляции.

Доля держателей бумаг TCS Group из недружественных стран до СВО составляла примерно 75–80% от free float компании (60%). Таким образом, недружественным нерезидентам принадлежало около 48% акций в свободном обращении. Из них 20%, вероятно, заблокированы на счетах типа «С» с марта 2022 г. Давление на депозитарные акции усилилось, когда голосование по редомициляции перенесли на 15 января 2024 г. Однако сразу после одобрения редомициляции депозитарные акции TCS Group в течение нескольких дней подорожали уже на 15% в валюте, и их дисконт сократился до 31% на фоне падения котировок на локальном рынке из-за опасений «навеса» после обмена. Очевидно, что избыточное предложение акций может быть значительно больше, чем ожидается, и в такой ситуации может вмешаться ЦБ.

Структура акционеров TCS Group

		До СВО		
Фактическая	Доля акций в свободном обращении	Интеррос (В. Потанин)	Менеджеры, %	
		60%	35%	5%
	Доля нерезидентов	Доля резидентов		
		48%	52%	
Количество акций, млн		95,52	103,48	
		В настоящее время		
Оценка Айгенис	Доля акций в свободном обращении	Интеррос (В. Потанин)	Менеджеры, %	
		50%	45%	5%
	Доля недружественных нерезидентов	Доля резидентов		
		28%	72%	
Количество акций, млн		55,72	143,28	

Ключевые итоги ВОСА

Акционеры TCS Group (головная компания Тинькофф Банка и Тинькофф Страхования) 15 января 2024 г. утвердили внесение в устав изменений, которые позволят группе продолжать осуществлять деятельность в отличной от Кипра юрисдикции. Группа начинает процесс отмены регистрации на Кипре и перерегистрации в России (этот вопрос также одобрен акционерами). В результате TCS Group Holding Plc перестанет существовать и появится, например, МКПАО «Тинькофф Банк».

Что будет дальше? Наша оценка

Самый главный вопрос – когда завершится редомициляция и какой будет крайняя дата для подачи документов на обмен. Оба эти события взаимосвязаны. Чтобы ответить на ключевой вопрос, мы проанализировали опыт других квазироссийских компаний, которые успешно провели редомициляцию в CAP. **На данный момент это VK, United Medical Group (EMC), HeadHunter и Global Ports, однако «навес» новых акций на МосБирже возник только у VK.** Мы также ориентировались на комментарии Станислава Близнюка, председателя правления Тинькофф Банка. **Отметим, что самый короткий период перерегистрации головной компании с момента одобрения и до завершения процесса был у VK (всего 46 дней), а самый длинный – у UMG (до 115 дней).**

Таким образом, **65–70 дней – вполне адекватный срок для переезда головной компании и проведения обмена на локальные акции (при этом TCS Group еще не определилась, в какой CAP она перерегистрируется).** По словам Станислава Близнюка, компания может завершить редомициляцию в первом квартале 2024 г., вероятно, ближе к концу квартала. Кроме того, **в ближайшее время (с 1 февраля) произойдет смена депозитария для владельцев европейских расписок (REG S) с JPMorgan на RCS Issuer Services, который стал основным для всех квазироссийских компаний после редомициляции.**

После перерегистрации холдинговой компании и обмена акций потребуется еще шесть месяцев для регистрации остальной компании в рамках добровольной редомициляции в соответствии с законом 452-ФЗ от 4 августа 2023 г. Например, в случае с HeadHunter в начале октября 2023 г. была зарегистрирована холдинговая компания МКАО «Хэдхантер», а регистрация остальной части компании пройдет уже во второй половине 2024 г. Однако это уже исключительно технический процесс для завершения полной редомициляции, и для акционеров он не имеет значения. В случае принудительной редомициляции по закону 470-ФЗ от 4 августа 2023 г. процедура значительно короче – она актуальна для компаний, которые включены в список экономически значимых (ЭЗО). Отметим, что главный акционер TCS Group и глава Интерроса Владимир Потанин направил обращение о включении компаний группы «Тинькофф» в список ЭЗО в сентябре 2023 г.

TCS Group: Ключевые даты

Факт	15.01.2024
	Акционеры TCS Group (головная компания Тинькофф Банка и Тинькофф Страхования) одобрили ряд вопросов, связанных с редомициляцией
Факт	31.01.2024
	TCS Group Holding объявила о намерении провести делистинг ГДР и прекратить программу ГДР 144А
Оценка	01.02.2024
	Новым депозитарием вместо JPMorgan станет RCS Issuer Services
Оценка	После 20.03.2024
	МосБиржа ограничит и приостановит торги ГДР TCS Group в связи с конвертацией ценных бумаг в результате редомициляции эмитента
Оценка	29.03.2024
	Крайняя дата для подачи документов на обмен на обычные акции; завершение редомициляции
Оценка	22.04.2024
	Возобновление торгов новыми акциями Тинькофф Банка на МосБирже, резкое падение котировок
Оценка	Конец апреля 2024
	Тинькофф Банк может быть включен в состав ЭЗО

Событие	VK	HeadHunter*	United Medical Group (EMC)	Global Ports**	TCS Group ***
ВОСА, голосование по редомициляции		11.08.23	04.10.23	05.09.23	02.03.23
Крайняя дата подачи заявки		26.09.23	01.12.23	29.12.23	20.12.23
Новая юрисдикция	Калининградская обл.	Калининградская обл.	Калининградская обл.	Остров Русский	Калининград или Владивосток?
Новый депозитарий для REG S	RCS Issuer Services	RCS Issuer Services	RCS Issuer Services	RCS Issuer Services	RCS Issuer Services
Количество дней		46	58	115	293

* Дата одобрения акционерами - 1 ноября 2023, но МКАО «Хэдхантер» было зарегистрировано ранее - 4 октября 2023.

** Полная добровольная редомициляция

*** Оценка Айгенис

Как заработать самый быстрый доход в 2024 году?

Мы видим три варианта заработать на акциях TCS Group. **Первый из них** — покупка бумаг на внешнем внебиржевом рынке и продажа до завершения редомициляции. Мы ожидаем, что депозитарные расписки продолжат расти и подорожают до \$30 с текущих \$25,5.

Второй вариант — открыть короткую позицию по ГДР TCS Group Holding на локальном рынке в начале марта до уровней 2610 и ниже если не вмешаться ЦБ, когда будет объявлено об ограничении торгов ими на МосБирже в связи с редомициляцией. Как правило, неделю спустя после объявления происходит приостановка торгов на месяц. В случае с VK такое объявление было сделано через месяц после голосования, то есть слишком быстро. В случае TCS Group об ограничении торгов, вероятно, объявят ближе к началу марта, и в 20-е числа марта возможна их полная приостановка и возобновление уже в 20-е числа апреля. Таким образом, шортить можно уже с начала марта 2023 г. Например, акции VK с начала сентября по конец октября подешевели на 26%. При этом половина потерь пришлась на период до остановки торгов 18 сентября, а вторая половина — после возобновления торгов. С тех пор акции VK восстановились только на 60% относительно достигнутого дна.

Третья стратегия — купить в длину и надолго бумаги TCS Group сразу после падения (вероятно, движение к уровням 2 610 руб. и ниже), если не вмешается ЦБ. Вполне вероятно, что на этот раз ЦБ не допустит такой же волатильности акций, как у VK.

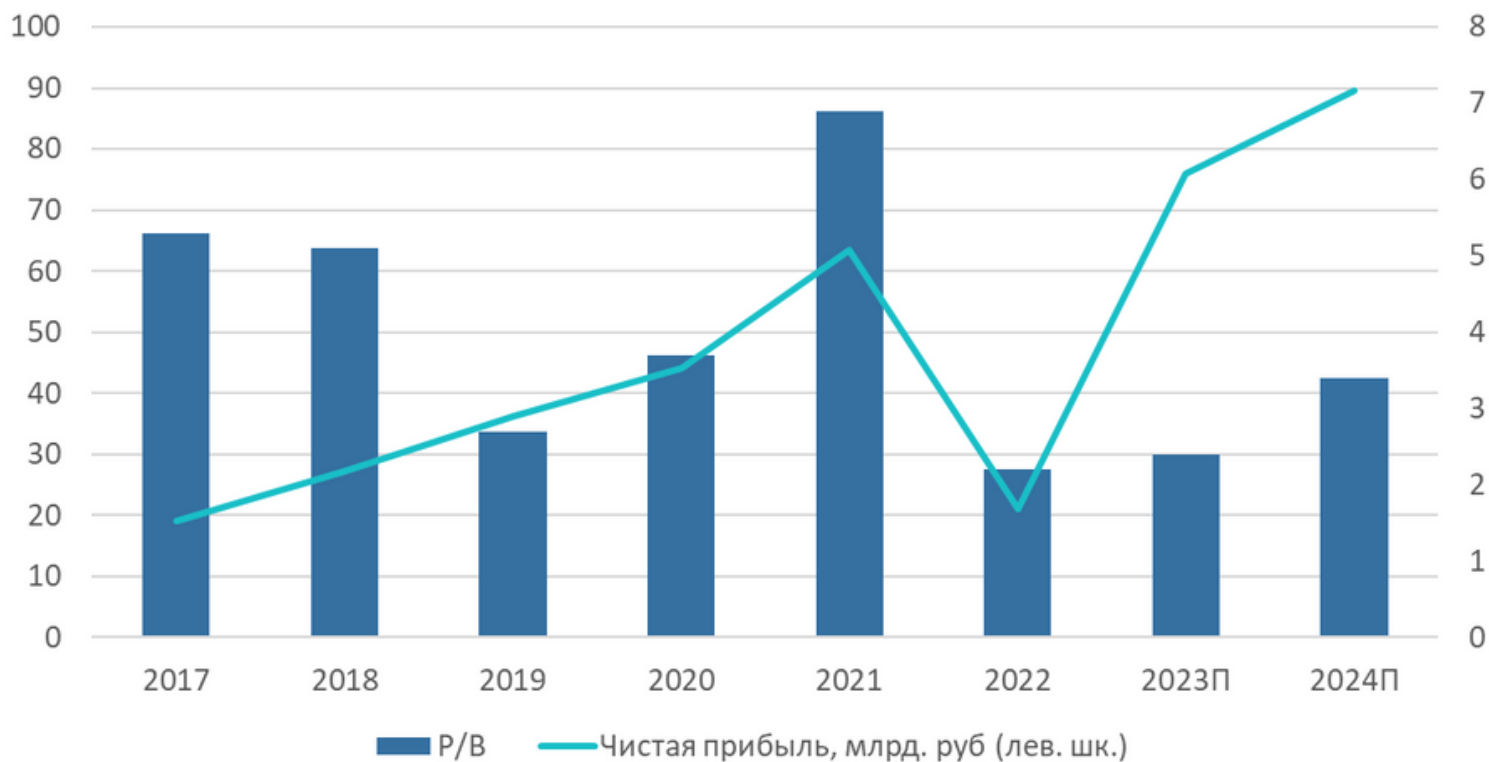
По нашим оценкам, максимальный потенциальный «навес» с учетом доли нерезидентов в акциях в свободном обращении, которые частично заблокированы, после обмена может превысить 16% от капитализации TCS Group, или более 60 млрд руб. Это на 35% ниже совокупного оборота торгов на МосБирже и свыше 60 раз дневного оборота TCSG.

Если ЦБ не вмешается, то после возникновения «навеса» котировки акций TCS Group могут приблизиться к текущим уровням цен на внешнем внебиржевом рынке. При нашей целевой цене на уровне 4 450 руб. это предполагает рост в рублях почти на 100% в течение 12 месяцев.

TCS Group на локальном рынке торгуется с дисконтом 44% к средней цене 2021 г. При этом чистая прибыль компании в 2021 г. была на 34% ниже, чем в 2023 г., по итогам которого мы ждем прибыль в размере 74 млрд руб. В этом случае мультипликатор P/B (он используется для оценки стоимости собственного капитала без учета долга) составит всего 2,4 против 6,9 в 2021 г., т. е. будет в три раза меньше. Отметим также, что Владимир Потанин, основной акционер TCS Group, заинтересован в наращивании капитализации, которая заметно отстает от рекордного роста чистой прибыли и бизнеса крупнейшего финтех-банка РФ.

Название	Капитализация, млрд руб.	Текущая цена покупки на ОТС, руб.	Текущий дисконт к локальному рынку, %	Рост относительно исторических максимумов, %	Целевая цена после редомициляции (12 мес.), руб.	Изм., 12 мес.
Яндекс	852 164	1 530	-41,4%	130,8%	3 600	135%
TCS Group	406 737	2 250	-28,7%	126,7%	4 450	98%
X5 Group	607 648	1 485	-33,5%	22,9%	2 800	89%

Тинькофф Банк



Кто следующий?

Такие компании, как Softline, VK, United Medical Group, HeadHunter и Global Ports уже успешно провели редомициляцию в Россию, а Polymetal – в Казахстан. Однако на МосБирже мы могли только наблюдать, как обмен акциями повлиял на котировки Softline и VK. **До конца первой половины 2024 г. мы ждем обмена внутри НРД акций HeadHunter, TCS Group, MDMG, Globaltrans и Ozon.**

Название	Сектор	Страна регистрации	Обмен акциями и пик волатильности	Арбитраж, %	Дисконт к цене на локальной бирже, %
HeadHunter*	ИТ и финтех	РФ	Февраль-март 2024	186%	-65%
TCS Group	Финансы	РФ	Март/апрель 2024	45%	-31%
MDMG	Медицинские услуги	РФ	Май 2024	43%	-30%
Globaltrans	Транспорт	ОАЭ	Июнь 2024	84%	-46%
Ozon	Розничный сектор	РФ	Июнь 2024	59%	-37%
X5 Group	Розничный сектор	РФ	Июнь 2024	51%	-34%
Яндекс	ИТ и финтех	РФ	Июнь 2024	78%	-44%
ЦИАН	ИТ и финтех	РФ	Июнь 2024	67%	-40%
Эталон	Застройщики	РФ	Август 2024	91%	-48%
Fix Price	Розничный сектор	Казахстан	Август 2024	80%	-44%
Русгро	Розничный сектор	РФ	Август 2024	74%	-42%
				78%	-42%

* Допэмиссия на локальном рынке для обмена бумаг локальных держателей

Что происходит на рынке ОТС?

Во время бурного третьего и четвертого кварталов 2023 г. депозитарные акции подорожали в среднем более чем на 40% в валюте. С середины декабря большинство депозитарных акций было под давлением по ряду причин:

- 1) Большая перекупленность, особенно бумаг Яндекса, TCS Group, X5 Group и Ozon после активных покупок начиная со второго квартала 2022 г.
- 2) Отсутствие позитивных новостей по наиболее ликвидным бумагам, указанным выше, за исключением TCS Group. В случае Яндекса негативным фактором стали явные задержки в случае реструктуризации и редомициляции на фоне конфликтов текущих и потенциальных акционеров.
- 3) Заметное снижение дисконта к локальному рынку, риски «навеса» на локальном рынке и ограниченные доли недружественных нерезидентов в связи с большим перетоком к локальным и дружественным держателям.

ООО ИК “Айгенис”

Российская Федерация, 123112, г. Москва
наб. Пресненская д.12, оф. 9.5 (башня Федерация)

+7(495) 21-21-101

Управляющий инвестиционным портфелем

Язев Владимир

vyazev@aigenis.ru

+7 (925) 047-41-46

Аналитический отдел

Сидоров Александр

asidorov@aigenis.ru

+7 (977) 100-79-00

Трейдинг

Киркевич Александр

akirkevich@aigenis.ru

+7 (993) 230-22-14

Отдел продаж инвестиционных продуктов

Алексей Смирнов

asmirnov@aigenis.ru

+7 (999) 003-08-06

Денис Сорокин

dsorokin@aigenis.ru

+7 (929) 938-39-90

Иван Дрень

idren@aigenis.ru

+7 (926) 660-00-50

Валентин Зуйков

vzuykov@aigenis.ru

+7 (965) 399-52-00

Общество с ограниченной ответственностью «Инвестиционная компания «Айгенис» (далее – Компания) не несет ответственности и не дает каких-либо гарантий в связи с передачей маркетинговых материалов, которые могут представлять для Вас интерес. Материалы, предоставляемые Компанией, предназначены исключительно для использования в образовательных и ознакомительных целях, не являются офертой, не являются предложением заключить сделку, не являются инвестиционной рекомендацией. Предоставляемая Компанией информация подлежит тщательному анализу и оценке перед принятием Вами какого-либо решения на основе переданной Компанией информации. Подтверждая свое желание познакомиться с предоставленной Вам информацией, Вы тем самым выражаете свое полное согласие в том, что Компания не несет ответственности за правильность или ошибочность любых Ваших решений, принятых на основе какой-либо информации, предоставленной Вам Компанией. Ни при каких обстоятельствах Компания не будет нести ответственности ни перед Вами, ни перед другой Стороной за какой-либо ущерб, возникший в результате использования Вами предоставленной информации, за любую упущенную выгоду. Вся ответственность за использование предоставленной информации возлагается на Вас, и Вы целиком и полностью принимаете эту ответственность. При возникновении у Вас каких-либо вопросов, связанных с предоставленной Вам информацией, рекомендуем обратиться к специалистам Компании за разъяснениями. Воспроизведение, копирование и иное использование информации, содержащейся в настоящем Отчете, или ее части допускается только с предварительного письменного согласия Компании.

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг:

брокерская деятельность – № 045-14147-100000 от 02.08.2022

дилерская деятельность – № 045-14147-010000 от 02.08.2022

депозитарная деятельность – № 045-14147-000100 от 02.08.2022

управление ценными бумагами – № 045-14147-001000 от 02.08.2022