

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**Qudian Inc (QD)**Потенциал роста: **33%**Целевая цена: **\$29,3**Диапазон размещения: **\$19-22****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Китай | Онлайн-кредитование

обзор перед IPO

Qudian: вход на огромный неохваченный рынок

Выручка, 12M (млрд CNY)	2,9
EBIT, 12M (млрд CNY)	1,7
Прибыль, 12M (млрд CNY)	1,4
Чистый долг, 1П17 (млрд CNY)	0,5

P/S, 12M (x)	2,5x
P/BV, 1П17 (x)	—
EV/S, 12M (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	110%
ROE (%)	55%
Маржа EBIT (%)	64%

Капитализация IPO (млрд USD)	7,2
Акций после IPO (млн шт)	329,9
Акций к размещению (млн шт)	37,5
Объем IPO/доля, (млн USD/%)	769/11,4%
Диапазон IPO (USD)	19-22
Дата IPO	17 окт
Потенциал роста (%)	33%

Динамика акций | биржа/тикер **NASDAQ:QD**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	—	—	—
vs S&P 500	—	—	—



Наше внимание привлекло запланированное на 17 октября размещение китайской платформы онлайн кредитования Qudian использующей машинное обучение и самообучающиеся алгоритмы для роста на огромном неохваченном рынке. В 2016 году рост выручки составил 393% при феноменальной прибыльности в 40% от выручки! Qudian намерена привлечь \$768 млн и отдать долю в 11,4%. Весь бизнес по верхней границе IPO будет оценен в 7,2 млрд.

Qudian – сайт-платформа для микрокредитов, оплаты платежей и инвестиций. Управляет 2 основными бизнес-платформами: платформа потребительского кредита и микрокредитной платформы. Основная аудитория компании – это студенты на данный момент это 47,9 млн пользователей. По итогам 1 полугодия 2017 года чистая прибыль Qudian составила \$143 млн, при выручке в \$270 млн – чистая маржа 53%.

Согласно отчету агентства, Oliver Wyman в 2016 году в Китае было около 367 млн потенциальных потребителей финансовых продуктов в возрасте от 18 до 35 лет. Сейчас Qudian является крупнейшим онлайн-провайдером микрокредитных продуктов в Китае по количеству активных заемщиков и сумме транзакций за 1-ую половину 2017 года. За полгода платформа Qudian выдала \$5,6 млрд кредитов базе из 7 млн активных заемщиков.

Потенциал роста при экстраполяции текущих трендов роста и движения рентабельности более 30%. Очень высокие базовые цифры бизнеса Qudian – темпы роста свыше 300% в год, чистая маржа выше 50% и значительный целевой рынок позволяет выйти на довольно высокий потенциал роста доходности IPO, однако для этого компания должна поддержать текущие темпы роста и ROE. В целом, IPO представляется нам очень привлекательным по потенциалу доходности (< 30%), принимая во внимание страновой риск, сопровождающий эту идею.

Абдикаримов Ерлан
 Директор Департамента финансового анализа
 (+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

Qudian: ключевые цифры

Отчет о прибыли, млрд CNY	2015	2016	1П16	1П17
Кредиты	0,2	1,3	0,3	1,5
Комиссионные от кредитов	0,1	0,1	0,0	0,3
Штрафные сборы	0,0	0,0	0,0	0,0
Прочие доходы	-	0,0	0,0	0,1
Выручка	0,2	1,4	0,4	1,8
Себестоимость	0,1	0,3	0,1	0,3
Валовая прибыль	0,1	1,2	0,3	1,5
Продажи и маркетинг	0,2	0,2	0,1	0,1
R&D	0,0	0,1	0,0	0,1
G&A	0,0	0,1	0,0	0,1
Гарантийные обязательства	0,0	0,0	0,0	0,0
Прочие доходы/расходы	0,0	0,0	0,0	0,0
Резервы по основной сумме займа	0,0	0,1	0,0	0,1
ЕБИТ	(0,2)	0,7	0,2	1,2
Процентные и инвест-ые доходы	0,0	0,0	0,0	(0,0)
Прибыль в иностранной валюте	0,0	(0,0)	(0,0)	0,0
Прочие доходы	0,0	0,0	0,0	0,0
Прочие расходы	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Доналоговая прибыль	(0,2)	0,7	0,1	1,2
Налог	0,0	0,1	0,0	0,2
Чистая прибыль	(0,2)	0,6	0,1	1,0
Рост и маржа (%)	2015	2016	1П16	1П17
Темпы роста выручки	-99%	514%	-	393%
Темпы роста EBITDA	-	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	-
Валовая маржа	37%	81%	76%	83%
EBITDA маржа	-99%	49%	39%	64%
EBIT маржа	-98%	49%	41%	64%
NOPLAT маржа	-98%	41%	34%	53%
Маржа чистой прибыли	-99%	40%	33%	53%
Cash Flow, млрд CNY	2015	2016	1П17	
CFO	-0,1	0,8	0,8	
D&A	0,0	0,0	0,0	
CFI	-1,9	-3,6	-3,6	
(-) CapEx в ОС	0,0	0,0	0,0	
CFF	2,2	3,4	3,4	
Изменение в наличности	0,2	0,6	0,6	
Наличность на начало года	0,0	0,2	0,2	
Наличность на конец года	0,2	0,8	0,8	
Справочные данные	2015	2016	1П17	
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	
Балансовая стоимость акции, CNY	-	-	-	
Рыночная стоимость акции, CNY	-	-	-	
Рыночная капитализация, CNY	-	-	-	
EV, CNY	-	-	-	
Капитальные инвестиции, CNY	0	0	0	
Рабочий капитал, CNY	-	-	-	
Реинвестиции, CNY	-	-	-	
BV, CNY	(7)	(3)	(2)	
Инвестированный капитал	1	6	9	
EPS, CNY на акцию	-	-	-	

Балансовый отчет, млрд CNY	2015	2016	1П17	
Наличность	0,2	0,8	1,0	
Краткосрочные инвестиции	0,0	0,4	0,0	
Краткосрочная задолженность	2,1	4,8	9,4	
Краткосрочные суммы задолженности	0,0	0,6	0,5	
Прочие активы	0,1	0,3	0,4	
Текущие активы	2,4	6,9	11,2	
ОС	0,0	0,0	0,0	
Долгосрочный долг по кредитам	0,2	0,1	0,0	
Инвестиции	0,0	0,1	0,1	
Нематериальные активы	0,0	0,0	0,0	
Отложенный налог	0,0	0,0	0,0	
Прочие активы	0,1	0,0	0,0	
Долгосрочные активы	0,2	0,2	0,1	
Активы	2,7	7,1	11,4	
Краткосрочные займы	1,6	4,2	6,5	
Начисленные расходы	0,0	0,2	0,3	
Прочие займы	1,6	0,0	0,8	
Гарантийные обязательства	0,0	0,0	0,0	
Подходящий налог к уплате	0,0	0,1	0,2	
Текущие обязательства	3,2	4,5	7,8	
Долгосрочные займы	0,1	0,1	0,0	
Долгосрочные обязательства	0,1	0,1	0,0	
Конвертируемые прив-ые акции	5,9	5,9	5,9	
Уставный капитал	0,0	0,0	0,0	
Дополнительный капитал	0,1	0,1	0,1	
Накопленный убыток	(6,6)	(3,5)	(2,5)	
Капитал	(6,6)	(3,4)	(2,4)	
Обязательства и собственный капитал	2,7	7,1	11,4	
Поэлементный анализ ROIC	2015	2016	1П17	
Маржа NOPLAT, %	-98%	41%	34%	
ICTO, x	0,3x	0,2x	0,2x	
AICTO, x	-	0,3x	-	
ROIC, %	-	10%	11%	
Себестоимость/выручка, %	63%	19%	17%	
Операционные издержки/выручка, %	198%	53%	40%	
WCTO, x	-	-	-	
FATO, x	124,9x	295,3x	433x	
Ликвидность и структура капитала	2015	2016	1П17	
ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-	
Текущая ликвидность, x	0,8x	1,5x	1,4x	
Долг/общая капитализация, %	-	-	-	
Долг/активы, %	62%	60%	57%	
Долг/собственные средства, x	-	-	-	
Долг/IC, %	204%	71%	72%	
Собственные средства/активы, %	-	-	-	
Активы/собственный капитал, x	-	-	-	
Мультипликаторы	2015	2016	1П17	IPO
P/B, x	-	-	-	14x
P/E, x	-	-	-	49x
P/S, x	-	-	-	33x
EV/EBITDA, x	-	-	-	-
EV/S, x	-	-	-	-

Общая информация

Qudian – сайт-платформа для микрокредитов, оплаты платежей и инвестиций. Управляет 2 основными бизнес-платформами: платформа потребительского кредита и микрокредитной платформы. Основная аудитория компании – это студенты на данный момент 47,9 млн пользователей.

Именно для них была разработана отдельная платформа QuCampus. QuCampus – платформа, которая доступна через пользовательский интерфейс Alipay и охватывает все повседневные аспекты жизни студентов. Так же компания генерирует выручку из 3 источников: потребительские кредиты, микрокредиты и финансирование покупок клиентов (более 480 поставщиков, систематизированная «сетка» брендов, поделенная на 14 категорий).

Qudian не имеет своих офисов и работает только в онлайн-режиме. В процессе выдачи кредита задействованы алгоритмы анализа больших данных и машинного обучения.

В основном Qudian предоставляет небольшие кредиты до \$200 и эта небольшая сумма позволяет снизить риск и повышает привлекательность сервиса для заемщиков, которые опасаются крупных кредитов.

Конкурентные преимущества и стратегия роста

Компания освоилась в нише где находится аудитория, не охваченная услугами крупных банков. Согласно отчету агентства, Oliver Wyman в 2016 году в Китае было около 367 млн потенциальных потребителей финансовых продуктов в возрасте от 18 до 35 лет, и такая группа является основным целевым сегментом для онлайн-рынка потребительского кредитования. Кредитные продукты от Qudian заточены под конкретные финансовые нужды потребителей (как правило молодых людей), и имеют краткосрочный характер, что позволяет оперативно улучшать модель оценки рисков и дорабатывать аналитический аппарат после завершения каждого транзакционного цикла.

Расширение охвата аудитории. Компания планирует увеличить свою пользовательскую базу с текущих 48 млн пользователей и покрыть значительную часть рыночного сегмента из 367 млн потенциальных клиентов, используя преимущества партнерства с Ant Financial и другими ведущими интернет-компаниями в Китае.

Расширение и улучшение линейки продуктов. Qudian намерен оптимизировать такие параметры своих продуктов как ценообразование, сроки кредитов и размеры сумм, и применить более точный таргетинг и персонализацию под конкретные потребительские сегменты. Компания изучает возможности предложения своих продуктов непосредственно на сторонних платформах, в том числе для местных служб и онлайн-платформ путешествий.

Перспектива и доля на рынке. Сейчас Qudian является крупнейшим онлайн-провайдером микрокредитных продуктов в Китае по количеству активных заемщиков и сумме транзакций за 1-ую половину 2017 года.

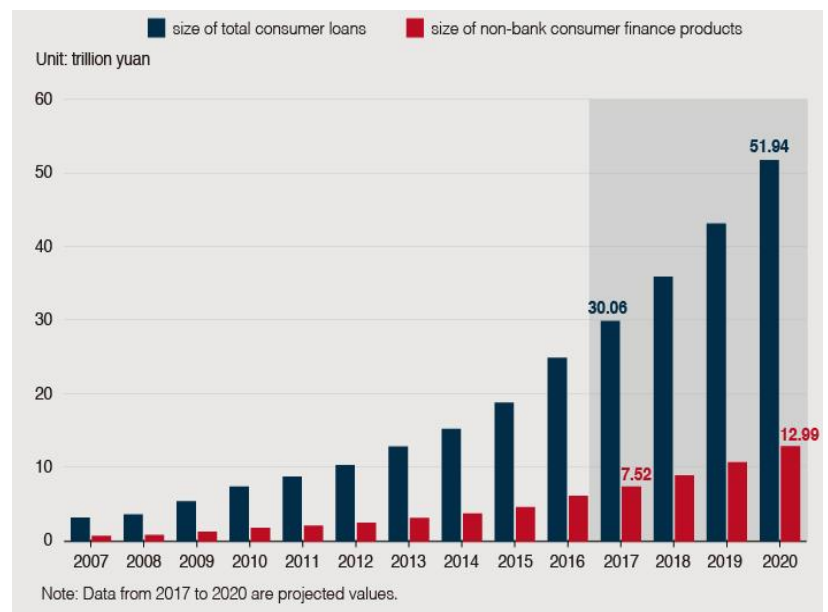
За полгода платформа Qudian выдала \$5,6 млрд кредитов базе из 7 млн активных заемщиков.

По итогам 1 полугодия 2017 г. чистая прибыль Qudian составила \$143 млн, а выручка достигла отметки в \$270 млн.

Китайский рынок онлайн-кредитования

Компания освоилась в нише где находится аудитория, не охваченная услугами крупных банков.

Кредитование через Интернет начало развиваться в Китае около 3 лет назад. В течение 12 месяцев, закончившихся в мае 2017 года, объем рынка онлайн-кредитов составил 345 млрд. юаней (\$50,7 млрд), что на 7% больше, чем в предыдущий 12-месячный период. iResearch прогнозирует, что к 2020 году китайский рынок потребительского кредитования вырастет почти до 60% ВВП Китая и достигнет 51,9 трлн CNY, а сегмент небанковских продуктов в нем 12,9 трлн CNY.



Основные риски: конкуренция и регуляция

Конкуренция. На рынке Китая довольно сложная конкурентная среда, с участием крупных компаний на фоне быстрого развития сферы банковских услуг в Азии. Среди крупных конкурентов можно выделить JD Finance (сервис JD.com), предлагающий потребительские кредиты, финансирование цепочки поставок, управление активами и платежные решения. Еще одним сильным игроком является WeBank, по сути частный банк, открытый конгломератом Tencent.

Регуляторный риск. В 2016 году сектор кредитования был превознесен скандалами и мошенничеством из-за отсутствия надзора. Это привело к тому, что власти Китая установили новые правила из-за опасения дефолтов и мошенничества среди 2349 онлайн-кредиторов страны.

Оценка по модели EVA: сильные тренды и потенциал в 33%

Для оценки собственного капитала Qudian мы использовали модель экономической добавленной стоимости (EVA) в виду принадлежности компании к финансовой модели бизнеса.

Прогноз выручки: 25% целевой аудитории. Мы исходили из прогноза Oliver Wyman по потенциальному размеру целевого рынка – 367 млн человек, и заложили ежегодный 2% рост этого числа потенциальных клиентов. Мы предполагаем, что Qudian через 10 лет сможет занять 25% этого рынка, принимая во внимание наличие серьезных конкурентов - рынок будет условно поделен на 4 части – среди также таких игроков как JD Finance и WeBank от Tencent. Это эквивалентно 112 млн активных заемщиков Qudian к 2026 году. Средняя выручка на 1 заемщика незначительно вырастет за счет роста охвата рынка и небольшого объема среднего займа – и достигнет 263 CNY или \$40 рост всего на 11% за 10 лет.

К концу прогнозного периода доля Qudian на рынке небанковского потребительского кредитования может достичь 0,7% что представляется нам очень консервативным показателем. В итоге темпы роста выручки плавно снизятся с текущих 514% в 2016 году до 91% в 2018 году и до 24% к 2021 году.

Прогноз по прибыли: выход в прибыль через 5 лет. Мы исходили из консервативного прогноза снижая маржу прибыли с уже с 2017 года до уровня 27% к 2026 году. С учетом высокой текущей маржи чистой прибыли в 40% и ее снижения до 27% к 2026 году мы ожидаем постепенного роста чистой прибыли до 7,9 млрд CNY.

Cost of Equity = 9,4%. Затраты на собственный капитал, учитывая при коэффициенте бета 1,01, безрисковой ставки в юанях 2,7% и премии за локальный риск инвестирования в китайский рынок акций в 6,6%.

С учетом всех этих предположений оценка всей фирмы достигает 63,6 млрд CNY или \$9,6 млрд. Благодаря очень высокой рентабельности собственного капитала ROE в течение прогнозного периода (свыше 50% в 2017 году и до 16% к 2026 году) и высокой ожидаемой рентабельности в зрелом компании удастся получить очень высокую оценку превышающую балансовую стоимость при условии, что компания достигнет необходимой доли рынка (25%) и сохранит текущие высокие показатели чистой маржи и рентабельности ROE.

Наша целевая цена, таким образом, составила \$29,3 за акцию.

Иллюстрация 1. Модель выручки Qudian

Основные предположения	2016	17П	18П	19П	20П	21П	22П	23П	24П	25П	26П
Целевая аудитория в Китае, млн	367	374	382	389	397	405	413	422	430	439	447
темпа роста, %	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Доля Qudian как активных заемщиков, %	1,7%	4%	7%	11%	14%	17%	19%	21%	22%	24%	25%
Количество активных заемщиков, млн	6,1	14	27	42	57	70	80	88	96	105	112
темпа роста, %	397%	199%	101%	61%	38%	23%	15%	10%	10%	10%	7%
Выручка на 1 заемщика, CNY	236	248	253	255	258	260	263	263	263	263	263
темпа роста, %	23%	5%	2%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Выручка, млн CNY	1 443	3 563	6 788	740	724	219	049	040	223	616	27 411
темпа роста, %	514%	147%	91%	58%	37%	24%	16%	9%	9%	9%	7%
Маржа чистой прибыли, %	40%	39%	37%	36%	35%	33%	32%	31%	30%	28%	27%
Чистая прибыль, млн CNY	577	1 378	2 537	3 874	5 121	6 100	6 775	7 117	7 464	7 814	7 941
Объем потребительских кредитов в Китае, трлн CNY		30,06	37,35	44,65	51,94	58,17	63,99	69,11	73,95	78,38	82,30
темпа роста, %			24%	20%	16%	12%	10%	8%	7%	6%	5%
Небанковский рынок потребительских кредитов, трлн CNY		7,52	9,34	11,17	12,99	14,55	16,00	17,28	18,49	19,60	20,58
доля от общего рынка, %		25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Активы Qudian от рынка небанковских потр. кредитов, %		0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%

Источник: данные компании

Иллюстрация 2. Модель периода быстрого роста

Модель быстрого роста, млн CNY	2016	17П	18П	19П	20П	21П	22П	23П	24П	25П	26П
Активы	7	11	16	26	41	59	79	99	118	135	152
Собственный капитал на начало периода	-631	2 514	3 892	6 429	10 303	15 424	21 525	28 300	35 417	42 881	50 695
Чистая прибыль	577	1 378	2 537	3 874	5 121	6 100	6 775	7 117	7 464	7 814	7 941
ROE, %	-91%	55%	65%	60%	50%	40%	31%	25%	21%	18%	16%
ROA, %	8,1%	12,1%	15,0%	14,4%	12,4%	10,3%	8,6%	7,2%	6,3%	5,8%	5,2%
Лeverедж, ROE/ROA, x		4,5x	4,4x	4,2x	4,0x	3,8x	3,7x	3,5x	3,3x	3,2x	3,0x

Источник: данные компании

Иллюстрация 3. Модель оценки

Расчет Cost of Equity	2016	17П	18П	19П	20П	21П	22П	23П	24П	25П	26П
Безрисковая ставка (CNY)		2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Бета послерычаговая (аналоги)		1,02	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования (CNY)		6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Стоимость собственного капитала		9,4%	9,4%	9,4%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Коэффициент дисконтирования, x		0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x
Модель прогнозного периода	2016	17П	18П	19П	20П	21П	22П	23П	24П	25П	26П
Собственный капитал	2 514	3 892	6 429	10 303	15 424	21 525	28 300	35 417	42 881	50 695	
ROE, %	55%	65%	60%	50%	40%	31%	25%	21%	18%	16%	
COE, %	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Спред EVA, %	45%	56%	51%	40%	30%	22%	16%	12%	9%	6%	
EVA (экономическая добавленная стоимость), млн CNY	1 142	2 173	3 273	4 159	4 661	4 769	4 482	4 170	3 831	3 241	
PV EVA	1 044	1 816	2 503	2 908	2 981	2 790	2 399	2 042	1 716	1 329	
Модель зрелого периода, млн CNY											
Темпы роста чистой прибыли	5,7%										
ROE	15,7%										
COE	9,3%										
Бета	1,00										
Безрисковая ставка	2,7%										
Премия за рыночный риск	6,6%										
Постпрогнозная стоимость	96 507										
Приведенная заключительная стоимость	39 572										
Оценка стоимости, млн CNY											
Инвестированный собственный капитал	2 514										
Стоимость в прогнозном периоде	21 529										
Стоимость в зрелом периоде	39 572										
Стоимость собственного капитала, млн CNY	63 615										
USD/CNY	6,6										
Стоимость собственного капитала, млн USD	9 658										
Простые акции, штук	330										
Стоимость на акцию, USD	29,3										
Верхний диапазон IPO, USD	22,0										
Потенциал роста, %	33%										

Источник: данные компании