

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО «Kaspi.kz» (KSPI)

 Потенциал роста: **54%**

 Целевая цена: **\$92,5**

 Текущая цена: **\$60**

флэшнот/апдейт

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | EVA

Казахстан | Финтех, Банк

Kaspi.kz: итоги 2021 года



Проц. доходы, '21 (млрд KZT)	422
Ком. доходы, '21 (млрд KZT)	517
Чистая прибыль, '21 (млрд KZT)	455
Активы, '21 (млрд KZT)	3 608

P/E, '21 (x)	12,6x
P/BV, '21 (x)	11,5x
ROA, '21 (%)	16,2%
ROE, '21 (%)	116%
Стоимость риска, '21 (%)	1,6%
Чистая маржа (%):	48%

Капитализация (млн USD)	11 623
Акции выпущено (млн штук)	193,7
Свободное обращение (%)	20%
52-нед. мин/макс (USD)	20-148,4
Текущая цена (USD)	60
Целевая цена (USD)	92,5
Потенциал роста (%)	54%

 Динамика акций | биржа/тикер **LSE/КСПИ**


Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-53%	-47%	-15%
vs KASE	-44%	-54%	-29%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

(+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@ffin.kz

28 февраля АО «Kaspi.kz» опубликовало финансовые результаты по итогам 2021 года. Отчет компании можно охарактеризовать как позитивным на фоне продолжения роста финансовых показателей и выполнения всех финансовых целей и прогнозов на 2021 год. Также компания заявила, что выплатит 86 млрд тенге акционерам в виде дивидендов и обратного выкупа акций. Тем не менее, война в Украине очевидно надолго задержит запуск финтех платформы, на которую наверняка были большие надежды у инвесторов. В целом прогнозы руководства на 2022 год оказались несколько ниже наших ожиданий, что снизило оценку. К тому же, рост базовой ставки и ослабление тенге также негативно повлияли на оценку. И все же, рыночная цена компании заметно просела и выглядит вполне привлекательной на фоне фундаментальных показателей. Мы сохраняем рекомендацию «покупать» ГДР Kaspi.kz с потенциалом роста в 54% от текущей цены и с целевой ценой в \$92,5.

(+) Продолжение роста финансовых показателей. Процентные доходы компании в четвертом квартале 2021 года составили 124 млрд тенге, увеличившись на 48% г/г и на 10% к/к. Сумма комиссионных и транзакционных доходов выросла на 65% г/г и на 18% к/к. Основной квартальный рост пришелся на комиссии за продажу, также существенно выросли транзакционные доходы в годовом выражении. По части расходов, в четвертом квартале компания увеличила непроцентные расходы на 27% к/к, что привело к снижению квартальной чистой маржи с 55% в третьем квартале до 50% в этом. В итоге квартальная чистая прибыль выросла на 3,8% к/к и 82% г/г и составила 143,7 млрд тенге.

(+) Рост операционных показателей выше прогнозов. Объем доходных транзакций в сегменте Payments вырос на 20% к/к и 101% г/г. По итогу 2021 года данный показатель вырос на 107% г/г, а компания превзошла собственный прогноз роста в 105%. Одним из факторов роста стали POS-терминалы Kaspi Pay, число которых увеличилось в 5 раз за последний год. Через эквайринг Kaspi.kz теперь проходят 82% объемов платежей. Суммарная стоимость товаров в сегменте Marketplace выросла на 48% к/к за счет сезонного роста спроса перед новым годом и на 91% г/г. В целом же за 2021 год данный показатель вырос на 115%, опередив прогноз руководства в 110%. Количество продавцов за год выросло на 280%, а пользователей на 45%. Сегмент Fintech показал рост в 17% к/к и 102% г/г по объему выданных кредитов. В 2021 году рост выданных кредитов составил 136% г/г, что выше последнего прогноза руководства в 125%. Количество ежедневных пользователей мобильного

приложения Kaspi выросло на 7,7% к/к и составило 7 млн человек, а ежемесячное количество пользователей составило 11,2 млн человек (+ 3,7% к/к).

Изменения в модели оценки и наше мнение. Несмотря на рост финансовых показателей прогнозы руководства на 2022 год оказались несколько ниже наших первоначальных ожиданий. Также, недавнее резкое ослабление тенге снижает долларовую стоимость компании и возможно в среднесрочной перспективе ухудшает кредитный портфель, снижает объемы электронной торговли и транзакций. К тому же резкий рост базовой ставки также негативно скажется на процентных расходах и объемах выдачи кредитов. Другой проблемой остается война в Украине, где компания намеревалась повторить казахстанский успех в Украине в области финтеха. Покупка БТА Банка в Украине все еще не одобрена регулятором, и вряд ли будет одобрена быстро, учитывая военное положение. На этом фоне, а также после январской трагедии в Казахстане цена ГДР Kaspi.kz значительно упала. Тем не менее, теперь мультипликаторы и дивидендная доходность компании оказались на более привлекательных для покупок уровнях. К тому же на фоне роста прибыли компания решила направить 86 млрд тенге акционерам в виде дивидендов и обратного выкупа акций. В целом же при текущих ценах ожидаемая дивидендная доходность подросла до неплохих 6,2%, и это компания роста, которая наверняка покажет рост прибыли как минимум на 20% в 2022 году. В модели оценки мы несколько снизили наши ожидания по операционным показателям компании, а также увеличили стоимость собственного капитала на фоне роста базовой ставки и политических рисков. Все это снизило оценочную стоимость одного ГДР Kaspi.kz до **92,5** долларов с **потенциалом роста в 52%** от последней цены. Рекомендация «покупать».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	14.12.2021	01.03.2022		
Стоимость товаров Marketplace, млрд тенге, 2022	2 658	2 472	-7%	Прогноз руководства компании по росту в 40-50% в 2022 году
Стоимость доходных транзакций, млрд тенге, 2022	21 868	18 648	-15%	Прогноз руководства компании по росту в 40-50% в 2022 году
Стоимость выданных кредитов, млрд тенге, 2022	6 134	5 829	-5%	Прогноз руководства компании по росту в 30-40% в 2022 году
Стоимость собственного капитала, %, 2022	14,4%	19,1%	+4,7%	Рост базовой ставки и увеличение политических рисков

расчеты Фридом Финанс

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендации и целевые цены от Фридом Финанс. (В-«покупать», Н-«держать», S-«продавать»)

