

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «Kaspi.kz» (KSPI)**Потенциал роста: **25%**Целевая цена: **\$103**Текущая цена: **\$82,5****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | EVA

Казахстан | Финтех, Банк

флэшнот/апдейт

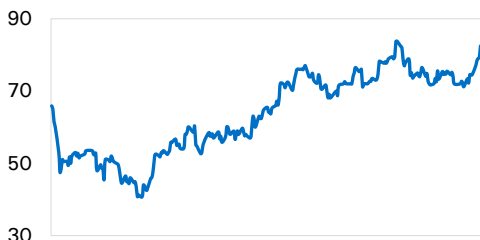
Kaspi.kz: результаты 1-го квартала 2023 года



Проц. доходы, 3М'23 (млрд KZT)	185
Комисс. доходы, 3М'23 (млрд KZT)	206
Чистая прибыль, 3М'23 (млрд KZT)	178
Активы, 3М'23 (млрд KZT)	5 441

P/E, 3М'23 (x)	10,6x
P/BV, 3М'23 (x)	7,3x
ROA, 3М'23 (%)	24%
ROE, 3М'23 (%)	174%
Стоимость риска, '22 (%)	1,7%
Чистая маржа (%):	45%

Капитализация (млн USD)	16 004
Акции выпущено (млн штук)	194
Свободное обращение (%)	20%
52-нед. мин/макс (USD)	40,75-90
Текущая цена (USD)	82,5
Целевая цена (USD)	103
Потенциал роста (%)	25%

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

Доходность (%)	3-мес	9-мес	12-мес
Абсолютная	5%	29%	25%
vs KASE	-1%	12%	6%

АО «Kaspi.kz» опубликовало финансовые результаты по итогам первого квартала 2023 года. Отчет компании можно назвать позитивным, так как компания значительно превзошла собственные прогнозы операционных показателей на 2023 год. Тем не менее, несмотря на это, руководство пока не улучшило собственные прогнозы. Поэтому мы осторожно повысили прогнозы на 2023 год в модели оценки, что вместе со снижением стоимости собственного капитала дало увеличение оценочной цены. В итоге, наша целевая цена одной ГДР Kaspi.kz выросла с \$81 до \$103 с потенциалом роста в 25% от текущей цены. На фоне этого, мы повышаем рекомендацию с «Держать» до «Покупать».

(+) Значительный рост доходов и чистой прибыли. Процентные доходы компании в первом квартале 2023 года составили 185 млрд тенге, увеличившись на 50% г/г и 11% к/к. Сумма комиссионных и транзакционных доходов выросла на 53% г/г за счёт комиссий за продажу в сегменте Marketplace. Однако, в квартальном выражении доходы упали на 13% к/к из-за сезонно сильного четвертого квартала. На фоне высокой базовой ставки квартальные процентные расходы продолжают расти и достигли 107 млрд тенге (+112% г/г и +21% к/к). Непроцентные расходы же выросли на 41% г/г, во многом из-за увеличения операционных расходов на 55% г/г и расходов на разработку и технологии на 53% г/г. В итоге, квартальная чистая прибыль Kaspi.kz составила 178 млрд тенге (+52% г/г и -10% к/к).

(+) Операционный рост значительно выше прогнозов. Объем доходных транзакций в сегменте Payments вырос на 61% г/г и снизился на -9% к/к, что пока что намного выше прогноза руководства на 2023 год – «около 35%». Основным фактором роста продолжает оставаться Kaspi QR и карточные транзакции, чья доля в сегменте составляет 70%. Количество транзакций в сегменте увеличилось на 56% г/г, а количество активных пользователей выросло на 17% г/г. Суммарная стоимость проданных товаров в сегменте Marketplace выросла на 77% г/г и снизилась на 24% к/к из-за сезонного фактора. Годовой рост оказался немного выше общего прогноза на 2023 год в размере 35%. Take rate сегмента снизился с 8,8% в прошлом квартале до 8,4%. Kaspi Travel также показывает рост: количество проданных билетов составило 3,2 млн (+54% г/г), а их совокупная стоимость достигла 68 млрд тенге. Тем не менее, относительно предыдущих трех кварталов Kaspi Travel не показывает значительного роста. Количество активных покупателей возросло на 28% г/г, а количество покупок на 67% г/г и составило 35,6 млн единиц. Сегмент Fintech показал рост по объему выданных кредитов на 72% г/г и снижение на 17% к/к. Годовой рост в

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

(+7) 727 311 10 94 (988) | orazbayev@ffin.kz

квартале оказался выше прогноза на 2023 год в 35%. Кредитный портфель компании вырос на 33% г/г, а средняя процентная ставка составила 25,3%, что является самым маленьким значением за все время публичного статуса компании. Количество ежедневных пользователей приложения Kaspi.kz выросло на 3,88% к/к и составило 8,3 млн человек, а ежемесячное количество пользователей составило 12,8 млн человек (+ 1,6% к/к).

Изменения в модели оценки и наше мнение. Темпы роста операционных показателей трех основных сегментов в первом квартале оказались значительно выше прогнозов компании и наших прогнозов в модели оценки. Хотя руководство компании пока не стало улучшать собственные прогнозы, мы решили немного увеличить наши прогнозы, чтобы лучше отразить результаты первого квартала. В итоге наши прогнозы по операционным показателям значительно выросли, в том числе благодаря улучшенным результатам первого квартала. Также мы снизили стоимость собственного капитала за счет снижения безрисковой ставки на фоне падения доходностей государственных облигаций РК в марте-апреле. В итоге оценочная стоимость одного ГДР Kaspi.kz составила **\$103 с потенциалом роста в 25%** от последней цены. Рекомендация – **«Покупать»**.

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	01.03.2022	02.05.2023		
Доходы от Marketplace, 2023, млрд тенге	308	324	+ 5%	Фактический рост показателя GMV – 77% при прогнозе руководства в 35%
Доходы от Payments, 2023, млрд тенге	297	312	+ 5%	Фактический рост показателя RTPV – 61% при прогнозе руководства в 35%
Стоимость собственного капитала, %, 2024	17,8%	16,1%	-1,7 п.п.	Резкое снижение доходностей на рынке ГЦБ Казахстана в марте-апреле

расчеты Freedom Broker

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендаций и целевые цены от Freedom Broker. (B-«покупать», H-«держат», S-«продавать»)



Лицензия <https://ffin.global/licence/>

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного Финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно Лицензии No. AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Размещённая в данном разделе информация и материалы носят справочно-информационный характер, адресован клиентам адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.