

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «Kaspi.kz» (KSPI)**Потенциал роста: **31%**Целевая цена: **\$121**Текущая цена: **\$92,5****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | EVA

Казахстан | Финтех, Банк

флэшнот/апдейт

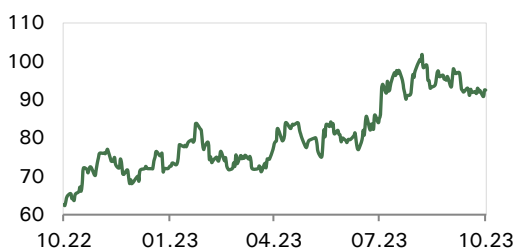
Kaspi.kz: результаты 3-го квартала 2023 года



Проц. доходы, 9М'23 (млрд KZT)	603
Комисс. доходы, 9М'23 (млрд KZT)	682
Чистая прибыль, 9М'23 (млрд KZT)	601
Активы, 9М'23 (млрд KZT)	6 079

P/E, 9М'23 (x)	10,2x
P/BV, 9М'23 (x)	8,4x
ROA, 9М'23 (%)	16%
ROE, 9М'23 (%)	100%
Стоимость риска, 9М'23 (%)	1,5%
Чистая маржа (%):	44%

Капитализация (млн USD)	17 546
Акции выпущено (млн штук)	190
Свободное обращение (%)	20%
52-нед. мин/макс (USD)	62-105
Текущая цена (USD)	92,5
Целевая цена (USD)	121
Потенциал роста (%)	31%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
План. частота обновления цены	ежеквартально

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

Доходность (%)	3-мес	9-мес	12-мес
Абсолютная	9%	18%	48%
vs KASE	-2%	4%	18%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

АО "Kaspi.kz" опубликовало финансовые результаты по итогам третьего квартала 2023 года. Отчет компании можно назвать умеренно позитивным, так как компания продолжает показывать такие темпы роста основных показателей, которые выше собственных прогнозов. Компания вновь показала рекордную квартальную чистую прибыль. На этом фоне мы немного повысили некоторые предположения по росту в модели оценки. С другой стороны, некоторые показатели, а в особенности увеличение курса доллара немного снизили долларовую оценку. В итоге, наша целевая цена одной ГДР Kaspi.kz выросла до \$121 с потенциалом роста в 31% от текущей цены. **Рекомендация – «Покупать».**

(+) Продолжение роста доходов и рекордная чистая прибыль.

Процентные доходы компании в третьем квартале 2023 года составили 217 млрд тенге, увеличившись на 42% г/г и 8,5% к/к. Чистая сумма комиссионных и транзакционных доходов выросла на 46% г/г и 17% к/к. По валовым доходам, наибольший рост показал сегмент Marketplace, доходы от которого выросли на 84,5% г/г и 72% к/к. На фоне высокой базовой ставки, квартальные процентные расходы продолжают расти и достигли 124 млрд тенге (+65% г/г и +9,2% к/к). Непроцентные расходы же выросли на 51% г/г и на 2,1% к/к, во многом из-за роста себестоимости проданных товаров, которая по большей части демонстрирует расходы по e-commerce в партнерстве с Magnium. Отметим, что компания изменила подход к раскрытию непроцентных расходов. Также сильнее всего растут расходы на разработку и технологии (+47% г/г) и расходы по продаже и маркетингу (+26% г/г). Тем не менее, за счет сильного роста комиссионных доходов, квартальная чистая прибыль Kaspi.kz составила рекордные 233 млрд тенге (+40% г/г и +17,5% к/к).

(+) Компания пока превосходит все свои прогнозы.

Объем доходных транзакций в сегменте Payments вырос на 43% г/г и +15% к/к, что чуть выше прогноза руководства на 2023 год – «около 40%». За 9 месяцев показатель роста составил 49% г/г и вероятнее всего компания легко сможет превзойти этот прогноз. Основным фактором роста продолжает оставаться продукт Kaspi Pay. Количество транзакций там увеличилось на 41% г/г, а количество активных продавцов выросло на 15% г/г. Также сильно вырос объем транзакций Kaspi B2B, в 2,3 раза за последний год. Тем не менее, доля Kaspi B2B в сегменте Payments пока остается низкой и составляет лишь 4%. Суммарная стоимость проданных товаров в сегменте Marketplace выросла на 49% г/г и 40% к/к. За три квартала 2023 года годовой рост составил 74%, что намного выше прогноза руководства в

40%. Take rate сегмента вырос с 8,5% в прошлом квартале до 8,8%. Количество активных покупателей возросло на 21% г/г, а количество покупок на 31% г/г и составило 42,2 млн единиц. Сегмент e-Commerce вырос на 56% г/г, m-Commerce вырос на 47% г/г, Kaspi Travel на 45% (рост проданных билетов на 35% г/г). Сегмент Fintech показал рост по объему выданных кредитов на 38% г/г и 29% к/к. За 9 месяцев рост составил 47% г/г, что тоже заметно выше прогноза руководства в 40%. Кредитный портфель компании вырос на 35% г/г, а средняя доходность снизилась с 26,6% до 25,3% в пересчете на год. Отмечаем низкий уровень полученных процентных доходов наличностью. Если в первом квартале показатель составлял довольно небольшие 83%, то во втором показатель снизился до 79%, что тем не менее не является самым низким показателем в истории компании. Количество ежедневных пользователей приложения Kaspi.kz выросло на 2,3% к/к и составило 8,8 млн человек, а ежемесячное количество пользователей составило 13,5 млн человек (+ 2,3% к/к).

Изменения в модели оценки и наше мнение. Компания неплохо отчиталась, а ценовые мультипликаторы даже немного снизились относительно момента выхода предыдущего отчета. Темпы роста операционных показателей находятся на более высоком уровне чем прогнозировало руководство квартал назад. Это и стало основой для изменения некоторых параметров в модели оценки. Мы немного повысили темпы роста сегментов Marketplace и Payments, которые и стали факторами роста целевой цены. Также на модель оценки повлияли небольшие изменения в подходах предоставления финансовой отчетности. Так, статья «операционные расходы» была по всей видимости разделена и отнесена к нескольким другим статьям расходов. Также на долларовую стоимость негативно повлияло ослабление тенге к доллару в течение последних трех месяцев. В итоге оценочная стоимость одного ГДР Kaspi.kz составляет **\$121 с потенциалом роста в 31%** от последней цены. Рекомендация – **«Покупать»**.

Потенциальные риски для модели оценки. (1) Недостижение прогнозов роста и более сильное его замедление в будущих годах относительно заложенных показателей в модели оценки; (2) Дальнейшее снижение качества кредитного портфеля, выраженное через полученные наличностью процентных доходов; (3) Продолжение увеличения курса доллара к тенге.

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	31.07.2023	26.10.2023		
Доходы от Marketplace, 2023, млрд тенге	324	389	+ 20%	Увеличение темпов роста GMV в сегменте Marketplace
Доходы от Payments, 2023, млрд тенге	333	348	+4,5%	Увеличение темпов роста RTPV в сегменте Payments
Курс доллара к тенге	452	476	+5,3%	Рост курса доллара негативно повлиял на долларовую стоимость одного ГДР

расчеты Freedom Broker

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

Иллюстрация 3. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по бумагам KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	5	56%
Hold	3	33%
Sell	1	11%

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

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (далее – Компания) 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 Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Размещённые в настоящем документе материалы носят справочно-информационный характер в отношении объекта инвестиционного исследования (далее – Эмитент), адресованы текущим розничным и потенциальным розничным клиентам Компании. Информация, изложенная в настоящем документе, была получена из общедоступных источников и считается автором(ами) надежными, однако автор(ы) не дает никаких гарантий или заверений, явных или подразумеваемых, относительно ее точности или полноты. Информация не предназначена для использования в качестве основы для принятия каких-либо инвестиционных решений каким-либо физическим или юридическим лицом. Эта информация не представляет собой инвестиционную рекомендацию, а также не является предложением или призывом купить или продать какую-либо ценную бумагу.

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.

Раскрытие информации

- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не имеет финансовой заинтересованности в ценных бумагах Эмитента
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не знает о существовании каких-либо конфликтов интересов, которые могли бы повлиять на содержание или публикацию данного отчета
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не обладает достаточным количеством ценных бумаг Эмитента в личном портфеле для того, чтобы оказывать существенное влияние на котировки в случае их продажи.
- Порядок подчинения автора(ов) и его(их) вознаграждения не приводят к конфликту интересов
- Компания и связанное с ним лицо не владеет 1% или более от общего выпущенного акционерного капитала Эмитента
- Компания и связанное с ним лицо не выступает в качестве корпоративного брокера для Эмитента
- Эмитент не обладает существенной долей участия в доле Компании
- Компания может являться маркет-мейкером в отношении акций Эмитента. Подробный список финансовых инструментов изложен на сайте Казахстанской фондовой биржи и доступен по данной ссылке: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтинговая система

- Buy. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается увеличение цены более чем на 20 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Hold. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается изменение цены в диапазоне от минус 10 процентов до плюс 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Sell. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается снижение цены более чем на 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев