

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «Kaspi.kz» (KSPI)**Потенциал роста: **34%**Целевая цена: **\$155**Текущая цена: **\$115,5****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | EVA

Казахстан | Финтех, Банк

флэшнот/апдейт

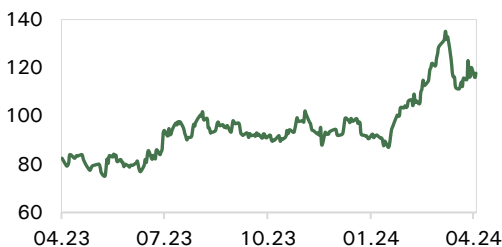
Kaspi.kz: результаты 1-го квартала 2024 года



Проц. доходы, 3М '24 (млрд KZT)	240
Комисс. доходы, 3М '24 (млрд KZT)	311
Чистая прибыль, 3М '24 (млрд KZT)	223
Активы, 3М '24 (млрд KZT)	6 909

P/E, 3М '24 (x)	10,8x
P/BV, 3М '24 (x)	7,3x
ROA, 3М '24 (%)	13%
ROE, 3М '24 (%)	83%
Стоимость риска, 3М '24 (%)	2%
Чистая маржа (%):	43%

Капитализация (млн USD)	21 946
Акции выпущено (млн штук)	190
Свободное обращение (%)	20%
52-нед. мин/макс (USD)	77-136,2
Текущая цена (USD)	115,5
Целевая цена (USD)	155
Потенциал роста (%)	34%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
План. частота обновления цены	ежеквартально

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

Доходность (%)	3-мес	9-мес	12-мес
Абсолютная	29%	30%	43%
vs KASE	12%	7%	4%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

АО "Kaspi.kz" опубликовало финансовые результаты по итогам первого квартала 2023 года. Отчет можно назвать умеренно позитивным, так как компания пока что превышает собственные прогнозы роста на 2024 год. Чистая прибыль в первом квартале выросла на 28% г/г, что немного выше прогноза в 25%. С другой стороны, продолжает фиксироваться рост различных видов расходов. К тому же впервые за время наличия статистики по количеству пользователей приложения Kaspi.kz наблюдается квартальная стагнация. Однако, по всем отдельным сегментам наблюдается увеличение количества активных пользователей. Руководство компании сохранило прежние прогнозы, но мы считаем, что вероятность их повышения по итогам полугодия довольно высока. В итоге в модели оценки мы несколько увеличили прогноз по доходам сегмента Marketplace, а также снизили стоимость собственного капитала. С другой стороны, увеличение себестоимости и корректировка на дивидендную отсечку снизили оценку. Наша обновленная целевая цена одной ГДР Kaspi.kz выросла до \$155 с потенциалом роста в 34% от текущей цены. Рекомендация – «Покупать».

(+) Рекордные доходы и двухзначные темпы роста.

Процентные доходы компании в первом квартале 2024 года составили рекордные 240 млрд тенге, увеличившись на 30% г/г и 4,1% к/к. Чистая сумма комиссионных и транзакционных доходов выросла на 58% г/г, но в квартальном выражении упала на 7,9% из-за сезонности. Наибольший рост доходов продолжает показывать сегмент Marketplace, у которого доходы выросли на 134% г/г. Тогда как годовой рост доходов сегмента Fintech и Payments выросли на 26% и 25% соответственно. И все же квартальные процентные расходы продолжают расти на фоне более высоких ставок и роста депозитов на 28% г/г. Так, процентные расходы оставили 145 млрд тенге и выросли на 36% г/г и 8,9% к/к. Непроцентные расходы увеличились на 94% г/г и на 1,3% к/к, во многом из-за роста себестоимости товаров и услуг на 101% г/г. Также существенно выросли и прочие непроцентные расходы: расходы на разработку и технологии (+47% г/г и -7,5% к/к), общие и адмрасходы (+28% г/г и -34% к/к) и расходы по продаже и маркетингу (+139% г/г и +23% к/к). В итоге квартальная чистая прибыль Kaspi.kz составила 223 млрд тенге, увеличившись на 28% г/г, но снизившись в сравнении с сезонно сильным 4-м кварталом на 9,9%.

(+) Прогнозы руководства пока оправдываются. Объем доходных транзакций в сегменте Payments вырос на 36% г/г,

тогда как количество доходных транзакций на 46% г/г, а количество активных пользователей на 11% г/г. В итоге доходы сегмента выросли на 25% г/г, что пока несколько больше прогноза руководства на 2024 год в 20% роста. Суммарная квартальная стоимость проданных товаров в сегменте Marketplace выросла на 57% г/г. Take rate сегмента вырос с 9,2% в прошлом квартале до рекордных 9,5%. Количество активных покупателей возросло на 16% г/г и достигло 7,4 млн человек. Доходы сегмента выросли на 134% г/г, что существенно выше прогноза руководства на 2024 год в 70% роста. Сегмент Fintech показал рост по объему выданных кредитов на 53% г/г. Кредитный портфель компании вырос на 38% г/г и 7% к/к, а ее средняя годовая доходность составила примерно 24%. Доходы сегмента выросли на 26%, что также выше прогноза руководства на 2024 год в 20%. Также отметим восстановление доли процентных доходов, полученных наличными. Если в 2023 году показатель упал до 80,3%, то в первом квартале 2024 года он вырос до 93,3%. Количество пользователей приложения Kaspi.kz впервые за всю историю ведения статистики не показало роста. По итогам первого квартала 2024 года количество ежедневных пользователей составило 9,1 млн человек, а ежемесячное количество пользователей составило 14 млн человек, что соответствует показателям 4-го квартала 2023 года.

Изменения в модели оценки и наше мнение. Компания продолжает оправдывать собственные прогнозы и по итогам первого квартала даже превышает их. Прогнозы руководства пока что остались прежними, тем не менее высока вероятность их повышения учитывая существенный рост доходов сегмента Marketplace. В модели оценки мы немного повысили темпы роста доходов сегмента Marketplace, которые тем не менее остаются немного ниже прогноза руководства. В то же время по остальным сегментам рост доходов остается прежним с поправкой на фактические показатели первого квартала. Также немного была снижена стоимость собственного капитала на фоне уменьшения премии за риск инвестиции в акции. С другой стороны, значительный рост себестоимости в первом квартале относительно доходов привело к увеличению ее прогноза в будущих годах, что снизило оценку. Также была проведена корректировка на дивиденды по итогам 4-го квартала, которые на момент даты отчета еще не были выплачены. Кроме всего этого, было немного уменьшено количество акций и курс доллара, согласно обновленным данным. В итоге обновленная оценочная стоимость одного ГДР Kaspi.kz составляет **\$155 с потенциалом роста в 34%** от последней цены. Рекомендация – **«Покупать»**.

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	04.03.2024	02.05.2024		
Доходы от Marketplace, 2024, млрд тенге	627	741	+ 18%	Более высокие показатели роста в первом квартально в сравнении с нашими ожиданиями
Себестоимость, 2024, млрд тенге	225	289	+ 28%	Увеличение себестоимости относительно доходов в первом квартале
Стоимость собственного капитала, 2026, %	13%	12,7%	-30 б.п.	Снижение премии за риск инвестиции в акции с 4,5% до 4,2%

расчеты Freedom Broker

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

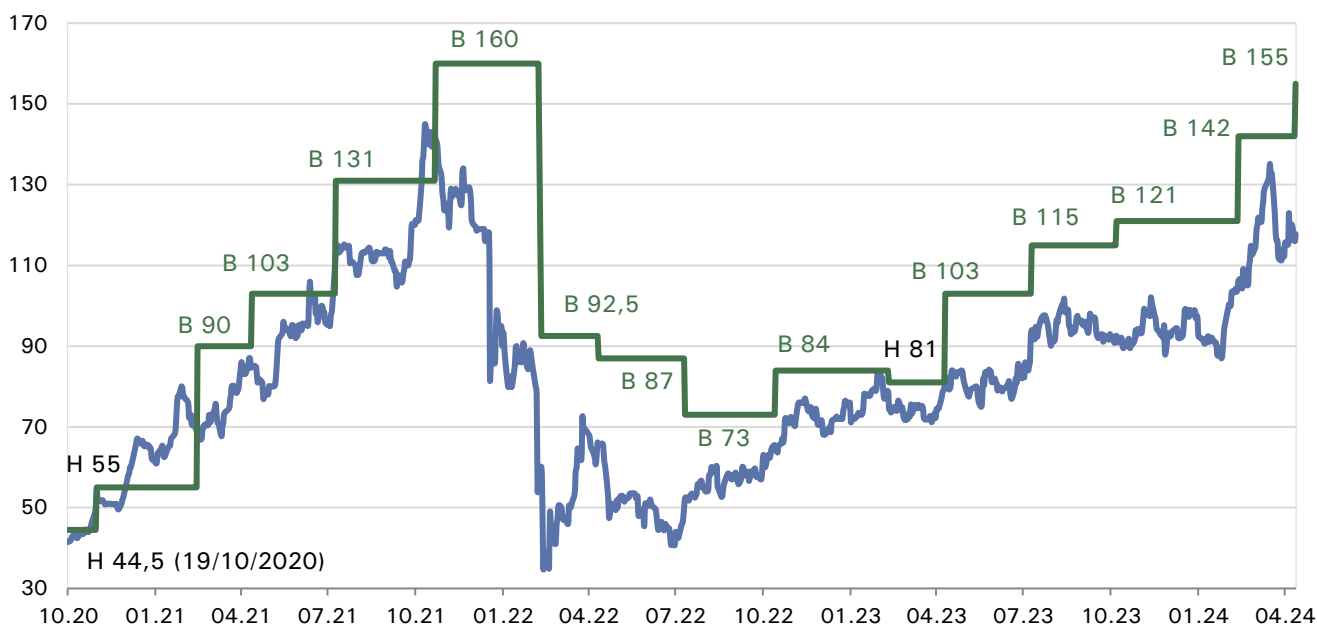


Иллюстрация 3. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по бумагам KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	8	80%
Hold	1	10%
Sell	1	10%

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