

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold**АО «Kaspi.kz» (KSPI)**Потенциал роста: **3%**Целевая цена: **\$133**Текущая цена: **\$129,5****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | EVA

Казахстан | Финтех, Банк

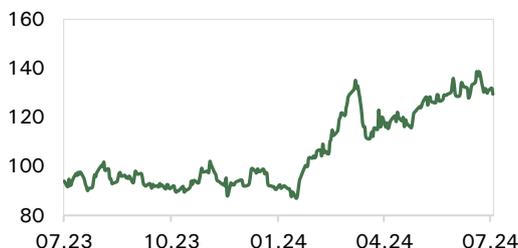
флэшнгут/апдейт

Kaspi.kz: результаты 2-го квартала 2024 года

Проц. доходы, 6М '24 (млрд KZT)	490
Комисс. доходы, 6М '24 (млрд KZT)	640
Чистая прибыль, 6М '24 (млрд KZT)	446
Активы, 6М '24 (млрд KZT)	7 168

P/E, 6М '24 (x)	10,3x
P/BV, 6М '24 (x)	9,8x
ROA, 6М '24 (%)	14%
ROE, 6М '24 (%)	88%
Стоимость риска, 6М '24 (%)	1,3%
Чистая маржа (%):	44%

Капитализация (млн USD)	24 606
Акции выпущено (млн штук)	190
Свободное обращение (%)	20%
52-нед. мин/макс (USD)	86-143,7
Текущая цена (USD)	129,5
Целевая цена (USD)	133
Потенциал роста (%)	3%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
План. частота обновления цены	ежеквартально

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

Доходность (%)	3-мес	9-мес	12-мес
Абсолютная	10%	42%	38%
vs KASE	5%	19%	-5%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

АО "Kaspi.kz" опубликовало финансовые результаты по итогам второго квартала 2024 года. Отчет можно назвать умеренно позитивным, так как компания пока что превышает собственные прогнозы роста на 2024 год. Тем не менее, темпы роста немного снизились в сравнении с предыдущими кварталами. Чистая прибыль во втором квартале выросла на 25% г/г, что соответствует прогнозу руководства в 25%. Небольшое снижение темпов роста чистой прибыли произошло из-за заметного роста всех видов расходов. К тому же большую роль в результатах сыграл Kaspi Juma, который прошел в конце второго квартала. Тем самым в третьем квартале ожидается некоторое снижение результатов на фоне этого, с дальнейшим обратным ростом в четвертом квартале за счет сезонности. Руководство компании сохранило прогнозы на прежнем уровне, хотя ранее в 2021-2023 гг. прогнозы на этом промежутке всегда повышались, что намекает на ограниченность роста. В итоге в модели оценки мы немного повысили прогноз по доходам сегмента Marketplace, но и увеличили процентные расходы. Также была повышена стоимость собственного капитала, а ослабление тенге привело к значительному снижению долларовой стоимости. В итоге наша обновленная целевая цена одной АДР Kaspi.kz снизилась до \$133 с потенциалом роста в 3% от текущей цены. **Рекомендация – «Держать».**

(=) Рекордные доходы и высокие темпы роста расходов.

Процентные доходы компании во втором квартале 2024 года составили рекордные 250 млрд тенге, увеличившись на 25% г/г и 4% к/к. Чистая сумма комиссионных и транзакционных доходов выросла на 44,5% г/г и 10,1% к/к. Наибольший рост доходов продолжает показывать сегмент Marketplace, у которого доходы выросли на 131% г/г. Тогда как годовой рост доходов сегмента Fintech и Payments составил 23%. И все же квартальные процентные расходы вновь показывают темпы роста выше, чем у процентных доходов – 30% г/г. В сравнении с прошлым кварталом процентные расходы выросли на 1,1% к/к. Непроцентные расходы увеличились на 87% г/г и на 5,4% к/к, во многом из-за роста себестоимости товаров и услуг на 102% г/г. Также существенно выросли и прочие непроцентные расходы: расходы на разработку и технологии (+32% г/г и -0,7% к/к), общие и административные расходы (+32% г/г и +5,2% к/к) и расходы по продаже и маркетингу (+129% г/г и +5,4% к/к). И все же квартальная чистая прибыль Kaspi.kz составила рекордные 243 млрд тенге, увеличившись на 25% г/г и на 8,6% к/к. Темп роста прибыли равен прогнозу руководства на этот год в 25%.

(+) Прогнозы руководства пока оправдываются. Объем доходных транзакций в сегменте Payments вырос на 31% г/г, тогда как количество доходных транзакций – на 50% г/г, а количество активных пользователей – на 9,1% г/г. В итоге доходы сегмента выросли на 23% г/г, что немного выше прогноза руководства на 2024 год в 20% роста. Суммарная квартальная стоимость проданных товаров в сегменте Marketplace выросла на 64% г/г. Take rate сегмента остался на прежнем уровне в 9,5%. Количество активных покупателей возросло на 15% г/г и достигло 7,6 млн человек. Доходы сегмента выросли на 131% г/г, что существенно выше прогноза руководства на 2024 год в 70% роста. Однако здесь присутствует влияние Kaspi Juma, который прошел в конце второго квартала. Сегмент Fintech показал рост по объему выданных кредитов на 41% г/г. Кредитный портфель компании вырос на 45% г/г и 7,6% к/к, а ее средняя годовая доходность составила примерно 24%. Доходы сегмента выросли на 23%, что также выше прогноза руководства на 2024 год в 20%. Количество пользователей приложения Kaspi.kz возобновило рост после стагнации в первом квартале. По итогам второго квартала 2024 года количество ежедневных пользователей составило 9,5 млн человек (+10,5% г/г и +4,4% к/к), а ежемесячное количество пользователей составило 14,2 млн человек (+7,6% г/г и +1,4% к/к).

Изменения в модели оценки и наше мнение. Компания продолжает оправдывать собственные прогнозы, которые остались прежними на остаток года. В большинстве своем мы сохранили прежние предположения в модели оценки. Учитывая сохранение высокого роста доходов сегмента Marketplace, мы немного увеличили наш прогноз на этот год. Однако, с другой стороны, были повышены процентные расходы, которые оказались несколько выше прежних ожиданий. Эти два изменения по большей части нивелировали друг друга. С момента последней оценки заметно повысился обменный курс доллара к тенге, что резко снизило долларовую стоимость компании. Кроме того, отметим повышение стоимости собственного капитала из-за роста доходностей государственных облигаций на рынке за последние три месяца. В итоге обновленная оценочная стоимость одного ГДР Kaspi.kz составляет **\$133 с потенциалом роста в 3%** от последней цены. Учитывая увеличение цены с момента предыдущей оценки, что также привело к снижению потенциала роста, наша рекомендация изменяется с «**Покупать**» на «**Держать**».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	02.05.2024	31.07.2024		
Обменный курс доллара, тенге	440	475	+ 8%	Увеличение обменного курса доллара за последние три месяца
Стоимость собственного капитала, 2026, %	12,7%	13,7%	+ 1 п.п.	Увеличение доходностей государственных облигаций Казахстана

расчеты Freedom Broker

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



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

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	7	70%
Hold	2	20%
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