

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «Kaspi.kz» (KSPI)**Потенциал роста: **22%**Целевая цена: **\$132**Текущая цена: **\$108,4**

флэшнот/апдейт

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | EVA

Казахстан | Финтех, Банк

Kaspi.kz: результаты 3-го квартала 2024 года

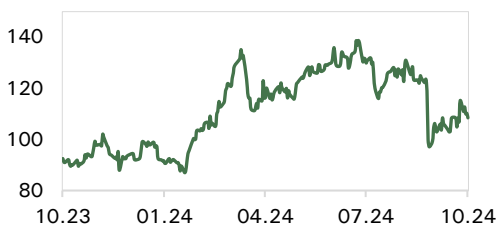


Проц. доходы, 9М '24 (млрд KZT)	774
Комисс. доходы, 9М '24 (млрд KZT)	907
Чистая прибыль, 9М '24 (млрд KZT)	740
Активы, 9М '24 (млрд KZT)	7 621

P/E, 9М '24 (x)	8,2x
P/BV, 9М '24 (x)	7,5x
ROA, 9М '24 (%)	14,5%
ROE, 9М '24 (%)	92%
Стоимость риска, 9М '24 (%)	1,7%
Чистая маржа (%)	40%

Капитализация (млн USD)	20 598
Акции выпущено (млн штук)	190
Свободное обращение (%)	20%
52-нед. мин/макс (USD)	85-143,7
Текущая цена (USD)	108,4
Целевая цена (USD)	132
Потенциал роста (%)	22%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
План. частота обновления цены	ежеквартально

Динамика акций | биржа/тикер NASDAQ/KSPI



Доходность (%)	3-мес	9-мес	12-мес
Абсолютная	-17%	-7%	17%
vs KASE	-16%	-12%	-11%

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

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

АО "Kaspi.kz" опубликовало финансовые результаты за третий квартал 2024 года. Отчет можно назвать умеренно позитивным, так как компания обновила квартальные рекорды как по доходам, так и по прибыли. К тому же компании удается превышать собственные прогнозы роста на 2024 год. Однако прогноз руководства на 2024 год был немного скорректирован в негативную сторону. Важнейшим событием для компании стало приобретение турецкого e-commerce маркетплейса Hepsiburada. Цена приобретения оказалась значительно выше рыночной стоимости, что вполне нормально, учитывая контрольный пакет. Тем не менее, эта разница была учтена в модели оценки как текущий прямой негативный эффект от сделки. Также в модели оценки мы обновили общие финансовые показатели, которые в целом остались примерно на прежнем уровне, а также снизили стоимость собственного капитала. В итоге наша обновленная целевая цена одной АДР Kaspi.kz снизилась до \$132 с потенциалом роста в 22% от текущей цены. Рекомендация повышена — «Покупать».

(+) Рекордные доходы и чистая прибыль за квартал.

Процентные доходы компании в третьем квартале 2024 года составили рекордные 284 млрд тенге, увеличившись на 31% г/г и 14% к/к. Чистая сумма комиссионных и транзакционных доходов выросла на 23% г/г и 8,8% к/к. Наибольший рост доходов продолжает показывать сегмент Marketplace, доходы которого выросли на 145% г/г, тогда как годовой рост доходов сегментов Fintech и Payments ускорился и составил 33% и 38% соответственно. Квартальные процентные расходы на этот раз показали темпы роста ниже, чем процентные доходы — 28% г/г. В сравнении с прошлым кварталом процентные расходы выросли на 8,1% к/к. Непроцентные расходы увеличились на 90% г/г и на 13% к/к, в основном из-за роста себестоимости товаров и услуг на 89% г/г. Тем не менее, благодаря более высокому росту основных доходов, квартальная чистая прибыль Kaspi.kz составила рекордные 274 млрд тенге, увеличившись на 18% г/г и на 13% к/к. Темп роста прибыли за 9 месяцев 2024 года составил 23%, что немного ниже прогноза руководства на этот год в 25%.

(+) Прогнозы руководства вновь оправдываются. Объем доходных транзакций в сегменте Payments вырос на 29% г/г, тогда как количество доходных транзакций — на 36% г/г, а количество активных пользователей — на 6,3% г/г. В итоге квартальные доходы сегмента выросли на 38% г/г, а за 9 месяцев рост составил 24%, что немного выше прогноза руководства на 2024 год в 20% роста. Суммарная квартальная стоимость проданных товаров в сегменте Marketplace выросла на 25% г/г.

Take rate сегмента остался на прежнем уровне — 9,5%. Количество активных покупателей возросло на 13% г/г и достигло 7,8 млн человек. Квартальные доходы сегмента увеличились на 145% г/г, что значительно выше прогноза руководства на 2024 год в 70%. Отметим, что рост доходов за 9 месяцев текущего года составил 76% г/г. Сегмент Fintech показал рост по объему выданных кредитов за квартал на 23% г/г. Кредитный портфель компании вырос на 38% г/г и на 8,1% к/к, а его средняя годовая доходность составила примерно 24%. Квартальные доходы сегмента увеличились на 33%, а за 9 месяцев — на 24%, что также выше прогноза руководства на 2024 год в 20%. Количество пользователей приложения Kaspi.kz продолжает расти второй квартал подряд. По итогам третьего квартала 2024 года количество ежедневных пользователей составило 9,6 млн человек (+9,1% г/г и +1,1% к/к), а ежемесячное количество пользователей достигло 14,4 млн человек (+6,7% г/г и +1,4% к/к).

Приобретение Hepsiburada. Компания объявила о покупке 65,4% акций турецкого e-commerce маркетплейса Hepsiburada за \$1,127 млрд. Общая оценка сделки составила \$1,72 млрд, что на \$643 млн выше рыночной капитализации Hepsiburada. Общая стоимость проданных товаров (GMV) в e-commerce отделе Hepsiburada в 2023 году достигла \$4 млрд, что на 21% больше GMV e-commerce Kaspi.kz. Напомним, что доля e-commerce достигает 46% в общей GMV сегмента Marketplace. Количество активных клиентов достигает 12,1 млн человек, что более чем вдвое превышает показатель Kaspi.kz в 5 млн. Отметим, что рост GMV Hepsiburada в первом полугодии 2024 года, с вычетом инфляции, составил 22%. Компания достигла положительного свободного денежного потока и EBITDA в 2023 году.

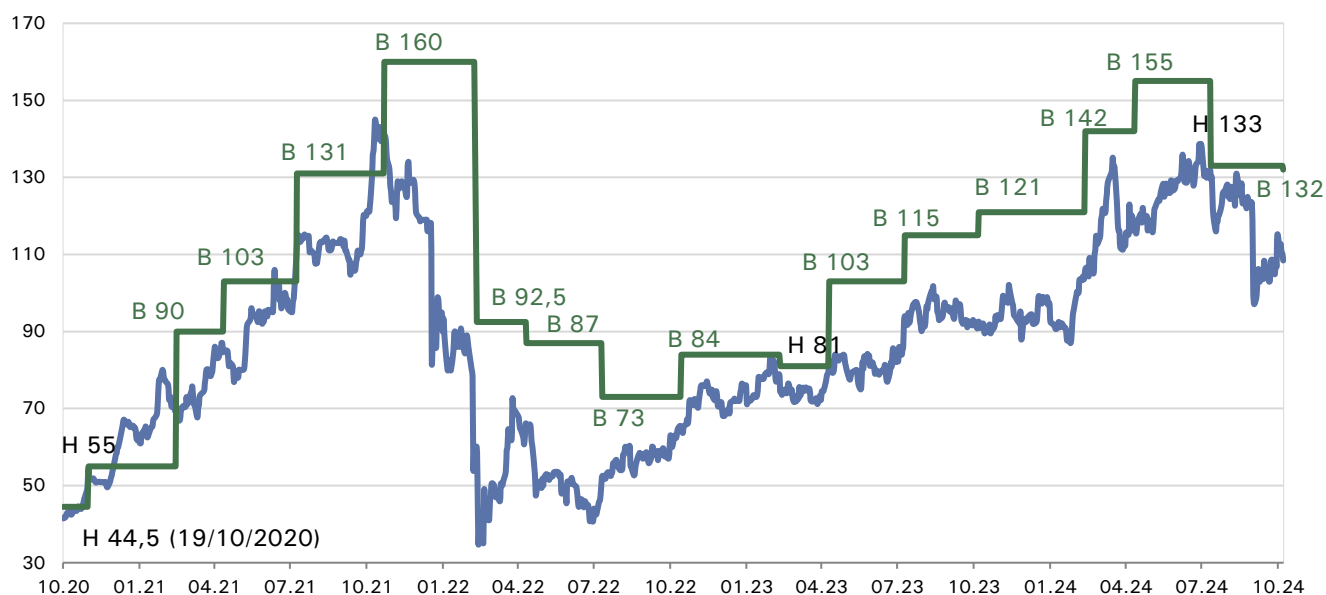
Изменения в модели оценки и наше мнение. Компания продолжает оправдывать собственные прогнозы, которые, хотя и слегка ухудшились, все же остаются в рамках наших предположений в модели оценки. Прогноз руководства по росту чистой прибыли также остается на прежнем уровне. Приобретение Hepsiburada открывает большие возможности для роста компании, учитывая низкую степень проникновения e-commerce в Турции. Однако текущие невысокие показатели прибыльности компании и нестабильная макроэкономическая ситуация в Турции остаются основными факторами беспокойства. Отметим, что цена приобретения заметно превысила текущую рыночную стоимость актива и его стоимость до объявления сделки, из-за чего мы снизили нашу оценку. К тому же Kaspi.kz финансирует сделку полностью наличными, что естественным образом несколько увеличивает риски, но и потенциальные будущие выгоды. Полный эффект сделки на стоимость компании будет оценен позже, с учетом завершения процесса приобретения. Снижение коэффициента беты привело к уменьшению стоимости собственного капитала. В итоге обновленная оценочная стоимость одного ГДР Kaspi.kz составляет **\$132 с потенциалом роста в 22%** от последней цены. Учитывая это, наша рекомендация повышается с «Держать» на «Покупать».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	31.07.2024	28.10.2024		
Прямой эффект от приобретения Hepsiburada, млрд тенге	-	-312	-%	Разница между ценой покупки и текущей рыночной стоимости компании в качестве расчета эффекта от сделки без учета синергии
Стоимость собственного капитала, 2026, %	13,7%	13,2%	-0,5 п.п.	Снижение коэффициента беты в отрасли

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