

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО «Kaspi.kz» (KSPI)

Потенциал роста: 22%
Целевая цена: \$126
Текущая цена: \$103

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | EVA

Казахстан | Финтех, Банк

флэшнот/апдейт

Kaspi.kz: результаты 4-го квартала 2024 года

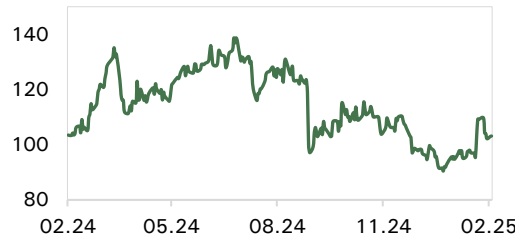


Проц. доходы, '24 (млрд KZT)	1 083
Комисс. доходы, '24 (млрд KZT)	1 275
Чистая прибыль, '24 (млрд KZT)	1 057
Активы, '24 (млрд KZT)	8 377

P/E, '24 (x)	7,5x
P/BV, '24 (x)	6,5x
ROA, '24 (%)	15,5%
ROE, '24 (%)	98%
Стоимость риска, '24 (%)	2,1%
Чистая маржа (%):	45%

Капитализация (млн USD)	20 177
Акции выпущено (млн штук)	190
Свободное обращение (%)	34%
52-нед. мин/макс (USD)	86-143,7
Текущая цена (USD)	103
Целевая цена (USD)	126
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	-3%	-18%	0%
vs KASE	-5%	-23%	-18%

АО "Kaspi.kz" опубликовало финансовые результаты за четвертый 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 удалось оправдать собственные прогнозы роста доходов и чистой прибыли в 2024 году. Однако прогноз основных операционных показателей от руководства на 2025 год оказался чуть ниже наших ожиданий. И все же в модели оценки мы обновили общие финансовые показатели, а также увеличили собственный капитал на конец года. С другой стороны, компания не планирует выплачивать дивиденды по итогам четвертого квартала 2024 года и первого полугодия этого года, для того чтобы расплатиться за Hepsiburada. Это немного уменьшило нашу оценку, а также факторами этого стало увеличение курса доллара и рост доходностей гособлигаций Казахстана, что увеличило безрисковую ставку. В итоге наша обновленная целевая цена одной АДР Kaspi.kz снизилась до \$126 с потенциалом роста в 22% от текущей цены. Рекомендация — «Покупать».

(+) Рекордные квартальные доходы и чистая прибыль. Процентные доходы компании в четвертом квартале 2024 года составили рекордные 309 млрд тенге, увеличившись на 34% г/г и 9% к/к. Чистая сумма комиссионных и транзакционных доходов выросла на 20% г/г и 12% к/к. Наибольший рост доходов продолжает показывать сегмент Marketplace, доходы которого выросли на 43% г/г, заметно ускорившись с прошлого квартала. В то же время годовой рост доходов сегментов Fintech и Payments составил 26% и 19% соответственно. Квартальные процентные расходы вновь показали темпы роста ниже, чем процентные доходы — 23% г/г. В сравнении с прошлым кварталом процентные расходы выросли на 3,6% к/к. Непроцентные расходы увеличились на 34% г/г и на 11% к/к, в основном из-за роста себестоимости товаров и услуг на 57% г/г. Тем не менее, благодаря более высокому росту основных доходов, квартальная чистая прибыль Kaspi.kz составила рекордные 316 млрд тенге, увеличившись на 28% г/г и на 11% к/к. За полный 2024 год темп роста прибыли составил 25%, что соответствует прогнозу руководства в 25%.

(+) Прогнозы руководства вновь оправдываются. Объем доходных транзакций в сегменте Payments вырос на 29% г/г, тогда как количество доходных транзакций — на 33% г/г, а количество активных пользователей — на 5,4% г/г. В итоге квартальные доходы сегмента выросли на 19% г/г, а за весь 2024 год рост составил 23%, что несколько выше прогноза руководства в 20% роста. Суммарная квартальная стоимость проданных

товаров в сегменте Marketplace выросла на 38% г/г. Take rate сегмента немного вырос — с 9,5% до 9,7%. Количество активных покупателей возросло на 14% г/г и достигло 8,1 млн человек. Квартальные доходы сегмента увеличились на 43% г/г, а за 2024 год рост доходов составил 64%, что чуть ниже предыдущего прогноза руководства в 65%. Сегмент Fintech показал рост по объему выданных кредитов за квартал на 16% г/г. Кредитный портфель компании вырос на 35% г/г и на 9,3% к/к, показав ускорение. В то же время средняя годовая доходность портфеля осталась на прежнем уровне в 24%. Квартальные доходы сегмента Fintech увеличились на 26%, а за весь 2024 год — на 25%, что выше прогноза руководства в 20%. Количество пользователей приложения Kaspi.kz продолжает расти третий квартал подряд, показав значительное ускорение. На конец 2024 года количество ежедневных пользователей составило 10,1 млн человек (+11% г/г и +5,2% к/к), а ежемесячное количество пользователей достигло 14,7 млн человек (+5% г/г и +2,1% к/к).

Изменения в модели оценки и наше мнение. Компания оправдала собственные прогнозы на 2024 год. На 2025 год руководство немного изменило подход к прогнозам. Тем не менее, ожидается рост объема проданных товаров в сегменте Marketplace на 25-30%, объема доходных транзакций в сегменте Payments на 15-20% и объема выданных кредитов на 15-20% в сегменте Fintech. Эти показатели оказались немного ниже наших предыдущих ожиданий в модели оценки. С другой стороны, в целом оценка от этих изменений упала не так значительно. Отметим, что руководство не будет платить дивиденды по итогам четвертого квартала 2024 года и за первое полугодие 2025 года, так как деньги пойдут на приобретение турецкого маркетплейса Hepsiburada, которое было одобрено и завершено в январе. Также на модель оценки негативно повлияло увеличение стоимости собственного капитала ввиду роста доходностей 10-летних гособлигаций Казахстана и повышения курса доллара. В итоге обновленная оценочная стоимость одного ГДР Kaspi.kz составляет **\$126 с потенциалом роста в 22%** от последней цены. Рекомендация – **«Покупать»**.

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	28.10.2024	27.02.2025		
Собственный капитал, начало 2025 г., млрд тенге	1 267	1 517	+ 20%	Увеличение собственного капитала по итогам 2024 года согласно финансовому отчету
Дивиденды, 2025, млрд тенге	1 168	524	-55%	Приостановка дивидендных выплат из-за сделки по покупке Hepsiburada
Стоимость собственного капитала, 2025, %	17,2%	18,2%	+ 1 п.п.	Увеличение доходностей 10-летних гособлигаций Казахстана

расчеты Freedom Broker

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

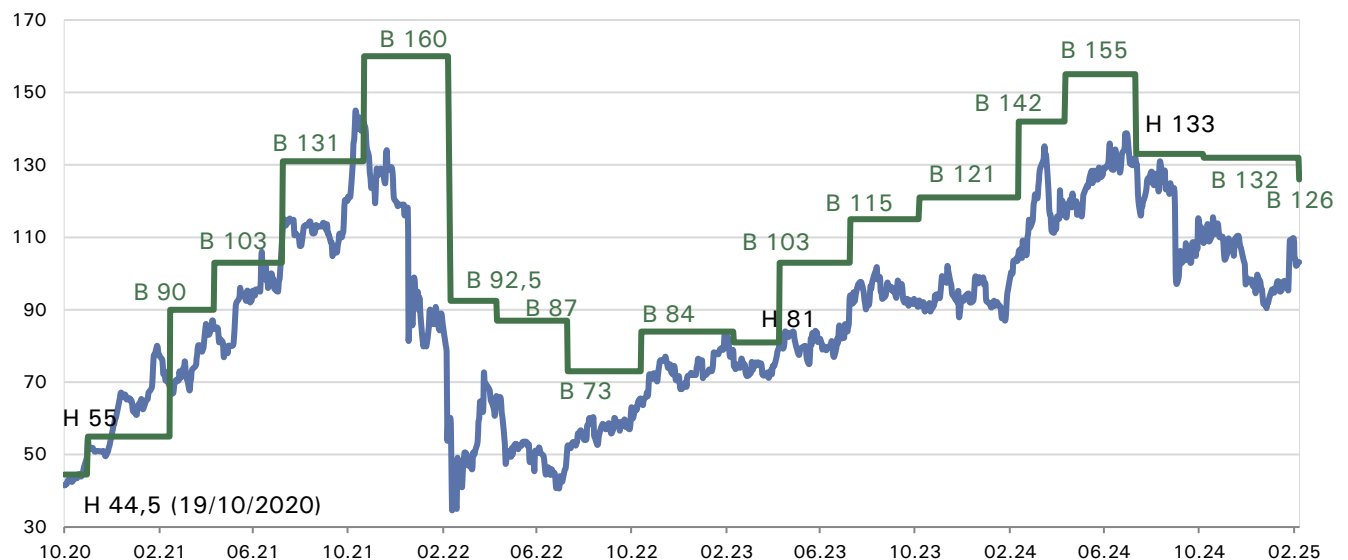


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и P/B по расчетам Freedom Broker

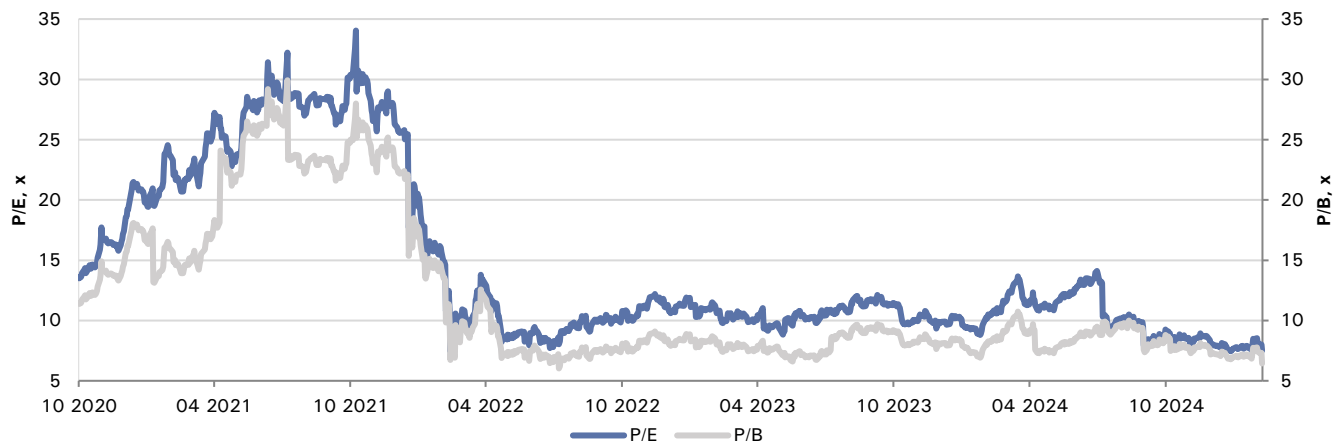


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по компаниям индекса KASE

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