

ПРОДОЛЖАЕТ МЕНЯТЬ ПРАВИЛА ИГРЫ

Мы начинаем анализ Kaspi.kz, крупнейшей экосистемы Казахстана, в которую входят платежная система, финтех-платформа и маркетплейс. Kaspi.kz растет, создавая инновационные продукты и услуги, и монетизирует повышение эффективности, зарабатывая более 70% ROE. Мы ожидаем роста прибыли в 2022 г. на 31% и на 19% в 2023 г. Kaspi.kz выплачивает акционерам более 60% чистой прибыли, и мы прогнозируем дивидендность на горизонте 12 месяцев в 7,7%. Наш рейтинг по акциям компании — «Покупать», целевая цена — \$80/ГДР.

Риски: макроэкономические условия, в результате которых увеличивается стоимость риска и сдерживается рост; риски, связанные с быстрым ростом компании.

Катализаторы: выплата дивидендов; отчетность за 2022 г. и прогнозы менеджмента на 2023 г. (февраль).

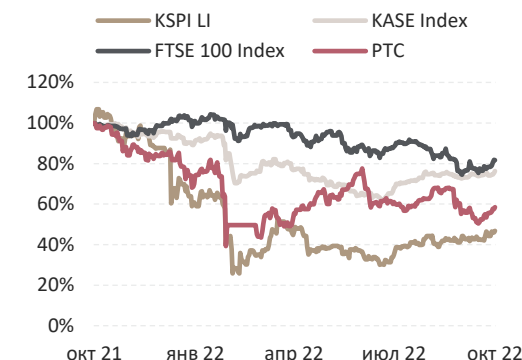
Построена успешная экосистема. У Kaspi.kz — самая крупная экосистема в Казахстане, включающая в себя систему платежей, финтех-платформу и маркетплейс и имеющая ключевые доли рынка по всем бизнес-направлениям. Kaspi.kz ведет свою работу через чрезвычайно популярное суперприложение, которое охватывает практически всех взрослых жителей страны, с числом ежемесячных активных пользователей (MAU) в 12,2 млн. Недавно компания также запустила суперприложение для продавцов, помогая им бесперебойно осуществлять операции, пользуясь сервисами одной экосистемы; база таких клиентов растет трехзначными темпами.

Инновации дают толчок росту бизнеса. Kaspi.kz растет за счет предложения инновационных продуктов и услуг на относительно неразвитом рынке — так возникают точки роста компании. Интеграция таких продуктов и услуг в востребованной экосистеме позволяет получить синергетический эффект для развития других платформ, и возникает мощная самораскручивающаяся спираль роста и прибыльности. Благодаря высокому показателю ROE Kaspi.kz выплачивает акционерам 60–70% прибыли путем выплаты дивидендов и выкупа акций. На ближайшие 12 месяцев мы прогнозируем дивиденд на акцию в размере \$4,9, что предполагает 7,7%-ную дивидендность. Вместе с тем рост — ключевой приоритет для компании, и при возможностях масштабирования бизнеса распределение прибыли может отойти на второй план.

Доказанная способность монетизировать повышение эффективности. В 2019–2022 гг. Kaspi.kz поддерживала очень высокий показатель ROE (свыше 75%), и мы ожидаем, что в 2022–2024 гг. рентабельность останется существенно выше 70%. В сравнении с банками у компании значительно менее волатильная выручка, поскольку комиссии и другие операционные доходы экосистемы составляют более 55% валовой выручки, а ЧПД — меньше 40% чистой выручки. Дальнейший рост выручки, доля менее циклических компонентов в которой (генерирующие комиссионную выручку платежи и маркетплейс) продолжит увеличиваться, повысит устойчивость чистой прибыли. В 2022 г. мы ожидаем ее роста на 31% г/г, в 2023 г. — на 19% г/г.

Торгуются по привлекательным мультипликаторам, которые поддержаны обратным выкупом. Поскольку Kaspi.kz сама создает рынки и возможности роста, выплачивает дивиденды, а торгуется по мультипликаторам P/E 2022П в 8,6 и PEG в 0,56, мы считаем компанию недооцененной и присваиваем ее акциям рейтинг «Покупать». Подчеркнем, что даже текущие мультипликаторы поддерживает программа выкупа (25% ежедневной ликвидности). В условиях высокой генерации капитала компанией мы не ожидаем, что выкуп акций при текущих мультипликаторах прекратится, но он может затруднить рост оценки. Ближайшим катализатором послужит выплата KZT600 (~\$1,3)/ГДР дивидендов за 3К22. В долгосрочной перспективе акции Kaspi.kz может поддержать листинг в Нью-Йорке, возможность которого компания сейчас рассматривает.

ДИНАМИКА АКЦИЙ КОМПАНИИ И ИНДЕКСОВ



Источники: ПАО Московская Биржа, ИБ Синара

Тикер	KSPI LI
ISIN	US48581R2058
Цена, \$	63,7
Рыночная капитализация, млрд \$	12,2
Среднедневной объем торгов, млн \$	2,85
Целевая цена (12 месяцев), \$	80
Рейтинг	ПОКУПАТЬ
Потенциал роста	26%
Избыточный доход	6%

КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И КОЭФФИЦИЕНТЫ

млрд тенге	2020	2021	2022П	2023П
P/BV		10,5	7,7	6,2
P/E		10,1	8,6	7,6
ROAE	76,3%	96,8%	91,4%	80,3%
ROAA	10,5%	13,6%	14,2%	14,0%
Выручка	602,9	884,8	1 231,6	1 430,7
Чистая прибыль	263,3	435,2	570,2	677,6
Прибыль на акцию г/г	34%	65%	31%	19%
Активы г/г	28%	29%	22%	19%

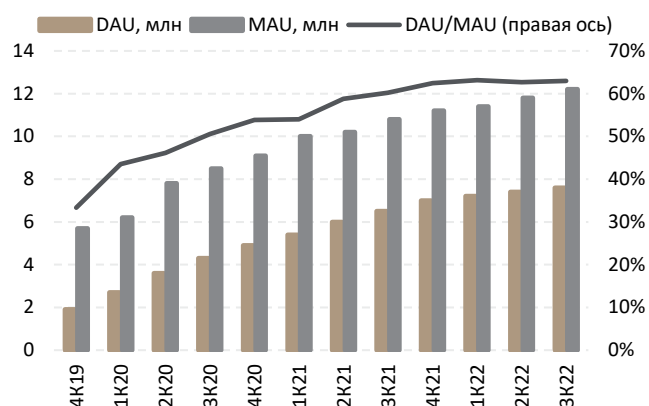
Источники: данные компании, ИБ Синара

Ольга Найдёнова

Старший аналитик

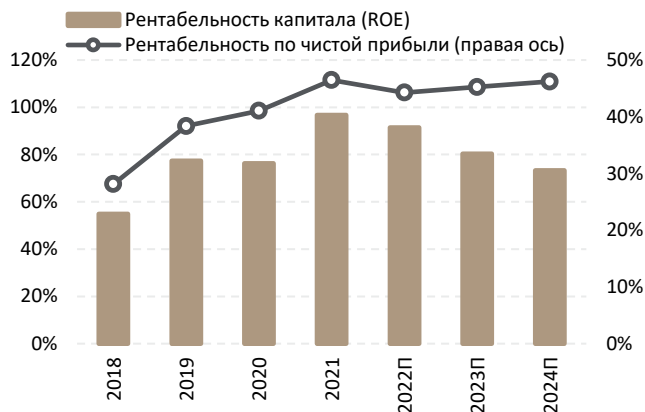
NaidenovaOA@sinara-finance.ru

СУПЕРПРИЛОЖЕНИЕ ВСЕ АКТИВНЕЕ ВОВЛЕКАЕТ КЛИЕНТОВ



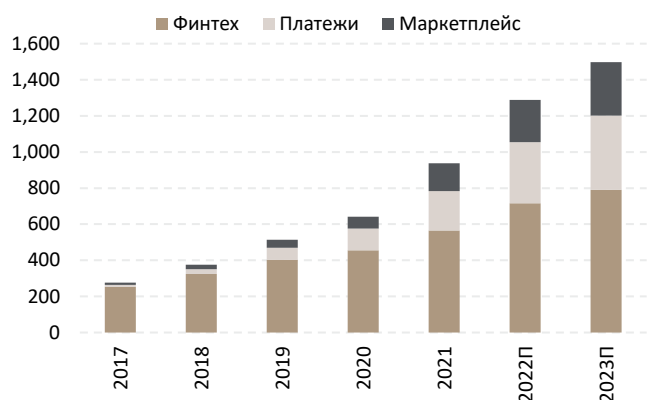
Источники: данные компании, ИБ Синара

РЕКОРДНАЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ И ЭФФЕКТИВНОЕ УВЕЛИЧЕНИЕ МАСШТАБА



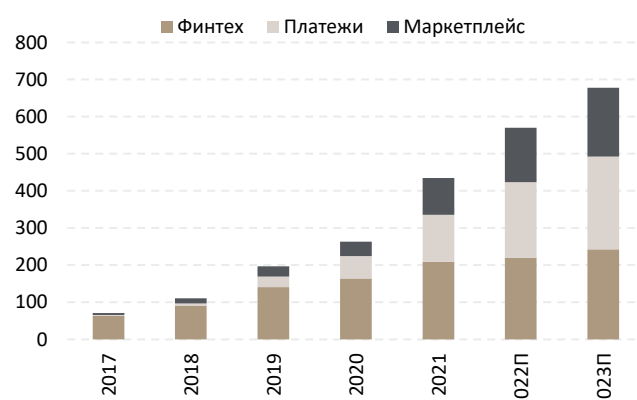
Источники: данные компании, ИБ Синара

СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ KASPI.KZ ПО НАПРАВЛЕНИЯМ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ



Источники: данные компании, ИБ Синара

СТРУКТУРА ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ KASPI.KZ ПО НАПРАВЛЕНИЯМ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ



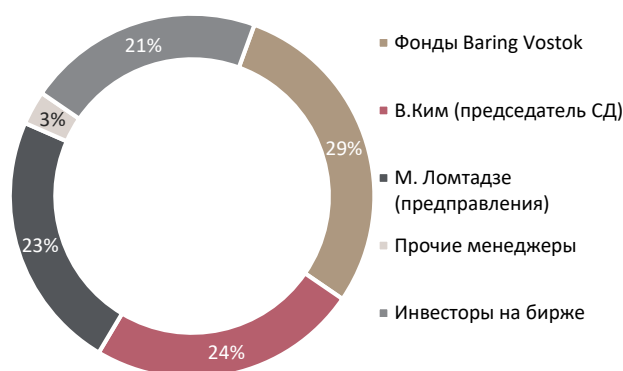
Источники: данные компании, ИБ Синара

У МАРКЕТПЛЕЙСА ЕЩЕ ОЧЕНЬ БОЛЬШОЙ ПОТЕНЦИАЛ РОСТА



Источники: данные компании, ИБ Синара

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ



Источники: данные компании, ИБ Синара

ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ К ТЕРМИНАЛЬНОМУ ПОКАЗАТЕЛЮ ROE И СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

ROE/COE	17,5%	18,5%	19,7%	21,0%	22,0%
60%	141	125	109	96	87
55%	127	113	99	87	80
50%	114	101	89	79	73
44,5%	100	90	80	71	65
40%	90	81	72	64	60
35%	79	71	64	58	54

Источник: ИБ Синара

* С целью оценки мы обозначаем аббревиатурой ROE рентабельность акционерного капитала, а в остальной части обзора ROE означает рентабельность среднего акционерного капитала; наше целевое долгосрочное значение ROE в 44,5% эквивалентно 40% ROAE

ТЕКУЩИЕ ОЦЕНКИ

	2021	2022П	2023П	2024П	2025П
P/E	10,1	8,6	7,6	6,8	6,2
P/BV	10,5	7,7	6,2	5,1	4,2

Источники: Yahoo Finance, ИБ Синара

ЦЕЛЕВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

	2021	2022П	2023П	2024П	2025П
P/E	12,6	10,8	9,6	8,6	7,9
P/BV	13,2	9,7	7,8	6,4	5,3

Источники: Yahoo Finance, ИБ Синара

ЭКОСИСТЕМА: ФАКТОРЫ УСПЕХА

Самораскручивающаяся спираль. Kaspi.kz строится вокруг постоянных потребностей клиентов, как физлиц, так и предприятий: «единое окно» — суперприложение — обеспечивает органичное взаимодействие потребителей с предпринимателями и компанией.

На стороне потребителей это мобильное суперприложение объединяет электронную коммерцию, платежные и другие цифровые финансовые сервисы, гарантируя пользователям максимальное удобство в выполнении разных операций. Клиенты получают возможность осуществлять покупки, переводить средства, оплачивать счета и государственные услуги, выполнять транзакции, связанные с накоплениями и обслуживанием потребительских кредитов и т. д. В 3К22 число ежемесячно активных пользователей (MAU) суперприложения достигло 12,2 млн, а ежедневно активных (DAU) — 7,6 млн, и по этим показателям в стране с населением в 19,6 млн человек оно занимало, естественно, лидирующие позиции, охватывая практически всех взрослых жителей.

В прошлом году компания также запустила суперприложение для мерчантов, помогая развивать бизнес посредством подключения платформы электронной коммерции к сервисам платежей и эквайринга, рекламы и доставки. Это позволяет продавцам расширить клиентскую базу и выйти де-факто на национальный уровень.

В основе финансовых успехов Kaspi.kz — монетизация повышения эффективности, которым сопровождается цифровизация экономики. Компания растет за счет расширения спектра предлагаемых продуктов и услуг, инновационных и даже революционных по своей природе. Их разработка и интеграция в экосистеме позволяют получить синергетический эффект для развития других сервисов, заметно влияющих на сеть в целом. Это подталкивает клиентов к расширению взаимодействия с Kaspi.kz и через Kaspi.kz, в результате чего увеличивается количество операций в расчете на одного пользователя, которое уже сейчас достигает 58 в среднем за месяц. Такой регулярный контакт с потребителем — ключевой элемент с точки зрения эффективности перекрестных продаж и увеличения объема покупок.

Платежная сеть компании гарантирует недорогие платежи, направляемые покупателями продавцам, при этом именно платежи остаются наиболее популярным продуктом, вносящим основной вклад в привлечение новых

Kaspi.kz выстроена вокруг регулярных потребностей клиентов — потребителей и продавцов; экосистемный подход создает многочисленные синергии между направлениями деятельности

клиентов. Маркетплейс помогает торгово-сервисным предприятиям наращивать объемы продаж, тогда как покупатели выигрывают за счет расширения ассортимента предлагаемых товаров и услуг, причем тут же они могут воспользоваться кредитными инструментами, что также способствует росту покупок. Кроме того, разрастающийся массив данных делает маркетинговые услуги компании более релевантными и повышающими продажи для мерчантов.

В контексте экосистемы важно, что компания занимает ведущие позиции во всех ключевых направлениях своей деятельности, что, по нашему мнению, и стало одним из главных слагаемых успеха. На данном этапе мы не видим предпосылок для усиления конкуренции, которое оказало бы серьезное давление на показатели рентабельности Kaspi.kz или позиции компании на рынке.

ВЕДУЩИЕ ПОЗИЦИИ НА РЫНКЕ ВО ВСЕХ КЛЮЧЕВЫХ СЕГМЕНТАХ

Платежная система Kaspi.kz с большим отрывом занимает первое место в стране по общему объему платежей (TPV) с долей в две трети безналичных операций в национальном масштабе. Общая сумма платежей, генерирующих выручку (RTPV), примерно на 20% превышает суммарный показатель международных платежных систем, работающих в Казахстане, включая Visa и MasterCard. Платежи между физлицами (P2P), оплата счетов и QR-коды Kaspi.kz — самые популярные, безоговорочно, продукты компании — также используются в качестве инструмента привлечения клиентов.

Объем платежей в экосистеме Kaspi.kz растет на фоне расширения клиентской базы — как индивидуальных пользователей (+17% г/г до 10,9 млн), так и продавцов (в 3К22 +130% г/г, +16% к/к до 413 тыс.). Активное пополнение базы продавцов должно обеспечить дальнейший рост числа транзакций и увеличение доли RTPV в TPV (в 3К22 она достигла 28,3% против 24,6% год назад).

С 2020 г. Kaspi.kz активно развивает эквайринговый бизнес, увеличив количество POS-терминалов с 54 тыс. в 4К20 до 422 тыс. в 3К22. Внедрение до сих пор проходит быстро (+10% к/к в 3К22), и сейчас 91% всех операций Kaspi.kz, совершаемых в магазине, обрабатываются через эквайринг Kaspi Pay.

Платежный бизнес приносит компании около четверти всех доходов и 34% чистой прибыли (данные за 9М22), причем за прошлый год чистая прибыль сегмента более чем удвоилась. По итогам 2022 г. мы прогнозируем ее рост еще на 60% г/г.

Финтех-платформа

Банк Kaspi занимает второе место в Казахстане по активам, а также по сумме привлеченных у физических лиц депозитов с долей 22%. По портфелю необеспеченных потребительских кредитов он занимает первое место. Активы банка на 70% фондируются за счет вкладов физлиц. Системная значимость вселяет, по нашему мнению, дополнительную уверенность в клиентов Kaspi, способствует устойчивости фондирования и развитию экосистемы, и все это в дополнение к возможностям сбора данных и финансирования роста.

Финтех — крупнейший источник выручки и чистой прибыли: доля сегмента в 9М22 достигала 59% и 43% соответственно. С другой стороны, поскольку финтех во многом используется как средство для развития других продуктов, генерирующих комиссии, этот сегмент отстает по темпам роста от платежной платформы и маркетплейса, и рост его выручки и прибыли за последние два с половиной года составлял 22% и 21% (CAGR).

Платформа e-commerce

Kaspi.kz располагает быстрорастущим и крупнейшим в стране маркетплейсом, где число активных покупателей достигает 5,7 млн, а активных продавцов — более 250 тыс. За 9М22 общий объем продаж (GMV) составил 1,8 трлн тенге. Площадка продолжает наращивать базу покупателей (+34% г/г в 3К22) и особенно — продавцов, число которых выросло в 3К22 в годовом сопоставлении в 3,2 раза, а в квартальном — на 30%.

Ведущие позиции на рынке в ключевых сегментах гарантируют, что экосистема Kaspi.kz продолжит наращивать клиентскую базу

Площадка электронной торговли работает исключительно по модели сторонних продаж, то есть Kaspi.kz не принимает на свой баланс товарные запасы. Через подрядчиков Kaspi.kz организует доставку, которая для покупателей в большинстве случаев остается бесплатной. В конце прошлого года компания начала устанавливать постаматы, число которых в конце 3К22 превысило 3000, а их доля в доставке в 55 городах достигла 19%. До конца года Kaspi.kz рассчитывает расширить сеть до 4000 постаматов.

Маркетплейс пока остается самым скромным из бизнесов Kaspi, принеся в 9М22 лишь 16% выручки и 23% чистой прибыли. Однако платформа стремительно набирает обороты (CAGR 2020–1П22 = 73%), и на 2022 г. мы прогнозируем рост на 47% г/г, а на 2023 г. — 26%.

КЛЮЧЕВЫЕ ТОЧКИ РОСТА НА СЕГОДНЯ

Сегмент платежей B2B. Данный продукт был запущен в 2020 г. — специально для оптовых продавцов и МСП, которые не получают достаточно услуг от традиционных игроков. Система разработана для бесперебойного направления счетов и совершения платежей, и Kaspi.kz намерена монетизировать сделки и данные. Объемы сделок на платформе еще небольшие, лишь 3% от всех транзакций, по которым Kaspi.kz взимает комиссию (RTPV), но темпы роста в 4,7 раза в годовом сопоставлении (и +57% к/к) отражают очень хорошие перспективы развития.

Полагаем, что запуск услуг в области B2B — очень своевременная инициатива, и ожидаем, что этот сегмент продолжит демонстрировать сильный рост, поскольку спрос на услуги, повышающие эффективность бизнеса, при текущей слабой экономической конъюнктуре не станет падать.

Продажа товаров повседневного спроса через Интернет. Kaspi.kz запустила проект e-grocery лишь около года назад в сотрудничестве с крупнейшим казахстанским традиционным продуктовым ритейлером Magnum. При среднем реальном доходе в Казахстане в размере \$320 (в 2021 г.) население тратит около 36% заработка на еду, а e-grocery представляет собой целевой рынок потенциальным объемом \$12 млрд. При ставке комиссионных в 3,3% (против 7,7% в целом по сегменту e-commerce) Kaspi.kz рассматривает проект как возможность поддерживать отношения с клиентами, увеличить частоту транзакций и побудить клиентов более активно пользоваться услугами компании.

Темпы роста сегмента с нуля впечатляют: в 3К22 GMV увеличился в 16 раз в годовом сопоставлении (и прибавил 63% к/к). Число активных покупателей в 3К22 (124 тыс.) говорит о возможностях роста клиентской базы в этом сегменте и обещает серьезный кумулятивный эффект.

Бронирование путешествий. Kaspi.kz начала предоставлять эти услуги в конце 2020 г., а в 2К22 уже стала сервисом № 1 в стране по бронированию авиа- и железнодорожных билетов (за предыдущий квартал ею было продано 3,1 млн билетов). Функционал суперприложения позволяет стремительно масштабировать бизнес: в 2К22 GMV сегмента вырос практически в четыре раза до 63 млрд тенге, что составило 10% от совокупного GMV маркетплейса (в 3К22 — 68 млрд тенге и 9%). Это бизнес со сравнительно низкой ставкой комиссий (3,8% в 3К22). Kaspi.kz также планирует начать предлагать пакетные туры (потенциал направления оценивается в \$1 млрд), продолжая развивать Kaspi Travel.

Kaspi.kz растет за счет внедрения инноваций в традиционный бизнес и создания новых продуктов и услуг

СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ТЕНДЕНЦИИ В КАЗАХСТАНЕ

Молодое население. Долгосрочный позитивный фактор для банковского сектора Казахстана — молодое и растущее население (+1,3% г/г в 2021 г.). Средний возраст жителя Казахстана — 31,6 года (против 40,3 года в России), и это, как мы полагаем, должно поддержать освоение цифровых технологий и спрос на инновации в области финансовых и нефинансовых продуктов и услуг, также со стороны розничного сектора. Задолженность населения составляет лишь 12% от ВВП, даже после резкого ускорения ее роста до +43% г/г в 2021 г., а значит, здесь также есть большой потенциал увеличения.

Возможности для инноваций. В банковском секторе Казахстана присутствуют двадцать два игрока, из них на большинстве рынков доминирует Halyk. На него приходится более 30% кредитов и депозитов в банковской системе Казахстана, и на большинстве рынков Kaspi.kz — ближайший конкурент — занимает около 40% доли Halyk, за исключением розницы — здесь у банка Kaspi около 60% объема вкладов Halyk. Полагаем, что недавние политические изменения должны способствовать росту конкуренции в финансовой сфере и монетизации увеличения эффективности.

Розничный сектор Казахстана очень фрагментирован. Согласно внутренней статистике, в 2021 г. на индивидуальных предпринимателей пришлось 36% розничной торговли. Эта доля постепенно снижается (с 45% в 2017 г.), но данный тренд изменился в последние месяцы, позволяя предположить, что институциональная среда оказывает достаточно поддержки развитию МСБ. Полагаем, что высоким спросом в розничном сегменте должны пользоваться сервисы инновационной экосистемы Kaspi.kz — ретейлу до сих пор не доставало таких технологий.

Экономические риски не исчезли. В 2022 г. Казахстан замедлил экономический рост с 4,1% в 2021 г. на фоне геополитических изменений, сложностей с логистикой и роста глобальной инфляции вкупе с запретом на экспорт определенных сельхозтоваров из РФ, что повлияло на уровень потребления. МВФ ожидает замедления роста казахстанского ВВП в 2022 г. до 2,5%, а затем — ускорения до 4,4–4,5% в 2023–2024 гг. Полагаем, что высокий ИПЦ 2022П (16,4%) окажет давление на кредитоспособность населения.

ФИНАНСОВЫЕ ПРОГНОЗЫ

Рентабельность капитала. Показатель ROE у Kaspi.kz в 2019–2022 гг. оказался очень высоким (более 75%), и мы ожидаем рентабельности по-прежнему устойчиво выше 70% в 2022–2024 гг. Полагаем, что Kaspi.kz сохранит способность монетизировать рост производительности и извлекать выгоду из ведущей позиции на рынке.

Сильная структура выручки. Структура выручки компании гораздо более устойчива, чем у большинства банков; более 55% валовой выручки составляют носящие менее циклический характер комиссии и прочие операционные доходы от системы платежей и маркетплейса. Чистый процентный доход составляет менее 40% чистой выручки.

Тенденция роста маржи. За период с 2019 по 2021 гг. чистая маржа компании резко подскочила с 38% до 46%, в основном в связи с ускоренным ростом более прибыльных по сравнению с финтехом сегментов платежей и маркетплейса, а также благодаря экономии на масштабе, в особенности в области платежей, где чистая маржа взлетела с 42% в 2019 г. до 58% в 2021 г. В дальнейшем маржа Kaspi.kz должна постепенно восстановиться до 46% (к 2024 г.) после некоторого сокращения до 44%, как мы прогнозируем, в 2022 г. Во-первых, система платежей и маркетплейс продолжают опережать финтех по темпам роста; во-вторых, в сфере финтеха стоимость фондирования начнет снижаться уже в следующем году, а стоимость риска — с 2024 г.; в-третьих, компания продолжит извлекать выгоду из роста производительности и эффекта масштаба, что, впрочем, будет уравновешено увеличением доли бизнесов с более низкой ставкой комиссий (продажа товаров повседневного спроса через Интернет, услуги бронирования билетов).

Возврат капитала. За последние несколько лет компания вернула акционерам в форме дивидендов 60–70% своей чистой прибыли, но с 2022 г. также выкупала

Население Казахстана молодое, а возможности для инноваций велики

У Kaspi.kz большой опыт монетизации роста производительности, и мы ожидаем по-прежнему высокой рентабельности

акции с учетом динамики цен. Мы ожидаем, что компания вернет акционерам примерно 60% прибыли в предстоящие 12 месяцев (что выразится в дивиденде в размере \$4,9 на ГДР), а также продолжения выкупа бумаг.

Эффективное управление капиталом. Высокие выплаты приводят к одному из самых низких значений норматива достаточности капитала по сравнению с другими банками Казахстана — но полностью в соответствии с требованиями. Мы рассматриваем этот факт как свидетельство эффективного подхода к управлению капиталом и не видим проблемы, до тех пор пока у Kaspi.kz очень высокий показатель ROE и компания может пополнять капитал. Также отметим, что Kaspi.kz в основном предоставляет мелкие краткосрочные кредиты и легче может высвободить капитал при реализации худших сценариев деятельности, уменьшив кредитный портфель, но в небольшом масштабе — как в начале пандемии и при событиях 1K22.

ДИНАМИКА КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ

Kaspi.kz подчеркивает, что банк — прежде всего финансовый инструмент для поддержки клиентов (и розничных, и оптовых), поддержания отношений и продвижения операций, которые нужны для развития системы платежей и маркетплейса. Вместе с тем балансовый отчет группы весьма схож с балансовым отчетом банка, в особенности поскольку активов, связанных с другими направлениями деятельности, немного.

Компания максимизирует прибыль от клиентов и может быть готова к повышенным рискам, если при этом растут доходы. Вместе с тем при экономическом спаде Kaspi.kz сокращает кредитную активность, что приводит к уменьшению портфеля, но в последние разы такое сокращение было довольно скромным (валовые кредиты в 1K22 снизились на 2,0% к/к, а в пандемийном 2K20 — на 3,7% к/к).

Крупнейший банковский продукт — BNPL (покупки в рассрочку, менее доходные, но и с меньшим риском и средней суммой чека кредиты, занявшие 45%-ную долю в выдаче кредитов в целом в 3K22). За ним по размеру следуют нецелевые кредиты (42%), остальные продукты представляют собой автокредиты (2%) и кредиты торговым предприятиям (11%). В июле группа провела крупнейшее за свою историю маркетинговое мероприятие, Жума, и планирует вновь организовать его в ноябре. Успех мероприятия, помимо привлечения клиентов к маркетплейсу, может немного увеличить среднюю сумму чека и срок кредитования.

Группа не раскрывает данных о структуре кредитного портфеля на квартальной основе — ни о банковских продуктах, ни о сроках кредитования, но в отношении последних отмечает, что средний срок небольшой — немного выше шести месяцев. Полагаем, что недостаточное раскрытие информации оставляет вопросы в отношении перехода банка к комбинации продуктов с меньшими рисками.

Несмотря на восстановление кредитования, качество активов ухудшилось в 1K22–2K22 (а в 2021 г., напротив, постепенно улучшалось). Просроченная задолженность выросла в 1P22 с 4,7% до 5,9%, не изменившись в 3K22 в процентном отношении к валовым кредитам, но в номинальном выражении, как и весь кредитный портфель, прибавила 14% к/к. Также группа постепенно сокращала покрытие неработающих кредитов резервами с 118% в 2021 г. до лишь 100% на текущий момент, что отражает высвобождение макроэкономических надбавок, но и говорит об ограниченных возможностях дальнейшего роста сегментной прибыли в результате уменьшения резервов. По нашим оценкам, такое уменьшение внесло в прибыль финтеха до налогообложения за 9M22 около 22 млрд тенге (10%).

Ориентир компании по стоимости риска в 2022 г. — ниже 2% против 2,2% за 9M22. В нашей модели показатель составляет 2%, но мы полагаем, что несколько повышенная стоимость риска (2%) также сохранится в 2023 г., несмотря на ожидаемое ускорение экономического роста. В целом мы прогнозируем некоторое ухудшение в экономическом положении домохозяйств в связи с ускорением инфляции и высокими темпами роста розничного кредитования (+19% за 8M22 против +43% за 2021 г. в целом

Кредитный портфель достаточно гибок, и его можно адаптировать к макроэкономическим рискам, но в 2022–2023 гг. мы ожидаем повышенной стоимости риска

в секторе розничного кредитования Казахстана и +16% за 9М22 против +73% за 2021 г. в Kaspi), которое должно негативно сказаться на стоимости риска; вместе с тем эффект ограничен в силу хороших прогнозов относительно развития экономики.

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ

Самая крупная доля в компании (29%) принадлежит фондам Baring Vostok, одной из ведущих инвестиционных фирм СНГ. Самые крупные акционеры-физлица — Вячеслав Ким (24%), инвестировавший в банк с 2006 г. и также выступающий председателем совета директоров, и Михаил Ломтадзе (23%), сооснователь и председатель правления Kaspi.kz, ранее — партнер Baring Vostok. На конец 2К22 количество акций в свободном обращении составляло 20,81%, но, по нашим оценкам, за счет программы выкупа эта доля с тех пор сократилась на 0,55 п. п.

Kaspi.kz возвращает акционерам 60–70% чистой прибыли. В течение 2021 г. компания прибегала лишь к дивидендным выплатам, а в 2022 г. ввела программу выкупа акций и к настоящему моменту приобрела их в размере \$96 млн. Новая программа на \$100 млн действует до конца февраля, и мы ожидаем продолжения выкупов, если динамика акций останется слабой и компания будет генерировать достаточно капитала для выкупа своих бумаг.

Kaspi.kz намеревается повысить ликвидность акций путем листинга в США, но, как мы считаем, вряд ли это возможно в ближайшем будущем.

Группой управляют профессионалы в сфере инвестиций

KASPI.KZ: ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

В млрд тенге, если не указано иное	2019	2020	2021	2022П	2023П	2024П
Отчет о прибылях и убытках						
Процентные доходы	262,3	322,9	422,1	570,7	645,0	711,3
Процентные расходы	-118,5	-139,0	-171,5	-271,0	-287,2	-303,3
Чистые процентные доходы	143,8	183,9	250,6	299,7	357,8	408,0
Комиссионный доход	163,9	165,5	191,8	221,9	247,7	269,8
Комиссии продавца	44,7	63,2	149,1	227,2	289,4	341,7
Выручка от транзакций и членства	53,7	94,9	175,9	255,0	313,2	355,5
Прочие прибыли (убытки)	-10,7	-5,0	-2,1	13,3	2,4	3,8
Вознаграждения		-38,6	-52,0	-56,5	-67,0	-75,4
Валовая выручка	513,9	602,9	884,8	1,231,6	1,430,7	1,606,6
Расходы на транзакции и другие операционные расходы	-55,7	-60,3	-73,4	-106,8	-127,1	-144,8
Чистая выручка	339,7	403,6	640,0	853,8	1,016,4	1,158,6
Расходы	-61,2	-74,3	-95,7	-93,7	-110,4	-122,6
Резервы под кредитные убытки	-39,4	-25,5	-32,0	-57,8	-68,7	-68,8
Операционная прибыль	239,1	317,8	528,8	702,4	837,2	967,2
Налог на прибыль	-42,0	-54,5	-93,6	-132,2	-159,7	-190,0
Чистая прибыль	197,1	263,3	435,2	570,2	677,6	777,2
Акционеры компании	193,8	261,0	431,9	566,7	674,1	773,7
Доля меньшинства	3,3	2,4	3,3	3,5	3,5	3,5
Балансовый отчет						
Чистые кредиты	1 292,1	1 404,6	2 430,7	3 035,8	3 457,0	3 947,6
Итого активы	2 187,6	2 806,7	3 607,9	4 414,6	5 250,1	6 203,9
Депозиты	1 627,0	2 150,6	2 763,0	3 305,0	3 874,9	4 523,5
Итого обязательства	1 892,0	2 412,1	3 103,2	3 672,2	4 305,4	5 026,1
Итого собственный капитал	295,6	394,7	504,7	742,5	944,6	1 177,8
Сегментная выручка						
Финтех	513,9	641,4	936,8	1 288,2	1 497,7	1 682,1
Платежи	402,5	454,5	566,1	716,7	790,1	882,6
Маркетплейс	66,4	120,9	217,1	338,5	410,8	449,1
Маркетплейс	45,0	66,0	153,6	233,0	296,8	350,4
Чистая сегментная прибыль						
Финтех	197,1	263,3	435,2	570,2	677,6	777,2
Платежи	141,1	164,2	208,8	220,3	242,2	283,3
Маркетплейс	27,9	60,6	126,7	203,1	250,6	278,4
Маркетплейс	28,2	38,6	99,7	146,8	184,8	215,5
Коэффициенты						
ROE	77,4%	76,3%	96,8%	91,4%	80,3%	73,2%
ROA	10,1%	10,5%	13,6%	14,2%	14,0%	13,6%
Рентабельность по чистой прибыли	38,4%	41,1%	46,5%	44,3%	45,2%	46,2%
Комиссии, % от валовой выручки	51,0%	53,7%	58,4%	57,2%	59,4%	60,2%
Чистые комиссии / чистая выручка	60,8%	55,7%	61,2%	63,3%	64,6%	64,5%
Чистые процентные доходы / чистая выручка	42,3%	45,6%	39,2%	35,1%	35,2%	35,2%
Чистые процентные доходы / средние активы	7,4%	7,4%	7,8%	7,5%	7,4%	7,1%
Кредиты/активы	59,1%	50,0%	67,4%	68,8%	65,8%	63,6%
Акционерный капитал / активы	13,5%	14,1%	14,0%	16,8%	18,0%	19,0%
Выплата дивидендов	34%	67%	78%	49%	65%	70%
Риски						
Валовые кредиты	1 399,5	1 526,4	2 573,2	3 207,8	3 665,6	4 193,8
Накопленные резервы	107,4	121,9	142,4	171,9	208,6	246,2
Чистые кредиты	1 292,1	1 404,6	2 430,7	3 035,8	3 457,0	3 947,6
Стоимость риска	3,0%	1,7%	1,6%	2,0%	2,0%	1,8%
Резервы / валовые кредиты	7,7%	8,0%	5,5%	5,4%	5,7%	5,9%
В расчете на акцию, тенге						
Прибыль	1 028	1 373	2 267	2 975	3 544	4 065
Балансовая стоимость	1 541	2 058	2 626	3 884	4 941	6 161
Дивиденд	345	914	1 771	1 466	2 304	2 846

Источники: данные компании, ИБ Синара

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин

KonyninSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин

AfoninAK@sinara-finance.ru

Александр Гайда

GaıdaAS@sinara-finance.ru

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

VahrameevSS@sinara-finance.ru

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин

SmolinDV@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

BelovKA@sinara-finance.ru

Девелопмент

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinara-finance.ru

Электроэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

TaitsMV@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Станислав Захаров

ZakharovSV@sinara-finance.ru

Инна Драч

DrachIG@sinara-finance.ru

Трой МакГраф

McGrathTD@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт

BarendtSF@sinara-finance.ru

© 2022, ПАО Банк Синара. Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования запрещены без согласия Банка.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя. Передача третьим лицам без письменного согласия ПАО Банк Синара запрещена.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения либо невозможности совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Суждения о ценных бумагах и производных финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер и не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в ценные бумаги или другие финансовые инструменты, выражены с учетом рыночной ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления. Иностранные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ. ПАО Банк Синара не несет ответственности за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации, полученной из публичных источников.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Настоящий материал не является офертой, предложением делать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. Распространение и копирование материалов разрешено при условии указания ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара (далее – Банк) и (или) аффилированных с Банком лиц) может возникнуть конфликт интересов при подготовке аналитических материалов в связи с наличием у Банка (и (или) аффилированных с Банком лиц) заключенных договоров с компаниями и (или) владением Банком (и (или) аффилированными с Банком лицами) частью акций или облигаций компаний и (или) владением компаниями долями в уставном капитале Банка (и (или) аффилированных с Банком лиц) и (или) участием должностных лиц Банка (и (или) аффилированных с Банком лиц) в органах управления указанных компаний: АК «АЛРОСА» (ПАО), ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», АО «Бизнес-Недвижимость», АО «ЧТПЗ», EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Магнит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, АО «ГК «Пионер», Polymetal International PLC, ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ПАО «НК «Роснефть», ОАО «РЖД», ПАО «ГК «Самолет», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», АО «Группа Синара», ПАО АФК «Система», ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, TCS Group Holding PLC, ПАО «ТМК», МКПАО «ОК РУСАЛ», PLLC Yandex N.V., ООО «АРЕНЗА-ПРО», АО «ГК «ЕКС», ООО «ИА ТБ-1», ООО «ЛЕГЕНДА», АО «ЭТАЛОН-ФИНАНС», АО ХК «Новотранс», НАО «ПКБ», ГК «Промомед» (АО «Промомед»/ООО «Промомед ДМ»), ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», ПАО «Трансфин-М», АО «Экспобанк», АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест».

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале были использованы следующие методы и предпосылки для оценки: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительно-сопоставительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок такие оценки предполагают следующее возможное отклонение прогнозной цены ценной бумаги от цены, использованной при оценке, на горизонте 12 месяцев: «Покупать» > 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента, 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента > «Держать» > расчетная стоимость собственного капитала эмитента, «Продавать» < расчетная стоимость собственного капитала эмитента.

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Генеральная лицензия ЦБ РФ №705 от 28 февраля 2022 года на осуществление банковских операций.

Лицензия ЦБ РФ №705 от 28 февраля 2022 года на осуществление операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России. Без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России. Без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России. Без ограничения срока действия.