

NOTA DEL EDITOR: Este es un resumen de la tesis de inversión que será presentada en *Best Ideas en Español 2021*.

* * *

Kaspi.kz (KSPI:LI)
Precio (11 noviembre 2021): 139\$
Precio objetivo: 400\$
Horizonte de inversión: 3-7 años

Tesis de inversión

Kaspi.kz [KSPI:LI] es una empresa tecnológico-financiera kazaja con presencia en los negocios de fintech, marketplace y pagos. Los tres negocios están aglutinados bajo la superapp de Kaspi, creando un ecosistema inigualable y con métricas envidiables para sus competidores internacionales. Gracias a su superapp, Kaspi ya ostenta posiciones de amplio liderazgo en cada uno de sus tres negocios, solamente 4 años después del lanzamiento de la app. Kaspi es el mejor ejemplo que he encontrado de cómo la disrupción tecnológica sin precedentes que están viviendo los países emergentes está cambiando cómo pagan, cómo compran y cómo se financian los consumidores de dichos países a una velocidad vertiginosa.

Los principales puntos de la tesis de inversión son:

- ¿La mejor superapp del mundo? La app de Kaspi se sitúa entre las plataformas del mundo con mejor actividad del usuario (DAU/MAU), alcanzando tasas del 60% en el 3Q'21, por detrás de WeChat, pero muy por delante de Facebook, Tinkoff, Amazon y MercadoLibre. La cuota de mercado del Marketplace de Kaspi (sobre el total de e-commerce) es ya del 69%, mientras que en la parte de pagos acapara ya el 70% de todas las transacciones digitales efectuadas en Kazajistán durante el 2020. Igualmente, las métricas de rentabilidad son extraordinarias, habiendo sido los negocios rentables desde el año 1, con rentabilidades sobre los fondos propios actualmente por encima del 100% (y crecientes).
- Impenetrables barreras de entrada: los negocios plataforma son bien conocidos por generar poderosos efectos de red y dinámicas *winner takes all*. En marketplace, Kaspi es el líder indiscutible, habiendo desbancado rápidamente a Alipay, y en pagos ha desintermediado a Visa y a Mastercard de la mayoría de las transacciones digitales en menos de dos años.
- A pesar de las ya elevadas cuotas de mercado de Kaspi en cada de sus negocios, quedan varias oportunidades que seguirán soportando elevadas tasas de crecimiento durante la próxima década. Entre ellas, destacamos, por orden de importancia: i) penetración de los negocios online en la economía de Kazajistán, ii) oportunidades internacionales de crecimiento (Ucrania, Azerbaiyán, Uzbekistán), iii) penetración adicional en los consumidores ya existentes, iv) creación de nuevos verticales y avenidas de monetización adicionales en los servicios actuales. Creemos que, incluso sin tener en cuenta la oportunidad internacional, Kaspi podrá hacer crecer sus

- beneficios residuales a tasas de al menos el 13% durante la próxima década.
- Excepcional equipo directivo, liderados por Mikheil Lomtadze (CEO), el cual ha sido el responsable de transformar Kaspi desde un banco tradicional, con pobre rentabilidad y baja satisfacción del cliente, a una compañía fintech líder en los sectores en los que opera, en menos de una década. Mikheil tiene más de un 20% del accionariado de la compañía, y Vyacheslav Kim (fundador de la compañía) tiene otro 24%. Las decisiones de asignación de capital han sido extraordinarias, y la
 - filosofía de la empresa es seguir siendo *capital light* y no dedicar fondos a actividades en los que la rentabilidad sea pobre.
 - Valoración atractiva: Kaspi cotiza a un múltiplo P/BV de 25x, pero el ROE anualizado del último trimestre ha sido del 110%. Creemos que esta rentabilidad base del 4%, unidos a los crecimientos de los beneficios residuales que esperamos para la próxima década (13% en el escenario base, 16% en el escenario optimista), permitirán a los accionistas de Kaspi obtener rentabilidades anualizadas del 16%, o multiplicar por más de cuatro veces la inversión inicial en una década. Pensamos que Kaspi va a convertirse en una de las historias más interesantes de creación de valor en los países emergentes durante los próximos años.

Riesgos a la baja

- Competición más agresiva en el marketplace (Alipay) y competencia en el resto de países fuera de Kazajistán.
- Negocio bancario cíclico, con mayores impagos en la parte baja del ciclo.
- Riesgo regulatorio en el negocio bancario.
- A corto plazo, los ciclos de la economía kazaja dependen de los precios del petróleo.
- Ciberseguridad.

Riesgos al alza

- Implantación en Ucrania más rápida y efectiva de lo esperado.
- M&A en otros países más rápido de lo esperado.
- La introducción de nuevos verticales es rápidamente monetizada.
- Cotización en EEUU, aumentando la liquidez de los títulos y (potencialmente) la valoración.