

РЕКОМЕНДАЦИЯ

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Финансовые услуги

Freedom Holding Corp. (FRHC)

Справедливая индикативная оценка: **\$15,1**

Рыночная цена: **\$10,6**

обзор квартальной отчетности

2019 FY: момент перехода к устойчивому росту

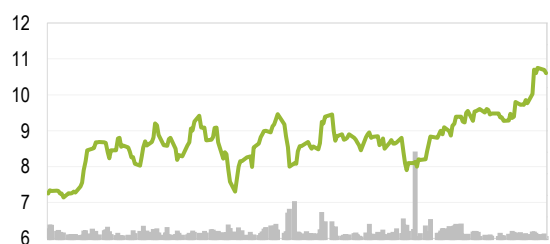


Выручка, ФГ19 (млн USD)	74
Чистая прибыль, ФГ19 (млн USD)	7,1
Активы, 03.2019 (млн USD)	351
Капитал, 03.2019 (млн USD)	118
Наличность, 03.2019 (млн USD)	50

P/E, ФГ19 x	86,2x
P/BV, ФГ19 x	5,2x
ROA, ФГ19 (%)	2,0%
ROE, ФГ19 (%)	5,6%
Чистая маржа, ФГ19 (%)	10%

Капитализация (млн USD)	615,79
Акции (млн шт)	58,09

Динамика акций | биржа/тикер **OTCQX/FRHC**



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	+ 23%	+ 30%	+ 39%
vs S&P 500	+ 18%	+ 12%	+ 31%

Абдикаримов Ерлан

Директор Департамента финансового анализа
(+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

\$44,3 млн – рекордный объем комиссионных доходов в 2019 ФГ (+264% г/г) был связан с активным расширением.

Рост выручки превзошел ожидания – за финансовый год компания заработала \$74 млн (+29% г/г), что оказало решающее влияние на модели оценки. Последние 3 финансовых квартала подряд комиссионная выручка превышала \$12 млн. Резкий скачок был связан (1) с ростом количества клиентских счетов на 54 тысячи до 115 тысяч; (2) ростом активности клиентов – объем транзакций превысил \$59 млрд и составил 7 млн торговых транзакций; и (3) расширением сети филиалов до 76 – сейчас компания имеет 16 филиалов в Казахстане, 1 в Кыргызстане, 36 в России, 8 в Узбекистане, 13 в Украине, 1 в Кипре 1 в Германии. Активы клиентов достигли уровня в \$1,3 млрд.

Стабилизация волатильности доходов от ценных бумаг на уровне \$20 млн и рост процентных доходов. Данный эффект был связан с целенаправленной стратегией компании по снижению рисков собственного портфеля и переходом на более консервативную модель. Рост инвестиций в процентные бумаги привел к росту процентных доходов на 58% до \$14 млн.

Рост затрат, связанных с расширением, оказал давление на маржу, но в 4 квартале рост затрат остановился; кроме того, снизились процентные расходы. Резкий прирост операционных расходов за последние 4 квартала с \$7 млн до \$12 млн ежеквартально, отражал рост затрат, связанных с расширением – это вложения в аренду офисов, оплату труда растущего штата сотрудников и рекламу. Тем не менее эти вложения начали генерировать рост доходов в последние 3 квартала. При этом уже в 4 ФК впервые за 7 кварталов зафиксировано замедление роста затрат на 2% кв/кв – OpEx снизились с \$4,9 до \$3,2 млн.

По результатам 2019 финансового года потенциал возрастает, модель EVA проецирует справедливую цену в \$15,1 за акцию. Подведем итоги ключевых трендов из 10-К:

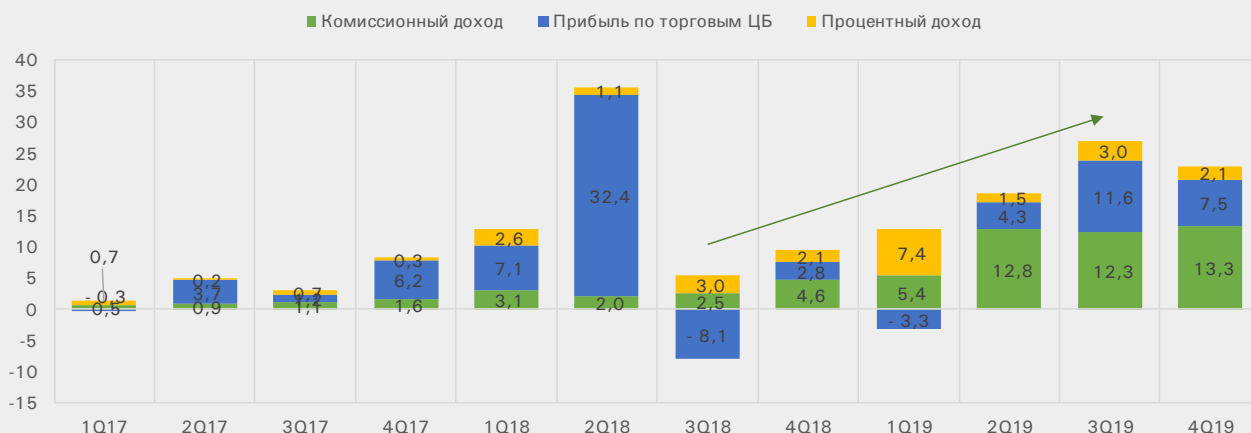
(1) темпы роста комиссионных доходов резко ускорились и по своим абсолютным размерам начали приближаться к доходам от ценных бумаг (74% от доходов по 2019 ФГ), при этом они намного более стабильны и обусловлены органическим ростом компании на новых рынках – это в целом делает выручку более предсказуемой относительно роста пользовательской базы, наши ожидания по темпам роста выручки на ближайшие годы возросли; (2) доходы от собственного портфеля ЦБ стали менее волатильными по мере снижения рисков по активам собственного портфеля – это в рамках наших ожиданий; (3) рост расходов связан с активным географическим расширением и инвестициями в инфраструктуру и рекламу – все это уже начало давать отдачу в виде роста комиссионных доходов. Согласно нашим ожиданиям по мере роста доходов доля операционных затрат начнет снижаться, а операционная маржа вновь начнет расти к прежним уровням – мы немного скорректировали наш прогноз на ближайшие годы.

Freedom Holding Corp.: ключевые показатели FY19 (млн USD)

Комиссионные доходы напрямую связанные с расширением клиентской базы, демонстрируют быстрый органический рост



Комиссионные доходы начали резко расти и по размерам приближаются к доходам от ценных бумаг - при этом они намного более стабильны и обусловлены органическим ростом компании на новых рынках, что делает выручку более предсказуемой, а доходы от собственного портфеля стали менее волатильными



Операционная маржа восстановилась в 3-4 кварталах 2019 финансового года; в 4 квартале остановился рост OpEx



Freedom Holding Corp.: финансовая отчетность

Отчет о доходах, квартальный (млн USD)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	17FY	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	18FY	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	19FY
Коммиссионный доход	0	1	1	2	4	3	2	2	5	12	5	13	12	13	44
Прибыль по торговым ЦБ	0	4	1	6	11	7	32	-8	3	34	-3	4	12	7	20
Процентный доход	1	0	1	0	2	3	1	3	2	9	7	1	3	2	14
Прибыль по деривативам	0	0	0	2	2	0	-1	1	0	1	0	0	0	0	0
Реализованный доход от ЦБ для продажи	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Доход от продажи ОС	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прибыль от валютных операций	0	0	0	0	0	1	1	0	0	2	-2	-1	0	0	-4
Выручка	1	5	3	10	19	14	36	-1	9	58	7	17	26	23	74
Процентные расходы	1	1	1	1	4	2	3	5	5	15	5	4	3	3	15
Коммиссионные расходы	0	0	0	0	0	0	1	1	1	2	1	1	1	3	6
Операционные расходы	2	2	3	3	9	4	4	7	8	22	9	10	12	12	43
Прочие расходы	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Убыток от выбытия дочерней компании	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Доналоговая прибыль	-2	2	-1	6	6	8	28	-14	-3	19	-7	2	9	5	9
Налог	0	0	0	0	1	0	-1	0	0	0	0	-1	-1	3	-1
Чистая прибыль	-1	2	-1	6	6	8	27	-13	-3	18	-7	2	9	8	7

Балансовый отчет, (млн USD)	03.17	06.17	09.17	12.17	03.18	06.18	09.18	12.18	03.19
Наличность и эквиваленты	23	34	38	35	66	45	40	41	50
Наличность под ограничением	13	15	15	14	22	25	30	27	38
Торговые ЦБ	82	91	179	199	213	184	148	155	168
Доступные к продаже ЦБ	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Дебиторская задолженность	0	20	8	3	25	42	80	53	74
Прочие активы	1	1	2	3	5	5	4	4	4
Отложенные налоговые активы	1	1	0	0	1	1	1	1	1
ОС	1	1	1	2	3	2	4	5	6
НМА	0	0	0	0	6	5	4	4	4
Гудвилл	1	1	1	2	3	3	3	3	3
Loans Issued	0	0	0	0	9	17	3	2	3
Активы	121	165	245	259	351	329	317	295	351
ЦБ проданные но еще не выкупленные	0	0	0	0	1	2	1	0	0
Обязательства по деривативам	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Займы полученные	0	0	0	0	7	14	4	4	4
Долговые ЦБ	3	4	8	11	11	20	24	27	29
Обязательства перед клиентами	8	16	14	14	31	40	70	59	82
Текущий налог	0	0	0	0	0	0	1	0	1
Отложенный налог	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Торговая кред задолженность	1	7	0	2	9	16	21	16	33
Отсроченные платежи	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Обязательства по выкупу ЦБ	56	71	130	137	155	115	78	68	74
Прочие обязательства	0	1	0	1	1	2	2	2	3
Обязательства	77	107	162	173	224	217	207	184	233
Уставный капитал	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Привилегированные акции	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Дополнительный капитал	35	41	42	57	100	99	100	98	99
Нераспределенная прибыль	16	25	53	39	34	27	30	39	41
Накопленный убыток	-7	-9	-11	-10	-8	-14	-20	-25	-23
Капитал	44	58	83	86	127	112	110	111	118
Обязательства и капитал	121	165	245	259	351	329	317	295	351

Настоящий отчет подготовлен аналитиками компании АО «Фридом Финанс». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги. Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации, и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Республики Казахстан, в сфере деятельности оценки стоимости.
