

„Wie ein kasachisches Fintech die Portfolios erobert“



Baki Irmak

Baki Irmak ist Gründer von Pyfore Capital und managt den Digital Leaders Fund (ISIN: DE000A2H7N24), mit dem er branchenweit in die Gewinner der Digitalisierung investiert. Irmak arbeitete viele Jahre in leitender Funktion für die Deutsche Bank und ihre Fondstochter, die DWS. Zuletzt war er unter anderem Global Head of Digital Business der DWS und Mitglied im Digital Executive Committee der Deutschen Bank. Seine Laufbahn begann er als Fondsmanager beim BHF Trust, wo er in Aktien aus den Branchen Technologie, Telekommunikation und Medien investierte. Danach war Irmak Fondsmanager bei der Commerzbank und ABN Amro.

Das Fintech-Unternehmen **Kaspi** aus Kasachstan hat einen Börsenwert von über 20 Milliarden US-Dollar. Baki Irmak analysiert dessen Stärken und Schwächen

Ein erfolgreiches Fintech aus Kasachstan mit einer Milliardenbewertung? Das mag zunächst erstaunen. Angefangen hat alles mit einer außerordentlichen Begegnung. In den 90er-Jahren betrieb der kasachische Unternehmer Vyacheslav Kim im Alter von 23 Jahren eine Kette von Elektronikläden. Wie es damals bei erfolgreichen Unternehmern in den Staaten der ehemaligen Sowjetunion in Mode war, kaufte er im Jahr 2002 eine privatisierte Bank dazu. Da er keine Bankkenntnisse hatte, wandte er sich 2005 an die Private-Equity-Boutique Baring Vostok. Dort arbeitete seit 2003 ein junger Georgier und Harvard-Absolvent namens Mikhail Lomtadze. Im Rahmen des 2006 erfolgten Private-Equity-Investments lernen sich die beiden besser kennen und schätzen. 2007 stieg Lomtadze als Gesellschafter und CEO bei Kaspi ein. 17 Jahre später sind beide Dollar-Milliardäre, und Kaspi ist das Vorzeigeunternehmen Kasachstans.

Die Chancen. Kaspi bietet in Kasachstan das mit großem Abstand führende digitale Ecosystem für Privatkunden an. Über die Super-App von Kaspi können Kunden online einkaufen, Ratenkredite beantragen, Reisen buchen, Lebensmittel bestellen, Autos handeln und alles über den Payment-Service von Kaspi abwickeln, vergleichbar etwa mit

Forum An dieser Stelle schreiben neben Baki Irmak diese Experten (rechts) abwechselnd über ein Thema aus Wirtschaft und Finanzen



Jens Ehrhardt,
DJE Kapital



Virginie Maisonneuve,
Allianz Global Investors



Sonja Laud,
Legal & General



Javier Lodeiro,
wiLLBe



Bert Flossbach,
Flossbach
von Storch

Wechat des chinesischen Tech-Unternehmens Tencent.

Seit Jahren liefert das Unternehmen ein hohes zweistelliges Umsatz- und Gewinnwachstum. Der konsolidierte Umsatz lag im zweiten Quartal 2024 bei 1,2 Milliarden Dollar (598 Milliarden Tenge). Das entspricht einer Steigerung von 36 Prozent gegenüber dem Vorjahresniveau. Der Nettogewinn erhöhte sich um 26 Prozent auf 630 Millionen Dollar. Während Fintech früher das dominierende Geschäft war, machen Marktplatz und Payments heute 68 Prozent des Nettogewinns aus. Zugpferd ist und bleibt der Online-Marktplatz. Das Umsatzwachstum lag hier zuletzt bei 96 Prozent, das Gewinnwachstum bei 68 Prozent. Internationale Konkurrenz fehlt hier, in Kasachstan ist Kaspi Amazon, Booking und Carvana zugleich. Die Take-rate ist innerhalb der letzten zwölf Monate um 100 Basispunkte auf 9,5 Prozent gestiegen. Dazu haben neue Produktkategorien wie auch Werbung, Stichwort Retail Media, beigetragen.

Im Payment nimmt Kaspi eine herausragende Stellung ein. Mit 14,2 Millionen monatlich aktiven Nutzern der App und 720 000 Händlern ist die Durchdringungsrate in Kasachstan so hoch, dass Kaspi auf sein eigenes Payment Scheme setzt statt auf Mastercard und Visa. Entsprechend hoch ist die Profitabilität.

Schwächer sieht es auf den ersten Blick im Bereich Fintech aus: Hatte dieses Geschäftsfeld vor einem Jahr noch 40 Prozent des Nettogewinns erzielt, waren es per Ende des zweiten Quartals nur noch 32 Prozent. Hier macht sich die Zurückhaltung bei der Kreditvergabe bemerkbar. Zugleich war allerdings die Quote fauler Kredite (NPL) mit 5,6 Prozent recht solide, was für die Kreditqua-



Über die Super-App von Kaspi können Kunden online einkaufen, Ratenkredite beantragen, Reisen buchen, Lebensmittel bestellen, Autos handeln und alles über den Payment-Service von Kaspi abwickeln.“

lität spricht. Angesichts des Ausblicks auf sinkende Zinsen in Kasachstan dürfte Kaspi in der Lage sein, 2024 insgesamt die Kreditvergabe wieder hochzufahren, was die Profitabilität von Quartal zu Quartal steigern dürfte.

Obwohl Kaspi sich in der zweiten Reihe der Emerging Markets, also in den Frontier-Märkten befindet, spielt das Unternehmen nach Größe, Marktkapitalisierung von über 20 Milliarden US-Dollar, dort die erste Geige. Uns ist das Unternehmen erstmals aufgrund der digitalen Spur aufgefallen. Nicht nur ist das Wachstum der App für ein Land wie Kasachstan, das weniger als 20 Millionen Einwohner hat, beachtlich. Auch das ho-

he Kundenengagement ist recht einzigartig: 67 Prozent der monatlich aktiven Kunden nutzen die App täglich. Das ist ein ziemlich einzigartiger Wert für ein E-Commerce-Unternehmen und Ausdruck der starken Kundenbindung.

Die Risiken. Was könnte schiefgehen? Im Payment-Bereich könnte mittelfristig der Regulierer Kaspi in die Suppe spucken. So gab es in der Vergangenheit immer wieder Berichte, dass die kasachische Zentralbank ein offenes QR-System plant, um das Duopol von Kaspi und Halyk Bank (80 Prozent des kommerziellen Zahlungsvolumens) zu brechen. Da 70 Prozent des Payment-TPV aus dem Bereich Kaspi QR & Card Transactions stammen, lässt das aufhorchen, auch wenn sich diese Berichte nicht erhärten haben.

Ein weiteres Risiko könnte sich aus der Stärke Kasachsens ergeben. Der Heimatmarkt ist klein, und die internationale Expansion lockt. Dabei hat Kaspi weniger die unmittelbare zentralasiatische Nachbarschaft als vielmehr Osteuropa im Visier. Dort besteht die Konkurrenz aus ganz anderen Kalibern, und hier steht für Kaspi eine Feuerprobe bevor. Der sehen wir allerdings mit Gelassenheit entgegen: Auf Basis der diesjährigen Zahlen liegt das KGV bei 11,2, im nächsten Jahr sogar gerade einmal bei 9,1. Beim EV/Ebitda sieht es noch besser aus: 8,6 2024 und 5,5 2025. Dazu gibt es aktuell eine Dividendenrendite von 6,1 Prozent, die im nächsten Jahr dann auf über 7,2 Prozent steigen soll. 

Diskutieren Sie mit. Sie haben Fragen an unsere Experten, Anmerkungen oder Kritik? Schreiben Sie uns unter kundenservice@boersenmedien.de