

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold**АО «Kaspi.kz» (KSPI)**Потенциал роста: **1%**Целевая цена: **\$88**Текущая цена: **\$87****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | EVA

Казахстан | Финтех, Банк

флэшнот/апдейт

Kaspi.kz: результаты 1-го квартала 2026 года

Проц. доходы, 3М '26 (млрд KZT)	452
Комисс. доходы, 3М '26 (млрд KZT)	605
Чистая прибыль, 3М '26 (млрд KZT)	252
Активы, 3М '26 (млрд KZT)	11 098

P/E, 3М '26 (x)	8,7x
P/BV, 3М '26 (x)	2,8x
ROA, 3М '26 (%)	9,6%
ROE, 3М '26 (%)	43%
Стоимость риска, 3М '26 (%)	0,7%
Чистая маржа (%):	23%

Капитализация (млн USD)	16 169
Акции выпущено (млн штук)	190,23
Свободное обращение (%)	33,9%
52-нед. мин/макс (USD)	69-99
Текущая цена (USD)	87
Целевая цена (USD)	88
Потенциал роста (%)	1%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
План. частота обновления цены	ежеквартально



Доходность (%)	3-мес	9-мес	12-мес
Абсолютная	20%	18%	9%
vs KASE	21%	9%	-25%

АО «Kaspi.kz» опубликовало финансовые результаты за первый квартал 2026 года. Отчёт оцениваем как нейтральный: часть роста показателей была связана с консолидацией Hepsiburada. Тем не менее отмечаем резкий рост показателей подсегмента e-Commerce внутри Marketplace. Скорректированная EBITDA выросла на 9% г/г, но чистая прибыль немного снизилась из-за консолидации расходов Hepsiburada и удорожания фондирования. Руководство подтвердило прогнозы на 2026 год по всем ключевым метрикам и рекомендовало квартальный дивиденд в размере 850 тенге на АДР. В модели оценки мы обновили основные финансовые показатели, что привело к некоторым изменениям отдельных элементов доходов и расходов. В итоге целевая цена одной АДР повышена с \$87 до \$88 с потенциалом роста в 1%. **Рекомендация: «Держать».**

Ключевые факторы для оценки. Главный риск – это сохраняющееся давление на чистую процентную маржу из-за роста стоимости фондирования. Процентные расходы выросли на 46% г/г, опережая динамику процентных доходов, и этот разрыв пока не сужается. Дополнительное давление оказывает полная консолидация Hepsiburada, которая теперь учитывается весь квартал против двух месяцев в прошлогоднем первом квартале. Руководство подтвердило стратегию операционной безубыточности Hepsiburada на уровне EBITDA в пользу инвестиций в рост заказов, что сдерживает консолидированную маржу. Также прогнозы руководства указывают на ограниченную динамику прибыли в ближайший год. Главный катализатор – это быстрый рост показателей e-Commerce в сегменте Marketplace. GMV вырос на 41% г/г, а выручка на 58% г/г, в том числе в некоторой степени за счет неорганического роста. Take rate в e-Commerce расширился на 90 б.п. до 15,8%, а частота покупок на одного активного пользователя увеличилась с 10,4 до 15,0 (+44% г/г). Дополнительным позитивом является успешное размещение пятилетних еврооблигаций на \$600 млн под 5,9% в апреле 2026 года, которое укрепляет предсказуемую долларовую ликвидность компании. Kaspi.kz также подтвердило готовность выплачивать ежеквартальные дивиденды в размере 850 тенге на АДР, что соответствует дивидендной доходности немного выше 8%.

Доходы и прибыль: рост выручки, снижение чистой прибыли. Процентные доходы в первом квартале достигли рекордных 452 млрд тенге (+38% г/г, +2,5% к/к). Однако квартальные процентные расходы в третий раз подряд опередили доходы по темпам роста (+46% г/г, +2,6% к/к), что указывает на устойчивость роста стоимости фондирования из-за высокой базовой ставки. Чистые комиссионные и транзакционные доходы выросли на 24% г/г и упали на 14% к/к из-за сезонно сильного 4-

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

(+7) 727 311 10 94 (988) | orazbayev@ffin.kz

го квартала. Непроцентные расходы увеличились на 47% г/г, главным образом из-за роста себестоимости товаров и услуг, что связано с консолидацией результатов турецкого маркетплейса Hepsiburada (+56% г/г). В результате квартальная чистая прибыль составила 252 млрд тенге (-0,8% г/г, -9,1% к/к). Чистая маржа снизилась на 7,6 п.п., что в основном связано с консолидацией (-4,4 п.п.) и ростом процентных расходов (-2,5 п.п.).

Hepsiburada: заказы продолжают расти, сохраняется давление обменного курса. Консолидация турецкого маркетплейса остаётся ключевым фактором искажения общей картины. Год назад в консолидацию попали лишь два месяца квартала. Маркетплейс показал неплохой рост выручки, GMV и количества заказов относительно прошлого года первого квартала в реальном выражении в турецких лирах. Однако из-за укрепления тенге к лире на 19% г/г, рост оказался не таким впечатляющим. В тенге GMV вырос на 3,5% г/г, а выручка упала на 0,8% г/г. Однако заметно улучшилась маржа в сравнении с убыточным прошлым годом. EBITDA выросла на 173% в тенге, а чистая прибыль составила 11,3 млрд тенге против 6,5 млрд тенге убытка. Отмечаем также неплохое увеличение количества заказов на 22% г/г.

Операционные метрики: 2 из 3 прогнозов оправдываются. В сегменте Payments квартальный TPV вырос на 14% г/г, что близко к прогнозу руководства на 2026 год (~15%). Количество активных пользователей увеличилось на 6,5% г/г, тогда как take rate уменьшился с 1,09% до 1,03%. В результате выручка увеличилась лишь на 7% г/г до 158 млрд тенге. В сегменте Marketplace GMV с учетом Hepsiburada вырос на 19% г/г, что соответствует годовому прогнозу около 20%. Take rate расширился с 11,1% до 12,1%, в результате выручка сегмента увеличилась на 49% г/г до 520 млрд тенге. Тем не менее нужно учитывать, что часть роста была связана с консолидацией Hepsiburada. Выручка чисто казахстанского сегмента выросла на 17% г/г. Количество активных покупателей достигло 20,4 млн (+3% г/г). В сегменте Fintech TFV сократился на 2% г/г, что находится ниже прогноза руководства около 5%, однако руководство характеризует замедление как управляемое смещение портфеля в сторону длинных продуктов с более высокой доходностью. Средний кредитный портфель вырос на 23% г/г и 3% к/к с замедлением темпов. Средняя годовая доходность портфеля сохранилась на уровне 24%. Активная база пользователей Fintech увеличилась на 6% г/г до 14,7 млн.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Отчёт за первый квартал оказался нейтральным и в целом не меняет наш тезис. Менеджмент подтвердил ориентиры на 2026 год по всем сегментам, что устраняет риск пересмотра прогнозов вниз в течение года. Отмечаем неплохой рост сегментов Marketplace и Payments в рамках прогнозов. К тому же отмечаем увеличение активности в маркетплейсе Hepsiburada. Вкупе с покупкой Rabobank данный эффект может ускориться. С другой стороны, курсовые убытки Hepsiburada несколько сдерживают общий рост, а сегмент Fintech показал снижение. Разрыв между процентными доходами и расходами, вероятно, начнет сокращаться на фоне выпуска облигаций и ожидаемого снижения базовой ставки во второй половине года. Hepsiburada продолжит оставаться капиталоемким направлением, куда компания будет направлять большую часть денежных потоков. Тем не менее, квартальные дивиденды на уровне 850 тенге подтверждены и, вероятно, будут неплохой поддержкой для цен. В модели оценки мы обновили основные финансовые показатели и вышли на примерно такой же уровень прибыли, как это было в прошлой версии оценки. В итоге обновлённая целевая цена одной АДР Kaspi.kz **повысилась с \$87 до \$88 с потенциалом роста 1%. Рекомендация прежняя: «Держать».**

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	06.03.2026	15.05.2026		
Скорректированная EBITDA 2026, млрд тенге	1 709	1 659	-3%	Обновленный прогноз EBITDA после всех изменений в рамках прогноза руководства
Себестоимость, 2026, трлн тенге	1,32	1,46	+11%	Фактические темпы роста выше наших предыдущих ожиданий
Чистый процентный доход, 2026, млрд тенге	430	467	+8,6%	Прогноз более быстрого снижения базовой ставки, что приведет к росту чистых процентных доходов

расчеты Freedom Broker

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

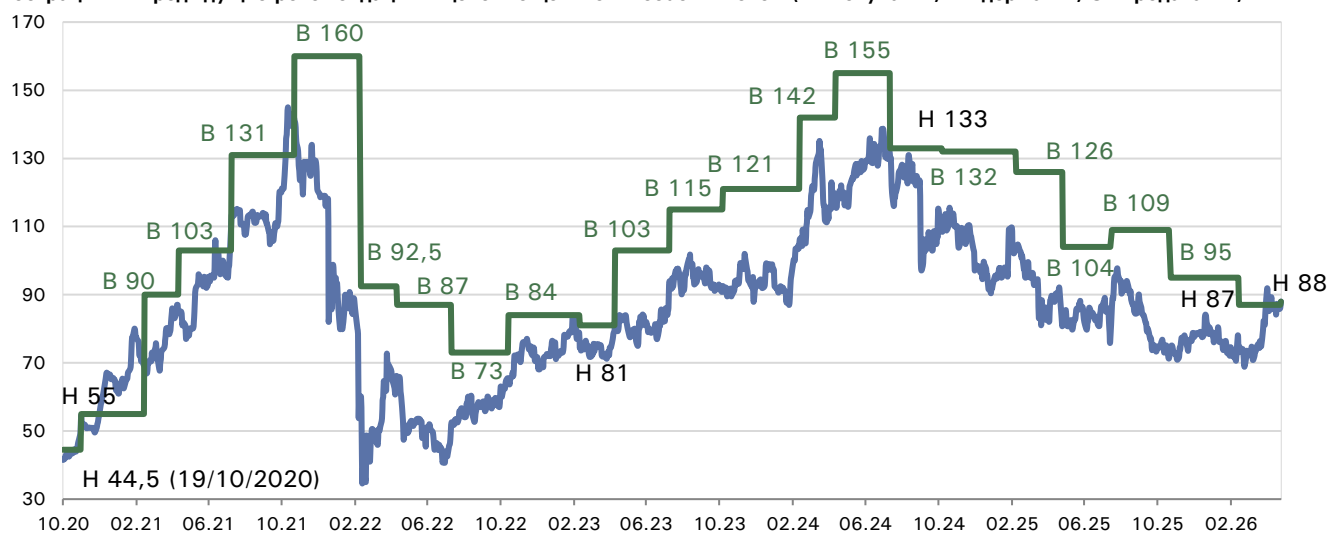


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и P/B по расчетам Freedom Broker

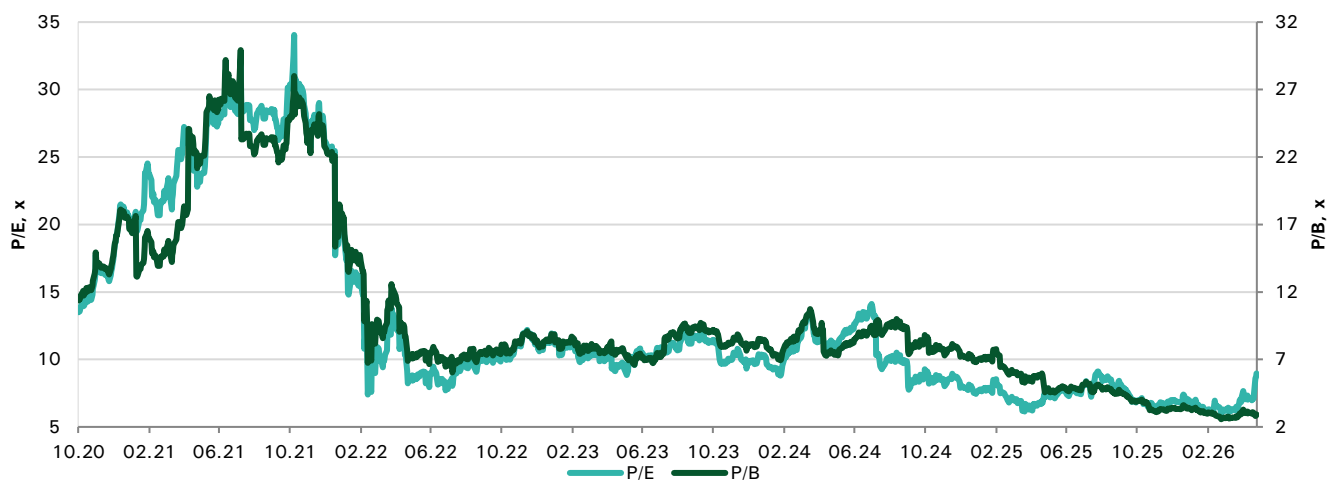


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по компаниям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	3	30%
Hold	6	60%
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