

ҰСЫНЫМ

Hold**«Kaspi.kz» АҚ (KSPI)**Өсу әлеуеті: **-1%**Нысаналы бағасы: **88 АҚШ доллары**Ағымдағы бағасы: **88,6 АҚШ доллары****АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ****Капиталды бағалау | EVA****Қазақстан | Қаржы технологиясы, Банк**

ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

Kaspi.kz: 2026 жылғы 1-тоқсанның нәтижелері

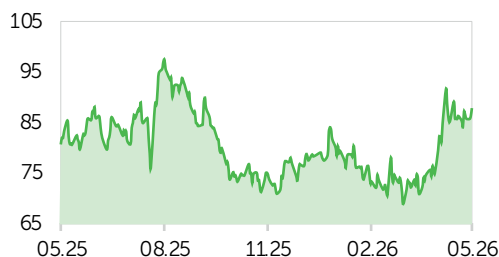
Пайыздық кіріс, 3М '26 (млрд KZT)	452
Комисс. кіріс, 3М '26 (млрд KZT)	605
Таза пайда, 3М '26 (млрд KZT)	252
Активтер, 3М '26 (млрд KZT)	11 098

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

Нарықтық құны (млн USD)	16 169
Шығарылған акция (млн дана)	190,23
Еркін айналыс (%)	33,9%
52-апта ең аз/ең көп (USD)	69-99
Ағымдағы бағасы (USD)	87
Нысаналы бағасы (USD)	88,6
Өсу әлеуеті (%)	-1%
Инвестициялық деңгей	6-12 ай
Бағаны жаңартудың жоспарлы жиілігі	тоқсан сайын

Акциялар серпіні

NASDAQ/KSPI



Табыстылық (%)	3 ай	9 ай	12 ай
Абсолюттік	20%	18%	9%
vs KASE	21%	9%	-25%

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестициялық талдаушы

(77) 727 311 10 64 (688) | daniyar.oralbayev@fbroker.kz

«Kaspi.kz» АҚ 2026 жылғы бірінші тоқсандағы қаржылық нәтижелерін жариялады. Есепті бейтарап деп бағалаймыз: көрсеткіштердің өсуінің бір бөлігі Hepsiburada шоғырландырумен байланысты болды. Дегенмен, біз Marketplace ішіндегі E-Commerce ішкі сегментінің көрсеткіштерінің күрт өскенін атап өтеміз. Түзетілген EBITDA ж/ж 9%-ға өсті, бірақ таза пайда Hepsiburada шығындарының шоғырлануына және қорландырудың қымбаттауына байланысты аздап төмендеді. Басшылық барлық негізгі көрсеткіш бойынша 2026 жылға арналған болжамды растады және АДҚ-ға 850 теңге мөлшерінде тоқсандық дивиденд ұсынды. Бағалау үлгісінде біз негізгі қаржылық көрсеткіштерді жаңарттық, бұл кіріс пен шығыстардың жекелеген элементтерінде кейбір өзгерістерге әкелді. Нәтижесінде бір АДҚ-ның нысаналы бағасы 87 АҚШ долларынан 88 АҚШ долларына дейін 1% артық бағамен көтерілді. «Ұстауға» кеңес беріледі.

Бағалаудың негізгі факторлары. Негізгі тәуекел - бұл қорландыру құнының өсуіне байланысты таза пайыздық маржаға тұрақты қысым. Пайыздық шығыстар ж/ж 46%-ға өсіп, пайыздық кірістер серпінінен асып түсті және бұл алшақтық әлі азайған жоқ. Hepsiburada-ның толық шоғырлануы қосымша қысым жасайды, ол қазір өткен жылдың бірінші тоқсанындағы екі айға қарсы тоқсан бойы есептеледі. Басшылық Hepsiburada-ның EBITDA деңгейіндегі операциялық залалсыздық стратегиясын шоғырландырылған маржаны тежейтін тапсырыстардың өсуіне инвестициялардың пайдасына растады. Сондай-ақ, басшылықтың болжамдары алдағы жылы табыстың шектеулі серпінін көрсетеді. Негізгі катализатор дегеніміз - Marketplace сегментіндегі e-Commerce көрсеткіштерінің жылдам өсуі. GMV ж/ж 41%-ға, ал түсім ж/ж 58%-ға, оның ішінде белгілі бір дәрежеде бейорганикалық өсу арқылы өсті. E-Commerce-terі take rate 90 базистік тармаққа 15,8%-ға дейін кеңейді, ал бір белсенді пайдаланушыға сатып алу жиілігі 10,4-тен 15,0-ге дейін өсті (ж/ж 44%-дан астам). 2026 жылғы сәуірде 5,9%-бен 600 млн АҚШ долларлық еурооблигацияларды сәтті орналастыру, бұл компанияның болжамды долларлық өтімділігін нығайтады. Kaspi.kz сондай-ақ, АДҚ-ға 850 теңге мөлшерінде тоқсан сайынғы дивидендтер төлеуге дайын екендігін растады, бұл дивидендтердің кірістілігіне 8%-дан сәл жоғары сәйкес келеді.

Кіріс пен пайда: түсімнің өсуі, таза пайданың азаюы. Бірінші тоқсандағы пайыздық кіріс рекордтық 452 млрд теңгеге жетті (ж/ж 38%-дан астам, т/т 2,5%-дан астам). Алайда тоқсандық пайыздық шығыс өсу қарқыны бойынша кірістерден үшінші рет

озып кетті (ж/ж 46%-дан астам, т/т 2,6%-дан астам), бұл жоғары базалық мөлшерлемеге байланысты қорландыру құнының өсу орнықтылығын көрсетеді. Таза комиссиялық және транзакциялық кіріс ж/ж 24%-ға өсті және маусымдық күшті 4-тоқсанға байланысты т/т 14%-ға төмендеді. Пайыздық емес шығын негізінен тауарлар мен көрсетілетін қызметтердің өзіндік құнының өсуіне байланысты ж/ж 47%-ға өсті, бұл түрік маркетплейсі Hepsiburada (ж/ж 56%-дан астам) нәтижелерінің шоғырлануына байланысты. Нәтижесінде тоқсандық таза пайда 252 млрд теңгені құрады (ж/ж 0,8%-дан аз, т/т 9,1%-дан аз). Таза маржа 7,6 пайыздық тармаққа төмендеді, бұл негізінен шоғырлануға (пайыздық тармақ 4,4-дан аз) және пайыздық шығыстардың өсуіне (пайыздық тармақ 2,5-дан аз) байланысты.

Hepsiburada: тапсырыстар өсуде, тапсырыстар өсуде, бірақ айырбас бағамының қысымы сақталуда. Түрік маркетплейсінің шоғырлануы үлкен көріністі бұрмалаудың негізгі факторы болып қала береді. Бір жыл бұрын тоқсанның екі айы ғана шоғырландырылды. Маркетплейс былтырғы бірінші тоқсанға қатысты түсім, GMV және тапсырыстар санының түрік лираларында нақты өскенін көрсетті. Алайда, теңгенің лираға 19%-ға нығаюына байланысты өсім соншалықты әсерлі болған жоқ. Теңгемен GMV ж/ж 3,5%-ға өсті, ал түсім ж/ж 0,8%-ға төмендеді. Алайда, маржа былтырғымен салыстырғанда айтарлықтай жақсарды. EBITDA теңгемен 173%-ға өсті, ал таза пайда 6,5 млрд теңгеге қарағанда 11,3 млрд теңгені құрады. Сондай-ақ, тапсырыстар санының ж/ж 22%-ға жақсы өскенін атап өтеміз.

Операциялық көрсеткіштер: 3 болжамның 2-еуі ақталды. Payments сегментінде тоқсандық TPV ж/ж 14%-ға өсті, бұл басшылықтың 2026 жалға арналған болжамына жақын (~15%). Белсенді пайдаланушылар саны ж/ж 6,5%-ға өсті, ал take rate 1,09%-дан 1,03%-ға дейін төмендеді. Нәтижесінде түсім тек 7%-ға артып, 158 млрд теңгеге жетті. Marketplace сегментінде GMV Hepsiburada-ны ескере отырып, ж/ж 19%-ға өсті, бұл шамамен 20% жылдық болжамға сәйкес келеді. Take rate 11,1%-дан 12,1%-ға дейін кеңейді, нәтижесінде сегменттің түсімі ж/ж 49%-ға 520 млрд теңгеге дейін ұлғайды. Дегенмен, өсудің бір бөлігі Hepsiburada шоғырландырумен байланысты екенін ескеру қажет. Таза қазақстандық сегменттің түсімі 17%-ға өсті. Белсенді сатып алушылар саны 20,4 млн (ж/ж 3%-дан астам) жетті. FinTech сегментінде ж/ж TFV 2%-ға қысқарды, бұл басшылықтың болжамынан шамамен 5%-ға төмен, алайда басшылық бәсеңдеуді портфельді кірістілігі жоғары ұзын өнімдерге бағытталған ретінде сипаттайды. Орташа кредит портфелі қарқынның баяулауымен ж/ж 23%-ға және т/т 3%-ға өсті. Портфельдің орташа жылдық кірістілігі 24% деңгейінде сақталды. FinTech белсенді пайдаланушы базасы ж/ж 6%-ға 14,7 млн-ға дейін өсті.

Біздің пікіріміз және бағалау моделіндегі өзгерістер. Бірінші тоқсандағы есеп бейтарап болып шықты және жалпы біздің тезисімізді өзгертпейді. Менеджмент барлық сегмент бойынша 2026 жылға арналған бағдарды растады, бұл бір жыл ішінде болжамды қайта қарау қаупін жояды. Болжамдар аясында Marketplace және Payments сегменттерінің жақсы өскенін атап өтеміз. Сонымен бірге, біз Hepsiburada маркетплейсіндегі белсенділіктің артқанын атап өтеміз. Rabobank сатып алумен бірге бұл әсер жеделдетілуі мүмкін. Екінші жағынан, Hepsiburada бағамының шығыны жалпы өсуді біршама тежейді, ал Fintech сегменті төмендеуді көрсетті. Пайыздық кіріс пен шығыс арасындағы алшақтық облигациялар шығарылымы және жылдың екінші жартыжылдығында базалық мөлшерлеменің күтілетін төмендеуі аясында қысқара бастауы мүмкін. Hepsiburada компания ақша ағынының көп бөлігін бағыттайтын капиталды қажет ететін бағыт болып қала береді. Дегенмен, 850 теңге деңгейіндегі тоқсандық дивидендтер расталды және бағалар үшін жақсы қолдау болуы мүмкін. Бағалау үлгісінде біз негізгі қаржылық көрсеткіштерді жаңартып, бағалаудың бұрынғы нұсқасы сияқты пайда деңгейіне жетті. Нәтижесінде бір АДҚ-ның жаңартылған нысаналы бағасы Kaspi.kz **87 АҚШ долларынан 88 АҚШ долларына дейін өсті, 1%-ға артық бағаланды. Бұрынғыдай «Ұстауға» кеңес беріледі.**

АНЫҚТАМАЛЫҚ АҚПАРАТ

Иллюстрация 1. Бағалау үлгісінің соңғы нұсқасындағы басты өзгерістер

Өзгерістер	Бағалау күні		Өсу, %	Түсініктемелер
	06.03.2026	15.05.2026		
Түзетілген EBITDA 2026, млрд теңге	1 709	1 659	-3%	EBITDA жаңартылған болжамы басшылықтың болжамындағы барлық өзгерістен кейін
Өзіндік құны, 2026, трлн теңге	1,32	1,46	+11%	Нақты өсу қарқыны біздің бұрынғы күткенімізден жоғары
Таза пайыздық кіріс, 2026, млрд теңге	430	467	+8,6%	Таза пайыздық кірістің өсуіне әкелетін базалық мөлшерлеменің тезірек төмендеуін болжау

Иллюстрация 2. Freedom Broker-дің алдыңғы ұсынымдары мен нысаналы бағалары. (B-«сатып алу», H-«ұстау», S-«сату»)

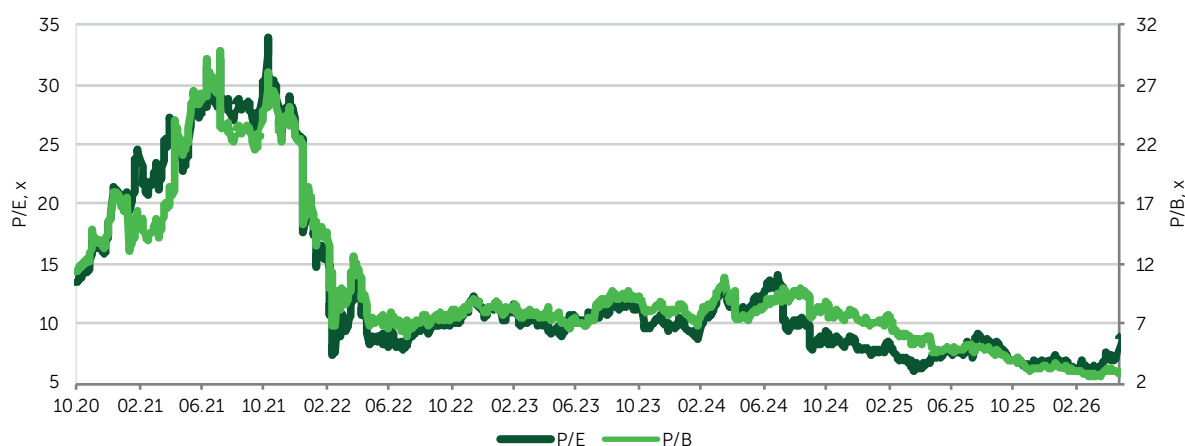
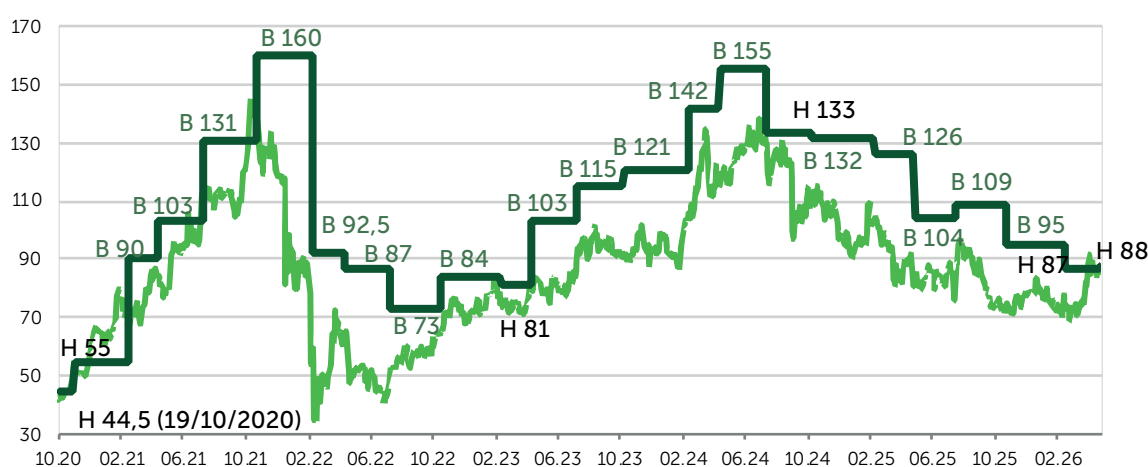


Иллюстрация 4. KASE индексінің акциялары бойынша Freedom Broker-ден ағымдағы бағалаулардың пайыздық арақатынасы

Ұсыным	Саны	%-дағы үлесі
Buy	3	30%
Hold	6	60%
Sell	1	10%

Лицензия <https://ffin.global/licence/>

«Freedom Finance Global PLC» жария компаниясы (бұдан әрі - Компания) Қазақстан Республикасындағы «Астана» халықаралық қаржы орталығының (АХҚО) аумағында бағалы қағаздар нарығында брокерлік (агенттік) қызметтер көрсетеді. АХҚО қолданыстағы заңнамасының талаптарын, шарттарын, шектеулерін және/немесе нұсқауларын сақтаған кезде Компания № AFSA-A-LA-2020- -0019 Лицензиясына сәйкес мынадай реттелетін қызмет түрлерін жүзеге асыруға уәкілетті: принципал ретінде инвестициялармен жасалатын мәмілелер, агент ретінде инвестициялармен жасалатын мәмілелер, инвестицияларды басқару, инвестициялар бойынша консультациялар беру және инвестициялармен мәмілелерді ұйымдастыру. Осы бөлімде орналастырылған ақпарат пен материалдар анықтамалық-ақпараттық сипатқа ие, Freedom Finance Global PLC клиенттеріне жолданған, жеке инвестициялық ұсыным емес және/немесе түрлі компаниялардың акцияларына инвестициялау ұсыным емес.

Осы құжатта орналастырылған материалдар инвестициялық зерттеу объектісіне (бұдан әрі - Эмитент) қатысты анықтамалық-ақпараттық сипатқа ие, Компанияның ағымдағы бөлшек және әлеуетті бөлшек сауда клиенттеріне жіберіледі. Осы құжатта жазылған ақпарат жалпыға бірдей қолжетімді көздерден алынды және автор(лар) сенімді деп есептеледі, алайда автор(лар) оның дәлдігіне немесе толықтығына қатысты айқын немесе түсінікті ешқандай кепілдік немесе растау бермейді. Ақпарат қандай да бір жеке немесе заңды тұлғаның қандай да бір инвестициялық шешімдерді қабылдауы үшін негіз ретінде пайдалануға арналмаған. Бұл ақпарат инвестициялық ұсынымды білдірмейді, сондай-ақ қандай да бір бағалы қағазды сатып алуға немесе сатуға ұсыныс немесе шақыру болып табылмайды. Бағалы қағаздарды және басқа да қаржы құралдарын иелену Қашанда тәуекелмен байланысты, бағалы қағаздар мен өзге де қаржы құралдарының құны өсуі немесе құлдырауы мүмкін. Алдыңғы инвестициялау нәтижелері болашақта кірістерге кепілдік бермейді. Заңнамаға сәйкес компания болашақта салымдардың кірістілігіне кепілдік бермейді және уәде бермейді, ықтимал инвестициялардың сенімділігіне және ықтимал кірістер мөлшерінің тұрақтылығына кепілдік бермейді.

Ақпаратты ашу

- Осы есептің авторы (авторлары) немесе оның отбасы мүшесі Эмитенттің бағалы қағаздарына қаржылық мүддесі жоқ
- Осы есептің авторы (авторлары) немесе оның отбасы мүшесі осы есептің мазмұнына немесе жариялануына әсер етуі мүмкін қандай да бір мүдделер қақтығыстарының бар екендігі туралы білмейді
- Осы есептің авторы (авторлары) немесе оның отбасы мүшесі оларды сатқан жағдайда баға белгілеуге елеулі ықпал ету үшін Эмитенттің жеке портфеліндегі бағалы қағаздарының жеткілікті санына ие емес.
- Авторды (авторларды) бағыну тәртібі және оның (олардың) сыйақылары мүдделер қақтығысына әкеп соқпайды
- Компания және онымен байланысты тұлға Эмитенттің жалпы шығарылған акционерлік капиталының 1% -ын немесе одан да көбін иеленбейді
- Компания және онымен байланысты тұлға Эмитент үшін корпоративтік брокер ретінде әрекет етпейді
- Эмитенттің Компания үлесінде елеулі үлесі жоқ
- Компания Эмитенттің акцияларына қатысты маркет-мейкер бола алады. Қаржы құралдарының толық тізімі Қазақстан қор биржасының сайтында жазылған және мына сілтеме бойынша қолжетімді: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтингтік жүйе

- Buy. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде бағаның 20 пайыздан астам өсуі күтілетін акция
- Hold. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде бағаның минус 10 пайыздан плюс 10 пайызға дейін өзгеруі күтілетін акция
- Sell. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде бағаның 10 пайыздан астам төмендеуі күтілетін акция