

РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Buy****АО «Kaspi.kz» (KSPI)**Потенциал роста: **27%**Целевая цена: **\$104**Текущая цена: **\$82****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | EVA

Казахстан | Финтех, Банк

флэшнот/апдейт

## Kaspi.kz: результаты 1-го квартала 2025 года



Проц. доходы, 3М '25 (млрд KZT)	<b>328</b>
Комисс. доходы, 3М '25 (млрд KZT)	<b>488</b>
Чистая прибыль, 3М '25 (млрд KZT)	<b>254</b>
Активы, 3М '25 (млрд KZT)	<b>9 295</b>

P/E, 3М '25 (x)	<b>7,3x</b>
P/BV, 3М '25 (x)	<b>4,7x</b>
ROA, 3М '25 (%)	<b>13%</b>
ROE, 3М '25 (%)	<b>72%</b>
Стоимость риска, 3М '25 (%)	<b>0,6%</b>
Чистая маржа (%)	<b>37%</b>

Капитализация (млн USD)	<b>16 384</b>
Акции выпущено (млн штук)	<b>190</b>
Свободное обращение (%)	<b>34%</b>
52-нед. мин/макс (USD)	<b>77,8-143,7</b>
Текущая цена (USD)	<b>82</b>
Целевая цена (USD)	<b>104</b>
Потенциал роста (%)	<b>27%</b>
Инвестиционный горизонт	<b>6-12 мес.</b>
План. частота обновления цены	<b>ежеквартально</b>

Динамика акций | биржа/тикер **NASDAQ/KSPI**

Доходность (%)	3-мес	9-мес	12-мес
Абсолютная	-25%	-26%	-32%
vs KASE	-27%	-31%	-45%

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

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

АО "Kaspi.kz" опубликовало финансовые результаты за первый квартал 2025 года. Отчет можно назвать умеренно негативным на фоне квартального снижения чистой прибыли и ухудшения прогнозов руководства на 2025 год. Компания ожидает меньшие темпы роста доходов в двух из трех сегментов, а также чуть меньшие темпы роста чистой прибыли. Так как показатели недавно приобретенного турецкого маркетплейса Hepsiburada были включены в отчетность компании, это оказало негативное влияние на общую чистую прибыль. Тем не менее влияние было небольшим, а процентные доходы компании показали новый квартальный рекорд. В модели оценки мы обновили общие финансовые показатели и ухудшили прогнозы с учетом обновления от руководства. Также в расчетах был учтен Hepsiburada. С другой стороны, мы несколько улучшили прогнозы по процентным доходам и кредитному портфелю. Отметим общее увеличение стоимости капитала и небольшой рост курса доллара, что привело к снижению оценки. В итоге наша обновленная целевая цена одной АДР Kaspi.kz снизилась до \$104 с потенциалом роста в 27% от текущей цены. **Рекомендация — «Покупать».**

**(=) Продолжение роста доходов вместе с заметным ростом расходов.** Процентные доходы компании в первом квартале 2025 года составили рекордные 328 млрд тенге, увеличившись на 37% г/г и 6,2% к/к. Чистая сумма комиссионных и транзакционных доходов выросла на 29% г/г и упала на 3,8% к/к из-за сезонно сильного четвертого квартала. Наибольший рост доходов вновь показал сегмент Marketplace, доходы которого выросли на 132% г/г, во многом благодаря включению в состав компании турецкого маркетплейса Hepsiburada. В то же время годовой рост доходов сегментов Fintech и Payments составил 18% и 16% соответственно. Квартальные процентные расходы вновь показали темпы роста ниже, чем процентные доходы — 26% г/г. В сравнении с прошлым кварталом процентные расходы, однако, выросли на 11% к/к. Непроцентные расходы увеличились на 164% г/г и на 100% к/к, в основном из-за роста себестоимости товаров и услуг на 219% г/г после консолидации результатов Hepsiburada. В итоге квартальная чистая прибыль Kaspi.kz составила 254 млрд тенге, увеличившись на 14% г/г и снизившись на 20% к/к.

**(-) Ухудшение прогнозов руководства.** Объем доходных транзакций в сегменте Payments вырос на 23% г/г, что выше предыдущего прогноза руководства на 2025 год в 15–20% роста. Этот сегмент оказался единственным, прогноз которого не был изменен по итогам первого квартала. Количество доходных

транзакций выросло на 15% г/г, а количество активных пользователей — на 6,2% г/г. Суммарная квартальная стоимость проданных товаров (GMV) в сегменте Marketplace выросла на 25% г/г или на 20% без учета турецкого маркетплейса. Это оказалось ниже прежнего прогноза роста на 2025 год в 25–30%. В итоге руководство снизило прогноз без учета турецкой компании до 15–20%. Причинами этого называют новые правила импорта смартфонов в Казахстан и увеличение неопределенностей на макроуровне. Take rate сегмента заметно вырос — с 9,7% до 10,3%. Количество активных покупателей возросло на 11% г/г и достигло 8,2 млн человек. Сегмент Fintech показал рост по объему выданных кредитов (TFV) на 17% г/г, что оказалось в рамках предыдущего прогноза руководства в 15–20%. Тем не менее из-за ожидаемого снижения темпов роста сегмента Marketplace руководство ухудшило прогноз роста сегмента до 15%. Кредитный портфель компании вырос на 34% г/г и на 5,8% к/к, показав некоторое замедление. В то же время средняя годовая доходность портфеля осталась на прежнем уровне в 24%. Количество пользователей приложения Kaspi.kz частично стагнировало после трех кварталов роста подряд. В первом квартале количество ежедневных пользователей составило 10,1 млн человек (+11% г/г и +0% к/к), а ежемесячное количество пользователей достигло 14,9 млн человек (+6,4% г/г и +1,4% к/к).

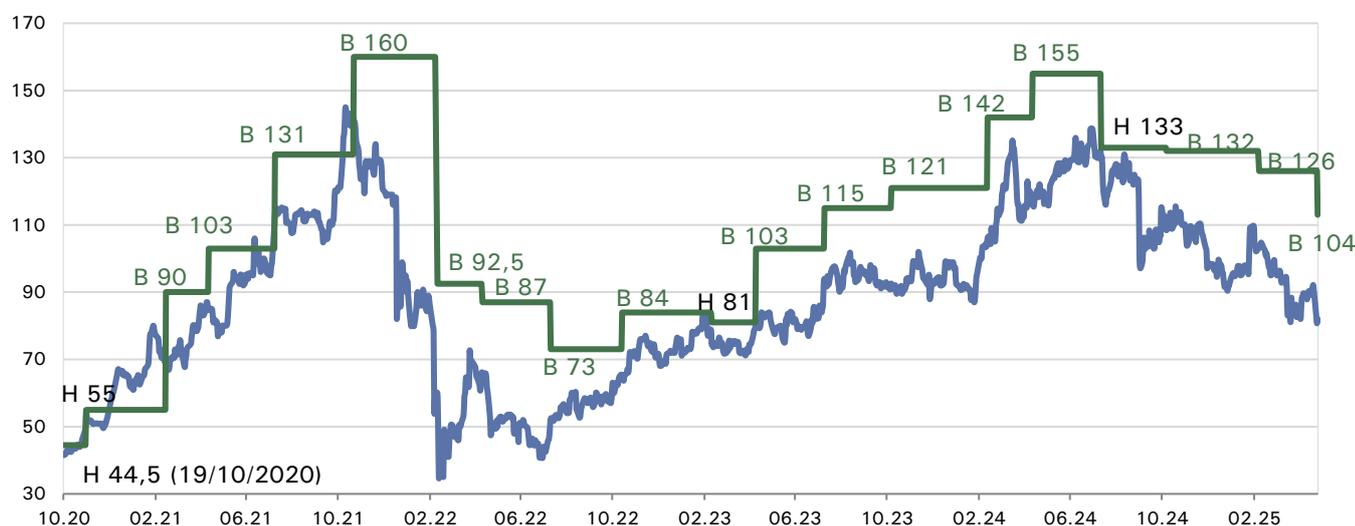
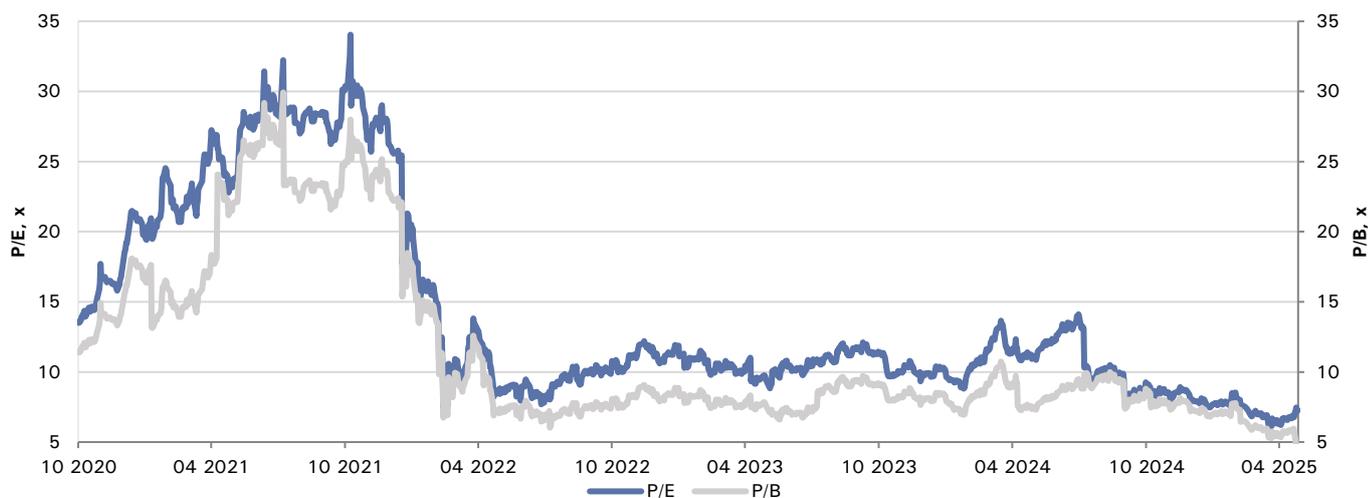
**Изменения в модели оценки и наше мнение.** Этот квартал стал кварталом больших перемен для Kaspi.kz после включения в отчетность недавно приобретенного турецкого маркетплейса. К тому же компания разместила евробонды на сумму в \$650 млн на 5 лет со ставкой в 6,25% для инвестиций в Hepsiburada. Следующие два года могут стать ключевыми для Kaspi.kz в зависимости от того, как сильно вырастет Hepsiburada. В Казахстане же компания немного ухудшила собственные прогнозы на 2025 год на фоне макрофакторов, которые повлияли на сегмент Marketplace и косвенно на сегмент Fintech. В частности, упоминаются изменения правил ввоза смартфонов в Казахстан для сдерживания серого рынка, а также введение налога на доходы от государственных ценных бумаг. В итоге в модели оценки мы немного снизили наши прогнозы по этим сегментам, а учитывая, что ранее уже использовали более осторожные прогнозы, то эффект оказался несколько меньше. Компания также отмечает негативное влияние бойкотов в Турции из-за недавней политической нестабильности на результаты Hepsiburada. Тем самым маркетплейс показал снижение выручки с поправкой на инфляцию. С другой стороны, оценка все еще по большей части зависит от результатов казахстанского сегмента. В модели оценки мы повысили рост кредитного портфеля, так как ранее он был довольно консервативным. Тем не менее процентные расходы немного выросли на фоне новых депозитных продуктов и включения в модель оценки нового выпуска евробондов. Также на модель оценки негативно повлияло небольшое увеличение стоимости собственного капитала ввиду роста доходностей 10-летних гособлигаций Казахстана и в целом ухудшения по будущей траектории инфляции и базовой ставки. В итоге обновленная оценочная стоимость одного АДР Kaspi.kz составляет **\$104 с потенциалом роста в 27%** от последней цены. Рекомендация — «Покупать».

## Справочная информация

**Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки**

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	27.02.2025	16.05.2025		
Процентные расходы 2025, млрд тенге	670	805	+20%	Увеличение стоимости фондирования и размещение евробондов на \$650 млн
GMV Marketplace Казахстан, 2025, трлн тенге	7,8	7	-10%	Ухудшение прогнозов руководства по росту показателя GMV в 2025 году
Кредитный портфель, 2025, трлн тенге	6,9	7,2	+3,2%	Более высокие фактические показатели относительно наших прогнозов

расчеты Freedom Broker

**Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендаций 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	7	70%
Hold	2	20%
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. Размещенная 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.

Размещенные 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