

ҰСЫНЫМ

Buy**«Kaspi.kz» АҚ (KSPI)**Өсу әлеуеті: **22%**Нысаналы бағасы: **\$109**Ағымдағы бағасы: **\$89**

ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ

Капиталды бағалау | EVA

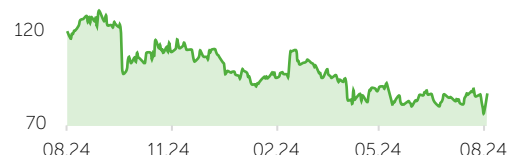
Қазақстан | Қаржы технологиясы, Банк

**Kaspi.kz: 2025 жылғы 2-тоқсанның нәтижелері**

Пайыздық кіріс, 6М '25 (млрд KZT)	709
Комисс. кіріс, 6М '25 (млрд KZT)	1 077
Таза пайда, 6М '25 (млрд KZT)	513
Активтер, 6М '25 (млрд KZT)	10 048

P/E, 6М '25 (x)	8,3x
P/BV, 6М '25 (x)	4,7x
ROA, 6М '25 (%)	13%
ROE, 6М '25 (%)	73%
Тәуекел құны, 6М '25 (%)	0,6%
Таза маржа (%):	35%

Капиталдандыру (млн USD)	17 053
Акция шығарылды (млн дана)	192
Еркін айналыс (%)	28%
52-апта мин/макс (USD)	75,9-131,6
Ағымдағы баға (USD)	89
Нысаналы баға (USD)	109
Өсу әлеуеті (%)	22%

Инвестициялық көкжиек **6-12 мес.**Бағаны жаңартудың жоспарланған жиілігі **тоқсан сайын**Акциялар серпіні **NASDAQ/KSPI**

Табыстылық (%)	3 ай	9 ай	12 ай
Абсолюттік	-4%	-11%	-28%
vs KASE	-17%	-26%	-54%

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестициялық талдаушы

(77) 727 311 10 94 (988) | orazbayev@affin.kz

«Kaspi.kz» АҚ 2025 жылғы екінші тоқсандағы қаржылық нәтижелерін жариялады. Есепті бейтарап деп атауға болады, барлық негізгі сегменттердің басшылық болжамынан жоғары жақсы өсуіне қарамастан, нақты тоқсандық таза пайда айтарлықтай өскен жоқ. Сондай-ақ, жақында сатып алынған Түркияның Hepsiburada маркетплейсінің тоқсандық таза шығынының артқанын атап өтейік. Басшылық екінші тоқсанда өсудің жеделдеуіне қарамастан, өсу болжамын бұрынғы деңгейде сақтап қалды, сондай-ақ келесі жылы дивидендтердің/кері сатып алудың қайта басталуын күтуде. Бағалау моделінде біз жалпы қаржылық көрсеткіштерді жаңартып, негізгі көрсеткіштердің нақты өсуін ескере отырып, болжамдарды сәл жақсарттық. Бұл сондай-ақ кредиттік портфельдің болжамды өсуіне оң әсер етті. Екінші жағынан, доллардың теңгеге шаққандағы бағамының өсуі және түрік лирасының теңгеге шаққандағы әлсіреуі бағаның төмендеуіне әкелді. Сондай-ақ капитал құнының өсуінің кішігірім әсерін атап өтейік. Нәтижесінде Kaspi.kz АДР үшін жаңартылған нысаналы бағамыз ағымдағы бағадан 22%-ға өсу мүмкіндігімен 109 долларға дейін өсті. Ұсыным - «Сатып алу».

(=) Кірістерт қайта өсуде, бірақ таза пайда шамалы өсті.

2025 жылғы екінші тоқсанда компанияның пайыздық кірісі рекордтық 381 млрд теңгені құрап, ж/ж 53% -ға және т/т 16% -ға артты. Комиссиялық және транзакциялық кірістердің таза сомасы маусымдық әлсіз бірінші тоқсан есебінен ж/ж 28%-ға және т/т 9,5%-ға өсті. Кірістердің неғұрлым көп өсуін кірістері көбінесе компанияның құрамына Hepsiburada түрік маркетплейсін қосудың арқасында ж/ж 172%-ға өскен тағы да Marketplace сегменті көрсетті. Сонымен қатар Fintech және Payments сегменттері түсімінің жылдық өсімі тиісінше 20%-ды және 16%-ды құрады. Тоқсандық пайыздық шығыстар пайыздық кірістерге қарағанда тағы да көрсетті, өсу қарқыны ж/ж 48%-ды құрайды. Өткен тоқсанмен салыстырғанда пайыздық шығыстар т/т 19% -ға өсті. Hepsiburada нәтижелерін шоғырландырғаннан кейін негізінен тауарлар мен қызметтердің өзіндік құнының 284% -ға өсуіне байланысты пайыздық емес шығыстар ж/ж 242% -ға және т/т 37% -ға өсті. Нәтижесінде Kaspi.kz тоқсандық таза кірісі 259 млрд теңгені құрап, ж/ж 6,6% және т/т 1,8% артты.

(++) Болжамдар орындалады және ішінара асыра орындалады.

Payments сегментіндегі кіріс транзакцияларының көлемі ж/ж 22% -ға өсті, бұл басшылықтың 2025 жылға арналған болжамынан 15-20% -ға жоғары.

Сегменттегі кіріс транзакцияларының саны ж/ж 13% -ға, ал белсенді пайдаланушылар саны - ж/ж 6,8% -ға өсті. Сегментте сатылған тауарлардың (GMV) жиынтық тоқсандық құны

Marketplace ж/ж 14% -ға немесе түрік маркетплейсінің есебінсіз 25% -ға өсті. Бұл 2025 жылға арналған өсім болжамынан 15-20-ға жоғары болып шықты, бірақ басшылықтың бұрынғы болжамы 25-30%-ға сәйкес келеді. Take rate сегменті өткен тоқсандағы 10,3% салыстырғанда 10,2%-ды құрады. Белсенді сатып алушылар саны жылына 11% -ға өсіп, 8,4 млн адамға жетті. Fintech сегменті берілген кредиттердің (TFV) көлемі бойынша ж/ж 21%-ға өсуін көрсетті, бұл басшылықтың болжамынан 15%-ға жоғары болып шықты. Дегенмен, Marketplace жағдайындағы сияқты, бұл өсім көрсеткіші 15-20% бұрынғы болжам аясында болды. Компанияның кредиттік портфелі ж/ж 33%-ға және т/т 6,6%-ға өсіп, төртінші тоқсанның бәсеңдеуін көрсетті. Сонымен қатар портфельдің орташа жылдық кірістілігі бұрынғы деңгейде қалды - 24%. Kaspi.kz қосымшасын пайдаланушылар саны өткен тоқсанда ішінара тоқыраудан кейін біршама өсті. Бірінші жартыжылдықта күнделікті пайдаланушылар саны 10,3 млн адамды құрады (ж/ж + 8,4% және т/т + 2%), ал ай сайынғы пайдаланушылар саны 15 млн адамға жетті (ж/ж + 5,6% және + т/т 0,7%). Таза пайда бойынша басшылықтың болжамы бұрынғыдай болып қалды - 2025 жылы өсімнің 15% және ағымдағы көрсеткіш әзірге осы болжамға сәйкес келеді.

Бағалау моделіндегі өзгерістер және біздің пікіріміз. Жалпы компанияның екінші тоқсандағы есебін бейтарап деп атауға болады. Таза кіріс күшті өсім көрсетпеді, ал Түркияның Nersiburada маркетплейсінің нәтижесі бірінші тоқсанға қарағанда нашар болды. Түрік бизнесінің таза шығыны бірінші тоқсандағы 5,5 млрд теңгеден екінші тоқсанда 17,1 млрд теңгеге дейін өсті. Сонда да Қазақстандағы пайыздық кірістер өсуде, ал барлық үш сегменттің тоқсандық негізгі көрсеткіштері басшылықтың осы жолы бұрынғы деңгейінде қалған болжамдарына қатысты айтарлықтай өсім көрсетті. Айта кетейік, компания келесі жылы инвесторларға қаражатты қайтаруды (дивидендтер, кері сатып алу) қайта бастауды жоспарлап отыр. Бағалау моделінде біз Fintech және Payments сегменттері бойынша өсу болжамын біршама жақсарттық. Heriburada-ға келетін болсақ, біз өсімнің күтілетін деңгейін бұрынғы деңгейінде қалдырдық, алайда түрік лирасының теңгеге қатысты одан әрі әлсіреуі болжамды кірістердің төмендеуіне әкелді. Сондай-ақ, біз нақты нәтижелердің күшеюіне және Fintech сегментіндегі өсудің арқасында несие портфелінің өсу болжамын көтердік. Дегенмен, пайыздық шығыстар депозиттердің өсуі күтілген жағдайда біршама өсті. Теңгенің әлсіреуі бір АДР доллармен алғандағы бағасының төмендеуіне әкелді. Бұдан басқа, бағалауға Қазақстанның 10 жылдық мемлекеттік облигациялары кірістілігінің өсуі аясында меншікті капитал құнының ұлғаюы теріс әсер етті. Нәтижесінде бір Kaspi.kz АДР жаңартылған бағасы соңғы бағадан **22%-ға өсу әлеуетімен 109 АҚШ долларын** құрайды. Ұсыным - **«Сатып алу»**.

АНЫҚТАМАЛЫҚ АҚПАРАТ

Иллюстрация 1. Бағалау моделінің соңғы нұсқасындағы басты өзгерістер

Өзгерістер	Бағалау күні		Өсім, %	Ескерту
	16.05.2025	06.08.2025		
Пайыздық шығыстар 2025, млрд теңге	805	825	+2,5%	Қорландыру құнының ұлғаюы және 2025 жылы депозиттердің өсуін сәл көбірек күту
USDKZT бағамы	510	537	+5,2%	Бағалау сәтіндегі айырбас бағамының ұлғаюы
Кредит портфелі 2025 трлн теңге.	7,2	7,6	+5,6%	Біздің болжамдарымызға қатысты жоғарырақ нақты көрсеткіштер

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

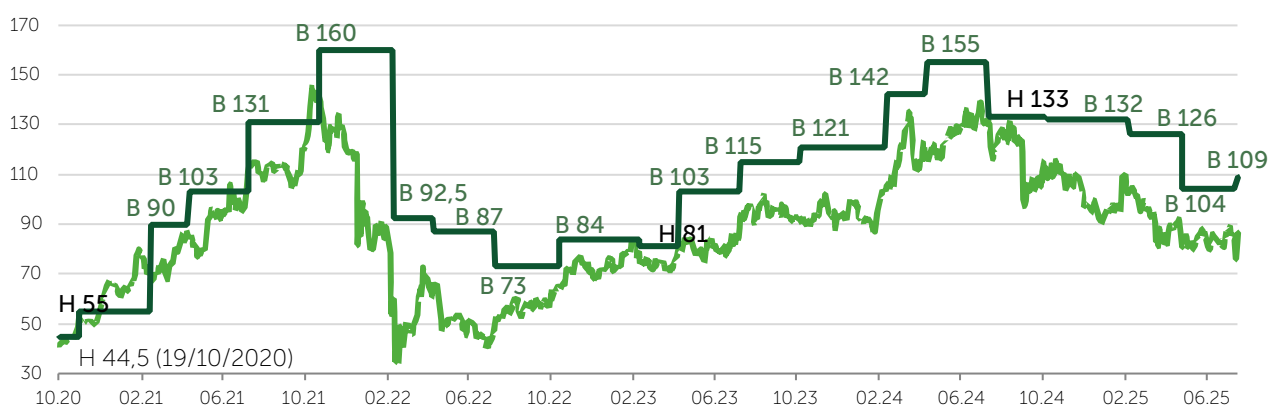


Иллюстрация 3. Freedom Broker есептеулері бойынша P/E және P/B баға мультипликаторлары

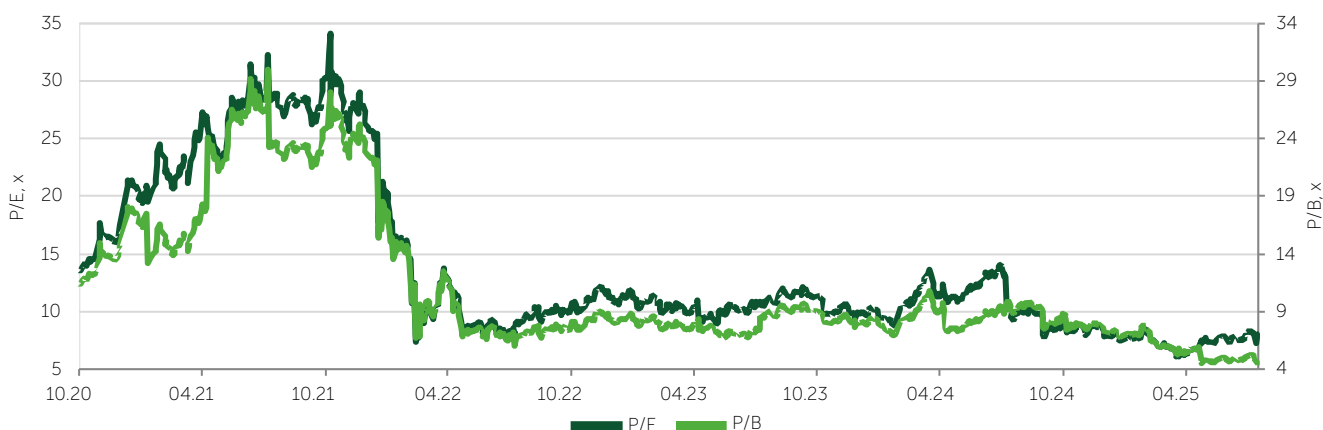


Иллюстрация 4. KASE индексінің компаниялары бойынша Freedom Broker-ден ағымдағы бағалаулардың пайыздық арақатынасы

Ұсыным	Саны	%-бен алғандағы үлесі
Buy	7	70%
Hold	2	20%
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