

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «Kaspi.kz» (KSPI)**Потенциал роста: **22%**Целевая цена: **\$109**Текущая цена: **\$89**

ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | EVA

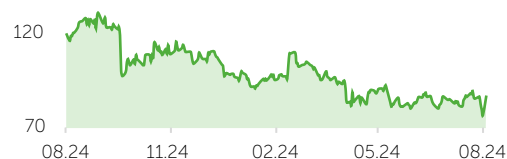
Казахстан | Финтех, Банк

**Kaspi.kz: результаты 2-го квартала 2025 года**

Проц. доходы, 6М '25 (млрд KZT)	709
Комисс. доходы, 6М '25 (млрд KZT)	1 077
Чистая прибыль, 6М '25 (млрд KZT)	513
Активы, 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%
Стоимость риска, 6М '25 (%)	0,6%
Чистая маржа (%):	35%

Капитализация (млн USD)	17 053
Акции выпущено (млн штук)	192
Свободное обращение (%)	28%
52-нед. мин/макс (USD)	75,9-131,6
Текущая цена (USD)	89
Целевая цена (USD)	109
Потенциал роста (%)	22%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
План. частота обновления цены	ежеквартально

Динамика акций | биржа/тикер NASDAQ/KSPI

Доходность (%)	3-мес	9-мес	12-мес
Абсолютная	-4%	-11%	-28%
vs KASE	-17%	-26%	-54%

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

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

АО "Kaspi.kz" опубликовало финансовые результаты за второй квартал 2025 года. Отчет можно назвать нейтральным: несмотря на неплохой рост всех основных сегментов выше прогноза руководства, фактическая квартальная чистая прибыль выросла не так значительно. Также отметим увеличение квартального чистого убытка недавно приобретённого турецкого маркетплейса Hepsiburada. Руководство сохранило прогнозы роста на прежнем уровне, несмотря на ускорение роста во втором квартале, а также ожидает возобновления дивидендов/обратного выкупа в следующем году. В модели оценки мы обновили общие финансовые показатели и немного улучшили прогнозы с учётом фактического роста основных показателей. Это также позитивно повлияло на прогнозный рост кредитного портфеля. С другой стороны, рост курса доллара к тенге и ослабление турецкой лиры к тенге привели к снижению оценки. Также отметим небольшой эффект роста стоимости капитала. В итоге наша обновлённая целевая цена одной АДР Kaspi.kz увеличилась до \$109 с потенциалом роста в 22% от текущей цены. Рекомендация — «Покупать».

(=) Доходы вновь растут, но чистая прибыль выросла незначительно. Процентные доходы компании во втором квартале 2025 года составили рекордные 381 млрд тенге, увеличившись на 53% г/г и 16% к/к. Чистая сумма комиссионных и транзакционных доходов выросла на 28% г/г и на 9,5% к/к во многом за счёт сезонно слабого первого квартала. Наибольший рост доходов вновь показал сегмент Marketplace, доходы которого выросли на 172% г/г, во многом благодаря включению в состав компании турецкого маркетплейса Hepsiburada. В то же время годовой рост выручки сегментов Fintech и Payments составил 20% и 16% соответственно. Квартальные процентные расходы вновь показали темпы роста ниже, чем процентные доходы — 48% г/г. В сравнении с прошлым кварталом процентные расходы, однако, выросли на 19% к/к. Непроцентные расходы увеличились на 242% г/г и на 37% к/к, в основном из-за роста себестоимости товаров и услуг на 284% г/г после консолидации результатов Hepsiburada. В итоге квартальная чистая прибыль Kaspi.kz составила 259 млрд тенге, увеличившись на 6,6% г/г и на 1,8% к/к.

(+) Прогнозы исполняются и частично перевыполняются.

Объём доходных транзакций в сегменте Payments вырос на 22% г/г, что выше прогноза руководства на 2025 год в 15–20%.

Количество доходных транзакций в сегменте выросло на 13% г/г, а количество активных пользователей — на 6,8% г/г. Суммарная квартальная стоимость проданных товаров (GMV) в сегменте

Marketplace выросла на 14% г/г или на 25% без учёта турецкого маркетплейса. Это оказалось выше прогноза роста на 2025 год в 15–20%, но совпадает с прежним прогнозом руководства в 25–30%. Take rate сегмента составил 10,2% против 10,3% в предыдущем квартале. Количество активных покупателей возросло на 11% г/г и достигло 8,4 млн человек. Сегмент Fintech показал рост по объёму выданных кредитов (TFV) на 21% г/г, что оказалось выше прогноза руководства в 15%. Тем не менее, как и в случае с Marketplace, этот показатель роста оказался в рамках прежнего прогноза в 15–20%. Кредитный портфель компании вырос на 33% г/г и на 6,6% к/к, показывая замедление четвёртый квартал подряд. В то же время средняя годовая доходность портфеля осталась на прежнем уровне — 24%. Количество пользователей приложения Kaspi.kz немного выросло после частичной стагнации в предыдущем квартале. В первом полугодии количество ежедневных пользователей составило 10,3 млн человек (+8,4% г/г и +2% к/к), а ежемесячное количество пользователей достигло 15 млн человек (+5,6% г/г и +0,7% к/к). Прогноз руководства по чистой прибыли остался прежним — 15% роста в 2025 году, и текущий показатель пока соответствует этому прогнозу.

Изменения в модели оценки и наше мнение. В целом отчёт компании за второй квартал можно назвать нейтральным. Чистая прибыль не показала сильного роста, а результаты турецкого маркетплейса Hepsiburada оказались хуже, чем в первом квартале. Чистый убыток от турецкой части бизнеса вырос с 5,5 млрд тенге в первом квартале до 17,1 млрд тенге во втором. И всё же процентные доходы в Казахстане продолжают расти, а квартальные ключевые показатели всех трёх сегментов продемонстрировали более существенный рост относительно прогнозов руководства, которые в этот раз остались на прежнем уровне. Отметим, что компания планирует возобновить возврат средств инвесторам (дивиденды, обратный выкуп) в следующем году. В модели оценки мы немного улучшили прогнозы роста по сегментам Fintech и Payments после более сильного годового роста во втором квартале. Что касается Hepsiburada, мы оставили ожидаемый уровень роста на прежнем уровне, однако дальнейшее ослабление турецкой лиры к тенге привело к снижению прогнозных доходов. Мы также повысили прогноз роста кредитного портфеля благодаря более сильным фактическим результатам и росту сегмента Fintech. Тем не менее процентные расходы немного выросли на фоне ожиданий роста депозитов. Ослабление тенге привело к снижению долларовой цены одного АДР. Кроме того, на оценку негативно повлияло увеличение стоимости собственного капитала на фоне роста доходностей 10-летних гособлигаций Казахстана. В итоге обновлённая оценка одной АДР Kaspi.kz составляет **\$109 с потенциалом роста в 22%** от последней цены. Рекомендация — **«Покупать»**.

СПРАВОЧНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	16.05.2025	06.08.2025		
Процентные расходы 2025, млрд тенге	805	825	+2,5%	Увеличение стоимости фондирования и чуть большее ожидание роста депозитов в 2025 году
Курс USDKZT	510	537	+5,2%	Увеличение обменного курса на момент оценки
Кредитный портфель, 2025, трлн тенге	7,2	7,6	+5,6%	Более высокие фактические показатели относительно наших прогнозов

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендаций и целевые цены от Freedom Broker. (В-«покупать», Н-«держать», S-«продавать»)

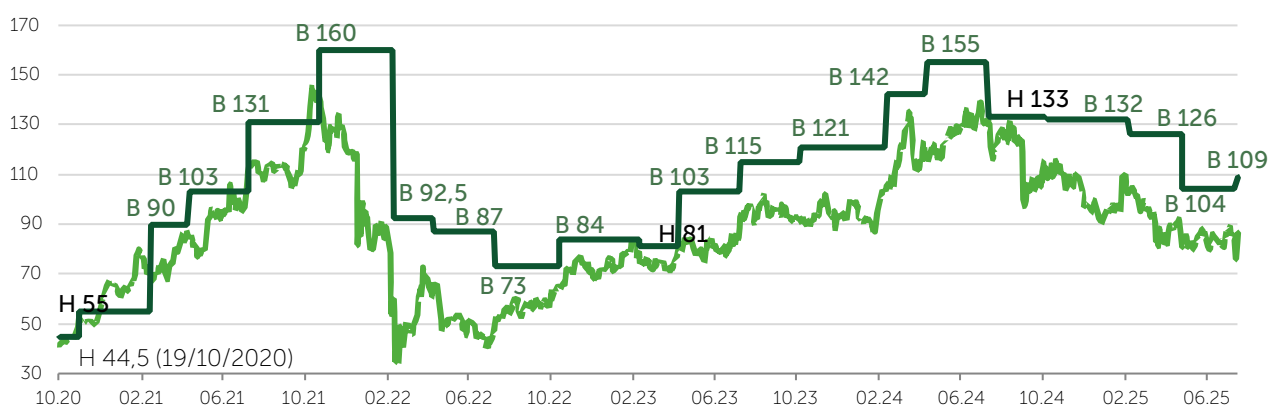


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и P/B по расчетам Freedom Broker

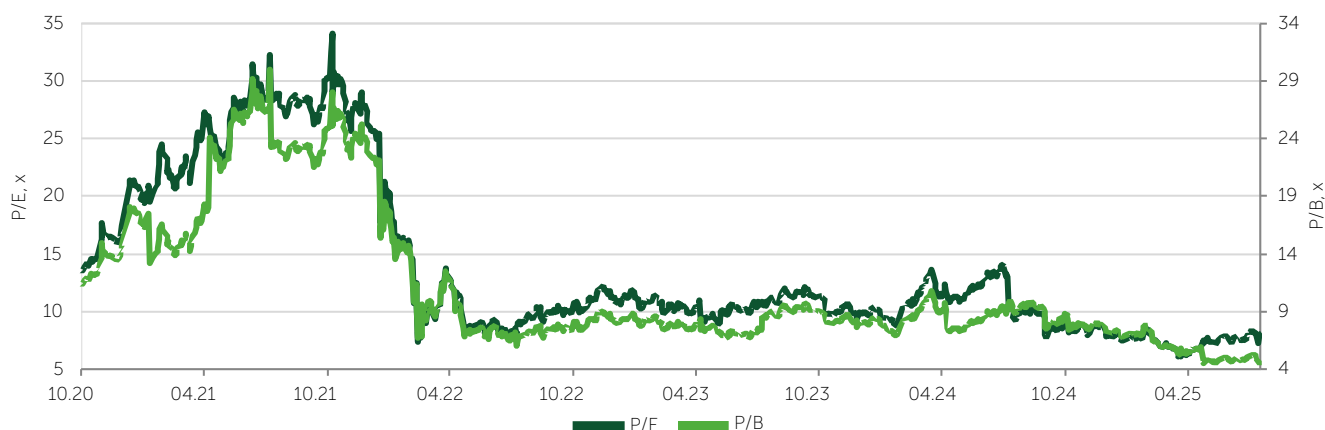


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по компаниям индекса KASE

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