

ҰСЫНЫМ

Buy**«Kaspi.kz» АҚ (KSPI)**Өсу әлеуеті: **27%**Нысаналы бағасы: **\$95**Ағымдағы бағасы: **\$75**

ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

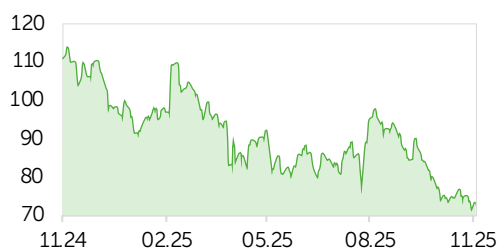
АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ**Капиталды бағалау | EVA****Қазақстан | Қаржы технологиясы, Банк****Kaspi.kz: 2025 жылғы 3-тоқсанның нәтижелері**

Пайыздық кіріс, 9М '25 (млрд KZT)	1 138
Комисс. кіріс, 9М '25 (млрд KZT)	1 746
Таза пайда, 9М '25 (млрд KZT)	791
Активтер, 9М '25 (млрд KZT)	10 349

P/E, 9М '25 (x)	6,8x
P/BV, 9М '25 (x)	3,3x
ROA, 9М '25 (%)	13%
ROE, 9М '25 (%)	73%
Тәуекел құны, 9М '25 (%)	1,8%
Таза маржа (%):	27%

Нарықтық құны (млн USD)	14 309
Шығарылған акция (млн дана)	191
Еркін айналыс (%)	28%
52-апта ең аз/ең көп (USD)	70,6-115
Ағымдағы бағасы (USD)	75
Нысаналы бағасы (USD)	95
Өсу әлеуеті (%)	27%
Инвестициялық деңгей	6-12 ай
Бағаны жаңартудың жоспарлы жиілігі	тоқсан сайын

Акциялар серпіні NASDAQ/KSPI



Табыстылық (%)	3 ай	9 ай	12 ай
Абсолюттік	-22%	-18%	-34%
vs KASE	-27%	-41%	-64%

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестициялық талдаушы

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

«Kaspi.kz» АҚ 2025 жылғы үшінші тоқсанның қаржылық нәтижелерін жариялады. Басшылық берген сәл оң болжамдардың арқасында есепті орташа оң деп атауға болады. Сонымен бірге, пайыздық кіріс пен жалпы алғанда комиссиялық табыстың әрі қарай өсіп жатқанын атап өтуге болады. Екінші жағынан, таза табыс сәл өсті, ол компанияның берген болжамынан төмен болып отыр. Оған Hepsiburada түрік маркетплейсі де ықпал етті, меншік қызметіне инвестициялар өскендіктен ол таза шығынды ұлғайтты. Жалпы алғанда Kaspi.kz инвестициялардың халықаралық деңгейде өсуінде алғашқы нық қадам жасай бастады және Hepsiburada капиталын 100 млн АҚШ долларына өсіруді жоспарлап отыр. Осының бәрі бәлкім біз алдағы тоқсандарда көріп қалуымыз әбден мүмкін мәміленің орындылығын бағалаудың алғашқы нәтижелерін жақындатуда. Сонымен бірге, компания 100 млн АҚШ долларына кері сатып алу бағдарламасын іске қосты, бұл жағдай басшылықтың АДҚ-ның жете бағаланбағанын қабылдағанын көрсетеді. Біз бағалау үлгісінде жаңартылған болжамды ескере отырып, негізгі қаржылық көрсеткіштер мен операциялық сандық көрсеткіштердің болжамдарын жаңарттық. Екінші жағынан, банк секторына КТС мөлшерлемесінің ұлғаюы мен базалық мөлшерлеменің капитал құнымен бірге өсуі қорытынды бағалаудың азаюына әкелуі мүмкін. Сонымен, Kaspi.kz бір АДҚ-ға қатысты біздің жаңартылған нысаналы бағамыз өсу әлеуеті 95 АҚШ долларына дейін ағымдағы бағадан 27%-ға өсті. «Сатып алуға» кеңес беріледі.

(=)Кіріс өсуде, бірақ таза пайда сәл ғана ұлғайды.

Компанияның 2025 жылғы үшінші тоқсандағы пайыздық кірісі рекордтық 429 млрд теңгені құрап, ж/ж 51%-ға және т/т 13%-ға ұлғайды. Комиссиялық және транзакциялық кірістің таза сомасы ж/ж 27%-ға және т/т 8,2%-ға өсті, көбіне Marketplace және Fintech сегменттерінің арқасында болып отыр. Marketplace сегментінің тоқсандық кірісі сәл өсті (ж/ж 207%-дан астам), бұл бірінші кезекте компанияның құрамына түрік Hepsiburada маркетплейсі кіргізілгендіктен болып отыр. Түрік бөлімшесін ескермегенде сегменттің кірісі біздің есеп бойынша ж/ж 24%-ға және т/т 5,1%-ға өсті. Сондай-ақ Fintech пен Payments сегменттерінің тоқсандық өсімінің жылдық өсімі сәйкесінше 24%-ды және 10%-ды құрады. Ұзақ уақыттан бері бірінші рет тоқсандық пайыздық шығыс өсу қарқыны пайыздық кіріске қарағанда жоғары, яғни 55%-ды құрап отыр, бұл депозиттер бойынша мөлшерлеменің өскенін көрсетіп

отыр. Алдыңғы тоқсанмен салыстырғанда пайыздық кіріс ж/ж 13%-ға өсті. Пайыздық емес шығыс ж/ж 266%-ға және т/т 21%-ға, көбіне Hepsiburada нәтижелері шоғырландырылғаннан кейін тауарлар мен көрсетілетін қызметтердің өзіндік құны өскендіктен ұлғайды. Нәтижесінде Kaspi.kz-тің тоқсандық таза пайдасы 278 млрд теңгені құрап, ж/ж 1,3%-ға және т/т 7,5%-ға ұлғайды.

(+) Болжамдар орындалуда әрі жақсартылды. Payments сегментіндегі кіріс транзакцияларының тоқсандық көлемі ж/ж 17%-ға өсті, бұл басшылықтың 2025 жылға арналған бұрынғы болжамына 15-20% сәйкес келеді және жаңартылған 20% өсу болжамына жақын. Сегменттегі кіріс транзакцияларының саны ж/ж 20%-ға, ал белсенді пайдаланушылар саны ж/ж 7,5%-ға өсті. Marketplace сегментіндегі сатылған тауарлардың тоқсандық жалпы құны (GMV) түрік маркетплейсін қоспағанда, ж/ж 12%-ға немесе 20%-ға өсті. Бұл 2025 жылға арналған 15-20% өсудің алдыңғы болжамы және 19-21% жаңартылған болжам аясында болды. Take rate сегменті алдыңғы тоқсандағы 9,5%-ға қарағанда 10,3%-ды құрады. Белсенді сатып алушылар саны ж/ж 10%-ға өсіп, 8,6 млн адамға жетті. Fintech сегменті жекелеген үшінші тоқсанда берілген кредиттердің (TFV) көлемі бойынша ж/ж 17%-ға өскенін көрсетті, бұл болжам сол деңгейде сақталған кезде басшылық болжамынан 15%-ға жоғары болып шықты. Компанияның кредит портфелі ж/ж 31%-ға және т/т 7,9%-ға өсті, бұл бірнеше тоқсандық дәйекті құлдыраудан кейін өсу қарқынының сақталғанын көрсетті. Сонымен бірге, портфелдің орташа жылдық кірістілігі 24% деңгейінде қалды. Kaspi.kz қолданбасын пайдаланушылардың саны біраз өсті. 2025 жылғы 9 айда күнделікті пайдаланушылар саны 10,4 млн адамды құрады (ж/ж +8,3% және т/т +1%), ал ай сайынғы пайдаланушылар саны 15,3 млн адамға жетті (ж/ж +6,3% және т/т + 2%). Басшылықтың Түркияны есептемегенде таза пайда жөніндегі болжамы алдыңғы 15%-ға қарағанда 2025 жылы 18-20%-ға өсіп, сәл жақсарды. Іс жүзінде 9 айдағы таза пайда ж/ж 6,8%-ға, ал Түркияны есептемегенде 14%-ға өсті.

Бағалау үлгісінде өзгерістер және біздің пікіріміз. Жалпы алғанда, компанияның үшінші тоқсандағы есебін орташа оң деп атауға болады. Таза пайда болжамдар бойынша әлі өспесе де, операциялық көрсеткіштер жақсартты, ал басшылық болжамдарды жақсартты. Сонымен бірге, біз Hepsiburada түрік маркетплейсіне инвестициялардың ұлғайғанын атап өтеміз: үшінші тоқсандағы маркетингке бір жыл бұрынғыға қарағанда екі есе көп қаражат жұмсалды. Сонымен бірге, Hepsiburada бұған дейін байқалмаған жеткізу сервисіне қомақты қаражат құйды. Kaspi.kz сондай-ақ, Hepsiburada капиталын 100 млн АҚШ долларына ұлғайтуды жоспарлап отыр, осылайша компания Түркияда бизнесті белсенді дамыта бастап, алдағы тоқсандарда алғашқы елеулі нәтижелерді күтуге болады. Hepsiburada-ның тоқсандық операциялық және қаржылық көрсеткіштерінің өсу қарқыны тұрақты болып қала беретінін атап өтеміз. Kaspi-дің жасанды интеллект-ассистенті қазақстандық сегменттегі GMV өсу факторларының бірі болуы мүмкін, ол эксперимент деректері бойынша маркетплейсте сатуды арттырады деп мәлімдейді. Сондай-ақ, компания Түркиядағы өсуге салынған инвестициялардың барлығына қарамастан, 2026 жылы да 100 млн АҚШ долларына АДҚ-ны сатып алу бағдарламасын іске қосатынын жариялады. Бұл басшылық ағымдағы нарық деңгейлерінде акциялардың бағаланбағанын көретінін білдіреді. Бағалау үлгісінде біз басшылықтың жаңа болжамдарына сәйкес Marketplace және Payments сегменттері бойынша өсу болжамдарын жаңарттық. Сондай-ақ біз соңғы нәтижелер аясында Hepsiburada өсу болжамын сәл жақсарттық. Дегенмен, бағалау үлгісінде базалық мөлшерлеменің өсуі теріс рөл атқарды, бұл меншікті капитал құнының өсуіне және болжамды пайыздық шығыстың өсуіне әкелді. Сонымен бірге, банк саласы үшін КТС мөлшерлемесінің 2026 жылдан бастап 20%-дан 25%-ға дейін өзгеруі бағалауға теріс әсер етті. Екінші жағынан, алдыңғы бағалау сәтінен бастап теңгенің нығаюы оң әсер етті. Нәтижесінде бір Kaspi.kz АДҚ жаңартылған бағасы соңғы бағаның **27%-ға өсу әлеуетімен 95 АҚШ долларын** құрайды. **«Сатып алуға»** кеңес беріледі.

АНЫҚТАМАЛЫҚ АҚПАРАТ

Иллюстрация 1. Бағалау моделінің соңғы нұсқасындағы басты өзгерістер

Өзгерістер	Бағалау күні		Өсім, %	Ескерту
	06.08.2025	12.11.2025		
Пайыздық шығыс 2025, млрд теңге	825	876	+6,2%	Базалық мөлшерлеменің өсуі аясында қорландыру құнының ұлғаюы
Бағам USDKZT	537	525	-2,2%	Бағалау кезінде айырбас бағамының төмендеуі
Болжам кезеңінде КТС орташа мөлшерлемесі, %	20	24	+4 п.п.	Expected increase in corporate income tax rate for the banking industry

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

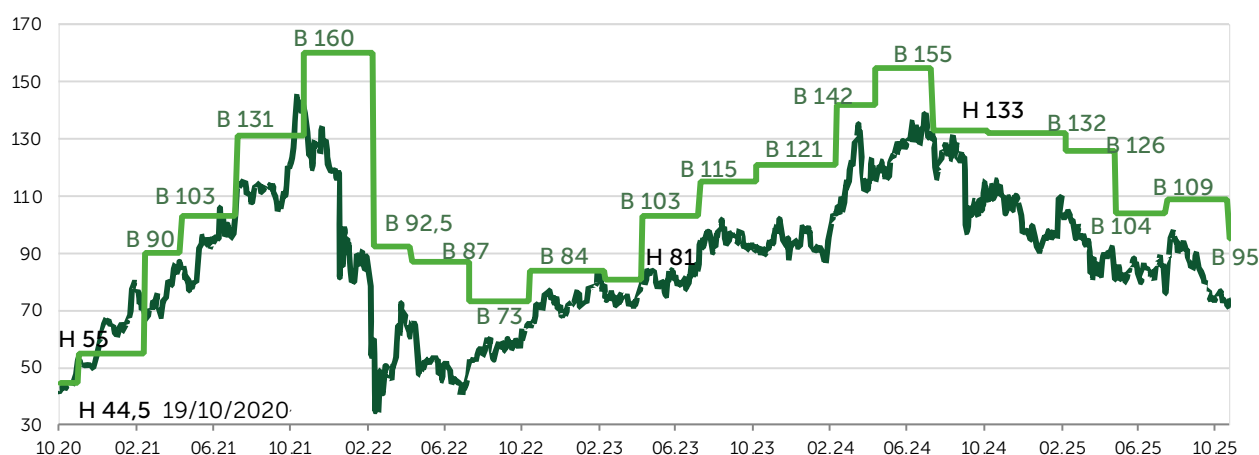


Иллюстрация 3. Freedom Broker есептеулері бойынша P/E және P/B баға мультипликаторлары

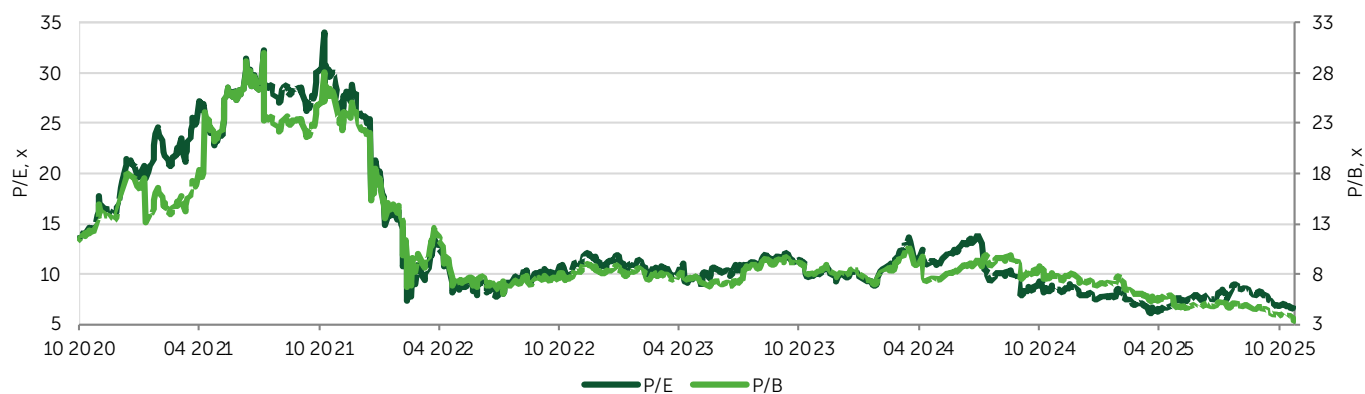


Иллюстрация 4. KASE индексінің компаниялары бойынша Freedom Broker-ден ағымдағы бағалаулардың пайыздық арақатынасы

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