

## 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 3-го квартала 2025 года**

|                                   |        |
|-----------------------------------|--------|
| Проц. доходы, 9М '25 (млрд KZT)   | 1 138  |
| Комисс. доходы, 9М '25 (млрд KZT) | 1 746  |
| Чистая прибыль, 9М '25 (млрд KZT) | 791    |
| Активы, 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%  |
| Стоимость риска, 9М '25 (%) | 1,8% |
| Чистая маржа (%):           | 27%  |

|                               |               |
|-------------------------------|---------------|
| Капитализация (млн USD)       | 14 309        |
| Акции выпущено (млн штук)     | 191           |
| Свободное обращение (%)       | 28%           |
| 52-нед. мин/макс (USD)        | 70,6-115      |
| Текущая цена (USD)            | 75            |
| Целевая цена (USD)            | 95            |
| Потенциал роста (%)           | 27%           |
| Инвестиционный горизонт       | 6-12 мес.     |
| План. частота обновления цены | ежеквартально |

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

| Доходность (%) | 3-мес | 9-мес | 12-мес |
|----------------|-------|-------|--------|
| Абсолютная     | -22%  | -18%  | -34%   |
| vs KASE        | -27%  | -41%  | -64%   |

**Оразбаев Данияр, CFA**

Инвестиционный аналитик

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

АО "Kaspi.kz" опубликовало финансовые результаты за третий квартал 2025 года. Отчет можно назвать умеренно позитивным за счет небольшого улучшения прогнозов руководства. Кроме того, отметим продолжение роста процентных доходов и в целом комиссионной прибыли. С другой стороны, чистая прибыль показала небольшой рост, который остаётся ниже прогноза компании. На это также повлиял турецкий маркетплейс Hepsiburada, увеличивший чистый убыток из-за роста инвестиций в собственную деятельность. В целом Kaspi.kz начинает делать первые серьёзные шаги в сторону инвестиций в международный рост и планирует нарастить капитал Hepsiburada на \$100 млн. Всё это приближает первые результаты оценки целесообразности сделки, которые, вероятно, мы увидим в ближайшие кварталы. Кроме того, компания запустила программу обратного выкупа на \$100 млн, что указывает на восприятие руководством недооцененности АДР. В модели оценки мы обновили ключевые финансовые показатели и прогнозы операционных метрик с учётом обновлённого прогноза. С другой стороны, увеличение ставки КПН на банковский сектор и рост базовой ставки вместе со стоимостью капитала привели к снижению итоговой оценки. В итоге наша обновлённая целевая цена одной АДР Kaspi.kz выросла до \$95 с потенциалом роста на 27% от текущей цены. Рекомендация — «Покупать».

**(=) Доходы растут, но чистая прибыль увеличилась незначительно.**

Процентные доходы компании в третьем квартале 2025 года составили рекордные 429 млрд тенге, увеличившись на 51% г/г и 13% к/к. Чистая сумма комиссионных и транзакционных доходов выросла на 27% г/г и на 8,2% к/к, во многом за счёт сегментов Marketplace и Fintech. Наибольший рост квартальных доходов, как и ожидалось, показал сегмент Marketplace (+207% г/г), в первую очередь благодаря включению в состав компании турецкого маркетплейса Hepsiburada. Без учёта турецкого подразделения доходы сегмента, по нашим расчётам, выросли на 24% г/г и 5,1% к/к. В то же время годовой рост квартальной выручки сегментов Fintech и Payments составил 24% и 10% соответственно. Квартальные процентные расходы впервые за долгое время показали темпы роста выше, чем процентные доходы — 55% г/г, что указывает на рост ставок по депозитам. В сравнении с прошлым кварталом процентные расходы выросли на 13% к/к. Непроцентные расходы увеличились на 266% г/г и на 21% к/к, в основном из-за роста

себестоимости товаров и услуг на 350% г/г после консолидации результатов Hepsiburada. В итоге квартальная чистая прибыль Kaspi.kz составила 278 млрд тенге, увеличившись на 1,3% г/г и на 7,5% к/к.

**(+) Прогнозы исполняются и были улучшены.** Квартальный объем доходных транзакций в сегменте Payments вырос на 17% г/г, что соответствует прежнему прогнозу руководства на 2025 год в 15–20% и близко к обновленному прогнозу роста в 20%. Количество доходных транзакций в сегменте выросло на 20% г/г, а количество активных пользователей — на 7,5% г/г. Суммарная квартальная стоимость проданных товаров (GMV) в сегменте Marketplace выросла на 12% г/г или на 20% без учета турецкого маркетплейса. Это оказалось в рамках предыдущего прогноза роста на 2025 год в 15–20% и обновленного прогноза в 19–21%. Take rate сегмента составил 10,3% против 9,5% в предыдущем квартале. Количество активных покупателей возросло на 10% г/г и достигло 8,6 млн человек. Сегмент Fintech в отдельном третьем квартале показал рост по объему выданных кредитов (TFV) на 17% г/г, что оказалось выше прогноза руководства в 15%, при этом прогноз был сохранен на том же уровне. Кредитный портфель компании вырос на 31% г/г и на 7,9% к/к, демонстрируя сохранение темпов роста после нескольких кварталов последовательного снижения. В то же время средняя годовая доходность портфеля осталась на прежнем уровне в 24%. Количество пользователей приложения Kaspi.kz немного выросло. За 9 месяцев 2025 года количество ежедневных пользователей составило 10,4 млн человек (+8,3% г/г и +1% к/к), а ежемесячное количество пользователей достигло 15,3 млн человек (+6,3% г/г и +2% к/к). Прогноз руководства по чистой прибыли без учета Турции немного улучшился — 18–20% роста в 2025 году против предыдущих 15%. Фактически чистая прибыль за 9 месяцев выросла на 6,8% г/г, а без учета Турции на 14%.

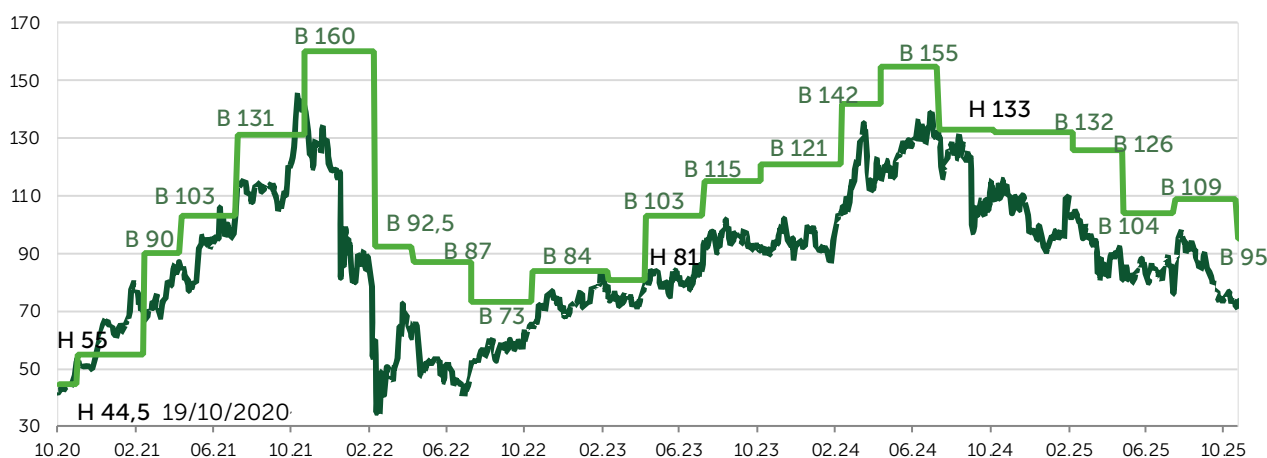
**Изменения в модели оценки и наше мнение.** В целом отчет компании за третий квартал можно назвать умеренно позитивным. Несмотря на то, что чистая прибыль пока не показывает рост в рамках прогнозов, операционные метрики улучшились, а руководство повысило прогнозы. К тому же отметим увеличение инвестиций в турецкий маркетплейс Hepsiburada: на маркетинг в третьем квартале было потрачено почти вдвое больше средств, чем годом ранее. Кроме того, Hepsiburada вложила значительные средства в сервис доставки, чего не наблюдалось ранее. Kaspi.kz также планирует увеличить капитал Hepsiburada на \$100 млн. Тем самым компания начинает активнее развивать бизнес в Турции, и в ближайшие кварталы можно ожидать первых заметных результатов. Отметим, что темпы роста квартальных операционных и финансовых показателей Hepsiburada остаются стабильными. Одним из факторов роста GMV в казахстанском сегменте может стать ИИ-ассистент от Kaspi, который, как утверждает компания, по данным эксперимента увеличивает продажи в маркетплейсе. Компания также объявила о запуске программы обратного выкупа АДР на \$100 млн и в 2026 году, несмотря на все инвестиции в рост в Турции. Это намекает на то, что руководство видит недооцененность акций при текущих рыночных уровнях. В модели оценки мы обновили прогнозы роста по сегментам Marketplace и Payments согласно новым прогнозам руководства. Также мы немного улучшили прогноз роста Hepsiburada на фоне последних результатов. Тем не менее негативную роль в модели оценки сыграл рост базовой ставки, что привело к увеличению стоимости собственного капитала и росту прогнозных процентных расходов. Кроме того, негативно повлияло на оценку изменение ставки КПН для банковской отрасли с 2026 года — с 20% до 25%. С другой стороны, положительное влияние оказало укрепление тенге с момента предыдущей оценки. В итоге обновленная оценка одной АДР Kaspi.kz составляет **\$95 с потенциалом роста в 27%** от последней цены. Рекомендация — **«Покупать»**.

## СПРАВОЧНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

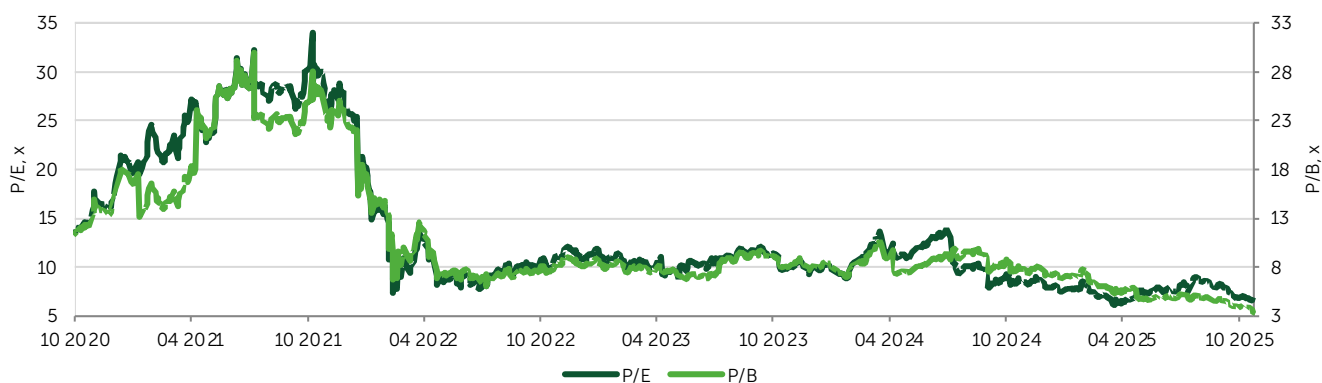
### Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

| Изменения                            | Дата оценки |            | Рост, % | Комментарии                                                             |
|--------------------------------------|-------------|------------|---------|-------------------------------------------------------------------------|
|                                      | 06.08.2025  | 12.11.2025 |         |                                                                         |
| Процентные расходы 2025, млрд тенге  | 825         | 876        | +6,2%   | Увеличение стоимости фондирования на фоне роста базовой ставки          |
| Курс USDKZT                          | 537         | 525        | -2,2%   | Снижение обменного курса на момент оценки                               |
| Кредитный портфель, 2025, трлн тенге | 20          | 24         | +4 п.п. | Expected increase in corporate income tax rate for the banking industry |

### 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