

ҰСЫНЫМ

Hold**«Kaspi.kz» АҚ (KSPI)**Өсу әлеуеті: **17%**Нысаналы бағасы: **\$87**Ағымдағы бағасы: **\$74,6**

ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ

Капиталды бағалау | EVA

Қазақстан | Қаржы технологиясы, Банк

**Kaspi.kz: 2025 жылғы 4-тоқсанның нәтижелері**

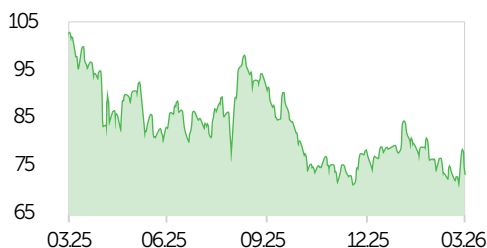
Пайыздық кіріс, 9М '25 (млрд KZT)	1 579
Комисс. кіріс, 9М '25 (млрд KZT)	2 449
Таза пайда, 9М '25 (млрд KZT)	1 068
Активтер, 9М '25 (млрд KZT)	11 082

P/E, 9М '25 (x)	6,6x
P/BV, 9М '25 (x)	2,8x
ROA, 9М '25 (%)	13%
ROE, 9М '25 (%)	70%
Тәуекел құны, 9М '25 (%)	2,2%
Таза маржа (%):	26%

Нарықтық құны (млн USD)	14 601
Шығарылған акция (млн дана)	191
Еркін айналыс (%)	28%
52-апта ең аз/ең көп (USD)	70-105
Ағымдағы бағасы (USD)	74,6
Нысаналы бағасы (USD)	87
Өсу әлеуеті (%)	17%
Инвестициялық деңгей	6-12 ай.
Бағаны жаңартудың жоспарлы жиілігі	Тоқсан сайын

Акциялар серпіні

NASDAQ/KSPI



Табыстылық (%)	3 ай	9 ай	12 ай
Абсолюттік	-5%	-20%	-29%
vs KASE	-18%	-29%	-67%

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестициялық талдаушы

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

АҚ «Kaspi.kz» 2025 жылғы төртінші тоқсандағы қаржылық нәтижелерін жариялады. Есепті бейтарап деп бағалаймыз: пайыздық және комиссиялық кіріс одан әрі өсуде, алайда Hepsiburada-ның пайыздық шығысының озық өсуі және шығыны тоқсандық таза кірістің аздап төмендеуіне әкелді. Басшылықтың 2025 жылға арналған болжамдары негізінен ақталды, бірақ GMV Marketplace және TFV Fintech бойынша 2026 жылға арналған бағдарлар біздің күткенімізден төмен болып шықты, бұл бағалауға негізгі қысым факторы болды. Бір АДҚ-ның жаңартылған нысаналы бағасы - ағымдағы деңгейлердің 17%-ға өсу әлеуетімен 87 АҚШ долларын құрайды

Бағалаудың негізгі факторлары. Негізгі тәуекел-маржа қысымының жалғасуы. Пайыздық шығыс пайыздық кіріске қарағанда жылдам өседі (ж/ж 43%-ға қарағанда ж/ж 59%), бұл базалық мөлшерлеме жоғары болғанда депозиттік базаның қымбаттағанын көрсетеді. Мұндай алшақтық әлі азаймай отыр және 2026 жылға арналған болжамға пайыздық шығынның жоғарылауын белгілейді. Қосымша қысым Hepsiburada шығынына әкеледі. 2026 жылға арналған GMV (Hepsiburada-ны ескере отырып ~20%) және TFV (~5%) өсу нұсқаулығының болжамдары да біздің алдыңғы бағалауларымызға қарағанда қарапайым болды. Негізгі катализатор — компанияның долларлық бағасына оң әсер еткен теңгені нығайту. Сонымен қатар, ықтимал синергия Rabobank-ті сатып алу туралы келісімді тез арада аяқтауы мүмкін, бірақ бұл бірінші кезеңде қосымша инвестицияларды қажет етуі мүмкін. Компания тоқсан сайын бір акцияға 850 теңге мөлшерінде дивидендтер төлеуге дайын екендігін растады (2024 жылғы деңгейде), бұл дивидендтік кірістілікке 9,2% сәйкес келеді.

Кіріс пен пайда: түсімнің өсуі, таза пайданың азаюы. Төртінші тоқсандағы пайыздық кіріс рекордтық 441 млрд теңгеге жетті (ж/ж +43%, т/т +2,8%). Таза комиссиялық және транзакциялық кіріс Marketplace пен Fintech сегменттері есебінен ж/ж 19%-ға және т/т 4,4%-ға өсті. Алайда тоқсандық пайыздық шығыс өсу қарқыны бойынша кірістен екінші рет озып кетті (ж/ж +59%, т/т +6,1%), бұл қорландыру құнының орнын өскенін көрсетеді. Пайыздық емес шығыс негізінен Hepsiburada тауарлары мен көрсетілетін қызметтердің өзіндік құнын шоғырландыруға байланысты ж/ж 247%-ға өсті (ж/ж +288%). Нәтижесінде тоқсандық таза пайда 277 млрд теңгені құрады (ж/ж -13%, т/т

-0,4%). Hepsiburada есебінсіз қазақстандық бизнестің таза пайдасы ж/ж 0,8% және т/т 4%-ға өсті.

Hepsiburada: тапсырыстар өсуде, бірақ табыстылық әлі көрінбейді.

Түрік маркетплейсінің шоғырлануы үлкен көріністі бұрмалаудың негізгі факторы болып қала береді. Hepsiburada-ның тоқсандағы таза шығыны 42 млрд теңгені құрады. Marketplace сегменті жалпы кіріс ж/ж 221%-ға өсті, бірақ Hepsiburada-ны қоспағанда, өсім ж/ж 13% және т/т 20% (маусымдық әсер) болды. Тапсырыстардың тоқсандық серпіні жақсы нәтиже береді деген үміт береді, себебі жылдық өсу қарқынының жеделдеуі байқалады. Басшылық тапсырыстар мен сатып алушылардың қатысуын арттыруға инвестицияларды жалғастыруды жоспарлап отыр, сондықтан да Hepsiburada-ның алдағы тоқсандарда шығынға ұшырауы екіталай.

Операциялық көрсеткіштер: болжамдар орындалды, бірақ 2026 жылға арналған нұсқаулар аса үлкен емес.

Payments сегментінде тоқсандық TPV ж/ж 15%, жылдық ж/ж TPV 19%-ға өсті, бұл басшылық болжамына жақын (~20%). Кіріс транзакцияларының саны ж/ж 6,3%-ға, белсенді пайдаланушылар ж/ж 7,4%-ға өсті. 2026 жылға басшылық TPV ж/ж ~15%-ға өседі деп күтеді. Marketplace GMV сегментінде Hepsiburada тоқсан ішінде ж/ж 5,3%-ға өсті; жылдық көрсеткіш ж/ж 12%-ға өсті, бұл түзетілген болжамға сәйкес келеді (12-14%). Take rate бір жыл бұрынғы 9,7%-дан 10,5%-ға дейін өсті, белсенді сатып алушылар саны 8,8 млн (ж/ж +8,6%) жетті. 2026 жылға арналған болжам Hepsiburada-ны ескере отырып, GMV өсуінің ~20%-ды құрайды. Fintech сегментінде тоқсандық TFV басшылық болжамы шеңберінде ж/ж 6,9%-ға, жылдық TFV ж/ж 14%-ға өсті (~15%). Кредит портфелі ж/ж 25%-ға және т/т 5,7%-ға өсті, үшінші тоқсанда қалпына келтірілгеннен кейін аздап бәсеңдеді; портфелдің орташа жылдық кірісі 24% деңгейінде сақталды. 2026 жылға арналған басшылық TFV ~5%-ға ғана өседі деп болжайды, бұл айтарлықтай бәсеңдегенін көрсетеді. Kaspi.kz қолданбасының күнделікті аудиториясы (DAU) 2025 жылы 10,7 млн адам (ж/ж +5,9%), ай сайын (MAU) - 15,7 млн (ж/ж +6,8%) құрады.

Біздің пікіріміз және бағалау моделіндегі өзгерістер. Төртінші тоқсандағы есеп инвестициялық тезисті өзгертпейді, бірақ бірқатар алаңдаушылықты растайды. Қазақстандық бизнес орнықты болып қалуда, пайыздық және комиссиялық кіріс одан әрі өсуде, кредит портфелі тұрақты кірістілікпен кеңейеді, ал пайдаланушылар қоры өсуде. Дегенмен, екі фактор оң қайта бағалауды тежейді. Біріншіден, пайыздық кіріс пен шығыстың өсу қарқыны арасындағы алшақтық әлі азайған жоқ және жоғары базалық мөлшерлеме сақталған кезде таза пайыздық маржаға қысым жалғасады. Екіншіден, Hepsiburada таза капиталды тұтынушы болып қала береді: тоқсан ішінде 42 млрд теңге шығын шоғырландырылған пайданы айтарлықтай төмендетеді, ал шығынсыздық деңгейі әлі белгісіз. Оң жағы - дивидендтік төлемдердің 2024 жылғы деңгейде қайта басталуы (кірістілік 9,2%), бұл пайданың өсуінің болмауын ішінара өтейді және дивидендтік инвесторлар үшін қағаздың тартымдылығын қолдайды. Rabobank-пен 300 миллион долларлық әлеуетті мәміле операциялық синергияны тудыруы мүмкін, бірақ бастапқы кезеңде және мәміле кезінде қосымша инвестицияларды қажет етеді. Бағалау моделінде біз Marketplace және Fintech сегменттері бойынша өсу болжамдарын жаңартылған Нұсқаулық нұсқауларына сәйкес реттедік және тапсырыстарды жеделдету аясында Hepsiburada болжамын сәл жақсарттық. Болжамды пайыздық шығыстың өсуі теңгенің нығаюымен ішінара өтелді. Hepsiburada-ны ескере отырып, түзетілген EBITDA өсу нұсқаулықтың болжамы 2026 жылға ~5% құрайды. Бір Kaspi.kz АДҚ-ның жаңартылған нысаналы бағасы— **17%-ға өсуі мүмкін 87 АҚШ доллары. «Ұстауға»** кеңес беріледі.

АНЫҚТАМАЛЫҚ АҚПАРАТ

Иллюстрация 1. Бағалау үлгісінің соңғы нұсқасындағы басты өзгерістер

Өзгерістер	Бағалау күні		Өсу, %	Түсініктемелер
	12.11.2025	06.03.2025		
Пайыздық шығыс 2025, млрд теңге	825	876	+6,2%	Депозиттік базаны ұлғайту және 2026 жылы ҚРҰБ-ның неғұрлым жоғары базалық мөлшерлемесін күту
GMV Marketplace, KZ, 2026, трлн теңге	8,56	7,95	-8%	Біздің үммітерімізге қатысты басшылықтың болжамды өсу қарқының төмендеуі
TFV Fintech, 2026, трлн теңге	13,1	12,3	-6%	Біздің үміттерімізге қатысты басшылықтың болжамды өсу қарқының төмендеуі

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

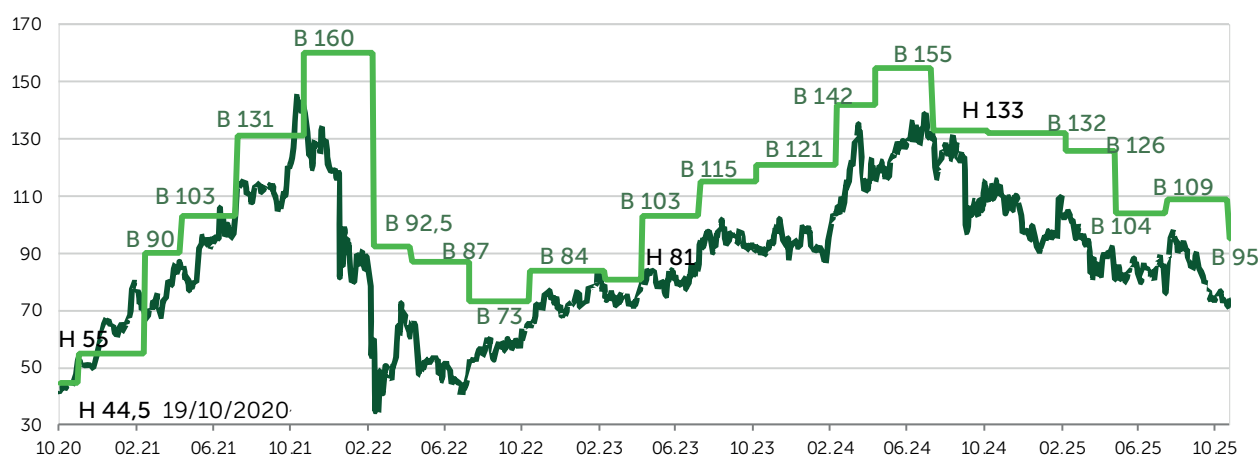


Иллюстрация 3. Freedom Broker есептеулері бойынша P/E және P/B баға мультипликаторлары

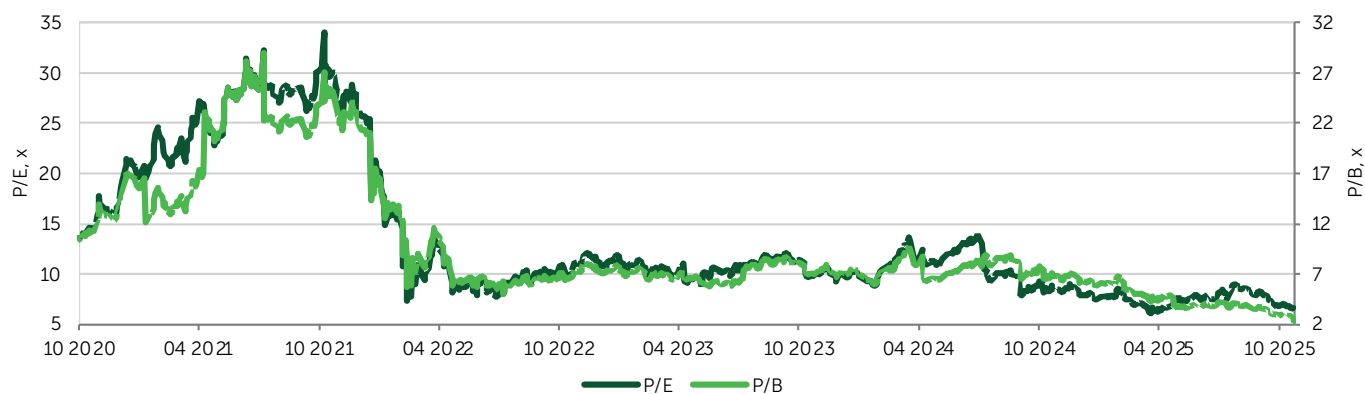


Иллюстрация 4. KASE индексінің акциялары бойынша Freedom Broker-ден ағымдағы бағалаулардың пайыздық арақатынасы

Ұсыным	Саны	%-дағы үлесі
Buy	4	40%
Hold	5	50%
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