

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold

АО «Kaspi.kz» (KSPI)Потенциал роста: **17%**Целевая цена: **\$87**Текущая цена: **\$74,6**

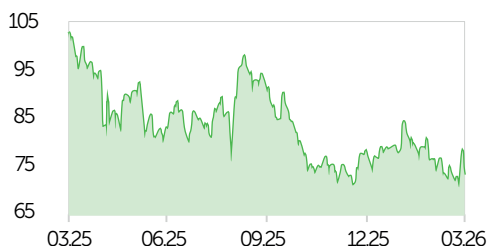
ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

Kaspi.kz: результаты 4-го квартала 2025 года

Проц. доходы, 9М '25 (млрд KZT)	1 579
Комисс. доходы, 9М '25 (млрд KZT)	2 449
Чистая прибыль, 9М '25 (млрд KZT)	1 068
Активы, 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%
Стоимость риска, 9М '25 (%)	2,2%
Чистая маржа (%):	26%

Капитализация (млн USD)	14 601
Акции выпущено (млн штук)	191
Свободное обращение (%)	28%
52-нед. мин/макс (USD)	70-105
Текущая цена (USD)	74,6
Целевая цена (USD)	87
Потенциал роста (%)	17%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
План. частота обновления цены	ежеквартально

Динамика акций | биржа/тикер NASDAQ/KSPI

Доходность (%)	3-мес	9-мес	12-мес
Абсолютная	-5%	-20%	-29%
vs KASE	-18%	-29%	-67%

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

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

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | EVA

Казахстан | Финтех, Банк



АО "Kaspi.kz" опубликовало финансовые результаты за четвёртый квартал 2025 года. Отчёт оцениваем как **нейтральный**: рост процентных и комиссионных доходов продолжился, однако опережающий рост процентных расходов и убыточность Hepsiburada привели к небольшому снижению квартальной чистой прибыли. Прогнозы руководства на 2025 год в целом оправдались, но ориентиры на 2026 год по GMV Marketplace и TFV Fintech оказались ниже наших ожиданий, что стало основным фактором давления на оценку. Обновлённая целевая цена одной АДР — \$87 с потенциалом роста 17% от текущих уровней.

Ключевые факторы для оценки. Главный риск — продолжающееся давление на маржинальность. Процентные расходы растут быстрее процентных доходов (59% г/г против 43% г/г), что отражает удорожание депозитной базы в условиях высокой базовой ставки. Этот разрыв пока не сужается и закладывает повышенные процентные расходы в прогноз на 2026 год. Дополнительное давление оказывает убыточность Hepsiburada. Прогнозы руководства по росту GMV (~20% с учётом Hepsiburada) и TFV (~5%) на 2026 год также оказались скромнее наших предыдущих оценок. Главный катализатор — укрепление тенге, которое позитивно повлияло на долларовую оценку компании. Кроме того, потенциальную синергию может дать скорое завершение сделки по приобретению Rabobank, хотя на первом этапе это, вероятно, потребует дополнительных инвестиций. Компания подтвердила готовность выплачивать ежеквартальные дивиденды в размере 850 тенге на акцию (на уровне 2024 года), что соответствует дивидендной доходности 9,2%.

Доходы и прибыль: рост выручки, снижение чистой прибыли.

Процентные доходы в четвёртом квартале достигли рекордных 441 млрд тенге (+43% г/г, +2,8% к/к). Чистые комиссионные и транзакционные доходы выросли на 19% г/г и 4,4% к/к за счёт сегментов Marketplace и Fintech. Однако квартальные процентные расходы во второй раз подряд опередили доходы по темпам роста (+59% г/г, +6,1% к/к), что указывает на устойчивый рост стоимости фондирования. Непроцентные расходы увеличились на 247% г/г, главным образом из-за консолидации себестоимости товаров и услуг Hepsiburada (+288% г/г). В результате квартальная чистая прибыль составила 277 млрд тенге

(−13% г/г, −0,4% к/к). Без учёта Hepsiburada чистая прибыль казахстанского бизнеса выросла на 0,8% г/г и 4% к/к.

Hepsiburada: заказы растут, но прибыльность пока не просматривается. Консолидация турецкого маркетплейса остаётся ключевым фактором искажения общей картины. Чистый убыток Hepsiburada за квартал составил 42 млрд тенге. Сегмент Marketplace в целом показал рост доходов на 221% г/г, но без учёта Hepsiburada рост составил 13% г/г и 20% к/к (сезонный эффект). Квартальная динамика заказов обнадеживает, так как наблюдается ускорение годовых темпов роста. Руководство планирует продолжить инвестиции в увеличение числа заказов и вовлечённости покупателей, поэтому выход Hepsiburada на безубыточность в ближайшие кварталы маловероятен.

Операционные метрики: прогнозы оправдались, но ориентиры на 2026 год скромнее. В сегменте Payments квартальный TPV вырос на 15% г/г, годовой TPV на 19% г/г, что близко к прогнозу руководства (~20%). Количество доходных транзакций увеличилось на 6,3% г/г, активных пользователей на 7,4% г/г. На 2026 год руководство ожидает рост TPV ~15% г/г. В сегменте Marketplace GMV без учёта Hepsiburada вырос на 5,3% г/г за квартал; годовой показатель увеличился на 12% г/г, что соответствует скорректированному прогнозу (12–14%). Take rate повысился до 10,5% с 9,7% годом ранее, количество активных покупателей достигло 8,8 млн (+8,6% г/г). Прогноз на 2026 год составляет ~20% роста GMV с учётом Hepsiburada. В сегменте Fintech квартальный TFV вырос на 6,9% г/г, годовой TFV на 14% г/г, в рамках прогноза руководства (~15%). Кредитный портфель увеличился на 25% г/г и 5,7% к/к с небольшим замедлением после восстановления в третьем квартале; средняя годовая доходность портфеля сохранилась на уровне 24%. На 2026 год руководство прогнозирует рост TFV лишь на ~5%, что указывает на заметное замедление. Ежедневная аудитория (DAU) приложения Kaspi.kz за 2025 год составила 10,7 млн человек (+5,9% г/г), ежемесячная (MAU) — 15,7 млн (+6,8% г/г).

Наше мнение и изменения в модели оценки. Отчёт за четвёртый квартал не меняет инвестиционный тезис, но подтверждает ряд опасений. Казахстанский бизнес остаётся устойчивым — рост процентных и комиссионных доходов продолжается, кредитный портфель расширяется при стабильной доходности, а пользовательская база растёт. Однако два фактора сдерживают позитивную переоценку. Во-первых, разрыв между темпами роста процентных доходов и расходов пока не сужается, и при сохранении высокой базовой ставки давление на чистую процентную маржу продолжится. Во-вторых, Hepsiburada остаётся чистым потребителем капитала: убыток в 42 млрд тенге за квартал существенно снижает консолидированную прибыль, а горизонт выхода на безубыточность пока что остаётся неопределённым. Положительным моментом является возобновление дивидендных выплат на уровне 2024 года (доходность 9,2%), что частично компенсирует отсутствие роста прибыли и поддерживает привлекательность бумаги для дивидендных инвесторов. Потенциальная сделка с Rabobank на \$300 млн может создать операционную синергию, но потребует дополнительных инвестиций на начальном этапе и в момент сделки. В модели оценки мы скорректировали прогнозы роста по сегментам Marketplace и Fintech в соответствии с обновлёнными ориентирами руководства и немного улучшили прогноз по Hepsiburada на фоне ускорения заказов. Рост прогнозных процентных расходов частично компенсирован укреплением тенге. Прогноз руководства по росту скорректированной EBITDA с учётом Hepsiburada составляет ~5% на 2026 год. Обновлённая целевая цена одной АДР Kaspi.kz — **\$87 с потенциалом роста 17%. Рекомендация — «Держать».**

СПРАВОЧНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	12.11.2025	06.03.2025		
Процентные расходы 2026, млрд тенге	1 117	1 260	+13%	Увеличение депозитной базы и ожидание более высокой базовой ставки НБРК в 2026 году
GMV Marketplace, KZ, 2026, трлн тенге	8,56	7,95	-8%	Более низкие прогнозные темпы роста от руководства относительно наших ожиданий
TFV Fintech, 2026, трлн тенге	13,1	12,3	-6%	Более низкие прогнозные темпы роста от руководства относительно наших ожиданий

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

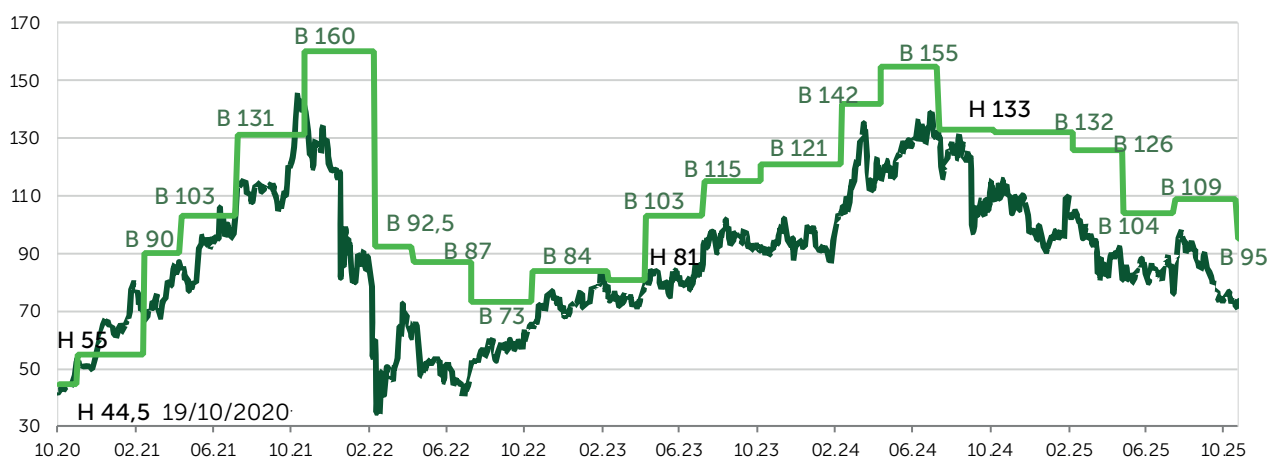


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и P/B по расчетам Freedom Broker

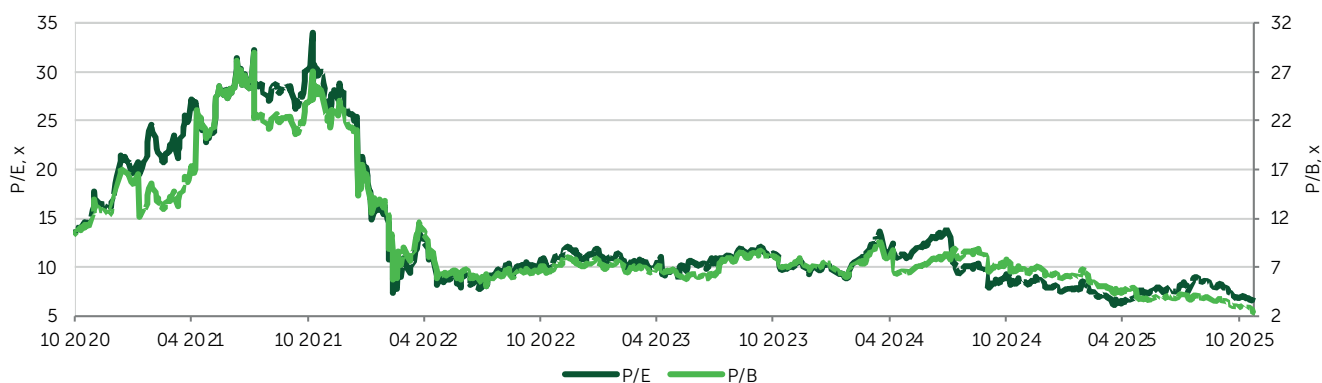


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по компаниям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	4	40%
Hold	5	50%
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