

АО «Kaspi.kz» (KSPI)

Финансовые результаты за 9М 2025 года

Тикер KASE: KSPI

Целевая цена (12М): 57 955 ₸

Потенциал: +44%

Тикер NASDAQ: KSPI

Текущая цена: 40 299 ₸

Рейтинг: Покупать

Ноябрь 2025 г.

АО «Kaspi.kz» (далее – «Компания») опубликовало операционные результаты деятельности за 9М 2025 года. Как результат, мы обновили стоимость одной акции в 57 955₸, с потенциальным ростом в 44% от текущей рыночной цены, с рекомендацией «Покупать».

На результаты Компании повлияли перебои с поставками смартфонов, повышение базовой ставки НБРК, налог на доходы от госбумаг, рост обязательных резервов и ослабление тенге, из-за которого пришлось сформировать дополнительные резервы. Несмотря на продолжающееся влияние внешних факторов, Kaspi.kz сохраняет сильные позиции. За 9М 2025 года выручка компании выросла на 61% г/г, а чистая прибыль на 9%, достигнув 791 млрд тенге (включая результаты в Турции).

Финансовые результаты по итогам консолидированной финансовой отчетности за 9М 2025 года:

Kaspi.kz

По сравнению с предыдущим годом, выручка компании выросла на 20%, что в основном связано с дальнейшим расширением доходов Marketplace.

Marketplace. По итогам 9М 2025 года выручка сегмента увеличилась на 27%, а чистая прибыль на 13% в годовом выражении. Общий объем продаж достиг 4,7 трлн тенге (+15% г/г).

Payments. Выручка и чистая прибыль платежного сегмента за 9М 2025 года выросли на 14% и 17% соответственно. Рост поддержан увеличением объема транзакций (TPV), который повысился на 21% г/г благодаря развитию Kaspi Pay и B2B Payments.

Fintech. Доходы сегмента увеличились на 21%. Ключевым продуктом платформы остаются низкорисковые BNPL-кредиты, на которые пришлось 39% TFV. Кредитование продавцов и микробизнеса продолжает расти быстрее потребительских займов и заняло 19% TFV, укрепляя диверсификацию кредитного портфеля.

Hepsiburada

За 9М 2025 года Hepsiburada показала смешанную динамику. Несмотря на рост выручки на 11% г/г, EBITDA сократилась на 35%, а чистый убыток составил около -2,5 млрд лир. Это связано с увеличением резервов и продолжающимися инвестициями в улучшение доставки, развитие BNPL-решений и оптимизация мобильного приложения. В то же время число покупок продолжает расти, что говорит о постепенном восстановлении клиентской активности.

Изменение и обновление параметров в модели оценки.

Ставка дисконтирования (WACC) была снижена до 17,3%, ввиду изменений на рынке. Также, были обновлены данные по итогам 9М 2025 года и скорректирован чистый долг.

Финансовые показатели:

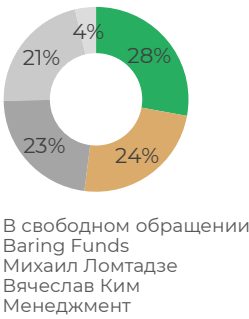
млрд, ₸	9М 2025	9М 2024	Изменение (%)
Payments	481	421	+14%
Marketplace	1 358	498	+173%
Fintech	1 123	930	+21%
Операционные расходы	(1 924)	(903)	+112%
Чистая прибыль	791	740	+9%
Денежные средства и их эквиваленты	502	507	-1%

Маржинальность:

	9М 2025	9М 2024
ROA	11%	13%
ROE	47%	72%

Источник: данные Компании, расчеты BCC Invest

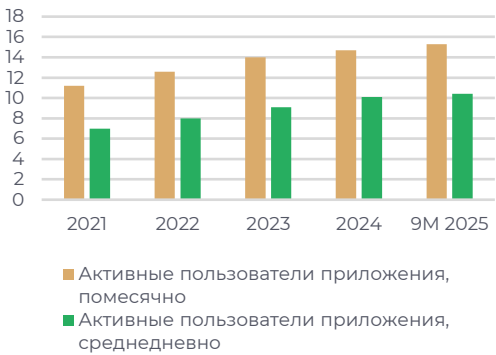
Акционеры:



Рыночные параметры:

Кол-во выпущенных акций (шт)	216 742 000
В свободном обращении (%)	33%
Рыночная капитализация (млрд, ₸)	7 579
52-нед. мин/ макс (₸)	39 500– 57 570

Операционные показатели Компании, млн:



Алуа Есбол

Главный аналитик

ayesbol@bcc-invest.kz

АО «Kaspi.kz» (KSPI)

Финансовые результаты за 9М 2025 года

Тикер KASE: KSPI

Целевая цена (12М): 57 955 ₸

Потенциал: +44%

Тикер NASDAQ: KSPI

Текущая цена: 40 299 ₸

Рейтинг: Покупать

Расчет ставки дисконтирования:

Показатель	Значение
Доходность к погашению 10-летних казначейских облигации США по состоянию на Дату оценки	4,08%
Премия за страновой риск	1,57%
Бета безрычаговая	0,69
Бета рычаговая	0,97
Премия за риск инвестирования в акции	9,71%
Стоимость собственного капитала, долл. США	15,09%
Долгосрочная инфляция в США, 2025-2044	2,32%
Долгосрочная инфляция в Казахстане, 2025-2044	5,50%
Стоимость собственного капитала, тенге	18,66%
Ставка привлечения заемного капитала	18,43%
Ставка корпоративного подоходного налога	20,00%
Стоимость заемного капитала после налогов в Валюте оперирования Объекта оценки	14,75%
Структура капитала	
Собственный капитал/инвестированный капитал	65,99%
Заемный капитал/инвестированный капитал	34,01%
WACC	17,33%

Таблица №1. Прогноз основных финансовых показателей

В млн. тенге	Прогнозы				
	3М 2025	2026	2027	2028	2029
NORAT	630 380	1 636 910	2 006 539	2 497 114	2 493 047
Амортизация	7 454	39 367	42 740	52 457	49 828
Капитальные затраты	(35 191)	(122 932)	(150 405)	(186 482)	(187 439)
Изменения в оборотном капитале	1 293 602	(1 907 880)	(597 370)	(784 484)	(20 795)
Свободный денежный поток на фирму	1 896 245	(354 535)	1 301 504	1 578 604	2 334 641
Период дисконтирования	0,75	1,75	2,75	3,75	4,75
Ставка дисконтирования	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%
Фактор дисконтирования	0,89	0,76	0,64	0,55	0,47
Дисконтированный денежный поток	1 682 034	(268 032)	838 609	866 911	1 092 718
Сумма дисконтированных денежных потоков	3 119 522				
Сумма дисконтированных денежных потоков в терминальном периоде	9 378 363				
Стоимость компании	12 497 885				
Чистый долг	63 465				
Стоимость акционерного капитала	12 561 350				
Количество акции в обращении, млн	217				
Справедливая стоимость акции, тенге/акция	57 955				
Текущая цена, тенге/акция	40 299				
Потенциал роста/(снижения)	44%				
Рекомендация	Покупать				

АО «Kaspi.kz» (KSPI)

Финансовые результаты за 9М 2025 года

Тикер KASE: KSPI

Целевая цена (12M): 57 955 ₸

Потенциал: +44%

Тикер NASDAQ: KSPI

Текущая цена: 40 299 ₸

Рейтинг: Покупать

Важная информация. Дисклеймер.

«Информация о рисках для клиентов АО «BCC Invest»

Важная информация:

Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала, не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Получатель данного материала не должен сугубо полагаться на представленную информацию для принятия решений. Расчеты, исторические данные и иная информация, которая может содержаться в данном материале, подготовлены сотрудниками АО «BCC Invest» на основе информации и данных, полученных из публичных источников. АО «BCC Invest» не проверяет и не обязан проверять полноту, точность и достоверность такой информации. Любая предоставляемая АО «BCC Invest» информация используется клиентом исключительно по своему усмотрению и на свой риск.

Предоставляемая АО «BCC Invest» информация не является предложением о покупке и/или обязательством по продаже той или иной ценной бумаги, побуждением к заключению сделки и рекомендацией получателю информации по инвестиционным, налоговым и юридическим вопросам, в том числе по вопросу о соответствии заключаемой сделки конкретным целям получателя информации.

Перед осуществлением операций с ценными бумагами, в том числе иностранными ценными бумагами, валютой, производными финансовыми инструментами с различными видами базисных активов (далее — «Финансовые инструменты»), информацию о которых предоставляет АО «BCC Invest», получателям данной информации необходимо ознакомиться с документами, характеризующими указанные финансовые инструменты (проспект эмиссии и пр.) и провести всесторонние консультации со своими финансовыми, юридическими, налоговыми, бухгалтерскими и иными консультантами до заключения сделки с финансовыми инструментами. Заключение сделок с финансовыми инструментами сопряжено с определенными рисками, ответственность за которые не может быть возложена на АО «BCC Invest», так как они находятся вне разумного контроля сторон и их возможности предвидеть и предотвратить последствия таких рисков ограничены или невозможны. Получатель информации должен самостоятельно оценивать возможность заключения сделок с финансовыми инструментами. Получателю информации не следует заключать сделку, если ее экономическая и юридическая суть, документация, условия и связанные с ней риски остаются неясными или не соответствуют целям, намерениям и ожиданиям получателя информации. Заключение сделок с финансовыми инструментами может порождать значительные финансовые и иные риски. По этой причине данные сделки предназначены для лиц, которые готовы принять на себя соответствующие риски и в состоянии перенести связанные с ними возможные финансовые потери. Перед заключением любой сделки получателю информации необходимо удостовериться в том, что он понимает риски, возникающий в связи с заключением соответствующей сделки и обладает необходимыми финансовыми и иными ресурсами для исполнения принятых на себя обязательств при любом сценарии развития событий. Принимая решение о проведении операции, на финансовом рынке, необходимо учитывать, что инвестирование в финансовые инструменты несет в себе риск неполучения ожидаемого дохода, потери части или даже всех инвестированных средств, возможные расходы и потери. Информация о прогнозируемой положительной доходности может расцениваться не иначе как предположения. Результаты инвестиционной деятельности в прошлом не определяют результаты в будущем, а стоимость активов может как увеличиваться, так и уменьшаться. Изменения курса обмена иностранной валюты могут также вызвать уменьшение или увеличение стоимости инвестиций. АО «BCC Invest» не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, которые могут быть получены получателем информации на основании использования информации.

«Конфликт интересов»

Уведомляем, что АО «BCC Invest» оказывает услуги, аналогичные описанным в типовых формах договоров об оказании услуг брокерского обслуживания и номинального держания, третьим лицам, а также принимает поручения третьих лиц по иным договорам и осуществляет сделки и иные операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами в интересах третьих лиц и в собственных интересах и оказывает иные услуги третьим лицам в порядке совмещения видов профессиональной деятельности согласно действующему законодательству Республики Казахстан, в том числе информационные услуги, услуги финансового консультирования, андеррайтинга, услуги представителя держателей облигаций, доверительного управления активами и услуги маркет-мейкера.

В ходе оказания вышеуказанных услуг, АО «BCC Invest» получает вознаграждение за такие услуги, что может привести к возникновению конфликта интересов между АО «BCC Invest» и клиентом.

АО «BCC Invest» не рекомендует клиенту совершать сделки с финансовыми инструментами, если исполнение такой сделки приведет к возникновению конфликта интересов.

Государственная лицензия № 3.2.235/12 от 10.07.2018 года на осуществление деятельности на рынке ценных бумаг.