



TENIZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Мониш Пабраи ставит на Kaspi.kz: Что один из лучших инвесторов мира увидел в казахстанской компании



Kaspi.kz

Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

Мониш Пабраи ставит на Kaspi.kz: Что один из лучших инвесторов мира увидел в казахстанской компании

Легендарный последователь Баффетта и Мангера, управляющий более \$1 млрд, добавил Kaspi.kz в свой публичный ETF — и назвал это классической асимметричной ставкой. Разбираемся, кто такой Пабраи, почему он инвестирует в Казахстан, и как получить экспозицию на его портфель.

Кто такой Мониш Пабраи

Мониш Пабраи — американский инвестор индийского происхождения, один из самых известных и успешных последователей школы value investing Уоррена Баффетта и Чарли Мангера. Его имя стоит в одном ряду с такими именами как Сет Кларман, Дэвид Эйнхорн и Ли Лу — инвесторами, которые десятилетиями обыгрывают рынок, концентрируя капитал в нескольких тщательно отобранных идеях.

Пабраи запустил свой первый фонд 1 июля 1999 года с \$1 млн от восьми инвесторов, намеренно скопировав структуру оригинальных партнёрств Баффетта 1950-х годов: нулевая комиссия за управление, 6% годовой барьер доходности (hurdle rate), и распределение прибыли 25/75 выше барьера. Это означает, что Пабраи зарабатывает только тогда, когда зарабатывают его инвесторы — принцип, который в мире хедж-фондов с их «2 и 20» встречается крайне редко.

За 25 лет его фонды показали 12.6% годовой доходности после вычета комиссий против 7.2% у S&P 500 — превосходство в 5.4 процентных пункта ежегодно. На длинных горизонтах такая разница превращается в колоссальное преимущество: \$100,000, вложенные в день основания фонда, превратились бы более чем в \$1.9 млн к концу 2023 года, тогда как S&P 500 дал бы около \$570,000.

Обед с Баффеттом и дружба с Мангером

В 2007 году Пабраи вместе с инвестором Гаем Спайером выиграл ежегодный благотворительный аукцион на обед с Баффеттом за \$650,100. Обед состоялся 25 июня 2008 года в ресторане Smith & Wollensky в Нью-Йорке. За три часа они обсудили 55 тем. В конце обеда Пабраи, следуя индийской традиции *guru dakshana* (почитание учителя), коснулся ног Баффетта. Позже он назвал этот обед лучшей инвестицией в своей жизни.

Но ещё более важной оказалась побочная связь. Во время ужина жена Пабраи сказала Баффетту, что её настоящее восхищение принадлежит Мангеру. Через два дня Баффетт организовал то, что Пабраи называет «купи одного — получи второго бесплатно»: обед с Чарли Мангером в California Club в Лос-Анджелесе в 2009 году. Мангер пришёл с распечаткой 13F-портфеля Пабраи с сайта GuruFocus и покачал головой, увидев позицию в Sears Holdings. Дружба продолжалась через регулярные обеды и партии в бридж вплоть до смерти Мангера в ноябре 2023 года.

Философия «Дхандхо»

Пабраи изложил свой подход в книге «*The Dhandho Investor: The Low-Risk Value Method to High Returns*» (2007). «Дхандхо» на языке гуджарати означает «дела, создающие богатство». Центральный принцип прост: «*Heads I win, tails I don't lose much*» — орёл я выигрываю, решка я теряю немного. Суть в том, чтобы находить ситуации с ограниченным риском потерь, но значительным потенциалом роста. Пабраи ищет бизнесы в проблемных отраслях, торгующиеся значительно ниже внутренней стоимости, делает мало ставок, но делает их крупными.

Ещё один ключевой принцип Пабраи — «*shameless cloning*» (бесстыдное клонирование). Он открыто признаёт, что копирует лучшие идеи великих инвесторов, адаптируя их под собственные критерии. Это не слабость, а система: зачем изобретать колесо, если можно стоять на плечах гигантов?

Основные победы и уроки

Reysas Logistics (Турция). В 2019 году Пабраи вложил около \$7 млн за треть крупнейшего складского оператора Турции при рыночной капитализации \$16–20 млн — примерно 2% от ликвидационной стоимости в \$800 млн. Несмотря на обвал лиры с 5 до 33 за доллар, позиция выросла примерно в 30 раз в долларовом выражении к 2024 году. Турецкие акции сейчас составляют около 70% его частного фонда.

Fiat Chrysler. Вошёл в 2012 году по ~\$4 за акцию с аллокацией \$60 млн. Акция выросла до \$17+, а спин-офф Ferrari фактически удвоил прибыль — совокупная годовая доходность составила около 18.9%. Пабраи признавался, что «ненавидит автомобильную отрасль», но математика была неотразима.

Угольные компании (2023–н.в.). Alpha Metallurgical Resources, купленная по \$152–195, принесла около 151% прибыли. Тезис Пабраи: угольная отрасль — «слово из четырёх букв», которое ненавидят все инвесторы. Именно в такой ненависти он находит низкий риск при высокой неопределённости — свою любимую комбинацию.

Были и значительные потери. Horsehead Holdings сначала принесла 400% прибыли, а затем подала на банкротство в феврале 2016 года, что стоило Пабраи более \$95 млн. В 2008 году его фонды потеряли около 60%, но восстановились на 120% в следующем году. Эти эпизоды привели к внедрению системы чек-листов — вдохновлённой книгой Атула Гаванде — для систематического предотвращения повторных ошибок.

ETF Пабраи: как получить экспозицию

Pabrai Wagons ETF (NYSE: WAGN) начал торговаться 9 февраля 2026 года, конвертировавшись из одноимённого взаимного фонда, запущенного 29 сентября 2023 года. Комиссия за управление — 0.90%. Фондом управляет лично Пабраи с командой из пяти человек.

Активы фонда составляют около \$136 млн, распределённые по примерно 22–25 позициям. Пабраи позиционирует WAGN как «Un-S&P 500 ETF» — у него ноль пересечений с S&P 500, а портфельный P/E составляет около 13x против 27x у индекса.

Основные позиции WAGN по секторам:

Сектор	Доля	Ключевые позиции
Офшорная нефть	~19%	Transocean, Valaris, Noble Corp
Edelweiss (Индия)	~17%	Edelweiss Financial Services
Металлургический уголь	~13%	Warrior Met Coal, Alpha Met
TAV Airports (Турция)	~12%	TAV Havalimanlari Holding
Reysas (Турция)	~10%	Reysas REIT, Reysas Logistics
Constellation Software	~9%	CSU, Topicus, Lumine
Kaspi.kz (Казахстан)	~4.6%	KSPI (NASDAQ)

Частный фонд: четыре акции на \$402 млн

Помимо ETF, Пабраи управляет частными партнёрствами (зарегистрированными как Dalal Street LLC), в которых по данным 13F на конец 2025 года находится всего четыре американские акции: Warrior Met Coal (39.5%), Transocean (27.8%), Alpha Metallurgical Resources (27.0%) и Valaris (5.8%). Суммарная стоимость US-позиций — \$402 млн, но большая часть капитала (~70%) размещена в турецких акциях, не отражаемых в 13F. Общий объём активов под управлением превышает \$1 млрд.

Что Пабраи сказал о Kaspi.kz

Наиболее детальное обсуждение инвестиционного тезиса по Kaspi прозвучало на звонке с акционерами Rabrai Wagons ETF 11 марта 2026 года.

Пабраи напрямую применил к Kaspi свой фирменный фреймворк Дхандхо: «*Это тот случай, когда орёл — я выигрываю, решка — я теряю немного*». Он классифицировал Kaspi как «jockey bet» — ставку прежде всего на качество менеджмента, а не на материальные активы или дисконт к балансовой стоимости. Как объяснил Пабраи, «иногда имеет смысл ставить на жокея», имея в виду CEO Михаила Ломтадзе, который превратил проблемный банк в доминирующую цифровую платформу Казахстана.

Цена на акции Kaspi



Это заметный философский сдвиг для инвестора, который исторически предпочитал активоёмкие ситуации глубокой стоимости — угольные шахты, офшорные буровые, турецкие склады. Пабраи также обсуждал свою классификацию позиций WAGN на «jockey bets» и «spawn bets» (как Constellation Software), отмечая, что «акции и бизнесы не вписываются аккуратно в разные категории». Его базовая оценка остаётся простой: «*Я смотрю на природу бизнеса и на движение денег — вход и выход — и от этого отталкиваюсь*».

Позиция была, вероятно, открыта между концом 2025 и началом 2026 года — на звонках в августе и декабре 2025 года Kaspi не обсуждался. Сейчас KSPI занимает около 4.57% портфеля WAGN, что делает его 11-й по величине позицией.

Почему Kaspi: монополия по цене стоимостной ловушки

Kaspi.kz (NASDAQ: KSPI) — доминирующее суперприложение Казахстана, объединяющее платежи, электронную коммерцию и потребительское кредитование в единой мобильной платформе, которой пользуются 75% из 20 миллионов жителей страны. CEO Михаил Ломтадзе описал американский эквивалент как «PayPal, Amazon, Capital One, Booking.com и Instacart в одном приложении» в статье Harvard Business Review в июле 2025 года.

Бизнес работает через три взаимосвязанных сегмента. Платёжная платформа обработала 44.2 трлн тенге транзакций в 2025 году (+19% г/г) — больше, чем Visa и Mastercard вместе взятые внутри Казахстана. Маркетплейс сгенерировал 6.7 трлн тенге GMV, причём e-grocery вырос на 53% г/г. Финтех-платформа управляет потребительским кредитованием, BNPL и депозитами: кредитный портфель 6.6 трлн тенге почти полностью фондирован 6.9 трлн тенге депозитов.

Для стоимостного инвестора цифры поразительны. Kaspi торгуется с trailing P/E около 6–7x — экстраординарно дёшево для компании, растущей на 19–21% в год с чистой маржой 45% на домашнем рынке и историческим ROE выше 100%. Компания генерирует достаточно денежного потока для выплаты \$750 млн дивидендов в 2024 году — текущая дивидендная доходность около 6.5%. Даже при нулевом росте подразумеваемая доходность по прибыли выше 15% обеспечивает значительную защиту от падения — сама суть фреймворка Пабраи.

Экстремальный дисконт в оценке существует по понятным причинам: близость Казахстана к России (short-отчёт Culper Research в сентябре 2024 года с обвинениями в российских связях вызвал 20% падение акций), концентрация выручки в одной стране, валютный риск тенге, и операционные риски от приобретения турецкого лидера e-commerce Hepsiburada за \$1.13 млрд в январе 2025 года. Именно эта ставка на Турцию — добавление 85 миллионов потенциальных пользователей к 20 миллионам казахстанских — представляет ту самую опциональность, которую Пабраи рассматривает как «бесплатный колл-опцион», встроенный в цену акции.

Знак качества для Казахстана

Инвестиция Пабраи в Kaspi — это событие, значение которого выходит за рамки одной позиции в одном фонде. Пабраи — не хедж-фонд, торгующий моментум или играющий на волатильности. Это инвестор, который годами изучает бизнес, прежде чем вложить в него деньги, и который держит позиции десятилетиями. Когда такой человек публично называет казахстанскую компанию классической асимметричной ставкой — это своего рода знак одобрения от одного из наиболее уважаемых инвесторов мира.

Для казахстанских инвесторов и наблюдателей важно понимать контекст. Пабраи сделал карьеру на том, что находил выдающиеся бизнесы в странах, которые Wall Street игнорирует: турецкие склады, индийские финансовые компании, корейские холдинги. Он неоднократно говорил, что лучшие возможности находятся там, где никто не смотрит — потому что рынки развивающихся стран систематически оцениваются с избыточным дисконтом из-за «country risk», который часто преувеличен.

Kaspi — компания, которая заслуживает внимания на мировом уровне. Это не просто казахстанский банк. Это технологическая экосистема, которая трансформировала повседневную жизнь целой страны, и которая теперь расширяется на рынок с населением в четыре раза больше. Тот факт, что Пабраи — инвестор, который котируется на одном уровне с Баффеттом, Мангером, Кларманом и Эйнхорном, — увидел в Kaspi свою фирменную асимметрию, говорит о многом

Как получить экспозицию

Для тех, кого заинтересовал подход Пабраи, существует несколько путей. Напрямую через Kaspi: акции KSPI торгуются на NASDAQ и доступны через любого международного брокера. Через ETF Пабраи: тикер WAGN на NYSE даёт экспозицию на весь портфель Пабраи — от турецких складов до казахстанского финтеха и канадских софтверных компаний, и всё это за 0.90% годовой комиссии. Через частный фонд: Pabrai Investment Funds принимают аккредитованных инвесторов, но минимальный порог входа значителен.

Какой бы путь ни выбрал инвестор, стоит помнить главный урок Пабраи: терпение и дисциплина важнее, чем выбор точного момента входа. Как он сам говорит: *«Делай мало ставок, делай их крупными, и делай их нечасто».*



TENİZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.

Investment