

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «Народный Банк
Казахстана» (HSBK)**Потенциал роста: **22%**Целевая цена: **470 тенге**Текущая цена: **386 тенге**

ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

Народный Банк: отчет за 4-й квартал 2025 года

Проц. доходы, '25 (млрд KZT)	2 695
Начислен. резервы, '25 (млрд KZT)	161
Чистая прибыль, '25 (млрд KZT)	1 058
Активы, '25 (млрд KZT)	20 908

P/E, (x)	4,0x
P/BV, (x)	1,2x
ROA (%)	5,7%
ROE (%)	35%
Маржа чистой прибыли (%)	39%

Капитализация (млрд KZT)	4 161
Акции выпущено (млн штук)	10 836
Свободное обращение (%)	37,6%
52-нед. мин/макс (KZT)	266-412
Текущая цена (KZT)	386
Целевая цена (KZT)	470
Потенциал роста (%)	22%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

Динамика акций | биржа/тикер KASE/HSBK

Доходность (%)	3-мес	9-мес	12-мес
Абсолютная	3%	6%	22%
vs KASE	-7%	-2%	-13%

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

(+7) 727 311 10 94 (988) | orazbayev@affin.kz

РЫНОК АКЦИЙ

EVA

Казахстан | Банковский сектор

АО «Народный Банк» опубликовало финансовые результаты за четвертый квартал и полный 2025 год. Отчет за четвертый квартал оцениваем как умеренно негативный: квартальная чистая прибыль снизилась на 12% г/г и к/к до 248,5 млрд тенге на фоне сжатия чистой процентной маржи, роста расходов по кредитным убыткам и увеличения операционных расходов. Тем не менее по итогам 2025 года банк оправдал все собственные прогнозы. Ожидаемо новый прогноз руководства на 2026 год подразумевает замедление. Так, ожидается небольшое снижение чистой прибыли. В модели оценки мы обновили финансовые показатели, а также значительно снизили стоимость собственного капитала. Также немного были улучшены ожидания по портфелю и непроцентным доходам. Обновленная целевая цена одной акции – 470 тенге с потенциалом роста 22% от текущих уровней. Рекомендация – «Покупать».

Ключевые факторы для оценки. Главный риск – продолжающееся сжатие процентной маржи (NIM). Процентные расходы в четвертом квартале выросли на 38% г/г и 5,3% к/к, тогда как процентные доходы увеличились лишь на 18% г/г и 1,6% к/к. Средняя ставка по депозитам клиентов за квартал выросла с 9,6% до 9,9%, отражая повышение базовой ставки. В результате квартальный NIM снизился до 6,9%, и банк прогнозирует дальнейшее сжатие до 6,8% в 2026 году. Дополнительное давление оказывает рост NPL 90+, которые за год увеличились с 2,6% до 4,3%. Собираемость процентных доходов наличными по займам клиентов второй квартал подряд остается на сниженном уровне в 92%. Главный катализатор оценки – это сильная рыночная позиция, масштаб экосистемы и общая недооцененность относительно финансовых показателей. Банк остается крупнейшим в стране, финансируя 47% реальной экономики страны. MAU суперприложения Halyk достигло 8,5 млн пользователей, а объемы платежей и переводов через приложение выросли на 20% г/г. Также отметим успешное размещение SPO на \$475 млн в ноябре 2025 года, увеличившее free-float до 37,6%.

Доходы растут, но прибыль снизилась в четвертом квартале.

Процентные доходы в четвертом квартале 2025 года составили рекордные 709 млрд тенге (+18% г/г, +1,6% к/к). В то же время процентные расходы выросли на 38% г/г и 5,3% к/к до 389 млрд

тенге, продолжая показывать более высокие темпы роста. В результате чистый процентный доход до вычета кредитных убытков составил 319 млрд тенге, несильно изменившись в сравнении с прошлым годом. Чистые комиссионные доходы показали хорошую динамику, составив 38,3 млрд тенге (+17% г/г, +13% к/к), во многом за счёт транзакционного дохода по юридическим лицам и роста доходов по аккредитивам и гарантиям. Чистый страховой доход снизился на 51% г/г и на 54% к/к до 11,6 млрд тенге. Квартальные расходы по кредитным убыткам составили 49 млрд тенге (+55% г/г, +6% к/к). В итоге стоимость риска составила 1,3% против 1,4% в предыдущем квартале и 0,9% год назад. Операционные расходы за квартал составили 86,7 млрд тенге (+4,9% г/г). В итоге квартальная чистая прибыль составила 248,5 млрд тенге, снизившись на 12% г/г и к/к. Это самый низкий квартальный результат по прибыли за последние полтора года и единственный квартал с отрицательной динамикой г/г в 2025 году. По итогам полного 2025 года чистая прибыль на одну акцию составила 97,17 тенге (+15% г/г).

Изменения в модели оценки и наше мнение. По итогам полного 2025 года банк выполнил все целевые показатели, включая чистую прибыль свыше 1 трлн тенге. Но четвёртый квартал продолжает сохранять ряд негативных тенденций: высокие темпы роста процентных расходов, сжатие NIM и рост NPL. Прогноз руководства на 2026 год подразумевает снижение чистой прибыли до уровня 1 трлн тенге, сжатие NIM до 6,8%, увеличение cost to income до 18-20% и стоимости риска до 1,5%. Рост кредитного портфеля ожидается на уровне 9-12% (против 14% в 2025 году), а рост комиссионных доходов замедлится до 5-10% (против 11,9%). В целом прогнозы относительно наших предыдущих ожиданий на 2026 год не выглядят слишком низкими. Ужесточение правил ведения бизнеса в банковской сфере Казахстана будет оказывать влияние на финансовые показатели. В целом же ценовые мультипликаторы Народного банка выглядят достаточно привлекательными. Это особенно важно в контексте дивидендов, которые, по нашему мнению, могут составить в целом в течение года около 58 тенге на акцию. В таком случае дивидендная доходность достигнет целых 15%, что является лучшим показателем на нашем рынке. В модели оценки мы обновили все основные финансовые показатели согласно отчёту. Основным изменением, позитивно повлиявшим на оценку, стало снижение стоимости собственного капитала после падения доходности гособлигаций РК. Также мы немного увеличили ожидания по кредитному портфелю и непроцентным доходам. В итоге целевая цена акции Народного Банка составляет **470 тенге с потенциалом роста в 22%** от текущей цены. **Рекомендация – «Покупать».**

СПРАВОЧНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	19.11.2025	06.04.2026		
Стоимость собственного капитала, %	21,3%	19,5%	-1,8 п.п.	Снижение безрисковой ставки после падения доходности гособлигаций РК
Кредитный портфель, 2026, трлн тенге	14,3	14,8	+3,5%	Фактический объем кредитного портфеля выше наших ожиданий
Непроцентные доходы, 2026, млрд тенге	660	675	+2,3%	Сохранение высокого уровня непроцентных доходов в 2025 году

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

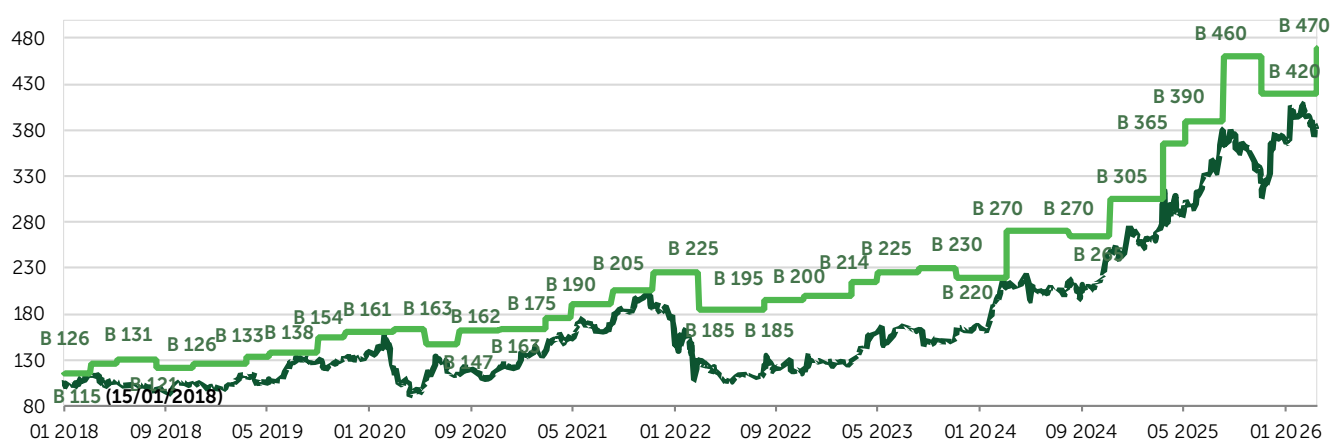


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и P/B по расчетам Freedom Broker

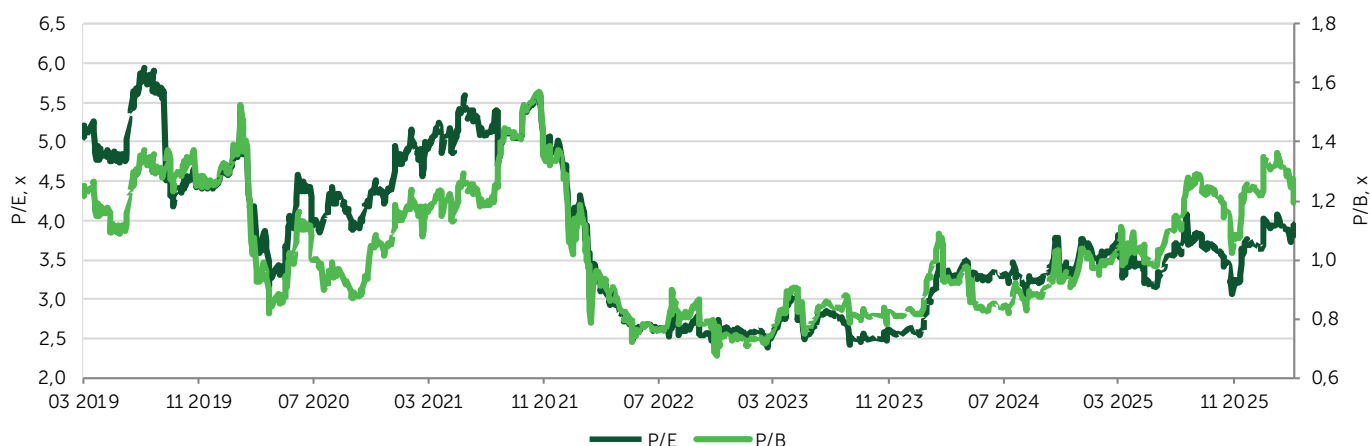


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	3	30%
Hold	6	60%
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. Размещённая 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.

Размещённые 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) надёжными, однако автор(ы) не даёт 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 даёт гарантии надёжности 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