

ҰСЫНЫМ

**Видеу****«KEGOC» АҚ (KEGC)**Өсу әлеуеті: **34%**Нысаналы бағасы: **1 930 KZT**Ағымдағы бағасы: **1 445 KZT****АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ**  
**DCF****Қазақстан** | Электрэнергетикасы

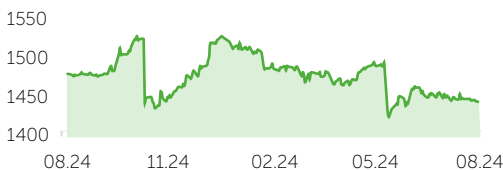
ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

**KEGOC: 2025 жылғы 2-тоқсанның нәтижелері**

Түсім, 6М '25 (млрд KZT)	183
EBITDA, 6М '25 (млрд KZT)	74
Таза пайда, 6М '25 (млрд KZT)	34
Таза қарыз, 6М '25 (млрд KZT)	83

P/E, 6М '25 (x)	6,8x
P/BV, 6М '25 (x)	0,51x
P/S, 6М '25 (x)	1,2x
EV/EBITDA, 6М '25 (x)	3,6x
ROA (%)	5,3%
ROE (%)	7,4%
Маржа EBIT (%)	25%
Маржа EBITDA (%)	40%

Капиталдандыру (млрд KZT)	397
Акциялар шығарылды (млн дана)	275,3
Еркін айналыс (%)	15%
52-апта макс/мин (KZT)	1 415–1 534
Ағымдағы баға (KZT)	1 445
Нысаналы баға (KZT)	1 930
Өсу әлеуеті (%)	34%
Инвестициялық көкжиек	6-12 ай
Бағаны жаңартудың жоспарланған жиілігі	тоқсансайын

**Акциялар/биржа серпіні** **KEGC/KASE**

Табыстылық (%)	3 ай	6 ай	12 ай
Абсолютная	-3%	-3%	-2%
vs KASE	-25%	-27%	-32%

**Оразбаев Данияр, CFA**

Инвестициялық талдаушы

(+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@affin.kz

«KEGOC» АҚ 2025 жылғы 2-тоқсанда орташа оң есеп берді. Компания осы жылдың 1 сәуірінен бастап барлық негізгі қызмет түрлері бойынша тарифтердің айтарлықтай өсуі аясында кірістің күрт өсуін көрсетті. Осының есебінен компанияның ақшалай көріністегі пайда көрсеткіштері өсті. Алайда, шығыстардың түсімге қатысты күштірек өсуінен маржиналдық біршама төмендеді. Оның үстіне күрделі шығындардың күрт ұлғаюын атап өтейік, ол жаңа инфрақұрылымдық жобаларға үлкен инвестициялар циклінің бастауы болуы мүмкін. Нәтижесінде бағалау моделінде біз күрделі шығындардың күштірек өсуін есепке алдық. Сондай-ақ, негізгі қаржылық көрсеткіштерді жаңартып, бағалауды төмендетудің тағы бір маңызды факторы тәуекелсіз мөлшерлеменің ұлғаюы болды. ҚР мемлекеттік облигацияларының кірістілігінің өсуі WACC өсуіне әкелді. Нәтижесінде бір акцияның нысаналы бағасы 1 930 теңгеге дейін төмендеді, бұл 34% -ға өсу ықтималдығын білдіреді. Ұсыным - «Сатып алу».

**(+) Түсімнің өсу қарқынын жеделдету.** Компанияның тоқсандық кірісі 2025 жылдың 2-тоқсанында 30% ж/ж және 8% т/т өсті. Кірістің өсу қарқынының жеделдеуі тарифтердің күрт ұлғаюы есебінен болды. Мәселен, электр энергиясын беруден тоқсандық кіріс мегаватттармен беру көлемінің тоқырауы кезінде тарифтің 23% -ға ұлғаюы есебінен ж/ж 23% -ға өсті. Ұлттық электр желісін (ҰЭЖ) пайдалану жөніндегі қызметтер түріндегі табыстардың ең ірі бабы көлемнің 4% -ға және тарифтің ж/ж 23% -ға өсуі аясында ж/ж 28% -ға өсті. Түсімнің басқа екі негізгі бабы бойынша тарифтердің өсуі шамамен ж/ж 10% -ды құрады. Осының есебінен электр энергиясын теңгерімдеу қызметтерінен түсетін кіріс жылына 13% -ға, ал диспетчерлендіру қызметтерінен 14% -ға артты. Теңгерімдеуші электр энергиясын сатудан түсетін кірістердің ж/ж 63% -ға күрт өскенін атап өтейік. Тұтастай алғанда, Қазақстанда электр энергиясын өндірудің тоқсандық көлемі ж/ж 3,7% -ға өсті.

**(-) Маржиналдық көрсеткіштерінің төмендеуі.** Компанияның тоқсан сайынғы жалпы табысы кіріспен салыстырғанда сату құнының көбірек өсуіне байланысты 2024 жылғы 29,7%-дан 2025 жылы 25,6%-ға дейін төмендеді. Қызметтердің өзіндік құны ж/ж 37% -ға ұлғайды, бұл ретте басты фактор электр энергиясының технологиялық ысыраптарының (ж/ж + 36%) және электр энергиясының мемлекетаралық ағындарын өтеу үшін электр

энергиясын сатып алу бойынша шығыстардың (ж/ж + 96%) өсуі болды. Нарықтағы электр энергиясы бағасының күшті өсуіне байланысты технологиялық шығындардың құны өсуде. Еңбекақы төлеу және тозу және амортизация сияқты басқа да ірі баптар тиісінше ж/ж 27% -ға және 13% -ға өсті. Тоқсандық EBITDA-маржа 2024 жылғы 42,6% -дан 37,1% -ға дейін қысқарды. Дегенмен, түсімнің жалпы ұлғаюы теңгедегі пайда көрсеткіштерінің өсуіне әкелді. Нәтижесінде компанияның тоқсандық таза табысы жылдық көрсеткіште 14% -ға артып, 15,7 млрд теңгені немесе акцияға шаққанда 57,1 теңгені құрады. Таза маржа өткен жылы 19% -дан 16,5% -ға дейін төмендеді. Өткен жылдың екінші тоқсанымен салыстырғанда күрделі шығындардың 15 есеге өсуі салдарынан тоқсандық еркін ақша ағыны жылына 81% -ға төмендеді. Бірінші жартыжылдықта күрделі шығын 252% -ға артты. Бұл ретте компания операциялық қызметтен тоқсан ішінде өткен жылмен салыстырғанда 72% -ға көп ақша қаражатын өндірді.

**Біздің пікіріміз бен бағалау моделіндегі өзгерістер.** Жалпы, KEGOC қаржылық есебін біз бірқалыпты оң деп бағалаймыз. Компанияның кірістері тарифтер ұлғайғаннан кейін күрт өсуін көрсетті. Соған қарамастан, компанияның тоқсандық маржиналдылығы тағы да өткен жылмен салыстырғанда төмен көрсеткіштерді көрсетіп отыр. Компанияның кейбір қызметтерге тарифтері қазан айында қайта өседі, сәйкесінше табыстың одан әрі артуын күтуге болады. Маржа пайыздық мәнде құлдыраса да, ақшалай түрде операциялық және таза пайда өсті, бұл дивидендтердің ұлғаюына көбірек үміт береді. Алайда, бірінші жартыжылдықта күрделі шығындардың күрт өскенін атап өтпекпіз, бұл жаңа инфрақұрылымға үлкен инвестициялардың күтілетін циклінің бастамасы болуы мүмкін. Бұл фактор дивидендтердің өсуі мәселесінде тежеуші болары анық. Бағалау моделінде біз 2025 жылғы күрделі шығындардың болжамын олардың екінші тоқсанда айтарлықтай өсуіне байланысты арттырдық. Сондай-ақ, біз барлық негізгі қаржылық көрсеткіштерді жаңартып, ҚР мемлекеттік облигацияларының кірістілігінің күрт өсуіне байланысты бағалау моделіндегі дисконттау мөлшерлемесін ұлғайттық. Жоғарыда аталған бағалау моделіндегі барлық өзгерістер «KEGOC» АҚ-ның бір акциясының нысаналы бағасының **1 930 теңгеге** дейін төмендеуіне алып келді, бұл **34% өсу әлеуетін береді. Ұсыным - «Сатып алу».**

АНЫҚТАМАЛЫҚ АҚПАРАТ

Иллюстрация 1. Бағалау моделінің соңғы нұсқасындағы басты өзгерістер

Болжамдардағы өзгерістер	Бағалау күні		Өсім, %	Ескерту
	19.05.2025	19.08.2025		
WACC, %	15,9	17,2	+1,3 п.п	Нарықтағы ҚР 10 жылдық мемлекеттік облигацияларының кірістілігін ұлғайту
Капитал шығындар, 2025, млрд теңге	80	100	+25%	2-тоқсанда күрделі шығындардың күшті нақты өсуі

Иллюстрация 2. Freedom Broker-ден алдыңғы ұсынымдар және нысаналы бағалар (B - «сатып алу», H - «ұстау», S - «сату»)

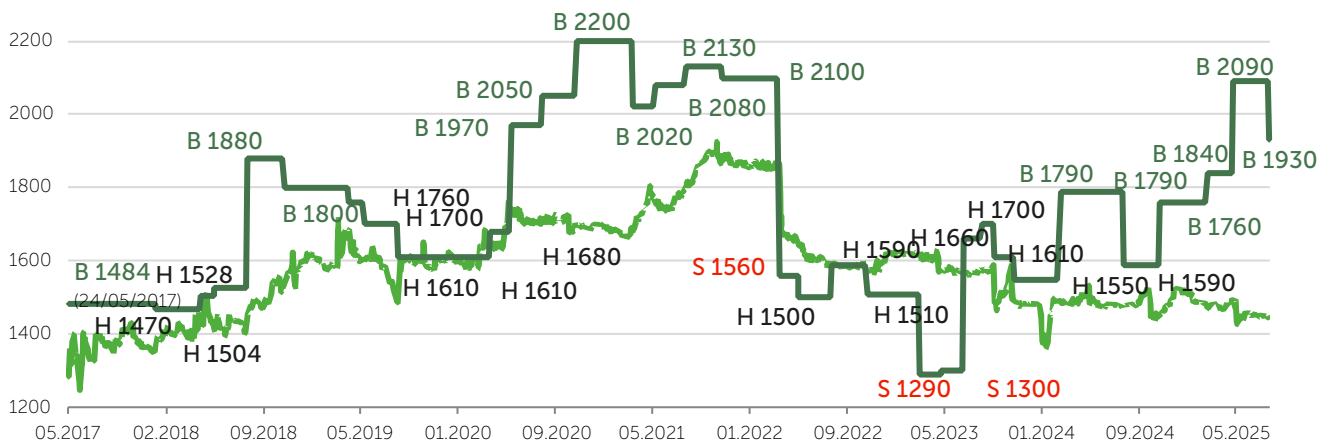


Иллюстрация 3. Freedom Broker есептеулері бойынша P/E және EV/EBITDA баға мультипликаторлары

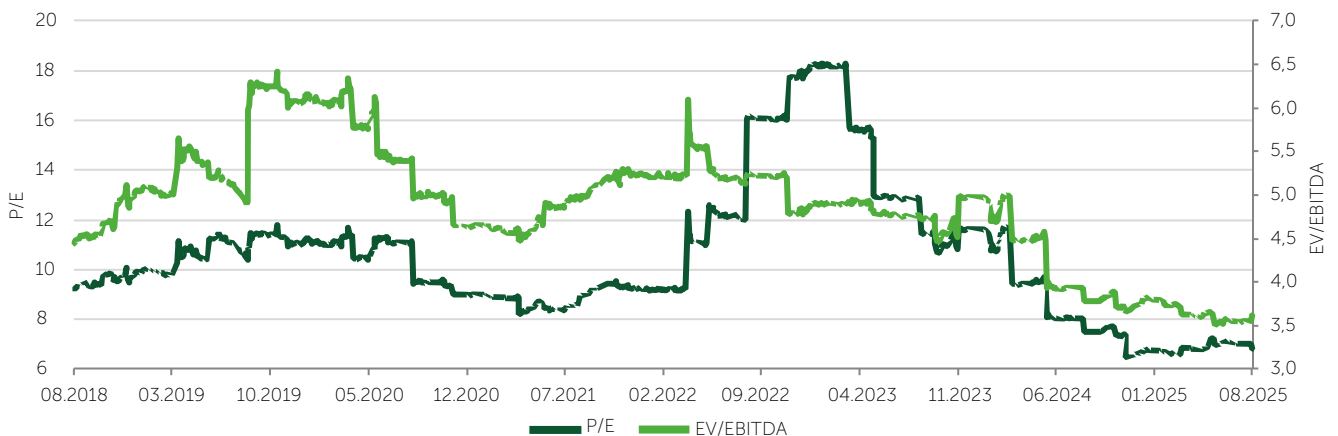


Иллюстрация 4. KASE индексінің акциялары бойынша Freedom Broker-ден ағымдағы бағалаулардың пайыздық арақатынасы

Ұсыным	Саны	%-бен алғандағы үлесі
Buy	7	70%
Hold	2	20%
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(лары) 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 (автрды) 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