

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО «KEGOC» (KEGC)

Потенциал роста: **34%**

Целевая цена: **1 930 KZT**

Текущая цена: **1 445 KZT**

ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

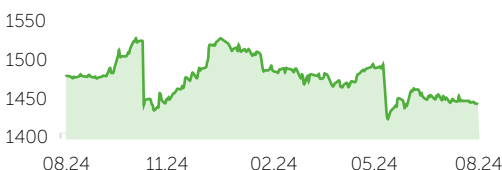
KEGOC: результаты 2-го квартала 2025 года

Выручка, 6М '25 (млрд KZT)	183
ЕБИТДА, 6М '25 (млрд KZT)	74
Чистая прибыль, 6М '25 (млрд KZT)	34
Чистый долг, 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/ЕБИТДА, 6М '25 (x)	3,6x
ROA (%)	5,3%
ROE (%)	7,4%
Маржа ЕБИТ:	25%
Маржа ЕБИТДА (%)	40%

Капитализация (млрд KZT)	397
Акции выпущено (млн штук)	275,3
Свободное обращение (%)	15%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 415–1 534
Текущая цена (KZT)	1 445
Целевая цена (KZT)	1 930
Потенциал роста (%)	34%
Инвестиционный горизонт	6-12 ай
План. частота обновления цены	тоқсансайын

Динамика акций | акций / биржа KEGC/KASE



Доходность (%)	3-мес	9-мес	12-мес
Абсолютная	-3%	-3%	-2%
vs KASE	-25%	-27%	-32%

Оразбаев Данияр, CFA
Инвестиционный аналитик
(+7) 727 311 10 94 (988) | orazbayev@ffin.kz

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Электроэнергетика



АО «KEGOC» умеренно позитивно отчитался за 2-й квартал 2025 года. Компания показала резкий рост выручки на фоне существенного увеличения тарифов по всем основным видам услуг с 1 апреля этого года. За счет этого выросли показатели прибыли компании в денежном выражении. Однако маржинальность немного снизилась из-за более сильного роста расходов относительно выручки. К тому же отметим резкое увеличение капитальных затрат, которое, возможно, является началом цикла больших инвестиций в новые инфраструктурные проекты. В итоге в модели оценки мы учли более сильный рост капитальных затрат. Также, обновив основные финансовые показатели, еще одним важным фактором снижения оценки стало увеличение безрисковой ставки. Рост доходностей гособлигаций РК привел к повышению WACC. В результате целевая цена одной акции KEGOC была снижена до 1 930 тенге, что подразумевает потенциал роста на 34%. Рекомендация — «Покупать».

(+) Ускорение темпов роста выручки. Квартальная выручка компании за 2-й квартал 2025 года выросла на 30% г/г и на 8% к/к. Ускорение темпов роста выручки произошло за счет резкого увеличения тарифов. Так, квартальные доходы от передачи электроэнергии выросли на 23% г/г за счет увеличения тарифа на 23% г/г при стагнации объемов передачи в мегаваттах. Крупнейшая статья доходов в лице услуг по пользованию национальной электрической сетью (НЭС) выросла на 28% г/г на фоне роста объемов на 4% и тарифа на 23% г/г. По двум другим основным статьям выручки рост тарифов составил примерно 10% г/г. За счет этого доходы от услуг по балансированию электроэнергии увеличились на 13% г/г, а от услуг по диспетчеризации на 14% г/г. Отметим резкий рост доходов от продажи балансирующей электроэнергии на 63% г/г. В целом же квартальные объемы производства электроэнергии в Казахстане выросли на 3,7% г/г.

(-) Снижение показателей маржинальности. Квартальная валовая маржа компании снизилась с 29,7% в 2024 году до 25,6% в 2025 году из-за более значительного роста себестоимости по сравнению с выручкой. Себестоимость услуг увеличилась на 37% г/г, при этом главным фактором стал рост технологических потерь электроэнергии (+36% г/г) и расходов по закупке электроэнергии для компенсации межгосударственных перетоков электроэнергии (+96% г/г). Стоимость технологических потерь продолжает расти из-за

сильного роста цены электроэнергии на рынке. Другие крупные статьи, такие как оплата труда и износ и амортизация, также выросли на 27% и 13% г/г соответственно. Квартальная EBITDA-маржа сократилась с 42,6% в 2024 году до 37,1%. Тем не менее общее увеличение выручки привело к росту показателей прибыли в тенговом выражении. В итоге квартальная чистая прибыль компании увеличилась в годовом выражении на 14%, составив 15,7 млрд тенге, или 57,1 тенге на акцию. Чистая маржа KEGOC упала с 19% в прошлом году до 16,5%. Квартальный свободный денежный поток упал на 81% г/г из-за роста капитальных затрат в 15 раз по сравнению со вторым кварталом прошлого года. За первое полугодие капзатраты увеличились на 252% г/г. При этом за квартал от операционной деятельности компания сгенерировала на 72% больше денежных средств, чем в прошлом году.

Наше мнение и изменения в модели оценки. В целом, финансовый отчет KEGOC оценивается нами как умеренно позитивный. Доходы компании ожидаемо показали резкий рост после увеличения тарифов. И несмотря на это, квартальная маржинальность компании вновь показывает более низкие показатели по сравнению с прошлым годом. Тарифы компании на некоторые услуги вновь вырастут в октябре, и, соответственно, можно ожидать дальнейшего увеличения доходов. Хотя маржа и упала в процентном выражении, в денежном выражении операционная и чистая прибыль выросли, что дает больше надежд на увеличение дивидендов. Однако отмечаем резкий рост капитальных затрат в первом полугодии, что, вероятно, является началом ожидаемого цикла больших инвестиций в новую инфраструктуру. Этот фактор явно будет сдерживающим в вопросе роста дивидендов. В модели оценки мы увеличили прогноз по капитальным затратам в 2025 году ввиду существенного их роста во втором квартале. Также мы обновили все основные финансовые показатели и увеличили ставку дисконтирования в модели оценки из-за резкого роста доходностей гособлигаций РК. Все вышеупомянутые изменения в модели оценки привели к снижению целевой цены одной акции АО «KEGOC» до 1 930 тенге, что дает потенциал роста в 34%. Рекомендация – «Покупать».

СПРАВОЧНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	19.05.2025	19.08.2025		
WACC, %	15,9	17,2	+1,3 п.п	Увеличение доходности 10-летних гособлигации РК на рынке
Капитальные затраты, 2025, млрд тенге	80	100	+25%	Сильный фактический рост капитальных затрат во 2-м квартале

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендации и целевые цены от Freedom Broker (B – «покупать», H – «держат», S – «продавать»)

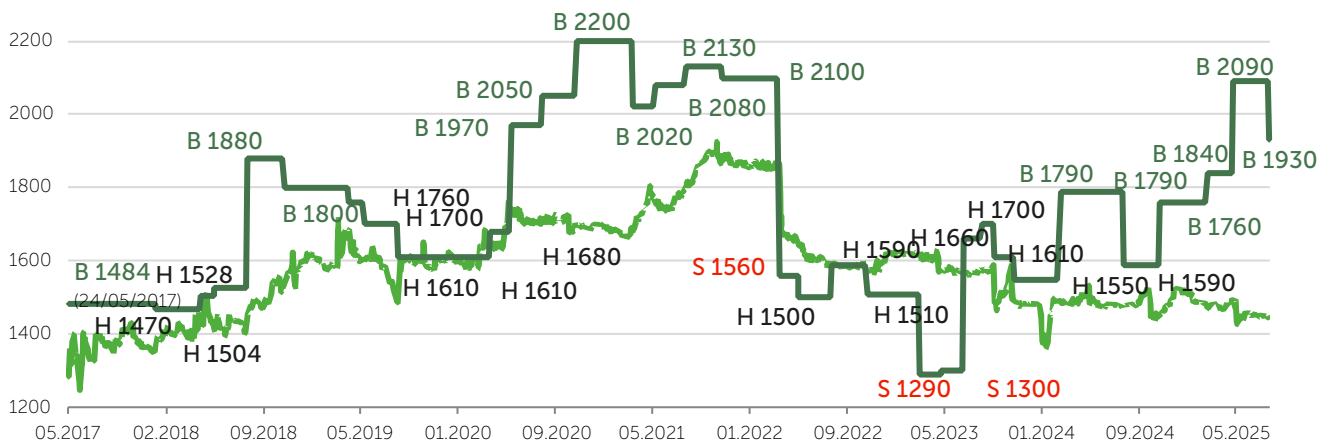


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker

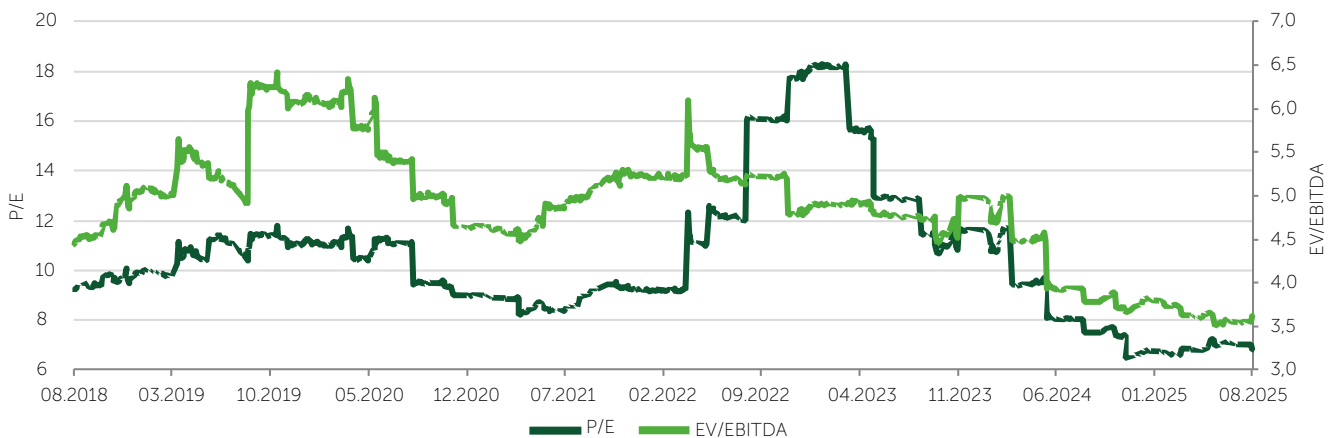


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	7	70%
Hold	2	20%
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