

ҰСЫНЫМ

Видеу

«KEGOC» АҚ (KEGC)

Өсу әлеуеті: **32%**

Нысаналы бағасы: **1 930 KZT**

Ағымдағы бағасы: **1 457 KZT**

АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ
DCF

Қазақстан | Электрэнергетикасы



ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

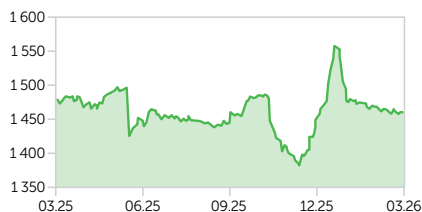
KEGOC: 2025 жылғы 4-тоқсанның нәтижелері

Түсім, 9М '25 (млрд KZT)	398
EBITDA, 9М '25 (млрд KZT)	152
Таза пайда, 9М '25 (млрд KZT)	71
Таза қарыз, 9М '25 (млрд KZT)	71

P/E, 9М '25 (x)	5,7x
P/BV, 9М '25 (x)	0,5x
P/S, 9М '25 (x)	1,0x
EV/EBITDA, 9М '25 (x)	3,1x
ROA (%)	6,2%
ROE (%)	8,9%
Маржа EBIT (%)	24%
Маржа EBITDA (%)	38%

Капиталдандыру (млрд KZT)	402
Акциялар шығарылды (млн дана)	275,3
Еркін айналыс (%)	15%
52-апта макс/мин (KZT)	1 375–1 563
Ағымдағы баға (KZT)	1 457
Нысаналы баға (KZT)	1 930
Өсу әлеуеті (%)	32%
Инвестициялық көкжиек	6-12 ай
Бағаны жаңартудың жоспарланған жиілігі	Тоқсан сайын

Акциялар/биржа серпіні **KEGC/KASE**



Табыстылық (%)	3 ай	6 ай	12 ай
Абсолютная	-3%	-6%	-4%
vs KASE	-5%	-29%	-33%

Оразбаев Данияр, CFA
Инвестициялық талдаушы
(+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@affin.kz

«KEGOC» АҚ 2025 жылғы төртінші тоқсандағы қаржылық нәтижелерді жариялады. Біз есепті орташа оң деп бағалаймыз: қазан айынан бастап тарифтердің күрт өсуі аясында тоқсандық түсім маржаның бірнеше тоқсаннан кейін қалпына келуімен қатар жүрді, ал тоқсандағы таза пайда жылдық мәнде екі еседен астам өсті. 2025 жылғы қорытынды бойынша түсім ж/ж 397,7 млрд теңгеге дейін 24%-ға, таза пайда 70,8 млрд теңгеге дейін ж/ж 19%-ға өсті, EPS 257 теңгені құрады. Күтілетін дивидендтердің кірістілігі жақсы 10%-ға жетеді. Сонымен бірге, біз одан әрі өсуді шектеуге қабілетті бірқатар тәуекелді атап өтеміз: жаңа бес жылдық тарифтік кестені бекітудегі белгісіздік, коммуналдық тарифтерге уақытша тыйым салуды алдағы уақытта жою және борыш жүктемесін ұлғайтатын ауқымды инвестициялық цикл. Бір акцияның жаңартылған нысаналы бағасы ағымдағы деңгейлердің 32%-ға өсу әлеуетімен 1 930 теңгені құрады. «Сатып алуға» кеңес беріледі.

Бағалаудың негізгі факторлары. Негізгі катализатор - тарифтердің үздіксіз өсуі. 2025 жылғы 1 қазаннан бастап көрсетілетін қызметтердің барлық негізгі түрі бойынша тарифтер айтарлықтай өсті (беру ж/ж 42%-ан жоғары, ҰЭЖ пайдалану ж/ж 43%-дан жоғары, диспетчерлеу ж/ж 30%-дан жоғары, теңгерімдеу ж/ж 34%-дан жоғары), ал 2026 жылғы 1 сәуірден бастап аз да болса кезекті өсім болады. KEGOC қазірдің өзінде тарифтердің әрі қарай өсуін қарастыру сатысында тұр, алайда үкімет инфляцияға алаңдаушылық білдірген жағдайда, болашақта түсімнің өсуін шектеуі мүмкін жаңа бес жылдық тарифтік кестені бекіту негізгі тәуекел болып қала береді. Сонымен бірге, коммуналдық тарифтерге уақытша тыйым салу электр қуатының технологиялық шығынының өсуін бәсеңдетті, бұл маржаға оң әсер етті, дегенмен 1 сәуірден бастап уақытша тыйымды тоқтату және ақпан айында электр қуатының тарифтерінің өсуі (3%-дан жоғары) бұл әсерді алдағы тоқсандарда теңестіруі мүмкін. Біз сондай-ақ өте төмен ағымдағы баға мультипликаторларын және 10% дивидендті кірістіліктің жақсы деңгейін атап өтеміз. Негізгі құрылымдық тәуекел - ауқымды инвестициялық цикл. 2025 жылдың соңында күрделі сипаттағы шарттық міндеттемелер 643 млрд теңгені құрады (бір жыл бұрынғы 434 млрд теңгеге қарағанда). Компания екі ірі жобаны іске асыруда - БЭЖ Оңтүстік аймағын күшейту (~154 млрд теңге) және Батыс Қазақстанның БЭЖ-бен бірлестігі (~202 млрд теңге), екеуі де 2027 жылы аяқталады. Осы жобалар бойынша қарыздық қаржыландыруды тарту борыш жүктемесі мен қаржылық шығынды арттырады, бұл алдағы екі-үш жылда дивидендтердің ұлғаю әлеуетін шектейді.

Түсім: қазан айындағы тарифтердің өсуіне байланысты рекордтық тоқсан. Тоқсандық түсім тарихта рекордтық 118,9 млрд теңгеге жетті (ж/ж 36%-дан жоғары, т/т 24%-дан жоғары). Кірістің ең ірі бабы, ҰЭТ пайдалану бойынша көрсетілетін қызметтер тарифтің 43%-ға және көлемнің 4,3%-ға өсуі аясында 49%-ға өсті. Электр энергиясын беруден келіп түсетін кіріс ж/ж 20%-ға өсті: тариф 42%-ға өсті, алайда көлемдер ж/ж 16%-ға төмендеді. Диспетчерлеу бойынша көрсетілетін қызметтер тарифтің 30%-ға және көлемнің 5%-ға өсуі есебінен ж/ж 37%-ға қосты. Екінші жағынан, теңгерімдеуден келіп түскен кіріс 45%-ға өсті, теңгерімдеуші электр энергиясын сатудан келіп түскен кірістің 16%-ға төмендегенін атап өтеміз. 2025 жылғы қорытынды бойынша түсім 397,7 млрд теңгені (ж/ж 24%-дан жоғары) құрады, бұл көбінесе ҰЭЖ пайдалану қызметтерінің арқасында өсті. Жалпы Қазақстанда электр энергиясы айналымының тоқсандық көлемі өндірісті ұлғайту есебінен 6,1%-ға өсті.

Маржалық: бірнеше тоқсан бойы төмендегеннен кейінгі өсу. Екінші және үшінші тоқсандардан айырмашылығы, төртінші тоқсан табыстылықтың айтарлықтай жақсарғанын көрсетті. Тоқсандық жалпы маржа бір жыл бұрынғы 26,9%-дан 33,2%-ға дейін өсті. Түсім 36%-ға өскен кезде өзіндік құн тек ж/ж 24%-ға өсті. Коммуналдық қызметтерге тарифтердің уақытша тыйым салынуына байланысты электр қуатының технологиялық шығынының құнын тұрақтандыру (үшінші тоқсандағы ж/ж 50%-дан жоғары ж/ж 18%-дан жоғары) шешуші рөл атқарды. Бұл ретте мемлекетаралық ағынды өтеу үшін электр қуатын сатып алуға арналған шығыс ж/ж 21%-ға төмендеді. Еңбекақы төлеудің өсуі ж/ж 20%-дан 15%-ға дейін бәсеңдеді, тозу мен амортизация ж/ж 5%-ға ұлғайды. Нәтижесінде тоқсандық EBITDA 48,4 млрд теңгені (ж/ж 49%-дан жоғары) құрады, ал EBITDA маржа бір жыл бұрынғы 37,1%-бен салыстырғанда 40,7%-ға жетті. Тоқсандық таза пайда екі еседен астам (ж/ж 106%-дан жоғары), 25,6 млрд теңгені немесе бір акцияға 93,2 теңгені құрады. Таза маржа 14,2%-дан 21,6%-ға дейін өсті. 2025 жылғы қорытынды бойынша EBITDA 38,3% маржа кезінде 152,2 млрд теңгені (ж/ж 19%-дан жоғары) құрады, ал таза пайда 70,8 млрд теңгеге (ж/ж 19%-дан жоғары) жетті. Осылайша, екінші жартыжылдық өте тиімді болды, EPS 132,8 теңгеге жетті және дивидендтер деңгейі бір акцияға кемінде 80 теңгені құрайды. Тоқсандық еркін ақша ағыны операциялық ақша ағынының ж/ж 46% ұлғаюы есебінен ж/ж 41%-ға өсті және бұл тоқсандық күрделі шығынның ж/ж 51%-ға өсуіне қарамастан болды.

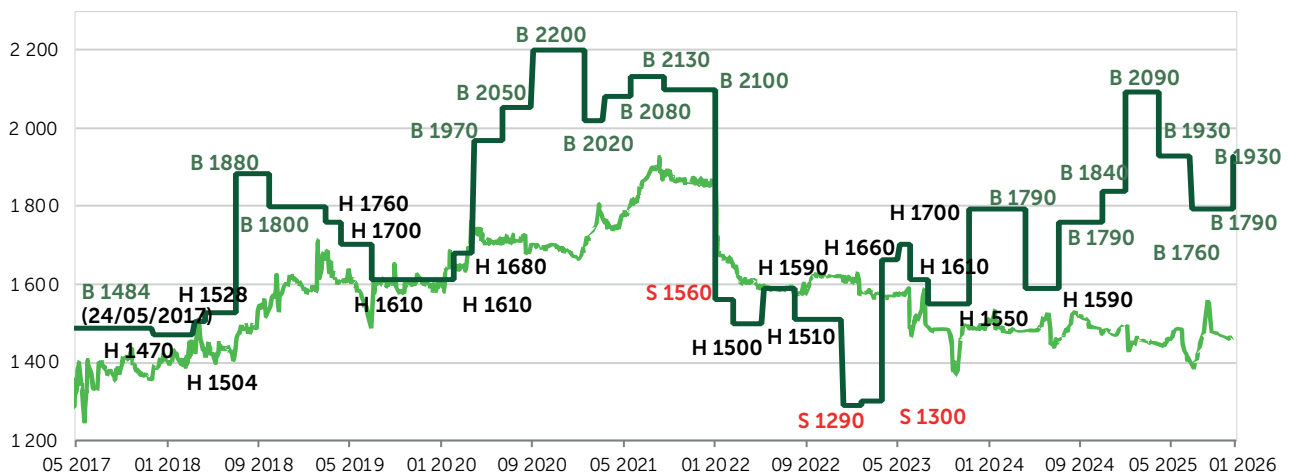
Біздің пікіріміз және бағалау үлгісіндегі өзгерістер. Біздің пікіріміз және бағалау үлгісінде өзгерістер. Төртінші тоқсандағы есеп оң нәтиже берді және біздің инвестициялық тезисімізді растайды: KEGOC реттеуші тарифтерді жақсарту арқылы кіріс орнықты түрде әрі қарай өсуде және маржаны қалпына келтіру алдыңғы тоқсандардың негізгі алаңдаушылықтарының бірін жояды. Бағалау үлгісінде біз 2025 жылғы нақты нәтижелерді ескере отырып, барлық негізгі қаржылық көрсеткішті жаңарттық. Қазақстан Республикасының мемлекеттік облигациялары кірістілігінің 17,1%-дан 15,1%-ға дейін төмендеуі аясында WACC айтарлықтай төмендеді, бұл бағалау үлгісіне барынша оң әсер етті. Сондай-ақ, біз елдегі электр қуатын тұтыну мен импорттау болжамын біршама арттырдық. Нәтижесінде бағалау үлгісіндегі барлық өзгерістен кейін «KEGOC» АҚ бір акциясының жаңартылған нысаналы бағасы **1 930 теңгеге** жетті, бұл **32%-ға өсу әлеуетін** береді. **«Сатып алуға» кеңес береді.**

АНЫҚТАМАЛЫҚ АҚПАРАТ

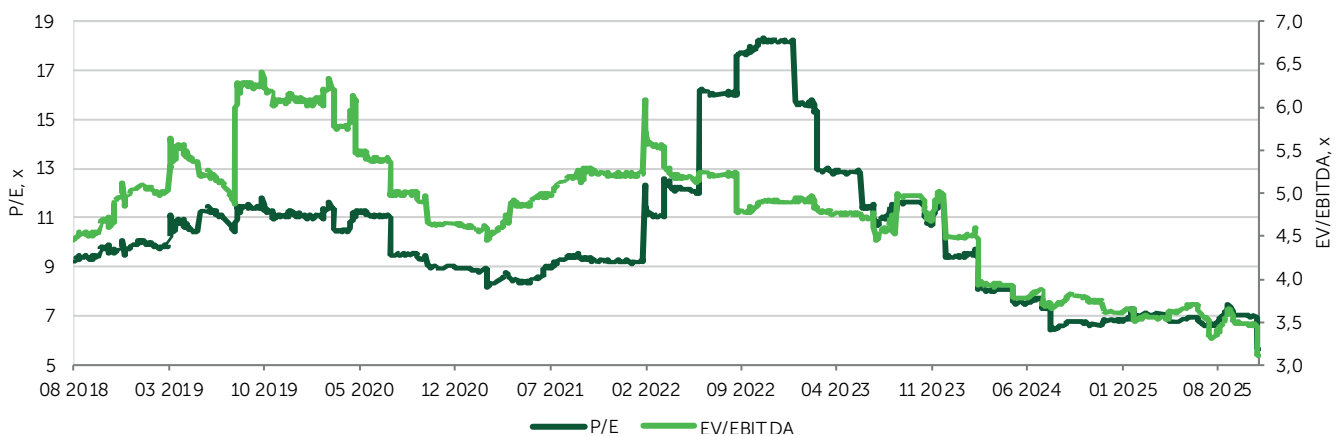
1-сурет. Бағалау моделінің соңғы нұсқасындағы басты өзгерістер

Болжамдардағы өзгерістер	Бағалау күні		Өсу, %	Түсініктемелер
	17.11.2025	17.03.2026		
WACC, %	17,2%	15,9%	-1,3п.п.	Мемлекеттік облигациялар кірістілігінің 2 пайыздық тармаққа күрт төмендеуі
ЭЭ тұтыну және импорт болжамы, 2026, млрд кВтч	131,2	133,7	+1,9%	Төртінші тоқсанда Қазақстанда электр энергиясы өндірісінің өсу қарқынын жеделдету

2-сурет. Freedom Broker-дің алдыңғы ұсынымдары мен нысаналы бағалары (B - «сатып алу», H - «ұстау», S - «сату»)



3-сурет. Freedom Broker-дің есептері бойынша P/E және EV/EBITDA баға мультипликаторлары



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

Ұсыным	Саны	%-бен алғандағы үлесі
Buy	4	40%
Hold	5	50%
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 әрқашан тәуекелдермен ұштасады, бағалы қағаздар мен өзге де қаржы құралдарының құны өсуі немесе құлдырауы мүмкін. Өткендегі 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(лары) 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(лары) немесе оның отбасы мүшесі оларды сатқан жағдайда баға белгілеуге елеулі ықпал ету үшін Эмитенттің жеке портфеліндегі бағалы қағаздарының жеткілікті санына ие емес.
- Авторды(ларды) 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