

ҰСЫНЫМ

Видеу

«KEGOC» АҚ (KEGC)

Өсу әлеуеті: **53%**

Нысаналы бағасы: **2 180 KZT**

Ағымдағы бағасы: **1 421 KZT**

**АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ
DCF**

Қазақстан | Электрэнергетикасы



ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

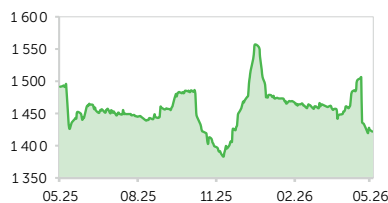
KEGOC: 2026 жылғы 1-тоқсанның нәтижелері

Түсім, 3М'26 (млрд KZT)	126
EBITDA, 3М'26 (млрд KZT)	57
Таза пайда, 3М'26 (млрд KZT)	33
Таза қарыз, 3М'26 (млрд KZT)	67

P/E, 3М'26 (x)	4,6x
P/BV, 3М'26 (x)	0,5x
P/S, 3М'26 (x)	0,9x
EV/EBITDA, 3М'26 (x)	2,7x
ROA (%)	7,1%
ROE (%)	10,8%
Маржа EBIT (%)	35%
Маржа EBITDA (%)	45%

Капиталдандыру (млрд KZT)	392
Акциялар шығарылды (млн дана)	275,3
Еркін айналыс (%)	15%
52-апта макс/мин (KZT)	1 375–1 563
Ағымдағы баға (KZT)	1 421
Нысаналы баға (KZT)	2 180
Өсу әлеуеті (%)	53%
Инвестициялық көкжиек	6-12 ай
Бағаны жаңартудың жоспарланған жиілігі	тоқсан сайын

Акциялар/биржа серпіні **KEGC/KASE**



Табыстылық (%)	3 ай	6 ай	12 ай
Абсолюттік	-3%	2%	-5%
vs KASE	-2%	-8%	-38%

Оразбаев Данияр, CFA
Инвестициялық талдаушы

(+7) 727 311 10 64 (688) | daniyar.oralbayev@fbroker.kz

«KEGOC» АҚ 2026 жылғы бірінші тоқсандағы қаржылық нәтижелерді жариялады. Біз есепті орташа оң деп бағалаймыз: қазан айынан бастап тарифтердің күрт өсуі аясында рекордтық тоқсандық түсім маржаның қалпына келуімен қатар жүрді, ал таза пайда рекордтық деңгейге дейін өсті. Сонымен бірге, сәуір айының соңында компания осы жылғы қыркүйекке дейін жаңа тарифтерді бекітті, бұл біздің күткенімізден жоғары болып шықты. Бұл біздің нысаналы бағамыздың өсуінің негізгі факторы болды. Екінші жағынан, ағымдағы деңгейлерге қатысты тарифтері айтарлықтай төмен жаңа бес жылдық тарифтік торды бекіту қаупі сақталады. Сондай ақ компанияның ауқымды инвестициялық циклі болады. Бағалау үлгісінде барлық өзгерістен кейін біз KEGOC бір акциясының нысаналы бағасын ағымдағы деңгейлердің 53%-ға өсу әлеуетімен 1 930 теңгеден 2 180 теңгеге дейін көтердік. «Сатып алуға» кеңес беріледі.

Бағалаудың негізгі факторлары. Тарифтік траектория негізгі драйвер болып қала береді. Есепті кезең аяқталғаннан кейін КРЕМ 2026 жылғы 24 сәуірдегі бұйрықпен (1 мамырдан бастап күшіне енеді) ағымдағы бес жылдық циклдің соңғы бес айына тарифтердің елеулі өскенін бекітті: беру тарифі сағатына 5,575 теңге/кВт-қа дейін (5,012 сәуір деңгейіне 11%-дан астам), ҰЭТ пайдалануға сағатына 3,216 теңге/кВт-қа дейін өсті (2,892 қатысты 11%-дан астам). Бұл қайта қарау тек өз бетінше ғана емес, сондай-ақ келесі бес жылдық тарифтік цикл басталатын деңгейдің көрсеткіші ретінде де маңызды: ағымдағы циклден жоғары шығу нүктесі жаңа жүйені жоғары тарифтерге негіз жасайды және біздің орта мерзімді деңгейді бағалау үлгісіндегі түсімнің болжамын көтереді. Жаңа бес жылдық тарифтік жүйені бекіту әлі де негізгі тәуекел болып табылады. Өткен жылдардағы тәжірибе және басқа компаниялардың мысалдары жаңа бес жылдық циклге көшу кезінде тарифтердің сақталу немесе тіпті азаю ықтималдығын көрсетеді. Инвестициялық цикл ауқымы басты құрылымдық тәуекел болып қала береді, дегенмен ҚДБ-ның бірінші траншын тарту (12,6% мөлшерлеме бойынша 32 млрд теңге) қаржыландырудың қамтамасыз етілгенін растайды. Бірінші тоқсанның соңында күрделі сипаттағы шарттық міндеттемелер 431 млрд теңгеге дейін (2025 жылдың соңындағы 643 млрд теңгеден) төмендеді, бұл жобаларды іске асырудағы прогресті көрсетеді.

Түсім: тарифтердің өсуі аясында жаңа рекорд. Тоқсандық түсім 126 млрд теңгеге (ж/ж 44%-дан астам) жетіп, төртінші тоқсандағы

рекордтан (118,9 млрд) асып түсті. Кірістің ең ірі бабы, ҰЭЖ пайдалану бойынша көрсетілетін қызметтер тарифтің 43%-ға өсуі және көлемнің 4,6%-ға ұлғаюы аясында ж/ж 49%-ға 61,7 млрд теңгеге дейін өсті. Электр энергиясын беруден түсетін кіріс ж/ж 31%-ға 26,8 млрд теңгеге дейін ұлғайды: тариф 42%-ға өсті, алайда көлем 7,7%-ға төмендеді, бұл алдыңғы тоқсандардың үрдісін жалғастыруда. Диспетчерлеу бойынша көрсетілетін қызметтер тұрақты көлемде (0,9%-дан астам) тариф (30%-дан астам) есебінен ж/ж 31% қосты. ЭТН-да теңгерімдеуші электр энергиясын сатудан түскен кіріс екі еседен астам (ж/ж 112%-дан астам) 11,8 млрд теңгеге дейін өсті. Теңгерімдеу бойынша көрсетілетін қызметтер ж/ж 28%-ға өсті, ал мемлекетаралық ағынның өтемақысынан түсетін кіріс ж/ж 18%-ға ұлғайды. Жалпы алғанда Қазақстанда электр энергиясын өндіру көлемі бірінші тоқсанда ж/ж 0,5%-ға ғана өсті.

Маржалық: бірнеше тоқсаннан кейінгі құлдырау. Бірінші тоқсан төртінші тоқсанда басталған табыстылықты қалпына келтіру трендінің орнықтылығын растады. Жалпы маржа бір жыл бұрынғы 30,6%-ға қарағанда 37,4%-ға жетті. Түсім 44%-ға өскен кезде өзіндік құн ж/ж 30%-ға артып, пайданың озық өсуін қамтамасыз етті. Электр энергиясының технологиялық шығынының құны ж/ж 39% (27,6 млрд теңге) өсті, бұл төртінші тоқсанмен салыстырғанда айтарлықтай жоғары (18%-дан астам). Мемлекетаралық ағынды өтеу үшін электр энергиясын сатып алуға жұмсалған шығын екі еседен астам өсті (ж/ж 127%-дан астам). Тозу мен амортизация ж/ж 5%-ға 13,2 млрд теңгеге дейін төмендеді, еңбекақы төлеу бойынша шығыс ж/ж 23%-ға өсті, EBITDA 57,3 млрд теңгені (ж/ж 49%-дан астам) құрады, бұл ретте EBITDA маржа бір жыл бұрынғы 43,5%-дан 45,3%-ға дейін кеңейді, бұл соңғы екі жыл ең жоғары тоқсандық деңгей болып табылады. Таза пайда ж/ж 80%-ға 33,4 млрд теңгеге немесе акцияға 121 теңгеге дейін өсті, ал таза маржа 26,4%-ға жетті (21,1%-ға қарағанда). Тоқсандық еркін ақша ағыны күрделі шығынның ж/ж 29%-ға өсуіне байланысты ж/ж 41%-ға төмендеді, бұл ретте операциялық ақша ағыны тек ж/ж 8,3%-ға өсті.

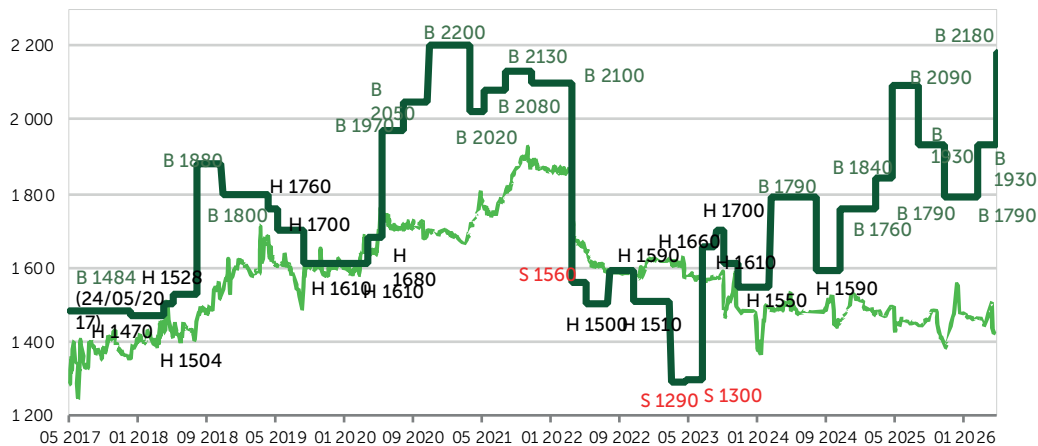
Біздің пікіріміз және бағалау үлгісіндегі өзгерістер. Бірінші тоқсандағы есеп күткеннен де күшті болып шықты және біздің инвестициялық тезисімізді растайды: тарифтік өсім толығымен түсім мен пайдаға аударылады, маржа әрі қарай кеңеюде және борыш жүктемесінің ыңғайлы деңгейін сақтай отырып, инвестициялық цикл қарқын алуда. Тарифтердің өсуі бағалау үлгісіне тікелей оң әсер етеді: болжамды тарифтерді деңгейге қайта есептеу кезінде үлгілер, түсім және EBITDA жоғары қарай жылжиды, бұл басқа жағдайлар тең болған жағдайда бір акцияның әділ құнын арттырады. Көрсетілген нәтижелерді ескере отырып, төмен ағымдағы мультипликаторларды атап өтеміз. Екінші жағынан, біз электр энергиясын өндірудің әлсіз бірінші тоқсанынан кейін елдегі электр энергиясын тұтыну мен импорттау болжамын сәл азайттық. Нәтижесінде бағалау үлгісіндегі барлық өзгерістен кейін «KEGOC» АҚ бір акциясының нысаналы бағасы **1 930 теңгеден 2 180 теңгеге дейін** көтерілді, бұл 53%-ға өсу әлеуетін береді. **«Сатып алуға» кеңес береді.**

АНЫҚТАМАЛЫҚ АҚПАРАТ

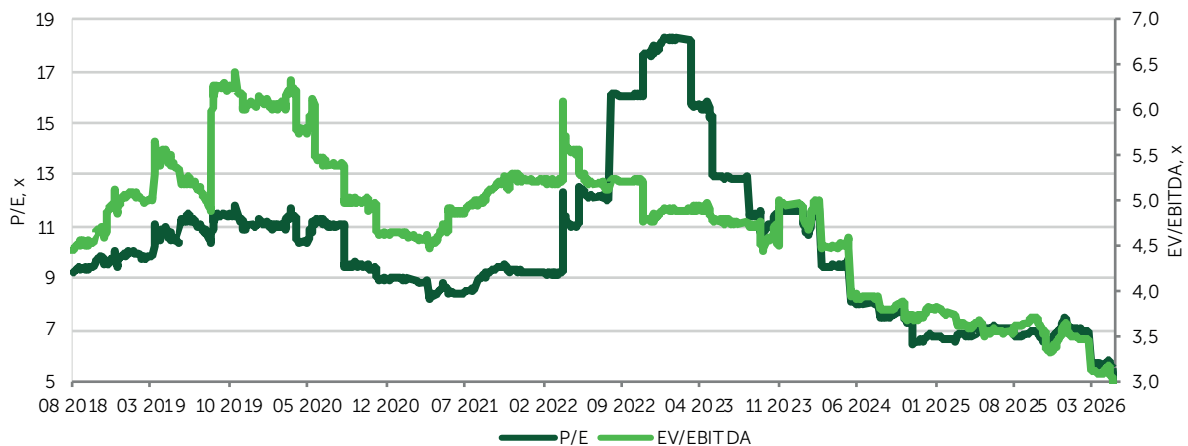
1-сурет. Бағалау моделінің соңғы нұсқасындағы басты өзгерістер

Болжамдардағы өзгерістер	Бағалау күні		Өсу, %	Түсініктемелер
	17.03.2026	19.05.2026		
Түсім, 2027, млрд теңге	531	566	+6,6%	Тарифтердің өсуі біздің күткенімізден жоғары
ЭЭ тұтыну және импорт болжамы, 2026, млрд кВтч	133,7	132,9	-0,6%	Қазақстанда бірінші тоқсанда электр энергиясы өндірісінің өсу қарқынының бәсеңдеуі

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	3	30%
Hold	6	60%
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