

Результаты за второй квартал 2025 г.

11 сентября 2025 года

Тикер		KEGC KZ	
Рекомендация		Покупать	
Текущая цена, Т/акцию		1 443	
Целевая цена (12-мес), Т/акцию		1 881	
Потенциал роста		30.4%	
Данные по акциям			
Кол-во простых акций (млн)		275	
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес. (Т млн)		53.1	
Доля акций в свобод. обращ. (%)		15%	
Рыночная капитализация (Т млрд)		397.2	
Кредитные агентства			
Агентства	Рейтинг	Прогноз	Дата
Fitch	BBB	Стабильный	28.01.2025
Moody's	Baa1	Стабильный	21.05.2025
Standard&Poor's	BB+	Позитивный	28.08.2025
Финансовые показатели (Т млн)			
	2024	LTM	2025П
Доходы	319 906	344 648	397 348
EBITDA	122 781	125 474	172 462
Чистая прибыль	59 497	58 591	89 092
Собственный капитал	769 922	781 882	811 416
EPS (Т)	216	213	324
Дивиденд на акцию (Т)	162	162	173
Оценка			
	2024	LTM	2025П
P/E (x)	6.7	6.8	4.5
P/B (x)	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	6.2	6.1	4.4
Дивидендная доходность	11.2%	11.2%	12.0%
ROE	8.2%	7.8%	11.3%
ROA	5.7%	5.5%	7.6%
Динамика			
	KEGC KZ	KASE	
1М	-0.3%	8.1%	
3М	0.5%	25.7%	
12М	-2.5%	31.5%	
Максимум за 52 недели	1528	6990	
Минимум за 52 недели	1425	5088	

Уважаемые клиенты,

На основе финансовой отчетности компании за второй квартал 2025 года мы обновили нашу оценку справедливой стоимости акций KEGOC. Для расчета целевой цены была использована обновленная финансовая модель, в которую были включены актуальные допущения по операционным и финансовым показателям компании. Эти корректировки были сделаны на основе нашего анализа и экспертных оценок с учетом планируемых изменений на период до 2030 года включительно.

Мы сохраняем рекомендацию «Покупать» по акциям KEGOC, предполагая совокупную доходность на уровне 41.7% на горизонте 12 месяцев. Наш прогноз включает потенциальный прирост стоимости акции на 30.4% до уровня ₸1881, а также ожидаемую дивидендную доходность в размере 11.3%.

По заявлению представителей KEGOC, компания ожидает улучшения показателя операционной маржинальности во втором полугодии 2025 года благодаря пересмотренным тарифам на технические потери. Основной причиной снижения маржинальности в первом полугодии 2025 года стало увеличение стоимости электроэнергии, используемой для компенсации технологических потерь. Средняя стоимость электроэнергии для этих целей выросла с 16.48 тенге/кВтч в 2024 году до 23.94 тенге/кВтч в 2025 году. Однако, начиная с апреля 2025 года, были утверждены скорректированные тарифы, которые должны компенсировать возросшие затраты.

Мы скорректировали наши прогнозы на второе полугодие текущего года, чтобы учесть эти изменения. Ожидается, что компенсация возросших затрат улучшит финансовые показатели компании, что позволяет нам сохранить наши первоначальные оценки маржинальности в целом по году.

Кроме того, по результатам первого полугодия 2025 года фактические доходы по статьям «Доходы от продажи балансирующей электроэнергии» и «Доходы от продажи электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков электрической энергии» сложились ниже наших предыдущих ожиданий. Таким образом, мы внесли корректировки в наши прогнозы по доходам от продажи балансирующей электроэнергии и компенсации межгосударственного сальдо, чтобы отразить текущие финансовые результаты компании.

Текущие и прогнозные темпы роста экономики оказались выше наших ожиданий. По результатам очередного макроэкономического опроса Национального Банка Казахстана, экспертное сообщество представило свои прогнозы на 2025–2027 годы, указывающие на быстрый рост экономики.

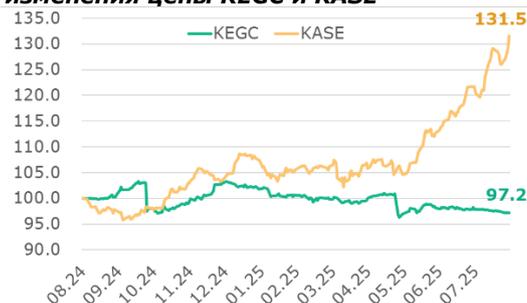
Аналитики ожидают, что в ближайшие три года цена на нефть марки Brent будет стабильной, находясь в диапазоне \$68.5–\$69 за баррель, что создает благоприятные условия для экономического развития. Прогнозы по росту ВВП Казахстана улучшились на всем горизонте анализа:

- в 2025 году ожидается рост на 5.5–6.5%;



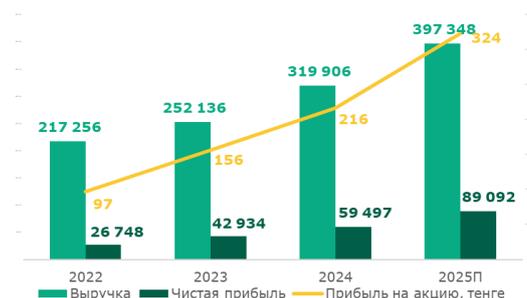
Источник: данные компании; Bloomberg; KASE; расчеты Halyk Finance; П – Прогноз; LTM – последние 12 месяцев (Last twelve months)

Рис 1. Нормализованная динамика изменения цены KEGC и KASE



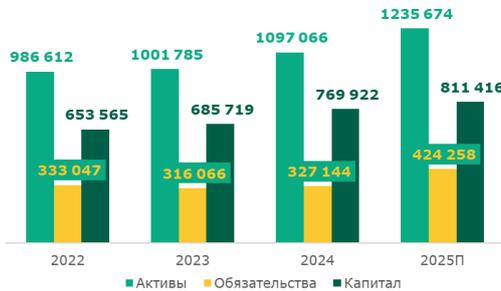
Источник: данные компании; Bloomberg

Рис 2. Динамика выручки, чистой прибыли (Т млн) и прибыли на акцию (Т): 2022 – 2025П гг.



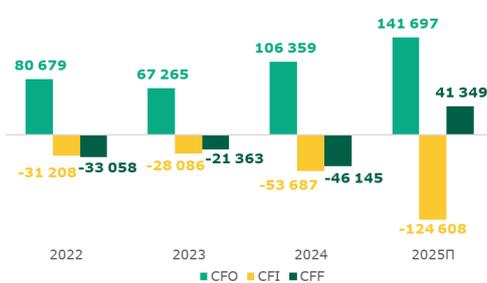
Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; П – Прогноз

Рис 3. Динамика активов, обязательств и капитала: 2022 – 2025П гг. (₸ млн)



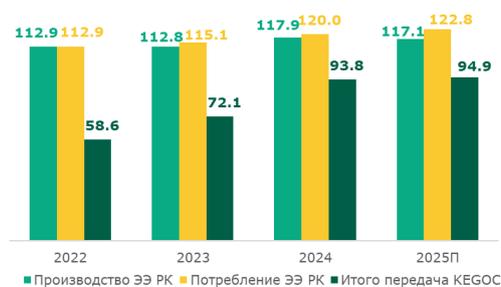
Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; П – Прогноз

Рис 4. Динамика CFO, CFF, CFI: 2022 – 2025П гг. (₸ млн)



Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; П – Прогноз

Рис 5. Динамика потребления, производства ЭЭ и передачи KEGOC 2022 – 2025П гг. (млрд кВтч)



Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; Минэнерго РК; П – Прогноз

Рис 6. Динамика тарифов на передачу, НЭС, балансировку и диспетчеризацию KEGOC: 2022 – 2025П гг. (₸)



- в 2026 году — на 4.0–5.0%;
- в 2027 году — на 3.5–4.5%.

На фоне устойчивого роста ВВП и пересмотренных в сторону улучшения макроэкономических прогнозов, мы скорректировали темп роста денежных потоков в постпрогнозном периоде, повысив его с 3% до 4%. Мы полагаем, что компания KEGOC станет одним из основных бенефициаров ускорения темпов экономической активности ввиду предоставления ключевых услуг, необходимых для обеспечения этого роста. Данное изменение отражает нашу уверенность в долгосрочных перспективах компании и ее способности извлекать выгоду из благоприятной экономической конъюнктуры.

Компания продолжает реализовывать амбициозный план капитальных затрат. Значительный отток денежных средств во втором квартале 2025 года, связанный с приобретением основных средств, был обусловлен активной фазой реализации крупных инвестиционных проектов. Эти средства в размере T47.7 млрд отражены в балансе компании как «Авансы, выданные за долгосрочные активы». Согласно примечанию к финансовой отчетности, эти авансы были направлены поставщикам в рамках двух ключевых проектов: «Усиление электрической сети Южной зоны ЕЭС Казахстана» и «Объединение энергосистемы Западного Казахстана с ЕЭС Казахстана». Данные проекты были учтены нами при прогнозировании капитальных затрат и соответствуют нашим ожиданиям.

Кроме того, мы усовершенствовали прогноз по капитальным затратам благодаря предоставленным представителями KEGOC данным о планируемых инвестициях в основной капитал до 2029 года включительно. Эти сведения позволили нам повысить точность расчета свободных денежных потоков компании, что, в свою очередь, обеспечивает большую уверенность в нашей итоговой оценке.

В условиях ужесточения монетарной политики НБРК стоимость будущих денежных потоков была пересчитана. Пересмотр базовой ставки Национального банка Республики Казахстан до 16.5% годовых вызван стремлением сдержать инфляцию, которая, несмотря на небольшое замедление в июле, остается на высоком уровне. Годовая инфляция в 11.8% обусловлена ростом цен на продовольственные и непродовольственные товары. Хотя месячная инфляция снизилась, ее значение в 0.7% все еще значительно превышает исторические средние показатели. Это указывает на устойчивое инфляционное давление, поддерживаемое фискальным стимулированием, активным розничным кредитованием и высоким потребительским спросом.

В связи с ростом инфляционного давления и последовавшим увеличением доходности 10-летних ГЦБ РК, мы пересмотрели показатель безрисковой ставки в сторону повышения с прошлых 14.1% до 16.9%. Таким образом, средневзвешенная стоимость капитала (WACC) KEGOC, используемая для оценки, увеличилась до 18.2%.

По аналогичной причине стоимость акционерного капитала (CAPM) выросла до 20.8%. Данный показатель учитывает актуальную безрисковую ставку, основанную на доходности 10-летних ГЦБ РК, скорректированное значение беты, премию за риск по Казахстану (согласно данным Damodaran).

Стоимость долгового капитала, скорректированного на налоги, оценена в 14.08%, исходя из текущих рыночных доходностей ГЦБ и средней премии облигаций квазигосударственных компаний.

Источник: данные компании; П – Прогноз; *Услуга по передаче ээ по НЭС была введена в середине 2023 года.

Дивиденды. В части дивидендной политики наш прогноз предполагает, что KEGOC будет генерировать достаточный объем денежных средств для обеспечения стабильного роста дивидендных выплат, соблюдая при этом минимальный уровень выплат в 60% от чистой прибыли, согласно утвержденной политике, что подразумевает потенциальный рост дивидендной доходности при сохранении текущей стоимости акций.

Модель оценки. Для оценки справедливой стоимости акций KEGOC мы продолжаем применять модель дисконтирования свободных денежных потоков к фирме (DCF – FCFF) на прогнозный период 2025–2030 годов, осознавая, что используемые прогнозы частично основаны на оценочных суждениях, и фактические результаты могут отличаться. Данные о потенциальных капитальных затратах после 2026 года позволили нам улучшить наш прогноз, а также с большей точностью экстраполировать показатели по будущим проектам, реализуемых за пределами анализируемого нами периода.

Мы сохраняем рекомендацию «Покупать» по акциям KEGOC, предполагая совокупную доходность на уровне 41.7% на горизонте 12 месяцев. Наш прогноз включает потенциальный прирост стоимости акции на 30.4% до уровня ₸1881, а также ожидаемую дивидендную доходность в размере 11.3%.

Краткое описание модели – в Приложении 2.

Таблица 1. Отчет о прибылях и убытках

млн тенге	2кв. 2023	2кв. 2024	2кв. 2025	Изм. % 2кв.		1П 2024	1П 2025	Изм. % 1П
				2023 - 2кв. 2024	2024 - 2кв. 2025			
Всего выручка и прочие доходы	53 593	73 250	95 086	36.7%	29.8%	158 374	183 116	15.6%
Себестоимость	37 506	51 514	70 738	37.3%	37.3%	106 319	131 837	24.0%
Валовая прибыль	16 087	21 736	24 348	35.1%	12.0%	52 055	51 279	-1.5%
Валовая маржинальность	30%	30%	26%			33%	28%	
Общие и админ. расходы	2 155	3 023	3 064	40.3%	1.4%	6 132	5 613	-8.5%
Расходы по реализации	126	123	148	-2.4%	20.1%	272	287	5.4%
Доход/убыток от переоценки основных средств	0	2	15	-1704.4%	700.7%	8	10	17.7%
Операционная прибыль	13 806	18 588	21 122	34.6%	13.6%	45 643	45 369	-0.6%
Операционная маржинальность	26%	25%	22%			29%	25%	
Финансовые доходы	1 905	3 150	3 222	65.3%	2.3%	6 003	6 680	11.3%
Финансовые расходы	3 676	3 169	5 117	-13.8%	61.4%	6 708	10 185	51.8%
(Отрицательная) / положительная курсовая разница, нетто	108	164	21	51.2%	-87.4%	265	314	-218.2%
Доля в прибыли ассоциированной компании	458	131	161	-71.4%	22.5%	233	219	-6.0%
Прочие доходы	372	138	258	-62.8%	86.9%	611	853	39.6%
Прочие расходы	46	1 152	111	2391.0%	-90.3%	1 291	235	-81.8%
Начисление резерва под ожидаемые кредитные убытки	876	354	191	-59.6%	-46.0%	645	156	-75.9%
Прибыль до налогообложения	12 052	17 497	19 364	45.2%	10.7%	44 112	42 232	-4.3%
Расход по подоходному налогу	2 234	3 743	3 655	67.6%	-2.4%	8 947	7 973	-10.9%
Чистая прибыль	9 818	13 753	15 709	40.1%	14.2%	35 165	34 259	-2.6%
Маржинальность прибыли	18%	19%	17%			22%	19%	
Прибыль на акцию, тенге	38	50	57	32.3%	14.2%	128	124	-2.6%

Источник: данные компании

Таблица 2. Отчет о финансовом положении

млн тенге	2кв. 2023	2кв. 2024	2кв. 2025	Изм. % 2кв.	
				2023 - 2кв. 2024	2024 - 2кв. 2025
Итого Активы	978 432	1 001 032	1 101 372	2.3%	10.0%
Итого Обязательства	318 127	305 513	319 489	-4.0%	4.6%
Итого Капитал	660 305	695 520	781 882	5.3%	12.4%

Источник: данные компании

Таблица 3. Отчет о движении денежных средств

млн тенге	1П 2023	1П 2024	1П 2025	Изм. % 1П	
				2023 - 1П 2024	2024 - 1П 2025
Операционная дея-ть	37 642	52 959	69 714	40.7%	31.6%
Инвестиционная дея-ть	18 730	14 122	55 889	-24.6%	295.8%
Финансовая дея-ть	18 135	22 400	24 256	23.5%	8.3%

Источник: данные компании

Приложение 1. Сравнение мультипликаторов по текущим рыночным ценам

Компания	Тикер	Капит., млрд\$	P/E	Forw. P/E	PEG	EV/EBITDA	P/B	P/S	ROE	ROA	Бета	Див. Дох-ть
KEGOC	KEGC KZ Equity	0.7	6.8	4.4	1.7	6.1	0.5	1.1	7.8%	5.5%	0.90	11%
NATIONAL GRID	NG/ LN Equity	69.7	17.8	12.0	1.6	11.4	1.1	2.7	8.6%	2.8%	0.82	5%
TERNA-RETE ELETTRICA NAZIONA	TRN IM Equity	20.2	15.9	16.0	3.8	11.1	3.1	4.6	19.9%	4.2%	0.55	NA
REDEIA CORP	RED SM Equity	10.5	24.4	15.5	2.8	12.3	1.8	5.6	7.1%	2.4%	0.54	NA

Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; Bloomberg

Приложение 2. Расчет справедливой стоимости (FCFF)

Т млн	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка	319 906	397 348	437 457	470 041	505 330	543 010	597 134
EBIT	71 494	112 035	132 543	138 907	148 487	160 620	186 617
EBITDA	122 781	172 462	199 144	211 272	224 054	239 413	266 889
FCFF	73 763	33 403 -	28 832 -	3 063	94 089	106 256	187 814
WACC	18.2%						

Свободные денежные потоки (PV)	73 763	33 403 -	24 393 -	2 192	56 976	54 437	81 406
Сумма денежных потоков (PV)	166 234						
Терминальная стоимость (PV)	1 375 620						
Долгосрочные темпы роста (%)	4.0%						
12M целевая цена (Т/акция)	1 881						
Текущая цена (Т/акция)	1 443						
Потенциал роста/(снижения)	30.4%						
Рекомендация	Покупать						
				Cost of Equity			20.8%
				Tax Adjusted Cost of Debt			14.1%
				Доля собственного капитала			0.61
				Доля заемного финансирования			0.39
				Beta			0.90

Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance

Приложение 3. Таблица чувствительности стоимости

WACC	Долгосрочный рост				
	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
16.2%	2 198	2 310	2 431	2 562	2 705
17.2%	1 923	2 016	2 116	2 224	2 341
18.2%	1 689	1 767	1 881	1 941	2 038
19.2%	1 487	1 554	1 625	1 700	1 781
20.2%	1 313	1 370	1 430	1 495	1 563

Источник: расчеты Halyk Finance

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана». Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. Инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

Департамент торговых идей**E-mail**dti@halykfinance.kz**Департамент продаж****E-mail**sales@halykfinance.kz**Адрес:**

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg**HLFN****Refinitiv****Halyk Finance****Factset****Halyk Finance****Capital IQ****Halyk Finance**