



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

BERKSHIRE HATHAWAY: Недооцененный гигант на пороге новой эры

Раздел 1:

Введение: возможность в тени преемственности

В мире инвестиций немногие имена вызывают такое же уважение и доверие, как Berkshire Hathaway и ее легендарный руководитель Уоррен Баффетт. На протяжении многих десятилетий эта компания была синонимом долгосрочного создания стоимости, демонстрируя совокупный годовой темп роста, который превратил ее из скромной текстильной фабрики в один из крупнейших и наиболее диверсифицированных конгломератов в мире. Однако в последнее время на безупречном горизонте Berkshire появилось облако неопределенности. Объявление о том, что Уоррен Баффетт уйдет с поста генерального директора, вызвало волну беспокойства на рынке, что привело к заметному отставанию акций компании от широкого рынка.

Эта реакция рынка, хотя и понятна с эмоциональной точки зрения, представляет собой классический случай, когда краткосрочные настроения заслоняют долгосрочную фундаментальную ценность. Акции Berkshire Hathaway упали на 9% в течение пяти недель после объявления об уходе Баффета, в то время как рынок в целом вырос на 6%, что свидетельствует о том, что инвесторы начали дисконтировать так называемую «премию Баффетта» — надбавку, которую они были готовы платить за то, чтобы их капиталом управлял величайший инвестор современности. Именно в этом расхождении между восприятием рынка и экономической реальностью кроется уникальная инвестиционная возможность.

Данный отчет ставит своей целью продемонстрировать, что текущая рыночная капитализация Berkshire Hathaway существенно занижает ее фундаментальную стоимость. Мы считаем, что рынок ошибочно фокусируется на факторе ухода одного человека — пусть даже столь выдающегося, как Уоррен Баффетт — и при этом недооценивает глубину, прочность и устойчивость созданной им бизнес-системы. За последние годы Баффетт последовательно и намеренно снижал «риск незаменимой фигуры», выстраивая децентрализованную корпоративную структуру, способную эффективно функционировать независимо от участия одного лидера. Berkshire Hathaway была задумана и построена как самодостаточная и устойчивая экосистема — инвестиционная машина, способная существовать и развиваться в отсутствие своего основателя. Рыночная реакция сегодня, по сути, опирается на устаревший нарратив — «Что будет с Berkshire без Баффетта?» — при этом игнорируется тот факт, что сама компания уже давно дала на этот вопрос исчерпывающий и стратегически выверенный ответ, реализованный в институциональной архитектуре и кадровой преемственности.

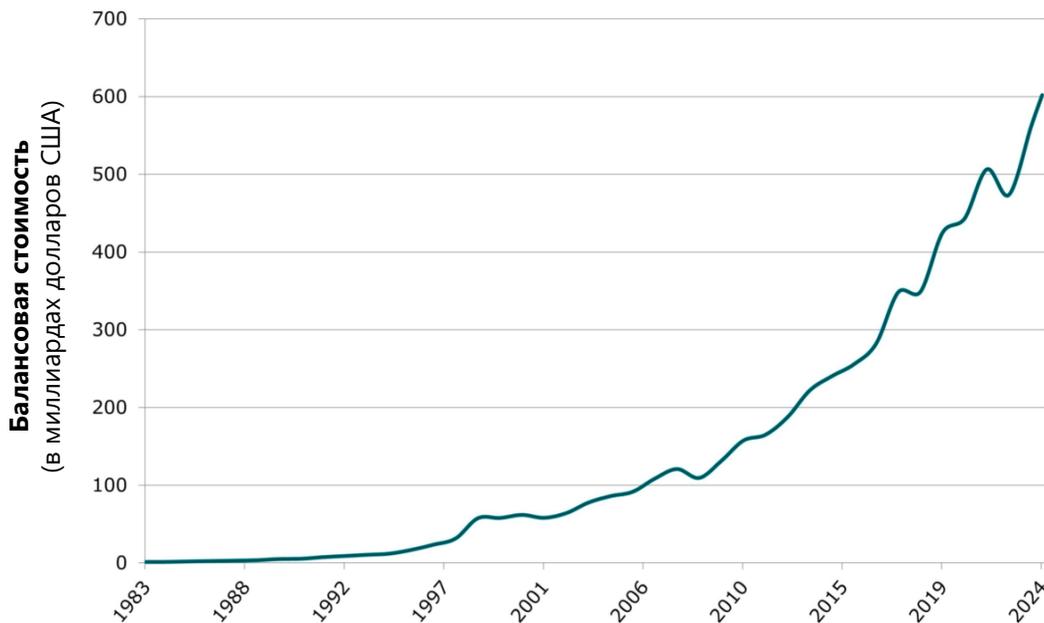
В последующих разделах мы проведем глубокий анализ активов Berkshire, деконструируя ее на составные части: процветающие операционные компании, мощный страховой бизнес, диверсифицированный портфель публичных акций и колоссальный денежный резерв. Мы представим две консервативные модели оценки — на основе нормализованной операционной прибыли и по сумме частей (Sum-of-the-Parts), — которые убедительно продемонстрируют, что акции компании торгуются со значительным дисконтом к своей справедливой стоимости. Наконец, мы детально рассмотрим план преемственности, доказывая, что он является не источником риска, а тщательно продуманным переходом к новой, более специализированной и масштабируемой модели управления. Таким образом, текущая рыночная конъюнктура предоставляет редкую возможность для долгосрочных инвесторов приобрести долю в одной из самых устойчивых и прибыльных компаний мира по цене, которая не полностью отражает ее фундаментальную мощь.



График 1: Динамика балансовой стоимости Berkshire Hathaway

Berkshire Hathaway Inc
Балансовая стоимость

Финансовые годы 1983 – 2 полугодие 2024 года



Раздел 2:

Анатомия империи: деконструкция активов и источников прибыли

Чтобы понять истинную ценность Berkshire Hathaway, необходимо выйти за рамки биржевого тикера и рассмотреть компанию как совокупность уникальных, взаимодополняющих бизнес-единиц. Ее структура — не случайный набор активов, а тщательно выстроенная экосистема, в которой каждый элемент играет важную роль в создании устойчивого и растущего денежного потока.

Подраздел 2.1:

Операционные жемчужины – непубличные бизнесы как фундамент стабильности

Основой финансовой мощи Berkshire является ее коллекция полностью принадлежащих ей непубличных операционных компаний. Эти предприятия формируют прочный фундамент, генерируя значительные и предсказуемые денежные потоки, в значительной степени защищенные от рыночной волатильности. В 2024 году эти нестраховые операционные бизнесы принесли более \$21,8 млрд операционной прибыли, что подчеркивает их масштаб и стратегическую важность.

Burlington Northern Santa Fe (BNSF) Railway: Являясь одной из крупнейших железнодорожных сетей в Северной Америке, BNSF представляет собой незаменимую артерию американской экономики. Железная дорога перевозит широкий спектр товаров, от угля и сельскохозяйственной продукции до потребительских товаров и промышленных материалов. Ее критическая роль в цепочках поставок создает глубокий экономический «ров», защищающий от конкуренции. В 2024 году BNSF сгенерировала операционную прибыль в размере \$5,03 млрд, продемонстрировав свою устойчивость и эффективность.



Berkshire Hathaway Energy (BHE): Этот диверсифицированный энергетический холдинг является ярким примером успешного долгосрочного инвестирования и операционного управления. Под многолетним руководством Грега Абеля, преемника Баффетта, BHE превратилась в лидера в области коммунальных услуг и возобновляемой энергетики. Компания обслуживает миллионы клиентов в США, Великобритании и Канаде. В 2024 году BHE показала значительный рост, заработав \$3,73 млрд операционной прибыли, что отражает как эффективность ее традиционных активов, так и успешные инвестиции в ветряную и солнечную энергию.

Производство, услуги и розничная торговля (Manufacturing, Service, and Retailing - MSR): Эта группа представляет собой диверсифицированный срез американской экономики и включает в себя десятки компаний, каждая из которых является лидером в своей нише. Среди них такие гиганты, как производитель аэрокосмических компонентов Precision Castparts, химическая компания Lubrizol, производитель сборных домов Clayton Homes, а также известные потребительские бренды, такие как Duracell, Dairy Queen и See's Candies. Совокупно эта группа является мощнейшим генератором прибыли, обеспечив в 2024 году \$13,07 млрд операционной прибыли.

Уникальность операционной модели Berkshire заключается не только в качестве этих активов, но и в том, как они взаимодействуют. Конгломерат функционирует как высокоэффективный внутренний рынок капитала. Денежные потоки, генерируемые зрелыми и стабильными бизнесами, такими как See's Candies, могут быть без транзакционных издержек и комиссий инвестиционных банков перенаправлены в быстрорастущие сегменты, например, в проекты BHE по возобновляемой энергетике. Эта способность перераспределять капитал внутри компании, минуя внешние рынки, является колоссальным и часто недооцениваемым конкурентным преимуществом.

Подраздел 2.2:

Страховой двигатель: уникальная модель генерации капитала

Страховые операции являются сердцем и душой Berkshire Hathaway. Это не просто один из сегментов бизнеса, а уникальный механизм, который обеспечивает компанию двойным потоком прибыли и предоставляет ей огромный объем капитала для инвестиций. В 2024 году страховой сегмент продемонстрировал выдающиеся результаты, заработав \$9,02 млрд на андеррайтинге (принятии рисков) и \$13,67 млрд в виде инвестиционного дохода, что в сумме составляет \$22,69 млрд доналоговой прибыли.

Ключевым элементом этой модели является так называемый «флоат» (float). Флоат — это денежные средства, которые страховые компании получают от клиентов в виде премий и временно держат у себя до момента выплаты страховых возмещений. Для Berkshire Hathaway этот флоат представляет собой гигантский пул капитала, который на конец первого квартала 2025 года составлял примерно \$173 млрд. По сути, это беспроцентный (а благодаря прибыльному андеррайтингу — даже лучше, чем беспроцентный) заем от страхователей, который Berkshire может инвестировать в акции, облигации и другие активы для получения прибыли. Рост флоата с \$46 млрд два десятилетия назад до нынешних \$171 млрд является свидетельством феноменального успеха этой модели.

Страховая империя Berkshire диверсифицирована и включает в себя несколько ключевых подразделений:

- **GEICO:** Один из крупнейших автостраховщиков в США, известный своей моделью прямых продаж. Недавний успешный разворот в операционной деятельности GEICO под руководством Тодда Комбса, одного из инвестиционных менеджеров Berkshire, подчеркивает глубину управленческого таланта в компании.
- **Berkshire Hathaway Reinsurance Group:** Один из мировых лидеров в области перестрахования, предоставляющий защиту другим страховым компаниям от крупных и катастрофических убытков.
- **Berkshire Hathaway Primary Group:** Группа, объединяющая множество специализированных страховых компаний, работающих в различных нишах.

Дисциплинированный подход к андеррайтингу, позволяющий получать прибыль непосредственно от страховой деятельности, в сочетании с умелым инвестированием гигантского флоата, делает страховой бизнес Berkshire Hathaway мощнейшим и не имеющим аналогов двигателем создания стоимости.



Подраздел 2.3:

Портфель голубых фишек и концепция "прозрачной" прибыли

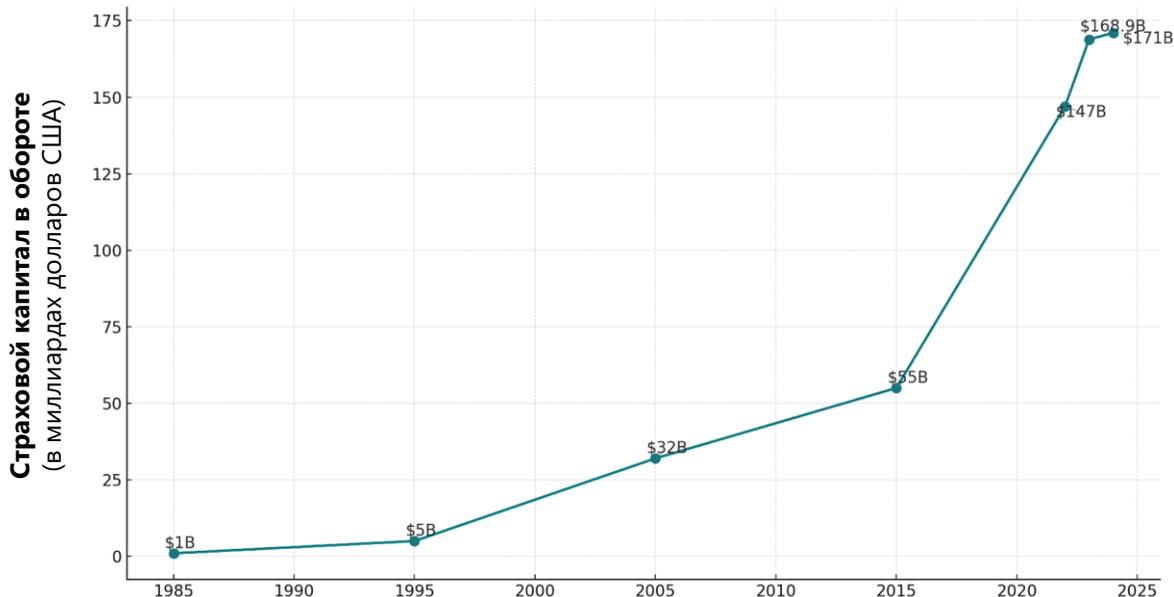
Стандартная финансовая отчетность отражает только дивиденды, которые Berkshire получает от своего портфеля публичных акций. Однако этот подход скрывает истинную экономическую реальность. Уоррен Баффетт всегда призывал акционеров смотреть на эти инвестиции так, как будто Berkshire владеет долей в каждом из этих бизнесов, а значит, имеет право на пропорциональную долю их нераспределенной прибыли. Этот метод, известный как «сквозная прибыль» (look-through earnings), позволяет оценить реальную доходность портфеля, а не только полученные дивиденды.

Для расчета этой скрытой прибыли мы берем количество акций, которыми Berkshire владела на конец первого квартала 2025 года, и умножаем его на прибыль на акцию (EPS) каждой компании за последние двенадцать месяцев (TTM). Этот консервативный подход, основанный на уже полученной прибыли, а не на будущих прогнозах, раскрывает дополнительный мощный источник дохода. Например, крупнейший холдинг Apple принес бы около \$1,93 млрд «сквозной прибыли». Bank of America и American Express добавили бы еще примерно по \$2,15 млрд и \$2,17 млрд соответственно. Другие крупные пакеты акций, такие как Coca-Cola (\$1,00 млрд), Chevron (\$1,04 млрд) и Occidental Petroleum (\$0,65 млрд), также вносят значительный вклад.

В совокупности, консервативная оценка «сквозной прибыли» портфеля составляет около \$12 млрд в год после уплаты налогов. Эта цифра представляет собой реальную экономическую выгоду, которую Berkshire получает от своих инвестиций, и она значительно превышает дивиденды, отражаемые в официальной отчетности. Важно отметить, что некоторые оценки, с учетом иностранных публичных компаний которыми владеет Berkshire Hathaway, могут достигать \$15 млрд. Такая цифра может быть получена при использовании прогнозных (а не фактических) данных по EPS или при расчете до уплаты налогов. Наш консервативный подход, основанный на фактических данных TTM, обеспечивает более надежную базу для оценки, в то время как более высокие оценки могут рассматриваться как потенциал для роста в бычьем сценарии.

График 2: Страховой капитал в обороте Berkshire Hathaway (insurance float)

Страховой капитал в обороте Berkshire Hathaway за последние 40 лет





Раздел 3:

Крепость Berkshire: денежный резерв как абсолютный запас прочности

На конец первого квартала 2025 года баланс Berkshire Hathaway украшала беспрецедентная сумма денежных средств и их эквивалентов (преимущественно краткосрочных казначейских векселей США) — около \$348 млрд. В мире, одержимом полной загрузкой капитала, такой огромный резерв часто воспринимается как признак нерешительности или отсутствия инвестиционных идей. Однако в философии Berkshire этот денежный запас является не пассивом, а мощнейшим стратегическим активом и абсолютным запасом прочности.

Во-первых, этот резерв является проявлением непоколебимой дисциплины в условиях рынка, который Баффетт считает в значительной степени переоцененным. На протяжении десяти кварталов подряд Berkshire была чистым продавцом акций, продав на \$174 млрд больше, чем купила. Это не означает пессимизма в отношении будущего американского бизнеса, а скорее свидетельствует об отказе переплачивать за активы. Вместо того чтобы гнаться за дорогими сделками, Berkshire предпочитает ждать «идеальной подачи», сохраняя свою «пороховницу сухой».

Во-вторых, этот денежный запас обеспечивает непревзойденную финансовую устойчивость. Он позволяет Berkshire с легкостью выполнять все свои обязательства, особенно по страховым выплатам в случае мега-катастроф, и гарантирует, что компании никогда не придется продавать хорошие активы в неподходящее время для покрытия текущих нужд. Этот финансовый бастион сам по себе является источником прибыли: в текущей среде повышенных процентных ставок, по оценкам, эти казначейские векселя приносят Berkshire около \$12 млрд годового дохода практически без риска.

Однако истинная ценность этого денежного резерва раскрывается в периоды рыночных потрясений. В то время как другие инвесторы вынуждены панически продавать, а компании борются за ликвидность, Berkshire превращается в поставщика капитала последней инстанции. Ценность ее денежных средств в такой ситуации возрастает нелинейно. Во время прошлых финансовых кризисов именно Berkshire смогла предоставить капитал гигантам на эксклюзивных и чрезвычайно выгодных условиях, включая привилегированные акции с высокими дивидендами и warrants, недоступные обычным инвесторам. Эта способность не просто покупать подешевевшие акции, а структурировать уникальные спасательные сделки, является уникальным преимуществом. Таким образом, \$348 млрд на балансе — это не просто денежные средства; это опцион на покупку первоклассных активов по бросовым ценам в будущем, ценность которого значительно превышает его номинальную стоимость и не отражена в текущей цене акций.

Раздел 4:

Комплексная оценка: почему Berkshire дешевле, чем кажется

Соединив воедино анализ операционных сегментов, «сквозной прибыли» от портфеля акций и стратегической ценности денежных резервов, мы можем перейти к комплексной оценке стоимости Berkshire Hathaway. Два независимых подхода — оценка по нормализованной операционной прибыли и анализ по сумме частей — показывают, что текущая рыночная капитализация не полностью отражает внутреннюю стоимость компании.

Подраздел 4.1:

Оценка по нормализованной операционной прибыли

Традиционный коэффициент P/E (цена/прибыль) плохо подходит для оценки Berkshire из-за волатильности нереализованных прибылей и убытков от инвестиций. Более точный и стабильный показатель — это совокупная генерирующая способность компании, или «нормализованная операционная прибыль». Мы рассчитаем ее как сумму операционной прибыли всех бизнесов и «сквозной прибыли» от портфеля акций.



- **Операционная прибыль за 2024 год:** Эта цифра, включающая прибыль от андеррайтинга и инвестиционный доход страхового сегмента, составила **\$47,4 млрд.**
- **«Сквозная прибыль» от портфеля акций:** Согласно нашему расчету, эта величина составляет примерно **\$12 млрд.**
- **Совокупная нормализованная прибыль:** \$47,4 млрд + 12,0 млрд = \$59-60 млрд.

При текущей рыночной капитализации около \$1,02 трлн, мы получаем аналог коэффициента P/E примерно в 16. Этот коэффициент является вполне разумным для диверсифицированного конгломерата такого высокого качества. Однако стоит отметить, что в будущем при росте прибыли активов Berkshire Hathaway и росте мировой экономики, общая операционную прибыль может достичь \$70 млрд или выше. Такая оценка, вероятно, основана на доналоговых показателях или прогнозных данных по прибыли. Даже наш консервативный расчет показывает справедливую оценку, в то время как более оптимистичный, но вполне допустимый сценарий указывает на явную недооцененность компании по мультипликатору прибыли.

Подраздел 4.2:

Оценка по сумме частей (Sum-of-the-Parts Valuation)

Метод оценки по сумме частей (SOTP) позволяет определить стоимость конгломерата путем оценки каждого его бизнес-сегмента по отдельности. Мы применим консервативные, основанные на отраслевых аналогах, мультипликаторы к прибыли каждого сегмента за 2024 год. Например, применив 20-кратный мультипликатор P/E к прибыли BNSF в размере \$5,03 млрд, мы получаем оценку в \$100,6 млрд. Для Berkshire Hathaway Energy с прибылью в \$3,73 млрд и аналогичным мультипликатором стоимость составляет \$74,6 млрд. Диверсифицированная группа производственных, сервисных и розничных компаний с прибылью \$13,07 млрд оценивается с 15-кратным мультипликатором в \$196,1 млрд. Наконец, страховые операции с их совокупной прибылью в \$22,69 млрд, оцененные с 15-кратным мультипликатором, стоят \$340,4 млрд.

Сложив стоимость этих операционных сегментов и добавив рыночную стоимость портфеля публичных акций (\$258,7 млрд+иностранные активы) и денежные средства (\$347,7 млрд), мы получаем валовую стоимость активов в близкой к \$1 400 млрд. После вычета общего корпоративного долга в размере примерно \$125,9 млрд, расчетная внутренняя стоимость акционерного капитала составляет \$1 274,1 млрд. По сравнению с текущей рыночной капитализацией в \$1,02 трлн, это предполагает потенциал роста около 25%. Этот запас прочности является убедительным аргументом в пользу того, что рынок в настоящее время недооценивает совокупную стоимость высококачественных активов, собранных под эгидой Berkshire.

Раздел 5:

Жизнь после Баффетта: преемственность, культура и эволюция

Наибольшее беспокойство инвесторов связано с вопросом, сможет ли Berkshire Hathaway сохранить свою магию без Уоррена Баффетта у руля. Однако детальный анализ плана преемственности показывает, что это не спонтанное решение, а кульминация многолетнего, тщательно продуманного процесса, направленного на обеспечение преемственности и дальнейшей эволюции компании.

Грег Абель – проверенный оператор и распределитель капитала: Назначение Грега Абея на пост генерального директора является логичным и взвешенным шагом. Абель — не новичок в системе Berkshire; он провел много лет в компании, превратив Berkshire Hathaway Energy из небольшой фирмы в глобального энергетического гиганта. Его карьера — это история дисциплинированного операционного управления и разумного распределения капитала через стратегические приобретения, такие как PacifiCorp и NV Energy (сделка на \$5,6 млрд).



Он не является «вторым Баффеттом» в плане выбора акций, но он является идеальным руководителем для управления и оптимизации огромной операционной империи Berkshire. Его более активный управленческий стиль может даже привести к повышению эффективности в некоторых дочерних компаниях, что является потенциальным источником дополнительной стоимости.

Тодд Комбс и Тед Вешлер – инвестиционный мозг: Вопрос о том, кто будет принимать инвестиционные решения, также имеет ясный ответ. Тодд Комбс и Тед Вешлер, два инвестиционных менеджера, отобранные лично Баффеттом и Мангером, уже много лет управляют значительной частью портфеля акций Berkshire. Важно отметить, что именно они, а не сам Баффетт, инициировали первоначальную, чрезвычайно успешную инвестицию в Apple. Это доказывает их способность находить и делать крупные ставки на компании с прочными конкурентными преимуществами, полностью соответствуя философии Berkshire. Они будут продолжать управлять публичным портфелем, в то время как Абель сосредоточится на операционных бизнесах и распределении капитала между ними.

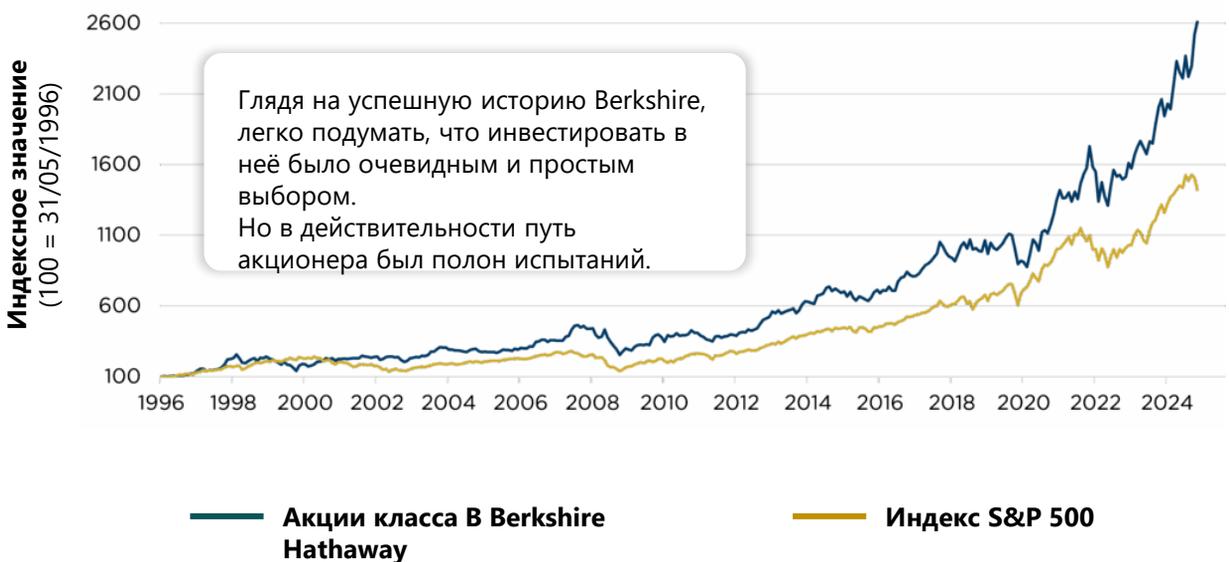
Продуманный план и культурная преемственность: Сам Баффетт неоднократно заявлял, что он думал о преемственности на протяжении многих лет и полностью уверен в созданной им команде и структуре. Культура Berkshire, основанная на децентрализации, доверии к менеджерам дочерних компаний, рациональности и долгосрочном мышлении, глубоко укоренилась в компании и не исчезнет с уходом ее основателя.

Более того, новая структура управления представляет собой логичную эволюцию, необходимую для компании такого масштаба. В первые десятилетия Баффетт мог в одиночку быть и гениальным инвестором, и главным операционным директором. Сегодня, когда капитализация компании огромна, а в ее состав входит множество дочерних предприятий, совмещать эти две роли практически невозможно. Новая модель — Абель как CEO, отвечающий за операции и распределение капитала между ними, и Комбс с Вешлером как CIO, отвечающие за портфель акций — это разумное разделение труда. Эта специализация, где каждый руководитель является экспертом мирового класса в своей области, может оказаться даже более эффективной для управления гигантом, которым стала Berkshire Hathaway.

Наконец, стратегический курс компании вряд ли претерпит кардинальные изменения. Крупнейшие инвестиции последних лет — спасение Bank of America в кризис, ставка на потребительский «ров» Apple и недавние крупные вложения в энергетический сектор через Chevron и Occidental Petroleum — это примеры больших, понятных и долгосрочных ставок на доминирующие франшизы. Этот подход является воспроизводимой моделью, которой новая команда будет следовать и в будущем.

График 3: Рост стоимости акции Berkshire Hathaway в сравнении с S&P 500

Совокупная доходность: акции Berkshire Hathaway против индекса S&P 500 31/5/1996 – 31/3/2025





Раздел 6:

Заключение: инвестиционный тезис в пользу терпеливого капитала

Проведенный всесторонний анализ Berkshire Hathaway позволяет сформулировать четкий и убедительный инвестиционный тезис, основанный на четырех ключевых столпах:

- 1. Превосходное качество активов:** Berkshire Hathaway представляет собой уникальную коллекцию высококачественных, генерирующих значительный денежный поток бизнесов. От незаменимой инфраструктуры BNSF и стабильной BHE до мощного страхового двигателя и диверсифицированного портфеля «голубых фишек» — каждый элемент этой империи обладает прочными конкурентными преимуществами и доказанной способностью создавать стоимость.
- 2. Явная недооцененность:** Краткосрочные опасения рынка, связанные с предстоящим уходом Уоррена Баффетта, создали расхождение между ценой акций и их внутренней стоимостью. Как показал наш консервативный анализ по сумме частей, компания торгуется с дисконтом примерно в 17% к справедливой оценке ее активов. Оценка по нормализованной операционной прибыли также указывает на привлекательный мультипликатор, особенно в рамках более оптимистичных, но реалистичных сценариев.
- 3. Беспрецедентный запас прочности:** Денежный резерв в размере около \$348 млрд является не просто подушкой безопасности, а мощным стратегическим оружием. Он обеспечивает компании абсолютную финансовую независимость, приносит значительный безрисковый доход и, что самое важное, предоставляет уникальную возможность для агрессивных приобретений по выгодным ценам во время будущих рыночных кризисов. Эта «выпуклая» ценность денежных средств в периоды стресса является скрытым активом, не отраженным в текущей оценке.
- 4. Продуманная и надежная преемственность:** План преемственности, который рынок воспринимает как главный риск, на самом деле является одним из самых сильных аргументов в пользу компании. Он представляет собой логичную эволюцию управленческой структуры, идеально подходящую для текущего масштаба Berkshire. Сочетание операционного гения Грега Абеля и инвестиционного таланта Тодда Комбса и Теда Вешлера обеспечивает преемственность как в управлении операциями, так и в распределении капитала.

В совокупности эти факторы создают редкую инвестиционную возможность. Рынок, ослепленный блеском уходящей легенды, упускает из виду фундаментальную прочность и устойчивость созданной им машины. Текущая ситуация предлагает долгосрочным инвесторам шанс последовать главному завету самого Уоррена Баффетта: быть «жадными, когда другие боятся». Уход легенды парадоксальным образом создал тот самый тип стоимостной возможности, находить которые он учил мир на протяжении всей своей жизни. Для терпеливого капитала настало время действовать.





TENIZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Аль-Фараби, д.34,
Almaty Financial District, 4 этаж

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz