

Дата отчёта	04.08.2026
Тикер на KASE	KEGC
Последняя цена, тг.	1 444
Целевая цена, тг.	1 966
Потенциал роста, %	36,1%
Капитализация, млрд тг.	397,7
Акции в обращении, млн	275,3

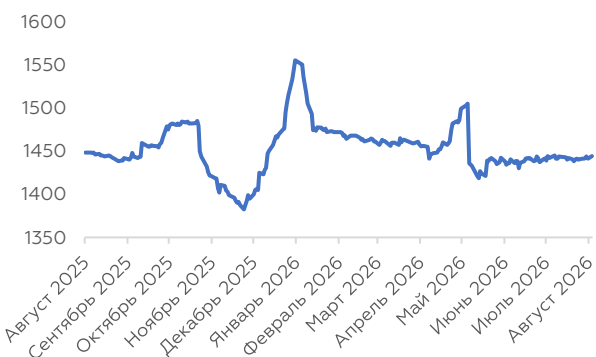
Финансовые результаты за 1 кв. 2026 г., млрд теңге

	1 кв. 2026	1 кв. 2025	Изм., %
Выручка	126,4	88,0	43,6%
EBITDA	57,2	38,3	49,4%
Чистая прибыль	33,4	18,6	79,8%

Рентабельность и мультипликаторы

ROA, %	7,2%
ROE, %	10,4%
EBITDA маржа, %	39,2%
P/E (LTM)	4,6x
EV/EBITDA (LTM)	3,1x

Динамика котировок акций, теңге



Источник: KASE

АО «KEGOC» опубликовало финансовую отчётность за 1-й квартал 2026 года. Компания продемонстрировала сильные результаты: повышение тарифов компенсировало снижение объёмов по отдельным регулируемым услугам и обеспечило существенный рост валовой, операционной и чистой рентабельности.

Мы обновили финансовую модель с учётом результатов квартала, утверждённого в апреле повышения тарифов на период с 1 мая по 30 сентября 2026 года и ускорения инвестиционной программы. Ставка дисконтирования снижена вслед за снижением базовой ставки НБРК. Дополнительно при её расчёте учтены наличие у KEGOC рейтингов инвестиционного уровня от всех трёх агентств после повышения рейтинга S&P и ожидание улучшения условий привлечения финансирования. Более высокий прогноз выручки и более низкая ставка дисконтирования перевесили негативный эффект от роста капитальных затрат и увеличения чистого долга.

В результате справедливая стоимость акций повышена с 1 893 до 1 966 теңге. При текущей цене 1 444 теңге потенциал роста составляет 36,1%. Подтверждаем рекомендацию «Покупать».

Операционные и финансовые результаты

В 1-м квартале 2026 года выручка KEGOC выросла на 43,6%, до 126,4 млрд теңге. Регулируемая выручка увеличилась главным образом за счёт более высоких тарифов: в отчётном квартале действовали тарифы, установленные на период с 1 октября 2025 года по 31 марта 2026 года и превышавшие уровни 1-го квартала 2025 года.

Выручка от услуг по пользованию НЭС¹ выросла на 49,4%, до 61,7 млрд теңге. Поскольку объём услуг увеличился лишь на 4,6%, основная часть роста пришлась на более высокий тариф. Выручка от передачи электроэнергии и организации балансирования увеличилась на 31,1% и 28,0% соответственно, несмотря на снижение объёмов на 7,7% и 5,0%. Выручка от технической диспетчеризации выросла на 31,1% при увеличении объёма услуг лишь на 0,9%. Таким образом, рост регулируемой выручки был преимущественно тарифным. Выручка от продажи балансирующей электроэнергии на БРЭ² увеличилась на 112,4%, до 11,8 млрд теңге, тогда как объём реализации вырос на 44,6%.

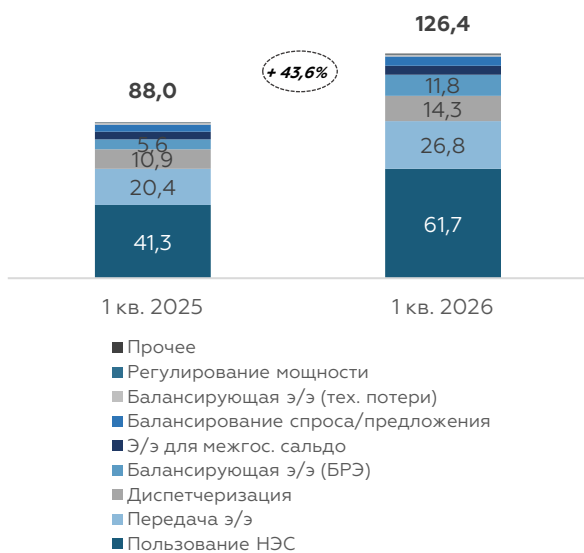
Себестоимость услуг выросла на 29,6%, до 79,2 млрд теңге. Около 72% её прироста пришлось на технологический расход электроэнергии и электроэнергию для компенсации межгосударственного сальдо. Расходы на оплату труда увеличились на 22,9%, затраты на покупку балансирующей электроэнергии — на 31,1%. Износ и амортизация снизились на 5,2%, до 13,2 млрд теңге.

Поскольку выручка росла быстрее себестоимости, валовая прибыль увеличилась на 75,5%, до 47,3 млрд теңге, а валовая рентабельность — до 37,4% с 30,6%. Операционная прибыль выросла на 81,0%, до 43,9 млрд теңге, при повышении операционной рентабельности до 34,7% с 27,5%.

Чистая прибыль увеличилась на 79,8%, до 33,4 млрд теңге. Чистая рентабельность повысилась до 26,4% с 21,1%. При этом давление на чистую прибыль оказало признание резерва под ожидаемые кредитные убытки в размере 1,1 млрд теңге, тогда как годом ранее восстановление резерва на 35 млн теңге поддержало финансовый результат.

¹ НЭС — национальная электрическая сеть; ² БРЭ — балансирующий рынок электроэнергии

Динамика выручки по направлениям, млрд тенге



Источник: KEGOC

Дивидендная история



Прогнозные показатели

млрд тенге	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Выручка	486,6	535,0	572,3	612,6	655,5
Себестоимость	(289,9)	(334,2)	(358,0)	(384,0)	(411,6)
Валовая прибыль	196,7	200,8	214,2	228,6	243,9
Операционные расходы	(14,3)	(14,9)	(15,4)	(15,7)	(16,1)
EBITDA	182,4	185,9	198,9	212,9	227,8
Амортизация	(57,1)	(66,0)	(72,4)	(77,3)	(82,3)
EBIT	125,3	119,9	126,5	135,6	145,5
Прибыль до налогообложения (EBT)	111,5	105,0	110,2	113,7	116,5
Чистая прибыль	89,4	84,3	88,5	91,3	93,6

Источник: анализ SkyBridge Invest

По состоянию на 31 марта 2026 года долг KEGOC вырос до 197,0 млрд тенге со 160,6 млрд тенге на конец 2025 года, главным образом за счёт займа Банка развития Казахстана на 32 млрд тенге для проекта интеграции энергосистемы Западного Казахстана. Заём привлечён по ставке 12,6% с погашением в 2041 году. Чистый долг увеличился до 133,3 млрд тенге со 104,5 млрд тенге. Отношение общего долга к EBITDA выросло до 1,15х с 1,06х, оставаясь существенно ниже ковенантов АБР (3,8х) и ЕБРР (4,3х).

После отчётной даты в апреле S&P повысило долгосрочный рейтинг KEGOC с «BB+» до «BBB-», Moody's подтвердило рейтинг «Baa1», а Fitch — «BBB». Прогноз по всем рейтингам — «Стабильный». В результате компания теперь имеет рейтинги инвестиционного уровня от всех трёх ведущих международных рейтинговых агентств.

Дивиденды

После отчётной даты акционеры утвердили дивиденды за 2-е полугодие 2025 года в размере 81 тенге на акцию. С учётом выплаты 80,9 тенге за 1-е полугодие совокупный дивиденд за 2025 год составил 161,9 тенге на акцию, или 44,6 млрд тенге. На выплаты направлено 62,93% чистой прибыли; дивидендная доходность к текущей цене составляет около 11,2%.

Оценка стоимости

После обновления финансовой модели мы повысили справедливую стоимость акций KEGOC с 1 893 до 1 966 тенге. На рост оценки повлияли повышение прогноза регулируемой выручки и снижение ставки дисконтирования, тогда как увеличение капитальных затрат и чистого долга частично ограничило этот эффект.

Тарифы KEGOC формируются по принципу «затраты плюс фиксированная прибыль», поэтому рост регулируемых расходов стал основанием для их пересмотра. По заявке компании КРЕМ³ утвердил на период с 1 мая по 30 сентября 2026 года повышение тарифов на передачу электроэнергии и пользование НЭС на 11,2%, а на техническую диспетчеризацию — на 1,5%; тариф на организацию балансирования не изменился. Это стало основанием для повышения прогноза регулируемой выручки на 2-й и 3-й кварталы 2026 года. Заявка KEGOC на тарифы нового цикла 2026–2031 годов находится на рассмотрении КРЕМ. До их утверждения с 4-го квартала 2026 года в модели используются прогнозные тарифы.

По сравнению с предыдущей оценкой мы дополнительно повысили прогноз капитальных затрат из-за ускорения проектов в Западной и Южной зонах, завершение которых ожидается в 2027 году раньше первоначальных сроков. Это снижает свободный денежный поток в ближайшие годы.

Ставка дисконтирования снижена на фоне снижения базовой ставки НБРК. Дополнительно повышение рейтинга S&P до инвестиционного уровня и подтверждение рейтингов Moody's и Fitch позволили снизить кредитную премию и стоимость заёмного капитала.

Ключевые риски для оценки — утверждение тарифов нового цикла ниже заложенных в модель, дальнейшее снижение объёмов передачи и превышение бюджета инвестиционной программы. Реализация этих рисков может привести к снижению прогноза денежных потоков и справедливой стоимости акций.

Справедливая стоимость акций KEGOC составляет 1 966 тенге. При цене 1 444 тенге потенциал роста равен 36,1%. Рекомендация — «Покупать».

³ КРЕМ — Комитет по регулированию естественных монополий МНЭ РК

Адрес:

Казахстан, 050060, г. Алматы,
ул. Абиш Кекилбайулы, 34
БЦ «Capital Tower », 14 этаж

Электронная почта:

sales@sbinvest.kz

Disclaimer

© АО «SkyBridge Invest»

Настоящий отчет не подлежит распространению на условиях, противоречащих действующему законодательству Республики Казахстан. Ничто в настоящем отчете не является гарантией или обещанием, что какая-либо инвестиционная стратегия или рекомендация, содержащаяся в нем, подходит или рекомендуется для конкретных условий получателя или иным образом представляет собой персональную рекомендацию. Единственным назначением отчета является обеспечение ее потребителей информацией, не являющейся рекламой, приглашением к сделке или офертой по покупке или продаже той или иной ценной бумаги или связанного с ценными бумагами финансового инструмента.

АО «SkyBridge Invest» не дает никаких гарантий или обещаний, явных или подразумеваемых, относительно точности, полноты и надежности информации, содержащейся в отчете. АО «SkyBridge Invest» не обещает, что инвесторы получают прибыль, опираясь на информацию отраженную в отчете.

Получателям отчета не следует рассматривать содержимое отчета как замену собственным суждениям. Любое мнение, выраженное в настоящем отчете, приведено только в информационных целях, и подлежит изменению без уведомления, может отличаться или противоречить мнению, выраженному другими подразделениями АО «SkyBridge Invest» в результате использования других допущений и критериев. АО «SkyBridge Invest» не связан обязательствами по заключению каких-либо сделок, получению результатов, прибыли или убытка, на базе этого отчета, полностью или частично.