

|                         |            |
|-------------------------|------------|
| Дата рекомендации       | 12.12.2025 |
| Тикер на KASE           | KEGC       |
| Последняя цена, тг.     | 1 455      |
| Целевая цена, тг.       | 2 181      |
| Потенциал роста, %      | 50%        |
| Капитализация, млрд тг. | 399        |
| Акций в обращении, млн  | 275,3      |

#### Финансовые результаты за 9мес. 2025 г.

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| Выручка, млрд тг.        | 278,9 |
| EBITDA, млрд тг.         | 103,6 |
| Чистая прибыль, млрд тг. | 45,2  |

#### Рентабельность и мультипликаторы

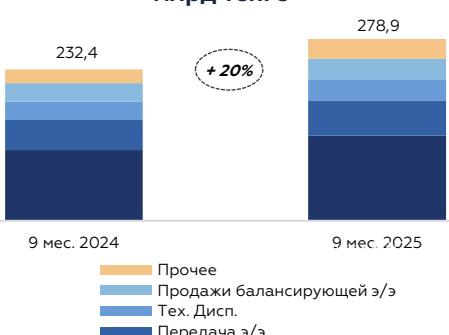
|                 |       |
|-----------------|-------|
| ROA, %          | 5,3%  |
| ROE, %          | 7,4%  |
| EBITDA маржа, % | 35,3% |
| P/E             | 16,90 |
| EV / EBITDA     | 4,3   |

#### Динамика котировок акций, тенге



Источник: KASE

#### Динамика выручки по направлениям, млрд тенге



Источник: KEGOC

АО «KEGOC» завершило девять месяцев 2025 года ростом выручки на фоне тарифного цикла, однако повышение операционных и финансовых расходов привело к снижению рентабельности и чистой прибыли. Компания остаётся в активной фазе инвестиционной программы, что оказывает временное давление на маржу и денежные потоки, но формирует базу для последующего улучшения эффективности. С учётом текущей фазы инвестиционного цикла и ожидаемого эффекта от модернизации сети мы сохраняем справедливую стоимость акций KEGOC на уровне 2 181 тенге. Рыночная цена в 1 455 тенге даёт 50% апсайда к оценке, что подтверждает нашу рекомендацию «Покупать».

#### Операционные и финансовые результаты

За девять месяцев 2025 года выручка компании выросла на 20% по сравнению с аналогичным периодом 2024 года и достигла 278,9 млрд тенге, что в основном отражает эффект очередного повышения тарифов в апреле этого года. Рост физических объёмов предоставленных услуг был умеренным. Наибольший вклад в прирост доходов обеспечили услуги по пользованию Национальной электрической сетью, на которые приходится 47% совокупной выручки. За отчётный период доход по этому направлению составил 130,5 млрд тенге, увеличившись на 20% преимущественно за счёт тарифного эффекта, тогда как физические объёмы оказанных услуг выросли на 4%. Доходы от услуг по передаче электроэнергии – вторая по значимости статья – выросли на 17% до 54,2 млрд тенге при увеличении объёмов передачи на 2%, что также подтверждает доминирование тарифного фактора в динамике доходов.

Себестоимость при этом росла быстрее выручки – на 28% до 208,7 млрд тенге – что стало главным фактором давления на маржинальность. Основной вклад внесли технологические потери, традиционно высокие для KEGOC из-за географических особенностей энергосистемы Казахстана: концентрации генерации на севере и значительной протяжённости магистральных линий. Амортизация увеличилась на 13% до 42,1 млрд тенге, расходы на персонал – на 19% до 28,3 млрд тенге.

В результате валовая маржа снизилась до 25% (29% годом ранее), а операционная маржа – до 22% за девять месяцев 2025 года против 26% за аналогичный период прошлого года.

Существенно увеличились и финансовые расходы, которые стали еще одним фактором давления на итоговый финансовый результат – статья выросла на 64% до 15,3 млрд тенге.

В результате чистая прибыль за девять месяцев 2025 года снизилась на 4% и составила 45 млрд тенге, а чистая маржа уменьшилась до 16,2% по сравнению с 20,2% годом ранее.

Кап. затраты за 9 месяцев 2025 года резко выросли: денежные расходы на приобретение основных средств увеличились до 75 млрд тенге против 33 млрд тенге годом ранее. Это отражает существенное усиление инвестиционной активности компании.

Финансовая позиция остается устойчивой: активы увеличились на 1%, обязательства сократились на 2% вследствие погашения займа Международного банка реконструкции и развития.

## Дивидендная история



## Дивидендная политика

По итогам первого полугодия 2025 года, в соответствии с решением внеочередного собрания акционеров от 20 октября, KEGOC направила на дивиденды 65% чистой прибыли – более 22,2 млрд тенге из 34,3 млрд тенге. Дивиденд утверждён в размере 80,90 тенге за акцию, выплата произведена 21 ноября 2025 года. Компания сохраняет практику распределения прибыли дважды в год, а совокупный объём дивидендов, выплаченных с момента листинга, достиг 327,5 млрд тенге.

## ESG и климатическая повестка

10 ноября 2025 года (после отчётной даты) агентство S&P Global опубликовало обновлённую ESG-оценку KEGOC, в которой компания набрала 62 из 100 баллов, улучшив результат на 7 пунктов по сравнению с 2024 годом. Рост рейтинга отражает укрепление корпоративного управления, расширение раскрытия информации в соответствии со стандартами TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) и SASB (Sustainability Accounting Standards Board), усиление этических и антикоррупционных практик, а также повышение требований к устойчивости в цепочке поставок. Обновлённая оценка подтверждает последовательный прогресс KEGOC в интеграции ESG-принципов и развитие компании как прозрачного и ответственного оператора национальной энергосистемы.

## Оценка компании

Текущие результаты KEGOC отражают, что компания находится в середине интенсивного инвестиционного цикла, характеризующегося повышенными операционными и финансовыми нагрузками. Рост себестоимости – преимущественно вследствие увеличения технологических потерь, амортизации и операционных расходов – а также давление на денежные потоки отражают фазу активного обновления инфраструктуры, создавая давление на рентабельность. По мере завершения ключевых проектов и стабилизации режимов работы НЭС компания должна продемонстрировать восстановление маржинальности, чему будет способствовать снижение потерь, улучшение операционной эффективности и постепенная нормализация инвестиционной нагрузки. Устойчивость бизнес-модели KEGOC – монопольная позиция в передаче электроэнергии, регулируемая тарифная база, высокая предсказуемость денежного потока – остаётся ключевым источником среднесрочного потенциала. С учётом операционной динамики, финансовых метрик и масштабов реализуемой инвест-программы мы **сохраняем справедливую стоимость акций KEGOC на уровне 2 181 тенге. При текущей рыночной оценке потенциал роста остаётся значительным, и мы подтверждаем рекомендацию «Покупать».**

## Прогнозные показатели

| Млрд тенге            | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|
| Выручка               | 379  | 465  | 487  | 522  | 560  | 445  |
| Себестоимость         | 226  | 297  | 300  | 306  | 315  | 242  |
| Валовая прибыль       | 153  | 168  | 187  | 216  | 245  | 204  |
| OAP                   | 11   | 12   | 12   | 12   | 13   | 10   |
| Расходы по реализации | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 0,7  | 0,7  | 0,5  |
| Чистая прибыль        | 63   | 56   | 56   | 70   | 89   | 80   |
| EBITDA                | 141  | 156  | 174  | 203  | 232  | 194  |

Источник: прогноз SkyBridge Invest

**Адрес:**

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

**Электронная почта:**

[sales@sbinvest.kz](mailto: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 получат 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.