

Дата отчета	01.04.2026
Тикер на KASE	KEGC
Последняя цена, тг.	1 457,9
Целевая цена, тг.	1 893
Потенциал роста, %	30%
Капитализация, млрд тг.	400,8
Акции в обращении, млн	275,3

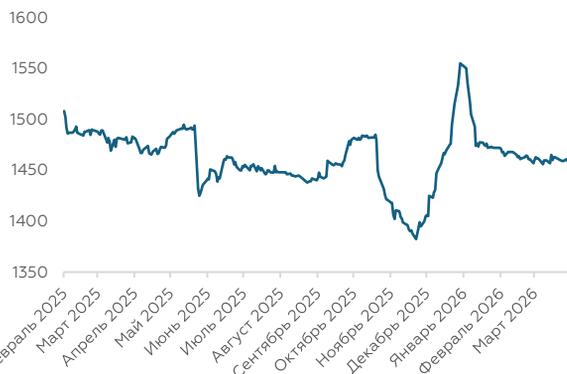
Финансовые результаты за 2025 г.

	2025	2024	Изм., %
Выручка, млрд тг.	397,7	319,9	24,3%
ЕБИТДА, млрд тг.	152,1	122,8	23,9%
Чистая прибыль, млрд тг.	70,8	59,5	19,0%

Рентабельность и мультипликаторы

ROA, %	6,4%
ROE, %	9,1%
ЕБИТДА маржа, %	38,2%
P/E	5,66
EV/ EBITDA	4,3

Динамика котировок акций, тенге



Источник: KASE

KEGOC завершил 2025 год позитивными результатами, во многом сформированными рекордным четвертым кварталом. Основным драйвером роста доходов выступило повышение тарифов, тогда как опережающее увеличение затрат и финансовых расходов оказало некоторое давление на итоговую прибыль. Компания находится в активной фазе инвестиционного цикла: капитальные затраты в 2025 году более чем удвоились, обозначив переход к интенсивному освоению вложений. По нашим оценкам, высокий уровень капитальных затрат сохранится в ближайшие годы, сдерживая свободный денежный поток, однако создавая основу для долгосрочного роста тарифной базы и финансовых показателей. **По итогам обновления модели справедливая стоимость акций составляет 1 893 тенге, что предполагает потенциал роста 30% к текущей рыночной цене. Подтверждаем рекомендацию «Покупать».**

Операционные и финансовые результаты

Выручка KEGOC по итогам 2025 года увеличилась на 24,3% г/г, достигнув 397,7 млрд тенге. Рост носит преимущественно тарифный характер и в меньшей степени связан с увеличением физических объемов услуг. Финансовые результаты 2025 года в значительной мере сформированы сильным четвертым кварталом. Выручка в четвертом квартале достигла 118,9 млрд тенге, увеличившись на 35,9% г/г и на 24,2% к/к. Четвертый квартал обеспечил около 36% годовой чистой прибыли. Причины результативного квартала носят как сезонный, так и структурный характер. Зимний период традиционно характеризуется повышенным потреблением электроэнергии, что увеличивает загрузку сети. Однако ключевую роль сыграли тарифы: рост доходов по пользованию НЭС в четвертом квартале составил 49% г/г, что стало главным драйвером квартального результата. Дополнительный вклад внесли передача электроэнергии (+19,6%), техническая диспетчеризация (+36,5%) и продажа электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков, выручка по которой выросла в 3,5 раза г/г. Важно, что в четвертом квартале себестоимость росла заметно медленнее выручки, что обеспечило резкое расширение маржинальности — в отличие от годовой динамики, где затраты опережали доходы, оказывая давление на валовую прибыль по итогам всего года. Единственным негативным фактором в квартале стало почти двукратное увеличение финансовых расходов по сравнению с аналогичным кварталом прошлого года, что связано с прекращением капитализации процентов. Тем не менее это не помешало чистой прибыли удвоиться. В четвертом квартале она составила 25,6 млрд тенге против 12,5 млрд тенге годом ранее. Таким образом, четвертый квартал стал ключевым фактором годового результата. Без него динамика 2025 года выглядела бы значительно более умеренной.

На уровне полного 2025 года себестоимость выросла на 59,8 млрд тенге (+26,2%), опередив рост выручки, что стало ключевым фактором снижения годовой валовой маржи.

Наибольший вклад в структуре себестоимости внес технологический расход электроэнергии, увеличившийся на 20,0 млрд тенге (+35,6%) и сформировавший треть прироста себестоимости. Это отражает необходимость передачи энергии на большие расстояния с севера на юг, что усиливает потери при росте перетоков.

Динамика выручки по направлениям, млрд тенге



Источник: KEGOC

Дивидендная история



Расходы на персонал за год увеличились на 6,2 млрд тенге (+17,6%), сформировав около 10% прироста себестоимости, что отражает инфляционные факторы и расширение операционной нагрузки.

Операционная прибыль KEGOC по итогам 2025 года выросла до 95,8 млрд тенге (+33,9% г/г), опередив динамику роста выручки. Однако значительная часть этого роста связана с эффектом базы: в 2024 году на результат давил убыток от переоценки основных средств, который не повторился в 2025 году. Здесь также важную роль в формировании результата сыграл четвертый квартал. На фоне сезонного роста потребления и повышенных тарифов маржинальность существенно улучшилась, что привело к ускорению роста прибыли в конце года.

Чистая прибыль увеличилась более умеренно – на 19,0%, до 70,8 млрд тенге. Основное давление оказал рост финансовых расходов, связанный с сокращением капитализации процентов по мере перехода инвестиционной программы в стадию ввода активов. В результате разрыв между динамикой операционной и чистой прибыли расширился. Это отражает ключевой тренд: операционная модель остается устойчивой, но итоговый финансовый результат становится более чувствительным к инвестиционному циклу.

Общий объем долга на конец 2025 года остался стабильным – 160,6 млрд тенге (161,6 млрд тенге годом ранее), тогда как денежные средства и их эквиваленты выросли до 56,0 млрд тенге (с 51,9 млрд тенге). В результате чистый долг снизился до 104,5 млрд тенге (с 109,6 млрд тенге), что отражает улучшение финансового профиля компании. 2 марта 2026 года Fitch Ratings подтвердило рейтинг KEGOC на уровне BBB с прогнозом «Стабильный», отметив надежную структуру капитала и достаточную финансовую гибкость. Рейтинг соответствует уровню суверенного.

Дивиденды

KEGOC выплачивает дивиденды на полугодовой основе. По итогам первого полугодия 2025 года на выплаты было направлено 65% чистой прибыли: при прибыли 34,3 млрд тенге общий объем дивидендов достиг 22,2 млрд тенге, а дивиденд на акцию составил 80,90 тенге. Уровень выплат соответствует дивидендной политике, предусматривающей распределение не менее 60% от чистого дохода за полугодие. В этой связи значимым событием является предстоящее годовое общее собрание акционеров 21 апреля 2026 года, в повестку которого, помимо утверждения дивидендов за второе полугодие 2025 года, включено рассмотрение вопроса о внесении изменений и дополнений в дивидендную политику.

ESG и климатическая повестка

По итогам исследования Samruk Research Service (SRS) за 2025 год индекс социальной стабильности АО «KEGOC» составил 88% (+1 п.п. г/г), оставаясь на высоком уровне среди компаний группы «Самрук-Қазына». Показатель отражает влияние расширения социального пакета, обновления коллективного договора и развития программ обучения и вовлеченности персонала. Индекс формируется на основе показателей вовлеченности (90%), социального благополучия (75%) и социального спокойствия (97%) и используется для мониторинга устойчивости рабочей среды.

Прогнозные показатели

млрд тенге	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Выручка	445,5	485,6	519,5	555,9	594,8
Операционные расходы	(289,6)	(330,2)	(358,5)	(378,0)	(404,5)
ЕВITDA	155,9	155,4	161,1	177,9	190,3
Амортизация	(59,3)	(62,5)	(65,6)	(67,4)	(68,1)
ЕВIT	96,6	92,9	95,4	110,5	122,3
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	78,5	74,8	77,4	92,8	104,6
Чистая прибыль	61,3	58,3	60,3	72,4	81,6

Источник: анализ SkyBridge Invest

Оценка стоимости

По итогам публикации отчёта за 2025 год мы обновили оценку стоимости КЕГОС. Ключевым фактором пересмотра стало уточнение параметров инвестиционного цикла — как в части масштаба капитальных затрат, так и в части их распределения по годам.

Формальный горизонт действующей инвестиционной программы на 2021–2026 гг. предусматривает объём вложений в 314,3 млрд тенге (ранее — 274,8 млрд тенге). Однако фактический масштаб цикла существенно шире: объём договорных обязательств капитального характера на конец 2025 года достиг 643,3 млрд тенге (согласно отчёту), отражая как уже реализуемые проекты, так и законтрактованные инвестиции на последующие периоды. Это повышает предсказуемость будущих капитальных затрат и их распределения по годам.

Динамика 2025 года подтверждает переход к активной фазе: капитальные затраты более чем удвоились — с 45,7 до 95,2 млрд тенге. Дополнительную определённую параметрам цикла должно придать ожидаемое в 2026 году утверждение новой инвестиционной программы на 2026–2031 годы — мы рассматриваем это событие как важный ориентир для уточнения масштабов вложений, их временного распределения и параметров возвратности в рамках тарифного регулирования. По нашим оценкам, высокий уровень капитальных затрат сохранится в 2026–2028 гг.

В этих условиях краткосрочная финансовая динамика будет определяться прежде всего ходом реализации инвестиционной программы и условиями тарифного регулирования на следующий период. Основным эффектом от текущего цикла проявится по мере ввода объектов в эксплуатацию. По мере завершения инвестиционной фазы мы ожидаем нормализацию капитальных затрат и восстановление свободного денежного потока.

С учётом обновлённых предпосылок справедливая оценка стоимости акций КЕГОС составляет 1 893 тенге, что предполагает потенциал роста около 30% к текущей рыночной цене. Мы подтверждаем рекомендацию «Покупать», рассматривая текущие уровни как привлекательные с учётом долгосрочного профиля роста компании.

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.