

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО «KEGOC» (KEGC)

Потенциал роста: **32%**
Целевая цена: **1 930 KZT**
Текущая цена: **1 457 KZT**

ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

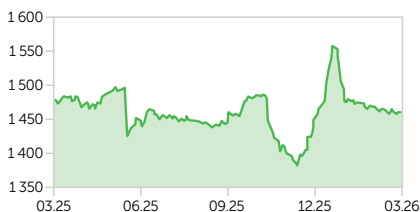
KEGOC: результаты 4-го квартала 2025 года

Выручка, 9М '25 (млрд KZT)	398
ЕБИТДА, 9М '25 (млрд KZT)	152
Чистая прибыль, 9М '25 (млрд KZT)	71
Чистый долг, 9М '25 (млрд KZT)	71

P/E, 9М '25 (x)	5,7x
P/BV, 9М '25 (x)	0,5x
P/S, 9М '25 (x)	1,0x
EV/ЕБИТДА, 9М '25 (x)	3,1x
ROA (%)	6,2%
ROE (%)	8,9%
Маржа ЕБИТ (%)	24%
Маржа ЕБИТДА (%)	38%

Капитализация (млрд KZT)	402
Акции выпущено (млн штук)	275,3
Свободное обращение (%)	15%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 375–1 563
Текущая цена (KZT)	1 457
Целевая цена (KZT)	1 930
Потенциал роста (%)	32%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

Динамика акций | акций / биржа KEGC/KASE



Доходность (%)	3-мес	9-мес	12-мес
Абсолютная	-1%	0%	-1%
vs KASE	-9%	-9%	-40%

Оразбаев Данияр, CFA
Инвестиционный аналитик
(+7) 727 311 10 94 (988) | orazbayev@ffin.kz

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF
Казахстан | Электроэнергетика



АО «KEGOC» опубликовало финансовые результаты за четвертый квартал 2025 года. Отчёт оцениваем как умеренно позитивный: рекордная квартальная выручка на фоне резкого увеличения тарифов с октября сопровождалась восстановлением маржинальности после нескольких кварталов её снижения, а чистая прибыль за квартал более чем удвоилась в годовом выражении. По итогам полного 2025 года выручка выросла на 24% г/г до 397,7 млрд тенге, чистая прибыль — на 19% г/г до 70,8 млрд тенге, EPS составил 257 тенге. Ожидаемая дивидендная доходность достигает неплохих 10%. Вместе с тем мы отмечаем ряд рисков, способных ограничить дальнейший рост: неопределённость с утверждением новой пятилетней тарифной сетки, предстоящая отмена заморозки коммунальных тарифов и масштабный инвестиционный цикл, который увеличит долговую нагрузку. Обновлённая целевая цена одной акции составила 1 930 тенге с потенциалом роста 32% от текущих уровней. Рекомендация — «Покупать».

Ключевые факторы для оценки. Главным катализатором является продолжающийся рост тарифов. С 1 октября 2025 года тарифы по всем основным видам услуг были существенно повышены (передача +42% г/г, пользование НЭС +43% г/г, диспетчеризация +30% г/г, балансирование +34% г/г), а с 1 апреля 2026 года произойдёт очередное повышение, хотя и небольшое. KEGOC уже находится на стадии рассмотрения дальнейшего увеличения тарифов, однако ключевым риском остаётся утверждение новой пятилетней тарифной сетки в условиях, когда правительство проявляет обеспокоенность инфляцией, что может ограничить рост выручки в будущем. Кроме того, заморозка тарифов на коммунальные услуги замедлила рост стоимости технологических потерь электроэнергии, что позитивно сказалось на маржинальности, однако планируемая отмена заморозки с 1 апреля и уже наблюдаемый рост тарифов на электроэнергию в феврале (+3%) могут нивелировать этот эффект в ближайших кварталах. Отмечаем и довольно низкие текущие ценовые мультипликаторы и неплохой уровень дивидендной доходности в 10%. Главным структурным риском является масштабный инвестиционный цикл. Договорные обязательства капитального характера на конец 2025 года составили 643 млрд тенге (против 434 млрд годом ранее). Компания реализует

два крупных проекта — усиление Южной зоны ЕЭС (~154 млрд тенге) и объединение Западного Казахстана с ЕЭС (~202 млрд тенге), оба с завершением в 2027 году. Привлечение заёмного финансирования по этим проектам увеличит долговую нагрузку и финансовые расходы, что будет ограничивать потенциал увеличения дивидендов в ближайшие два-три года.

Выручка: рекордный квартал благодаря октябрьскому повышению тарифов. Квартальная выручка достигла рекордных за всю историю 118,9 млрд тенге (+36% г/г, +24% к/к). Крупнейшая статья доходов, услуги по пользованию НЭС, выросла на 49% г/г на фоне роста тарифа на 43% и объёмов на 4,3%. Доходы от передачи электроэнергии увеличились на 20% г/г: тариф вырос на 42%, однако объёмы снизились на 16% г/г. Услуги по диспетчеризации прибавили 37% г/г за счёт роста тарифа на 30% и объёмов на 5%. Доходы от балансирования выросли на 45% г/г. С другой стороны, отметим снижение доходов от продажи балансирующей электроэнергии на 16% г/г. По итогам полного 2025 года выручка составила 397,7 млрд тенге (+24% г/г), увеличившись во многом благодаря услуг по пользованию НЭС. В целом квартальные объёмы оборота электроэнергии в Казахстане выросли на 6,1% г/г за счет увеличения производства.

Маржинальность: разворот после нескольких кварталов снижения. В отличие от второго и третьего кварталов, четвёртый квартал показал заметное улучшение рентабельности. Квартальная валовая маржа выросла до 33,2% с 26,9% годом ранее. Себестоимость увеличилась лишь на 24% г/г при росте выручки на 36%. Ключевую роль сыграла стабилизация стоимости технологических потерь электроэнергии (+18% г/г против +50% г/г в третьем квартале) благодаря заморозке тарифов на коммунальные услуги. Расходы на закупку электроэнергии для компенсации межгосударственных перетоков при этом снизились на 21% г/г. Рост оплаты труда замедлился с 20% до 15% г/г, износ и амортизация увеличились на 5% г/г. В результате квартальная EBITDA составила 48,4 млрд тенге (+49% г/г), а EBITDA маржа достигла 40,7% против 37,1% годом ранее. Квартальная чистая прибыль более чем удвоилась (+106% г/г), составив 25,6 млрд тенге, или 93,2 тенге на акцию. Чистая маржа выросла до 21,6% с 14,2%. По итогам 2025 года EBITDA составила 152,2 млрд тенге (+19% г/г) при EBITDA марже 38,3%, а чистая прибыль достигла 70,8 млрд тенге (+19% г/г). Тем самым второе полугодие оказалось очень прибыльным, EPS достиг 132,8 тенге и уровень дивидендов составит как минимум 80 тенге на акцию. Квартальный свободный денежный поток вырос на 41% г/г за счет увеличения операционных денежных потоков на 46% г/г. И это несмотря на рост квартальных капитальных затрат на 51% г/г.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Наше мнение и изменения в модели оценки. Отчёт за четвёртый квартал ожидаемо оказался позитивным и подтверждает наш инвестиционный тезис: КЕГОС продолжает демонстрировать устойчивый рост доходов благодаря улучшению регуляторных тарифов, а восстановление маржинальности снимает одно из ключевых опасений предыдущих кварталов. В модели оценки мы обновили все основные финансовые показатели с учётом фактических результатов за полный 2025 год. Была заметно снижена WACC на фоне падения доходности гособлигаций РК с 17,1% до 15,1%, что оказало наиболее позитивное влияние на модель оценки. Также мы немного увеличили прогноз потребления и импорта электроэнергии в стране. В итоге после всех изменений в модели оценки обновленная целевая цена одной акции АО «КЕГОС» достигла **1 930 тенге, что дает потенциал роста в 32%. Рекомендация – «Покупать».**

СПРАВОЧНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	17.11.2025	17.03.2026		
WACC, %	17,2%	15,9%	-1,3п.п.	Резкое снижение доходности гособлигаций на 2 п.п
Прогноз потребления и импорта ЭЭ, 2026, млрд кВтч	131,2	133,7	+1,9%	Ускорение темпов роста производства электроэнергии в Казахстане в четвертом квартале

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендации и целевые цены от Freedom Broker (B – «покупать», H – «держать», S – «продавать»)

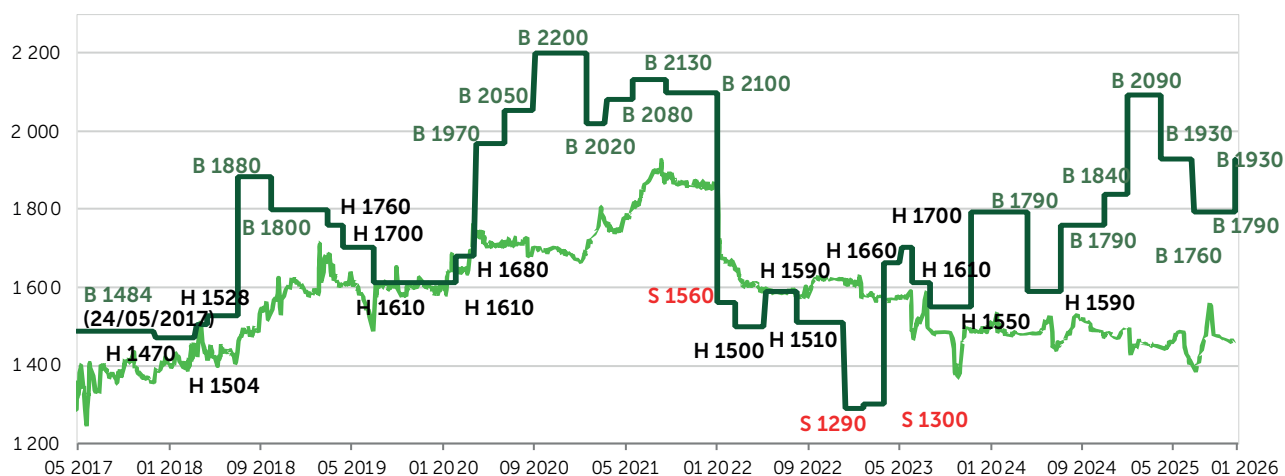


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker

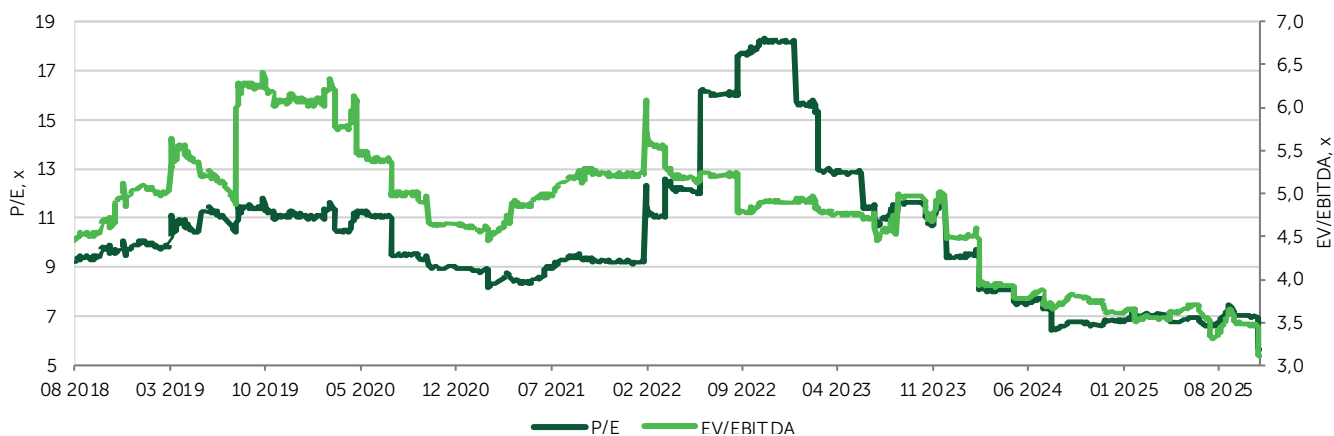


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	4	40%
Hold	5	50%
Sell	1	10%

Лицензия <https://ffin.global/licence/>

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (далее – Компания) оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного Финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно Лицензии No.

AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Размещённая в данном разделе информация и материалы носят справочно-информационный характер, адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Размещённые в настоящем документе материалы носят справочно-информационный характер в отношении объекта инвестиционного исследования (далее – Эмитент), адресованы текущим розничным и потенциальным розничным клиентам Компании. Информация, изложенная в настоящем документе, была получена из общедоступных источников и считается автором(ами) надёжными, однако автор(ы) не даёт никаких гарантий или заверений, явных или подразумеваемых, относительно ее точности или полноты. Информация не предназначена для использования в качестве основы для принятия каких-либо инвестиционных решений каким-либо физическим или юридическим лицом. Эта информация не представляет собой инвестиционную рекомендацию, а также не является предложением или призывом купить или продать какую-либо ценную бумагу.

Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не даёт гарантии надёжности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

Раскрытие информации

- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не имеет финансовой заинтересованности в ценных бумагах Эмитента
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не знает о существовании каких-либо конфликтов интересов, которые могли бы повлиять на содержание или публикацию данного отчета
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не обладает достаточным количеством ценных бумаг Эмитента в личном портфеле для того, чтобы оказывать существенное влияние на котировки в случае их продажи.
- Порядок подчинения автора(ов) и его(их) вознаграждения не приводят к конфликту интересов
- Компания и связанное с ним лицо не владеет 1% или более от общего выпущенного акционерного капитала Эмитента
- Компания и связанное с ним лицо не выступает в качестве корпоративного брокера для Эмитента
- Эмитент не обладает существенной долей участия в доле Компании
- Компания может являться маркет-мейкером в отношении акций Эмитента. Подробный список финансовых инструментов изложен на сайте Казахстанской фондовой биржи и доступен по данной ссылке: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтинговая система

- Buy. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается увеличение цены более чем на 20 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Hold. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается изменение цены в диапазоне от минус 10 процентов до плюс 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Sell. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается снижение цены более чем на 10 процентов в течение следую