

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО «KEGOC» (KEGC)

Потенциал роста: **53%**
Целевая цена: **2 180 KZT**
Текущая цена: **1 421 KZT**

ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

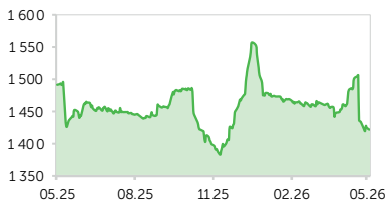
KEGOC: результаты 1-го квартала 2026 года

Выручка, 3М'26 (млрд KZT)	126
ЕБИТДА, 3М'26 (млрд KZT)	57
Чистая прибыль, 3М'26 (млрд KZT)	33
Чистый долг, 3М'26 (млрд KZT)	67

P/E, 3М'26 (x)	4,6x
P/BV, 3М'26 (x)	0,5x
P/S, 3М'26 (x)	0,9x
EV/ЕБИТДА, 3М'26 (x)	2,7x
ROA (%)	7,1%
ROE (%)	10,8%
Маржа ЕБИТ (%)	35%
Маржа ЕБИТДА (%)	45%

Капитализация (млрд KZT)	392
Акции выпущено (млн штук)	275,3
Свободное обращение (%)	15%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 375–1 563
Текущая цена (KZT)	1 421
Целевая цена (KZT)	2 180
Потенциал роста (%)	53%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

Динамика акций | акций / биржа KEGC/KASE



Доходность (%)	3-мес	9-мес	12-мес
Абсолютная	-3%	2%	-5%
vs KASE	-2%	-8%	-38%

Оразбаев Данияр, CFA
Инвестиционный аналитик
(+7) 727 311 10 64 (688) | daniyar.oralbayev@fbroker.kz

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF
Казахстан | Электроэнергетика



АО «KEGOC» опубликовало финансовые результаты за первый квартал 2026 года. Отчёт оцениваем как позитивный: рекордная квартальная выручка на фоне резкого увеличения тарифов с октября сопровождалась восстановлением маржинальности, а чистая прибыль сильно выросла до рекордного значения. При этом в конце апреля компания утвердила новые тарифы до сентября этого года, которые оказались выше наших ожиданий. Это стало основным фактором увеличения нашей целевой цены. С другой стороны, сохраняется риск утверждения новой пятилетней тарифной сетки со значительно более низкими тарифами относительно текущих уровней. Также компании предстоит масштабный инвестиционный цикл. После всех изменений в модели оценки, мы повысили целевую цену одной акции KEGOC с 1 930 тенге до 2 180 тенге с потенциалом роста 53% от текущих уровней. Рекомендация — «Покупать».

Ключевые факторы для оценки. Основным драйвером остаётся тарифная траектория. Уже после окончания отчётного периода КРЕМ приказом от 24 апреля 2026 года (вступает в силу с 1 мая) утвердил существенное повышение тарифов на последние пять месяцев текущего пятилетнего цикла: тариф на передачу вырос до 5,575 тенге/кВтч (+11% к апрельскому уровню 5,012), на пользование НЭС - до 3,216 тенге/кВтч (+11% к 2,892). Этот пересмотр важен не только сам по себе, но и как индикатор уровня, с которого стартует следующий пятилетний тарифный цикл: более высокая точка выхода из текущего цикла создает основу для более высоких тарифов в новой сетке и поднимает прогноз выручки в нашей модели оценки на среднесрочном горизонте. Ключевым риском по-прежнему остаётся утверждение новой пятилетней тарифной сетки. Опыт прошлых лет и примеры других компаний указывают на вероятность сохранения или даже снижения тарифов при переходе на новый пятилетний цикл. Масштаб инвестиционного цикла остаётся главным структурным риском, хотя привлечение первого транша БРК (32 млрд тенге по ставке 12,6%) подтверждает, что финансирование обеспечено. Договорные обязательства капитального характера на конец первого квартала снизились до 431 млрд тенге (с 643 млрд на конец 2025 года), что отражает прогресс в реализации проектов.

Выручка: новый рекорд на фоне роста тарифов. Квартальная выручка достигла 126 млрд тенге (+44% г/г), превывсив рекорд четвёртого квартала (118,9 млрд). Крупнейшая статья доходов, услуги по пользованию НЭС, выросла на 49% г/г до 61,7 млрд тенге на фоне роста тарифа на 43% и увеличения объёмов на 4,6%. Доходы от передачи электроэнергии увеличились на 31% г/г до 26,8 млрд тенге: тариф вырос на 42%, однако объёмсчёт тарифа (+30%) при стабильных объёмах (+0,9%). Доходы от продажи балансирующей электроэнергии на БРЭ более чем удвоились (+112% г/г) до 11,8 млрд тенге. Услуги по балансированию выросли на 28% г/г, а доходы от компенсации межгосударственных перетоков увеличились на 18% г/г. В целом объём производства электроэнергии в Казахстане в первом квартале вырос лишь на 0,5% г/г.

Маржинальность: разворот после нескольких кварталов снижения. Первый квартал подтвердил устойчивость тренда на восстановление рентабельности, начавшегося в четвёртом квартале. Валовая маржа достигла 37,4% против 30,6% годом ранее. Себестоимость увеличилась на 30% г/г при росте выручки на 44%, обеспечив опережающий рост прибыли. Стоимость технологических потерь электроэнергии выросла на 39% г/г (27,6 млрд тенге), что заметно выше, чем в четвёртом квартале (+18%). Расходы на закупку электроэнергии для компенсации межгосударственных перетоков более чем удвоились (+127% г/г). Износ и амортизация снизились на 5% г/г до 13,2 млрд тенге, расходы по оплате труда выросли на 23% г/г. EBITDA составила 57,3 млрд тенге (+49% г/г), при этом EBITDA маржа расширилась до 45,3% с 43,5% годом ранее, что является наивысшим квартальным уровнем за последние два года. Чистая прибыль выросла на 80% г/г до 33,4 млрд тенге, или 121 тенге на акцию, а чистая маржа достигла 26,4% (против 21,1%). Квартальный свободный денежный поток снизился на 41% г/г из-за увеличения капитальных затрат на 29% г/г. При этом операционный денежный поток вырос лишь на 8,3% г/г.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Отчёт за первый квартал оказался сильнее ожиданий и подтверждает наш инвестиционный тезис: тарифный рост полностью транслируется в выручку и прибыль, маржинальность продолжает расширяться, а инвестиционный цикл набирает обороты при сохранении комфортных уровней долговой нагрузки. Повышение тарифов оказывает прямое позитивное влияние на модель оценки: при пересчёте прогнозных тарифов на горизонт модели, выручка и EBITDA сдвигаются вверх, что при прочих равных условиях повышает справедливую стоимость одной акции. Отмечаем низкие текущие мультипликаторы с учётом продемонстрированных результатов. С другой стороны, мы немного снизили прогноз потребления и импорта электроэнергии в стране после слабого первого квартала по производству электроэнергии. В итоге после всех изменений в модели оценки целевая цена одной акции АО «KEGOC» была повышена с **1 930 тенге до 2 180 тенге, что даёт потенциал роста в 53%. Рекомендация – «Покупать».**

СПРАВОЧНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	17.03.2026	19.05.2026		
Выручка, 2027, млрд тенге	531	566	+6,6%	Увеличение тарифов выше наших ожиданий
Прогноз потребления и импорта ЭЭ, 2026, млрд кВтч	133,7	132,9	-0,6%	Замедление темпов роста производства электроэнергии в Казахстане в первом квартале

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

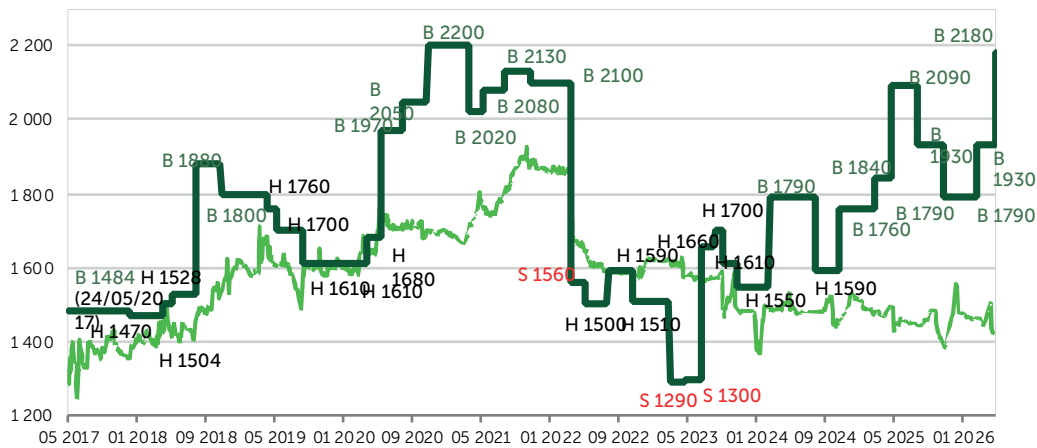


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker

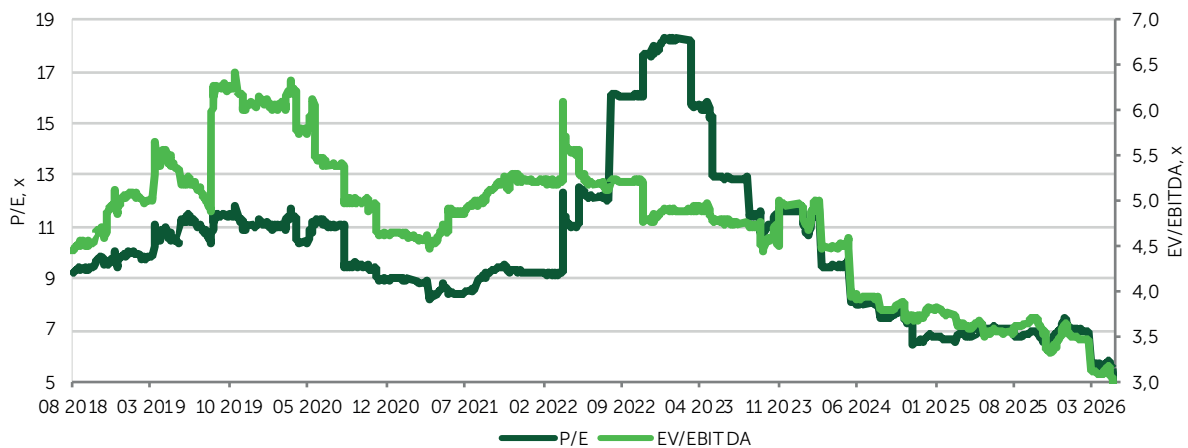


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	3	30%
Hold	6	60%
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