

**Результаты за первый квартал 2025 г.**

23 мая 2025 года

Тикер	KEGC KZ
Рекомендация	Покупать
Текущая цена, Т/акцию	1 494
Целевая цена (12-мес), Т/акцию	1 881
Потенциал роста	25.9%

Данные по акциям	
Кол-во простых акций (млн)	275
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес. (Т млн)	53.1
Доля акций в свобод. обрщ. (%)	15%
Рыночная капитализация (Т млрд)	411.3

Кредитные агентства	Рейтинг	Прогноз	Дата
Fitch	BBB	Стабильный	31.01.2025
Moody's	Baa1	Стабильный	22.05.2025
Standard&Poor's	BB+	Стабильный	02.05.2025

Финансовые показатели (Т млн)	2024	LTM	2025П
Доходы	319 906	322 811	385 296
ЕВГТДА	122 781	119 970	160 410
Чистая прибыль	59 497	56 634	81 520
Собственный капитал	769 922	788 472	803 844
EPS (Т)	216	206	296
Дивиденд на акцию (Т)	162	162	173

Оценка	2024	LTM	2025П
P/E (x)	6.9	7.3	5.0
P/B (x)	0.5	0.5	0.5
EV/ЕБИТДА (x)	5.2	5.3	4.0
Дивидендная доходность	10.8%	10.8%	11.6%
ROE	8.2%	7.6%	10.4%
ROA	5.7%	5.3%	7.0%

Динамика	KEGC KZ	KASE
1М	1.4%	1.8%
3М	0.3%	1.5%
12М	-0.1%	10.9%
Максимум за 52 недели	1528	5777
Минимум за 52 недели	1436	4995

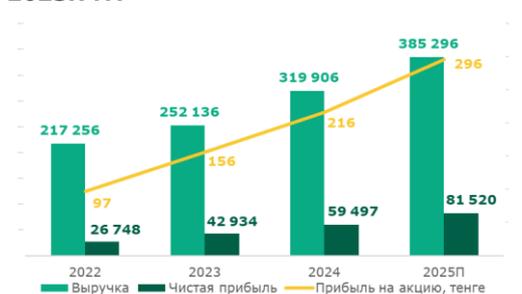
Источники: данные компании; Bloomberg; KASE; расчеты Halyk Finance; П - Прогноз; LTM - последние 12 месяцев (Last twelve months)

**Рис 1. Нормализованная динамика изменения цены KASE и KEGC**



Источники: данные компании; Bloomberg

**Рис 2. Динамика выручки, чистой прибыли (Т млн) и прибыли на акцию (Т): 2022 – 2025П гг.**



Источники: данные компании; расчеты Halyk Finance; П - Прогноз

**Уважаемые клиенты,**

Мы обновили нашу оценку справедливой стоимости акций KEGOC с учетом публикации финансовой отчетности компании за первый квартал 2025 года. Для расчета целевой цены была использована пересмотренная финансовая модель, которая отражает актуализированные допущения относительно операционных и финансовых показателей компании, а также изменения в тарифной политике, объемах оказываемых услуг и капитальных затрат.

Прогнозные значения операционных и финансовых показателей были сформированы на основе данных допущений, выведенных из нашего анализа и экспертных оценок, с учетом планируемых изменений на период до 2030 года включительно.

**Мы устанавливаем рекомендацию «Покупать» по акциям KEGOC, предполагая совокупную доходность на уровне 37.5% на горизонте 12 месяцев. Наш прогноз включает потенциальный прирост стоимости акции на 25.9% до уровня Т1881, а также ожидаемую дивидендную доходность в размере 11.6%.**

**Обоснование переоценки – изменение в долгосрочных капитальных затратах.** В среднесрочной перспективе, с 2025 по 2030 годы, мы по-прежнему ожидаем, что KEGOC будет реализовывать масштабную инвестиционную программу, предполагающую значительный рост капитальных вложений. Ежегодный объем CAPEX в этот период, по нашим оценкам, сохранится на уровне не ниже Т100 млрд. Эти средства необходимы для финансирования критически важных проектов, включая модернизацию устаревшей электросетевой инфраструктуры Казахстана, строительство новых линий электропередачи для улучшения связности энергосистемы (в частности, между Западной и Северной зонами), а также для усиления мощностей, обеспечивающих электроснабжение Южной зоны страны. Мы полагаем, что утвержденные регулятором тарифы на услуги KEGOC на период до середины 2026 года, в сочетании с ростом объемов оказываемых услуг, обусловленных увеличением производства и потребления электроэнергии в стране, создадут достаточную финансовую базу для реализации указанной инвестиционной программы без чрезмерного давления на финансовое положение компании.

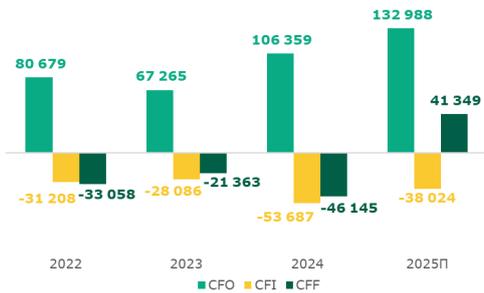
Наше предположение о последующем снижении уровня CAPEX, начиная с 2030 года, основывается на ожиданиях завершения основных циклов модернизации и расширения Национальной электрической сети (НЭС) к этому времени. После этого, как мы ожидаем, компания перейдет к фазе, где капитальные вложения будут преимущественно направлены на поддержание существующих активов. Этот переход к менее капиталоемкой модели операционной деятельности прогнозируется значительно раньше, чем предполагалось в наших предыдущих оценках. Такая двухэтапная динамика капитальных затрат – значительные инвестиции в развитие до 2030 года с последующим постепенным снижением до уровня поддерживающих инвестиций – в сочетании

**Рис 3. Динамика активов, обязательств и капитала: 2022 – 2025П гг. (₸ млн)**



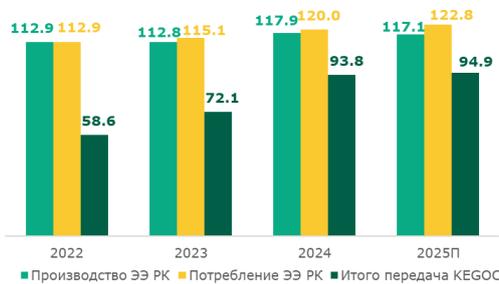
Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; П – Прогноз

**Рис 4. Динамика CFO, CFF, CFI: 2022 – 2025П гг. (₸ млн)**



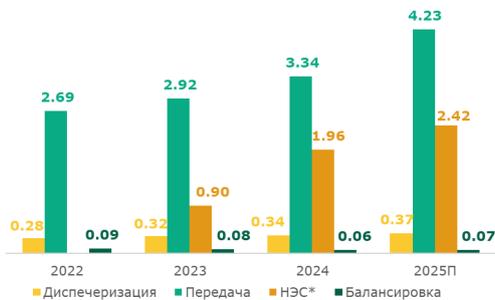
Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; П – Прогноз

**Рис 5. Динамика потребления, производства ЭЭ и передачи KEGOC 2022 – 2025П гг. (млрд кВтч)**



Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; Минэнерго РК; П – Прогноз

**Рис 6. Динамика тарифов на передачу, НЭС, балансировку и диспетчеризацию KEGOC: 2022 – 2025П гг. (₸)**



Источник: данные компании; П – Прогноз; \*Услуга по передаче ээ по НЭС была введена в середине 2023 года.

с ожидаемым ростом тарифной выручки, формирует основу для улучшения прогнозов по свободным денежным потокам компании (FCFF). Это, в свою очередь, приводит к увеличению как текущей стоимости прогнозных денежных потоков, так и терминальной стоимости в нашей модели DCF, обуславливая пересмотр целевой цены акций KEGOC в сторону повышения.

**Анализ влияния модели Единого закупщика на финансовые показатели KEGOC.** В ходе нашего анализа операционной деятельности KEGOC было учтено влияние недавних регуляторных изменений, в частности введения модели Единого закупщика электроэнергии с 1 июля 2023 года. Данное нововведение привело к увеличению затрат компании на приобретение электроэнергии для компенсации технологических потерь, что оказало давление на показатели операционной и чистой маржинальности. Конкретно, рост средневзвешенной цены на электроэнергию в рамках новой модели обусловил увеличение соответствующих затрат на 5.4 млрд тенге.

Тем не менее, существующий регуляторный механизм предусматривает компенсацию подобных непредвиденных расходов. Согласно «Правилам формирования тарифов», утвержденным Приказом Министра национальной экономики Республики Казахстан (№ 90 от 19 ноября 2019 года), уполномоченный орган имеет право корректировать затратную часть тарифа для субъектов, осуществляющих передачу электроэнергии. Такая корректировка производится на сумму недополученного дохода (или необоснованно полученного дохода), возникшего вследствие разницы между фактической и прогнозируемой ценой покупки электроэнергии у Единого закупщика по итогам предыдущего отчетного года.

Исходя из наличия данного механизма возмещения, который позволяет нивелировать негативное влияние ценовых колебаний на рынке электроэнергии при ее закупке у Единого закупщика, менеджмент KEGOC выражает уверенность в способности компании сохранить положительную динамику ключевых финансовых показателей. Мы разделяем эту оценку, полагая, что регуляторная поддержка обеспечит стабильность финансовых результатов компании в условиях новой рыночной модели.

**Сохранение прогнозов по статьям доходов и расходов.** Помимо указанных ключевых изменений, наши остальные прогнозы по операционной деятельности и финансовым показателям KEGOC в целом сохраняют преимущество. Так, рост выручки обеспечивается не только прогнозируемым увеличением тарифов, по которым мы располагаем данными от KEGOC до 2029 года с последующей экстраполяцией до 2030 года, но и ростом физических объемов оказываемых услуг. Прогноз последней базируется на данных «Прогнозного баланса электрической энергии» Министерства энергетики РК до 2030 года, дополнительной информации от самой компании и нашем профессиональном суждении. Мы исходим из того, что рост операционного денежного потока, генерируемый этими факторами, будет достаточен для компенсации увеличения капитальных затрат на модернизацию.

В структуре расходов мы учитываем ожидаемое замедление роста, а затем и снижение нормативных потерь при передаче электроэнергии по мере модернизации сетей. При этом, несмотря на прогнозируемый профицит электроэнергии в стране с 2027 года, мы закладываем рост объемов закупок электроэнергии для компенсации межгосударственных сальдо-перетоков. Естественным следствием признания значительных капитальных

затрат в стоимости основных средств станет прогнозируемый рост амортизационных отчислений.

Касательно рентабельности мы ожидаем незначительное увеличение валовой и операционной маржи с последующей стабилизацией на достигнутых уровнях в течение прогнозного периода, ориентируясь на данные по рентабельности EBITDA, представленные KEGOC в отчете за 9 месяцев 2024 года.

**Дивиденды.** В части дивидендной политики наш прогноз предполагает, что KEGOC будет генерировать достаточный объем денежных средств для обеспечения стабильного роста дивидендных выплат, соблюдая при этом минимальный уровень выплат в 60% от чистой прибыли, согласно утвержденной политике, что подразумевает потенциальный рост дивидендной доходности при сохранении текущей стоимости акций.

**Модель оценки.** Для оценки справедливой стоимости акций KEGOC мы продолжаем применять модель дисконтирования свободных денежных потоков к фирме (DCF – FCFF) на прогнозный период 2025–2030 годов, осознавая, что используемые прогнозы частично основаны на оценочных суждениях, и фактические результаты могут отличаться. Неясность в отношении потенциальных капитальных затрат после 2026 года обусловлена ограниченной детализацией со стороны компании, особенно по неутвержденным проектам и затратам на поддержание. Поэтому при прогнозировании CAPEX на этот период мы опирались на доступные данные до 2026 года, оценочную конечную стоимость утвержденных проектов, а также на экстраполяцию и экспертные допущения для неутвержденных проектов.

**WACC.** Средневзвешенная стоимость капитала (WACC) KEGOC, используемая для оценки, сохранилась на прежнем уровне 16.5%.

Стоимость акционерного капитала (CAPM) определена в 18%. Данный показатель учитывает актуальную безрисковую ставку, основанную на доходности 10-летних ГЦБ РК, скорректированное значение беты, сниженную премию за риск по Казахстану (согласно данным Damodaran), а также неопределенность в отношении будущих капитальных затрат компании.

Стоимость долгового капитала оценена в 16.6%, исходя из текущих рыночных доходностей ГЦБ и облигаций квазигосударственных компаний.

В структуре капитала была учтена возросшая доля заемного финансирования, что отражает планы компании по привлечению долга для реализации инвестиционной программы. Таким образом, обновленные параметры компонентов WACC в совокупности привели к сохранению ее итогового значения в 16.5%, которое и применяется для дисконтирования денежных потоков в нашей модели.

**Мы устанавливаем рекомендацию «Покупать» по акциям KEGOC, предполагая совокупную доходность на уровне 37.5% на горизонте 12 месяцев. Наш прогноз включает потенциальный прирост стоимости акции на 25.9% до уровня ₸1881, а также ожидаемую дивидендную доходность в размере 11.6%.**

Краткое описание модели – в Приложении 2.

**Таблица 1. Отчет о прибылях и убытках**

млн тенге	1 кв. 2023	1 кв. 2024	1 кв. 2025	Изм. % 1 кв. 2023 - 1 кв. 2024	Изм. % 1 кв. 2024 - 1 кв. 2025
Всего выручка и прочие доходы	60 604	85 124	88 029	40.5%	3.4%
Себестоимость	- 41 913	- 54 805	- 61 098	30.8%	11.5%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>18 691</b>	<b>30 320</b>	<b>26 931</b>	<b>62.2%</b>	<b>-11.2%</b>
<i>Валовая маржинальность</i>	30.8%	35.6%	30.6%		
Общие и админ. расходы	- 2 462	- 3 109	- 2 550	26.3%	-18.0%
Расходы по реализации	- 111	- 148	- 139	34.0%	-6.5%
Доход от переоценки/ убыток от переоценки основных средств	-	-	5	NA	NA
<b>Операционная прибыль</b>	<b>16 119</b>	<b>27 062</b>	<b>24 248</b>	<b>67.9%</b>	<b>-10.4%</b>
<i>Операционная маржинальность</i>	26.6%	31.8%	27.5%		
Финансовые доходы	1 788	2 854	3 459	59.6%	21.2%
Финансовые расходы	- 3 214	- 3 539	- 5 069	10.1%	43.2%
Прочие доходы	1 907	473	594	-75.2%	25.8%
Прочие расходы	109	- 233	- 364	-313.7%	56.0%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>16 710</b>	<b>26 617</b>	<b>22 868</b>	<b>59.3%</b>	<b>-14.1%</b>
Расход по подоходному налогу	- 3 237	- 5 204	- 4 318	60.8%	-17.0%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>13 473</b>	<b>21 413</b>	<b>18 550</b>	<b>58.9%</b>	<b>-13.4%</b>
<i>Маржинальность прибыли</i>	22%	25%	21%		
<b>Прибыль на акцию, тенге</b>	<b>49</b>	<b>78</b>	<b>67</b>	<b>58.9%</b>	<b>-13.4%</b>

Источник: данные компании

**Таблица 2. Отчет о финансовом положении**

млн тенге	1 кв. 2023	1 кв. 2024	1 кв. 2025	Изм. % 1 кв. 2023 - 1 кв. 2024	Изм. % 1 кв. 2024 - 1 кв. 2025
Итого Активы	988 532	1 026 004	1 112 927	3.8%	8.5%
Итого Обязательства	321 494	318 872	324 455	-0.8%	1.8%
Итого Капитал	667 038	707 131	788 472	6.0%	11.5%

Источник: данные компании

**Таблица 3. Отчет о движении денежных средств**

млн тенге	1 кв. 2023	1 кв. 2024	1 кв. 2025	Изм. % 1 кв. 2023 - 1 кв. 2024	Изм. % 1 кв. 2024 - 1 кв. 2025
Операционная дея-ть	21 425	35 913	40 457	67.6%	12.7%
Инвестиционная дея-ть	3 132	- 6 781	- 12 269	-316.5%	80.9%
Финансовая дея-ть	- 4 982	- 501	- 1 931	-89.9%	285.5%

Источник: данные компании

**Приложение 1. Сравнение мультипликаторов по текущим рыночным ценам**

Компания	Тикер	Капит., млрд\$	P/E	Forw. P/E	PEG	EV/EBITDA	P/B	P/S	ROE	ROA	Бета	Див. Дох-ть
KEGOC	KEGC KZ Equity	0.8	7.2	5.0	2.4	5.1	0.5	1.3	7.6%	5.3%	0.90	11%
NATIONAL GRID	NG LN Equity	72.1	18.7	13.3	6.3	12.2	1.4	2.8	8.6%	2.8%	0.88	5%
TERNA-RETE ELETTRICA NAZIONA	TRN IM Equity	20.2	16.8	16.5	N/A	10.4	2.3	4.9	14.9%	4.4%	0.64	NA
REDEIA CORP	RED SM Equity	11.4	27.0	16.8	1.7	NA	1.9	6.1	6.7%	2.5%	0.59	NA

Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; Bloomberg

**Приложение 2. Расчет справедливой стоимости (FCFF)**

Т млн	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка	319 906	385 296	422 248	451 374	482 722	516 026	564 872
EBIT	71 494	102 544	122 392	127 592	131 402	136 874	154 190
EBITDA	122 781	160 410	183 935	192 605	201 446	212 429	234 627
FCFF	73 763	108 404	40 161	55 634	11 429	6 199	49 816
WACC	16.5%						

Свободные денежные потоки (PV)	73 763	108 404	34 465	40 973	7 223	3 362	23 188
Сумма денежных потоков (PV)	109 212						
Терминальная стоимость (PV)	1 135 318						
Долгосрочные темпы роста (%)	3.0%						
12M целевая цена (Т/акция)	1 881						
Текущая цена (Т/акция)	1 494						
Потенциал роста/(снижения)	25.9%						
Рекомендация	<b>Покупать</b>						
				Cost of Equity			18.0%
				Tax Adjusted Cost of Debt			14.1%
				Доля собственного капитала			0.62
				Доля заемного финансирования			0.38
				Beta			0.90

Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance

**Приложение 3. Таблица чувствительности стоимости**

WACC	Долгосрочный рост					
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	
14.5%	2 200	2 304	2 418	2 542	2 678	
15.5%	1 946	2 033	2 126	2 227	2 336	
16.5%	1 732	1 804	1 881	1 964	2 055	
17.5%	1 548	1 609	1 674	1 744	1 819	
18.5%	1 390	1 442	1 497	1 556	1 619	

Источник: расчеты Halyk Finance

© 2025 г. АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025 г., все права защищены.

**Департамент торговых идей****E-mail**

[dti@halykfinance.kz](mailto:dti@halykfinance.kz)

**Департамент продаж****E-mail**

[sales@halykfinance.kz](mailto:sales@halykfinance.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

**HLFN**

**Refinitiv**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance