

風險因素

投資於[編纂]涉及諸多風險。[編纂]在投資於[編纂]前，應謹慎考慮本文件所載全部資料，包括下文所述的風險及不確定因素。以下為對本公司認為屬重大的風險的描述。以下任何風險均可能對本公司的業務、財務狀況及經營業績造成重大不利影響。在任何有關情況下，[編纂]的市價可能會下跌，而閣下可能損失部分乃至全部投資。

[編纂]敬請注意，下文所述風險並非本公司面臨的全部風險。本公司已列明其認為屬重大的風險，但可能還存在於本文件日期本公司認為並不重大或目前尚不知悉的其他風險，且任何該等風險均可能產生上文所述的影響。

該等因素為或然因素，未必會出現，且本公司概不就任何該等或然事件發生的可能性發表意見。該等資料乃截至最後實際可行日期(除另有說明外)的資料，將不會於本文件日期後更新，且受到本文件「前瞻性陳述」一節的警示聲明規限。

本公司認為本公司的營運涉及若干風險及不確定因素，其中一些風險及不確定因素並非本公司所能控制。本公司已將該等風險及不確定因素分類為：(i)與本公司業務及所處行業有關的風險；(ii)與在哈薩克斯坦開展業務有關的風險；及(iii)與[編纂]、[編纂]及交易市場有關的風險。

與本公司業務及所處行業有關的風險

本集團面臨流動性限制，並有大量流動負債淨額

於往績記錄期間，本公司以流動負債淨額經營，並以短期信貸融資支持管理。於2025年12月31日，本集團的流動負債淨額(按流動資產減流動負債計算)為963,015百萬堅戈，而於2024年12月31日為929,438百萬堅戈，於2023年12月31日則為422,786百萬堅戈，且本集團預期於[編纂]完成後，流動負債將繼續超過流動資產。於2025年12月31日的流動負債包括須於12個月內償還的借款488,658百萬堅戈。流動負債的超出部分反映本集團近年的資本支出計劃，該計劃要求本集團動用經營現金流量及短期信貸融資為建設活動提供資金，以待提取較長期發展融資。

本集團從政府及Samruk-Kazyna、發展融資機構、國際銀行及國際債務資本市場獲取外部融資，為其資本支出提供資金，同時管理其負流動負債狀況。此外，截至2026年4月30日止四個月，本集團與發展融資機構及國際銀行訂立多項長期融資安排，並發行票據，作為其減少對短期借款依賴計劃的一部分。儘管如此，本集團歷史上依賴並預期將繼續依賴Samruk-Kazyna以優惠條款提供融資，且就綜合財務報表審計而言，Samruk-Kazyna歷來向本集團及其審計師提供函件，確認其持續願意提供財務支持。詳情亦請參閱本節「與本公司業務及所處行業有關的風險—本集團倚賴政府及Samruk-Kazyna提供持續財務支持，惟該等支持並非強制性，可能被延遲、暫停、取消、削減或中斷」。

風險因素

鑒於流動負債超過流動資產，本集團管理層須評估本集團的持續經營狀況。於評估時，管理層考慮多項因素，包括本集團的財務狀況、預期未來表現及經營所得現金流量、運價增長、其借款、可用信貸融資、其資本支出承擔、匯率及本集團面臨的其他風險。在完成相關分析並考慮管理層可採取的緩解行動（管理層可採取若干行動改善本集團的持續經營及流動資金狀況）以及Samruk-Kazyna提供進一步支持的意願後，本集團管理層認為本集團擁有充足資源繼續經營業務並清償其負債，且於編製2025年財務報表時採用持續經營基準乃屬適當。

此外，根據若干融資安排的條款，本集團須遵守多項財務及非財務契約。違反該等契約可能導致重大罰款及處罰，並可能使貸款人有權要求提前還款。在2025年度財務報表的審計師報告中，遵守該等契約被確定為關鍵審計事項，原因在於其對編製財務報表時所應用的持續經營假設以及對貸款、債券及租賃負債的分類具有潛在影響。詳情請參閱本節「與本公司業務及所處行業有關的風險—本集團的運營受其貸款契約的限制，若未能遵守該等契約，可能會對本集團產生重大不利影響」。

概無法保證本集團將繼續獲得充足融資（不論來自內部或外部來源），以於到期時為其流動負債再融資。倘無法以可接受條款為到期短期借款再融資，尤其倘同時伴隨政府及／或Samruk-Kazyna減少或撤回支持，將導致本集團須削減其資本支出計劃，從而對其實現策略及增長目標的能力造成不利影響，並可能導致本集團無法於流動負債到期時予以清償。

本集團資本開支計劃集中於前期，並可能面臨執行及資金風險。

本集團2026年至2030年的資本開支計劃預計將高於上一個五年期產生的資本支出總額。該計劃高度集中於前期，支出預計在首年達到峰值，隨後在規劃週期的剩餘年份中逐步遞減至較低的年均水平。該計劃涵蓋重大基礎設施項目，包括第二軌道建設、新邊境口岸、為應對自1990年代以來累積老化而制定的11,000公里修復計劃，以及軌道車輛更新、運力擴容及數字化。本集團預計通過外部借款為約61%的計劃投資提供資金。

該計劃的規模及前期集中投入的特點，加上本集團於2025年12月31日963,015百萬堅戈的流動負債淨額狀況，引致重大的執行風險。該計劃可能出現成本超支，且可能不會按時或在預算內完成。本集團依賴於按可接受條款持續獲得外部融資，以及通過優惠融資持續獲得政府支持。金融市場狀況、本集團的信貸狀況或政府支持的可得性如有任何惡化，均可能限制本集團為該計劃提供資金的能力，並增加其對較高成本融資的依賴。已完成的投資可能不會達致基礎設施狀況或營運效率方面的預期改善。未能成功執行該計劃可能會延遲向維護水平開支的過渡，並對本集團的業務、經營業績、財務狀況及前景產生重大不利影響。

風險因素

本集團倚賴政府及Samruk-Kazyna提供持續財務支持，惟該等支持並非強制性，可能被延遲、暫停、取消、削減或中斷。

本集團倚賴政府及Samruk-Kazyna提供多種形式的財務支持。儘管政府過往曾向且仍在繼續向我們提供支持，惟該等支持並非強制性，政府日後可能不會維持現有支持水平，甚至無法保證政府會繼續提供任何支持。以往的政府支持形式包括出資、補貼、優惠貸款，以及按優惠條款為Samruk-Kazyna發行債券。例如，2025年期間，本集團從Samruk-Kazyna獲得65,480百萬堅戈的貸款，用於融資購買客車，利率為0.05%。2025年，本公司向Samruk-Kazyna發行1,010股股份，由Samruk-Kazyna以總市值28,791百萬堅戈的長期資產支付；2024年，本公司向Samruk-Kazyna發行1,000股股份，由Samruk-Kazyna以13,273百萬堅戈的現金支付。儘管每年收到的金額不足本集團收入的10%，但本集團仍依賴此類支持來補充其運營及資本開支所需的資金，包括鐵路基礎設施的擴建和維護以及物流業務的進一步發展。

從過往來看，本集團曾獲得：(i)利率補貼，旨在補貼新纜車車廂和平車的採購，以及本集團某些本地債券及融資租賃安排的利率；及(ii)旨在減少本集團客運服務虧損的補貼。截至2025年12月31日止年度，本集團已獲得18,034億堅戈的各類政府支持，包括6,997億堅戈的優惠融資（利率介於0.05%至2%之間的長期貸款）、3,513億堅戈的融資（利率由10%的政府補貼承擔），以及2,096億堅戈的融資（利率由6%至8%的政府補貼承擔）。

此類利率補貼及其他形式補貼融資的提供、續期和展期須經政府及公司年度審批程序，因此，補貼支付或正式展期的時間點未必總能與相關融資安排下的合同付款日期相吻合。在某些情況下，出於行政、預算或時間安排方面的考量，補貼會在相關曆年的年初獲正式展期而非償還。鑒於款項最終將在本集團收到補貼時支付，相關政府機構尚未採取任何強制執行措施。從會計和合同角度來看，除非獲得豁免，否則此類時間錯配可能被視為相關貸款協議下的技術性違約。由此類行政或程序流程導致的延誤，在很大程度上超出了本集團的控制範圍。

2026年3月2日，本公司收到一封來自Samruk-Kazyna的信函，確認其有意在可預見的未來以及自2025年財務報表獲批之日起至少12個月內，繼續向本公司提供財務和運營支持。然而，無法保證Samruk-Kazyna或政府將支付利率補貼，或將以何種形式及何種水平提供財務和運營支持。

本集團還收取政府補貼，作為對某些設定在較低水平或無利可圖的客運運價的補償。本集團獲得的政府補貼會定期變化。於2025年，政府補貼為433億堅戈，而2024年為411億堅戈。該增長反映了政府補貼支付金額及時間安排的變化。

風險因素

儘管政府已同意根據某些協議和計劃向本集團提供財務支持，但政府(無論直接還是通過Samruk-Kazyna)通常並無義務向本集團提供財務支持，無論是以注資、貸款、補貼或其他形式。政府提供支持與否，須視乎政府政策重心、財政約束及政治考量而定，而該等因素可能發生變化。於2026年，本集團的補貼責任為175,383百萬堅戈，而政府就該等補貼的預算撥款為83,791百萬堅戈，短缺91,592百萬堅戈。無法保證本集團可繼續獲得同等的政府支持，或將作出額外預算撥款以補足任何短缺。此外，無法保證政府支持(如有)能夠及時提供。

倘政府延遲、減少或終止對本集團的財務支持(不論是通過延遲、減少或終止注資、補貼或貸款)，均可能導致本集團的資本開支計劃延遲，並可能要求本集團尋求其他融資來源，而有關融資條款可能較為不利。儘管本集團相信其可繼續獨立營運，惟政府支持的任何有關變動均可能對本集團的業務、前景、財務狀況、現金流量及／或經營業績造成不利影響。

自然壟斷委員會實施的運價監管，可能會對本集團的業務及經營業績產生不利影響。

本集團的業務活動受政府監管。作為哈薩克斯坦的國家鐵路公司，本集團在哈薩克斯坦幹線鐵路網領域享有自然壟斷地位。KTZ-FT負責本集團的鐵路運營，在鐵路貨運領域中關乎重要公眾利益的市場發揮主導作用。因此，本集團及KTZ-FT均受自然壟斷委員會監管。自然壟斷委員會、行業監管機構和地方行政部門通過制定和設定幹線鐵路網內的國內、進出口貨運運價，以及跨地區、城際和郊區客運運價，對本集團、KTZ-FT及Passenger Transportation(客運實體)的活動實施監管。在設定運價時，自然壟斷委員會會考慮一系列因素，包括本集團的收入和投資需求。然而，政府的運價設定政策可能缺乏透明度，且政府可能通過自然壟斷委員會，將運價設定作為支持經濟其他領域公共政策舉措或推進政府政策的手段，而罔顧其對本集團的影響。例如，在哈薩克斯坦，提供客運鐵路服務被視為鐵路運營商的社會責任，因此，運價被人為壓低以確保客運鐵路服務的可負擔性。因此，客運運營服務產生的收入向來不足以覆蓋這些服務的運營成本，且本集團依賴政府補貼來支持其客運業務。

運價制定過程存在監管滯後，從成本上漲發生到在經調整的運價中得以反映，這之間大約需要六至八個月的時間。本集團會提交一份反映已產生的實際成本的資料作為運價上調的依據，而經調整運價通常要到下一個曆年才會納入生效，除非自然壟斷委員會決定在當前曆年採納。因此，在成本上漲期間直至下一輪運價調整週期之前，本集團需承擔該成本上漲的全部影響，這可能會對本集團的利潤率和流動性產生不利影響。幹線鐵路網的運價按五年期批准，且在適用期內

風險因素

僅可在特殊情況下調整，包括上馬投資項目或提高員工薪酬。幹線鐵路網的現行運價已獲准適用於2026年至2030年期間。截至本文件日期，本集團繼續與自然壟斷委員會合作，以提高幹線鐵路網運價，從而反映為開展基礎設施項目而取得融資之成本。

如果自然壟斷委員會就本集團的一項或多項服務設定的運價不足以覆蓋本集團提供這些服務的成本，或自然壟斷委員會設定的運價水平不符合本集團預算要求，且本集團未從政府獲得其他支持以充分補充由此類運價產生的收入，本集團的流動性可能會下降，進而可能無法按時履行其當前及未來義務，或無法為原定的資本開支提供資金。具體而言，儘管本集團計劃與自然壟斷委員會共同制定並批准一項新的運價計算方法，以便實施靈活的運價政策，從而兼顧消費者和列車服務供應商的利益，設定能夠覆蓋成本的運價水平，但該新方法何時實施，甚至會否實施，目前都不確定。如果自然壟斷委員會推出的運價控制政策或其他措施對本集團不利，這可能會對本集團的業務產生重大影響。此外，未來可能出現其他情況，即終止一項無利可圖的服務符合本集團的商業利益，但政府可能不允許本集團終止，這意味著本集團將不得不繼續虧本提供該服務。

與受到或將會面臨英國、美國或其他相關司法管轄區制裁的國家或實體之間的交易，可能令本集團受到不利影響。

自2022年2月以來，俄羅斯的若干實體及個人一直受到西方國家實施的全面制裁。

哈薩克斯坦、俄羅斯及白俄羅斯的鐵路基礎設施相互連通，本集團的機車、貨運車廂和客車往返於俄羅斯與白俄羅斯之間，並途經兩國。因此，本集團在客貨運輸及結算相關款項方面與俄羅斯鐵路和白俄羅斯鐵路存在業務往來。本集團還與俄羅斯鐵路就若干服務(包括信息系統維護和技術支持)簽訂了協議，並於2024年11月簽署了一項戰略合作夥伴協議，旨在對九個關鍵邊境口岸的鐵路基礎設施進行現代化改造，並改善跨境貨運業務。俄羅斯鐵路和白俄羅斯鐵路均受到制裁，包括資產凍結措施。

本集團參與了與俄羅斯控制實體和白俄羅斯控制實體的合作項目，包括通過與俄羅斯鐵路及白俄羅斯鐵路成立的合資企業UTLC ERA參與，該合資企業旨在促進中國、南亞與歐洲之間的歐亞過境走廊。本公司、俄羅斯鐵路及白俄羅斯鐵路各自持有UTLC ERA 33.3%的股權。根據UTLC ERA股東協議的規定，管理委員會成員Koishibayev及本公司利益代表(新項目的董事總經理)Meshcheryakov先生均為UTLC ERA董事會成員，且本公司從該合資企業收取股息。UTLC ERA目前運營正常，其資產未被凍結。本公司不擬將[編纂]用於UTLC ERA的籌融資或其他注資。

風險因素

根據英國《2019年俄羅斯(制裁)(脫歐)規例》，制裁限制不僅適用於被指定人士，亦適用於由被指定人士直接或間接擁有或控制的實體。擁有權及控制權分析涉及對直接及間接擁有權益的評估，並可能考慮被指定人士是否能夠通過法定權利、合約安排、融資關係、董事會委任權、非正式影響力及其他控制手段施加控制。因此，即使任何實體本身並未被指定，英國制裁機關仍可能認定其由被指定人士擁有或控制。就本集團參與UTLC ERA而言，儘管本集團認為，就英國《2019年俄羅斯(制裁)(脫歐)規例》而言，單憑俄羅斯鐵路的持股並不導致UTLC ERA被視為由俄羅斯鐵路擁有或控制，但擁有權及控制權分析屬具體事實判斷，並可能受金融制裁執行辦公室(「OFSI」)或其他制裁機關的詮釋所影響。

OFSI有關金融便利的指引可能涵蓋涉及付款流的安排，而該等付款流直接或間接令資金或經濟資源可供被指定人士使用，或為其利益而提供，即使相關合資企業本身並未被指定且其資產並未被凍結亦然。因此，涉及UTLC ERA的付款、股息或其他資金流可能引致制裁合規方面的考慮，尤其是在涉及英國人士及英國金融機構的情況下。本公司無意將[編纂]的任何部分用於向UTLC ERA提供資金、融資或以其他方式作出貢獻。此外，根據美國制裁規定，在俄羅斯運輸領域開展業務的非美國人士，包括與本集團在UTLC ERA之權益有關者，將存在理論上之次級制裁風險。然而，制裁法律、OFSI指引或與UTLC ERA、俄羅斯鐵路或白俄羅斯鐵路有關的事實情況如有任何變動，均可能要求本集團暫停、重組、限制或退出其於UTLC ERA的參與，或可能限制涉及UTLC ERA的付款或其他交易，而上述任何情況均可能對本集團的業務、聲譽、財務狀況及經營業績造成重大不利影響。

本集團歷來與俄羅斯國有銀行保持業務往來，包括受到歐盟、英國和美國的制裁的Sberbank及VTB Bank。2022年3月，本集團提前償還了來自VTB Bank及Sberbank的貸款本金，金額分別為194億盧布和5,064百萬堅戈，並已關閉相應的銀行賬戶。然而，本集團的聯營公司Aktau Sea Northern Terminal LLP仍是Sberbank所提供貸款融通下的借款人，截至2029年仍有5,102百萬盧布的未償還貸款。本公司提名了Aktau Sea Northern Terminal LLP監事會五名成員中的兩名。這種關係反映了聯營公司層面的既往風險敞口，並不構成本集團新增或擴大的俄羅斯銀行業風險敞口。本公司不擬將[編纂]用於Aktau Sea Northern Terminal LLP的籌融資或其他注資。

此外，本集團與PJSC Lukoil旗下附屬公司Lukoil Lubricants Central Asia保持著商業合作關係，由該公司供應本集團鐵路運營所需的特定潤滑油。這一關係乃基於非獨家商業原則開展，且潤滑油在本集團整體成本結構中屬於非核心投入。PJSC Lukoil及其附屬公司(包括Lukoil Lubricants Central Asia)已於2025年10月15日被美國及英國列入受制裁實體。因此，目前英國及美國人士被禁止與Lukoil及其附屬公司進行交易，但在適用的一般許可證規定下除外。從美國制裁角度而言，本集團與Lukoil Lubricants Central Asia訂立的合約獲第131E號許可證授權，該許可證將於2026年7月25日屆滿。第131E號一般許可證已先後延長六次，最近一次延長為於本文件日期之前進行，並可能於該日期前再次續期。若第131E號一般許可證未獲進一步延長，本集團可能需要終止與Lukoil Lubricants Central Asia的合約，並可能需尋找替代潤滑油供應商，而相關供應可能涉及成本上升或商業條款較不利的情況。本集團的國際制裁法律顧問建議，倘一般許可證未獲延長，本集團應考慮終止該等合約；在缺乏有效一般許可證的情況下，持續與

風險因素

Lukoil Lubricants Central Asia進行交易亦可能面臨美國次級制裁風險。倘英國人士參與該合約項下的任何交易，本集團可能須依賴適用的英國一般許可證（例如於2026年8月25日到期的第INT/2025/8031092號一般許可證），惟須符合相關條件。概不保證該等條件在所有情況下均可獲滿足，亦不保證相關許可證將持續可用及適用。特別是，概不保證一般許可證第131E號或第INT/2025/8031092號英國一般許可證會在其現有屆滿日期之後獲得延長或續期。儘管迄今為止，本集團尚未因該合作關係而遭遇供應中斷或制裁相關問題，但任何制裁範圍的擴大、反制裁、監管限制或該交易對手方的法律或合規狀況的變化，都可能迫使本集團調整採購安排，從而導致成本上升、運營效率下降或運營中斷。

儘管本集團成員目前未受到制裁，且本集團未曾參與且預期將不會參與任何可能導致被實施制裁的活動，但無法保證本集團旗下公司未來將不會受到制裁。如果本集團與特定國家、地區或實體之間的任何當前或未來活動被相關制裁當局認定為違反了適用的制裁規定，或構成實施制裁的依據，則可能會對本集團的業務、聲譽、財務狀況及經營業績產生重大不利影響。

英國及美國已實施針對俄羅斯運輸業的制裁。英國就將俄羅斯鐵路列為指定對象所作的《理由聲明》指出，俄羅斯鐵路一直通過在運輸業（即對俄羅斯政府具有戰略重要性的行業）經營業務，以及促使俄羅斯軍隊、戰鬥車輛及武器向俄烏邊境移動，參與支持俄羅斯政府。在美國方面，根據第14024號行政命令於2023年5月19日作出的裁定，授權對在俄羅斯經濟若干行業（包括運輸業）內營運或曾經營運的人士施加制裁。美國外國資產控制辦公室（「OFAC」）的指引對俄羅斯運輸業作出廣泛界定，包括任何運輸方式或任何用於人員或財產移動或運載的貨物、服務或技術，如涉及向俄羅斯聯邦運送、自俄羅斯聯邦運出或涉及俄羅斯聯邦，均涵蓋其生產、製造、測試、融資、分銷或運輸，以及相關的裝卸、儲存及其他相關活動。

因此，本集團過往及持續與俄羅斯運輸交易對手（包括俄羅斯鐵路）的往來，以及其參與向俄羅斯、自俄羅斯或涉及俄羅斯的跨境運輸路線，可能會招致更嚴格的制裁審查。儘管相關英國及美國制裁一般不會自動由被指定的附屬公司「向上延伸」至整個企業集團，且英國及美國制裁機關一般並未僅以與俄羅斯的商業或營運聯繫為基礎而優先將哈薩克斯坦實體列為指定對象。然而，制裁政策可能迅速變動，故不能保證英國、美國或其他制裁機關日後不會在認為哈薩克斯坦實體（包括本集團旗下公司）於受制裁的俄羅斯經濟行業內營運或提供支持的情況下，將該等實體列為指定對象。

本集團通過一份於2021年11月26日由哈薩克斯坦、伊朗及土庫曼斯坦三方簽署的諒解備忘錄而面臨與伊朗相關的制裁風險，該備忘錄旨在擴大鐵路合作並提升哈薩克斯坦—土庫曼斯坦—伊朗鐵路的集裝箱轉運量。美國對伊朗維持全面的制裁制度，包括適用於在伊朗經濟特定領域營

風險因素

運之非美國人士的次級制裁。於本文件日期，本集團尚未就該諒解備忘錄開展任何建設項目，且該備忘錄亦不具法律約束力。然而，倘本集團未來推進任何相關項目，則可能引致美國次級制裁風險，並可能對本集團的業務、聲譽、財務狀況及經營業績造成重大不利影響。

在持續遵守其內部制裁合規及風險管理程序的前提下，本集團擬於[編纂]後繼續與俄羅斯鐵路、白俄羅斯鐵路、UTLC ERA、Lukoil Lubricants Central Asia及其他相關交易對手進行業務往來。儘管已設有相關程序，惟概不保證本集團的制裁合規控制在所有情況下均能有效運作，或足以防止違反制裁規定或監管行動，而任何上述情況均可能對本集團的業務、聲譽、財務狀況及經營業績造成重大不利影響。

倘對本集團任何一家公司實施制裁，可能對整個集團造成不利後果，包括聲譽受損、盡職審查及合規負擔增加、國際交易對手及金融機構的交易受限、支付流程受阻，以及使用融資、結算、交收及資本市場基礎設施的途徑減少。

本集團的業務及經營業績可能受到戰爭、地區衝突、地緣政治發展以及通道中斷(包括持續的俄烏軍事衝突造成的通道中斷)的不利影響。

近年來，影響本集團營運的地緣政治環境顯著惡化。戰爭、地區衝突、邊境關閉、制裁、反制裁及其他地緣政治事件，可能導致本集團的運輸通道中斷、過境貨運量減少及交付時間受到影響。例如，俄烏衝突於2022年升級為軍事入侵，即為近年來的一個鮮明例子。哈薩克斯坦與俄羅斯及白俄羅斯有著重要的經濟和政治關係，哈薩克斯坦與俄羅斯的邊界是世界上最長的連續陸地邊界(約7,599公里)，大部分貿易通過鐵路運輸。哈薩克斯坦、俄羅斯和白俄羅斯是關稅同盟和共同經濟空間的成員，並於2015年1月1日成立了歐亞經濟聯盟。2024年，哈薩克斯坦共和國與歐亞經濟聯盟之間的貿易額約為304億美元，其中約91.3%與俄羅斯的貿易相關。因此，本集團直接及間接面臨區內戰爭、地區衝突及地緣政治動蕩的事態發展之衝擊。此類衝突的升級或時間延長均可能干擾本集團的業務運營，損害其鐵路服務的安全性及連續性，並對本集團維持整個網絡正常運營的能力產生不利影響。

本集團的鐵路網絡與鄰國鐵路網絡緊密交融，因哈薩克斯坦、俄羅斯及白俄羅斯均採用1,520毫米的統一軌距。本集團運營方需要在俄羅斯境內開展若干運營活動(包括伊列茨克鐵路樞紐站和東部鐵路樞紐站)，以保障鐵路網絡正常運行。2022年3月，俄羅斯政府禁止貨物和空車廂經由俄羅斯和白俄羅斯運往烏克蘭或過境烏克蘭，這給本集團的貨運量帶來了負面影響。無法保證存在可用或商業可行的替代路線。進一步的禁令、限制、制裁或反制裁、過境路線或港口的中斷，或匯率波動加劇，都可能對本集團的貨運量和運營產生不利影響。

本集團若干主要走廊的過境運量近期出現下滑。2025年，泛亞鐵路北線及南線走廊東支線的運量約為448,000噸，較2024年下降9%；2026年1月的運量約為27,000噸，較2025年1月下降33%。作為本集團多式聯運走廊策略一部分的哈薩克斯坦—中國—土庫曼斯坦—伊朗路線，運量

風險因素

亦出現惡化。該等減少部分反映了地緣政治發展及貿易流向轉變對本集團國際過境走廊的影響。該等走廊的運量未必能夠回升，任何走廊運量的持續下滑均可能對本集團過境貨運收入造成重大不利影響。

本集團已評估中東地緣政治緊張局勢升級對其國際過境走廊的潛在影響。霍爾木茲海峽及曼德海峽(亞丁海峽)可能受到不同程度的潛在干擾，包括霍爾木茲海峽部分封鎖並伴隨曼德海峽受威脅、霍爾木茲海峽完全封鎖並伴隨胡塞武裝對曼德海峽實施實際打擊或封鎖，以及涉及局勢進一步升級導致兩條海峽完全封鎖並發生其他不可預見事件的極端情況。任何該等情況均可能導致受影響走廊的鐵路及海運部分或完全停止。儘管本集團目前運往伊朗的貨物運量微不足道，但影響霍爾木茲海峽及曼德海峽的更大範圍地區局勢升級，可能擾亂全球貿易流向，並對本集團的過境運量、經營及財務狀況造成間接不利影響。

俄烏衝突升級或衝突時間延長，或影響本集團運輸通道的任何其他戰爭、地區衝突、邊境關閉或地緣政治事件，均可能對本集團的業務、財務狀況及經營業績產生重大不利影響。

本集團與外國國有背景合作夥伴共同成立的合資企業，可能引發管治、制裁及地緣政治風險。

作為發展國際運輸走廊及場站基礎設施戰略的一部分，本集團已與外國國有背景的合作夥伴成立合資企業。近年來，本集團加快了組建合資企業的步伐，在2023年至2025年間新成立六家合資企業。尤其是與一家中國國有背景實體成立的合資企業Aktau International Container Hub LLP(中方合作夥伴持有51%股權)，以及與阿拉伯聯合酋長國AD Ports Group旗下的聯屬實體共同成立的Gulflink Ltd.。

當本集團在合資企業(包括與中國、阿拉伯聯合酋長國及其他外國國有背景合作夥伴設立的合資企業)中持有少數股權時，其對關鍵戰略、運營及財務決策的影響力可能有限。國有或國有背景的合資企業夥伴可能存在與本集團相悖的戰略優先事項，或受其各自政府外交政策目標的影響，從而可能引發利益衝突或導致決策與本集團的商業利益不一致。此外，合資企業的快速擴張增加了本集團企業架構的複雜性，並加重了本集團管理層在管治、合規和監督方面的負擔。

與受制裁司法管轄區內或與之相關的合作夥伴成立的合資企業面臨制裁合規風險。詳情請參閱本文件「財務資料－影響經營業績的關鍵因素－地緣政治發展及制裁」。若未能有效管理該等風險，或出現任何影響本集團合資企業夥伴或其經營所在地區地緣政治環境的不利發展，均可能對本集團的業務、經營業績、財務狀況、聲譽及前景產生重大不利影響。

風險因素

本集團持續受到監管及反壟斷機構的審查，這可能招致高額罰款、運營限制或聲譽受損。

作為哈薩克斯坦的國家鐵路公司，本集團在提供幹線鐵路網服務方面擁有自然壟斷地位，並在哈薩克斯坦的貨運、機車牽引及過境運輸業務中佔據主導市場地位。因此，本集團過去曾且目前仍面臨相關政府部門（包括反壟斷署）發起的調查和訴訟程序。自2022年以來，本集團與反壟斷署之間已發生17起訴訟，涉及事項包括運輸計劃的批准、幹線網絡服務的准入、運價政策以及車站基礎設施的管理。儘管法院已就這17起案件中的15起作出有利於本集團的裁決，且法院已就程序違規問題向反壟斷署發出四份特定裁定，但無法保證本集團在日後的法律程序中定能勝訴，亦無法保證反壟斷署不會發起進一步調查。

特別是，反壟斷署此前曾試圖對本集團的附屬公司處以巨額罰款，包括對KTZ-FT處以200億堅戈的罰款（隨後經法院減至91百萬堅戈），以及另一項金額達14億堅戈的罰款（最終於2026年1月被哈薩克斯坦共和國翻案法院撤銷，因無過錯而終止了全部訴訟程序）。這些案例表明，若未來法律程序未能以對本集團有利的方式解決，則本集團可能面臨重大財務風險。

本集團的市場主導地位及其作為國有自然壟斷運營商的角色，可能繼續引發包括反壟斷署在內的政府監管部門的審查。未來反壟斷程序中的不利裁決、被處以重大罰款、對本集團的運營或運價做法施加限制，或出現影響本集團與外國投資者及戰略合作夥伴關係的干預措施，均可能對本集團的業務、經營業績、財務狀況、聲譽及前景產生重大不利影響。

本公司由政府間接控制，這可能導致本公司尋求與其商業利益及[編纂]利益相衝突的公共政策目標，包括影響管理層的任免以及出售本公司資產。

緊隨[編纂]完成後，Samruk-Kazyna將持有本公司約[編纂]%的股份。本集團是哈薩克斯坦的國家運輸及物流運營商。政府通過Samruk-Kazyna控制本公司。作為政府的國家管理控股公司，Samruk-Kazyna的目標是支持和實現哈薩克斯坦經濟的多元化，其利益可能與[編纂]的利益存在顯著差異，這可能導致Samruk-Kazyna指示本集團涉足或擴展某些業務領域，從而對本集團按商業原則運營的能力造成重大不利影響，或導致本集團的運營方式不符合[編纂]的最佳利益。例如，本集團須提供某些並不盈利的客運服務，且未來還可能須提供其他本集團認為並不符合其最佳商業利益但符合公共利益的服務。

從過往來看，政府曾(i)指示本集團從事其核心業務以外的活動，並以非公平交易方式收購或處置資產；及(ii)向本集團施加其他社會責任，例如要求其建設社會和娛樂基礎設施、參與慈善活動以及實施社區發展計劃。政府日後可能會進一步施加類似的要求。此外，政府可能將設定

風險因素

運價用作支持公共政策舉措的手段。

政府有權通過Samruk-Kazyna任免管理層或對管理層的任免發揮影響，並可能要求本公司出售若干資產。

根據第908號政府決議「關於2021–2025年私有化若干問題的決議」制定的2021至2025年期間的「2021年綜合私有化計劃」(經修訂)繼續適用於Samruk-Kazyna及其被投資公司。2025年10月24日第894號政府決議「關於優化準國有部門實體及國有財產對象的若干問題」進一步更新了確定私有化候選對象的適用方法，並批准了可能面臨私有化、重組或清算的準國有及國有實體更新名單。

2021年綜合私有化計劃(經修訂)亦考慮了Samruk-Kazyna集團內某些附屬公司、聯營公司和合資企業的潛在私有化或重組，其中包括本集團內的若干實體。任何該等處置的方法、範圍及時間安排尚未最終落實，並有待進一步審查、與獨立顧問的磋商，還須遵守適用的契諾。無法保證任何此類處置最終能否進行，以及具體的條款。任何此類交易均可能導致業務量下跌、收入基礎下降、支付予本公司的股息減少。

本集團的運營受其貸款契約的限制，若未能遵守該等契約，可能會對本集團產生重大不利影響。

本集團有義務遵守其融資安排中所載的各項肯定性及否定性契約及限制，包括其各自業務範圍或性質的重大變更、進行合併、整合或重組、對資產設定產權負擔以及完成若干銷售、若干財產轉讓及處置。

此外，其自身遵守該等契約及限制的內部政策可能比該等契約及限制所要求的更為嚴格。本集團在發生超過規定金額的資本支出，以及未經相關貸款方事先批准而新增債務或為第三方債務提供擔保方面，也可能受到限制。除對本集團成員公司的經營行為施加肯定性及否定性義務外，現有的貸款及擔保協議以及其他債務工具要求受協議約束的本集團公司持續維持或在特定日期定期滿足若干財務測試。本集團亦須遵守Samruk-Kazyna發佈的債務及財務穩定性管理政策，該政策設定了若干可能限制本集團運營的關鍵財務穩定性比率。

無法保證本集團將能夠遵守其貸款及擔保協議所載的契約及限制，且若未能遵守，亦無法保證其能夠就未來不時或持續出現的預期違規情況獲得延期、修訂或豁免。倘本集團未能獲得任何所需的修訂或豁免，本集團相關借款人將違反適用的貸款、擔保及其他協議。此外，任何該等違約均可能觸發本集團融資協議中的交叉違約條款(且任何該等違約將允許本集團的貸款方及其他債權人加速追討本集團的部分或全部債務，進而可能要求本集團對其未償還債務進行重組或再融資)。亦無法保證本集團將能夠完成任何該等所需的重组或再融資。上述任何情況均可能對本

風險因素

集團的業務、前景、財務狀況、現金流量或經營業績產生重大不利影響。

本集團面臨大宗商品價格風險，而本集團管控此風險的能力有限。

本集團雖未直接生產或銷售大宗商品，但其貨運量及收入在很大程度上取決於客戶的大宗商品生產、出口及消費情況。哈薩克斯坦是主要的大宗商品出口國，出口商品包括石油、天然氣、鋼鐵、銅、鐵合金、鐵礦石、鋁、煤炭、鉛、鋅和小麥。2025年，礦產產品(包括石油、天然氣和煤炭，以及金屬和寶石)約佔哈薩克斯坦出口總額的63.6%。

近年來，受全球供需、總體經濟狀況、其他能源來源的競爭及其他因素影響，國際原油價格大幅波動。由於哈薩克斯坦是主要石油出口國，石油行業的稅收是國家基金的主要來源，國家基金既是關鍵的穩定儲備，也是國家預算轉移的重要來源，油價持續下跌可能會減少石油生產及出口活動，降低整體經濟產出，耗盡國家基金的資源，並限制其支持預算的能力。這進而可能會減少石油及石油產品運輸的貨運需求(佔2025年貨運總收入的19%)，以及石油行業基礎設施項目中設備、材料及物資的運輸量，從而對本集團的貨運量及收入產生不利影響。

2023年、2024年及2025年，燃料和潤滑油分別佔本集團總銷售成本的14.7%、12.1%和13.8%。本集團主要通過依循Samruk-Kazyna採購程序進行的公開招標為其機車採購大量柴油。該等招標通常在每年年初以固定價格條款(如果市價下跌，則允許下調)授出。燃料價格波動，並受到國際政治和經濟形勢的影響。近期烏克蘭和中東地區的衝突導致全球燃料價格上漲且波動加劇。儘管全球油價的持續上漲很可能對哈薩克斯坦等碳氫化合物生產國產生積極影響，從而改善財政儲備，進而可能增加預算中本集團可獲得的補貼，但該等價格也將導致本集團的燃料成本上升。本集團不針對市場燃料價格波動進行對沖活動。

無法保證本集團未來能夠達成足夠靈活的採購或對沖安排以規避大宗商品價格風險。燃料價格的顯著上漲可能對本集團的業務、前景、財務狀況、現金流量或經營業績產生重大不利影響。

本集團向自然壟斷委員會提交待批的運價計算時，已將燃油成本包含在內。除過境運運價外，本集團的所有貨運運價均須經自然壟斷委員會批准，且無法保證自然壟斷委員會在設定運價時會考慮燃油成本的增加。此外，已批准運價的增加或變更須經監管機構批准，並在獲得批准後方可實施，而燃料成本可能更快速頻繁地波動。由於燃料價格變動與自然壟斷委員會批准提高運價之間存在時間差，本集團通常無法及時將增加的燃料成本轉嫁予客戶，甚或完全無法轉嫁。

風險因素

本集團面臨煤炭及其他碳密集型貨物需求下降的風險，而該等貨物佔其貨運量的重大部分。

煤炭是本集團運輸的最大單一貨運商品，於2024年約佔總貨運量三分之一。整體貨運業務佔本集團綜合收入的87%。全球能源轉型(包括發電技術的變化、減少依賴化石燃料的政策、哈薩克斯坦工業需求下降，以及煤炭出口需求減少)可能導致本集團運輸的煤炭及其他碳密集型貨物的數量持續下降。本集團現有基礎設施在很大程度上是為運輸大宗商品(包括煤炭)而配置，且概不保證短期內可獲得足夠數量或具相若利潤率的替代貨種，以抵銷煤炭運輸量下降的影響。對煤炭或其他碳密集型貨物需求的任何重大減少，均可能對本集團的貨運收入、業務、財務狀況及經營業績造成重大不利影響。

此外，過境運輸在運輸總量中的佔比正在增加，且過境運輸的利潤率高於煤炭運輸，因此可抵銷煤炭貨運量下降所帶來的負面影響。過境運輸在貨物總周轉量中的佔比由2022年的18%升至2025年的23%。過境運輸收入於2022年為4,780億堅戈，於2025年為8,270億堅戈。

根據本公司預測，國內及出口服務的煤炭運量中期內預期不會減少。

本集團控制阿克套港並從中獲益的能力，取決於與Samruk-Kazyna的信託管理安排。

International Sea Trade Port of Aktau的股份由Samruk-Kazyna擁有，並由本公司根據日期為2013年11月29日的信託管理協議(即「**阿克套信託管理協議**」)持有。根據阿克套信託管理協議，本公司有權就International Sea Trade Port of Aktau行使若干股東權利，包括管理其業務活動及收取該等股份應得股息的權利。阿克套信託管理協議並不賦予本公司法律所有權，且本公司對International Sea Trade Port of Aktau的權利取決於該安排的持續有效性。

阿克套港是本集團多式聯運走廊戰略的關鍵組成部分，而本集團提供鐵路—海運—鐵路一體化運輸解決方案以及提升其在過境、出口及區域物流流量中的市場份額的能力，在重大程度上依賴其持續管理及控制International Sea Trade Port of Aktau的能力。

哈薩克斯坦法律對本公司根據阿克套信託管理協議管理International Sea Trade Port of Aktau的權利存在不確定性。特別是，該阿克套信託管理協議在簽署時是否已有效訂立，可能存在爭議。此外，即使不涉及該等有效性爭議，Samruk-Kazyna有權自行決定終止阿克套信託管理協議，並將International Sea Trade Port of Aktau的股份撤出信託管理。於該等終止情況下應付予本公司的補償僅限於因終止直接產生的損失、損害及開支，而不包括持續管理所帶來的戰略或經濟價值。亦請參閱「在哈薩克斯坦開展業務的風險—本公司由政府間接控制，這可能導致本公司尋求與其商業利益及**[編纂]**利益相衝突的公共政策目標，包括影響管理層的任免以及出售本公司資產」，以了解政府及Samruk-Kazyna對本集團資產更廣泛權力的進一步詳情。倘Samruk-Kazyna行使其終止權，或阿克套信託管理協議的有效性遭成功質疑，本集團將失去對International Sea

風險因素

Trade Port of Aktau的控制及管理權，並無法享有相關經濟權益，包括股息收入。該等情況亦可能導致本集團需將International Sea Trade Port of Aktau從其財務報表中終止合併。儘管本公司可通過與Samruk-Kazyna協商修訂阿克套信託管理協議以解決上述法律不確定性，惟概不保證Samruk-Kazyna會同意該等修訂，亦不保證其不會行使終止權或提出質疑權，或任何應付補償足以反映本集團於阿克套港所持權益的商業價值。任何該等終止或管理權喪失均可能對本集團的業務、前景、財務狀況、經營業績及現金流量造成重大不利影響。

本集團面臨外幣匯率風險，且本集團管控此風險的能力有限。

本集團的部分應收款項、應付款項及借款以堅戈以外的貨幣計值，因此面臨外幣匯率風險。這些交易主要以美元、瑞士法郎、歐元、人民幣和俄羅斯盧布計值。此外，本集團部分過境相關收入以瑞士法郎結算。本集團的匯率風險主要涉及堅戈兌美元的匯率變動，其次是堅戈兌瑞士法郎、俄羅斯盧布和其他貨幣的匯率變動。

自哈薩克斯坦國家銀行於1999年4月對堅戈實行浮動匯率政策以來，堅戈匯率大幅波動，而哈薩克斯坦國家銀行已採取多項匯率政策。堅戈貶值導致資本獲取渠道縮窄、資本成本上升、通脹加劇、錄得大額匯兌損失以及經濟增長的不確定性。此外，本集團間接面臨俄烏衝突帶來的影響。自2022年2月衝突爆發以來，堅戈兌主要外幣大幅貶值。鑒於俄羅斯盧布的波動歷來影響堅戈匯率，持續的地區地緣政治緊張局勢及匯率波動可能增加本集團在外幣計值借款、商品及服務方面的成本。

此類外匯波動已經（且若該等波動持續，預計將繼續）對本集團的財務狀況、現金流量和經營業績產生重大不利影響。詳情請參閱本節「在哈薩克斯坦開展業務的風險－堅戈貶值或新匯率政策的實施可能會對本集團及哈薩克斯坦的公共財政和經濟產生不利影響」。於2023年、2024年及2025年12月31日，本集團借款及債務證券中分別有17.58%、16.91%及12.8%以美元計值。因此，堅戈兌美元的任何貶值都已導致且未來將導致本集團的外匯虧損增加。例如，截至2024年和2025年12月31日止年度，本集團分別錄得69,620百萬堅戈和19,990百萬堅戈的外匯虧損。此外，由於本集團有以俄羅斯盧布計值的借款，因此還受到堅戈兌盧布匯率波動的影響。2023年，KTZ-FT與歐亞開發銀行簽訂一份貸款協議，以融資購置貨運柴油機車，借款金額為177億盧布，該筆貸款將於2034年悉數償還。

無法保證堅戈不會出現大幅貶值。本集團合併總借款中的大部分均以美元計值，其次則以俄羅斯盧布計值，因此，堅戈兌上述貨幣的貶值將對本集團的財務狀況和經營業績產生淨負面影

風險因素

響。本集團持有部分美元現金，以部分抵銷以美元計值借款的匯兌損益；然而，該等儲備可能不足以完全抵銷匯兌虧損。

本集團根據《獨聯體運價協議》從貨運過境運價中產生以瑞士法郎計值的收入。與受監管並以堅戈計值的國內及進出口貨運價率不同，過境貨運運價不受監管，而是由鐵路管理部門基於商業原則確定，並以瑞士法郎計值。2025年，過境相關收入，即唯一以瑞士法郎計值的收入，佔本集團收入及其他收益總額的30.0%。2023年，收入及其他收益總額中有33.9%以瑞士法郎計值，而2024年及2025年分別為32.3%及30.0%。這種雙軌運價結構帶來了雙重風險：一方面，本集團受監管的國內收入受制於自然壟斷委員會的審批週期，並受監管滯後影響；另一方面，本集團不受監管的過境收入則面臨過境貨運量波動、以中歐走廊為主的競爭態勢以及瑞郎兌堅戈匯率波動的風險。因此，堅戈兌瑞士法郎匯率的波動可能影響本集團的綜合經營業績，且堅戈兌瑞士法郎匯率的任何變動都將導致本集團的收入相應增加或減少（視情況而定）。

儘管本集團目前使用交叉貨幣互換等對沖工具來對沖其外幣匯率風險，但無法保證此類措施能夠完全抵銷因匯率變動而產生的任何不利財務影響，也無法保證本集團未來將繼續有能力或選擇訂立充分的對沖安排，或訂立任何對沖安排以防範外幣匯率風險。倘堅戈兌美元或俄羅斯盧布大幅貶值，將導致本集團的外匯虧損、財務風險及成本增加，原因為本集團的借款主要以該等貨幣計值。而堅戈兌瑞士法郎匯率的波動，則主要影響本集團的經營表現，堅戈兌瑞士法郎貶值將增加本集團以瑞士法郎計值的過境收入的堅戈等值金額，而堅戈兌瑞士法郎升值將減少轉換為堅戈時的收入。

鐵路運輸可能面臨來自其他貨運方式的日益激烈的競爭，本集團亦可能面臨來自其他運輸及物流公司日益激烈的競爭。

哈薩克斯坦的鐵路服務面臨來自其他運輸方式（包括管道、公路、水路和航空運輸）日益激烈的競爭。與鐵路運輸相比，公路運輸具有資本成本較低、准入門檻較低、運力擴容週期較短以及能更靈活地適應需求波動等優勢。卡車運輸運營商僅需較少的投資即可進入市場，並能根據貿易流向的變化迅速調整運力；相比之下，鐵路運營不僅需要巨額的固定基礎設施投資，還受限於網絡運力限制。水路運輸（包括經由里海及內河航道的運輸）在某些大宗商品方面可能具備成本優勢，尤其是在港口基礎設施完善的地區。航空貨運的單位運輸成本（噸公里）雖然高得多，但在針對時效性強、高價值貨物（如電商包裹）的運輸上與鐵路形成競爭：在這類運輸中，交付速度往

風險因素

往優於成本考量。此外，與鐵路樞紐網絡相比，航空貨運對起運地和目的地基礎設施的要求亦較低。本集團在鐵路運輸業務方面主要面臨的競爭來自哈薩克斯坦及鄰國管道的建設，因為在原油運輸方面，管道運輸比鐵路運輸更具成本效益。2025年，石油和石油產品運輸佔本集團貨運總收入的19%（2024年為17%，2023年為18%）。此外，政府正在發展哈薩克斯坦的高速公路基礎設施，以推動中短途卡車運輸。若這些舉措取得成功，運輸行業的競爭程度可能會顯著加劇。

此外，私營公司可將其鐵路貨車和集裝箱外包以開展貨運業務，從而與本集團競爭。隨著時間推移，這些私營公司可能吸引本集團的客戶，從而降低客戶對本集團鐵路貨車的依賴。

如果其他運輸方式的競爭力超過鐵路運輸，或者私營公司在貨運市場份額的擴大，則可能會對本集團的業務、前景、財務狀況、現金流量或經營業績產生重大不利影響。

本集團未必有足夠且可靠的營運能力來滿足業務需求。

本集團能否維持滿足業務所需的足夠且可靠的營運能力，受到兩大因素的影響：(i)其老化的鐵路車輛劣化程度，這會影響運營可靠性；及(ii)是否有足夠的車輛來滿足客運和貨運需求。截至2025年12月31日，機車的資產老化率為49.1%，貨運車的資產老化率為53.6%，客車的資產老化率為38.5%。本集團的大部分機車購於1980年代。儘管近年來的資本開支顯著，惟貨運鐵路車輛的老化比率已由2023年的55.6%升至2025年的58.4%，顯示車隊更新及維修保養的速度不足以抵銷持續的資產老化及耗損。高老化率會增加非計劃停機、服務中斷、維護成本及安全事故的風險，從而可能對本集團的運營可靠性及服務質量產生不利影響。

此外，鑒於本集團資產負債表中物業、廠房及設備金額巨大，管理層對減值跡象的評估以及(如適用)減值測試涉及重大判斷和估計，可能對本集團的財務狀況和經營業績產生重大影響。無法保證不會確認任何減值費用，且任何此類費用都可能對本集團的財務狀況及經營業績造成不利影響。

本集團相當部分的機車及鐵路車輛已接近使用年限，需要更換。無法保證本集團能夠按商業上可接受的條款獲得充足的新機車或鐵路車輛供應，甚至根本無法獲得，亦無法保證本集團能繼續成功訂立合資企業及其他協議以解決供應短缺問題，或能從中實現收益。維護和車隊更新項目的實施涉及許多潛在風險和不確定性，包括因機車、鐵路車輛和備件短缺、惡劣天氣、不可預見的工程困難、環境和地質問題以及意外的成本增加和索賠而導致的中斷，其中任何一項都可能導致工期延誤或成本超支。例如，庫里克港和阿拉木圖－舒支線鐵路建設項目均面臨成本增加和施工延誤的問題。詳情請參閱本文件中「財務資料－資本開支及資本承擔－資本開支」。

本集團2026年至2030年規劃的部分資本支出計劃旨在解決本集團鐵路車輛車隊日益惡化的狀況；然而，無法保證此投資規模足以遏止或扭轉老化趨勢，尤其是考慮到本集團鐵路車輛車隊的龐大規模，以及新建、翻新以及車隊更新等項目對資本的競爭性需求。此外，倘客運及貨運需

風險因素

求持續增長，但本集團的車輛供應不足以滿足此需求，則無論現有車隊是否得到充分維護，本集團把握增長機遇及服務客戶的能力均將受限。倘本集團無法採購足夠的新機車及鐵路車輛、遭遇交付延誤或失敗，或無法對其鐵路車輛車隊進行必要的維護及現代化改造，則本集團可能無法維持其服務質素或滿足客戶需求，從而可能對本集團的業務、前景、財務狀況、現金流量或經營業績產生重大不利影響。

本集團的業務運營高度依賴哈薩克斯坦的信息技術系統、電信和互聯網基礎設施，這些系統的任何故障或網絡安全漏洞均可能對其業務造成損害。

本集團高度依賴其電信網絡和計算機系統來協調鐵路運營的調度、發車及其他環節，以及會計核算、客運列車售票、貨物運輸跟蹤及諸多其他功能。本集團老化的電信網絡和計算機系統亟需升級和現代化改造。本集團計算機系統的老化意味著其故障風險及網絡威脅風險增加。本集團使用的硬件和軟件可能因人為錯誤、自然災害、斷電、蓄意破壞、計算機病毒、網絡入侵、網絡攻擊及其他事件而受損。此外，與本集團運營密切相關的其他實體（例如公用事業公司、電信服務提供商和金融機構）的系統故障也可能影響本集團的運營。特別是，儘管本集團已對其網絡傳輸的數據實施加密措施，但由於哈薩克斯坦電信和互聯網基礎設施的漏洞，其數據仍可能被第三方盜用。系統故障或網絡安全漏洞可能導致的問題包括但不限於：

- 列車時刻表或路線控制數據識別錯誤，這可能擾亂鐵路運營並導致鐵路事故；
- 票務、預訂及銷售功能出現系統故障，可能造成嚴重混亂、給乘客帶來不便並導致收入損失；及
- 難以修復覆蓋眾多偏遠地區的龐大網絡中的系統，可能延遲恢復運營並導致進一步的收入損失。

2025年下半年，BTS Digital LLP進行的網絡安全審計發現，本集團的IT系統及網絡安全態勢存在缺陷。目前已擬定一份更新後的IT策略草案，並正進行內部審查與核准程序，包括提交董事會審議。在新的IT策略獲批並全面實施之前，本集團的系統可能仍容易受到網絡威脅、數據外洩及營運中斷的影響。該等挑戰的嚴峻程度，體現於IT相關資本開支的急劇增長，從2023年的2,423.6百萬堅戈增至2025年的17,596.9百萬堅戈，增至約七倍，既表明過往投資不足，也凸顯了現代化的迫切性。概不保證本集團的IT系統在過渡期間能獲得充分保護，亦無法保證新IT策略實施後，便足以解決所有已發現的漏洞。

此外，本集團計劃進一步提高先進技術在其運營中的應用。本集團已在哈薩克斯坦鐵路行業實施了一套單一信息交換系統，該系統與某些鄰國（包括俄羅斯、中國、烏茲別克斯坦、吉爾吉斯共和國和阿塞拜疆）以及其他類型的運輸和附加服務（例如海關和貨運代理）實現了整合。某

風險因素

些相互關聯的項目，例如貨運規劃和計量自動化流程，以及用於計算列車安全間隔系統的幹線鐵路地理測繪，已經實施（例如，本集團運營的AS MESPLAN系統，該系統可自動協調集團的月度數據與客戶信息系統，並與單一信息交換系統相連）或步入實施階段（例如，旨在從工作站調度單元控制運輸過程進度的項目）。然而，無法保證本集團能夠成功地繼續實施此類先進技術或升級其計算機系統，也無法保證已實施的任何系統能夠繼續成功運行。任何此類故障均可能對本集團的業務、前景、財務狀況、現金流量和經營業績產生重大不利影響。

本集團的業務依賴於哈薩克斯坦電信和互聯網基礎設施的性能、可靠性和安全性，本集團的計算機硬件目前位於該國。哈薩克斯坦電信和互聯網基礎設施的任何中斷或故障，均可能對本集團平台的質量或可用性產生不利影響。若電信網絡運營商未能向本集團提供必要的帶寬，可能會影響本集團平台的運行速度及可用性。此外，若本集團的域名因任何原因遭到安全侵害，本集團將無法在業務運營中使用該等域名，進而可能對本集團的業務及品牌形象造成不利影響。

鐵路及物流領域的技術進步可能需要大量額外且目前尚未預計到的資本支出。

全球鐵路及物流行業正經歷重大技術變革，包括列車控制系統、信號技術、自動化、電氣化、替代燃料、機車車輛設計以及數字貨運平台等方面的進步。本集團客戶、競爭對手、貿易夥伴或鄰近鐵路管理部門所採用的技術發展，可能要求本集團對新技術、設備或基礎設施升級方面進行大量投資，而這些投資目前並未納入其資本支出計劃。此外，無法保證本集團目前正在實施或計劃實施的技術（包括其數字化舉措）在中長期內仍將保持先進性或競爭力，亦無法保證本集團能夠以市場所需的速度適應技術變革。任何為採用新技術而產生大量計劃外資本支出的要求，或任何未能跟上行業技術發展步伐的情況，均可能對本集團的競爭地位、業務、財務狀況、經營業績及前景產生重大不利影響。

本集團可能無法維持其歷史增長或盈利能力。

本集團近期財務表現強勁，其收入及其他收入由2023年的19,340億堅戈增至2024年的21,640億堅戈及2025年的27,570億堅戈，經調整本集團EBITDA（非《國際財務報告準則》計量指標）則由2023年的5,080億堅戈增至2024年的5,960億堅戈及2025年的8,720億堅戈。該增長受益於監管運價上調、過境貨運量及有利的大宗商品市場環境。本集團的過境貨運量由2023年的27.3百萬噸增至2024年的27.5百萬噸，並增至2025年的33.0百萬噸。然而，無法保證本集團將可保持過往增長率。運價上調未必能獲得自然壟斷委員會以可接受水平批准，或不足以彌補成本的漲幅。詳情請參閱本節「與本公司業務及所處行業有關的風險—自然壟斷委員會實施的運價監管，可能

風險因素

會對本集團的業務及經營業績產生不利影響」。過境貨運等高利潤率分部可能無法實現增長，或增速不及往期。本集團的貨運車廂業務面臨可能對收入和盈利能力產生不利影響的市場動態。客運分部的成本超過其產生的收入，並依賴政府補貼。收入增長或盈利能力持續下滑，均可能對本集團的業務、財務狀況、經營業績及前景產生重大不利影響。

本集團面臨諸多運營風險，可能導致損失和額外開支，而這些損失和開支可能無法完全由保險覆蓋。

本集團的基礎設施和運輸運營可能受到設備或流程故障、自然災害、恐怖襲擊或本集團龐大基礎設施及相關資產遭到破壞等不利影響。涉及本集團鐵路運營的事故、脫軌或其他事件可能：

- 導致本集團軌道網絡、機車和鐵路車輛的損壞或損失；
- 中斷本集團服務；
- 引發貨運托運人、受傷乘客及其他相關方提起索賠；及
- 對本集團未來服務的吸引力產生重大不利影響。

本集團安全記錄的負面評價可能導致(其中包括)客戶轉向其他運輸方式或供應商。作為鐵路車輛的承運人及運營商，如果運輸環境敏感材料的鐵路車廂發生洩漏或溢出，而該洩漏或溢出係本集團的過錯造成，則本集團成員可能須承擔責任。

哈薩克斯坦的保險市場相對不健全，本集團購買的保險承保範圍未達到西歐和北美等發達經濟體通常所認為的標準。本集團維持法定要求的保險保障(包括汽車保險、僱主責任保險、環境保險以及針對人身傷害、死亡和乘客財產損失或損壞的乘客保險)外。詳情請參閱「業務概覽－保險」。除上述情況外，本集團未投保任何其他保險(包括營業中斷保險)。

本公司旗下附屬公司已為其各自的鐵路車輛投保。但本集團擁有的基礎設施資產(包括約16,000公里營運鐵路線路)並未投保。整體而言，除非適用法律要求或根據任何相關融資協議規定須投保，否則本集團的基礎設施資產均未投保。倘若本集團蒙受重大損失或責任，但未就該等損失或責任投保，或其保險無法或不足以承保該等損失或責任，則本集團的業務、財務狀況及經營業績可能會受到重大且不利的影響。

本集團龐大的基礎設施面臨與氣候相關的風險，這可能導致運營中斷並產生大量修復支出。

本集團的業務有賴於其關鍵基礎設施資產的持續可用性，包括其幹線鐵路網、橋樑、信號系統及港口設施。本集團在哈薩克斯坦運營約16,000公里營運鐵路線路、3,584座橋樑及港口基礎設施，而哈薩克斯坦面臨多種物理氣候風險。本集團的風險登記冊將以下氣候相關實體氣候相關實體風險列為重大風險，包括：(i)洪水風險，路基、人工構築物和其他基礎設施遭受侵蝕的

風險因素

風險；(ii)某些地區因極端高溫、極端低溫及乾旱導致基礎設施損壞的風險；及(iii)因與氣候變化相關的自然災害導致貨物結構和運輸量發生變化的風險。本集團網絡中的特定地區面臨較高的自然災害風險，包括地震風險。倘發生此類自然災害，本集團部分資產基礎的可用性可能暫時受到限制，這可能會影響本集團提供運輸服務的能力，並對本集團產生重大財務後果。

2024年，哈薩克斯坦遭遇嚴重洪災，波及多個地區。對此，本集團提供應急鐵路運輸服務，運送人員及專家支持政府抗洪行動，包括免費運送30,000人。雖然過去三年自然災害對本集團運營並未造成重大影響，但無法保證未來氣候事件不會對路軌、信號、橋樑或其他關鍵基礎設施造成重大損壞，導致服務中斷、收入損失及巨額維修成本。

本集團設有63,207公頃防護林帶，運營專門的防侵蝕及除雪基礎設施，並已制定《2024–2029年民防計劃》和《2028-2029年緊急響應行動計劃》。然而，無法保證這些措施足以預防或減輕極端天氣事件的影響，也無法保證隨著持續氣候變化，此類事件的發生頻率或嚴重程度將不會上升。倘本集團的基礎設施或運營遭受任何重大氣候相關中斷，或為維修資產基礎或使資產基礎適應未來發展而產生的重大非計劃資本支出，均可能對本集團的業務、經營業績、財務狀況及未來前景造成重大不利影響。

本集團可能因違反適用的環境法律法規或者在運營中發生環保事件而承擔重大成本。

同其他運輸公司一樣，本集團的運營受制於廣泛的規管排放及環境危害性產品運輸的國家及地方法律法規。在執行其環境政策時，本集團力求遵守國際標準和最佳實踐。於往績記錄期間，本集團曾出現某些違規及違反適用環境法律的情況，主要原因是基礎設施陳舊。本集團需接受哈薩克斯坦環境和生態主管部門的定期檢查，倘發現任何重大環境損害，該等部門可處以罰款，責令修復環境，並要求支付環境損害賠償。

此外，本集團的貨運業務涉及石油及石油產品運輸（佔2025年貨運總收入19%），以及其他危險品和管制貨物。運營事故或事件（例如脫軌、碰撞或設備故障）可能導致石油、燃料或危險物質洩漏或排放至周邊環境，包括水道、農地及人口稠密地區。任何此類事件都可能產生巨額環境清理費用、第三方責任索賠、監管罰款、強制性修復義務及聲譽損害，並導致網絡受影響路段的服務中斷。

遵守環境法規是一個持續的過程，因此，新的法律法規、施加更嚴格的要求、執法力度的加強或對現有環境法律的新解釋，都可能要求本集團調整其運營方式，產生大量預算外成本以遵守當前或未來法規，或因違反環境法規而受到罰款或處罰。

風險因素

本集團未必能實現其可持續發展目標，而不斷演變的排放法規與全球能源轉型，可能導致營運成本上升、需要大量資本投資，並降低對高碳貨運的需求。

鐵路運輸在燃料使用、污染物排放、生態系統影響及噪音水平等方面會對環境產生影響。詳情請參閱本文件「業務概覽－環境、社會及管治事宜」。2024年，本集團的溫室氣體總排放量（範疇1及範疇2）約為5,058千噸二氧化碳當量（強度約為每10,000總噸千米105.9千克二氧化碳當量），其中機車牽引的柴油燃料佔總能源消耗41,928千吉焦中的約27,541千吉焦，是直接排放的主要驅動因素。本集團的《2060低碳發展綱要》明確了本集團對實現國家2060年碳中和目標的貢獻，即目標在2030年前將柴油機車直接排放量減少25%（從180萬噸二氧化碳降至130萬噸），主要措施包括更新150台貨運及99台客運柴油機車、820千米鐵路線電氣化，以及引進77台液化天然氣／電池動力機車。

經管理委員會批准的、改善本集團ESG評級的指標及措施每年均會落實。儘管貨運周轉量有所增加，但2018年至2025年間的大氣污染物排放量由3,260噸減少至1,293噸，降幅超過2.5倍；廢水排放量由31噸減少至2噸，降幅達18倍。環保措施開支增加6.8倍，由186億堅戈增至1,275億堅戈。大氣污染物排放減少源自淘汰老舊機車車隊。本集團可能無法在其運營各環節中成功推動可持續發展改進，或者實現可持續發展目標的成本可能高於預期，尤其是鑒於實現這些目標所需的關鍵技術可能尚未開發出來。供應商可能無法遵守本集團的可持續發展標準。政府可能會針對運輸業推出更嚴格的排放法規、碳定價或排放交易機制。如果本集團未能成功在業務運營中推動社會和環境方面的改善，因而未被視為可持續發展領域的領導者，或者發生上述情況（包括出現任何指稱的「洗綠」投訴），可能會導致利益相關方信心下降、本集團聲譽受損、需求減少以及競爭優勢喪失。

本集團面臨勞工風險，包括無法留住關鍵人員，或無法吸引和留住合格人員。

本集團業務的持續成功及其戰略舉措的落實，取決於能否招聘、培養及留用優異的工程、管理及商業人才，以及能否維持建設性的勞資關係。業內對優秀人才的競爭十分激烈。

本集團維持競爭地位及實施業務戰略的能力，取決於關鍵的工程、管理、財務、商業、市場營銷及加工人員的服務，以及維持良好勞資關係。由於合格人才儲備有限，對合格人才的競爭十分激烈。

本集團的員工流動率由2023年的7.9%上升至2024年的8.4%及2025年的8.6%。本集團員工的平均年齡為42歲，在某些部門中，超過30%的員工年齡介於46至55歲之間，因此，隨著這些員工接近退休年齡，短期內將面臨接班風險。自2023年起，本集團在基礎設施維護、信號系統及其他安全關鍵領域面臨當地人力短缺，在城市勞動力市場尤為嚴重，本集團須與提供相若或更高薪資的採礦、建築及工業僱主競爭。安全關鍵崗位的勞動力供應若出現任何顯著惡化，可能會增加營運事故、服務中斷或違反監管規定的風險。

本集團絕大多數員工均為鐵路工人及僱員工會公共協會（「該工會」）成員，而本集團與該工會合共訂立12項集體談判協議。與工會簽訂的集體談判協議為工會提供了多種途徑，使其能夠試圖影響本集團的活動以及本集團發展戰略的實施。這些途徑其中包括：就某些員工解僱事宜發出

風險因素

通知或發起協調程序或要求獲得工會批准；就員工薪資事宜發出通知或發起協調程序；就本集團擬撤銷其結構性分支機構(包括為實施發展戰略可能須進行的撤銷)的意向進行通告；及組織員工罷工或啟動司法程序。延長及締結新集體協議，歷來均以有序方式進行，而組織架構或工作條件的任何變動，均按照已達成的協議及適用法律規定實施。然而，無法保證任何未來期間的集體談判協議能夠按與現有協議大致相同的條款及時達成，甚或根本無法達成。若本集團無法在不違反與工會簽訂的集體談判協議條款(或為遵守該等協議條款而產生額外成本)的情況下減少或重組其員工隊伍(無論是否涉及發展戰略)，或與工會的關係惡化(包括勞資糾紛、停工及罷工)，則可能干擾本集團的業務營運，並對本集團的業務、前景、財務狀況、現金流量或經營業績造成重大不利影響。

於2024年及2025年12月31日，本集團的僱員福利義務總額分別為48,703百萬堅戈及49,194百萬堅戈。根據與貿易工會協定的集體談判協議，本集團在未注資計劃下，提供一次性退休津貼或僱傭合約提前終止時的付款(須符合提前退休計劃的規定)、向退休金持有人提供年度財務支援、向自願領取遣散費的僱員提供六個月的財務支援及其他福利。本集團有關該等退休福利的政策並不規定累積資產以彌補負債，且僱員無須作出額外供款。利率環境、通脹、預期壽命及其他因素的變動，可能對本集團僱員福利義務的金額及年度資金成本產生不利影響。

倘本集團未能吸引及留任合格員工，或須因此導致僱傭成本顯著增加，抑或倘與該工會的關係惡化引發勞資糾紛、停工或罷工，則本集團的營運可能受到干擾。人才不足、集體談判義務、薪資壓力及未備資金養老金義務，可能導致本集團的營運成本增加，並對其執行增長策略的能力造成不利影響。

本集團的營運取決於取得及維持其業務經營所需的牌照及許可。

本集團根據多項牌照及許可開展業務營運，該等牌照及許可授權其進行全方位的鐵路相關業務活動，例如危險物料運輸，以及專業工程和工程服務(包括規劃、測量、建築及安裝服務)。因此，本集團的業務活動取決於該等牌照及許可的授出、續期及／或持續有效，而該等牌照及許可可在若干情況下可能僅於限定期間內有效、可能受若干限制規限，並可能規定在若干情況下可被撤銷，例如違反適用法律法規及職業安全要求。該等牌照及許可未必會獲授出、續期或持續有效，或即使獲續期，亦可能按不利條款續期。

風險因素

本集團面臨鐵路營運固有的營運安全及意外風險。

作為同時承運貨物及乘客的國家鐵路營運商，本集團不可避免地面臨營運安全風險，包括脫軌、相撞、設備故障、危險貨物洩漏或溢漏，以及乘客或僱員傷亡。本集團不時發生輕微脫軌事故，通常由鐵路車輛的技術故障所致，偶爾會導致路軌受損或貨物溢漏，尤其是可能對脫軌地點鄰近地區造成環境破壞的石油洩漏。任何重大安全事故均可能導致環境破壞、相關政府部門的監管調查、受影響方提出賠償申索、網絡受影響路段暫停服務以及聲譽受損。本集團營運約16,000公里的營運鐵路線路，並運輸危險物料，包括石油及石油產品。本集團基礎設施及鐵路車輛的老化狀況可能會增加事故發生的頻率或嚴重程度。概不保證本集團的安全管理系統、培訓計劃及預防性維修足以防止所有安全事故。任何該等事故均可能對本集團的業務、財務狀況、經營業績及前景造成重大不利影響。

本集團須遵守哈薩克斯坦參與多邊及雙邊國際條約以及加入國際組織所產生的各項承諾。

本集團須遵守哈薩克斯坦在鐵路行業相關安排方面所制定的外交政策。例如，本集團的運營目前及未來均受哈薩克斯坦、亞美尼亞、白俄羅斯、俄羅斯和吉爾吉斯共和國之間建立的海關聯盟及歐亞經濟聯盟規限。作為「單一經濟空間」的一部分，各成員國已就國內、出口和進口路線的貨運運價達成統一協議，且鐵路運輸運營商可根據歐亞經濟聯盟相關成員國的國家法律調整運價水平。此外，根據歐亞經濟聯盟協定的要求，歐亞經濟聯盟成員國對源自其他成員國的過境貨物運輸實施統一運價。2014年，《歐亞經濟聯盟條約》簽署，引入了貨物、服務與勞動力的自由流暢。該條約還針對經濟關鍵領域（包括運輸、技術及海關監管）引入了協調或統一的政策。2017年，歐亞經濟聯盟成員國批准了一部海關法典，規定全面過渡到電子報關，將過境貨物通關所需時間從一個工作日縮短至四小時，並將海關檢查時間從十天縮短至五天，減少50%。

若本集團未能調整其運營以適應歐亞經濟聯盟或未來類似組織支持的上述或進一步規則或區域一體化，或哈薩克斯坦接受任何不符合本集團利益的國際承諾，則本集團可能難以與區域鐵路公司有效競爭，或難以享受歐亞經濟聯盟及類似組織可為其成員國帶來的益處。如果本集團因上述或其他因素而無法有效競爭，則可能會對本集團的業務、前景、財務狀況、現金流量或經營業績產生重大不利影響。

本集團的業務倚賴哈薩克斯坦鄰國的經濟狀況，以及與鄰國保持良好關係以確保能夠暢通無阻地進入國際大宗商品市場。

本集團的業務依賴於哈薩克斯坦的產品進出口。此類貨運量會因哈薩克斯坦及其周邊國家的經濟狀況，以及對哈薩克斯坦生產的商品和其他產品的需求而波動。因此，這些國家的經濟狀

風險因素

況會影響對本集團運輸服務的需求。此外，本集團持續致力於拓展物流及轉運業務，將使其日益依賴其他國家的經濟狀況。區域經濟，特別是俄羅斯及白俄羅斯經濟，受到了俄羅斯在烏克蘭發動的衝突以及隨後對俄羅斯及白俄羅斯和某些俄羅斯及白俄羅斯實體及人士實施的制裁的負面影響。目前，由於俄羅斯和烏克蘭周邊地緣政治局勢持續存在不確定性，俄羅斯及白俄羅斯和俄羅斯及白俄羅斯實體可能面臨進一步制裁，且俄羅斯及白俄羅斯能否減輕其經濟和宏觀經濟指標受到的不利影響尚不明朗，因此，本集團無法量化這些局勢對哈薩克斯坦經濟的預期影響，進而無法評估其對本集團業務、前景、財務狀況、現金流量或經營業績的影響。中東地區持續的地緣政治緊張局勢和軍事衝突可能對哈薩克斯坦鄰國的經濟造成進一步干擾。如果這些國家的經濟狀況受到嚴重損害，尤其是長期如此，則可能對本集團的進出口及過境運輸業務，以及向這些國家客戶提供物流服務的能力產生重大不利影響。本集團過去及現在均與且未來計劃與外國及國際合作夥伴開展合作。若未能與這些合作夥伴建立或維持關係，可能會對本集團實現其戰略目標的能力產生重大不利影響，進而影響本集團的業務、前景、財務狀況、現金流量或經營業績。

鑒於鄰國政府經濟計劃及倡議中賦予本集團的職責，在哈薩克斯坦致力成為中國與歐盟間貿易路線上重要中轉樞紐的願景中，本集團擔當牽頭角色。本集團相信，其已從中國政府的多項倡議中獲益，並將持續受惠，例如鄰近哈薩克斯坦與中國邊境的新疆維吾爾自治區開發。詳情請參閱本文件「業務概覽－核心優勢－由綜合鐵路、港口、無水港及物流資產支撐的戰略性歐亞走廊門戶」。然而，本集團仍面臨與貿易流向變化及地緣政治動態相關的風險，從經由哈薩克斯坦運往中國與歐盟的過境貨運量由2021年的662,164 TEU下降至2025年的457,608 TEU（自2021年以來規模減少31%）即可見一斑。中歐中的貨櫃運輸量亦同比下降21%，而中俄中線路的運輸量則上升7%。若過境貨量持續下降、貿易流向進一步轉向競爭性走廊，或哈薩克斯坦與鄰國之間的地緣政治或貿易關係惡化，均可能對本集團的業務、前景、財務狀況、現金流量或經營業績造成不利影響。

除了貨運方向的轉變外，本集團的營運可能受到歐亞貿易流結構性失衡的不利影響。歷史上，東向西的貨運規模（即主要從中國向歐洲及中亞地區運輸）顯著高於西向東的回程貨運規模。這種方向偏差可能會導致更多的空置或部分裝載的貨運車輛、集裝箱及其他資產在回程路線重新調配，從而降低網絡利用率並增加重新調配成本。貨運量的增長，加上持續的不平衡狀況，可能會導致每單位的運輸成本上升，限制本集團提升營運效率及盈利能力的的能力，這可能對本集團的業務、財務狀況及營運成果產生重大不利影響。

風險因素

本集團的跨境運輸業務面臨多項營運風險，包括依賴邊境站處理能力及與外國鐵路管理部門的協調。

本集團的貨運及過境業務依賴透過多個國際邊境口岸的跨境運輸，包括中國及俄羅斯邊境的關鍵車站。該等業務需與外國鐵路管理部門進行協調，依賴邊境站處理能力、清關流程、不同鐵路系統之間的技術接口、終端處理能力、港口准入、數據交換及支付或結算安排。邊境站、港口或鄰國鐵路網絡的延誤或中斷(無論由基礎設施限制、監管規定變更、清關積壓或與外國鐵路管理部門協調失敗所致)均可能對過境貨運量、交付時間及客戶關係造成不利影響。本集團跨境運輸業務的持續中斷，可能對本集團的業務、財務狀況、經營業績及前景產生重大不利影響。

本集團及哈薩克斯坦鐵路行業均已經歷並將繼續經歷重組，這將要求本集團作出調整，並很可能導致競爭環境加劇。

自1997年以來，政府一直在積極推進哈薩克斯坦鐵路行業的改革。作為國家運輸與物流運營商，本集團負責落實旨在發展哈薩克斯坦運輸與物流行業的各項政府舉措與計劃。根據發展戰略，本公司的願景是成為領先的運輸運營商，依託現代管理實踐、數字技術及更強的客戶導向，提供高效、安全、具有社會責任感且環境可持續的貨運及客運服務。發展戰略確立了本公司的長期目標，包括提高鐵路運輸效率、開發過境運輸潛力、提升客戶滿意度、擴大業務數字化、將ESG原則融入各項業務以及確保列車運行安全。

哈薩克斯坦鐵路行業及運輸與物流領域的改革，加上發展戰略的實施，將要求本集團的結構發生進一步的重大變革，包括為重組業務及職能分工而在集團成員間進行資產轉讓或注資、實施成本效益措施，以及將部分業務線或運營活動私有化，而上述各項均會產生大量成本。

若本集團無法實施上述重組措施，或無法適應因鐵路行業及運輸與物流領域改革或實施發展戰略而產生的新形勢，可能會導致本集團運營中斷及困難，並增加運營開支；上述任何情況均可能對本集團的業務、前景、財務狀況、現金流量或經營業績產生重大不利影響。

此外，實施發展戰略的時間安排及本集團成功實施該戰略的能力，還受到本集團無法控制的若干其他因素影響，包括本集團採取需要政府參與或批准，或須經特定債權人同意的行動的能力，以及地緣政治局勢的發展(如烏克蘭和中東地區的衝突)。若未能獲得此類批准或同意，可能會延誤或以其他方式阻礙本集團重組業務的能力，進而影響其開展業務及有效競爭的能力。

風險因素

此外，鑒於哈薩克斯坦鐵路行業及運輸與物流領域預計將因競爭加劇而發生重大變革，並由此引發新的發展態勢，本集團可能需要調整其提供的服務。

本集團可能無法成功實現其戰略目標。

本集團在實施政府重點項目方面發揮著關鍵作用，近期的一系列舉措再次印證了這一作用。本公司正在採取一系列措施，旨在：

- 根據基礎設施發展計劃和國家計劃中訂明的目標及改革措施發展基礎設施；
- 繼續與主要運輸走廊的合作夥伴構建戰略聯盟框架，以（其中包括）提升服務水平、制定具競爭力的點對點運價並加快貨運速度；
- 改革監管型運價制度，以實現具成本效益的運價水平，轉向旨在提高運輸效率的新運價政策；
- 開展營銷活動以吸引新的貨流；及
- 與政府機構合作，減少過境活動的行政壁壘，並改善與過境相關的物流服務。

本集團的發展戰略及其他政府計劃中亦設定了若干目標。本集團可能無法成功實現這些項目或戰略目標，而實施此類戰略目標的成本可能重大，且與本集團的當前預期不符。

在哈薩克斯坦開展業務的風險

新興市場通常比發達市場面臨更大的風險，與投資新興經濟體相關的實際和感知風險可能會抑制對哈薩克斯坦的外國投資。

哈薩克斯坦市場作為新興市場，比發達市場面臨更大的風險，包括在某些情況下存在重大法律、經濟和政治風險。

國際資本市場動盪和監管環境變化，可能導致某些市場參與者的流動性降低及信用風險溢價上升，並導致可用融資減少。新興市場國家尤其容易受到此類動盪和變化的影響，也容易受到信貸減少或財務費用上升的影響，進而導致它們陷入財務困境。

此外，新興市場整體的信貸可用性也受到投資者信心水平的重大影響。因此，影響市場信心的任何因素，例如信貸評級下降或國家或中央銀行對特定市場的干預，都可能影響此類市場的融資價格或可用性，進而對它們的更廣泛經濟產生影響。

全球經濟波動或新興市場國家投資的整體感知風險增加，可能會減少哈薩克斯坦的外國投資，進而對該國產生不利影響。如果哈薩克斯坦經濟的外國投資減少，可能會出現流動性緊縮，從而限制企業獲得資本，並可能減緩該國的經濟成長。哈薩克斯坦經濟可能會受到其他新興市場國家經濟發展的影響。

風險因素

一個或多個新興市場國家，特別是獨聯體國家和里海或中亞地區周邊國家(其中一些近期發生嚴重的政治動盪，包括恐怖主義行為和內部動亂)的財政動盪與不穩定，可能對哈薩克斯坦的經濟產生負面影響，並對[編纂]交易價格產生重大不利影響。

哈薩克斯坦的經濟增長和主權信用評級面臨惡化風險，這可能對本集團的業務、財務狀況和及前景產生重大不利影響。

哈薩克經濟在2020年萎縮2.5%之後，近年來保持溫和增長。根據官方統計資料，實際GDP2023年增長5.1%、2024年增長5.0%及2025年增長6.5%。然而，無法保證能夠維持該經濟增長步伐。

哈薩克斯坦目前擁有標普全球「BBB-」(穩定)、惠譽「BBB」(穩定)和穆迪「Baa1」(穩定)的投資級主權信用評級，該評級未來若下調或展望調整為負面，可能導致本公司信用評級相應下調，且本公司融資的渠道以及定價亦會受到不利影響。

經濟增長放緩，加上哈薩克斯坦主權信用評級惡化或當地經濟流動性挑戰，可能對該國經濟發展產生重大不利影響，進而對本集團的業務、前景、財務狀況、經營業績及現金流產生重大不利影響。

本集團依賴於哈薩克斯坦的政治、經濟及地緣政治環境。

本集團大部分資產和業務位於哈薩克斯坦。由於該地域集中性，本集團對哈薩克斯坦政治環境的任何變化以及經濟疲軟，特別是當地油氣市場，都格外敏感。

自1992年以來，哈薩克積極推行經濟改革，旨在通過國有企業私有化和放鬆管制來建立自由市場經濟，在這方面比一些前蘇聯國家更為進步。然而，與任何轉型經濟體一樣，無法保證此類改革能夠持續進行，也無法保證此類改革能夠實現其全部或任何預期目標。

哈薩克也經歷過政治動盪時期，其已經並可能繼續對其經濟產生負面影響。例如，2022年1月，由燃油價格上漲引發的抗議活動升級為大規模騷亂，尤其是在阿拉木圖和南部地區。政府宣佈進入緊急狀態，限制通訊和交通，金融機構也遭到運營限制。緊急狀態於2022年1月19日解除，但互聯網開放仍受限，導致線上交易和金融服務中斷。2022年1月的事件及其後改革之後，哈薩克斯坦的政治格局仍在不斷演變。

2026年3月15日，哈薩克斯坦在全民公投後通過了新憲法，啟動全面的體制改革，包括以一院制議會(庫魯爾泰)取代兩院制議會、重新設立副總統職位以及擴大總統對關鍵國家任命的權力。憲法改革也修訂了有關公民權利和言論自由的條款，並可能收緊對公共秩序和言論的監管要求。

風險因素

持續的政治勢態、憲法變更以及任何相關的不確定性，都可能對哈薩克斯坦的金融和經濟穩定性產生重大影響，進而可能對本集團的業務、財務狀況、經營業績及前景產生負面影響。

哈薩克斯坦依賴鄰國進入世界市場，以銷售包括石油和天然氣在內的多種主要出口產品。因此，哈薩克斯坦依賴與鄰國保持良好關係來確保其出口能力。如果這些出口渠道受到重大損害，可能會對哈薩克斯坦的經濟產生不利影響。此外，地區市場的不利經濟因素也可能對哈薩克斯坦經濟產生不利影響，進而可能對本集團的業務、財務狀況、經營業績或前景產生重大不利影響。

此外，哈薩克斯坦境內石油和天然氣生產、運輸或煉製的任何中斷，無論出於何種原因，包括恐怖主義活動、自然災害、工業事故、公共衛生威脅、全球疫情或國家政府政策變化，都可能對本集團的業務、財務狀況或經營業績產生重大不利影響。

此外，本公司的附屬公司、合資企業和聯營公司在哈薩克斯坦許多地區都是其營運所在城市的最大僱主。儘管本集團在這些地區並無任何特定的法律義務或責任，但其裁員能力仍可能受限於政治和社會考量。如果本集團無法在這些地區裁員或對其營運進行其他調整，則可能會對本集團應對經營環境變動的能力，以及其業務、前景、財務狀況、現金流量或經營業績產生重大不利影響。

貿易政策、海關規則或貿易關係的變動可能對本集團的貨運量及收益造成不利影響。

本集團的貨運量與經由哈薩克斯坦的商品出口、進口及過境流量密切相關。涉及哈薩克斯坦、中國、俄羅斯、歐盟、中亞及其他主要市場的貿易政策、海關規則、運價、配額、出口或進口限制、制裁、反制裁、邊境措施或貿易關係的變動，均可能導致貨運量下降。哈薩克斯坦作為中國與歐洲之間過境走廊的策略性地位，意味著雙邊貿易流向的轉變、實施新貿易壁壘或多國貿易協定的變動可能對本集團的過境貨運量及收益造成直接且重大的影響。任何影響本集團主要貿易走廊的貿易政策的不利變動，均可能對本集團的業務、財務狀況、經營業績及前景造成重大影響。

堅戈貶值或新匯率政策的實施可能會對本集團及哈薩克斯坦的公共財政和經濟產生不利影響。

儘管堅戈在經常賬交易中可自由兌換，但在哈薩克斯坦境外的資本賬交易中並非可自由兌換的貨幣。堅戈歷來波動較大，其原因包括貨幣及匯率政策的變化、外部宏觀經濟狀況、區域地緣政治發展以及全球商品和金融市場的波動等。

哈薩克斯坦通常維持自由的外匯制度，但貨幣業務受哈薩克斯坦共和國2018年7月2日第167-VI號法《關於貨幣監管與貨幣管制》(經修訂)及相關法規規管。若干跨境交易須遵守登記、通

風險因素

知、申報及監察規定，獲授權銀行須就該等交易執行外匯合規程序。此外，哈薩克斯坦法例容許在可能威脅國家經濟安全、金融穩定或收支狀況的情況下，實施特別貨幣監管措施。該等措施可包括對外幣交易、跨境轉賬、外幣賬戶使用或資金匯回施加限制或額外規定。

堅戈兌美元或其他主要外幣的任何貶值，或哈薩克斯坦貨幣匯率政策的任何重大變化，均可能對哈薩克斯坦經濟及公共財政造成不利影響，包括加劇通脹壓力、增加外幣財務費用、減少資本獲取渠道，並為經濟增長帶來不確定性。該等因素進而可能對本集團的業務、財務狀況、現金流量、經營業績及前景產生不利影響。此外，哈薩克斯坦境內美元或其他外幣的任何短缺，或影響外幣可得性或匯兌劃轉能力的任何限制，均可能對本集團獲取外幣融資或償還外幣計價債務的能力產生不利影響。有關本集團外匯風險敞口、歷史匯兌損失、外幣計價借款及對沖安排的詳情，請參閱本節「與本公司業務及所處行業有關的風險—本集團面臨外幣匯率風險，且本集團管控此風險的能力有限」。

持續通脹高企可能對本集團的業務產生不利影響。

本集團的業務營運主要位於哈薩克斯坦，其大部分的成本也發生在哈薩克斯坦。由於本集團的大部分開支以堅戈計價，哈薩克斯坦的通脹壓力是影響本集團開支的重要因素。例如，僱員和承包商的薪資、消耗品價格和能源成本，過去和將來都可能對哈薩克斯坦的貨幣通脹特別敏感。

儘管2026年上半年通脹率已呈現逐步放緩的跡象（2026年5月為10.4%，而2025年平均為11.4%），但通脹壓力仍居高不下。未來通脹加速可能會增加本集團的運營成本，進而對本集團的業務、前景、財務狀況、現金流量或經營業績產生重大不利影響。

哈薩克斯坦的實體基礎設施需要持續投資及現代化。

哈薩克斯坦的實體基礎設施大多建於1980年代末期，需要持續投資及現代化。該國很大一部分的鐵路和公路網絡、發電和輸電系統、管道和通訊系統自獨立以來一直未獲得足夠的資金及維護。無法保證會有足夠的預算收入以所需的速度用於改善該國的實體基礎設施。哈薩克斯坦實體基礎設施修復工作延遲或進度落後，可能會限制國民經濟，影響貨物和物資運輸，增加在該國開展業務的成本，並可能中斷業務運營，上述任何情況均可能對本公司的業務、前景、財務狀況、現金流量及經營業績產生重大不利影響。

深入推行市場化經濟改革的結果尚不明朗。

許多企業需要大量投資，推動了政府私有化計劃。哈薩克斯坦經濟的許多部門仍然需要大量投資，而且在某些領域，私營部門的經濟表現仍然受到商業基礎設施不足的限制。此外，哈薩

風險因素

克斯坦龐大的影子經濟(或黑市)規模可能會對改革實施產生不利影響，並阻礙稅款的有效徵收。政府已表態將通過改善商業基礎設施和稅收管理，以及繼續推動私有化進程來解決這些問題。然而，無法保證此等措施將有效，且未能實施這些措施，可能對本公司的業務、前景、財務狀況、現金流量及經營業績產生重大不利影響。

全球供應鏈中斷可能會對本集團的業務運營造成不利影響。

本集團的營運依賴第三方供應商及製造商及時交付備件、材料、設備及服務。全球供應鏈中斷，無論是由於地緣政治發展、貿易限制、物流難題、傳染病大流行或其他原因所致，均可能導致關鍵物資短缺、延遲交付、成本增加或供應減少。儘管本集團迄今未曾經歷嚴重的供應鏈中斷，且目前維持充足的備件及材料，但第三方供應商、製造商或服務提供商的交付若出現持續中斷，則可能導致非計劃性營運停機、維修延誤、收入遞延或減少及成本增加，從而可能對本集團的盈利能力造成重大不利影響。

本集團向國際供應商採購若干設備、部件及材料，任何影響該等供應鏈的貿易限制、出口管制、制裁或物流制約因素，均可能限制本集團按商業上可接受的條款獲得必要物資的能力，甚或根本無法獲得。此外，主要供應商的產能受限或生產中斷，或關鍵供應商無力償債或營運失敗，均可能對本集團維持其鐵路車輛車隊、開展必要維修或按時完成資本項目的能力造成不利影響。上述任何情況均可能對本集團的營運、財務狀況及經營業績造成不利影響。

哈薩克斯坦的立法和監管框架不斷發展。

儘管在過去幾十年頒佈了大量法律，但與市場法律框架更成熟的國家相比，哈薩克斯坦的法律框架仍在發展中且定期發生變化。哈薩克斯坦法規的發展可能導致其監管格局的可預測性下降，而且由於缺乏法院判例或監管機構指引，導致對相關規定的解讀不一致。現有法律法規或會修訂，法律法規的執行或解讀方式可能發生變化，且亦可能採納新的法律法規。對現行規章條例的任何修訂、解讀變更，以及任何新規章條例的採納，均可能迫使本集團調整業務運營或戰略，或降低本集團當前業務的盈利能力。上述任何因素都可能屬重大，並對本集團的業務、財務狀況、經營業績及前景造成重大不利影響。

本公司在訴訟程序中可能難以獲得有效的救濟。

哈薩克斯坦司法系統的獨立性受到社會、經濟和政治因素的影響。詳情請參閱本節「在哈薩克斯坦開展業務的風險－哈薩克斯坦的立法和監管框架不斷發展」。所有這些缺點都可能影響本公司在哈薩克斯坦法院獲得有效法律救濟的能力。這些不確定性使得哈薩克斯坦的司法判決難以預測，本集團獲得有效救濟的可能性也存在不確定性。

哈薩克斯坦未與英國或美國(實際上也未與大多數西方司法管轄區)簽署關於相互執行法院判決的任何多邊或雙邊條約。雖然哈薩克斯坦法律規定基於互認原則執行外國法院裁決，但目前

風險因素

尚無相關指引或實踐，且哈薩克斯坦法院是否會基於此原則執行外國法院的判決也尚不確定。哈薩克斯坦相關官員所採用的程序可能完全背離程序法例或法院規則。這可能會導致該國執法程序延誤，尤其是在阿拉木圖和阿斯塔納等主要商業中心以外的法院尋求執法的情況下。這些不確定性使得哈薩克的司法判決難以預測，向本集團授予有效的救濟存在不確定性，並可能對[編纂]價格產生重大不利影響。

此外，本公司絕大部分資產均位於哈薩克斯坦，且本公司大多數董事及高級人員均居住於哈薩克斯坦，並於哈薩克斯坦持有個人資產。因此，在香港、英國或其他司法管轄區的[編纂]持有人，若對本公司、其董事或其高級人員提起訴訟，或針對該等人士執行外國法院的判決，可能會面臨重大的實際困難。概無法保證[編纂]持有人在任何司法管轄區均能夠獲得有效的法律救濟。

哈薩克斯坦的稅收制度經常改變。

過往，哈薩克斯坦的稅收制度經常發生變動，部分變動在短時間內即告實施，涵蓋稅務管理規則相關法規的修訂，以及稅基和稅率定義等其他條文的變更。

於2026年1月1日生效的新《稅法》實施了一系列重要變更，其中包括將增值稅稅率從12%提高到16%。（特定行業適用較低稅率）。

由於哈薩克斯坦稅務立法中部分條款存在模糊性，稅務事項本身繁雜，且稅務機關與法院之間執行做法不統一，納稅人與主管當局可能對相同條款作出不同解讀。在審理稅務爭議時，稅務機關和法院經常作出有利於政府的判決。因此，哈薩克斯坦的稅收制度往往不明確或相互矛盾，可能導致意外的評稅和負債，從而對本公司的業務、財務狀況、經營業績或前景等產生重大不利影響。

哈薩克斯坦存在腐敗風險和營商環境薄弱的問題。

與許多其他新興市場司法管轄區一樣，儘管近年來哈薩克斯坦的腐敗狀況有所改善，但腐敗行為發生率以及腐敗感知水平較高仍然是一個重要問題。

哈薩克斯坦在透明國際發佈的2025年全球腐敗感知指數中的得分為38而在2024年指數中的得分為40（1分代表腐敗程度最高，100分代表腐敗程度最低）。哈薩克斯坦的營商環境和競爭力指標也受到投資者保護機制改革、企業設立成本、稅收制度、破產清算和合約執行等方面的負面影響。

未能解決公共部門持續存在或被認為存在的腐敗和治理不善問題，以及有關哈薩克斯坦腐敗的任何未來指控或感知風險，都可能對哈薩克斯坦吸引外國投資的能力產生重大不利影響，進而對哈薩克斯坦經濟產生重大不利影響。

2022年3月，國家反貪局根據《哈薩克斯坦共和國刑法典》第361條「濫用職權」的規定，對Samruk-Kazyna集團旗下某些實體簽訂的電力供應合約展開刑事調查。調查最初涉及Samruk-Kazyna、薩姆魯克能源股份公司和本公司的部分高級人員，以及幹線網絡管理處的分支機構。

風險因素

根據本公司目前掌握的資料，該調查由國家機關發起，隨後轉為針對相關電力供應公司展開。任何此類事件均可能對本集團的業務運營、聲譽、財務狀況、現金流量或經營業績產生重大負面影響。該調查已於2024年10月31日被撤銷，本公司並非該調查的當事方，亦未被認為受害方。

無法保證本公司或其附屬公司在後續階段不會被(再次)捲入調查，也無法保證不會(再次)面臨指控，以及調查不會產生其他不利後果。任何此類事態發展都可能對本集團的業務、聲譽、財務狀況、現金流量或經營業績產生重大不利影響。

本集團無法保證本文件中由哈薩克斯坦當局所發佈的統計數據及其他數據的準確性。

政府機構發佈的官方統計數據及其他數據可能不如發達國家的數據完整或可靠。官方統計數據及其他資料的編制基準也可能與其他國家不同。本公司、本集團、獨家保薦人、[編纂]、[編纂]，以及其各自的關聯人士或顧問，或參與[編纂]的任何其他各方，未對該等官方統計數據及其他資料進行獨立核實，因此，本文件中與哈薩克斯坦相關事項的討論均存在不確定性，原因在於該等資料的完整性或可靠性存疑。具體而言，[編纂]應注意，本文件中所包含的某些統計資料及其他資料摘自政府官方渠道，並非為編製本文件而編製。

此外，本文件中的某些資料是基於本集團管理層利用從非官方渠道獲得的資料所得的知識和進行的研究。本集團已準確再現該等資料，並且據本集團所知及能夠從該等第三方發佈的資料中確認，不存在遺漏導致所再現的資料不準確或具有誤導性的事實。儘管如此，鑒於上述考量，建議潛在投資者謹慎考慮此類資料。

與[編纂]、[編纂]及交易市場相關的風險

本集團實際或被認為的對俄羅斯及白俄羅斯的風險敞口，可能限制某些[編纂]購買或持有[編纂]。

由於衝突以及本集團實際或被認為的對俄羅斯及白俄羅斯的風險敞口，根據法律、法規或內部投資政策，美國、歐盟、英國和其他司法管轄區的某些[編纂]可能被要求出售其持有的[編纂]，或可能被限制購買或持有對受制裁司法管轄區或交易對手方有實際或被認為的風險敞口的發行人（例如本公司）的證券。同理，如果本集團任何成員公司未來受到制裁，某些[編纂]可能被要求或選擇出售其持有[編纂]，或可能被禁止或限制購買或持有此類證券。無論本集團是否遵守適用的制裁，此類出售或投資限制均可能會減少潛在[編纂]數量，對[編纂]的流動性造成不利影響，並

風險因素

對[編纂]的市價產生負面影響。無論本集團的基本財務或運營業績如何，此類出售、投資限制或投資者情緒的不利轉變均可能會減少潛在[編纂]數量，對[編纂]的流動性造成不利影響，對投資者信心產生負面影響，並壓低[編纂]的市價。

可能無法形成[編纂]的活躍交易市場

於[編纂]前，[編纂]並無公開市場。不能保證[編纂]在[編纂]及[編纂]後，將會形成活躍的證券交易市場。如果[編纂]未能形成活躍的交易市場，可能會對[編纂]流動性和市場價格產生重大不利影響，[編纂]可能無法以[編纂]或高於[編纂]的價格出售其在[編纂]中購買的[編纂]，甚至根本無法出售。於[編纂]完成後，[編纂]的市價隨時可能下跌至低於[編纂]。因此，在[編纂]中購買[編纂]的[編纂]可能會損失其對[編纂]的全部或部分投資。[編纂]是乃與本集團協商後釐定，可能並不代表[編纂]後的[編纂]市價。此外，[編纂]的交易價格也可能因以下因素(其中包括)而顯著波動：(i)證券分析師的分析和建議的變化；(ii)本集團或其競爭對手的公告；(iii)[編纂]對本集團看法的變化；(iv)宏觀投資環境；(v)本集團競爭對手的股價變化；(vi)[編纂]市場流動性的變化；及(vii)整體經濟或政治因素。

哈薩克斯坦證券市場不夠完善

本公司目前正尋求[編纂]哈薩克斯坦的證券市場發展程度低於美國、亞洲、英國和其他西歐國家，可能會阻礙哈薩克斯坦形成具流動性且平衡的[編纂]市場。哈薩克斯坦直到1990年代中後期才建立起有組織的證券市場。因此，證券交易結算、清算和登記程序可能存在法律不確定性、技術困難和延誤。儘管近年來取得了顯著進展，包括計劃將阿斯塔納發展成為國際金融中心，但哈薩克斯坦尚未完全建立起現代資本市場高效運作所需的完善法律和監管框架。無法保證阿斯塔納國際交易所在可預見的未來能吸引足夠的市場參與者和發行人，以確保可接受的交易量，或者根本無法吸引。市場參與者、發行人和其他相關方有時可能會遇到阿斯塔納國際交易所營運各方面的技術問題，例如報價和交易諮詢以及結算。2023年9月1日，卡瑟姆若馬爾特·托卡耶夫總統在其年度致辭中宣佈，指示考慮合併阿斯塔納國際交易所和哈薩克斯坦國家銀行，以期將兩家交易所置於同一管理之下，並提升哈薩克斯坦市場的容量及流動性。截至本文件日期，合併的形式和可能性尚不明確。如果合併的條款或方式對投資者或發行人不利，則可能對阿斯塔納國際交易所的[編纂]流動性、定價及／或交易能力產生負面影響。阿斯塔納國際交易所的營運歷史尚短，加上前述相關問題以及合併可能造成的干擾，均可能對哈薩克斯坦境內[編纂]的流動性、定價，乃至其能否進行交易造成負面影響。

尤其是在哈薩克斯坦，針對市場操縱和內幕交易的法律保護措施不如美國、亞洲、英國和其他西歐國家完善或嚴格，而且現有的法律法規可能存在執行不一致的情況。此外，與向[編纂]

風險因素

提供的有關在美國、亞洲或英國以及其他西歐國家註冊成立實體的資料相比，投資者可能難以取得哈薩克斯坦實體的公開資料。上述因素可能損害外國對哈薩克斯坦的投資，並阻礙哈薩克斯坦形成具流動性且平衡的市場。

[編纂]後增發及銷售[編纂]可能導致[編纂]價格下跌

本公司[編纂]於公開市場的大量出售，或預期未來可能發生此類出售，均可能對本公司[編纂]的市場價格，或本公司通過公開發售股權或股權相關證券籌集資金的能力產生不利影響。本公司[編纂]未來大量出售本公司[編纂]、本公司未來出售新證券，或預期未來可能發生此類出售，均可能導致本公司股份價格的下跌，使本公司籌資難度上升。此外，本公司[編纂]的大量出售或發行，或市場預期可能發生此類發行或出售，均可能對[編纂]的現行市場價格產生重大不利影響。

本公司可以選擇未來不派息

如果本公司宣佈並派發股份股息，則在相關記錄日持有[編纂]和[編纂]的股東有權根據[編纂]的條款，就其持有的[編纂]和[編纂]所對應的股份收取應付股息。詳情請參閱本文件「財務資料—股息」。任何未來宣佈並派發股息的決定，均受限於適用法律和商業考量（包括但不限於適用法規、限制、本集團的經營業績、財務狀況、現金需求、合約限制、本集團的未來項目和計劃以及資本充足率要求與限制）。本公司無法保證未來一定會派發股息因此，[編纂]可能無法獲得[編纂]股息。

[編纂]持有人並非股東，必須依賴[編纂]代表其行使股東享有的權利。

[編纂]持有人並非股東，必須依賴[編纂]代表其行使股東享有的權利。他們僅享有[編纂]中規定的與股東權利基本類似，但較該權利更為受限的合約權利。根據哈薩克斯坦法律註冊成立的公司之股份[編纂]所享有的權利，在若干重大方面可能與在香港或英國註冊成立的公司股東所享有之權利有所不同。例如，根據哈薩克斯坦法律，強制性全面收購要約的門檻、少數股東保障措施及其他企業管治保障措施，可能與《上市規則》、英國《收購守則》或《公司條例》所規定的有所不同。因此，[編纂]持有人須受哈薩克斯坦法律適用的股東權利制度以及[編纂]條款所規限，而該等條款可能會施加額外義務或限制，但此等義務或限制並不適用於在香港或英國註冊成立的公司之證券持有人。

[編纂]持有人不得以[編纂]的身份在股東大會上投票，且只能通過向[編纂]發出指示進行投票。儘管本公司和[編纂]將盡力作出安排，以確保所有[編纂]都能投票，但無法保證[編纂]能夠及

風險因素

時收到投票材料以指示[編纂]進行投票，以及[編纂]，或通過經紀、交易商或其他第三方持有[編纂]的人士可能無法行使其投票權。由於[編纂]或其代名人將作為[編纂]的登記持有人，[編纂]必須依賴[編纂](或其代名人)代表其行使股東權利。此外，[編纂]還需就根據[編纂]進行的任何現金分配以及[編纂]證書轉讓或直接登記轉讓支付費用。

[編纂]如欲將其[編纂]轉換為股份，必須通過[編纂]，並依照[編纂]所載之程序辦理。該等轉換可能受處理時間、行政程序及應付予[編纂]之費用所限，且無法保證轉換能從速完成。倘若大量[編纂]選擇將其持有的憑證轉換為股份，導致流通中的[編纂]數量減少，則可能會對相關交易所上剩餘[編纂]的流動性及交易量造成不利影響，進而可能對[編纂]市價產生負面影響。

[編纂]須依賴特定服務供應商保管標的股份。影響該等服務供應商的任何失誤、延誤、破產或營運中斷，均可能對[編纂]行使權利、收取分派，或轉換或轉讓其持有憑證的能力造成不利影響。詳情請參閱本文件「[編纂]」。

在某些司法管轄區，[編纂]的[編纂]可能無法行使優先認購權。

為了在未來籌集資金，本公司可能會發行額外股份，包括以[編纂]形式發行的股份。在某些司法管轄區（包括美國），[編纂]可能無法行使優先認購權，除非遵守該司法管轄區（包括美國）適用的證券法律要求或獲得豁免。概不保證本公司會選擇遵守此類適用的法律法規，也無法保證（就美國持有人而言）能夠獲得美國《證券法》註冊要求的豁免，從而使美國持有人能夠行使優先認購權，且即使獲得豁免，本公司也無法保證會採取必要措施，使美國[編纂]持有人能夠依賴該豁免。在綜合考量適用法律、規則及法規所規定的限制及要求[編纂]持有人所佔的持股比例，以及本公司向[編纂]持有人提供優先認購權所需履行的行政程序等因素後，本公司可能會認定在當時情況下，如此行事並不切實可行。

本公司須同時遵守香港、英國及哈薩克斯坦的[編纂]及監管要求，這可能招致額外成本。

本公司計劃於[編纂]及[編纂]中初步發行[編纂]、於[編纂]中發行[編纂]、於[編纂]中發行[編纂]，並於[編纂]中發行[編纂][編纂]，分別約佔發售證券的[編纂]%、[編纂]%、[編纂]%及[編纂]%(假設[編纂]未獲行使)。本公司將受香港法律、規則及法規(包括但不限於《上市規則》、《收購守則》及《證券及期貨條例》第XV部)，阿斯塔納國際交易所或AIFC的規則及規章(包括但不限於《阿斯塔納國際交易所業務規則》(包括《阿斯塔納國際交易所市場披露規則》、《阿斯塔納國際交易所市場上市規則》、《阿斯塔納國際交易所發行人准入和披露標準》、《阿斯塔納國際交易所招股章程規則》)以及《AIFC市場規則》)以及英國法律、規則及法規的約束。如香港法律、規則及法

風險因素

規，哈薩克斯坦或AIFC的法律、規則及法規及／或英國法律、規則及法規發生任何衝突，本公司應遵守最為嚴格及最具限制性的規則。因此，本公司可能需要承擔額外成本及投入額外資源，以遵守香港、英國和哈薩克斯坦或AIFC的要求。

哈薩克斯坦稅收居民[編纂]及非稅收居民[編纂]均可能需要就[編纂]、[編纂]以及[編纂]產生的資本收益或股息繳納哈薩克斯坦所得稅，惟有資格獲得適用稅務豁免除外。

根據《稅法》，在沒有稅務豁免的情況下，屬於哈薩克斯坦稅收居民的[編纂]可能需要就以下事項繳納哈薩克斯坦所得稅：(i)轉讓[編纂]、[編纂]以及[編纂]所產生的資本收益；(ii)從[編纂]、[編纂]以及[編纂]所得的股息；且屬於哈薩克斯坦非稅收居民的[編纂]可能需要就轉讓[編纂]、[編纂]以及[編纂]所產生的資本收益繳納所得稅。

AIFC憲法授予AIFC豁免。根據AIFC豁免，個人及法人實體，無論其稅收居民身份如何，(i)從阿斯塔納國際交易所上市的證券中獲得的股息（對於哈薩克斯坦稅收居民個人及非稅收居民而言，均須遵守交易標準），及(ii)轉讓其上市證券中所得資本收益，均免徵收哈薩克斯坦所得稅，直至2066年1月1日。上述交易標準並未包含於最初制定的AIFC憲法或AIFC豁免中，僅與股息徵稅有關，與資本收益無關。該等交易標準於2023年推出，旨在限制股息相關豁免的適用範圍，防止公司僅為取得有關豁免而上市但其股份並無公眾積極交易（即[編纂]僅為取得豁免），其後並追溯修訂，以將居民法人實體排除在適用範圍之外。交易標準定期在阿斯塔納國際交易所網站上公佈，哈薩克斯坦納稅居民個人[編纂]應在其收到股息的納稅期間監控及評估交易標準，以確定股息是否要納稅。然而在實際操作中，交易標準不適用於哈薩克斯坦非居民[編纂]，因為哈薩克斯坦對於向非居民[編纂]支付（由本公司派付）及將收到的股息不徵稅。截至最後實際可行日期，有報告稱在阿斯塔納國際交易所上市的某些證券未能符合某些交易標準，這意味著該等公司的股份並無在阿斯塔納國際交易所活躍交易。

倘AIFC豁免被廢除／修改或[編纂]、[編纂]以及[編纂]從阿斯塔納國際交易所退市，則AIFC豁免可能變得不可用。儘管本公司正尋求[編纂]、[編纂]以及[編纂]在[編纂]及／或[編纂]及／或[編纂]，我們無法向閣下保證我們將獲得[編纂]的批准，將[編纂]、[編纂]以及[編纂]列入[編纂]的官方名單。倘我們未能在[編纂]，或[編纂]、[編纂]以及[編纂]其後從[編纂]的官方名單中刪除，其[編纂]（包括哈薩克斯坦稅收居民及哈薩克斯坦非稅收居民）將無法依賴AIFC豁免，因此可能須就轉讓[編纂]、[編纂]以及[編纂]所產生的資本收益及／或從[編纂]、[編纂]以及[編纂]獲得的股息繳納哈薩克斯坦所得稅，惟有資格享有任何其他稅務豁免除外。此外，倘[編纂]僅在於[編纂]後於[編纂]（即根據《稅法》被納入[編纂]官方名單），該時間差距（即(i)於[編纂]和[編纂]，及(ii)於[編纂]刊發「納入官方名單公告」之間的間隔）會導致[編纂]、[編纂]以及[編纂]的[編

風 險 因 素

纂]無法依賴AIFC豁免，直至[編纂]、[編纂]以及[編纂]於[編纂]為止。本公司就[編纂]的顧問已與[編纂]公開發行人主管(彼於諮詢時為公開發行人聯繫人)進行諮詢。公開發行人主管通常(i)擔任[編纂]的負責人，直接向[編纂]首席執行官報告，及(ii)作為授權代表，負責批准[編纂]的[編纂]文件及[編纂]申請等。根據與公開發行人主管的諮詢，[編纂]承諾提供最佳協助，以確保及時於[編纂]網站刊發納入官方名單公告，時間暫定為[編纂]阿拉木圖時間上午六時正(香港時間上午九時正)前，以便使AIFC豁免能於[編纂]及[編纂]後立即生效，從而促使香港及英國的[編纂][編纂]享有該等稅務豁免。然而，無法保證[編纂]會及時地在[編纂]網站上刊登《納入官方名單公告》，因此亦無法保證香港及英國的[編纂][編纂]將能於[編纂]及[編纂]後立即享有相關稅務豁免。

儘管《稅法》規定包括下文所述的有關證券交易的額外豁免，惟該等豁免的可用性取決於附加條件及標準，詳情請參閱「監管概覽－AIFC憲法及《稅法》規定的豁免」。本公司無法向閣下保證該等條件及標準將得以達成。《稅法》中包含的稅務豁免概述如下：

- 哈薩克斯坦稅收居民[編纂](法人實體)從[編纂]、[編纂]以及[編纂]中收到的股息將根據《稅法》一般規定免稅。
- 倘有關[編纂]在[編纂]及買賣，且倘符合哈薩克斯坦政府制定的以下交易標準：(i)每個曆月的交易量至少為25百萬堅戈；及(ii)每個曆月的證券交易數量至少為50筆交易，則哈薩克斯坦稅收居民[編纂](個人)收到的股息將免稅。哈薩克斯坦非稅收居民[編纂](包括法人實體及個人)收取的股息不屬於哈薩克斯坦稅項範疇。
- 倘打算通過在[編纂]公開交易的方式出售[編纂]、[編纂]以及[編纂]，則個人[編纂](哈薩克斯坦居民和非居民)及稅收居民法人實體[編纂]從出售[編纂]中獲得的資本收益將免稅，但前提是截至出售日期該等[編纂]已納入[編纂]官方名單，而該名單僅適用於在該[編纂]買賣的[編纂]、[編纂]以及[編纂]，並不適用於在[編纂]買賣的[編纂]以及在[編纂]買賣的[編纂]。
- 倘打算通過在[編纂]或[編纂]或[編纂]公開交易的方式出售[編纂]、[編纂]以及[編纂]，則哈薩克斯坦非稅收居民法人實體[編纂]收到的資本收益將免稅，但前提是截至出售日期，[編纂]、[編纂]以及[編纂]已納入該等證券交易所的官方名單。

哈薩克斯坦稅務機關對任何稅務豁免的適用性可能採取的解釋尚不確定，包括但不限於AIFC豁免。概無保證哈薩克斯坦稅務機關會以上述方式解釋或執行稅務豁免的規定。

風險因素

倘無法獲得AIFC豁免，目前並無有效且全面的機制供[編纂]及本公司評估、報告及結算各自的資本收益稅及股息所得稅義務，且倘無法獲得AIFC豁免，本公司無法預計[編纂]、本公司及董事的潛在最大風險。

儘管《稅法》規定了若干公開交易豁免，誠如上節「與[編纂]、[編纂]及交易市場相關的風險－哈薩克斯坦稅收居民[編纂]及非稅收居民[編纂]均可能需要就[編纂]、[編纂]以及[編纂]產生的資本收益或股息繳納哈薩克斯坦所得稅，惟有資格獲得適用稅務豁免除外」所述，惟哈薩克斯坦稅務機關對此類公開交易免稅的適用性可能採取的詮釋並不確定。概無保證哈薩克斯坦稅務機關會按《稅法》中所述方式詮釋或執行公開交易免稅的規定。如果公開交易免稅被取消，且投資者無法享有任何其他稅收豁免，則此類[編纂]將就出售[編纂]、[編纂]以及[編纂]的資本收益在哈薩克斯坦納稅（稅率為10%至20%，視乎其居住地及身份而定）。然而，鑒於在市場交易中出售及收購[編纂]、[編纂]以及[編纂]的人士的身份可能無法確定，受影響的[編纂]可能難以妥當履行其資本收益稅義務，並且[編纂]面臨的潛在最大風險因有關不履行情況而難以預測。

對於本文件所載取自畢馬威報告的若干資料中的事實及其他統計數據的準確性，概不作出任何保證。

本文件內的若干事實及統計數據，包括但不限於有關市場規模、排名及趨勢的資料及統計數據，乃以畢馬威報告為基礎，或摘錄自各種公開可得刊物。

然而，本公司無法保證該等事實及統計數據的質素或可靠性。儘管本公司已採取合理審慎措施，以確保所呈列的事實及統計數據乃準確摘錄及轉載自該等刊物（包括畢馬威報告），惟該等數據並未經本公司、獨家保薦人、[編纂]、[編纂]，或本公司或彼等各自的聯屬人士或顧問，或參與[編纂]的任何其他各方（畢馬威本身除外）獨立核實，亦無就其準確性作出任何聲明。因此，本公司概不就該等事實及統計數據的準確性作出任何聲明，而該等事實及統計數據可能與其他來源編製的其他資料不一致，故[編纂]不應過度依賴本文件所載任何源自公開來源或畢馬威報告的事實及統計數據。

本公司已獲聯交所豁免嚴格遵守《上市規則》的若干規定，惟該項豁免可能會被撤銷，致使本公司及股東須承擔額外的法律及合規責任。

本公司已向聯交所申請，且聯交所[已]向本公司授出豁免嚴格遵守《上市規則》的若干規定。有關進一步詳情，請參閱本文件「豁免及免除」一節。概不保證聯交所不會撤銷已授出的豁免或對該項豁免施加若干條件。倘該項豁免被撤銷或須受若干條件規限，本公司可能須承擔額外的合規責任、產生額外的合規成本，並面對因多個司法管轄區合規問題所產生的不確定性，所有該等情況均可能對本公司及股東造成不利影響。此外，[編纂]、[編纂]及[編纂]的[編纂]將不會享有就已獲授該等豁免的事項而言，根據香港法律、規則及法規以及《上市規則》條文所賦予的權利、利益及保障。

風 險 因 素

本公司強烈提醒 閣下，切勿倚賴報章或其他媒體所載有本公司及[編纂]的任何資料。

於本文件日期後但於[編纂]完成前，可能會有關於本公司及[編纂]的報章及媒體報道，當中載有(其中包括)有關本公司及[編纂]的若干財務資料、預測、估值及其他前瞻性資料。本公司並無授權報章或媒體披露任何有關資料，亦概不對有關報章或其他媒體報道的準確性或完整性負責。本公司概不對有關本公司的任何預測、估值或其他前瞻性資料的適當性、準確性、完整性或可靠性發表任何聲明。倘有關陳述與本文件所載資料不一致或互相衝突，本公司概不就有關陳述承擔任何責任。因此，[編纂]在作出[編纂]決定時，務請僅依據本文件所載資料，且不應倚賴任何其他資料。

閣下在作出有關[編纂]的[編纂]決定時，應僅依賴本文件及我們在香港、英國或哈薩克斯坦作出的任何正式公告所載資料。本公司概不對於報章或其他媒體報道的任何資料的準確性或完整性，以及報章或其他媒體就[編纂]、[編纂]或本公司所發表的任何預測、觀點或意見的公正性或適當性負責。我們對任何該等數據或出版物的適當性、準確性、完整性或可靠性不發表任何聲明。因此，[編纂]在決定是否[編纂]於本公司時不應依賴任何該等資料、報告或出版物。在[編纂]中申請認購[編纂]，即表示 閣下已聲明並同意， 閣下未有且將不會依賴本文件所載資料以外的任何資料。