

Электроэнергетический сектор Казахстана



© Ист Коммерц, 2007 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью Ист Коммерц. Каждый аналитик, задействованный в написании данного отчета, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном отчете. Ист Коммерц не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном отчете. Мнение Ист Коммерц может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном отчете.

Информация, представленная в отчете, основана на источниках, которые Ист Коммерц признает надежными, тем не менее, Компания не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода отчета и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Ист Коммерц для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.



ОГЛАВЛЕНИЕ:

Резюме	Стр. 3
Характеристика электроэнергетического сектора Казахстана	Стр. 4-5
Основные субъекты рынка	Стр. 5-6
Тарифообразование	Стр. 7-8
Региональная структура рынка	Стр. 8-10
Производство и потребление электроэнергии	Стр. 10-13
Публичные компании на рынке Казахстана. Павлодарэнергосервис	Стр. 14-17

© Ист Коммерц, 2007 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью Ист Коммерц. Каждый аналитик, задействованный в написании данного отчета, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном отчете. Ист Коммерц не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном отчете. Мнение Ист Коммерц может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном отчете.

Информация, представленная в отчете, основана на источниках, которые Ист Коммерц признает надежными, тем не менее, Компания не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода отчета и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Ист Коммерц для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Резюме

Данным обзором мы начинаем освещение электроэнергетического сектора Казахстана. В 1996 году Правительство республики приступило к реформированию отрасли путем разделения конкурентных и монопольных видов деятельности, создавая предпосылки для развития рыночных отношений в электроэнергетике. Сформированные в результате реформы компании специализируются на генерации, передаче, распределении и сбыте электроэнергии.

В настоящее время в сферу государственного регулирования подпадает передача и распределение электроэнергии, тарифы на этот бизнес устанавливаются государством. Производство и сбыт электроэнергии относятся к конкурентному виду деятельности и не подлежат государственному регулированию, а формируются под воздействием рыночных условий.

Энергетическому сектору Казахстана свойственны проблемы периода реформирования, среди которых можно выделить:

- отсутствие публичных компаний;
- низкий уровень рентабельности;
- слабая привлекательность отрасли для частных инвесторов, обусловленная неэффективной тарифной политикой;
- отсутствие финансовой «прозрачности» компаний.

Тем не менее, мы уверены что энергетический сектор Казахстана обладает сегодня значительными перспективами. При среднегодовом росте ВВП 5-6% в год, а также существенном росте промышленного производства в республике уровень энергопотребления будет неуклонно расти в среднесрочной перспективе. При этом, наибольший вклад в динамику энергопотребления внесут компании промышленного сектора, которые занимают доминирующее положение в общей структуре потребителей электроэнергии.

Сегодня в Казахстане существует только одна энергетическая компания, акции которой обращаются на бирже – АО Павлодарэнергосервис. Согласно нашей оценке компания имеет фундаментальный потенциал роста 26,85%, что соответствует рекомендации **Покупать**. Мы уверены, что вложения в бумаги АО Павлодарэнергосервис станут для инвесторов хорошей стратегической инвестицией в электроэнергетику Казахстана.

Характеристика электроэнергетического сектора Казахстана

Среди бывших республик постсоветских государств Республика Казахстан одна из первых приступила к реформированию электроэнергетической отрасли. В 1996 году Правительством Казахстана была принята широкомасштабная программа реструктуризации, в основу которой был положен принцип разделения конкурентной и монопольной деятельности. В результате существовавшая прежде вертикально-интегрированная модель, претерпела существенные изменения, в рамках которых «Казахэнерго» было преобразовано в отдельные предприятия по принципу вертикальной интеграции (в отдельные компании были выделены предприятия занимающиеся генерацией, передачей, распределением и сбытом электроэнергии).

В настоящее время основным принципом работы оптового конкурентного рынка Казахстана является открытый доступ к услугам передачи электроэнергии по Национальной электрической сети (НЭС) и свободный выбор оптовыми потребителями своего поставщика электроэнергии.

По данным Агенства Республики Казахстан по статистике, на долю энергетики приходится более 7% всего промышленного производства страны, а среднегодовой темп роста энергопотребления в Казахстане составляет 5-6% при росте ВВП на 8-9 % в год.

Основные сегменты рынка

Условно оптовый рынок электроэнергии Казахстана можно разделить на три основных сегмента: централизованный рынок, децентрализованный рынок и балансирующий рынок.

Централизованный рынок. Централизованная торговля повышает прозрачность работы оптового рынка, путем формирования индикативной цены на электроэнергию. Участниками централизованных торгов являются: энергоснабжающие организации, производители и потребители электроэнергии, а так же энергопередающие организации. Рынок централизованной торговли представляет собой организованную торговую площадку для купли-продажи электрической энергии в краткосрочном (спот-торги), среднесрочном (неделя, месяц) и долгосрочном (квартал, год) периоде. Организацию работы рынка централизованной торговли осуществляет Казахстанский оператор рынка электроэнергии и мощности (КОРЭМ). По данным КОРЭМ, в первом полугодии 2007 года объемы централизованных торгов выросли в республике в 2,3 раза и составили 3 579,7 млн. кВт·ч. Кроме того, в 2007 году в торговой системе было зарегистрировано 17 новых участников оптового рынка.

Децентрализованный рынок. Рынок децентрализованной купли-продажи электрической энергии функционирует на основе заключаемых участниками рынка договоров купли-продажи электрической энергии по ценам и условиям поставки, устанавливаемым соглашением сторон.

Структура электроэнергетики Казахстана

Государственный сектор	Частный сектор
Электрические сети напряжением 1150, 500 и 220 кВ	Электрические сети напряжением 110, 35, 6-10 и 0,4 кВ
Организации осуществляющие обслуживание и плановые виды ремонта электросетей АО « KEGOC »	Организации осуществляющие обслуживание и плановые виды ремонта электросетей 110,35,6-10 и 0,4 кВ
Система управления, диспетчеризация и передача электроэнергии	Генерация Электроэнергии (кроме активов имеющих стратегическое значение)

Источник: оценка «Ист Коммерц»

В данном случае потребитель заключает напрямую с генерирующей компанией соглашение на поставку электроэнергии, минуя торговую площадку.

Несмотря на высокие темпы развития централизованного рынка электроэнергии, на долю децентрализованной торговли приходится около 85,7% от общего объема энергии, поставляемой на оптовый рынок.

Балансирующий рынок. В 2008 году в Казахстане запущен балансирующий рынок. В настоящее время этот сегмент функционирует в имитационном режиме, то есть потребители и поставщики электроэнергии расплачиваются по цене двухсторонних договоров. Предполагается, что балансирующий рынок будет функционировать в имитационном режиме только в 1-м квартале 2008 года. Основным принципом функционирования балансирующего рынка является возможность перераспределения избыточной/недостающей электроэнергии, возникающей у производителей электроэнергии между участниками рынка. Балансирующий рынок функционирует для физического и последующего финансового урегулирования почасовых дисбалансов в режиме реального времени, возникающих в операционные сутки между фактическими и договорными величинами производства - потребления электрической энергии в единой электроэнергетической системе Республики Казахстан.

Основные субъекты рынка

На оптовом рынке электроэнергии Казахстана существует 6 основных групп участников:

- Системный оператор
- Региональные электросетевые компании (РЭК)
- Производители электроэнергии*
- Казахстанский оператор рынка электроэнергии и мощности
- Энергоснабжающие организации*
- Потребители электрической энергии*

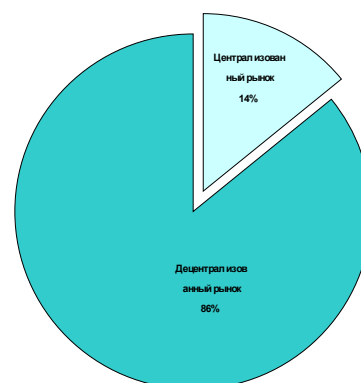
* - не менее 1 МВт поставляемой/потребляемой среднесуточной мощности

Производители электроэнергии. К производителям энергии относятся электростанции национального и регионального значения. Более 80% электростанций находятся в частной собственности, а многие генерирующие мощности интегрированы с крупными промышленными предприятиями.

Казахстанский оператор рынка электроэнергии и мощности (КОРЭМ). Главная задача компании заключается в обеспечении и поддержании постоянной готовности торговой системы к проведению централизованных торгов электрической энергией на оптовом рынке. В настоящее время 100% акций компании принадлежит государству.

Системный оператор (АО «KEGOC») осуществляет функции по управлению высоковольтными электрическими сетями (220-500-1150 кВ), линиями выдачи мощности крупных ТЭС и ГЭС, а также электрическими сетями, питающими крупных потребителей республики. Положение «KEGOC» на рынке является монопольным. В связи с этим, деятельность компании полностью регулируется государством.

Распределение объема
электроэнергии



Источник: КОРЭМ, расчеты Ист Коммерц

Основным государственным регулирующим органом является Агентство по регулированию естественных монополий и защите конкуренции.

В состав активов KEGOC в настоящее время входят:

Наименование	Протяжен. сетей 220-1150 кВ	Количество подстанций	Мощность подстанций, МВА
Акмолинские межсистемные электрические сети	4 226	10	7 607
Актюбинские межсистемные электрические сети	1 200	6	875
Алматинские межсистемные электрические сети	2 413	9	2 559
Восточные межсистемные электрические сети	1 039	5	3 027
Западные межсистемные электрические сети	1 680	5	950
Сарбайские межсистемные электрические сети	2 416	8	6 570
Северные межсистемные электрические сети	3 216	8	3 518
Центральные межсистемные электрические сети	2 919	10	3 851
Шымкентские межсистемные электрические сети	4 213	13	3 253
Итого	23 322	74	32 209

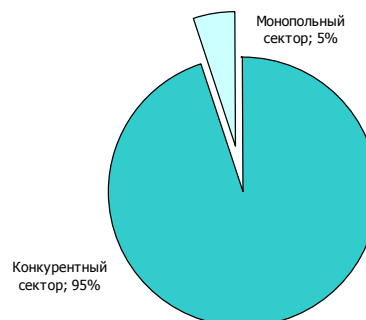
Энергоснабжающие организации (ЭСО) – эти компании были созданы при разделении, распределения и продажи электроэнергии. ЭСО покупают электроэнергию у энергопроизводящих организаций напрямую, или на централизованных торгах и продают ее конечным розничным потребителям. Практически все эти компании аффилированы с РЭКа (Региональные электросетевые компании) и занимают монопольное положение на розничном рынке.

Региональные электросетевые компании (РЭК) – эти компании занимаются распределением электроэнергии по региональным распределительным сетям. В настоящее время в Казахстане функционирует 21 РЭК различных форм собственности. Так, 16 РЭКов находятся в частной собственности, 2 РЭКа переданы в доверительное управление, а четыре компании остались в государственной собственности.

Активы РЭКов сформированы на базе региональных распределительных сетей напряжением 110, 35, 6-10 и 0,4 кВ. Инфраструктура большинства РЭКов позволяет им осуществлять поставки дешевой электроэнергии экибастузских ГРЭС.

Исключение составляют компании Западного Казахстана, работающие изолированно от единой энергетической системы. Причиной этого является отсутствие высоковольтных сетей, соединяющих районы Западного и Северного Казахстана. В настоящее время ведется строительство линии Северный Казахстан – Актюбинская область, которая в будущем сможет частично решить проблему дефицита электроэнергии в Западном регионе.

Структура собственности электрических сетей после приватизации РЭК



Источник: оценка Ист Коммерц

Распределение электрических сетей по виду собственника

Напряжение	Протяженность, км	
	АО "KEGOC"	РЭК
1150 кВ	1 400	-
500 кВ	5 506	-
220 кВ	16 416	-
110 кВ	-	44 475
35 кВ	-	62 088
6-10 кВ	-	203 938
0,4 кВ	-	122 058
Итого, км	23 322	432 559

Источник: KEGOC, оценка Ист Коммерц

Тарифообразование

Действующая модель энергорынка Казахстана предполагает, что государственному регулированию подлежат только тарифы на передачу и распределение электроэнергии. Тарифы на производство и сбыт электроэнергии формируются под воздействием рыночных условий и не подлежат государственному регулированию. Ниже мы определили принципы тарифообразования по основным субъектам казахстанского рынка.

Производители электроэнергии – тарифы на электроэнергию поставляемую на оптовый рынок не регулируются, а формируются на основе равновесных значений спроса и предложения. Текущие тарифы позволяют безубыточно работать генерирующим компаниям, но не способствуют привлечению инвестиций в отрасль, учитывая значительный срок окупаемости инвестиционных вложений. По данным АО KEGOC при текущем состоянии цен на электроэнергию, окупаемость инвестиционных проектов генерирующих компаний составляет в среднем 40 лет.

Системный оператор (KEGOC) – деятельность компании полностью контролируется государством. Компания осуществляет функции по передаче электроэнергии и технической диспетчеризации. Ценообразование на услуги компании регламентируется нормативно-правовой базой и Агентством по регулированию естественных монополий. С 2000 в Казахстане введен единый тариф при транспортировке электроэнергии на расстояние свыше 600 км.

РЭК – в региональных электросетевых компаниях тарифообразование происходит по методу «затраты плюс», то есть к прогнозируемым затратам за период добавляется некая норма прибыли, устанавливаемая государством. Тем не менее норма прибыли, которая сегодня закладывается в тариф, не покрывает затраты сетевых компаний, что связано со значительными потерями в сетях, которые составляют в среднем 15-20%.

Энергоснабжающие организации - ценовые условия, по которым электроэнергия поставляется конечным потребителям определяются на основе договора купли-продажи по соглашению сторон с учетом тарифа энергопередающей организации. Так, текущая структура тарифов для конечных потребителей, предполагает, что наибольший вес стоимости приходится на энергоисточники - около 47%. Примерно 8% приходится на передачу, 38 % на распределение и 7% на сбыт.

Энергетическому сектору Казахстана характерны проблемы периода реформирования, среди которых:

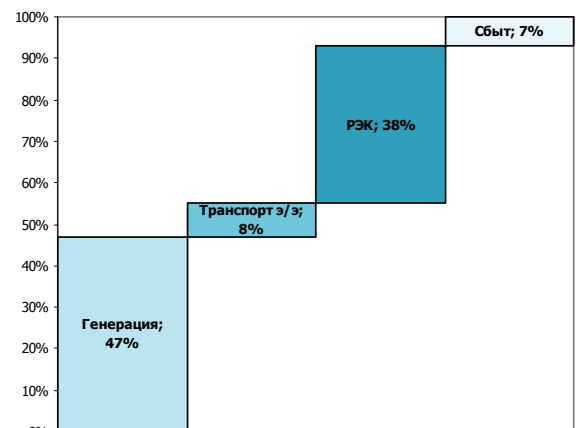
- острая нехватка инвестиций на фоне существенного износа основных фондов;
- отсутствие финансовой «прозрачности» компаний;
- низкий уровень рентабельности;
- слабая привлекательность отрасли для частных инвесторов, обусловленная неэффективной тарифной политикой.

Динамика средних цен производства и распределения электроэнергии в Казахстане

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Актолинская	6	6,7	2,4	4,8	0,2	1,6	8,3
Актюбинская	4,6	8,2	10,9	1,5	10,3	0,1	8,7
Алматинская	5,1	9,1	2,2	1,7	-0,2	5,4	7,9
Атырауская	11,2	4,3	19,9	3,1	-0,9	10,7	9,5
Восточно-Казахстанская	5,2	3	1,9	2,6	0,3	5,8	10,4
Жамбылская	21	18,5	3,8	2,1	0	9	10,9
Западно-Казахстанская	-1,5	7,3	6	5,7	0,2	-0,5	13,1
Карагандинская	1	4,6	6,6	6,1	1,2	3,3	10,8
Костанайская	13	7,7	5,9	5,1	9,5	2,7	19,9
Кызылординская	1,2	-0,9	-0,8	-1,5	3,1	13,8	0,8
Мангистауская	4,3	20	0,1	8,9	6,8	0	15,6
Павлодарская	-15,5	0,6	6,5	-0,8	2,6	7,5	18,2
Северо-Казахстанская	-1,6	2,7	6,4	3,3	3,5	13	6,3
Южно-Казахстанская	8,6	11,6	7,2	1,7	-0,6	2,5	13,5
г.Астана	1,7	2,9	9,1	5,4	2,7	7,7	11
г.Алматы	1,3	1,2	13,6	0,5	0,7	0	6,9
Всего Казахстан	1,5	6,1	6,1	3	2,5	4,9	11,9

Источник: Агентство Республики Казахстан по статистике

Структура тарифа на электроэнергию, %



Источник: расчеты Ист Коммерц

По нашим оценкам, средний тариф на электроэнергию в Республике составляет 2,0 цента. При текущем состоянии цен на электроэнергию срок окупаемости энергетических проектов достигает 40 лет. По мнению экспертов, наиболее оптимальным уровнем тарифов являются такие цены на электроэнергию, которые позволяют сократить период возврата инвестиций до 12-15 лет. Таким образом, на текущем этапе реформирования система тарифообразования не способствует привлечению инвестиций в отрасль. Тем не менее, некоторые положительные тенденции в сфере планомерного повышения тарифов имеют место быть.

В настоящее время ценообразование на электроэнергию в Казахстане предполагает включение инвестиционной составляющей в тариф. При этом неисполнение мероприятий предусмотренных инвестиционной программой влечет за собой компенсации в виде возврата потребителю не использованных по целевому назначению средств.

Кроме того, Правительство Казахстана готово пойти на повышение тарифов. Министерство энергетики и минеральных ресурсов планирует постепенно увеличить тарифы к 2015 году до 10 тенге/квт-ч.(0,09 долл.). Предполагается, что среднегодовой темп роста тарифов составит 10-12 %.

Региональная структура рынка

Отличительной особенностью функционирования энергосистемы Казахстана является большая территория с сильно различающимися природными и экономическими условиями. Территориально электроэнергетика Казахстана разделена на 3 региона:

- Северный и Центральный регион;
- Южный регион;
- Западный регион.

Северный и Центральный регионы играют особую роль в энергетике Казахстана, поскольку основные месторождения угля сосредоточены именно в Северном регионе. В связи с этим, в регионе преобладает угольная электроэнергетика, на долю которой приходится 72% от общей установленной мощности. Здесь сконцентрированы самые крупные станции страны: Экибастузская ГРЭС-1, Экибастузская ГРЭС-2, Аксуская ГРЭС, Шульбинская ГЭС, Бухтарминская ГЭС.

Южный регион не располагает необходимым объемом первичных энергоресурсов, поэтому электроэнергетика этого региона базируется на привозных углях, импортируемой газе и мазуте. Основная часть находящейся здесь тепловой генерации ориентированна на использование газомазутного топлива. Такое соотношение используемых видов топлива ставит в крайне невыгодное положение расположенные в регионе теплогенерирующие активы, поскольку цены на газ, значительно превышает цены на уголь.

Западный регион Казахстана является основным нефтегазовым регионом страны. Мощности этого региона ориентированы главным образом на сжигание попутного газа.



Источник: Министерство энергетики и минеральных ресурсов РК, оценка «Ист Коммерц»

Электроснабжение Актюбинского и Уральского энергоузлов обеспечивается поставками электроэнергии из прилегающих областей России. С целью снижения дефицита электроэнергии в настоящее время ведется строительство межрегиональной линии электропередачи, соединяющей Северный Казахстан и Актюбинскую область.

Региональная структура энергетики по видам генерации

Гидрогенерация. Сегодня агрегированная мощность гидроэнергетических источников составляет **2172 МВт** и позволяет ежегодно вырабатывать 8,32 млрд. кВт-ч или 12% от общего объема выработки.

Основной потенциал ГЭС Казахстана сконцентрирован в Восточном и Юго-Восточном Казахстане в районе реки Иртыш. Здесь расположены основные ГЭС республики: Шульбинская ГЭС-702 МВт, Бухтарминская ГЭС-675 МВт, Усть-Каменогорская ГЭС 331 МВт.

С точки зрения развития гидроэнергетического потенциала Казахстана, наиболее перспективными являются водоисточники именно этого региона. Помимо названных регионов Казахстана в будущем планируется усиливать также позиции восточной зоны Единой энергетической системы (ЕЭС), которая представлена Курчумским каскадом ГЭС и Булакской ГЭС на реке Иртыш, и построить ряд гидроэлектростанций в Южной зоне ЕЭС, самые мощные из которых Мойнакская ГЭС на реке Чарын – 300 МВт, и Кербулакская ГЭС на реке Или мощностью 50 МВт.

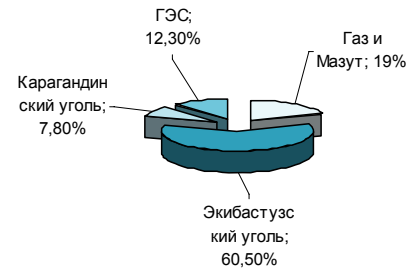
Потенциал южного Казахстана оценивается в размере 23,2 млрд. кВт-ч., при этом около 43% или 10 млрд. кВт-ч приходится на русло реки Сырдарья. Тем не менее, водотоки этого региона не имеют энергетического значения, так как они используются для нужд, не связанных с производством электроэнергии.

На территории западного Казахстана, где протекают реки, впадающие в Каспийское море, гидрогенерация развита в меньшей степени. Гидропотенциал этих источников значительно ниже, чем в юго-восточном регионе и оценивается в 2,8 млрд. кВт-ч. Кроме того, водноэнергетические ресурсы западного региона имеют ограниченный потенциал, поскольку они используются в основном для целей промышленного водоснабжения, судоходства и т.д.

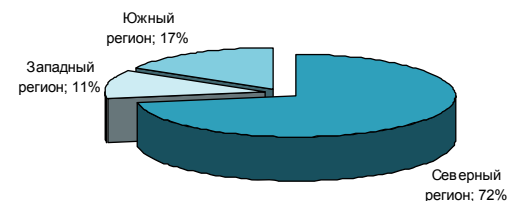
Северный и Центральный регионы обладают наименьшим запасом гидроэнергетических ресурсов. Потенциал этих регионов составляет примерно 3 млрд. кВт-ч. Основные водноэнергетические ресурсы Северного Казахстана сосредоточены на реке Ишим – 1000 млн. кВт-ч, Центрального Казахстана на группе рек Торгайского плато – 700 млн. кВт-ч.

По данным Министерства энергетики и минеральных ресурсов совокупный гидропотенциал Казахстана составляет около 170 млрд. кВтч в год, из которых на сегодня используется не более 8 млрд.кВтч в год. Предполагается, что к 2010 году выработка электроэнергии с использованием водноэнергетических источников вырастит до 10 млрд. кВт-ч.

Структура топливного баланса



Региональная структура установленной мощности, %



Источник: KEGOC, оценка «Ист Коммерц»

Наименование	Установленная мощность, МВт	Река
Шульбинская ГЭС	702	Иртыш
Бухтарминская ГЭС	675	Иртыш
Капчагайская ГЭС	364	Или
Усть-Каменогорская ГЭС	331	Иртыш
Шардаринская ГЭС	100	Сырдарья

Энергет. зона	Водохозяйственный регион	Административные единицы	Теоретические ресурсы, млрд. кВт-ч
Север	Восточный Казахстан	Восточно-Казахстанская обл.	72
Юг	Юго-восточный Казахстан	Алматинская обл.	72
	Южный Казахстан	Жамбылская, Южно-Казахстанская, Кызылординская обл.	20
Север и Запад	Северный, Центральный и Западный Казахстан	Остальные области	6
Итого			170

Источник: Министерство энергетики и минеральных ресурсов РК

Атомная генерация

Республика Казахстан располагает одними из крупнейших в мире запасами урана, разведанные запасы которого составляют 19% мировых запасов или 1,5 млн. тонн. Основные урановые залежи сосредоточены в шести провинциях: Прикаспийская-2%, Сырдарьинская - 20%, Шу-Сарысуйская 54%, Прибалхашская- 0,5%, Илийская – 6,5%, Северо-Казахстанская – 17%. Запасы урановой руды в республике и накопленный научный потенциал создают хорошую базу для развития атомной генерации. Сегодня в Казахстане существует только одна атомная электростанция (с реактором на быстрых нейтронах мощностью 350 МВт, БН-350), расположенная в г. Актау. Данная АЭС не функционирует с 1999 года.

В настоящее время Правительством Республики уделяется особое внимание развитию атомной энергетики. Так, вопрос о строительстве АЭС в городе Актау на базе БН-350 уже решен. Строительство атомной станции планируется начать в 2011 году. Предполагается, что первый блок будет введен в эксплуатацию в 2015 году, а второй в 2016.

Производство и потребление электроэнергии

В настоящее время в Казахстане действуют 54 тепловые и 5 гидроэлектростанций, общая установленная мощность которых составляет 18 ГВт.

По информации Министерства энергетики и минеральных ресурсов, за девять месяцев 2007 года производство электроэнергии в Казахстане составило 54,8 млрд. кВт-ч. При этом ожидается, что по итогам текущего года выработка электроэнергии достигнет 76,5 млрд. кВт-ч. В частности, по итогам 2007 г. в Западном регионе (включая Актюбинскую область) производство электроэнергии составит 9,8 млрд. кВт-ч, при потреблении 11,1 млрд. кВт-ч. Недостающая часть электроэнергии будет импортироваться из России – 1,3 млрд. кВт-ч. В Южном регионе потребность в электроэнергии составит 15,6 млрд. кВт-ч при производстве 9,8 млрд. кВт-ч. Недостающие объемы будут поставляться из Северного региона по линии «Север-Юг» 4,6 млрд. кВт-ч. и импортироваться из стран средней Азии 1,2 млрд. кВт-ч. В Северном регионе будет выработано 56,4 млрд. кВт-ч при потреблении 48,8 млрд. кВт-ч. Излишняя часть электроэнергии будет поставлена в Южный регион и Россию.

Необходимо отметить, что энергетическому сектору Казахстана свойственно крайне неравномерное расположение генерирующих мощностей. Большая часть электроэнергии производится на тепловых электростанциях, работающих на углях Экибастузского, Майкубинского, Тургайского и Карагандинского бассейнов.

По оценкам экспертов, максимальный спрос Северного региона к 2015 году не превысит 60 млрд. кВт-ч. Таким образом, север Казахстана способен не только покрывать свои внутренние потребности в электроэнергии, но и имеет потенциал как для ее экспорта, так и для поставок в другие регионы Казахстана.

Краткая характеристика урановых провинций Казахстана

Шу-Сарысуйская урановорудная провинция
Общие запасы и ресурсы составляют 54% от общих запасов и ресурсов Казахстана.

Сырдарьинская урановорудная провинция
Запасы урана в провинции составляют 20% от общих запасов Казахстана. Добыча урана производится на месторождениях Северный и Южный Карамурун.

Северо-Казахстанской провинции
Урановые месторождения провинции представлены жильно-штокверковым оруденением в складчатых комплексах протерозоя и палеозоя. Суммарные запасы провинции составляют 17% от общих запасов Казахстана. В настоящее время ведется добыча урана шахтным способом на месторождении Восток.

Урановое оруденение Мангышлакской провинции
Запасы урана составляют 2% в общем балансе запасов Казахстана. Добыча урана в настоящее время не ведется.

Кендыктас-Чуили-Бетмакдалинская провинция или прибалхашская
Основной тип урановых месторождений - эндогенные жильно-штокверковые месторождения в континентальных вулканических комплексах. Основные месторождения провинции отработаны. Остальные запасы урана составляют 0,5% от общих запасов Республики. Добыча урана прекращена.

Илийская урановорудная провинция
Основные запасы связаны с урано-угольными месторождениями, образованными грунтовым окислением кровли буроголильных пластов. Запасы составляют 6,5% от всех запасов Казахстана. В настоящее время добыча урана не ведется.

Источник: КазАтомПром

Производство и потребление электроэнергии в Казахстане, млрд. кВт-ч

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Всего по Республике									
Потребление	76	81	86	92	95	98	102	106	110
Производство	76	81	86	92	95	98	102	106	110
Северный и Центральный регион									
Потребление	49	56	59	60	60	60	60	60	60
Производство	56	58	62	66	68	71	73	76	79
Южный регион									
Потребление	16	15	16	19	21	24	26	29	32
Производство	10	12	13	14	14	15	15	16	17
Западный регион									
Потребление	11	11	11	13	14	15	16	17	18
Производство	10	11	11	12	12	13	13	14	14

Источник: Министерство энергетики и минеральных ресурсов, оценка «Ист Коммерц»

Экспорт и импорт электроэнергии

	2007
Импорт	
Россия	1,2
Страны центральной Азии	1,3
Экспорт	
Россия	3
Поставки по линии "Север-Юг"	4,6

Источник: Министерство энергетики и минеральных ресурсов, «KEGOC», оценка «Ист Коммерц».

В западном Казахстане сосредоточено около 11% генерирующих мощностей, а доля этого региона в общем объеме энергопотребления достигает 8%. Планируется, что с ростом добычи и переработки углеводородного сырья спрос на электроэнергию со стороны этого региона достигнет 19 млрд. кВт-ч. При этом, разработка новых месторождений может послужить хорошей ресурсной базой для вновь создаваемых мощностей. Предполагается, что к 2015 году мощность станций этого региона будет увеличена на 2000 МВт. В настоящее время недостающие объемы энергии покрываются за счет импорта из России.

Южный Казахстан является самым энергодефицитным регионом. Дело в том, что выработка электроэнергии на юге республике сопровождается наличием большой доли газомазутного топлива, стоимость которого значительно превышает цены на уголь. В результате вырабатываемая здесь электроэнергия не в состоянии конкурировать с другими, более дешевыми энергоисточниками. Следствием этого ценового диспаритета является импорт электроэнергии из стран Центральной Азии, а так же поставки из Северного Казахстана (линия «Север-Юг»).

По нашим оценкам, производство электроэнергии в 2008 году составит 81 млрд. кВт-ч., при этом в будущем, существующие энергоисточники Казахстана при максимальной загрузке смогут произвести максимум 85 млрд. кВт-ч, при том что к 2015 году минимальный уровень энергопотребления составит 110 млрд. кВт-ч.

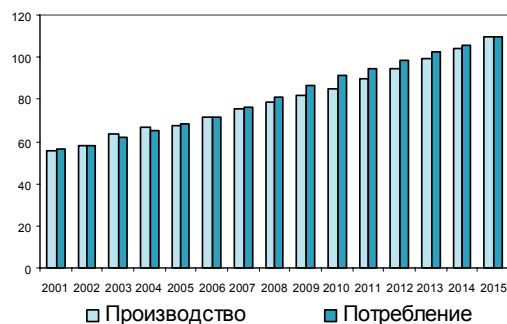
Таким образом, существующие мощности Республики не в состоянии удовлетворить растущие потребности в электроэнергии. Тем не менее, Правительством Казахстана проводится комплекс мероприятий, направленных не только на модернизацию действующих мощностей, но и на создание новых. Так, до 2015 года планируется строительство Карагандинской ТЭЦ-4, Балхашской ТЭЦ, Семипалатинской ТЭЦ-3, ТЭЦ-3 в г. Астана, Кандыгагашской газотурбинной электростанции, а так же завершение строительства второй линии «Север-Юг» и межрегиональной линии электропередач «Северный Казахстан-Актюбинская область».

Предполагается, что общий объем вложений составит около 17,7 млрд. долл., что позволит увеличить выработку электроэнергии в Казахстане до 120 млрд. кВт-ч.

В общей структуре потребителей электроэнергии, доминирующее положение занимают предприятия промышленного сектора. На их долю приходится 72 % энергобаланса страны, далее идут население 11 % и прочие отрасли 17 %. Мы полагаем, что уровень энергопотребления в Казахстане будет неуклонно расти. При этом, наибольший вклад в рост энергопотребления внесут компании промышленного сектора, в частности, предприятия горнодобывающего сектора, на долю которых приходится 57,9 % от объемов промышленного производства. В 2006 прирост объема промышленного производства по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составил 7 %. Мы ожидаем 7,5 % рост промышленного производства в 2007 году и 8,4% в 2008 году.

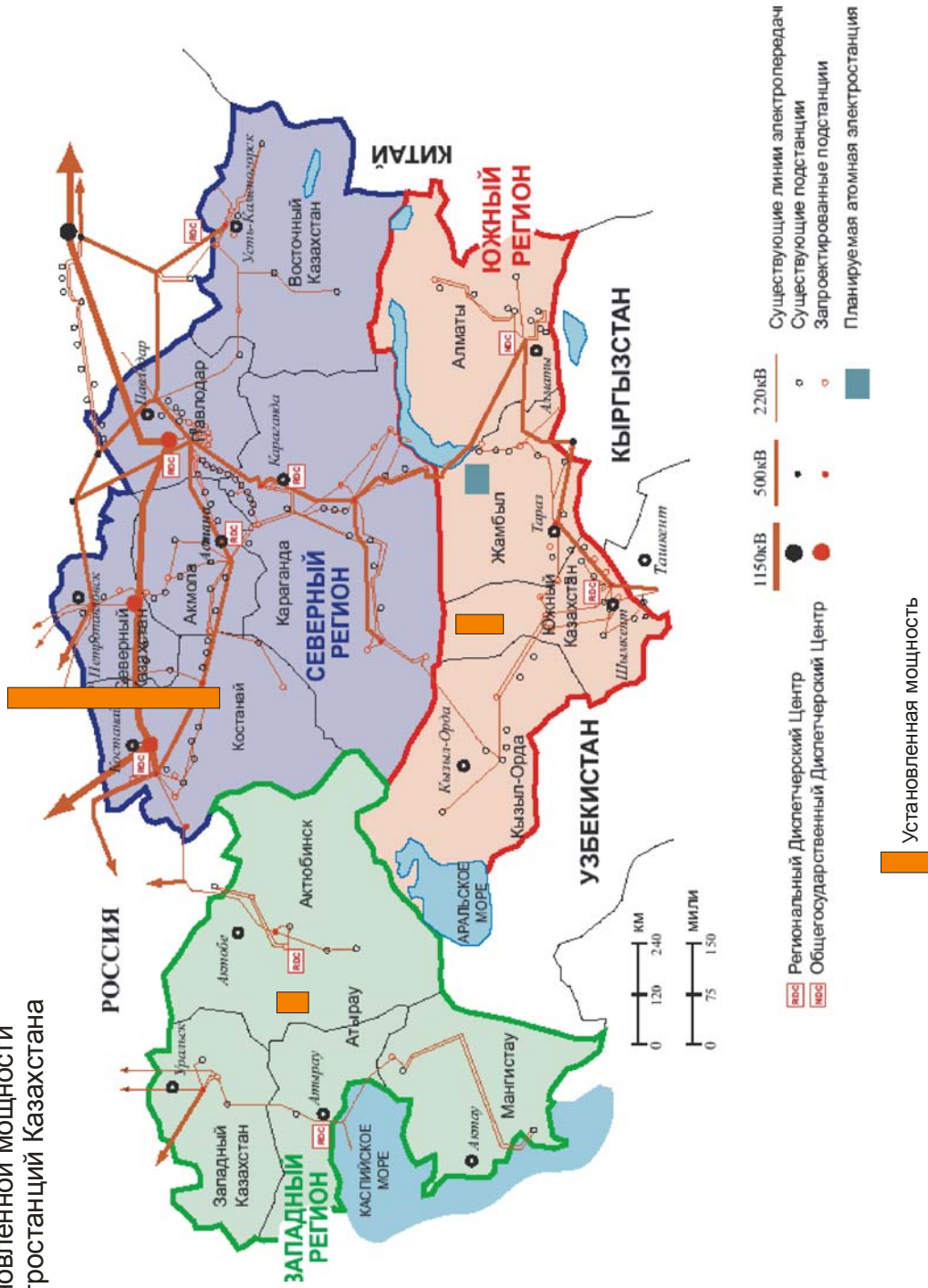
Млрд. кВт-ч	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Электропотребление всего	76	81	86	92	95	98	102	106	110
Промышленность	50	54	58	59	61	64	66	68	68
Сельское хозяйство	5	5	5	4	4	4	4	4	6
Строительство	1	1	1	2	2	2	2	2	2
Транспорт и связь	5	5	5	5	6	6	6	6	6
Сфера услуг	6	6	7	10	11	11	11	12	13
Население	9	9	10	11	12	12	12	13	14
городское	6	6	7	8	8	8	9	9	10
сельское	3	3	3	3	3	4	4	4	4

Динамика потребления и производства электроэнергии, млрд. кВт-ч



Источник: Министерство энергетики и минеральных ресурсов, оценка «Ист Коммерц»

Региональная структура установленной мощности электростанций Казахстана

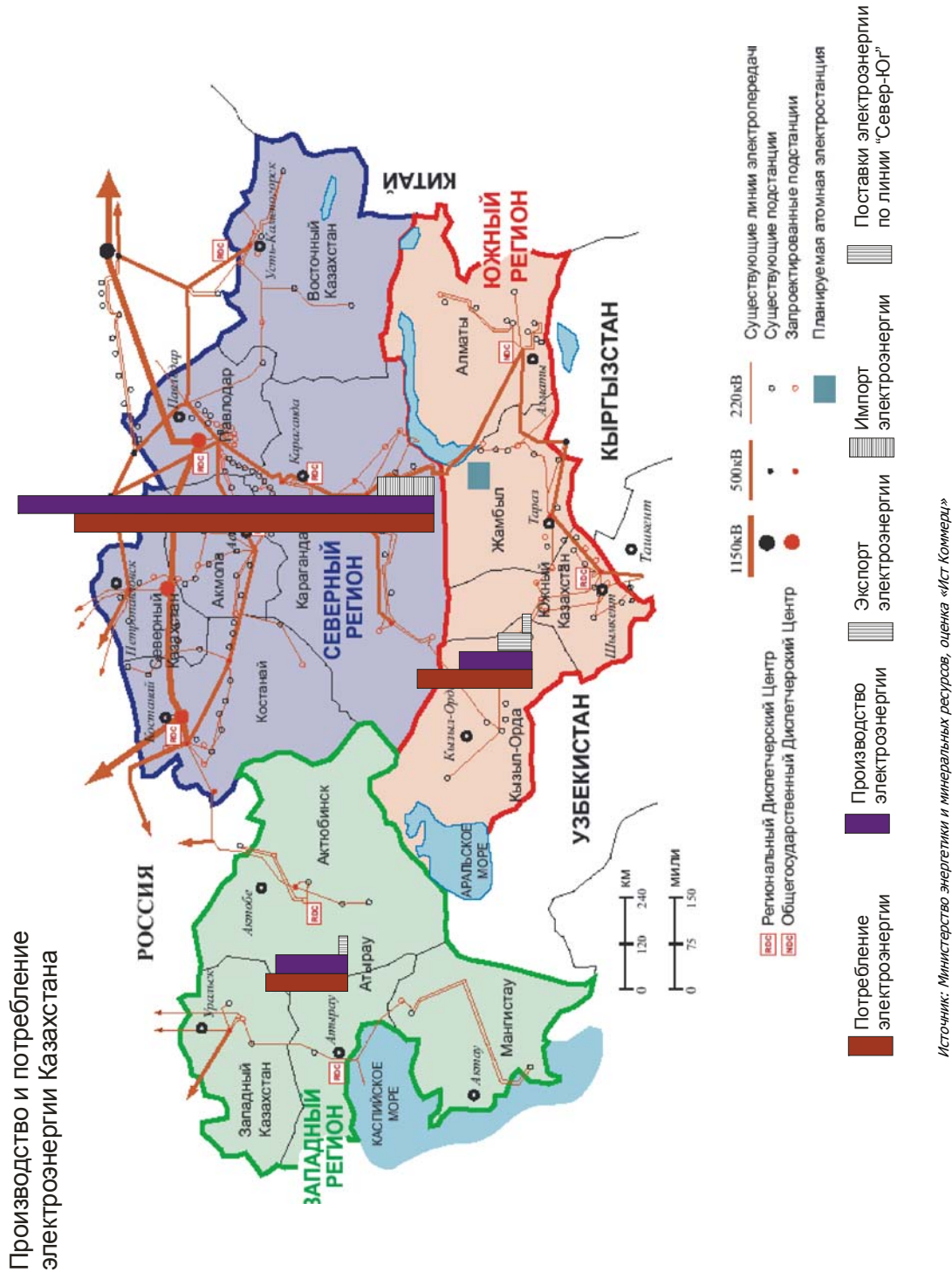


Источник: КEGOC, оценка «Ист Коммерц»

© Ист Коммерц, 2007 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью Ист Коммерц. Каждый аналитик, задействованный в написании данного отчета, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном отчете. Ист Коммерц не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном отчете. Мнение Ист Коммерц может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном отчете.

Информация, представленная в отчете, основана на источниках, которые Ист Коммерц признает надежными, тем не менее, Компания не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода отчета и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Ист Коммерц для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.



© Ист Коммерц, 2007 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью Ист Коммерц. Каждый аналитик, задействованный в написании данного отчета, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном отчете. Ист Коммерц не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном отчете. Мнение Ист Коммерц может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном отчете.

Информация, представленная в отчете, основана на источниках, которые Ист Коммерц признает надежными, тем не менее, Компания не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода отчета и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Ист Коммерц для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Публичные компании на рынке Казахстана. АО Павлодарэнергосервис

О компании

АО Павлодарэнергосервис, образовано 29 января 1998 года. Основным видом деятельности компании является транспортировка и распределение электрической энергии. Данная компания относится к сегменту региональных электросетевых компаний (РЭК).

Структура Уставного капитала

Основным акционером компании является Павлодарэнерго, которому принадлежит 84,81 % уставного капитала, 6,46 % принадлежит НПФ «Коргау», оставшееся 8,7 % распределены среди прочих акционеров и представляют собой максимальный free-float компании.

Основные допущения оценки

За девять месяцев 2007 года объем переданной электроэнергии составил по компании 1 395 Мвт-ч, что на 10,1 % больше, чем за аналогичный период 2006 года. Мы прогнозируем, что по итогам года объем передаваемой энергии составит 1 810 Мвт-ч. По нашим оценкам, среднегодовой рост энергопотребления в Северной зоне составит 3 %. В дальнейшем, опираясь на принципы консерватизма в оценке при прогнозировании выручки компании, мы использовали этот показатель.

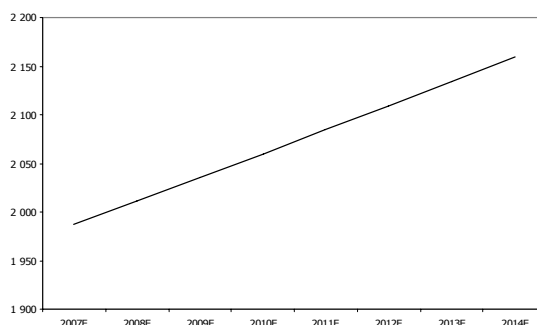
При прогнозировании тарифов, мы отталкивались от официальных прогнозов, озвученных руководством министерства энергетики и минеральных ресурсов, который предполагает 10-12 % рост тарифов. Тем не менее, по нашим оценкам, средний рост тарифов Павлодарэнергосервис составит 11,3 % в 2008 году, 13,1 % в 2009 и 16,9 % в 2010 г. В целом, по нашим оценкам к 2011 году средний тариф Павлодарэнергосервис составит 0,016 долл.

Расходы на электроэнергию и отопление мы прогнозировали исходя из среднетраслевого роста тарифов 10-12 % в год, остальные затраты мы проиндексировали на инфляцию.

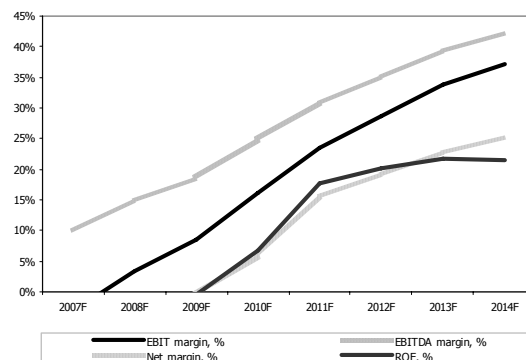
При определении справедливой стоимости акции компании мы использовали DCF-модель. Согласно нашим расчетам, справедливая стоимость одной акции Павлодарэнергосервис составляет 1275 тенге, что предполагает 26,85 % потенциал роста от уровня текущих котировок на Казахстанской фондовой бирже.

DCF-модель и прогнозные показатели отчетности Павлодарэнергосервис представлены ниже.

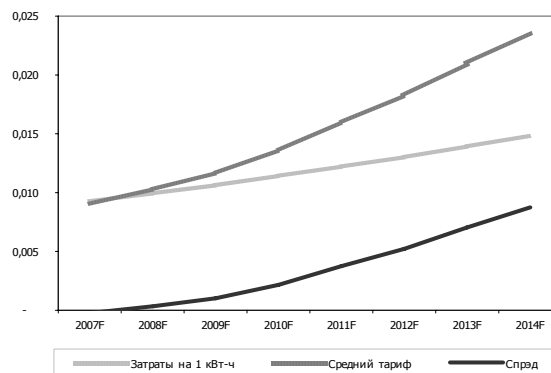
Передача и распределение электроэнергии, МВт-ч



Эффективность бизнеса Павлодарэнергосервис



Динамика среднего тарифа и затрат на 1 кВт-ч, Павлодарэнергосервис



Источник: данные компании, оценка Ист Коммерц

Отчет о прибылях и убытках

Тыс. долл.	2 005	2 006	2007 F	2008 F	2009 F	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
Выручка	11 046	13 908	17 991	21 025	24 239	28 928	34 604	40 391	47 363	54 280
Себестоимость	(11 561)	(15 153)	(16 298)	(17 627)	(19 039)	(20 536)	(22 131)	(23 775)	(25 553)	(27 477)
Валовая прибыль	(515)	(1 245)	1 693	3 398	5 199	8 392	12 473	16 616	21 810	26 803
Коммерческие и управленческие расходы	(1 633)	(1 970)	(2 251)	(2 504)	(2 771)	(3 098)	(3 465)	(3 844)	(4 279)	(4 727)
Операционная прибыль (ЕВИТ)	(2 148)	(3 215)	(557)	894	2 428	5 294	9 008	12 772	17 531	22 076
ЕВИТДА	46	(850)	1 809	3 291	4 857	7 753	11 505	15 315	20 121	24 714
Проценты	(6)	(1 404)	(1 404)	(1 685)	(1 853)	(1 914)	(32)	(25)	(15)	-
Прочее	195	1 242	(180)	(210)	(242)	(289)	(346)	(404)	(474)	(543)
Прибыль до налогообложения	(1 959)	(3 377)	(2 141)	(1 002)	332	3 091	8 630	12 343	17 043	21 533
Чистая прибыль	(1 612)	(2 699)	(2 141)	(1 002)	232	2 163	6 041	8 640	11 930	15 073

Источник: данные компании, оценка Ист Коммерц
Баланс

Тыс. долл.	2 005	2 006	2007 F	2008 F	2009 F	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
Основные средства	25 455	25 475	25 798	26 142	26 469	26 877	27 372	27 874	28 398	28 398
Прочие внеоборотные активы	9	15 821	16 033	16 247	16 450	16 704	17 012	17 324	17 650	17 650
Итого внеоборотные активы	25 464	41 295	41 831	42 389	42 919	43 582	44 384	45 198	46 048	46 048
Запасы	1 224	1 139	1 473	1 721	1 984	2 368	2 833	3 307	3 878	4 444
Дебиторская задолженность	3 735	5 191	6 715	7 848	9 047	10 797	12 916	15 076	17 678	20 260
Денежные средства	1 011	512	662	773	892	1 064	1 273	1 486	2 024	16 379
Прочие оборотные активы	2 894	3 301	4 270	4 990	5 753	6 866	8 213	9 587	11 241	12 883
Итого оборотные активы	8 864	10 143	13 120	15 333	17 676	21 095	25 235	29 455	34 821	53 966
Итого активы	34 329	51 438	54 951	57 722	60 595	64 677	69 619	74 653	80 870	100 014
Капитал	23 899	26 026	23 885	22 883	23 116	25 279	31 320	39 960	51 890	66 963
Долгосрочные займы	3 740	16 220	19 470	21 413	22 117	21 259	16 817	9 803	0	0
Отложенная налоговая задолженность	3 699	3 217	4 162	4 864	5 607	6 692	8 005	9 344	10 956	12 556
Итого долгосрочные пассивы	7 439	19 437	23 632	26 277	27 724	27 950	24 822	19 146	10 956	12 556
Кредиторская задолженность	332	1 351	1 453	1 572	1 697	1 831	1 973	2 120	2 278	2 450
Краткосрочные кредиты	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие обязательства	2 659	4 624	5 981	6 990	8 058	9 617	11 504	13 428	15 745	18 045
Итого краткосрочные пассивы	2 991	5 975	7 434	8 561	9 755	11 448	13 477	15 547	18 024	20 495
Итого пассивы	34 329	51 438	54 951	57 722	60 595	64 677	69 619	74 653	80 870	100 014

Источник: данные компании, оценка Ист Коммерц

Отчет о движении денежных средств

Тыс. долл.	2 005	2 006	2007 F	2008 F	2009 F	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
ЕБИТДА	46	(850)	1 809	3 291	4 857	7 753	11 505	15 315	20 121	24 714
Проценты уплаченные	(6)	(1 404)	(1 404)	(1 685)	(1 853)	(1 914)	(32)	(25)	(15)	-
Прочее	195	1 242	(180)	(210)	(242)	(289)	(346)	(404)	(474)	(543)
Налог на прибыль	347	679	-	-	(100)	(927)	(2 589)	(3 703)	(5 113)	(6 460)
Изменение оборотного капитала	(4 627)	(351)	(1 756)	(1 262)	(1 337)	(2 001)	(2 441)	(2 487)	(3 014)	(2 976)
Изменение прочих оборотных средств	(2 894)	(408)	(969)	(720)	(763)	(1 113)	(1 347)	(1 374)	(1 655)	(1 642)
Движение ДС по операционной деятельности	(6 939)	(1 093)	(2 500)	(587)	562	1 509	4 749	7 322	9 850	13 093
Инвестиции в основные средства	(27 649)	(2 384)	(2 690)	(2 741)	(2 756)	(2 868)	(2 992)	(3 045)	(3 114)	(2 638)
Инвестиции в прочие внеоборотные активы	(9)	(15 812)	(213)	(214)	(203)	(254)	(307)	(312)	(326)	-
Движение ДС по инвестицион. деятельности	(27 658)	(18 196)	(2 902)	(2 955)	(2 959)	(3 122)	(3 299)	(3 357)	(3 440)	(2 638)
Привлечение займов и кредитов	3 740	12 480	3 250	1 943	703	-	-	-	-	-
Выплаты в погашение займов и кредитов	-	-	-	-	-	(858)	(4 442)	(7 014)	(9 803)	-
Изменение капитала	25 511	4 826	(0)	(0)	(0)	-	-	-	-	-
Изменение налоговой задолженности	3 699	(482)	945	702	743	1 085	1 313	1 339	1 613	1 600
Изменение прочих обязательств	2 659	1 965	1 357	1 009	1 068	1 559	1 887	1 924	2 318	2 299
Движение ДС по финансовой деятельности	35 609	18 789	5 552	3 654	2 515	1 785	(1 241)	(3 752)	(5 872)	3 900
Денежный поток	1 011	-500	150	112	118	172	209	213	538	14 354
Денежные средства на начало периода	0	1 011	512	662	773	892	1 064	1 273	1 486	2 024
Денежные средства на конец периода	1 011	512	662	773	892	1 064	1 273	1 486	2 024	16 379

Источник: данные компании, оценка Ист Коммерц

Расчет справедливой стоимости ОАО «Павлодарэнергосервис» (метод DCF)

Тыс. долл.	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	Постпрог. стоимость
ЕБИТДА	3 291	4 857	7 753	11 505	15 315	20 121	24 714	24 714
Изменение оборотного капитала	(1 262)	(1 337)	(2 001)	(2 441)	(2 487)	(3 014)	(2 976)	(2 976)
Налог на прибыль и налоговый щит	(146)	(260)	(1 093)	(2 589)	(3 703)	(5 113)	(6 460)	(6 460)
Инвестиции	(2 955)	(2 959)	(3 122)	(3 299)	(3 357)	(3 440)	(2 638)	(2 638)
Свободный денежный поток (СДП)	(1 073)	301	1 538	3 175	5 767	8 554	12 639	12 639
фактор дисконтирования	1,0	0,90	0,81	0,73	0,65	0,59	0,53	
Дисконтированный СДП (ДСДП)	(1 073)	271	1 244	2 310	3 774	5 035	6 692	
Сумма ДСДП	18 254							
Темп прироста постпрогнозный	5%							
Постпрогнозная стоимость	234 280							
Стоимость бизнеса (EV)	142 290							
Чистый долг, 2007	18 808							
Капитализация (Мсар)	123 482							
Количество обыкновенных акций, тыс. шт.	11 131							
Стоимость 1 обыкновенной акции	11,09							
Текущая стоимость акции	8,75							
Потенциал роста, %	26,85%							

Расчет ставки дисконтирования

САРМ	14,36%
WACC	11,18%
D/(E+D)	38%
ставка процента	8,0%
E/(E+D)	62%

Источник: данные компании, оценка Ист Коммерц

Согласно оценке, проведенной нами в рамках доходного подхода, фундаментальная стоимость одной акции Павлодарэнергосервис составляет на 12 месяцев 8,75 долл. (1 275 тенге), что предполагает 26,85 % потенциал роста к уровню текущих котировок на Казахстанской фондовой бирже. Несмотря на то, что компания существенно переоценена по показателю EV/Отпуск в сеть и EV/S, мы сознательно не использовали в отчете результаты, полученные в рамках сравнительного подхода, поскольку в настоящее время компания является убыточной и ее сравнение с аналогами в этой ситуации не может являться корректным для расчета справедливой цены.

Мы полагаем, что в ближайшее время акции компании будут двигаться по рынку и в краткосрочной перспективе не раскроют свой потенциал по ряду причин, среди которых: низкий уровень финансовой прозрачности, убыточность (за последние два года компания понесла убытки), государственное регулирование тарифообразования, отсутствие широкого круга публичных компаний в отрасли.

В то же время, мы уверены, что текущий уровень цен на бумаги Павлодарэнергосервис определяет нижний порог ее стоимости. Развитие фондового рынка Казахстана и динамика экономического роста страны дают хорошие стимулы для роста капитализации Павлодарэнергосервис в будущем. В связи с этим мы рассматриваем бумагу предприятия как возможность стратегического инвестирования в электроэнергетику Казахстана и рекомендуем инвесторам Покупать акции компании.

Павлодарэнергосервис и российские аналоги

Компания	EV/S		EV/ЕБИТДА		EV/Протаж., тыс. долл./км	EV/Отпуск, тыс. долл./кВт-ч
	2007Е	2008Е	2007Е	2008Е		
Ярэнерго	1,75	1,50	11,99	10,34	9,37	43,75
Ростовэнерго	1,80	1,55	11,88	10,25	5,91	49,53
Вологдаэнерго	1,83	1,58	8,46	7,30	8,46	35,28
Астраханьэнерго	1,04	0,90	5,81	5,01	3,05	18,20
Архэнерго	1,07	0,92	4,27	3,68	4,09	44,94
Колэнерго	1,02	0,88	4,76	4,11	11,29	11,27
Комизэнерго	1,08	0,93	9,46	8,15	8,67	32,59
Новгородэнерго	1,69	1,45	6,68	5,76	5,60	49,46
Псковэнерго	1,82	1,57	9,44	8,14	3,50	100,28
Кировэнерго	1,37	1,18	6,99	6,03	4,38	30,42
Маризэнерго	1,42	1,22	6,71	5,79	5,85	32,64
Мордовэнерго	0,95	0,82	4,49	3,87	6,01	46,31
Пензаэнерго	1,17	1,01	13,65	11,77	5,12	48,20
Пермэнерго	1,66	1,43	10,13	8,74	13,68	38,74
Свердловэнерго	1,29	1,11	21,57	18,59	24,31	21,77
Удмуртэнерго	1,49	1,28	8,44	7,28	6,77	24,10
Челябэнерго	1,19	1,02	7,86	0,14	10,75	20,60
Красноярскэнерго	2,28	1,97	15,46	13,33	13,84	20,89
Омскэнерго	1,84	1,59	6,96	6,00	6,52	36,40
Томская РК	1,43	1,24	11,41	9,84	7,30	26,51
Медиана по России	1,43	1,23	8,45	7,29	6,64	33,96
Павлодарэнергосервис	6,30	5,40	-	-	n/a	56,89

Источник: данные компании, оценка Ист Коммерц

© Ист Коммерц, 2008 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью Ист Коммерц.

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре.

Ист Коммерц не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Ист Коммерц может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Ист Коммерц признает надежными, тем не менее, Компания не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений.

Обзор подготовлен Ист Коммерц для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Ист Кэпитал может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Ист Коммерц также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу.

Адрес : 123317, Москва, Краснопресненская наб., д. 18, Блок Б

Тел.: (495) 644-1122

Факс: (495) 644-4797

Email: research@eastkom.ru

Департамент аналитических исследований

Head of Research

Фетисов Александр
тел.: (495) 644-1122
e-mail: AFetisov@eastcom.ru

Департамент продаж

**Head of Equity Sales/
Domestic Sales**

Пермяков Никита
тел.: (495) 500-8185
моб. +7 (916) 900-1856
e-mail: NPermyakov@eastkom.ru

**Equity Sales Manager/
International Sales**

Ашешов Ник
Тел.: +7(495) 644-1122
e-mail: NAsheshov@eastkom.ru

Департамент управления активами

Дерябин Павел
тел.: (495) 644-1122 доб. 2281
e-mail: PDeryabin@eastkom.ru

Департамент брокерского обслуживания

**Head of Brokerage
Иванов Алексей**
тел.: (495) 644-1122 доб. 2277
e-mail: AIVanov@eastkom.ru

Представительства в России

С-Петербург

197101, г. Санкт-Петербург, ул. Чапаева, дом 15, литер 3, оф. 413, тел.: +7 (812) 332-5085
Petersburg@eastkom.ru

Калининград

236040, г. Калининград, ул. Ленинградская, д.36, тел.: +7 (4012) 369-254
Kaliningrad@eastkom.ru

Ставрополь

355037, г. Ставрополь, ул. Доваторцев, д. 44Д, тел.: +7 (8652) 956-965
Stavropol@eastkom.ru

Кемерово

650025, г. Кемерово, ул.Чкалова, 10, тел.: +7 (3842) 760-542
Kemerovo@eastkom.ru

Липецк

398059, г. Липецк, ул. Первомайская, д.3, оф. 24, тел.: +7 (4742) 745-523
Lipeck@eastkom.ru

Ростов-на-Дону

344006, г. Ростов-на-Дону, ул. Пушкинская, 104/32, офис 81/1, тел.: +7 (863) 219-0088
Rostov@eastkom.ru

Воронеж

394000, г. Воронеж, проспект Революции, 58, оф. 406 (405), тел.: +7 (4732) 552-261
Voronezh@eastkom.ru

Оренбург

460000, г. Оренбург, ул.Краснознаменная,22, офис 801, тел.: +7 (3532) 772-072
Orenburg@eastkom.ru

Уфа

450077, г. Уфа, ул.Пушкина, 85/1, оф.210, тел.: +7 (3472) 923-271
Ufa@eastkom.ru

Чебоксары

428000, г.Чебоксары, ул. Петрова, д.6, оф.305, тел.: +7 (8352) 200-582
Cheboksary@eastkom.ru

Челябинск

454091 г.Челябинск, ул.Кирова ,19 оф.507, тел.: +7 (351) 247-5274
Chelabinsk@eastkom.ru

Владивосток

690001, ул. Абрековская, 8в, оф.1, тел. +7 (4232) 22-36-51
Vladivostok@eastkom.ru

Представительства в Центральной Азии

Узбекистан

700084, г.Ташкент, ул. Амира Тимура, дом 107 Б, тел.: +998 71 1385767
факс: +998 71 1385768

Кыргызстан

720040, г. Бишкек, ул.Логвиненко, д.37 А, тел.: +996 31 2660763
факс: +996 31 2660806