

Название компании	EV/S	P/E	Div. yield, ord. sh.	Div. yield, pref. sh.
Мосэнергосбыт	0,06	5,9	10%	-
Петербургская СК	0,12	6,1	0%	11%
Пермэнергосбыт	0,09	4,9	18%	18%
Свердловэнергосбыт	0,05	4,5	0%	13%
Красноярскэнергосбыт	0,04	2,8	7%	14%
Нижегородская СК	0,15	6,2	16%	17%
Волгоградэнергосбыт	0,07	3,6	13%	16%
Энергосбыт Ростовэнерго	0,04	3,2	0%	13%

Акции энергосбытовых компаний традиционно обделены вниманием участников рынка. Крупные портфельные инвесторы редко включают сбытовые компании в свои портфели. Низкая капитализация и ликвидность, широкие спреды, малая доля акций в свободном обращении и риски делистинга отпугивают инвесторов от приобретения акций сбытовых компаний. Опасения инвесторов вызывает и специфическая особенность сбытового бизнеса - отсутствие существенных материальных активов и вероятность потери рынка сбыта электроэнергии. Мы считаем, что в ряде случаев вышеупомянутые риски компенсируются инвестиционной привлекательностью акций отдельных энергосбытовых компаний.

Фундаментальным драйвером роста рыночной стоимости «сбытов», по нашему мнению, будет быстрое восстановление внутреннего рынка электроэнергии, который определяет масштабы бизнеса и влияет на финансовые результаты компаний сектора.

В нашем исследовании мы использовали метод сравнительного анализа, наибольшее влияние уделяя сравнению мультипликаторов EV/S и P/E. Мультипликатор EV/S оценивает масштабы бизнеса сбытовой компании, в то время как P/E - ее эффективность. Учитывая факт того, что на капитальные расходы направляется незначительная доля прибыли, чистая прибыль сбытовых компаний близка к свободному денежному потоку и определяет дивидендную доходность, которую приносят акции.

Мы считаем, что сбытовые компании, способные генерировать существенные денежные потоки для акционеров, должны иметь более высокую оценку. Среднее значение P/E MICEX Power составляет 24, в то время как коэффициент P/E некоторых сбытовых компаний находится на уровне 4 и ниже.

По итогам исследования мы выделили наиболее перспективные акции энергосбытового сектора, характеризующиеся высокой дивидендной доходностью, привлекательными показателями стоимости и наличием перспектив укрупнения бизнеса.

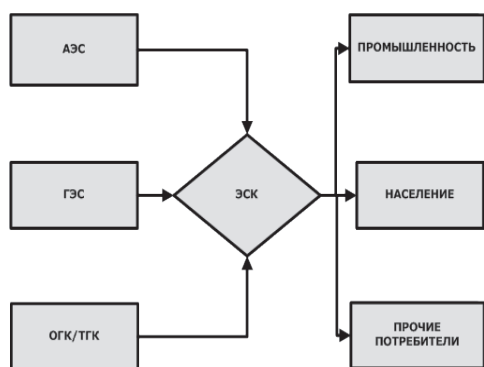


Рис.1. Положение энергосбытовой компании (ЭСК) на рынке электроэнергии

Энергосбытовые компании представляют собой посредников, которые покупают электроэнергию на оптовом рынке и реализуют ее конечному потребителю на розничном рынке. Контролируя денежные потоки всей производственной цепи, сбыт рассчитывается с генераторами за производство электроэнергии, с сетевыми компаниями - за доставку электроэнергии. (Рис.1)

Главные активы сбытовых компаний имеют нематериальный характер. Клиентская база определяет масштаб бизнеса компании. Статус гарантирующего поставщика дает возможность влиять на размер сбытовой надбавки, которая компенсирует операционные расходы и определяет минимальную норму прибыли. Следует отметить, что все представленные на фондовом рынке сбытовые компании, выделенные из АО-энерго, получили статус гарантирующего поставщика, а вместе с ним и обширную клиентскую базу. Начиная с 2011 года статус гарантирующего поставщика будет присваиваться по итогам проведения конкурса, наибольшую вероятность выиграть который имеют крупные высокоэффективные сбытовые компании, которые смогут с наименьшими затратами поставлять электроэнергию своим потребителям.

Чтобы иметь возможность приобретать электроэнергию для потребителей, сбытовая компания должна быть участником оптового рынка электроэнергии и мощности и иметь соответствующий статус. В настоящее время оптовый рынок электроэнергии и мощности состоит из следующих секторов (Рис.2):

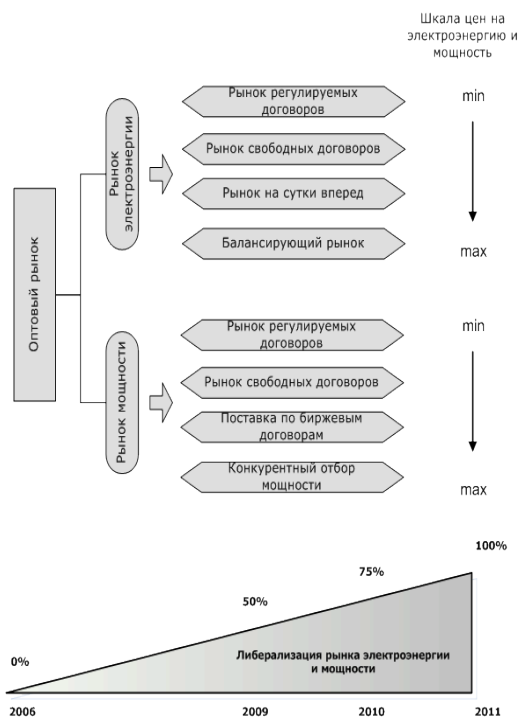


Рис.2. Структура оптового рынка электроэнергии и мощности

- **Рынок регулируемых договоров.** В рамках регулируемого рынка электроэнергия и мощность продается по фиксированным ценам, установленным ФСТ.
- **Рынок свободных договоров.** На рынке свободных двусторонних договоров участники сами определяют контрагентов, цены и объемы поставки электроэнергии и мощности.
- **Рынок на сутки вперед.** Основой рынка на сутки вперед является проводимый Администратором Торговой Сети конкурентный отбор ценовых заявок поставщиков и покупателей за сутки до реальной поставки электроэнергии с определением цен и объемов поставки на каждый час суток.
- **Балансирующий рынок.** Участник рынка покупает электрическую энергию по результатам конкурентного отбора заявок в размере непланового увеличения объема потребления электроэнергии и продает электрическую энергию в размере отклонения, соответствующего снижению объема потребления.
- **Рынок конкурентного отбора мощности.** Компания покупает превышение фактического объема покупки мощности на оптовом рынке над объемом мощности, купленным по регулируемым и свободным договорам. Стоимость мощности напрямую зависит от выполнения обязательств по поддержанию генерирующего оборудования в постоянной готовности к выработке электрической энергии генерирующими компаниями.

В 2007 году на правительственном уровне было принято решение о либерализации оптового и розничного рынка электроэнергии и мощности. Согласно графику либерализации, объемы электрической энергии и мощности, продаваемые по регулируемым договорам, ежегодно уменьшаются на величину от 5 до 15%. А с 1 января 2011 года 100% планового объема потребления электроэнергии потребителями, не относящимися к категории население, будет продаваться по свободным ценам. Цены на электричество для населения будут регулироваться до 2014 года.

Либерализация рынка электроэнергии, на наш взгляд, оказывает позитивное влияние на сбытовой бизнес. Рост либерализации рынка приводит к увеличению объема электроэнергии, приобретаемого по нерегулируемым ценам, большим, чем регулируемые. Транслируя оптовые цены на розничных потребителей, и продавая потребителям больший объем по более высокой цене, увеличивается выручка сбытовой компании.

При правильном планировании отпуска электроэнергии сбытовой компанией нерегулируемый тариф покупки электроэнергии на оптовом рынке оказывается ниже среднего нерегулируемого тарифа продажи на розничном рынке, определяемого Администратором Торговой Сети, что позволяет сбыту получать существенную прибыль.

Помимо либерализации, на прибыльность компаний в поквартальном разрезе существенное влияние оказывает неравномерность распределения цен купли-продажи электроэнергии по регулируемым договорам на ОРЭМ относительно индикативной цены, утвержденной ФСТ. При этом средневзвешенная стоимость покупки электроэнергии и мощности за год равна индикативной цене. К примеру, за 1 квартал 2010 года средняя цена мощности по пакету регулируемых договоров была ниже установленных ФСТ индикативных цен, что объясняет существенное увеличение квартальной прибыли сбытовой компании. В целом по году финансовый результат должен выровняться и прибыль в одном квартале компенсирует полученные убытки в другом квартале. С 2011 года, когда 100% электроэнергии будет продаваться по нерегулируемым ценам, поквартальная неравномерность распределения прибыли должна смениться легкопрогнозируемой сезонностью, присущей компаниям сектора электроэнергетики.

Кроме того, сбытовые компании имеют возможность зарабатывать на сбытовой надбавке, которая рассчитывается на основе необходимой валовой выручки и обеспечивает безубыточность деятельности сбыта. Снижение потребления электроэнергии по сравнению с прогнозными данными дает компаниям возможность получить прибыль от сбытовой надбавки нереализованной электроэнергии и прибыль от реализации невыбранной, но приобретенной в рамках регулируемого сектора электроэнергии на оптовом рынке.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ЭНЕРГОСБЫТОВЫХ КОМПАНИЙ

Инвестирование в акции энергосбытовых компаний позволяет сделать ставку на рост внутреннего потребления электроэнергии по мере восстановления российской экономики, не переплачивая за бумаги сильно подорожавших за последние месяцы ТГК и ОГК.

В процессе анализа в качестве ключевых мы выделили три основных фактора инвестиционной привлекательности акций энергосбытовых компаний:

- **Смена собственников** и укрупнение сбытового бизнеса, в последние годы ставшее основным направлением развития сектора. В ряде случаев смена основного собственника и консолидация им капитала сбытовых компаний подразумевает необходимость выставления оферты миноритарным акционерам и приводит к возникновению потенциальной возможности заработать на предъявлении акций к выкупу.
- **Дивидендная доходность**: благодаря отсутствию необходимости в капитальных вложениях многие энергосбытовые компании подерживают высокий уровень дивидендных выплат, представляющий ценность с точки зрения акционеров.
- **Потенциал развития бизнеса** и роста денежных потоков, которые могут генерировать сбытовые компании. Крупным энергосбытовым компаниям проще работать на рынке: у них большая клиентская база, им проще привлекать кредиты, управлять денежными потоками и диверсифицировать риски. В формировании рекомендаций мы отдавали предпочтение компаниям с наличием перспектив укрупнения бизнеса.

СОБСТВЕННИК КАК КРИТЕРИЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ «СБЫТОВ»

В ходе проведенного анализа мы пришли к выводу, что собственник сбытовой компании оказывает существенное влияние на ее инвестиционную привлекательность. К примеру, некоторые собственники стремятся перенести центр прибыли на свои структуры, ущемляя тем самым интересы миноритариев.

Мы рассматривали крупнейших собственников, информация о которых доступна из открытых источников и сделали следующие выводы, которые по нашему мнению существенно влияют на привлекательность тех или иных сбытовых компаний.

ООО ЭНЕРГОСТРИМ принадлежат:

Белгородская сбытовая компания
Курская энергосбытовая компания
Смоленскэнергосбыт
Брянская сбытовая компания
Бурятэнергосбыт
Ивэнергосбыт
Омскэнергосбыт
Орелэнергосбыт
Пензаэнергосбыт
Томская энергосбытовая компания
Читаэнергосбыт
Тверьэнергосбыт
Энергосбыт

ЭНЕРГОСТРИМ – крупнейший собственник энергосбытовых активов в России. Корпоративная практика Энергострима не говорит в пользу привлекательности ее компаний для миноритарных акционеров. Оферты миноритариям двенадцати сбытовых компаний не выставлялись, и, как мы ожидаем, выставляться не будут. Кроме того, семь из двенадцати сбытовых компаний прошли делистинг на биржах по собственной инициативе, что создает риски делистинга оставшихся пяти компаний. Делистинг выгоден Энергостриму, который, по данным СМИ и близкого к компании источника, планирует довести свою долю в сбытах до 100%. При этом способ консолидации может быть далеко не дружественным для миноритарных акционеров. По данным СМИ, Энергострим планирует провести допэмиссию во всех подконтрольных компаниях и увеличить свою долю до 95%, впоследствии выставив требование о выкупе. По нашим оценкам, для доведения доли основного собственника до 95% необходимо увеличить капитал сбытовых компаний в 4-5 раз. При этом цена размещения не будет высокой из-за большого объема размещаемых акций. Информация о планах допэмиссий не была подтверждена в обществах, и не исключено, что она имела целью оказать давление на котировки акций сбытовых компаний Энергострима и создать возможность для их покупки с рынка по ценам ниже аукционных.

Кольцевая структура владения сбытами и частые сделки по купле-продаже небольших пакетов акций одних сбытовых компаний другими, находящимися под контролем Энергострима, не придают привлекательности акциям, поскольку цели таких операций не очень ясны.

ОАО ТРАНСНЕФТЬСЕРВИС-С принадлежат:

Нижегородская сбытовая компания
Ярославская энергосбытовая компания
Карельская энергосбытовая компания
Воронежэнергосбыт

ТРАНСНЕФТЬСЕРВИС-С изначально создавалась для энергообеспечения магистральных нефтепроводов АК Транснефть. Со временем, реализуя стратегию по консолидации региональных энергосбытовых активов, компания превратилась в крупнейшего независимого энерготрейдера с совокупным объемом отпуска электроэнергии свыше 28 млрд. кВт ч в год.

В ходе аукционов Транснефтьсервис-С последовательно выкупила у РАО ЕЭС России четыре сбытовых компании. Тем не менее, энерготрейдер выставил только одну оферту - по Нижегородской сбытовой компании. Данный факт объясняется тем, что в аукционе по приобретению Ярославского и Воронежского сбытов Транснефтьсервис-С выступала через аффилированные структуры.

Сбытовые компании, принадлежащие Транснефтьсервис-С, характеризуются высоким уровнем дивидендных выплат, на которые направляется до 100% чистой прибыли. Следует отметить, что Ярославская и Воронежская сбытовые компании провели делистинг собственных акций с ММВБ, и теперь их можно приобрести только на внебиржевом рынке. Акции Нижегородской сбытовой компании, находящиеся в свободном обращении, составляют менее 5%, поэтому небольшие по объему сделки приводят к существенному росту или падению котировок.

Мы считаем, что при наличии возможностей Транснефтьсервис-С продолжит покупать сбытовые активы. В подтверждение наших ожиданий в начале 2010 года компанией был приобретен 76%-ный пакет Мариэнергобыта, дивидендная политика которого должна также вскоре измениться.

ЗАО КЭС-ХОЛДИНГ принадлежат:

Свердловэнергобыт
Удмуртская энергосбытовая компания
Оренбургэнергобыт
Коми энергосбытовая компания
Кировэнергобыт

КЭС-ХОЛДИНГ – крупный диверсифицированный холдинг с полезным отпуском электроэнергии, превышающим 60 млрд. кВт•ч в год. В ходе аукционов РАО ЕЭС КЭС-Холдинг приобрел Свердловэнергобыт, Удмуртскую сбытовую компанию, Оренбургэнергобыт, Комиэнергобыт, Кировэнергобыт. Пермэнергобыт был приобретен на паритетных началах с менеджментом. Во всех компаниях, за исключением Пермэнергобыта, была выставлена оферта. При этом менеджмент заявлял, что более щедрое предложение по выкупу акций сбытов миноритарии вряд ли увидят. Спекулятивной идеей здесь мог стать переход на единую акцию активов КЭС-Холдинга, о котором Виктор Вексельберг заявлял в начале года. Однако впоследствии были сделаны заявления о том, что объединение будет касаться только генерирующих компаний.

ОАО КОНЦЕРН РОСЭНЕРГОАТОМ принадлежат:

Энергосбыт Ростовэнерго
Донэнергобыт

КОНЦЕРН РОСЭНЕРГОАТОМ – новый игрок на розничном рынке электроэнергии. Стать стратегическим инвестором на розничном рынке электроэнергии Росэнергоатом вынудила высокая задолженность сбытовых компаний перед концерном. Переход энергосбытовых компаний под управление Росэнергоатома представляется нам выгодным для них вариантом. Сбытовые компании получили возможность реструктурировать кредиторскую задолженность, что должно позитивно сказаться на их финансовых показателях. Также следует отметить, что переход под управление генерирующей компании облегчит доступ «сбытов» к дешевой электроэнергии, позволит заключать более выгодные контракты и зарабатывать дополнительную прибыль на разнице цен покупки и продажи.

ОАО РУСГИДРО принадлежат:

Красноярскэнергобыт
Рязанская энергетическая сбытовая компания
Чувашэнергобыт

РУСГИДРО - крупнейшая российская генерирующая компания, в 2008 году расширившая направления своего бизнеса приобретением энергосбытовых активов. С целью обеспечения эффективности и развития энергосбытового бизнеса была принята стратегия энергосбытовой деятельности, согласно которой РусГидро содействует сбытовым компаниям в увеличении объема продаж электроэнергии. В фокусе деятельности РусГидро находятся также проблемы привлечения финансирования и повышения платежной дисциплины потребителей сбытовых компаний. Кроме того, присутствие генкомпания в качестве мажоритарного акционера дает сбытовой компании возможность более эффективно заключать двусторонние договоры на покупку электроэнергии и генерировать стабильные денежные потоки. Следует отметить, что у сбытовых компаний РусГидро один из самых высоких уровней ликвидности, очищенной от долговой нагрузки в отрасли.

ОАО РОСКОММУНЭНЕРГО принадлежат:

Вологодская сбытовая компания
Хакасэнергобыт
Архэнергобыт

РОСКОММУНЭНЕРГО является небольшой частной компанией, которая принадлежит выходцам из Министерства ЖКХ СССР и бывшим управленцам РАО ЕЭС России. В паритете с правительством Архангельской области компания реализует проект по повышению энергетической эффективности региона под названием «Энергия Белого моря». Планы компании относительно сбытовых активов в других регионах неизвестны.

ОАО РАО ЭС ВОСТОКА принадлежат:

Мосэнергосбыт
 Петербургская сбытовая компания
 Алтайэнергосбыт
 Тамбовская энергосбытовая компания
 Саратовэнерго

РАО ЭС ВОСТОКА - невольный стратег в энергосбытовых активах, доставшихся компании после реорганизации РАО ЕЭС России. Изначально предполагалось, что РАО ЭС Востока в первый же год продаст все «сбыты», но кризис скорректировал планы холдинга, отодвинув их на два года. Недавно Холдинг объявил о том, что осуществит продажу сбытовых активов РусГидро уже в июне текущего года.

ОАО УК РУСЭНЕРГОКАПИТАЛ принадлежит:

Костромская сбытовая компания

УК РУСЭНЕРГОКАПИТАЛ представляет собой диверсифицированный холдинг, оказывающий различный спектр услуг в области ЖКХ. В состав Холдинга входит ОАО Костромская сбытовая компания, ООО Водоканалсервис, ООО Русэнерготехнологии, ООО Энергосервис, ОАО Единый информационный расчетно-кассовый центр. Все компании Русэнергокапитала были созданы на базе Костромской сбытовой компании и впоследствии были выделены в отдельные юридические лица.

В настоящий момент УК Русэнергокапитал ищет иностранного партнера, который бы помог Холдингу получить доступ к новейшим технологиям, повышающим эффективность энергосервисного бизнеса.

РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ОТДЕЛЬНЫМ ЭНЕРГОСБЫТОВЫМ КОМПАНИЯМ

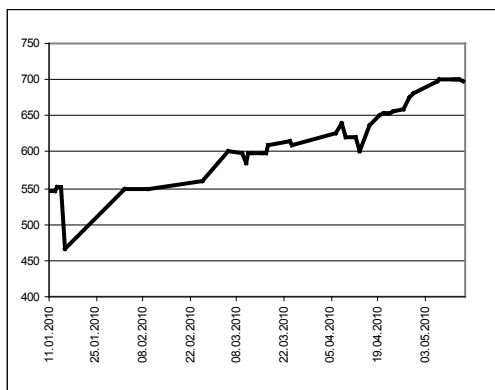


График котировок обыкновенных акций ОАО «Нижегородская сбытовая компания»

Free float ord.sh.: 3,9%
 Free float pref.sh.: 24%

НИЖЕГОРОДСКАЯ СБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ

Крупнейший поставщик электроэнергии в Нижегородской области. Компания характеризуется небольшой долей акций в свободном обращении, низким коэффициентом P/E, а также щедрой дивидендной политикой – до 100% прибыли распределяется в виде дивидендов. Контролирующий акционер сбытовой компании – Транснефтьсервис – С – находится в дружественных отношениях с Администрацией Нижегородской области, что позволяет создавать благоприятные условия для деятельности сбытовой компании.

Финансовые показатели ОАО «Нижегородская сбытовая компания», \$ тыс.

	2009	2010 F	Change
Sales	613 997	714 490	16%
Earnings	36 186	18 519	-49%
P/E	3,2	6,2	
EPS, \$	7,3	3,7	
Dividend per ordinary share, \$	7,26	3,72	
Dividend per preferred share, \$	7,26	3,72	
Dividend yield, ordinary share, %	31%	16%	
Dividend yield, preferred share, %	33%	17%	

Источник: Данные компании, прогнозы ИК ЛМС

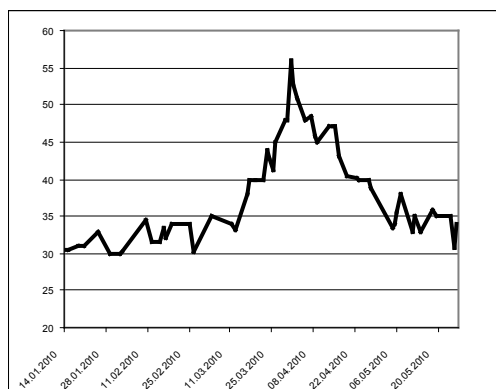


График котировок обыкновенных акций ОАО «Пермэнергосбыт»

Free float ord.sh.: 11,98%
Free float pref.sh.: 39%

ПЕРМЭНЕРГОСБЫТ

Крупный гарантирующий поставщик электроэнергии в Пермской области с ежегодным отпуском в 13 млрд. кВт•ч. В 2009 году Пермэнергосбыт увеличил объем отпускаемой электроэнергии за счет приобретения ЗАО КЭС-Мультиэнергетика. Увеличение полезного отпуска в 2010 году обусловлено привлечением новых клиентов (крупных пермских производителей, объем потребления электроэнергии которых стабилен и легко прогнозируем) и благоприятно отразится на прибыльности компании. Новыми контрагентами сбытовой компании стали Метафракс, Энергосбыт ПМК (обслуживает потребителей площадки Пермских моторов), Чайковская текстильная компания, Пермский свиноплекс и другие.

Компанией на паритетных началах владеют КЭС-Холдинг и экс-гендиректор ОГК-4 Андрей Киташев. Большой опыт менеджмента в отрасли позволяет эффективно управлять сбытовой компанией и генерировать высокую прибыль для акционеров. Ежегодно на дивиденды по обыкновенным и привилегированным акциям направляется от 80% до 100% чистой прибыли.

Финансовые показатели ОАО «Пермэнергосбыт», \$ тыс.

	2009	2010 F	Change
Sales	827 459	885 136	7%
Earnings	7 997	10 753	34%
P/E	6,6	4,9	
EPS, \$	0,16	0,23	
Dividend per ordinary share, \$	0,19	0,20	
Dividend per preferred share, \$	0,19	0,20	
Dividend yield, ordinary share, %	17%	18%	
Dividend yield, preferred share, %	17%	18%	

Источник: Данные компании, прогнозы ИК ЛМС

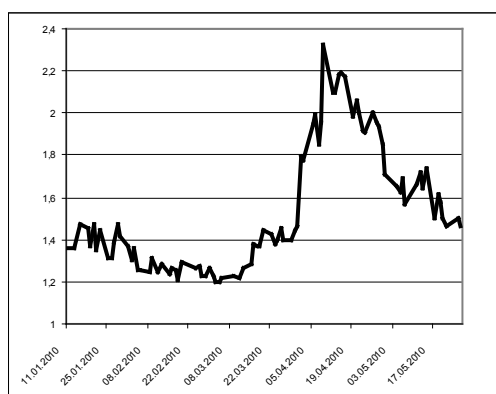


График котировок обыкновенных акций ОАО «Свердловэнергосбыт»

Free float ord.sh.: 10,09%
Free float pref.sh.: 97%

СВЕРДЛОВЭНЕРГОСБЫТ

Крупнейшая энергоснабжающая организация Свердловской области, контролирующая около 55,4% регионального рынка электроэнергии. Клиентами сбытовой компании являются крупнейшие металлургические и машиностроительные предприятия России. Инвестируя в акции этой энергосбытовой компании, можно сделать ставку на ускоренное восстановление спроса на электроэнергию со стороны промышленности региона. Кроме того, по показателю P/E Свердловэнергосбыт является одной из самых дешевых компаний сектора.

Финансовые показатели ОАО «Свердловэнергосбыт», \$ тыс.

	2009	2010 F	Change
Выручка	1 094 903	1 219 186	11%
Прибыль	6 174	7 000	13%
P/E	5,1	4,5	
EPS, \$	0,012	0,012	
Dividend per ordinary share, \$	0,000	0,000	
Dividend per preferred share, \$	0,000	0,004	
Dividend yield, ordinary share, %	0%	0%	
Dividend yield, preferred share, %	0%	8%	

Источник: Данные компании, прогнозы ИК ЛМС

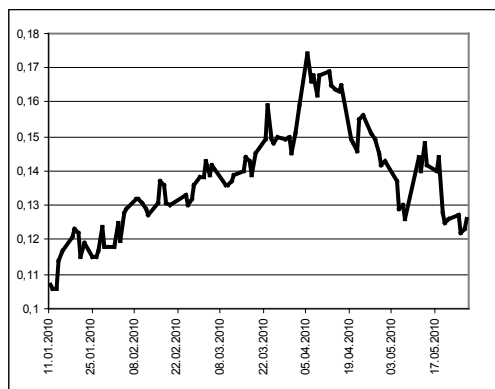


График котировок обыкновенных акций ОАО «Энергосбыт Ростовэнерго»

Free float ord.sh.: 10,6%
Free float pref.sh.: 22,8%

ЭНЕРГОСБЫТ РОСТОВЭНЕРГО

Является одной из крупнейших энергосбытовых компаний на Юге России: объем полезного отпуска электроэнергии превышает 6 млрд. кВт.ч. в год. Осенью 2009 года энергосбыт перешел под управление Концерна Росэнергоатом вследствие роста объемов кредиторской задолженности перед генератором. По окончании двух лет Росэнергоатом получит контрольный пакет акций сбытовой компании, что может привести к возникновению обязательства сделать предложение миноритариям. Как ожидается, оценка компании будет соответствовать уровню долга сбыта перед Росэнергоатомом за девять месяцев 2009 года. Исходя из этого предположения, вся компания оценивается в 658 млн. руб., а стоимость одной голосующей акции в 0,42 руб. – в 3 раза выше рыночной стоимости на ММВБ. Кроме того, следует отметить синергетический эффект от перехода под руководство генератора, что позволит заключать более выгодные свободные договора на покупку электроэнергии и мощности и повысить рентабельность сбытовой деятельности компании.

Финансовые показатели ОАО «Энергосбыт Ростовэнерго», \$ тыс.

	2009	2010 F	Change
Sales	460 556	437 064	-5%
Earnings	4 898	5 180	6%
P/E	3,4	3,2	
EPS, \$	0,0014	0,0015	
Dividend per ordinary share, \$	0,00	0,00	
Dividend per preferred share, \$	0,0005	0,0006	
Dividend yield, ordinary share, %	0%	0%	
Dividend yield, preferred share, %	12%	13%	

Источник: Данные компании, прогнозы ИК ЛМС

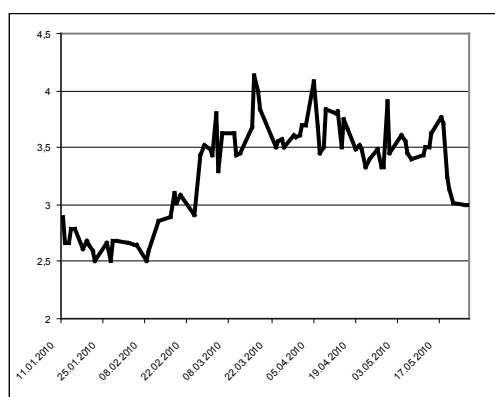


График котировок обыкновенных акций ОАО «Красноярскэнерго»

Free float ord.sh.: 5,3%
Free float pref.sh.: 21%

КРАСНОЯРСКЭНЕРГОСБЫТ

Одна из крупнейших российских сбытовых компаний. Потеря РусАла – крупного потребителя электроэнергии в регионе – привела к снижению полезного отпуска на 42%, что, однако, не сказалось на эффективности компании. С приходом РусГидро генерируемая компанией прибылькратно выросла. Мы ожидаем, что в последующие годы чистая прибыль компании будет ежегодно составлять не менее 700 млн. руб. Высокий уровень чистого кэша позволяет осуществлять необходимые капитальные инвестиции из фонда накопления и распределять 30-40% прибыли на дивиденды.

Финансовые показатели ОАО «Красноярскэнерго», \$ тыс.

	2009	2010 F	Change
Sales	535 286	735 660	37%
Earnings	20 930	27 159	30%
P/E	3,7	2,8	
EPS, \$	0,032	0,042	
Dividend per ordinary share, \$	0,006	0,007	
Dividend per preferred share, \$	0,011	0,014	
Dividend yield, ordinary share, %	6%	7%	
Dividend yield, preferred share, %	11%	14%	

Источник: Данные компании, прогнозы ИК ЛМС

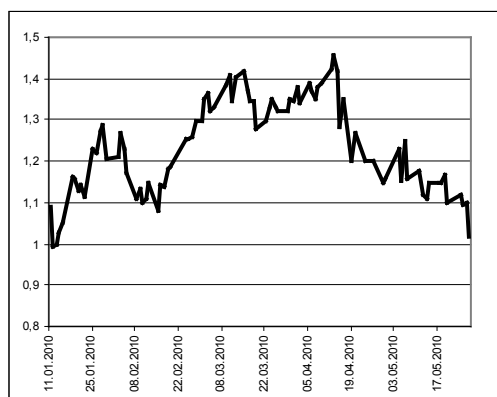


График котировок обыкновенных акций ОАО «Волгоградэнергобыт»

Free float ord.sh.: 9,15%
Free float pref.sh.: 33%

ВОЛГОГРАДЭНЕРГОСБЫТ

Гарантирующий поставщик электроэнергии в Волгоградской области, имеет стратегическое значение для НК ЛУКОЙЛ. Мы ожидаем, что в процессе создания электроэнергетического комплекса на базе ТГК-8 ЛУКОЙЛ может сделать хорошее предложение миноритариям Волгоградэнергобыта, подобно оферте, ранее предъявленной акционерам Астраханской сбытовой компании.

В ходе продажи активов РАО ЕЭС России ЛУКОЙЛ приобрел доли в ТГК-8, Астраханской и Волгоградской энергобытовых компаниях. Нефтяная компания заинтересована в развитии электроэнергетического направления, что продиктовано потребностями мощностей компании по нефтепереработке. На сегодняшний день генерирующие активы, принадлежащие Лукойлу в Волгоградской области, работают с загрузкой от 30 до 60%. Программа модернизации, которая была принята в прошлом году, позволит довести этот показатель до 80%, что значительно увеличит выработку генерации. В связи с этим возникнет задача сбыта дополнительной электроэнергии и тепла. Мы считаем, что ЛУКОЙЛ, которому сейчас через ТД Энергосервис принадлежит 29,5% голосующих акций в Волгоградэнергобыте, может увеличить свою долю до 59,6%, выкупив акции у ООО Химпромторг, которое, не имеет прямой аффилированности с ЛУКОЙЛом, но, по данным СМИ, на аукционах РАО действовало в интересах нефтяной компании. В этом случае ЛУКОЙЛу будет необходимо выставить предложение миноритариям по цене не ниже оценки РАО ЕЭС, которая составляет 2,96 руб. на обыкновенную акцию. Принимая во внимание политику ЛУКОЙЛа превращать выкупаемые общества в ООО, мы не исключаем, что выкуп коснется не только обыкновенных, но и привилегированных акций. Текущие котировки обыкновенных акций в 2,5 раза ниже цены выкупа, привилегированных – в 3 раза.

Финансовые показатели ОАО «Волгоградэнергобыт», \$ тыс.

	2009	2010 F	Change
Sales	484 153	575 536	19%
Earnings	2 430	3 214	32%
P/E	4,8	3,6	
EPS, \$	0,008	0,010	
Dividend per ordinary share, \$	0,004	0,005	
Dividend yield, ordinary share, %	9%	13%	

Источник: Данные компании, прогнозы ИК ЛМС

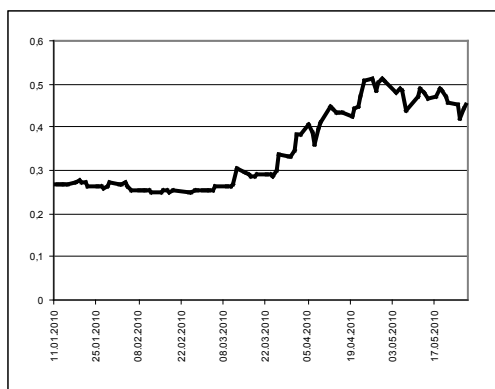


График котировок обыкновенных акций
ОАО «Мосэнергосбыт»

Free float ord.sh.: 12%

МОСЭНЕРГОСБЫТ

Крупнейшая энергосбытовая компания страны, реализующая 8,2% вырабатываемой в России электрической энергии. На рынке электроэнергии Москвы и Московской области доля сбытовой компании составляет 91%.

Московский регион – один из наиболее динамично развивающихся в стране, и мы считаем, что компания имеет большие перспективы для дальнейшего укрепления своих позиций в регионе.

В 2010 году была обнародована новая стратегия компании, согласно которой к 2014 году объем отпускаемой электроэнергии вырастет на 21%. Увеличение объемов реализации будет достигнуто в основном за счет приобретения подмосковных сбытовых компаний. Мосэнергосбыт может позволить себе такие приобретения, поскольку очищенная от долговой нагрузки ликвидность на счетах компании, включая краткосрочные финансовые вложения, по итогам первых трех месяцев 2010 года составляет \$49 млн.

Сбытовая компания также заявляла о том, что намерена работать не только в Москве и Подмоскowie, но и в других регионах России. Мы видим возможности расширения зоны деятельности «сбыта» не только путем приобретений, но и путем участия в конкурсах на статус гарантирующего поставщика в близлежащих регионах, которые перенесены на 2011 год.

Следует отметить, что Мосэнергосбыт станет первой энергосбытовой компанией, которая отчитается по международным стандартам. Это может произойти в 2010 или 2011 году. Отчетность по МСФО улучшит результаты компании благодаря консолидации финансовых показателей подмосковных сбытов.

Мы не исключаем, что благодаря экспансии в Московскую область компания сможет превысить прогноз по чистой прибыли, который озвучил генеральный директор Петр Синютин в преддверии одобрения бизнес-плана на 2010 год. Менеджмент сбытовой компании планирует получить в текущем году прибыль не меньше, чем в 2009 году, т.е. не менее 1,3 млрд. руб. Мы считаем, что чистая прибыль может достигнуть 1,8 - 2 млрд. рублей.

Финансовые показатели ОАО «Мосэнергосбыт», \$ тыс.

	2009	2010 F	Change
Sales	5 111 900	6 153 680	20%
Earnings	40 254	69 576	73%
P/E	10	5,9	
EPS, \$	0,0014	0,0025	
Dividend per ordinary share, \$	0,0009	0,0015	
Dividend yield, ordinary share, %	6%	10%	

Источник: Данные компании, прогнозы ИК ЛМС

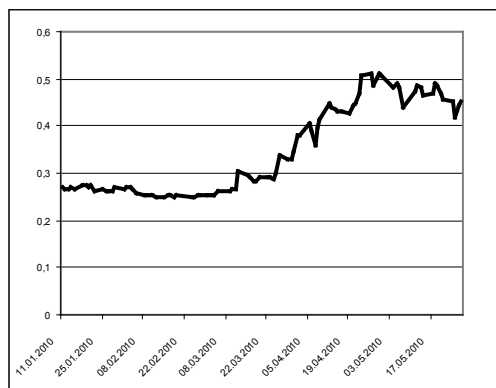


График котировок обыкновенных акций ОАО «Петербургская сбытовая компания»

Free float ord.sh.: 2,94%
Free float pref.sh.: 34%

ПЕТЕРБУРГСКАЯ СБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ

Является гарантирующим поставщиком на территории Санкт-Петербурга и Ленинградской области, входит в пятерку крупнейших сбытовых компаний России по объемам отпуска электроэнергии. Реализует 2,5% вырабатываемой в России электрической энергии. В конце 2009 года ПСК приобрела 80% ООО Энергия Холдинг, которое является гарантирующим поставщиком второго уровня и обслуживает Колпинский, Курортный, Петродворцовый и Пушкинский районы города. Данная сделка позволила Петербургской сбытовой компании увеличить долю на рынке электроэнергии Петербурга с 60% до 71%, отпуск полезной энергии на 2 557 млн. кВт•ч и выручку примерно на 12,7%. Энергия Холдинг покупалась исходя из оценки 1000 кВт•ч полезного отпуска электроэнергии на уровне \$16,6. Сейчас 1000 кВт•ч Петербургской сбытовой компании стоит \$7, что предполагает двукратный потенциал роста стоимости компании к оценке, из которой осуществлялась сделка по приобретению Энергия Холдинг.

Финансовые показатели ОАО «Петербургская сбытовая компания»,

	2009	2010 F	Change
Sales	1 329 817	1 708 384	28%
Earnings	25 198	28 872	15%
P/E	7	6,1	
EPS, \$	0,030	0,034	
Dividend per ordinary share, \$	0	0	
Dividend per preferred share, \$	0,019	0,022	
Dividend yield, ordinary share, %	0%	0%	
Dividend yield, preferred share, %	9%	11%	

Источник: Данные компании, прогнозы ИК ЛМС

Петербургская и Московская сбытовые компании также представляют интерес в связи с решением РусГидро расширить сбытовое направление бизнеса. Совет директоров генерирующей компании 2 апреля одобрил намерение по приобретению 50,9% Мосэнергосбыта, 49% Петербургской сбытовой компании, 49,01% Тамбовской энергосбытовой компании, 100% Алтайэнергосбыта, 48,36% Саратовэнергосбыта, 100% Объединенной энергосбытовой компании, которые сейчас принадлежат РАО ЭС Востока. По данным генкомпани, oferta миноритариям четырех сбытов может быть выставлена уже в середине июня. Цена oferty, по словам представителя РусГидро, будет либо договорная, либо средневзвешенная на рынке за последние 6 месяцев. Недавно стало известно, что Ленэнерго собирается продать 12,5% уставного капитала Петербургской сбытовой компании РусГидро за 486 млн. руб., что соответствует стоимости акций компании по состоянию на конец первого квартала, выше средневзвешенной цены за последние 6 месяцев, но, тем не менее, ниже текущих рыночных котировок. Предполагая, что остальные компании могут оцениваться аналогичным образом, стоимость продаваемых пакетов четырех «сбытов» может составить 7,4 млрд. руб.

Оценку сбытов выше 7 млрд. руб. подтверждают и данные РАО ЭС Востока об увеличении инвестиционной программы по сравнению с утвержденным в марте вариантом до 18,97 млрд. руб. (+4,8 млрд. руб.). При этом собственная инвестиционная программа РАО ЭС Востока без учета дочерних зависимых обществ увеличена до 7,7 млрд. руб., источниками финансирования которой станет амортизация (33,5 млн. руб.), дивиденды (5,69 млн. руб.), оставшиеся 7,7 млрд. будут покрываться за счет продажи сбытовых активов.

Предполагаемая цена оферты миноритариям сбытов, руб.

	Средне- взвешенная цена АО за последние 6 мес., руб.	Цена АО на конец I кв. 2010г, руб.	Стоимость пакетов по средне- взвешенной цене, руб.	Стоимость пакетов по цене на 31.03.2010г, руб.
Мосэнергосбыт	0,29	0,35	4 169 958 140	5 032 708 100
Петербургская сбытовая компания	4,8	4,6	2 110 597 094	2 022 655 549
Тамбовская сбытовая компания	0,13	0,18	111 118 700	153 856 661
Саратовэнерго	0,06	0,08	197 416 255	237 532 927
Сумма сделки			6 589 090 189	7 446 753 237

Источник: Данные ММВБ, прогнозы ИК ЛМС

Несмотря на низкую оценку сбытов, продиктованную обширными инвест-программами как РусГидро, так и РАО ЭС Востока, мы считаем смену собственника позитивным моментом. После завершения процесса вхождения сбытовых активов в РусГидро будут предприняты действия по выводу сбытовых компаний на новый уровень взаимоотношений с потребителями и подготовке к реальным рыночным условиям в связи с тем, что регулирование сбытовой деятельности в скором времени будет прекращено, а гарантирующим поставщиком станет компания, победившая в конкурсе. В этом плане сбытовые компании, оказавшиеся «под крылом» РусГидро, получают конкурентное преимущество и хорошие перспективы развития.

Следует отметить, что после приобретения сбытовых компаний РусГидро планирует обменять акции московского и петербургского сбыта на гидрогенерирующие активы Интер РАО. Предполагается, что пакеты акций «сбытов» будут внесены в оплату дополнительной эмиссии Интер РАО, которая пройдет в IV квартале 2010 года - I квартале 2011 года. Одновременно другие участники допэмиссии Интер РАО внесут принадлежащие им акции оставшихся после разделения РАО ЭЭС России компаний. Для целей оплаты дополнительных акции Интер РАО будет проведена новая оценка активов, к которой будет привлечен консорциум независимых оценщиков - как российских, так и западных. Мы ожидаем, что новая оценка будет отличаться от оценки, сделанной для целей приобретения «сбытов» у РАО ЭС Востока, и будет отражать фундаментальную стоимость акций, поскольку будет преследовать совершенно иные цели. Варианты обмена активов между РусГидро и Интер РАО будут обсуждаться уже после завершения дополнительной эмиссии акций и получения Интер РАО прав собственности по внесенным в уставной капитал активам. Скорее всего, РусГидро получит гидрогенерацию Интер РАО в обмен на собственные акции.

Мы предполагаем, что ИнтерРАО станет не последним владельцем сбытов, а лишь промежуточным звеном в схеме обмена активами между госкомпаниями. На наш взгляд Мосэнергосбыт может достаться Газпрому, который владеет генерацией в московском регионе, а петербургская сбытовая компания – Концерну Росэнергоатом.

Итоговая таблица с финансовыми показателями сбытовых компаний, 000 \$

(из таблицы исключены сбыты, прошедшие делистинг)

Название компании	Тикер	Sales, 000 \$		Earnings, 000 \$		EV/S	P/E	Mcap, 000 \$	Net debt, 000 \$
		2009	2010 П	2009	2010 П	2010 П			
Астраханская ЭСК	ASSB	161 078	218 142	273	534	0,10	35,63	19 017	3 434
Бурятэнергосбыт	BUSB	175 255	215 038	375	766	0,06	10,05	7 701	5 466
Владимирская ЭСК	VDSB	265 555	327 666	3 402	3 412	0,04	3,89	13 282	196
Волгоградэнергосбыт	VGSB	484 153	575 536	2 430	3 214	0,07	3,63	11 664	29 230
Вологодская СК	VOSB	426 711	398 522	2 273	195	0,10	49,57	9 647	29 187
Калужская СК	KLSB	261 453	279 634	3 227	2 791	0,25	16,48	46 004	25 013
Кировэнергосбыт	KISB	296 126	341 622	148	119	0,02	82,19	9 782	-2 470
Колэнергосбыт	KOSB	285 828	398 557	252	1 000	0,01	20,47	20 473	-17 063
Костромская СК	KTSB	136 468	187 553	154	404	0,12	23,15	9 352	12 877
Красноярскэнергосбыт	KRSB	535 286	735 660	20 930	27 159	0,04	2,82	76 478	-49 130
Кубаньэнергосбыт	KBSB	689 843	931 288	-10 406	-	0,06	-	20 899	33 697
Кузбассэнергосбыт	KZSB	488 370	555 765	8 292	7 364	0,15	13,17	96 986	-11 257
Мосэнергосбыт	MSSB	5 111 900	6 153 680	40 254	69 576	0,06	5,86	407 391	-49 236
Нижегородская СК	NNSB	613 997	714 490	36 186	18 519	0,15	6,16	114 030	-4 086
Омскэнергосбыт	OMSB	324 675	407 127	955	712	0,04	11,34	8 068	6 429
Пермэнергосбыт	PMSB	827 459	885 136	7 997	10 753	0,09	4,90	52 645	28 291
Петербургская СК	PBSB	1 329 817	1 708 384	25 198	28 872	0,12	6,15	177 561	29 511
Рязанская ЭСК	RZSB	248 235	296 334	7 777	7 730	0,01	2,83	21 859	-20 024
Самараэнерго	SAGO	878 300	1 113 684	-33 704	1 124	0,07	37,47	42 103	34 311
Саратовэнерго	SARE	378 119	465 419	-5 285	3 120	0,07	4,52	14 104	17 611
Свердловэнергосбыт	SVSB	1 094 903	1 219 186	6 174	6 193	0,05	5,05	31 296	24 021
Ставропольэнергосбыт	STSB	271 874	354 554	744	1 536	0,05	18,63	28 608	-10 928
Тамбовская ЭСК	TASB	81 838	89 539	512	476	0,04	16,20	7 708	-3 787
Томская ЭСК	TOSB	301 321	318 597	336	164	-0,02	47,59	7 804	-15 496
Тульская СК	TLSB	383 612	372 126	1 845	5 460	0,35	7,08	38 654	91 670
Удмуртская ЭСК	UDSB	281 742	423 950	980	1 279	0,05	8,46	10 822	11 188
Челябэнергосбыт	CLSB	890 848	828 488	1 116	2 487	-0,00	13,39	33 301	-36 809
Энергосбыт	NGSB	301 321	340 361	159	48	0,02	33,77	6 477	-438
Энергосбыт Ростовэнерго	RTSB	460 556	397 331	4 898	5 180	0,04	3,18	16 479	-2 166

Контакты**Руководители Компании**

Генеральный директор	Ильин Анатолий Юрьевич	8 812 329 19 99
Председатель Совета директоров	Казачков Кирилл Викторович	8 812 329 19 99

Департамент активных операций

Управляющий директор	Клещёв Александр Игоревич	8 812 329 10 15 8 812 329 19 99
Заместитель управляющего директора	Дёмин Денис Николаевич	8 812 329 19 99
Аналитический отдел	Кумановский Дмитрий Владимирович Клещёва Дарья Владимировна Мушка Ирина Васильевна Марков Дмитрий Сергеевич	8 812 329 19 99
Отдел торговых операций	Анастасов Антон Ярославович Портянкин Владимир Александрович	8 812 329 19 85 8 812 329 10 41

Отдел клиентского сервиса

Руководитель отдела	Ливанова Елена Николаевна	8 812 329 19 98
Покупка акций у физических лиц, брокерское обслуживание	Судакова Александра Андреевна	8 812 329 19 98

Настоящий аналитический обзор подготовлен специалистами ЗАО ИК Ленмонтажстрой и содержит информацию и выводы, основанные на источниках, которые мы рассматриваем как в целом надежные. Однако мы не можем гарантировать абсолютной полноты и достоверности такой информации. Содержащиеся в настоящем обзоре выводы отражают мнения специалистов ЗАО ИК Ленмонтажстрой и не являются рекомендацией по приобретению или продаже каких-либо ценных бумаг, других инструментов или производных на какой-либо из них. При принятии решений в отношении инвестиций инвесторам следует исходить из собственных инвестиционных целей, стратегий и финансовых возможностей и учитывать, что стоимость инвестиций может изменяться как в большую, так и в меньшую сторону. Мы не берем на себя обязательств по регулярному обновлению информации о ценных бумагах и эмитентах, упомянутых в настоящем обзоре. Дополнительная информация об упомянутых в настоящем обзоре ценных бумагах и эмитентах может быть получена от ЗАО ИК Ленмонтажстрой по запросу. Не допускается воспроизведение или копирование содержания этого обзора без предварительного письменного согласия ЗАО ИК Ленмонтажстрой.