



**Аналитик: Екатерина Трипотень**  
tripoten@sovlink.ru

**Аналитик: Александр Чесноков**  
chesnokov@sovlink.ru

**Sector research**

**Рекомендация:  
Покупать**

## Требуйте сбытовой надбавки после либерализации рынка!

<b>Красноярскэнергосбыт</b>		<b>KRSB</b>	
Shares Ords '000	596 040	Shares Pref '000	168 993
target price, rub	3,59	target price, rub	3,43
Upside	35%	Upside	23%
<b>Свердловэнергосбыт</b>		<b>SVSB</b>	
Shares Ords '000	523 038	Shares Pref '000	174 346
target price, rub	2,11	target price, rub	0,93
Upside	60%	Upside	52%
<b>Самараэнерго</b>		<b>SAGO</b>	
Shares Ords '000	3 538 929	Shares Pref '000	521 993
target price, rub	0,01	target price, rub	0,02
Upside	79%	Upside	93%
<b>Вологодская сбытовая компания</b>		<b>VOSB</b>	
Shares Ords '000	20 335	Shares Pref '000	-
target price, rub	45,82	target price, rub	-
Upside	190%	Upside	-
<b>Белгородская сбытовая компания</b>		<b>BLSB</b>	
Shares Ords '000	887	Shares Pref '000	295
target price, \$	18,93	target price, \$	14,16
Upside	137%	Upside	127%
<b>Кировэнергосбыт</b>		<b>KISB</b>	
Shares Ords '000	2 148 390	Shares Pref '000	703 995
target price, rub	0,23	target price, rub	0,13
Upside	79%	Upside	73%
<b>Томская энергосбытовая компания</b>		<b>TOSB</b>	
Shares Ords '000	3 819 316	Shares Pref '000	576 693
target price, \$	0,17	target price, \$	0,19
Upside	164%	Upside	185%
<b>Омскэнергосбыт</b>		<b>OMSB</b>	
Shares Ords '000	3 519	Shares Pref '000	818
target price, rub	142,27	target price, rub	203,25
Upside	90%	Upside	154%
<b>Коми энергосбытовая компания</b>		<b>KESK</b>	
Shares Ords '000	4 581 129	Shares Pref '000	22 000
target price, \$	0,01	target price, \$	-
Upside	665%	Upside	-
<b>Читинская энергосбытовая компания</b>		<b>CHSB</b>	
Shares Ords '000	1 625 666	Shares Pref '000	436 475
target price, rub	0,23	target price, rub	0,29
Upside	74%	Upside	47%
<b>Ставропольэнергосбыт</b>		<b>STSB</b>	
Shares Ords '000	859 075	Shares Pref '000	262 100
target price, rub	1,60	target price, rub	1,04
Upside	208%	Upside	239%

• Черная полоса в жизни сбытовых компаний, связанная с финансовым кризисом и сопровождавшаяся падением потребления электроэнергии, ростом процентных ставок по кредитам, необходимым для покрытия кассовых разрывов, неплатежами и проч, похоже, практически закончилась. Структура основных игроков в секторе в основном сформировалась.

• По нашему мнению, это создает предпосылки для перехода от точечной покупки сбытов под дивиденды на «префы» к более обдуманному инвестированию в акции самых недооцененных эффективных представителей этого сегмента.

• Мы провели анализ компаний сектора, сосредоточившись на тех, кто является частью крупных сбытовых или вертикально-интегрированных холдингов, считая, что именно их акционеры заинтересованы в развитии профильного бизнеса «энергосбытов». Для выявления наиболее привлекательных компаний мы применили сравнительный метод, используя отраслевой и финансовый мультипликаторы.

• Мы также спрогнозировали возможный объем дивидендных выплат на привилегированные акции некоторых сбытовых компаний за 2009 г исходя из нашего прогноза их чистой прибыли. Чтобы максимально исключить риск невыплаты дивидендов вообще, мы смотрели только те компании, которые уже имеют дивидендную историю.

• На основании этого анализа мы отобрали несколько компаний, имеющих наибольший потенциал роста в сравнении с российскими аналогами; во вторую группу вошли те «сбыты», у которых ожидается наибольшая дивидендная доходность на привилегированные акции по итогам года. Таким образом, мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции сбытовых компаний из таблицы слева.

• Мы также хотели бы отметить «сбыты», которые выглядят привлекательно и по сравнительной оценке, и по ожидаемой дивидендной доходности. При этом мы обращаем внимание, что инвестиции в компании, имеющие наибольший потенциал роста к нашей оценке, сопряжены с более высокими рисками корпоративного управления.



## О компаниях

Торговля электроэнергией в стране осуществляется на оптовом и розничном рынке, имеющим свои правила работы, определяемые правительством РФ или законодательно. На оптовом рынке производители электроэнергии – станции ОГК и ТГК, - по договорам работают со своими потребителями. Это либо крупные промышленные предприятия, получившие доступ к оптовому рынку, чтобы покупать электроэнергию напрямую у производителя и экономить, либо сбытовые компании, которые являются посредниками между генераторами и более мелкими потребителями, в том числе населением.

Упрощенно цепочка выглядит следующим образом: сбыт покупает на оптовом рынке электроэнергию, необходимую его потребителям, у генератора. Затем, через электросети МРСК и ФСК, эта электроэнергия доставляется до конечного потребителя. Сбыт также собирает деньги, рассчитывается с сетями (с МРСК, которые, в свою очередь, платят ФСК) и генерацией, а также инфраструктурными организациями.

В свою очередь, сбытовые компании делятся на две группы в зависимости от наличия или отсутствия статуса гарантирующего поставщика (ГП). Гарантирующий он – потому что обязан заключить договор купли-продажи электроэнергии с любым обратившимся к нему потребителем. Статус ГП дает как преимущества, так имеет свои недостатки.

Преимущества	Недостатки
Гарантии компенсации расходов через сбытовую надбавку	Деятельность ГП регулируется через ежегодное установление сбытовой надбавки
Гарантии и возможности купить электроэнергию (доступ к оптовому рынку, и вестинг-контракты с поставщиками)*	Наличие «социальной нагрузки» в виде снабжения социально-значимых потребителей (субсидируемая категория, бюджетники)
Снабжение потребителей, по каким-либо причинам не сменивших сбытовую компанию – в развитых странах данная категория населения составляет более 90% всего населения страны	Наличие недобросовестных или несостоятельных плательщиков несет риск возникновения значительной дебиторской задолженности и потенциального банкротства ГП

\*существует разделение ГП на первый и второй уровень, ГП-2 покупают электричество у ГП-1 и не имеют доступа на оптовый рынок, в данном исследовании мы эту подгруппу не рассматриваем

Вторая группа – это все остальные энергоснабжающие организации, величина их надбавки не регулируется, но и всех преимуществ ГП они лишены.

Тариф гарантирующего поставщика - это сбытовая надбавка к цене электроэнергии на оптовом рынке плюс затраты на услуги инфраструктурных организаций. Она ежегодно устанавливается регулятором, ее величина напрямую зависит от доли населения и мелких потребителей, поскольку постоянные затраты на их обслуживание выше.

Сбытовые компании, созданные при реорганизации АО-энерго РАО ЕЭС России – как раз они, как правило, торгуются на бирже и представляют предмет нашего исследования по сектору, - получили этот статус автоматически. Предполагается, что впоследствии гарантирующие поставщики будут выбираться на конкурсах.

## Инвесторы «сбытов»

Перед реорганизацией РАО ЕЭС устроило распродажу энергосбытовых активов. Логика холдинга и задуманной им реформы предполагала создание конкуренции не только на оптовом между генераторами, но и на розничном рынке – между сбытовыми компаниями за потребителя. И, поскольку конкуренция «сбытов» с одним собственником маловероятна, затеяли приватизацию (по факту, пока конкуренция не действует: за каждым ГП закреплена зона ответственности, и приход туда нового «сбыта» сопряжен с установкой дорогих систем коммерческого учета, что экономически не оправдано).

Для начала попробуем очертить круг инвесторов, которым потенциально могли бы быть интересны сбытовые компании. Это в первую очередь ОГК и ТГК, чьим потребителем, по сути, является сбыт, ведь именно он является контрагентом генкомпаний на оптовом рынке электроэнергии. Из ОГК покупками отметилась лишь



РусГидро. Стратегические же инвесторы генкомпаний были более активны на аукционах. КЭС купил сразу несколько сбытовых компаний, работающих в регионах подконтрольных ему ТГК; Мечел приобрел Кузбасскую сбытовую компанию после победы на аукционе по Южно-Кузбасской ГРЭС. Газпром получил Тюменьэнергосбыт.

Другая группа участников приватизации «сбытов» РАО - независимые сбытовые организации (либо уже имевшие бизнес в этой сфере, либо стремившиеся его начать), которые стремятся минимизировать затраты при выходе на региональные рынки, используя эффект масштаба при повышении качества обслуживания, увеличения финансовой устойчивости и эффективности операционной деятельности. Здесь примером могут служить Транснефтьсервис-С, Энергострим.

Крупные потребители электроэнергии приобретают сбытовые компании для снижения издержек основного производства. Пример – НЛМК, чей владелец Владимир Лисин приобрел Липецкую сбытовую компанию. Региональные структуры, покупая сбытовые компании, преследуют цель закрепления на региональном рынке, развития новых направлений и собственной генерации, либо спекулятивные цели. Последние две группы инвесторов приобретала по одному «сбыту» - в регионе их влияния, остальные – по несколько компаний. Непроданные до реорганизации пакеты акций РАО ЕЭС отнесло на баланс РАО ЭС Востока.

### **Влияние кризиса**

В период кризиса на первый план для всех участников рынка вышла проблема неплатежей. При этом в первую очередь она легла на сбытовые компании, которые со своими поставщиками рассчитываются несколько раз в месяц, с потребителей собирают деньги в 2 раза реже и по факту потребления, а на разницу – покрытие кассовых разрывов, - привлекают займы, стоимость которых во время финансового кризиса резко выросла, что обострило риски краткосрочного кредитования.

Долги «сбытов» перед их контрагентами усугубляют другой риск бизнеса в этой сфере – потери статуса гарантирующего поставщика. Причем подобные инициативы - лишать статуса за долги, - звучали как со стороны НП «Совет рынка» (объединяет производителей и потребителей электроэнергии), так и со стороны сетевых организаций, которые автоматически получают статус, если действующий ГП признан несостоятельным, а новый не выбран. Примером может послужить конфликт Тверской сбытовой компании и Тверьэнерго, закончившийся, тем не менее, благополучно, а также начало процедуры в отношении «сбытов» Северного Кавказа.

Еще в первой половине года экономический спад, приведший к падению спроса на электроэнергию, выявил перекосы в нормативной базе по розничному рынку. Мелкие потребители «сбытов», работающие на двухставочном тарифе, оплачивали счета на основе мощности, заявленной в энергобаланс еще в 2008 году, и, несмотря на общее падение электропотребления и цен в 2009 году, их платежи резко выросли, в то время как более крупные потребители с присоединенной мощностью более 750 кВА, обладающие приборами учета, этого избежали. Этот вопрос был решен на правительственном уровне, обе группы потребителей уравнили.

Кроме того, кризис внес коррективы в казалось бы окончательную расстановку сил в сбытовой сфере. Во-первых, РАО ЭС Востока из портфельного инвестора – а предполагалось, что эта компания продолжит не законченную энергохолдингом продажу «сбытов», - превратилась в стратегического. Во-вторых, два крупных покупателя «сбытов» РАО – группа КИТ и компания «Резерв», которую связывали с Михаилом Абызовым, ушли из этого сектора, продав приобретенные пакеты другому игроку – «Энергостриму». А он, в свою очередь, благодаря этим сделкам существенно усилил свои позиции.

### **Инвестиционные идеи**

Мы видим две идеи в покупке акций сбытовых компаний: приобретение под дивиденды и ставка на развитие бизнеса в этом сегменте.

#### *Гарантирующий поставщик дивидендов*

На основании данных РСБУ за 9 месяцев и вклада IV квартала в годовую прибыль мы рассчитали предполагаемую прибыль за весь 2009 г. Затем, руководствуясь нормой устава компаний, которая обязывает



их выплатить на привилегированные акции, если они составляют 25% уставного капитала, не менее 10% чистой прибыли, мы предположили выплату на 1 «преф». При этом, конечно, мы не исключаем вариант, по которому компания решит не выплачивать дивиденды вообще. Чтобы минимизировать этот риск, мы проанализировали историю выплаты дивидендов компаниями за прошлые годы. Таким образом, был сформирован финальный список – в нем, преимущественно, те сбытовые компании, которые имеют историю выплаты дивидендов и по которым ожидается хорошая прибыль за год, обещающая высокую относительно других сбытов дивидендную доходность на «преф».

В числе фаворитов по критериям ожидаемая прибыль/вероятность выплаты дивидендов попали сразу несколько сбытовых компаний, например, Пермская и Петербургская сбытовая компания, Ставропольэнергосбыт, Белгородская, Омская сбытовые компании.

Компания	Ticker	Мсар, \$ mln	Чистая прибыль, млн руб		Доля прибыли на дивиденды			Дивиденд на «преф», руб			доходность
			2008	2009E	2007	2008	2009 E	2007	2008	2009E	
Брянская СК*	bnsb		11	80	10%	10%	10%	0,001	0,335	2,531	
Красноярскэнергосбыт	krsb	68,3	1286	1049	25%	10%	10%	0,01	0,67	0,55	19,6%
Нижегородская СК*	nnsb	89,0	1096	960	23%	25%	24%	140	218	185	14,3%
Пензенская ЭСК	pzb		9	15	24%	10%	10%	0,042	0,021	0,035	
Ставропольэнергосбыт	stsb	17,5	1	273	11%	11%	10%	0,0001	0,0004	0,098	31,8%
Камчатскэнерго	kche	7,4	-531	359	0%	0%	10%			0,135	63,4%
Самараэнерго	sago		71	542	8%	10%	10%	0,095	0,007	0,054	20,7%
Петербургская СК	pbsb	134,2	565	721	19%	16%	10%	0,188	0,406	0,322	10,9%
Омская ЭСК	omsb	10,9	13	270	22%	3%	10%	2,59	0,39	24,98	31,2%
Белгородская СК*	blsb	8,9	45	86	15%	10%	10%	55	15	29	15,5%
Томская ЭСК	tosb	9,3	132	108	19%	19%	10%	0,001	0,023	0,010	15,1%
Пермская ЭСК*	pmsb	53,5	301	410	25%	22%	10%	1,096	5,466	3,452	11,3%
Свердловэнергосбыт	svsb	26,4	47	39	31%	12%	10%	0,014	0,034	0,022	3,6%
Тамбовская ЭСК	tasb	7,5	5	5	24%	24%	10%	0,001	0,003	0,001	1,5%

\*компания периодически выплачивает промежуточные дивиденды

Далее для сбытов из финального списка мы проанализировали события, которые происходили в их жизни и которые потенциально могут уменьшить ожидаемую нами прибыль за IV квартал. К сожалению, у почти всех из них такие события были. Это либо сделки по приобретению каких-либо активов, либо смена собственника, которая может повлечь изменение дивидендной политики.

Например, Красноярскэнергосбыт в декабре заказал АСКУЭ на 426 млн рублей; Ставропольэнергосбыт выкупил 100% региональной Горэлектросети, которая потом была присоединена к нему; Питерский сбыт в декабре объявили о сделке по приобретению ООО Энергия Холдинг, одного из ГП Санкт-Петербурга, за 992 млн рублей; Пермэнергосбыт в сентябре закрыл сделку по покупке КЭС-Мультиэнергетика, которая может быть отражена в IV квартале. У Омского и Томского энергосбыта сменился собственник, что может повлечь изменение дивидендной политики.

К сожалению, говорить более уверенно об ожиданиях выплат на «префы» мы сможем лишь после публикации данных о результатах IV квартала (существенные факты об изменении прибыли в I квартале 2010 г по сравнению с IV кварталом 2009 г более чем на 10%, если такое изменение будет иметь место, мы ожидаем в самом начале апреля; в противном случае это годовая отчетность в отчете за I квартал в конце апреля). Из всех сбытовых компаний выделяется лишь Нижегородская сбытовая, которая - можно с уверенностью это констатировать, - уже имеет историю выплаты щедрых дивидендов, как промежуточных, так и по итогам года. Положительно на бизнесе этой компании может сказаться сделка по продаже М.Абызовым доли в Транснефтьсервис-С структурам, дружественным администрации Нижегородской области (неподтвержденная официально информация источника Интерфакса).



*Инвестиции в бытовом бизнесе*

Для дальнейшего анализа по первому пункту мы остановились только на тех сбытовых компаниях, которые являются частью энергетических холдингов – чисто сбытовых или вертикально-интегрированных, - стратегия которых направлена на развитие профильного бизнеса «сбытов». Мы сознательно не рассматриваем те сбыты, мажоритарий которых неизвестное ООО, - оценить перспективы и риски деятельности такой компании невозможно, и те, контролирующей акционер которых, очевидно, заинтересован в развитии какого-либо своего другого бизнеса, как, например, НЛМК – своего основного производства.

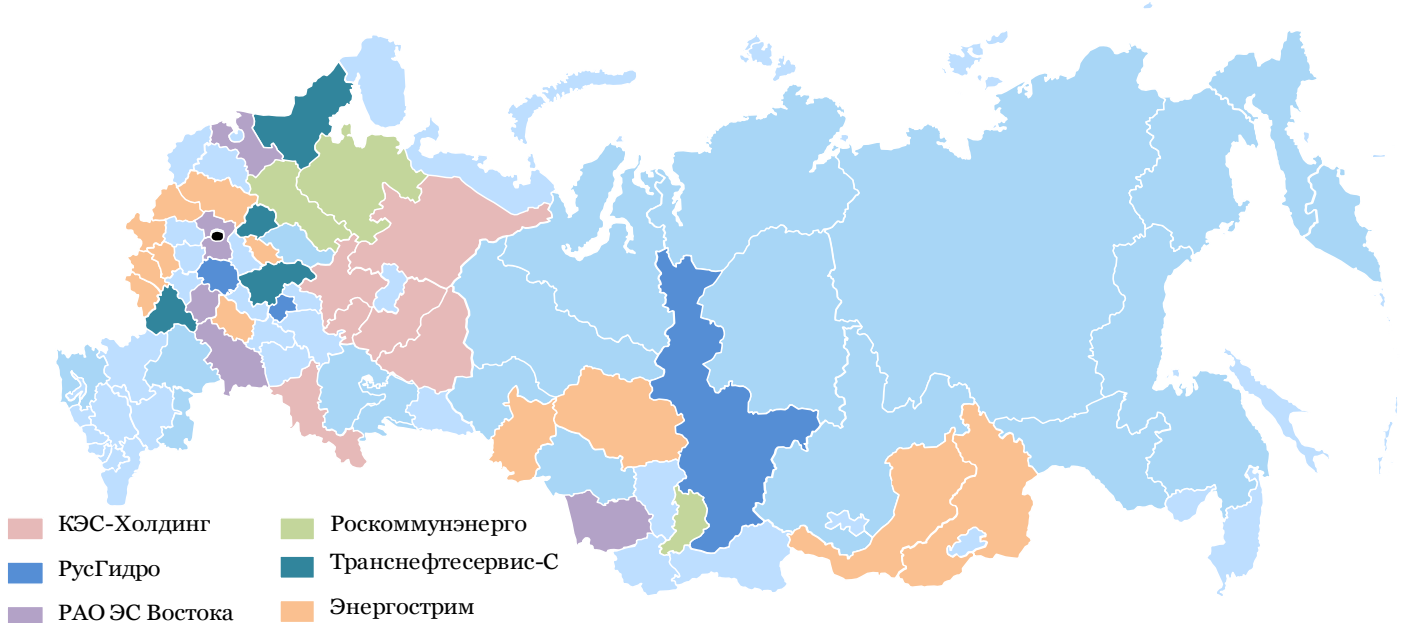
Отобранные нами сбытовые компании приведены в таблице ниже:

<b>Акционер</b>	<b>Компания</b>	<b>История отношений с миноритариями, риски, триггеры</b>
<b>КЭС-Холдинг</b>	Кировэнергосбыт Коми энергосбытовая компания Оренбургэнергосбыт Свердловэнергосбыт Пермэнергосбыт Удмуртэнергосбыт	КЭС после победы на аукционах РАО выставил оферты на выкуп акций у миноритариев почти всех «сбытов», кроме Коми и Перми (в последней формально и не должен был, т.к. выступал в партнерстве и пакет, размером превышающий пороговый, не приобрел). Однако гендиректор КЭС-Холдинга предупредил, что портфельным инвесторам на этих усилиях стратегического акционера заработать вряд ли удастся, последним таким шансом является оферта. Возможным катализатором может стать объединение активов КЭС.
<b>РусГидро</b>	Чувашэнергосбыт Красноярскэнергосбыт Рязанская сбытовая компания	Мы считаем РусГидро одним из самых надежных «стратегов» сегмента с точки зрения корпоративного управления. Заключение свободных договоров внутри группы может принести дополнительные заработки как РусГидро, так и контролируемым ей «сбытам».
<b>РАО ЭС Востока</b>	Мосэнергосбыт Петербургская сбытовая компания Саратовэнерго Алтайэнергосбыт Тамбовская энергосбытовая компания	Наряду с РусГидро один из наиболее надежных мажоритариев. Недолгая история стратегического владения «сбытами» этой структурой была отмечена выплатой промежуточных дивидендов Мосэнергосбытом с дивидендной доходностью на момент объявления под 20%. Сейчас РАО создало специальную «дочку» для управления своими «сбытами», но перехода на единую акцию не планируется. Не исключена продажа какой-либо компании другому «стратегу», что повлечет необходимость выставления оферты.
<b>Транснефтьсервис-С</b>	Карелэнергосбыт Нижегородская сбытовая компания Воронежэнергосбыт Ярославская сбытовая компания	Этот «стратег» известен миноритариям как невыставлением оферты после побед на аукционах РАО ЕЭС, так и щедрыми дивидендными выплатами в «сбытах», которые он контролирует. Например, Нижегородская компания отличается от других «сбытов» тем, что направляет почти всю чистую прибыль на дивиденды. Так, дивидендная доходность его выплат за 9 месяцев на «префы» к текущей цене составляет 40%. Склонен к делистингу подконтрольных компаний: 26 января Ярославский и Воронежский сбыты перестали торговаться в РТС.
<b>Энергострим</b>	Брянскэнергосбыт Ивэнергосбыт Орловская сбытовая Пензенская энергосбытовая Белгородэнергосбыт Тверьэнергосбыт Курскэнергосбыт Смоленскэнергосбыт Бурятэнергосбыт Читаэнергосбыт Томскэнергосбыт Омскэнергосбыт	Энергострим – относительно новый игрок на этом рынке, основную часть своих «сбытов» приобрел не на аукционах РАО ЕЭС, а перекупил у других «стратегов». Оферты миноритариям не выставил и, по нашим оценкам, вряд ли это уже сделает. Выплату дивидендов за 9 месяцев в Омском сбыте в момент смены собственника отменил. Дальнейшая стратегия этого инвестора в отношении приобретенных активов не ясна. Кроме того, что он уже отметил делистингом с ММВБ некоторых сбытов, например, Ивановского и Брянского. Мы не исключаем также скупки с рынка акций тех сбытов, которыми группа пополнилась недавно, в частности, Томского и Омского.
<b>Роскоммунэнерго</b>	Архангельская сбытовая компания Хакасэнергосбыт Вологодская сбытовая компания	Глава СД – Игорь Кожин, сын управделами президента РФ. Стратегия не ясна.

Источник: сообщения СМИ



**Рисунок 1. География сбытового бизнеса крупных игроков\***



\*Здесь представлены не все игроки сбытового бизнеса, а только рассмотренные в обзоре

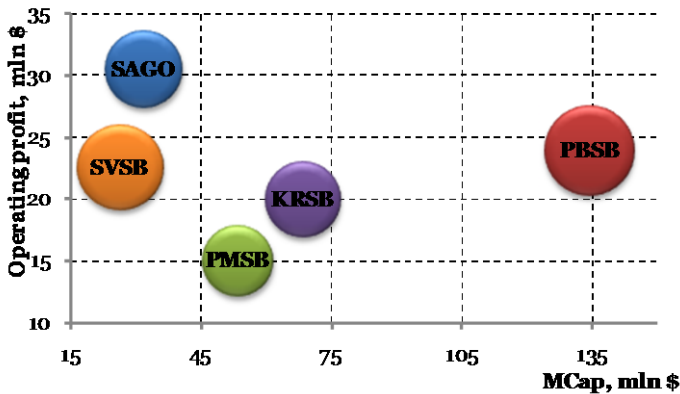
Мы также добавили к ним те «сбыты», чьи годовые результаты обещают хорошую дивидендную доходность.

*Сравнительная оценка*

Сравнительная оценка отобранных сбытовых компаний проводилась по наиболее подходящих для этого сегмента мультипликаторам: одному отраслевому – EV/отпуск электроэнергии, - и одному финансовому – EV/прибыль от продаж. При оценке отпуска за 2009 г мы использовали данные компаний по продажам электроэнергии в 2008 г и данные «Системного оператора» о динамике спроса в соответствующем регионе по итогам 2009 года. Оценка полезного отпуска компаний в 2009 году позволила нам, используя данные за третий квартал, также оценить их выручку и операционную прибыль.

Для более точного сопоставления мы разбили компании на две группы исходя из величины полезного отпуска, порогом было выбрано значение 10 млрд кВтч. На графиках 1-2 представлено расположение компаний в зависимости от текущей капитализации и прибыли от продаж (размер кругов отражает полезный отпуск компании):

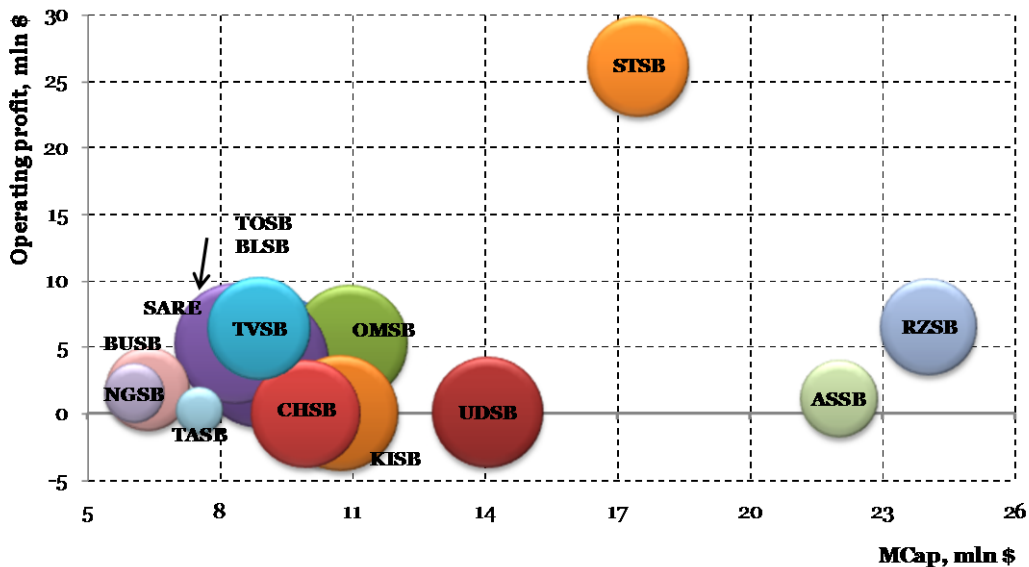
**График 1. Сбытовые компании с полезным отпуском более 10 млрд кВтч (оценка 2009 год)**



Источник: данные компаний, оценка Совлинк



График 2. Сбытовые компании с полезным отпускem менее 10 млрд кВтч (оценка 2009 год)



Источник: данные компаний, оценка Совлинк

На основании проведенной сравнительной оценки мы отобрали несколько компаний, имеющих наибольший потенциал роста (результат сравнительной оценки полностью приведен в Приложении 1-2). Справедливые цены были получены исходя из среднегеометрического значения двух мультипликаторов, которым был присвоен вес по 0.5.

Таблица 1. Результат сравнительной оценки – рекомендация Покупать

Company	Ticker	Current price, rub		Target Price (rub)		Discount/ premium pref to ord.*	Upside	
		Ord.	Pref.	Ord.	Pref.		Ord.	Pref.
<b>Компании с полезным отпускem более 10 млрд кВтч</b>								
Красноярскэнергобыт	KRSB	2,66	2,80	3,59	3,43	-4%	35%	23%
Свердловэнергобыт	SVSB	1,32	0,62	2,11	0,93	-56%	60%	52%
Самараэнерго**	SAGO	0,008	0,009	0,014	0,017	19%	79%	93%
<b>Компании с полезным отпускem менее 10 млрд кВтч</b>								
Вологодская сбытовая компания	VOSB	15,80		45,8			190%	
Белгородская сбытовая компания**	BLSB	8,00	6,25	18,9	14,2	-25%	137%	127%
Кировэнергобыт	KISB	0,13	0,07	0,23	0,13	-44%	79%	73%
Томская энергосбытовая компания	TOSB	0,06	0,07	0,17	0,19	10%	164%	185%
Омскэнергобыт	OMSB	75,00	80,00	142,3	203,3	43%	90%	154%
Коми энергосбытовая компания**	KESK	0,0011		0,008			665%	
Читинская энергосбытовая компания	CHSB	0,13	0,20	0,2	0,3	29%	74%	47%
Ставропольэнергобыт	STSB	0,52	0,31	1,6	1,0	-35%	208%	239%

\* - рассчитан по истории торгов с декабря 2008 год

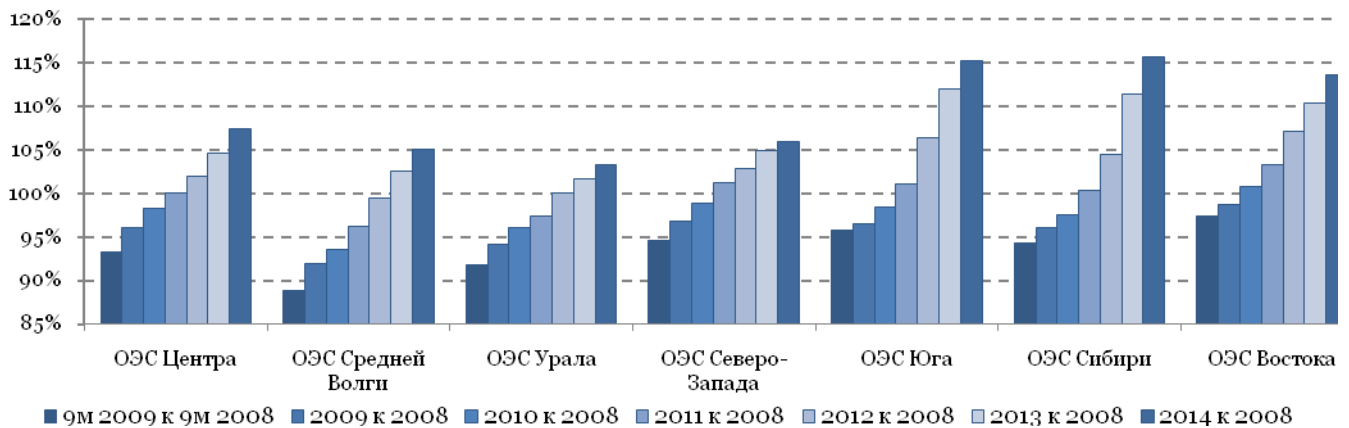
\*\* - цена указана в \$ (торгуется на РТС)

Источник: РТС, Bloomberg, данные компаний, оценка Совлинк



### Сбытовое будущее

Падение спроса на электроэнергию, принесшее столько проблем участникам рынка, прекратилось, в IV квартале был даже отмечен рост к уровню того же периода 2009 г. По прогнозу «Системного оператора», в 2010 г электропотребление вырастет по отношению к 2009 г, а в 2011 г в некоторых объединенных энергосистемах выйдет на уровень 2008 г.



Источник: данные «Системного оператора», расчеты Совлинк

Уход крупных потребителей на оптовый рынок, заморозившийся было из-за наличия других проблем, продолжится в 2010 г. Однако этот риск частично компенсируется переходом к «сбытам» бывшего РАО ЕЭС клиентов гарантирующих поставщиков второго уровня, которые до 1 января 2011 г должны либо установить дорогостоящие приборы учета и выйти на оптовый рынок, либо уйти из бизнеса (ГП-2 просили этот срок продлить, итоговое решение по этому вопросу не принято). К 2012 году мы ожидаем стабилизации долей «сбытов» на региональном рынке и размера сбытовых надбавок. Компании сегмента достигнут устойчивых темпов роста и выйдут на постоянный уровень рентабельности, что позволит перейти к более качественному анализу их деятельности и оценке их бизнеса.

Правила розничного рынка могут измениться. Не исключено, что в перспективе статус гарантирующего поставщика вообще потеряет актуальность, а деятельность сбытовых компаний перестанет регулироваться через величину тарифа.

В части корпоративной новые собственники уже начали предпринимать шаги по оптимизации управления активами, которые, на наш взгляд, обозначают будущую тенденцию. И РАО ЭС Востока, и РусГидро, и КЭС, и Энергострим стремятся к объединению «сбытов» - пока через единые в рамках группы управляющие компании. Мы полагаем, что в перспективе собственники могут задуматься о консолидации «сбытов» в рамках одного юрлица.



**Приложение 1. Сравнительная оценка сбытовых компаний с полезным отпускком более 10 млрд кВтч**

Компания	Тикер	Mcap	S	ND	OP	OP margin	P/S	EV/S	EV/ отпуск*	EV/ OP	Отпуск (млн. кВт.ч)		Доля рынка**
											2008	2009 E	
Красноярскэнергосбыт	KRSB	68	521	-37	20	3,8%	0,13	0,06	2,0	1,57	36 331	15884	
Мосэнергосбыт	MSSB	254	5100	-85	40	0,8%	0,05	0,03	2,1	4,20	80 220	78630	90,8%
Свердловэнергосбыт	SVSB	26	1086	22	23	2,1%	0,02	0,04	2,3	2,16	23 584	20798	58,0%
Петербургская сбытовая компания	PBSB	134	1317	-24	24	1,8%	0,10	0,08	4,8	4,59	23 483	22784	
Самараэнерго	SAGO	32	876	11	31	3,5%	0,04	0,05	2,6	1,42	17 921	16373	89,86%
Пермэнергосбыт	PMSB	53	813	38	15	1,9%	0,07	0,11	6,7	6,09	15 113	13776	69,0%

\* - \$1000 за МВт\*ч

\*\* - доля розничной электроэнергии

Mean 0,02 0,07 0,06 3,43 3,34

median 0,02 0,06 0,05 2,49 3,18

Geometric mean 0,02 0,06 0,06 3,07 2,87

Sector average 0,02 0,06 0,05 2,93 2,51

**Примечание:** Уменьшение полезного отпуска у Красноярскэнергосбыта в 2009 году почти вдвое связано с выходом Русал-Красноярска на самостоятельные закупки электроэнергии на оптовом рынке.



Приложение 2. Сравнительная оценка сбытовых компаний с полезным отпуском менее 10 млрд кВтч

Компания	Тикер	Mcap	S	ND	OP	OP margin	P/S	EV/S	EV/ отпуск*	EV/ OP	Отпуск (млн. кВт.ч)		Доля рынка**
											2008	2009 E	
Нижегородская сбытовая компания	NNSB	89	846	-4	33	3,9%	0,11	0,14	10,2	2,57	9 058	8292	53,1%
Вологодская сбытовая компания	VOSB	10,6	435	28	36	8,2%	0,02	0,11	5,1	1,08	8 420	7575	
Белгородская сбытовая компания	BLSB	8,9	593	-4,9	4,0	0,7%	0,02	0,02	0,5	1,01	8 354	8134	70,0%
Саратовэнерго	SARE	8,3	346	20	5	1,5%	0,02	0,04	4,2	5,35	7 173	6689	67,0%
Волгоградэнергосбыт	VGSB	15,7	483	22	16	3,2%	0,03	0,06	6,4	2,42	6 541	5908	50,0%
Кировэнергосбыт	KISB	10,7	293	-11			0,04	0,04			6 372	6069	84,7%
Томская энергосбытовая компания	TOSB	9,3	304	-11	4,4	1,5%	0,03	0,05			6 348	6241	95,0%
Омскэнергосбыт	OMSB	10,9	317	-6,8	5,3	1,7%	0,03	0,05	0,7	0,76	6 312	6091	69,0%
Удмуртская энергосбытовая компания	UDSB	14,0	261	7,7	0,1	0,0%	0,05	0,05	3,9	271,79	5 840	5540	
Коми энергосбытовая компания	kesk	4,8	332	0,0	22	6,6%	0,01	0,08	0,9	0,22	5 326	5256	76,0%
ЧЭСК	CHSB	9,9	163	-10			0,06	0,06			5 244	5377	
Тверьэнергосбыт	TVSB	8,9	304	5,6	6,4	2,1%	0,03	0,05	3,0	2,26	5 005	4791	
Ставропольэнергосбыт	stsb	17	264	-13	26	9,9%	0,07	0,17	1,0	0,18	4 760	4609	70,0%
Рязанская энергосбытовая компания	RZSB	24	241	-13	7	2,7%	0,10	0,13	2,5	1,65	4 600	4341	86,1%
Бурятэнергосбыт	BUSB	6,4	176	1,2	1,9	1,1%	0,04	0,05	2,4	4,06	3 129	3096	98,0%
Астраханская энергосбытовая компания	ASSB	22	160	1,6	1,1	0,7%	0,14	0,14	8,7	21,19	2 812	2715	74,7%
Новгородская энергосбытовая компания	NGSB	6,0	116	-4,3	1,5	1,3%	0,05	0,06	1,1	1,14	1 650	1617	
Тамбовская энергосбытовая компания	TASB	7,5	85	-1,4	0,2	0,2%	0,09	0,09	6,2	33,13	1 110	992	42,6%

\* - \$1000 за МВт\*ч

\*\* - доля розничной электроэнергии

Mean	0,03	0,05	0,08	3,79	23,25
median	0,02	0,04	0,06	3,03	2,26
<b>Geometric mean</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,07</b>	<b>2,61</b>	<b>2,74</b>
Sector average	0,03	0,05	1,72	3,12	3,12



## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	«Справедливая цена» на уровне или ниже текущего курса

### ООО СОВЛИНК

**Тел.: +7 495 967 1300**

**Факс: + 7 495 967 1311**

**Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,**

**Москва 119019, Россия**

**[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)**

**[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)**

©2010г., ООО «СОВЛИНК». Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация («Информация») не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО «СОВЛИНК» или иных согласованных с ООО «СОВЛИНК» лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО «СОВЛИНК» по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО «СОВЛИНК» не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО «СОВЛИНК» могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО «СОВЛИНК» будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.