

Сбытовые компании: Дивиденды не за горами

Ключевые рекомендации на Покупку

Название компании	Тикер РТС	Текущая кап-ция, млн.\$	P/E 2009о	Див. на акцию 2009о, \$	Обыкновенные акции			Привилегированные акции		
					покупка-продажа, \$	Целевая цена, \$	рекомендация	покупка-продажа, \$	Целевая цена, \$	рекомендация
Бурятэнергосбыт	BUSB	7	1.4	0.0081	0.028-0.029	0.031	Покупать	-	-	-
Красноярскэнергосбыт	KRSB(P)	78	2.6	0.030	0.100-0.103	0.22	Покупать	0.100-0.103	0.17	Покупать
Энергосбыт	NGSB(P)	7	4.9	0.0064	0.033-0.037	0.064	Покупать	0.027-0.028	0.055	Покупать
Омская сб. комп.	OMSB(P)	11	2.6	0.45	2.26-2.43	4.7	Покупать	2.83-3.46	3.4	Держать
Петербургская сб. комп.	PBSB(P)	128	4.5	0.026	0.150-0.150	0.17	Покупать	0.051-0.150	0.15	Держать
Энергосбыт Ростовэнерго	RTSB(P)	18	2.1	0.0011	0.0043-0.0044	0.0064	Покупать	0.0044-0.0046	0.0058	Покупать
Ставропольэнергосбыт	STSB(P)	17	2.9	0.0028	0.016-0.017	0.021	Покупать	0.011-0.011	0.019	Покупать
Владимирэнергосбыт	VDSB	10	2.8	0.093	0.325-0.350	0.42	Покупать	-	-	-

Примечание: цены на 19.02.10

Источник: ММВБ, *РТС, оценки РМГ

Инвестиционное заключение

Мы обновили наши модели и прогноз дивидендов по сбытовым компаниям в преддверии сезона дивидендных выплат. Изменения учитывают результаты за 3 квартал, новые макропрогнозы и оптимистичные ожидания роста выручки. Мы выделяем восемь компаний с оценочной дивидендной доходностью в 15-30% и хорошим потенциалом роста.

- ✓ Финансовые показатели за 3 квартал оказались хуже, чем в 1 полугодии 2009г. Рентабельность по чистой прибыли сократилась до 0.8% с 1.4%, но по-прежнему выше среднего показателя в 0.6% со времени выделения сбытовых компаний в 2005г. Собираемость платежей ухудшилась, и выросла кредиторская задолженность, что увеличивает риск дефолта. Мы заложили в модели резкий рост оборачиваемости кредиторской задолженности в 2010г, что способствовало снижению прогноза денежных потоков в текущем году и исключению нескольких наиболее рискованных активов из нашего списка на Покупку.
- ✓ Мы снова учитываем краткосрочные инвестиции при расчете чистого долга, поскольку финансовые рынки восстановились, но применяем 50%-ный дисконт с целью отразить риск ликвидности.
- ✓ Наш прогнозный период увеличен с трех до шести лет (до 2015г), а целевые цены пересчитаны на конец 2010г. После увеличения прогнозного периода значительно возросли наши ожидания по динамике выручки, так как либерализация розничного рынка электроэнергии приходится на 2012-2015гг. Мы прогнозируем среднегодовой рост выручки российских сбытовых компаний на 11.5% в течение следующих шести лет.
- ✓ Для оценки мы использовали равновзвешенные метод ДДП и сравнительный подход. Модели ДДП учитывают новый прогноз выручки, операционной рентабельности и изменения оборотного капитала. Мы снизили ставку дисконтирования до 23% с 25% после сокращения безрисковой ставки, ставку терминального роста оставили неизменной на уровне 1.5%. Для сравнительной оценки мы пользовались средними мультипликаторами EV/S, EV/EBIT, P/E и EV/Отпуск для наиболее ликвидных российских сбытов ввиду отсутствия подходящих зарубежных аналогов.
- ✓ Наиболее важным элементом обзора является прогноз дивидендов за 2009г. Метод прогнозирования не изменился: на основе оценки чистой прибыли за 2009г. с учетом фактических данных за 1 полугодие и 3 квартал и анализа платежеспособности компаний (учитывая денежные средства и краткосрочные вложения на балансе, структуру оборотного капитала и долговую нагрузку).
- ✓ Мы выделяем восемь бумаг с самым низким оценочным P/E на 2009г. и сильным балансом. Нашими фаворитами являются Бурятский, Красноярский, Новгородский, Омский, Петербургский, Ростовский, Ставропольский и Владимирский сбыты с прогнозируемой дивидендной доходностью 15-30%. Мы рекомендуем Покупать акции этих компаний.

Прогноз дивидендов

Компания	Тикер	Текущ. кап-ция, млн.\$	Чистая прибыль 2009о, млн.\$	Максимально возможная дивидендная доходность после выплаты всех долгов	Доля чистой прибыли на выплату дивидендов	Дивид. на акцию 2009о, руб.	Дивид. на акцию 2009о, \$	Дивид. доходность по обыкн. акциям 2009о	Дивид. доходность по прив. акциям 2009о
Астраханская сб. комп.	ASSB	23	0.1	0%	96%	0.004	0.0001	0.5%	
Белгородская сб. комп.	BLSB(P)	2*	0.2	49%	37%	1.68	0.056	0.2%	1%
Бурятэнергосбыт	BUSB	7	5.1	52%	39%	0.24	0.0081	28%	
Челябэнергосбыт	CLSB(P)	45	-11.8						
Читаэнергосбыт	CHSB(P)	9	-0.1						
Дагестанская сб. комп.	DASB	3	18.2	0%					
Калужская сб. комп.	KLSB	35	0.8	2%	23%	0.06	0.0020	0.5%	
Кировэнергосбыт	KISB(P)	10	-0.2						
Колэнергосбыт	KOSB(P)	6	-27.4						
Костромская сб. комп.	KTSB(P)	10	1.3	3%	24%	0.02	0.0006	3%	7%
Красноярскэнергосбыт	KRSB(P)	78	30.4	60%	72%	0.90	0.030	29%	29%
Кубаньэнергосбыт	KBSB	13	-9.6						
Курская ЭСК	KUSB(P)	н/д	-2.6						
Кузбассэнергосбыт	KZSB	20*	6.5	77%	60%	0.20	0.0068	11%	
Липецкая сб. комп.	LPSB	13	0.9	8%	13%	0.025	0.0008	1%	
Мариэнергосбыт	MISB(P)	4*	0.9	0%	5%***	0.011***	0.0004***		1%
Мордовская сб. комп.	MRSB	9	0.5	0%					
Мосэнергосбыт	MSSB	236	32.3	6%	0%	0.028**	0.0009**	11%	
Нижегородская сб. комп.	NNSB(P)	91	19.0	24%	80%	113.6**	3.8**	20%	16%
Энергосбыт	NGSB(P)	7	1.4	41%	89%	0.19	0.0064	17%	23%
Омская сб. комп.	OMSB(P)	11	4.2	38%	45%	13.56	0.45	19%	13%
Орелэнергосбыт	ORSB(P)	н/д	0.6	0%	10%***	0.0074***	0.0002***		н/д
Пензаэнергосбыт	PZSB(P)	н/д	-1.4						
Пермэнергосбыт	PMSB(P)	53	14.3	0%	20%***	1.91***	0.063***		5%
Петербургская сб. комп.	PBSB(P)	128	28.6	23%	78%	0.79	0.026	18%	17%
Энергосбыт Ростовэнерго	RTSB(P)	18	8.3	47%	53%	0.034	0.0011	26%	25%
Рязанская сб. комп.	RZSB	24	2.4	10%	59%	0.22	0.0073	6%	
Самараэнерго	SAGO(P)	32*	24.4	76%	19%	0.036	0.0012	12%	12%
Саратовэнерго	SARE(P)	8*	-0.1						
Смоленскэнергосбыт	SMSB(P)	н/д	0.1	0%	10%***	0.0008***	0.0000***		н/д
Ставропольэнергосбыт	STSB(P)	17	5.9	63%	51%	0.08	0.0028	16%	25%
Свердловэнергосбыт	SVSB(P)	25	8.1	0%	10%***	0.037***	0.0012***		5%
Тамбовская сб. комп.	TASB(P)	8	1.5	8%	41%	0.011	0.0004	8%	14%
Томская сб. комп.	TOSB(P)	10	0.9	1%	5%	0.0003	0.0000	1%	0%
Тульская сб. комп.	TLSB	45	0.0						
Тверская сб. комп.	TVSB(P)	9	-2.2						
Удмуртская сб. комп.	UDSB(P)	14	0.8	0%	10%***	0.013***	0.0004***		1%
Владимирэнергосбыт	VDSB	10	3.5	40%	73%	2.81	0.093	27%	
Волгоградэнергосбыт	VGSB(P)	15	1.1	0%					
Вологодская сб. комп.	VOSB	10	2.5	0%					
Воронежская сб. комп.	VRSB(P)	н/д	1.4	14%	73%	0.43	0.014	н/д	н/д
Ярославская сб. комп.	YRSB(P)	н/д	4.9	0%	20%***	1.44***	0.048***		н/д

** утвержденные дивиденды за 1П и 9М

*** только на привилегированные акции

Примечание: цены на 19.02.10

Источник: ММВБ, *РТС, оценки РМГ

Ключевые финансовые показатели сбытовых компаний

Компания	Тикер	Текущ. кап-ция, млн.\$	Чистый долг**, млн.\$	Выручка, млн.\$			Средняя валовая рент-сть в 2005-2009	Средняя рент-сть по чистой прибыли в 2005-2009	Мультипликаторы 2010о		
				2008	2009о	2010о			EV/S	EV/ЕБИТ	P/E
Астраханская сб. комп.	ASSB	23	2	160	157	182	0.7%	0.0%	0.138	20.1	72.0
Белгородская сб. комп.	BLSB(P)	2*	-1	631	588	682	0.7%	0.4%	0.001	0.1	0.5
Бурятэнергосбыт	BUSB	7	2	221	187	229	1.0%	0.0%	0.041	4.2	5.2
Челябэнергосбыт	CLSB(P)	45	-3	1 146	989	1 149	0.5%	0.1%	0.037	7.6	26.1
Читаэнергосбыт	CHSB(P)	9	-4	289	201	246	0.3%	0.1%	0.019	6.5	26.6
Дагестанская сб. комп.	DASB	3	10	138	151	176	-10.4%	-9.9%	0.075	отриц.	отриц.
Калужская сб. комп.	KLSB	35	14	270	253	297	1.8%	1.0%	0.164	8.7	13.3
Кировэнергосбыт	KISB(P)	10	-8	354	298	343	1.1%	0.6%	0.006	0.6	3.5
Колэнергосбыт	KOSB(P)	6	7	374	301	346	-1.9%	-1.7%	0.039	9.2	отриц.
Костромская сб. комп.	KTSB(P)	10	15	156	138	159	1.8%	0.5%	0.156	16.1	отриц.
Красноярскэнергосбыт	KRSB(P)	78	-20	1 062	678	831	3.5%	2.4%	0.069	1.9	3.3
Кубаньэнергосбыт	KBSB	13	32	778	709	823	0.4%	-0.1%	0.054	12.6	отриц.
Курская ЭСК	KUSB(P)	н/д	3	245	208	240	0.8%	0.2%	н/д	н/д	н/д
Кузбассэнергосбыт	KZSB	20*	-6	644	519	638	1.5%	1.0%	0.022	1.4	2.8
Липецкая сб. комп.	LPSB	13	-2	190	161	186	0.9%	0.3%	0.056	6.5	9.9
Мариэнергосбыт	MISB(P)	4*	9	128	127	147	1.9%	0.7%	0.086	6.2	7.7
Мордовская сб. комп.	MRSB	9	-2	113	97	112	0.1%	-0.1%	0.061	42.8	71.2
Мосэнергосбыт	MSSB	236	-50	5 187	5 029	5 828	0.6%	0.4%	0.032	4.0	6.3
Нижегородская сб. комп.	NNSB(P)	91	23	931	839	972	3.7%	2.7%	0.118	3.2	4.1
Энергосбыт	NGSB(P)	7	-2	130	116	134	1.8%	0.9%	0.035	2.0	3.7
Омская сб. комп.	OMSB(P)	11	0	388	334	411	1.0%	0.3%	0.026	2.6	4.8
Орелэнергосбыт	ORSB(P)	н/д	3	110	98	114	1.0%	0.3%	н/д	н/д	н/д
Пензаэнергосбыт	PZSB(P)	н/д	6	260	242	279	0.4%	0.0%	0.049	11.8	отриц.
Пермэнергосбыт	PMSB(P)	53	38	994	834	967	1.5%	1.0%	0.094	6.4	8.2
Петербургская сб. комп.	PBSB(P)	128	-24	1 421	1 308	1 518	1.8%	1.3%	0.068	3.8	6.4
Энергосбыт Ростовэнерго	RTSB(P)	18	8	429	472	548	2.2%	1.7%	0.047	3.8	4.2
Рязанская сб. комп.	RZSB	24	-12	254	234	271	1.0%	0.5%	0.045	4.3	10.5
Самараэнерго	SAGO(P)	32*	21	1 130	915	1 059	2.7%	1.9%	0.050	1.9	1.8
Саратовэнерго	SARE(P)	8*	20	482	374	435	1.3%	1.3%	0.065	6.6	10.1
Смоленскэнергосбыт	SMSB(P)	н/д	-1	355	306	353	0.4%	0.2%	н/д	н/д	н/д
Ставропольэнергосбыт	STSB(P)	17	-7	307	267	309	2.7%	0.9%	0.032	2.8	7.6
Свердловэнергосбыт	SVSB(P)	25	45	1 434	1 143	1 329	0.6%	0.2%	0.053	5.3	11.0
Тамбовская сб. комп.	TASB(P)	8	-1	95	84	97	1.0%	0.5%	0.066	6.9	10.5
Томская сб. комп.	TOSB(P)	10	-5	343	309	379	1.2%	0.6%	0.013	1.6	4.3
Тулльская сб. комп.	TLSB	45	-5	465	396	458	2.5%	1.7%	0.088	8.7	12.2
Тверская сб. комп.	TVSB(P)	9	6	410	327	378	0.0%	-0.3%	0.040	8.7	26.7
Удмуртская сб. комп.	UDSB(P)	14	11	292	255	295	0.8%	0.4%	0.086	10.6	141.9
Владимирэнергосбыт	VDSB	10	3	362	288	332	1.2%	0.4%	0.040	3.4	5.5
Волгоградэнергосбыт	VGSB(P)	15	22	574	497	575	0.2%	-0.5%	0.064	6.8	21.0
Вологодская сб. комп.	VOSB	10	30	556	462	534	1.7%	0.4%	0.076	4.5	5.1
Воронежская сб. комп.	VRSB(P)	н/д	-2	379	339	393	1.1%	0.4%	н/д	н/д	н/д
Ярославская сб. комп.	YRSB(P)	н/д	6	353	308	357	1.9%	1.1%	н/д	н/д	н/д
Медиана							1.0%	0.4%	0.052	5.3	7.9

** при расчете чистого долга раткосрочные инвестиции компаний учитывались с 50%-ным дисконтом

Примечание: цены на 19.02.10

Источник: ММВБ, *РТС, оценки РМГ

Целевые цены и рекомендации

Компания	Тикер	Справ. EV, млн.\$	Справ. кап-ция, млн.\$	Текущ. кап-ция, млн.\$	Обыкновенные акции			Привилегированные акции		
					покупка-продажа, \$	Целевая цена, \$	рекомендация	покупка-продажа, \$	Целевая цена, \$	рекомендация
Астраханская сб. комп.	ASSB	8	7	23	0.030-0.030	0.0089	Продавать	-		
Белгородская сб. комп.	BLSB(P)	29	30	2*	4.00-	27.4	Держать	3.09-9.40	18.6	Спек. Покупать
Бурятэнергосбыт	BUSB	12	6	7	0.028-0.029	0.031	Покупать	-		
Челябэнергосбыт	CLSB(P)	47	42	45	0.0061-0.0063	0.0057	Держать	0.0027-0.0028	0.0030	Держать
Читаэнергосбыт	CHSB(P)	5	4	9	0.0039-0.0039	0.0019	Продавать	0.0062-0.0064	0.0014	Продавать
Дагестанская сб. комп.	DASB	11	n/a	3	0.0006-0.0007	Н/Р	Н/Р	-		
Калужская сб. комп.	KLSB	24	12	35	0.363-0.406	0.130	Продавать	-		
Кировэнергосбыт	KISB(P)	17	23	10	0.0039-0.0040	0.0089	Спек. Покупать	0.0024-0.0025	0.0058	Спек. Покупать
Колэнергосбыт	KOSB(P)	13	0.7	6	0.014-0.015	0.0005	Продавать	0.0030-0.015	0.0003	Продавать
Костромская сб. комп.	KTSB(P)	8	n/a	10	0.021-0.022	Н/Р	Н/Р	0.0085-0.0091	Н/Р	Н/Р
Красноярскэнергосбыт	KRSB(P)	119	158	78	0.100-0.103	0.22	Покупать	0.100-0.103	0.17	Покупать
Кубаньэнергосбыт	KBSB	35	n/a	13	0.688-0.729	Н/Р	Н/Р	-		
Курская ЭСК	KUSB(P)	11	8	n/a	-	Н/Р	Н/Р	-	Н/Р	Н/Р
Кузбассэнергосбыт	KZSB	46	51	20*	0.0070-0.060	0.085	Держать	-		
Липецкая сб. комп.	LPSB	9	12	13	0.076-0.088	0.074	Держать	0.0000		
Мариэнергосбыт	MISB(P)	10	0	4*	0.0020-	Н/Р	Н/Р	0.0070-	Н/Р	Н/Р
Мордовская сб. комп.	MRSB	3	3	9	0.0066-0.0070	0.0020	Продавать	-		
Мосэнергосбыт	MSSB	281	334	236	0.0083-0.0084	0.0119	Держать	-		
Нижегородская сб. комп.	NNSB(P)	118	138	91	16.8-18.8	31.2	Держать	16.6-23.1	15.3	Держать
Энергосбыт	NGSB(P)	10	13	7	0.033-0.037	0.064	Покупать	0.027-0.028	0.055	Покупать
Омская сб. комп.	OMSB(P)	20	19	11	2.26-2.43	4.7	Покупать	2.83-3.46	3.4	Держать
Орелэнергосбыт	ORSB(P)	5	1	n/a	-	Н/Р	Н/Р	-	Н/Р	Н/Р
Пензаэнергосбыт	PZSB(P)	10	n/a	n/a	-	Н/Р	Н/Р	-	Н/Р	Н/Р
Пермэнергосбыт	PMSB(P)	68	37	53	1.03-1.16	0.91	Держать	1.10-1.16	0.38	Продавать
Петербургская сб. комп.	PBSB(P)	117	148	128	0.150-0.150	0.17	Покупать	0.051-0.150	0.15	Держать
Энергосбыт Ростовэнерго	RTSB(P)	32	25	18	0.0043-0.0044	0.0064	Покупать	0.0044-0.0046	0.0058	Покупать
Рязанская сб. комп.	RZSB	13	25	24	0.111-0.120	0.123	Держать	-		
Самараэнерго	SAGO(P)	109	108	32*	0.0055-0.010	0.028	Спек. Покупать	0.0071-0.010	0.015	Спек. Покупать
Саратовэнерго	SARE(P)	25	n/a	8*	0.0009-0.0020	Н/Р	Н/Р	0.0004-0.0013	Н/Р	Н/Р
Смоленскэнергосбыт	SMSB(P)	12	11	n/a	-	Н/Р	Н/Р	-	Н/Р	Н/Р
Ставропольэнергосбыт	STSB(P)	16	23	17	0.016-0.017	0.021	Покупать	0.011-0.011	0.019	Покупать
Свердловэнергосбыт	SVSB(P)	75	32	25	0.040-0.042	0.051	Держать	0.022-0.023	0.028	Держать
Тамбовская сб. комп.	TASB(P)	5	6	8	0.0047-0.0048	0.0035	Держать	0.0024-0.0026	0.0030	Держать
Томская сб. комп.	TOSB(P)	18	20	10	0.0021-0.0021	0.0048	Спек. Покупать	0.0025-0.0026	0.0036	Держать
Тульская сб. комп.	TLSB	25	29	45	0.014-0.015	0.0094	Продавать	-		
Тверская сб. комп.	TVSB(P)	13	n/a	9	0.021-0.023	Н/Р	Н/Р	0.011-0.012	Н/Р	Н/Р
Удмуртская сб. комп.	UDSB(P)	13	1	14	0.072-0.080	0.0052	Продавать	0.062-0.065	0.0041	Продавать
Владимирэнергосбыт	VDSB	18	12	10	0.325-0.350	0.42	Покупать	-		
Волгоградэнергосбыт	VGSB(P)	32	n/a	15	0.038-0.039	Н/Р	Н/Р	0.031-0.031	Н/Р	Н/Р
Вологодская сб. комп.	VO SB	39	10	10	0.499-0.532	0.51	Держать	-		
Воронежская сб. комп.	VR SB(P)	20	20	n/a	-	Н/Р	Н/Р	-	Н/Р	Н/Р
Ярославская сб. комп.	YR SB(P)	31	20	n/a	-	Н/Р	Н/Р	-	Н/Р	Н/Р

Примечание: цены на 19.02.10

Источник: ММВБ, *РТС, оценки РМГ

Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе (далее по тексту – «Аналитические материалы»), опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Любые инвестиции в ценные бумаги или иные финансовые инструменты могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или недопустимыми для той или иной категории инвесторов. Для принятия решения об осуществлении инвестиций в указанные выше объекты требуется владение существенным опытом и знаниями в финансовой области, позволяющими правильно оценить риски и преимущества таких инвестиций.

Аналитические материалы могут использоваться инвесторами в Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации. Аналитические материалы не адресованы резидентам США, Великобритании, Канады, Австралии или Японии, а также инвесторам других юрисдикций, если только они не относятся к определенным видам инвесторов и не действуют в таких условиях, когда они, в соответствии с законодательством их юрисдикции, имеют право использовать Аналитические материалы. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не несет ответственности за использование Аналитических материалов инвесторами, не уполномоченными их использовать, в соответствии с законодательством их юрисдикции.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Рай, Ман энд Гор секьюритиз не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации.

Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании Рай, Ман энд Гор секьюритиз и могут быть изменены без уведомления. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не обязано обновлять или исправлять неточности, содержащиеся в Аналитических материалах.

Ни Рай, Ман энд Гор секьюритиз, ни кто-либо из директоров, сотрудников, представителей, аффилированных лиц или лицензиатов компании не будут нести никакой ответственности за любые убытки, ущерб или иные последствия, возникшие в результате использования в практической деятельности всей либо части информации, содержащейся в Аналитических материалах.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, распространен или использован иным образом, полностью или частично, без предварительного письменного разрешения Рай, Ман энд Гор секьюритиз.

Все права защищены © [Рай, Ман энд Гор секьюритиз](#), 2010