

Мостострой-11

Июль, 26

Equity Research

Открытие Сибири

Ticker	msts
Price	\$1950
Target price	\$2414
Recom.	покупать

52 нед. max	\$1900
53 нед. min	\$550
Капитализация	\$170mln
PS	0,9
EV/S	0,9
EV/EBITDA	4,6
PE	7,4



Мостострой-11 (MSTS RU) является одной из крупнейших компаний Западной Сибири, специализирующихся на строительстве транспортной инфраструктуры. За время существования компания построила более 3 тыс. различных мостов, крупнейшие реализованные проекты – мост через Обь в районе Сургута и мостовой переход через реку Иртыш в г. Ханты-Мансийск.

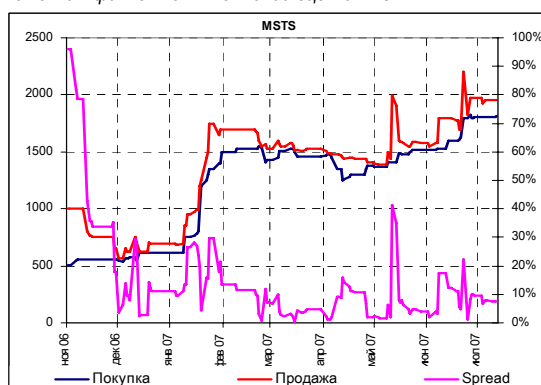
Компании, занимающиеся транспортным строительством, в среднесрочной перспективе имеют большой потенциал роста. На данный момент мы наблюдаем увеличение внимания государства к развитию инфраструктуры, на осуществление крупных инфраструктурных проектов выделяется все больше средств из бюджета и Инвестиционного фонда РФ. Мы прогнозируем, что такая ситуация будет продолжаться ближайшие несколько лет, в предвыборный же год будет появляться все больше новых подобных проектов.

Мы обращаем внимание инвесторов на компанию Мостострой-11, так как она является одной из немногих, которые все еще принадлежат менеджменту. Мы исходим из предположения, что в текущих рыночных условиях компания должна будет продать контрольный пакет акций стратегическому инвестору, чтобы увеличить доступ к административному ресурсу и в результате приобрести дополнительный объем государственных заказов. Такой исход положительно скажется на оценке компании рынком и позволит ей в полной мере реализовать свой потенциал в условиях благоприятной рыночной конъюнктуры.

Мы рекомендуем покупать акции компании. По текущей цене компания торгуется с существенными дисконтами к аналогичным развивающимся рынкам: 13-26% по P/S, 26-30% по EV/EBITDA на 2007 год. Средним значением для развивающихся рынков по P/S на 2007 год является уровень 1.3-1.6, по EV/EBITDA – 12.6-13.8.

Наша оценка компании Мостострой-11 основывается на модели DCF. Справедливая цена подразумевает 24-процентный потенциал роста котировок от текущих уровней. Она также предполагает значение коэффициента P/S 1.1 и EV/EBITDA 12.2 на 2007 год, что несколько ниже уровня аналогичных компаний развивающихся рынков.

Источник: фин. отчеты компании оценка БКС



	2005	2006	2007E	2008E
Revenues, \$ млн	129	189	192	221
EBITDA, \$ млн	12	36	17	22
EBITDA margin	9%	19%	9%	10%
Net margin, \$ млн	8%	12%	6%	6%
P/S		0,9	0,9	0,6
EV/EBITDA		4,6	9,7	7,6
P/E		7,4	15,1	12,8

Жданова Анастасия
 azhdanova@msk.bcs.ru
 +7 495 785 53 36

Настоящий отчет подготовлен компанией "Брокеркредитсервис". Инвесторы при принятии решения о покупке или продаже акций, упомянутых в этом отчете, не должны опираться исключительно на данные и мнения, высказанные в настоящем отчете.

Оценка инвестиционной привлекательности отрасли

Перспективы отрасли

Транспортное строительство, с нашей точки зрения, является привлекательной отраслью благодаря «здоровому» спросу, подкрепленному увеличением государственных и частных инвестиций в развитие инфраструктуры в России.

Как будут тратиться «нефтяные» деньги

В качестве одной из основных целей Инвестиционного фонда было заявлено развитие инфраструктуры, в частности потому, что инвестиции в инфраструктуру имеют антиинфляционное влияние на экономику. Большая часть одобренных на данный момент проектов связана со строительством дорог и транспортной инфраструктуры.

Инвестиционный фонд фактически только начинают расходовать. Большая часть запланированных средств 2006 года не была использована (из 69 млрд руб. было потрачено всего 9 млрд), и такая же ситуация, по ожиданиям Министерства финансов, повторится в 2007 году. Прогнозируется, что из запланированных на 2007 год 110 млрд руб. на утвержденные проекты фонда будет использовано около 55 млрд руб. По предположениям Минфина, нераспределенные средства в 2008 году достигнут 160 млрд руб., а основной объем использования средств фонда придется на 2009-2010 годы. И одна из основных целей, на которые предполагается тратить деньги Инвестиционного фонда, – развитие инфраструктуры.

Кроме того, о планах инвестирования значительных средств в развитие инфраструктуры заявили и крупные монополии.

Инвестиции в акции строителей инфраструктурных объектов – хорошая возможность для диверсификации

Хотя долгосрочно цены на нефть являются решающим фактором при определении потенциала отрасли, в среднесрочной перспективе колебания нефтяных цен мало влияют на котировки акций строителей инфраструктурных объектов. Дело в том, что реализация проектов продолжается обычно несколько лет, и их финансирование планируется заранее. Таким образом, инвестиции в акции данных компаний дают возможность сыграть на стабильно сильном экономическом росте, позволяя избежать рисков, присущих сырьевым компаниям.

Акции компаний отрасли привлекательны на текущих ценовых уровнях

Несмотря на то что котировки большинства компаний отрасли существенно выросли с начала года, их акции остаются привлекательными на текущих ценовых уровнях. Мы предлагаем обратить внимание на сильные фундаментальные предпосылки для инвестирования в отрасль на ближайшие несколько лет.

Оценка привлекательности компании

Мостострой 11 – один из крупнейших строителей инфраструктурных объектов в России

Мостострой-11 – одна из крупнейших компаний, занимающихся строительством транспортной инфраструктуры Сибири. Он также является одной из крупнейших компаний отрасли в России. Трест объединяет 14 территориальных подразделений. За время существования компания построила более 3 тыс. различных мостов, крупнейшие реализованные проекты – мост через Обь в районе Сургута и мостовой переход через реку Иртыш в г. Ханты-Мансийск.

Прогнозируемость денежных потоков

Планы компании связаны с реализацией программы «Сотрудничество» и участием в строительстве дорог (и мостов) к месторождениям для нефтяных компаний, работающих в регионе (ТНК-ВР, Роснефть). Существенный рост доходов от текущих уровней в ближайшие три года не прогнозируется.

Конкурентное положение

Так как в основном на рынке транспортного строительства представлены небольшие по оборотам компании, «формулой успеха» для них является обеспечение доступа к крупным проектам в качестве генподрядчика.

Учитывая, что основной объем строительства будет в ближайшее время приходиться на обе столицы и Сочи, компания несколько выпадает из общего

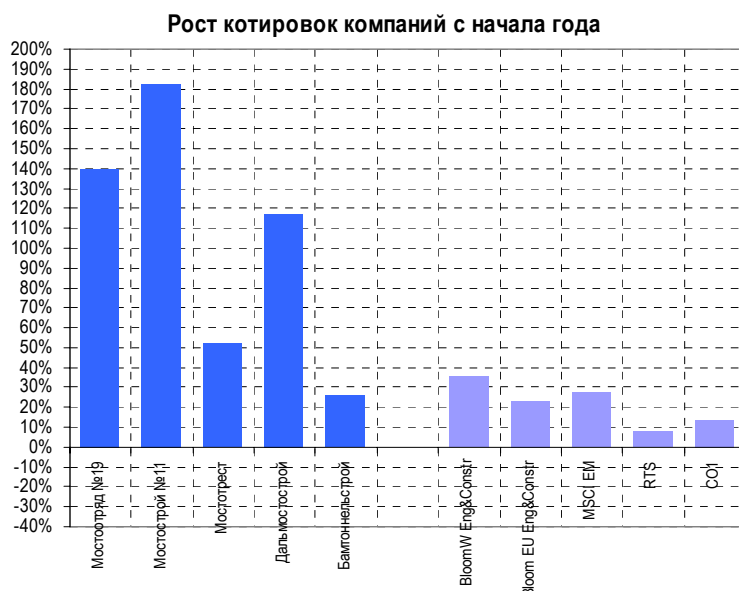
тренда, к тому же даже в Западной Сибири, где Мостострой-11 осуществляет большинство проектов, он сталкивается с существенной конкуренцией (в регионе действуют также компании Сибмост, блокирующий пакет акций которой принадлежит Системе-Галс, НПО «Мостовик» и ЗАО «Уралмостострой»).

Мы исходим из предположения, что компания продаст контрольный пакет акций стратегическому инвестору и приобретет дополнительный объем государственных заказов, увеличив при этом доступ к административному ресурсу. Это может произойти в случае, если строительство автомобильной дороги в рамках проекта «Урал промышленный – Урал Полярный» будет финансироваться из Инвестиционного фонда или если компания начнет более активно работать в других областях.

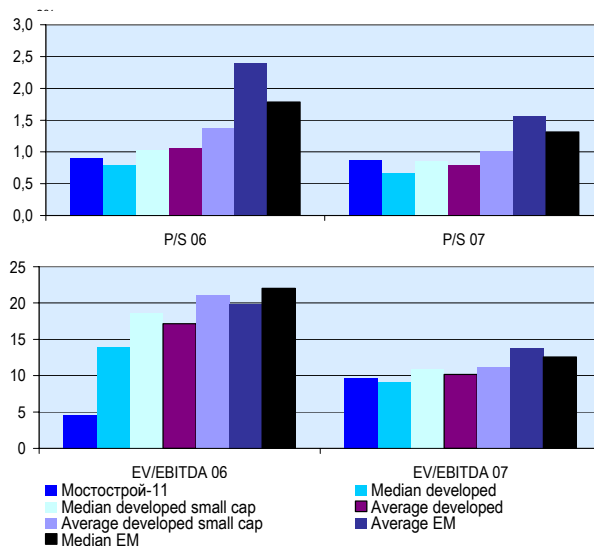
Акции компании умеренно привлекательны на текущих ценовых уровнях

Котировки Мостостроя-11 выросли больше котировок остальных строителей транспортной инфраструктуры с начала года. По основным коэффициентам Мостострой-11 все же торгуется с существенными дисконтами по отношению к аналогичным компаниям развивающихся рынков. Особенно это касается EV/EBITDA, что отражает сравнительно высокие показатели доходности компании.

2007 год не является в полной мере репрезентативным для определения потенциала компании, так как ее прогноз не предполагает роста доходов. Однако ресурсы компании позволяет реализовать большее количество проектов.



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg, оценка БКС

Преимущество компании перед остальными компаниями отрасли

На данный момент, в отличие от других рассмотренных нами компаний в отрасли, Мостострой-11 не имеет внушительного портфеля «обеспеченных» заказов.

Мы считаем, что продажа контрольного пакета акций стратегическому инвестору, который определит новый фронт работ для компании с учетом ее ресурсов, положительно скажется на оценке компании рынком. По своим возможностям Мостострой-11 не уступает лидерам отрасли и может выполнять более масштабные проекты.

Возможные источники финансирования проектов Мостостроя-11

Инвестиционный фонд

Проект «Урал промышленный – Урал Полярный»

В ближайшее время заявку на финансирование из Инвестиционного фонда подаст проект «Урал промышленный – Урал Полярный». Проект направлен на освоение минерально-сырьевой базы Полярного и Приполярного Урала. Среди прочего концепция развития предполагает создание транспортной инфраструктуры в регионе (строительство железной и автомобильной дорог). Предполагается, что объем инвестиций в проект составит около 400 млрд руб. Созданным для реализации проекта ОАО «Корпорация "Урал промышленный – Урал Полярный"» (его акционерами являются Ямал, Югра и Тюменская область – по 32.67% акций, а также фонд стратегических исследований и инвестиций УрФО – 2% акций) была подготовлена заявка на получение финансирования из Инвестиционного фонда РФ.

На разработку документации по строительству железной дороги из Инвестиционного фонда было выделено 6.5 млрд. руб. Однако на данный момент предполагается, что автомагистраль, соединяющая Полярный Урал с крупными городами Тюменской области, ХМАО и ЯНАО, будет строиться в рамках программы «Сотрудничество».

Областная целевая программа «Сотрудничество»

Областная целевая программа «Сотрудничество» является самым крупным источником финансирования дорожного строительства в регионе. Она реализуется органами государственной власти Тюменской области, Ханты-Мансийского автономного округа и Ямало-Ненецкого автономного округа с 2004 года за счет средств, переданных двумя автономными округами в бюджет Тюменской области (налог на прибыль и добычу полезных ископаемых). Фронт работ по программе определен до 2009 года. Бюджет на строительство и реконструкцию дорог на 3 года составляет около 11 млрд руб., Мостострой-11, вероятнее всего, будет осваивать 40-50% этих средств. В 2006 году работы по программе составили две трети всех работ, выполненных компаниями.

Инвестиционные программы нефтяных компаний, работающих в регионе

Мостострой-11 планирует активно участвовать в конкурсах на получение подрядов на строительство дорог (и мостов) к месторождениям для нефтяных компаний, работающих в регионе. Однако частные компании обычно предъявляют гораздо большие требования к эффективности использования средств, чем государственные.

Почему сейчас?

Увеличение инвестиций в инфраструктуру в предвыборный год

На данный момент возникла благоприятная инвестиционная среда для осуществления инфраструктурных проектов: цены на нефть остаются на высоком уровне, проекты по развитию инфраструктуры – одно из основных анонсированных направлений приложения Инвестиционного фонда – в предвыборный год могут набрать обороты. Стоит отметить, что расходование средств фонда фактически только начинается.

Переход контроля над компанией

Судя по всему, в ближайшее время компания будет приобретена игроком с более сильным административным ресурсом, что положительно скажется на ее оценке рынком и позволит ей в полной мере реализовать свой потенциал в условиях благоприятной рыночной конъюнктуры.

Анализ рисков

Риски индустрии

Уменьшение государственных инвестиций в инфраструктурные проекты

Бизнес компаний отрасли в значительной степени зависит от инвестиций государства в инфраструктурные проекты, так как государственные структуры в большинстве случаев выступают в них в качестве заказчика. В среднесрочной перспективе мы считаем риск снижения госинвестиций для предприятий отрасли минимальным, так как и в 2006, и в 2007 годах выделенные в Инвестиционный фонд средства не удалось освоить и на треть (в 2006 году было использовано около 9 млрд руб., в 2007-м, по прогнозу министра финансов, будет потрачено не более 20-30 млрд руб.).

Рост конкуренции

Компания действует в условиях серьезной конкуренции даже в своем регионе (в Западной Сибири работают также такие крупные компании, как Сибмост, блокирующий пакет акций которой принадлежит Системе-Галс, НПО «Мостовик» и ЗАО «Уралмостострой»). Однако опыт работы в регионе может дать компании некоторые преимущества и гарантировать участие во многих крупных местных проектах, хотя бы и в роли субподрядчика.

Непрозрачность отрасли

Строительство инфраструктурных объектов – традиционно одна из самых закрытых отраслей. Ни одна компания отрасли не отчитывается по МСФО, а их отчетность за 2006 год по РСБУ часто недоступна.

Специфические риски компании

Зависимость от крупных проектов

Значительная часть доходов компании в ближайшие три года будет поступать за счет реализации программы «Сотрудничество», оставшуюся же часть запланированных доходов предполагается получить за счет подрядов нефтяных компаний (строительство дорог к месторождениям). От результатов конкурсов будет зависеть, удастся ли Мостострою-11 поддерживать текущий уровень доходов.

Зависимость от изменений цен на сырье

По данным компании, затраты на сырье составляют 41% себестоимости работ. Это означает, что ее результаты сильно зависимы от изменения цен на материалы.

Оценка и целевые уровни

Мы сравнили компанию Мостострой-11 с российскими строителями транспортной инфраструктуры по показателям P/S, EV/EBITDA, EV/S и P/E

Показатели P/S и EV/S Мостостроя-11 немного выше, чем у других рассмотренных нами строителей транспортной инфраструктуры, однако по показателям доходности, а также EV/EBITDA и P/E компания выглядит значительно лучше ближайших аналогов – Мостоотряда №19 и Мостотреста.

		Cap ask	P/S 06	P/S 07	EV/S 06	EV/S 07	EV / EBITDA 06	EV / EBITDA 07	P/E 06	P/E 07
Мостоотряд-19	MSOT RU	220	0,87	0,70	0,73	0,58	15,7	7,7	75	35
Мостотрест	MSTT RU	514	0,89	0,71	1,05	0,84	14,6	10,6	102	35
Мостострой-11	MSTS RU	170	0,90	0,87	0,89	0,87	4,6	9,7	7	15
Бамтоннельстрой	BTST RU	212	0,98	0,85	1,23	1,07	12,5	9,9	10	9
Метрострой	METP RU	133	0,54	0,35	0,48	0,30	9,5	4,3	16	5

Сравнение компании отрасли с зарубежными аналогами

NAME	MC, mln	EV, mln	EV / S			EV / EBITDA			P / E			P / S		
	ASK	USD	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Russian peers														
Мостоотряд №19 (MSOT)	220	184	0,7	0,6	0,5	15,7	7,7	4,1	75,1	34,9	11,6	0,9	0,7	0,6
Мостострой 11 (MSTS)	170	168	0,9	0,9	0,6	4,6	9,7	7,6	7,4	15,1	12,8	0,9	0,9	0,6
Мостотрест (MSTT)	514	612	1,1	0,8	0,7	14,6	10,6	5,5	101,6	35,4	12,2	0,9	0,7	0,6
Метрострой (МЕТР)	133	117	0,5	0,3	0,3	9,5	4,3	3,2	16,4	5,4	5,4	0,5	0,3	0,3
Бамтоннельстрой (BTST)	212	266	1,2	1,1	1,0	12,5	9,9	3,9	9,9	8,6	7,8	1,0	0,9	0,8
Developed peers														
Average	84 536		1,2	0,9	0,7	17,2	10,2	8,6	35,6	21,1	17,5	1,1	0,8	0,7
Медиана			1,0	0,7	0,6	13,9	9,1	8,2	27,4	19,9	16,5	0,8	0,7	0,5
Average small cap			1,4	1,0	0,7	21,0	11,1	8,7	41,2	20,1	14,8	1,4	1,0	0,9
Медиана small cap			1,1	0,9	0,6	18,7	11,0	8,5	39,3	20,7	16,4	1,0	0,9	0,7
MSTS discount to average			-24%	-3%	-18%	-73%	-5%	-12%	-79%	-28%	-27%	-15%	9%	-13%
MSTS discount to median			-14%	18%	6%	-67%	7%	-8%	-73%	-24%	-23%	13%	31%	15%
MSTS discount to average small cap			-35%	-15%	-19%	-78%	-13%	-13%	-82%	-25%	-14%	-35%	-13%	-30%
MSTS discount to median small cap			-21%	-7%	0%	-75%	-12%	-10%	-81%	-27%	-22%	-12%	2%	-9%
Emerging peers														
Average	67 987		2,8	1,7	1,3	19,8	13,8	10,7	71,3	25,4	18,2	2,4	1,6	1,2
Медиана			2,0	1,3	1,0	22,0	12,6	9,9	43,2	26,7	19,5	1,8	1,3	1,0
MSTS discount to average			-68%	-49%	-54%	-77%	-30%	-29%	-90%	-41%	-30%	-62%	-44%	-48%
MSTS discount to median			-55%	-34%	-42%	-79%	-23%	-24%	-83%	-43%	-34%	-50%	-34%	-41%

Источник: Bloomberg, отчеты компаний, оценки БКС

По коэффициентам P/S, EV/S, EV/EBITDA и P/E Мостострой-11 существенно недооценен рынком по сравнению с иностранными аналогами

По показателю P/S за 2007 год Мостострой-11 торгуется дешевле иностранных аналогов развивающихся стран на 34-44%. По сравнению с компаниями развитых рынков Мостострой-11 дисконта не имеет.

По показателю EV/S ситуация сходна, однако дисконт по отношению к развивающимся рынкам увеличивается на 10%.

По показателю EV/EBITDA Мостострой-11 торгуется с дисконтом 23-30% к компаниям развивающихся рынков, по сравнению с развивающимися рынками дисконт мал или отсутствует.

По коэффициенту P/E он торгуется с существенными дисконтами, это отражает сравнительно высокие показатели доходности компании.

Оценка DCF

Оценка методом DCF

Мы провели оценку акций компании Мостострой-11 методом дисконтированных денежных потоков. Средневзвешенная стоимость капитала составляет 18.1%, что отражает относительно небольшую ликвидность акций компании, долгосрочный рост – 5%. Мы заложили в нашу модель постепенное снижение ставки дисконтирования и существенный рост доходов с 2008 года, исходя из предположения, что в ближайшем будущем компания будет продана.

Справедливая цена подразумевает 24-процентный потенциал роста котировок от текущего уровня цены ask. Она также предполагает значение коэффициента P/S 1.1, EV/EBITDA – 5.7.

В нашей модели мы предполагали, что рентабельность по EBIT и EBITDA будет постепенно увеличиваться.

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	Terminal Year
Revenues	189	192	221	254	280	294	308	324	340	357	\$375
Growth, % yoy		2%	15%	15%	10%	5%	5%	5%	5%	5%	5.0%
EBITDA margin	19%	9%	10%	12%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
EBIT margin	18%	7%	8%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%
EBITDA	36	17	22	29	34	37	40	42	44	46	49
EBIT	\$34	\$14	\$18	\$24	\$28	\$30	\$33	\$35	\$37	\$39	\$41
Taxes	\$8	\$3	\$4	\$6	\$7	\$7	\$8	\$8	\$9	\$9	\$10
EBIT(1-t)	26	11	14	18	21	23	25	26	28	30	31
Reinvestment	11	9	11	13	10	5	3	3	3	3	
+D&A	2	3	4	5	6	7	7	7	7	7	
-Capex	-6	-6	-8	-10	-10	-8	-6	-6	-6	-6	
-WCC change	-8	-6	-7	-8	-6	-3	-4	-4	-4	-4	
FCFF	15	2	3	5	11	18	22	24	25	27	31
Terminal Value											410
WACC	18,1%	15,9%	14,6%	13,8%	13,3%	13,0%	12,9%	12,8%	12,7%	12,7%	13%
Total Capital Invested	34	43	54	68	78	83	86	88	91	94	94
Reinvestment Rate	44%	83%	82%	72%	48%	21%	11%	10%	10%	10%	40%
Return on Capital	114%	32%	32%	34%	32%	30%	30%	31%	32%	33%	12,6%
PV Calculations											
Cumulative WACC		1,16	1,33	1,51	1,71	1,94	2,18	2,46	2,78	3,13	
Present Value of FCFF		2	2	3	6	9	10	10	9	9	
PV of TV											\$131
Valuation											
PV of FCFF		\$ 60									
PV of TV		\$ 131									
Operating Assets		\$ 191									
Cash & Equivalents		\$ 20									
Value of Firm =		\$ 212									
- Debt =		\$ 2									
Value of Equity =		\$ 210									
Number of shares		0,09									
Price		\$ 2 414									
Current		\$ 1 950									
Upside		24%									

SCALE	0,50%					
0,50%	Конечный темп роста (%)					
WACC	4,0%	4,5%	5,00%	5,5%	6,0%	
+1%	13,6%	1 964	2 029	2 102	2 184	2 277
+0.5%	13,1%	2 088	2 163	2 248	2 345	2 454
0%	12,6%	2 226	2 315	2 414	2 528	2 659
-0,5%	12,1%	2 383	2 487	2 604	2 740	2 898
-1%	11,6%	2 562	2 684	2 824	2 988	3 181

Информация о компании

Сфера деятельности

Мостострой-11 является одной из крупнейших в Западной Сибири компаний, специализирующихся на строительстве транспортной инфраструктуры. Компания специализируется на строительстве, реконструкции, ремонте и содержании автодорожных мостов и путепроводов.

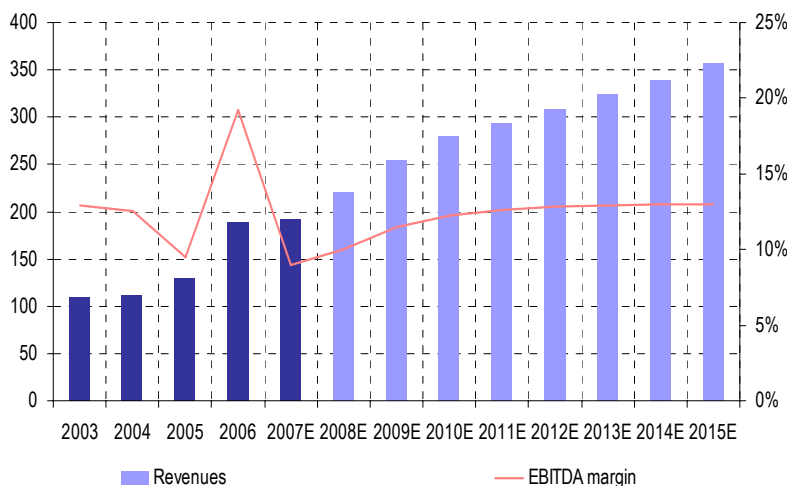
Состав акционеров

Менеджменту компании, по данным квартального отчета за I квартал 2007 года, принадлежало около 80% акций компании.

Ликвидность

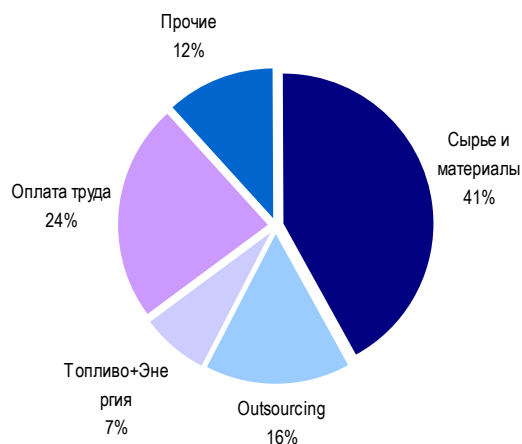
Среднее значение спреда между котировками bid и offer с начала котирования в PTC Board (ноябрь 2006) – 15.1%. Среднее значение за месяц – 9.6%

Прогнозное изменение доходов и доходности



Источник: финансовые отчеты компании, оценка БКС

Структура себестоимости



Источник: финансовые отчеты компании, оценка БКС

SWOT-анализ

Таблица отражает основные сильные и слабые стороны компании, а также возможности увеличения ее стоимости и риски.

Сильные стороны

Компания с уникальным опытом строительства мостов и путепроводов в суровых климатических условиях.

Достаточно высокий уровень доходности по EBITDA.

Слабые стороны

Отсутствие сильного административного ресурса.

Возможности

Продажа контрольного пакета акций стратегическому инвестору.

Риски

Уменьшение финансирования инфраструктурных проектов со стороны государства и крупных монополий.

Проекты компании

Текущий портфель заказов – один из важных факторов оценки компании

Успешность компании данной отрасли в значительной степени зависит от возможности «обеспечить себе доступ» к крупным проектам, следовательно, оценить ее потенциал можно по портфелю текущих и предполагаемых проектов. **При этом важно учитывать, является ли компания генеральным подрядчиком, ведь именно генподрядчик контролирует финансовые потоки в проекте и имеет нормы рентабельности, сильно отличающиеся от норм рентабельности субподрядчика.**

Учитывая, что основной объем строительства будет в ближайшее время приходиться на обе столицы и Сочи, компания несколько выпадает из общего тренда, тем более что даже в Западной Сибири она сталкивается с существенной конкуренцией.

Значительная часть доходов компании в ближайшие три года будет поступать за счет реализации программы «Сотрудничество», оставшуюся же часть запланированных доходов предполагается получить за счет подрядов нефтяных компаний (строительство дорог к месторождениям). От результатов конкурсов будет зависеть, удастся ли компании поддерживать текущий уровень доходов.

Итого

Акции компании привлекательны для инвестиций на текущих ценовых уровнях

Мы рекомендуем покупать акции компании.

- По текущей цене Мостострой-11 торгуется с дисконтами к аналогичным компаниям развивающихся рынков.
- Мы исходим из того, что компанию приобретет стратегический инвестор, способный «обеспечить» для нее дополнительный объем заказов. Такая новость положительно скажется на оценке компании рынком и позволит ей в полной мере реализовать свой потенциал в условиях благоприятной рыночной конъюнктуры.
- Вложение в акции компаний, специализирующихся на строительстве транспортной инфраструктуры, дает возможность сыграть на стабильно сильном экономическом росте, позволяя избежать рисков, присущих сырьевым компаниям.

Сравнительный анализ

NAME	MC, mln	EV, mln	EV / S			EV / EBITDA			P / E			P / S		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Мостострой 11 (MSTS)	170	168	0,9	0,9	0,6	4,6	9,7	7,6	7,4	15,1	12,8	0,9	0,9	0,6
Developed peers														
VINCI SA	37 167	58 948	1,8	1,5	1,4	11,9	9,6	8,9	23,3	18,2	16,5	1,2	1,0	0,9
SKANSKA AB-B SHS	9 203	8 096	0,5	0,4	0,4	10,8	8,9	8,4	18,7	16,3	15,5	0,5	0,5	0,4
EIFFAGE	12 897	29 420	2,2	1,8	1,7	14,8	11,6	10,9	27,3	22,0	20,2	1,0	0,8	0,7
HOCHTIEF AG	7 645	7 498	0,4	0,3	0,3	12,4	8,7	8,1	68,4	51,9	40,4	0,4	0,3	0,3
NCC AB-B SHS	2 951	3 253	0,4	0,4	0,4	8,4	7,3	7,3	12,8	10,8	11,4	0,4	0,3	0,3
BILFINGER BERGER AG	3 180	3 971	0,4	0,4	0,3	12,9	9,1	8,2	27,5	19,1	16,6	0,3	0,3	0,3
IMPREGILO SPA	3 555	3 753	1,2	1,0	0,9		8,5	7,9	20,0	19,3	16,4	1,1	1,0	0,9
PERINI CORP	1 972	1 753	0,6	0,4	0,4	21,7	13,8	11,8	47,5	26,3	23,8	0,6	0,5	0,4
ASTALDI SPA	918	1 372	1,1	0,8	0,7		6,5	5,7	24,3	15,9	13,2	0,7	0,5	0,5
PANTECHNIKI SA	248	363	1,6	1,4		37,4			23,7			1,1	0,9	
J&P-AVAX SA	819	1 036	2,3	1,6	1,4	36,4	18,5	14,4	33,4	20,6	16,5	1,8	1,3	1,1
TERNA SA	948	1 135	2,9	1,9	1,5	18,7	11,7	8,0	43,0	25,8	16,9	2,4	1,6	1,2
CLOUGH LIMITED	233	345	1,0	0,6	0,5		5,4	6,4		10,8	8,2	0,7	0,4	0,3
SEVERFIELD-ROWEN PLC	1 006	927	1,7	1,4	1,2	15,1	10,2	8,9	26,1	20,7	16,3	1,9	1,5	1,4
AECON GROUP INC	541	677	0,7	0,6	0,5	22,5	13,0	10,0	53,4	23,8		0,6	0,5	0,4
HOJGAARD HLDG-B SHARES	194	174	0,2	0,2	0,2	8,5	8,3	4,3	57,3	10,8	11,1	0,2	0,2	0,2
GRUPO SOARES DA COSTA SG	560	789	1,1	0,9	0,8		13,7	11,3	76,6	28,8	20,0	0,8	0,7	0,6
STERLING CONSTRUCTION CO	237	215	0,9	0,7	0,6	8,6	8,0	6,4	17,8	16,4		1,0	0,8	0,7
Average	84 536		1,2	0,9	0,7	17,2	10,2	8,6	35,6	21,1	17,5	1,1	0,8	0,7
Медиана			1,0	0,7	0,6	13,9	9,1	8,2	27,4	19,9	16,5	0,8	0,7	0,5
Average small cap			1,4	1,0	0,7	21,0	11,1	8,7	41,2	20,1	14,8	1,4	1,0	0,9
Медиана small cap			1,1	0,9	0,6	18,7	11,0	8,5	39,3	20,7	16,4	1,0	0,9	0,7
MSTS discount to average			-24%	-3%	-18%	-73%	-5%	-12%	-79%	-28%	-27%	-15%	9%	-13%
MSTS discount to median			-14%	18%	6%	-67%	7%	-8%	-73%	-24%	-23%	13%	31%	15%
MSTS discount to average small cap			-35%	-15%	-19%	-78%	-13%	-13%	-82%	-25%	-14%	-35%	-13%	-30%
MSTS discount to median small cap			-21%	-7%	0%	-75%	-12%	-10%	-81%	-27%	-22%	-12%	2%	-9%
Emerging peers														
CHINA COMMUNICATIONS CONS	33 593	33 110	2,3	1,7	1,3	32,1	21,8	16,3	83,7	54,0	37,5	2,3	1,7	1,3
YTL CORPORATION BERHAD	3 711	7 451	5,3	4,4	4,0	9,2	9,5	9,0	10,1	18,3	15,9	2,6	2,2	2,0
MURRAY & ROBERTS HOLDINGS	3 694	3 545	1,9	1,3	1,0	22,0	14,4	10,3	335,9	26,7	20,0	2,0	1,4	1,0
AVENG LTD	3 299	3 227	1,3	1,0	0,8	21,5	12,6	9,5	36,3	18,8	15,7	1,3	1,0	0,8
GAMUDA BHD	2 372	2 318	7,0	5,7	2,9	58,0	49,0	23,6	52,7	42,7	22,4	7,2	5,8	3,0
CHINA SINOMA INTL ENGINEER	1 247	1 040	1,2	0,6	0,4		14,1		75,4	39,0	25,8	1,4	0,7	0,5
IVRCL INFRASTRUCTURES & PF	1 314	1 423	2,5	1,8	1,4	26,8	19,2	14,5	39,8	27,4	22,3	2,3	1,7	1,3
CONTINENTAL ENGINEERING C	772	978	2,2	2,0		28,8	20,0	16,9	8,4	14,3	12,7		1,6	
CONTINENTAL ENGINEERING C	772	978	1,8	2,2	2,0				9,7			1,4	1,7	1,6
SINO THAI ENGR & CONSTR PC	294	317	0,8	0,5	0,6	-9,3	10,9	9,1	-6,3	24,8	17,8	0,8	0,5	0,5
ITALIAN-THAI DEVELOPMENT PC	1 089	1 531	1,5	1,1	0,9	43,2	12,4	10,6	-19,2	29,8	24,4	1,0	0,8	0,7
ARABTEC HOLDING CO	974	924	1,2	1,2	1,0	12,4	12,5	9,4	16,5	12,3	9,0	1,3	1,2	1,0
MTD CAPITAL BHD	248	466		1,2	0,9		4,8	4,0		8,5	7,2		0,7	0,5
ZELAN BHD	961	923	5,2	2,1	1,3	51,3	15,9	10,3	43,7	20,7	16,7	5,5	2,2	1,4
HIAP HOE LTD	235	275	8,6	2,2	1,9	32,3	22,9	18,1	29,6	28,7	21,5		1,9	1,7
WILSON BAYLY HOLMES-OVCO	1 042	955	1,1	0,8	0,7	18,4	13,6	10,2	33,6	27,0	19,8	1,2	0,9	0,7
ANHUI WATER RESOURCES DE	218	328	1,7				8,6	8,6	52,5			1,2		
XINJIANG URBAN CONSTRUCTIO	247	302	4,4			25,9			75,1			3,6		
SHANGHAI TONGJI SCIENCE-A	259	277	2,5			29,4			93,3			2,4		
TIBET TIANLU CO LTD-A	382	402	6,8						180,5			6,4		
SHANGHAI PUDONG ROAD&BRI	395	422	3,9						43,5			3,7		
TENGDA CONSTRUCTION GROU	310	379	2,2			16,0			41,2			1,8		
LONGJIAN ROAD & BRIDGE CO-	350	440	1,5			40,0			151,2			1,2		
CRBC INTERNATIONAL CO	928	945	1,8						102,2			1,8		
SHANGHAI TUNNEL ENGINEERIN	1 073	1 443	2,0	1,3	1,0	22,0			68,3	37,1	32,5	1,5	1,0	0,8
ENGINEERS INDIA LTD	689	540	4,0	3,6	2,9	15,9	10,8	9,6	19,1	14,4		5,1	4,6	3,6
GAMMON INDIA LIMITED	1 074	1 209	2,6	1,9	1,4	26,3	19,2	14,9	44,8	29,8	22,9	2,3	1,7	1,3
HINDUSTAN CONSTRUCTION CO	862	938	1,6	1,2	1,0	16,4	12,2	9,7	35,9	23,9	19,1	1,4	1,1	0,9
PROCHEM	142	128	1,5			23,4			43,2			1,7		
Average	67 987		2,8	1,7	1,3	19,8	13,8	10,7	71,3	25,4	18,2	2,4	1,6	1,2
Медиана			2,0	1,3	1,0	22,0	12,6	9,9	43,2	26,7	19,5	1,8	1,3	1,0

Источник: Bloomberg, отчеты компаний, оценки БКС

BCS Research Group

Макс Шейн

Руководитель департамента
Нефть, нефтехимия
brit@msk.bcs.ru

Ирина Филатова

Электроэнергетика
ifilatova@msk.bcs.ru

Денис Мухин

Банки, телекомы, валюта
dmuhin@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский

Ассистент
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Алена Чигринская

Ассистент
achigrinskaya@msk.bcs.ru

Екатерина Кравченко

Нефть и газ, медиакомпания
ekravchenko@msk.bcs.ru

Татьяна Бобровская

Пищепром, розница, потребительские товары
tbovovskaya@msk.bcs.ru

Андрей Полищук

Ассистент
apolishuk@msk.bcs.ru

Филипп Балобанов

Ассистент
fbalobanov@msk.bcs.ru

Вячеслав Жабин

Металлургия, горнодобывающая промышленность
sla@msk.bcs.ru

Севастьян Козицын

Машиностроение
skozitsyn@msk.bcs.ru

Анастасия Жданова

Транспорт, химия, нефтехимия
azhdanova@msk.bcs.ru

Светлана Макеева

Корректор
smiheeva@msk.bcs.ru

+7 495 785 5336

BCS Equity Sales & Trading

Евгений Старцев

Директор департамента
внебиржевых операций
estartsev@msk.bcs.ru
+7 495 785 7475

Павел Васев

Консультант по инвестициям
pvasev@msk.bcs.ru
+7 495 380 1595

Сергей Цуркан

Sales Trader
sts@bcs.ru
+7 383 211 9090

Денис Новиков

Главный трейдер
dnovikov@msk.bcs.ru
+7 495 785 7467

Ольга Карельская

Консультант по инвестициям
karelya@msk.bcs.ru
+7 495 785 07468

Евгений Тупикин

Старший Финансовый советник
etupikin@msk.bcs.ru

Ринат Темербеков

Sales Trader
rinat@bcs.ru

Андрей Бычин

Консультант по инвестициям
abichin@msk.bcs.ru
+7 495 755 9290

Альберт Хусаинов

Консультант по инвестициям
ahusainov@msk.bcs.ru
+7 495 785 7476

Александр Пименов

Финансовый советник
apimenov@msk.bcs.ru

All material presented in this report, unless specifically indicated otherwise, is under copyright to BrokerCreditService (BCS). None of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party, without the prior express written permission of BCS.

The information, tools and material presented in this report are provided to you for information purposes only and are not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. BCS may not have taken any steps to ensure that the securities referred to in this report are suitable for any particular investor. BCS will not treat recipients as its customers by virtue of their receiving the report. The investments or services contained or referred to in this report may not be suitable for you and it is recommended that you consult an independent investment advisor if you are in doubt about such investments or investment services.

Information and opinions presented in this report have been obtained or derived from sources believed by BCS to be reliable, but BCS makes no representation as to their accuracy or completeness. Additional information is available upon request. BCS accepts no liability for loss arising from the use of the material presented in this report, except that this exclusion of liability does not apply to the extent that liability arises under specific statutes or regulations applicable to BCS. This report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. BCS may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Those reports reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them and BCS is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this report.

Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is made regarding future performance. Information, opinions and estimates contained in this report reflect a judgement at its original date of publication by BCS and are subject to change without notice. The price, value of and income from any of the securities or financial instruments mentioned in this report can fall as well as rise.

Copyright BrokerCreditService, 2007. All rights reserved.