

**Автор отчета:**

Семеновых Денис, аналитик, semenovykhd@sovlink.ru

# Обзор компаний инфраструктурного строительства

## ПОКУПАТЬ: VLGM, MSTS, CDST

**Stock data**

Ticker	<b>VLGM</b>	M.Cap, \$ mn	87
Shares Ords	1 417 320	Free Float, %	6-8
Bid Ords, \$	50	Offer Ords, \$	60
<b>Target price, \$</b>	<b>116</b>	<b>Upside, %</b>	<b>112</b>

**Stock data**

Ticker	<b>MSTS</b>	M.Cap, \$ mn	87
Shares Ords	3 231 112	Free Float, %	15-20
Bid Ords, \$	1 055	Offer Ords, \$	1 380
<b>Target price, \$</b>	<b>5209</b>	<b>Upside, %</b>	<b>313</b>

**Stock data**

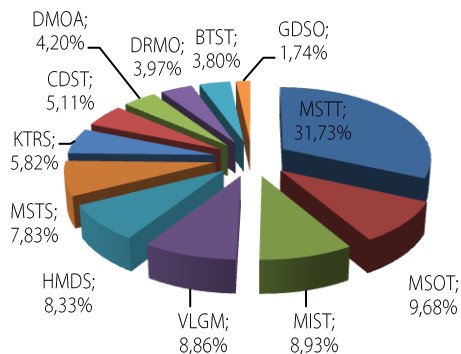
Ticker	<b>CDST</b>	M.Cap, \$ mn	45
Shares Ords	348 660	Free Float, %	7-8
Bid Ords, \$	50	Offer Ords, \$	76
<b>Target price, \$</b>	<b>195</b>	<b>Upside, %</b>	<b>209</b>

- Мы выпускаем обзор компаний инфраструктурного транспортного строительства в преддверии публикации годовой отчетности по итогам 2010 года. Мы ожидаем, что хорошие отчеты Волгомоста, Мостострой-11 и Центродорстрой приведут к оживлению интереса инвесторов к данному сектору рынка.
- Основным драйвером роста сектора являются государственные программы по развитию транспортной инфраструктуры, а также возможные процессы консолидации внутри сектора.
- В настоящее время только 40% дорог отвечают нормативным требованиям к транспортно-эксплуатационным показателям по сети автомобильных дорог общего пользования федерального значения.
- За период 2000-2009 общая протяженность автомобильных дорог с твердым покрытием в России выросла на 3%, в то время как число легковых автомобилей возросло на 63%.
- ФЦП «Развитие транспортной системы России (2010 - 2015 годы)» включает в себя подпрограмму «Автомобильный транспорт», на которую будет выделено около 4 трлн рублей в ценах соответствующих лет.
- Олимпийские стройки в Сочи, проведение Чемпионата мира по футболу в 2018 году в России, саммит АТЭС во Владивостоке в 2012, Универсиада в Казани в 2013, борьба с «пробками» в Москве предполагают развитие транспортной инфраструктуры.

	Mcap, \$ mln	P, midmarket USD	Bid/Offer spread	Net Debt/ EBITDA 12m, IIIq10-IIIq09	EV/EBITDA 12m, IIIq10-IIIq09	P/S 12m, IIIq10-IIIq09	P/E 12m, IIIq10-IIIq09	P/BV 12m, IIIq10-IIIq09
МОСТОТРЕСТ (MSTT)	2 427	9	3%	2,05	18,16	2,41	19,36	8,07
Ханты-Мансийскдорстрой (HMDS)	360	160	13%	-0,27	10,65	1,36	12,15	5,14
МИС (MIST)	182	20	22%	6,81	14,90	0,64	10,73	4,18
Бамтоннельстрой (BTST)	158	1400	17%	3,16	12,64	1,31	17,04	1,02
Мостоотряд №19 (MSOT)	114	1 500	170%	-0,76	7,72	0,69	8,12	1,41
Дальмостострой (DMOA)	107	160	10%	-1,94	-	0,80	-	2,06
Волгомост (VLGM)	87	55,00	20%	3,97	3,98	0,25	2,02	0,75
Мостострой-11 (MSTS)	87	1215	31%	0,20	1,35	0,35	1,81	0,75
Трансстрой (KTRS)	79	1,24	33%	3,45	9,19	0,43	7,07	0,72
Дормост (DRMO)	62	101	9900%	0,86	4,43	0,49	31,35	6,17
Гордорстрой (GDSO)	57	136	1032%	-0,57	1,67	1,03	32,60	1,13
Центродорстрой (CDST)	45	63	44%	-1,94	6,48	0,28	7,65	0,65
<b>Mean</b>				<b>0,71</b>	<b>8,29</b>	<b>0,84</b>	<b>13,63</b>	<b>2,67</b>
<b>Median</b>				<b>1,25</b>	<b>7,72</b>	<b>0,66</b>	<b>10,73</b>	<b>1,27</b>

## Компании мостостроения

Доли рынка



Мы рассмотрели 12 компаний сектора, специализирующихся на строительстве мостов, эстакад, путепроводов.

Лидером сектора является компания Мостотрест (доля рынка 32%), капитализация которой более чем в 20 раз превышает среднюю капитализацию других рассмотренных компаний, а выручка в 5 раз. С начала 2009 года капитализация Мостотреста выросла в 6,5 раз. Во многом рост рыночной капитализации компании связана с повышением информационной прозрачности и улучшением корпоративного управления, в 2010 году компания впервые опубликовала отчетность по МСФО, деятельность компании освещается аналитиками. После проведенного IPO в ноябре 2010 года, входе которого было привлечено \$388 млн, рыночная капитализация компании выросла еще в 1,5 раза. Показательным является тот факт, что показатель рентабельности капитала компании составляет 22,3%, в то время как среднее значение ROE для остальных рассмотренных компаний малой капитализации - 4,03%. Мостотрест может являться ориентиром роста для других успешных компаний сектора.

Выручка строительных компаний транспортной инфраструктуры (млрд руб.)



Для анализа компаний малой капитализации большое значение мы придаем анализу прибыли и выручки. Прибыли компаний мостостроительного сектора значительно упали по результатам кризисного 2009 года, однако многим компаниям удалось восстановить рост прибыли в 2010 году. По нашим оценкам наибольший рост прибыли по итогам 2010 года покажет Центродорстрой (+114%). Также обращают на себя внимания устойчивый рост прибыли Мостотреста (AMR +73%), Волгомоста (+63%), Мостостроя-11 (+53%).

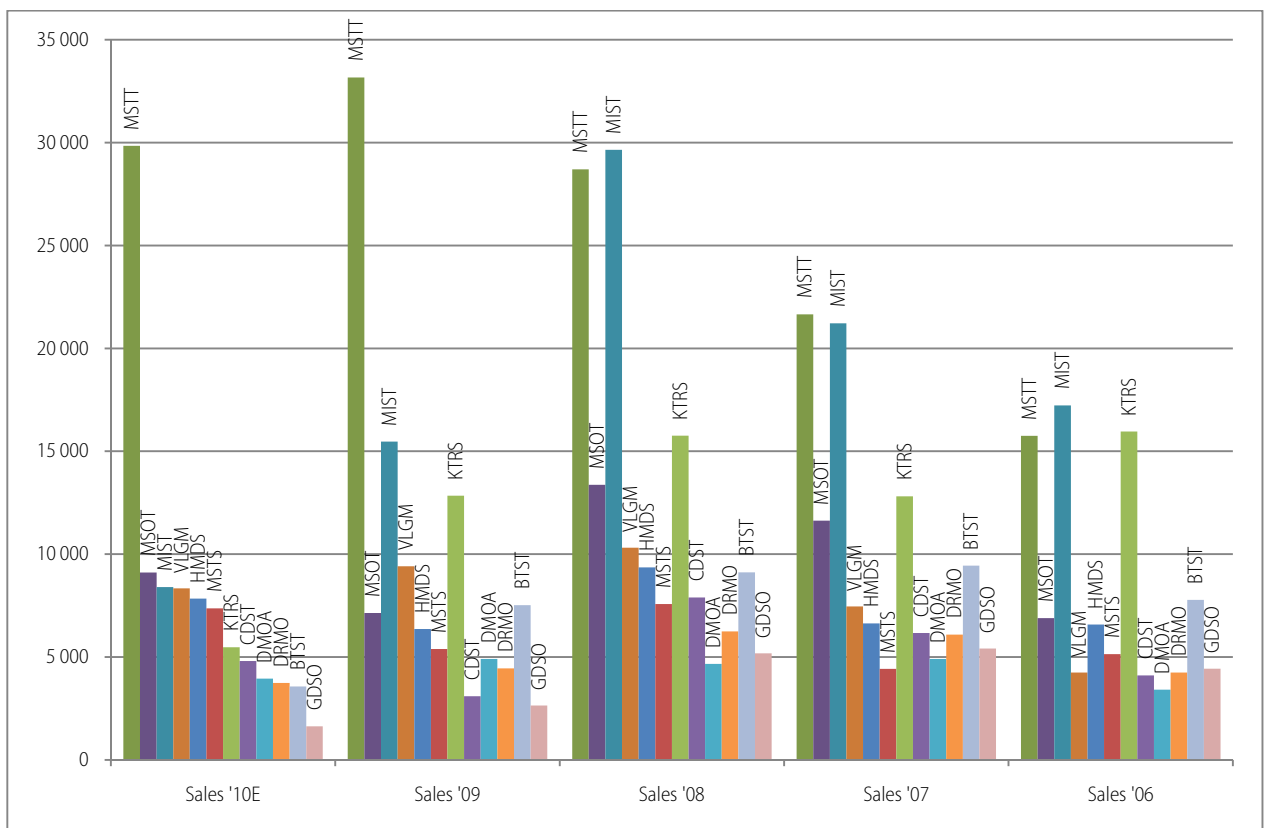
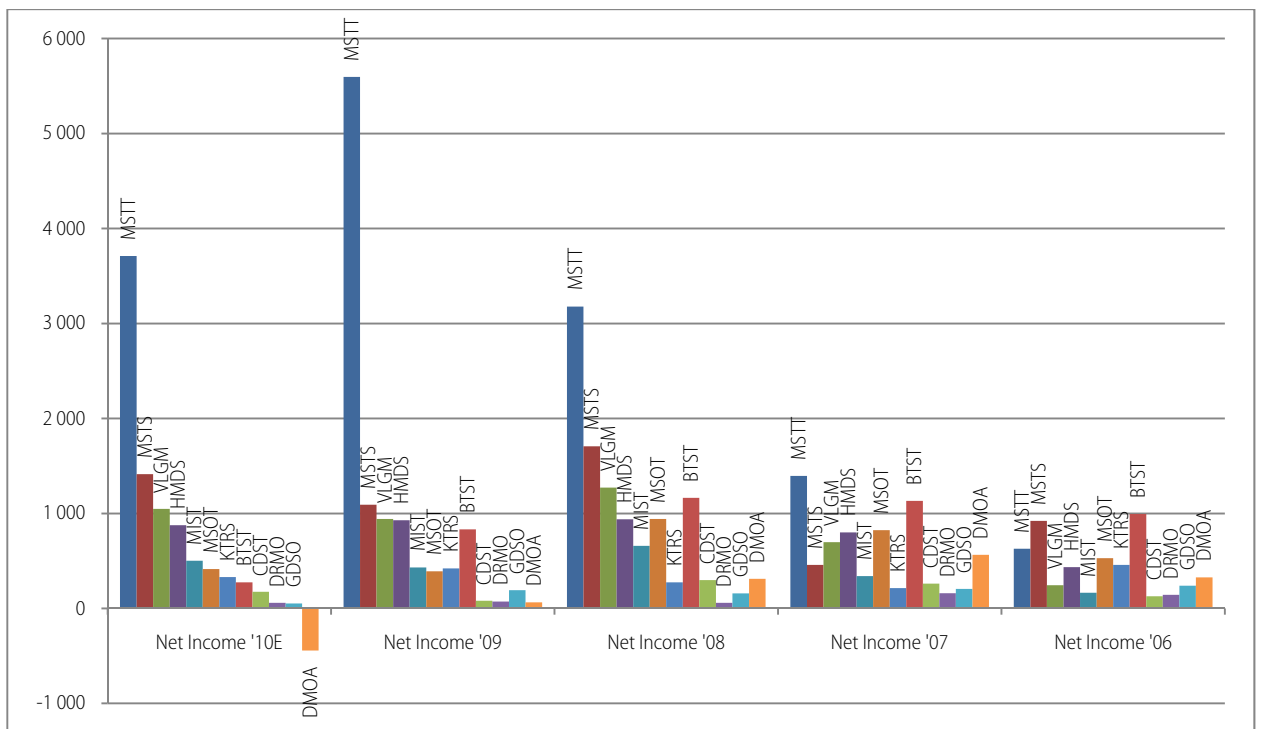
Капитализация мостостроителей сильно недооценена по мультипликатору P/S, среднее значение для сектора составляет 0,84 (медиана 0,66).

Фактором роста рентабельности мостостроительных компаний является снижение стоимости цемента, бенчмарка цены на большинство строительных материалов на 13,8% в 2010 году.

Отметим, что низкая ликвидность является существенным риском инвестирования в бумаги компаний сектора строительства транспортной инфраструктуры.

■ Протяженность дорог с твердым покрытием (+3%)  
■ Количество легковых автомобилей (+66%)



**Динамика прибыли/выручки 2006-2010, млн руб.**


**ПОКУПАТЬ**

**Целевая цена: US\$ 5209**  
**Потенциал роста: 313%**

**Stock data**

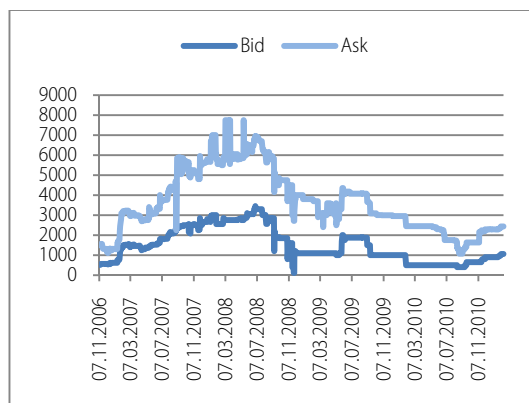
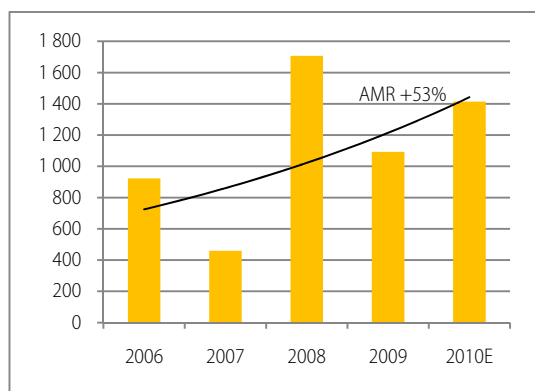
Ticker	MSTS	M.Cap, \$ mn	87
Shares Ords	3231112	Free Float, %	15-20
Bid Ords, \$	1055	Offer Ords, \$	1380

**Market performance**

		1 month	6 months
Price change, %		6,33	39,14
Price change relative			
RTS-2 index, %		7,41	15,49
High	Ords	1217,5	1217,5
Low	Ords	1140	535

**Financials, 2010E**

Revenue, \$ mn	248,74	EV/S	0,41
EBITDA, \$ mn	75,12	P/E	1,81
Net income, \$ mn	47,76	EV/EBITDA	1,35
Revenue change, % y-o-y	60%	Net income change, % y-o-y	111%
ROE	7,03%		

**Динамика стоимости акций**

**Динамика изменения прибыли, млн руб.**


## Мостострой-11

Мостострой-11 одна из крупнейших мостостроительных компаний Западной Сибири, занимается строительно-монтажными работами в сфере строительства дорог, мостов, путепроводов.

В марте 2010 Мостотрест приобрел 25,002% акций Мостостроя-11, мы положительно оцениваем влияние первого примера консолидации внутри сектора. Также среди акционеров менеджмент компании (доля 42%), доля генерального директора Руссу Николая Александровича составляет 12%. По итогам деятельности в 2008 году компания выплатила 279 944 тыс руб. дивидендов (3230 рублей на акцию), в другое время компания существенных дивидендов не выплачивала.

На протяжении пяти лет компания демонстрирует значительный рост прибыли (AMR +53%) и выручки (+16%). По итогам 2010 года прибыль компании, по нашим оценкам, вырастет на 29%.

На сегодняшний день компания торгуется с дисконтом к аналогу, P/S 0,35 ниже среднего значения среди мостостроителей 0,84, P/E Мостострой-11 находится на уровне 1,81, что существенно ниже среднего значения для сектора 13,63. Рыночная капитализация компании находится ниже балансовой стоимости активов, P/BV 0,75.

Акции Мостострой-11 котируются на RTS Board с ноября 2006 года, за это период стоимость акций выросла на 61%. Однако к максимуму марта 2008 года, капитализация компании упала на 69%. Значения мультипликаторов P/S и P/E в тот период в несколько раз превышал нынешний уровень.

P/E '10	1,81
P/E '07	12,98
P/S '10	0,35
P/S '07	1,35

Приводя оценку капитализации компании к среднерыночным значениям по сектору мостостроителей, мы получаем диапазон справедливой цены \$4777-\$5640 за обыкновенную акцию (upside 279%-348%).

Мостострой-11 демонстрирует высокий уровень рентабельности капитала в сравнении с другим рассмотренными компаниями малой капитализации, ROE 7,03%.

Средний спред bid/offer с начала торгов составлял 81%, в феврале 2011 года спред сузился до 30,8%. Free-float компании по нашим оценкам составляет 15-20%

Среди крупных действующих заказов Мостостроя-11 нужно выделить строительство транспортной развязки в двух уровнях на автомобильной дороге М-27 Джубга-Сочи на сумму 2,3 млрд руб, срок окончания строительства начало 2012 года. Объект сможет обеспечить порядка 15% от величины выручки 2010 года на 2011 и 2012 года.

**ПОКУПАТЬ**
**Целевая цена: US\$ 116**
**Потенциал роста: 112%**
**Stock data**

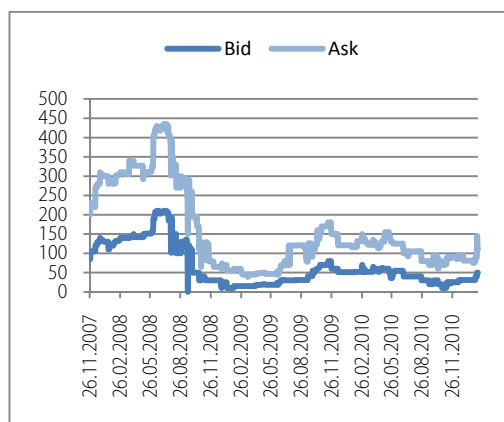
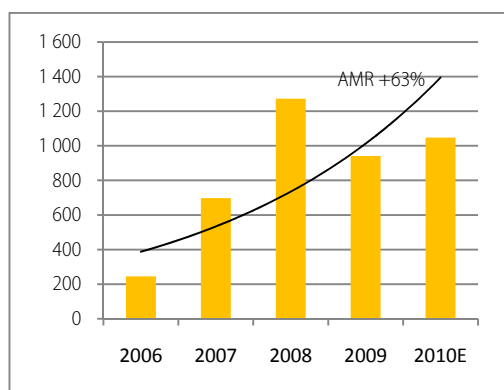
Ticker	VLGM	M.Cap, \$ mn	87
Shares Ords	1417320	Free Float, %	6-8
Bid Ords,	50	Offer Ords, \$	60

**Market performance**

		1 month	6 months
Price change, %		35,80	4,76
Price change relative			
RTS-2 index, %		36,88	-18,89
High	Ords	55	52,75
Low	Ords	37,50	30

**Financials, 2010E**

Revenue, \$ mn	281,61	EV/S	0,59
EBITDA, \$ mn	41,87	P/E	0,25
Net income, \$ mn	35,40	EV/EBITDA	3,98
Revenue change, % y-o-y	-17%	Net income change, % y-o-y	15%
ROE	6,59%		

**Динамика стоимости акций**

**Динамика изменения прибыли, млн руб.**

**Волгомост**

Волгомост - крупная строительная компания основными видами деятельности, которой являются: строительство, инженерные изыскания для строительства, архитектурная деятельность в области строительства транспортной инфраструктуры. Компания осуществляет свою деятельность преимущественно в Приволжском и Южном федеральном округах.

На протяжении последних пяти лет прибыль компании росла со средним темпом 63% в год. По итогам периода III квартал 2010- III квартал 2009 прибыль Волгомоста выросла на 15%.

Компания выглядит недооцененной по сравнению с аналогами. Сопоставляя уровень прибыльности компании с аналогами по мультипликаторам EV/EBITDA, P/S, P/E, P/BV, мы выходим на справедливую стоимость акции в диапазоне \$100-\$133.

Акции Волгомоста котируются на RTS Board с ноября 2007 года, за это период цена обыкновенной акции компании упала на 45% (high \$218 +75% к текущему уровню). Сопоставляя уровень прибыли компании с рыночной капитализацией по итогам 2007 и на сегодняшний день, мы полагаем, что существует высокая вероятность возвращения капитализации на докризисный уровень.

P/E '10	2,02
P/E '07	8,20
P/S '10	0,25
P/S '07	0,77

По данным отчетности, половина УК компании принадлежит четырем кипрским компаниям, еще 18,75% находится у номинального держателя ДКК. Также известно, что компания подконтрольна группе СОК Юрия Качмазова, на официальном сайте группы сообщается, что Волгомост входит в Группу СОК.

Отметим наметившийся рост интереса инвесторов к данной бумаге, в феврале спред bid/offer сузился до 20%, по сравнению со средним значением 76% за всю историю бумаги на бирже.

В портфеле компании - действующие до 2015 года госзаказы на сумму 14,4 млрд руб., при линейном распределении мы можем говорить о том, что компания уже обеспечила себе треть выручки 2010 года на следующие пять лет.

Крупнейшие объекты	Сумма, млн руб.	Срок сдачи
Строительство автомагистрали М-29 "Кавказ" на участке объезда города Беслан	4 831,15	01.11.2015
Реконструкция мостового перехода через реку Вятка автомобильной дороги М-7 "Волга"	3 298,10	01.01.2012
Выполнение работ по реконструкции автомобильной дороги А-155 со строительством моста в Карачаево-Черкесской Республике	2 212,88	01.10.2014
Выполнение работ по строительству объезда г.Краснослободск автомобильной дороги М-5 "Урал"	1 617,85	01.10.2013
Строительство автомобильной транспортной развязки "Аэропорт" на автомобильной дороге Адлер - Красная Поляна	1 369,59	01.07.2012

**ПОКУПАТЬ**
**Целевая цена: US\$ 195**
**Потенциал роста: 209%**
**Stock data**

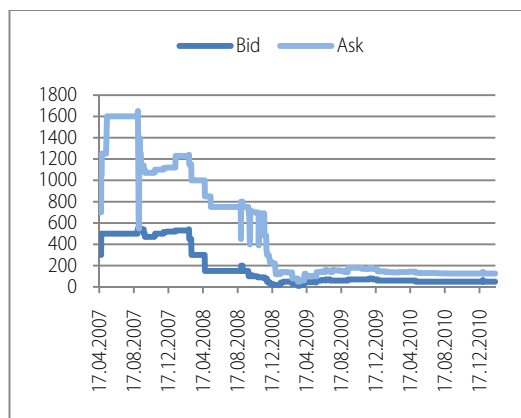
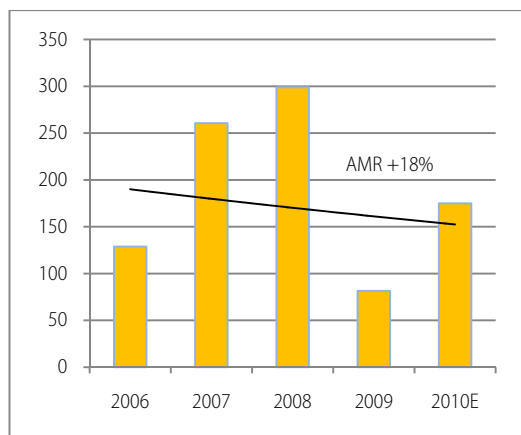
Ticker	CDST	M.Cap, \$ n	45
Shares Ords	348660	Free Float, %	7-8
Bid Ords, \$	50	Offer Ords, \$	76

**Market performance**

		1 month	6 months
Price change, %		0	-3,08
Price change relative			
RTS-2 index, %		1,08	-20,57
High	Ords	63	70,5
Low	Ords	63	63

**Financials, 2010E**

Revenue, \$ mn	162,26	EV/S	0,4
EBITDA, \$ mn	9,97	P/E	7,65
Net income, \$ mn	5,91	EV/EBITDA	6,48
Revenue change, % y-o-y	55%	Net income change, % y-o-y	115%
ROE	3,46%		

**Динамика стоимости акций**

**Динамика изменения прибыли, млн руб.**


## Центродорстрой

Центродорстрой является одним из крупнейших подрядчиков в России по дорожному строительству в московском регионе (строительство и реконструкция МКАД), а также занимается реконструкцией автомагистрали в Индии.

Компания на 89% принадлежит Инвестиционной группе "ОЛМА".

По нашим оценкам Центродорстрой продемонстрировал наибольший рост выручки и прибыли за период III квартал 2010- III квартал 2009 (+55,3%, +114,7% соответственно). В течение пяти лет выручка компании в среднем увеличивалась на 18%, а прибыль на 39%.

Показатель рентабельности капитала по результатам 2010 года на уровне 3,08%.

Компания выглядит недооцененной относительно других мостостроителей - P/S 0,28, P/E находится на уровне 7,65. Рыночная капитализация компании находится ниже балансовой стоимости активов, P/BV 0,65. Особенностью компании является отсутствие долговой нагрузки в балансе по РСБУ.

Акции Центродорстроя котируются на RTS Board с апреля 2007 года, за это период цена обыкновенной акции компании упала на 82%, Докризисные показатели P/E и P/S существенно выше текущих значений, мы полагаем, что компания имеет потенциал к возвращению на уровень капитализации апреля 2008 года с притоком ликвидности в данный сектор рынка.

P/E '10	7,65
P/E '07	17,35
P/S '10	0,28
P/S '07	0,73

Оценивая справедливую стоимость компании по среднему значению мультипликаторов рассмотренных компаний, мы полагаем, что справедливая стоимость обыкновенных акций находится в диапазоне \$166-\$223 (+164%-254% к текущей цене).

Основным риском инвестирования является риск, связанный с низкой ликвидностью акций компании, на сегодняшний день спред bid/offer составляет 44%. Free-float компании по нашим оценкам составляет 7-8%.

**Сравнительная оценка**

	Mcap, mln \$	S	E	ND	BV	EBITDA	EV/EBITDA	P/S	P/E	P/BV
Ханты-Мансийскдорстрой (HMDS)	359,93	268,00	29,98	-9,30	70,90	35,07	10,65	1,36	12,15	5,14
МИС (MIST)	182,03	287,03	17,17	155,05	44,09	22,77	14,90	0,64	10,73	4,18
Бамтоннельстрой (BTST)	157,90	122,07	9,38	53,25	156,12	16,85	12,64	1,31	17,04	1,02
Мостоотряд №19 (MSOT)	113,65	311,43	14,16	-11,33	81,71	14,90	7,72	0,69	8,12	1,41
Дальмостострой (DMOA)	107,08	135,08	15,18	26,76	52,55	-13,79	-	0,80	-	2,06
<b>Волгомост (VLGM)</b>	<b>87,00</b>	<b>284,98</b>	<b>35,82</b>	<b>168,09</b>	<b>96,67</b>	<b>42,37</b>	<b>3,98</b>	<b>0,25</b>	<b>2,02</b>	<b>0,75</b>
<b>Мостострой-11 (MSTS)</b>	<b>86,67</b>	<b>251,72</b>	<b>48,33</b>	<b>15,16</b>	<b>116,30</b>	<b>76,02</b>	<b>1,35</b>	<b>0,35</b>	<b>1,81</b>	<b>0,75</b>
Трансстрой (KTRS)	78,99	187,14	11,31	48,02	111,52	13,93	9,19	0,43	7,07	0,72
Дормост (DRMO)	62,35	127,80	2,01	15,21	10,22	17,68	4,43	0,49	31,35	6,17
Гордорстрой (GDSO)	56,68	55,80	1,76	-29,57	50,72	51,98	1,67	1,03	32,60	1,13
<b>Центродорстрой (CDST)</b>	<b>45,21</b>	<b>164,20</b>	<b>5,98</b>	<b>-19,60</b>	<b>70,79</b>	<b>10,08</b>	<b>6,48</b>	<b>0,28</b>	<b>7,65</b>	<b>0,65</b>
mean							7,30	0,69	13,05	2,18
median							7,10	0,64	9,42	1,13
<b>VLGM Target Mcap, mln \$</b>										
mean							66,62	128,21	145,85	240,19
median							50,24	118,69	105,30	124,64
Multiple's weight							0,25	0,25	0,25	0,25
Fair Mcap range							188,37	251,27		
Ord.shares target price fair range							99,68	132,97		
<b>MSTS Target Mcap, mln \$</b>										
mean							539,88	174,52	630,89	253,48
median							524,45	161,55	455,51	131,54
Multiple's weight							0,25	0,25	0,25	0,25
Fair Mcap range							414,06	488,83		
Ord.shares target price fair range							4 777,46	5 640,09		
<b>CDST Target Mcap, mln \$</b>										
mean							82,60	112,49	77,14	152,47
median							70,74	104,13	55,69	79,12
Multiple's weight							0,25	0,25	0,25	0,25
Fair Mcap range							77,42	103,71		
Ord.shares target price fair range							166,54	223,10		

## 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)

©2008г., 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.