

Соединяя берега

Обзор компаний сектора мостостроения

**Фондовый центр «Инфина»
Июнь 2008**

infin



Фондовый центр «Инфина»
114115, Москва, Кожевнический 1-й пер., д. 6, стр. 1, оф. 107,
Тел. 780-43-43, факс (495) 780-80-96

СОДЕРЖАНИЕ

| | |
|--|----|
| ■ Инвестиционное заключение | 3 |
| ■ Состояние и перспективы развития дорожной отрасли | 4 |
| ■ Компании мостостроения | 6 |
| ■ Факторы роста и преимущества сектора мостостроения | 8 |
| ■ Отраслевые риски | 10 |
| ■ Оценка стоимости МСК | 11 |
| ■ ОАО «Мостотрест» | 13 |
| ■ ОАО «Мостострой-11» | 16 |
| ■ ОАО «Мостоотряд-19» | 18 |
| ■ ОАО «Дормост» | 20 |
| ■ ОАО «Дальмостострой» | 22 |
| ■ ОАО «Волгомост» | 23 |
| ■ ОАО «Мостострой-6» | 25 |



Инвестиционное заключение

Сектор недооценен на 40%

Мы провели переоценку мостостроительного сектора и считаем его существенно недооцененным. По большинству акций компаний мы выставляем рекомендацию «покупать» с потенциалом роста в целом по сектору не менее 40%.

■ Модернизация транспортной инфраструктуры объявлена **важнейшим инвестиционным направлением** развития народного хозяйства страны.

■ В Программах модернизации транспортной системы России предусмотрено **финансирование проектов автодорожной отрасли в размере 7.5 трлн. рублей**. Значительное финансирование государством дорожной инфраструктуры, а также развитие **концессионных проектов** гарантирует наличие постоянных заказов мостостроительным компаниям.

■ Мы рассчитываем, что в течение 2008 года должна определиться ситуация с выделением подрядов на строительство олимпийских объектов **в Сочи**, где значительное место отведено объектам транспортной инфраструктуры. Отечественные мостостроительные компании имеют хорошие перспективы пополнить свои портфели сочинскими заказами.

■ В ближайшие годы на территории России **будут построены 9 внеклассных вантовых мостов**, а также начнется сооружение трехкилометрового моста на остров Русский (Владивосток).

■ Мы предполагаем в предстоящие годы ежегодный **рост сектора российского мостостроения на уровне 40-60%**.

■ Мы ожидаем устойчивый **рост рентабельности** компаний мостостроения. Положительное влияние окажут замедление темпов удорожания цен на строительные материалы и завершение работ по низкорентабельным проектам, заключенным компаниями в предшествующий период борьбы за выживание.

■ **Сектор недооценен рынком**. Мы провели оценку справедливой стоимости мостостроительных компаний на основании методики, разработанной специалистами ФЦ Инфина, а также с использованием традиционных мультипликаторов. Мы считаем, что **потенциал роста сектора мостостроения составляет 40%** (без учета вклада ОАО Мостотрест). Мы рекомендуем вложения в акции мостостроительных компаний на среднесрочный период. ■

| Тикер | ГРК | Потенциал | Рекомендация |
|-------|---------------|----------------|------------------|
| mstt | Мостотрест | 84% (2008F) | покупать |
| msot | Мостоотряд-19 | 57% | покупать |
| msts | Мостострой-11 | 51% | покупать |
| drmo | Дормост | 51% | покупать |
| vlgm | Волгомост | 39% | покупать |
| dmoa | Дальмостстрой | 0% | продавать |
| mstf | Мостострой-6 | 0% | N/R |

Дорога рождает богатство

Состояние и перспективы развития дорожной отрасли

■ **Модернизация дорожной отрасли и в целом транспортной инфраструктуры объявлена важнейшим инвестиционным направлением развития народного хозяйства страны.**

Мы считаем компании мостостроения перспективными на ближайшие годы инвестициями, в первую очередь, в связи с проводимой модернизацией транспортной инфраструктуры России.

Национальная значимость. Существенную роль для развития бизнеса, наряду с макроэкономической стабильностью, играет развитость инфраструктуры в стране. Мультипликативный экономический эффект от строительства дорожных объектов значителен: один рубль капиталовложений в автомобильно-дорожный сектор «зарабатывает» более 39 руб. валового внутреннего продукта.

По данным ЕС, развитые страны теряют 3% ВВП из-за недостаточного развития дорожной сети.

В нашей стране экономические потери, связанные с качеством дорог, составляют 4-6% ВВП России.

Поэтому эта проблема не может не волновать руководство страны, так как потребности в транспортных услугах постоянно растут, а существующая инфраструктура не в состоянии обеспечить запросы современной экономики.

В соответствии с Бюджетной политикой РФ на 2008-2010 гг. государственная **поддержка из федерального бюджета** будет сконцентрирована на развитии транспортной инфраструктуры и дорожного хозяйства.

В настоящее время основным инструментом реализации государственной транспортной политики является федеральная целевая программа «Модернизация транспортной системы России (2002-2009гг.)», включающая подпрограмму «Автомобильные дороги». Подпрограммой предусмотрено финансирование в ближайшие два года в объеме 902 млрд. рублей, из них за счет федерального бюджета – 497 млрд. рублей.

Реализация данной ФЦП с 1 января 2010 года продолжится в рамках действия ФЦП «Развитие транспортной системы России (2010-2015 г.г.)» с общим объемом вложений около 14 трлн. рублей, в том числе, за счет средств федерального бюджета – 4.7 трлн. рублей (33.4% общих вложений)

Объемы финансирования, предусмотренные Федеральной целевой программой развития Дальнего Востока и Забайкалья до 2013 года, составляют 427 млрд. руб.

Кроме этого, в течение ближайших трех лет государственная поддержка будет оказываться из средств **Инвестиционного фонда РФ**, 183.8 млрд. рублей из которых будут направлены на финансирование инвестиционных проектов транспортного комплекса.

В текущем году начнется реализация крупных автодорожных проектов:

- строительство скоростной автомагистрали Москва-Санкт-Петербург;
- строительство и реконструкция участков дорог по маршруту Москва – Ростов-на-Дону - Новороссийск - районы Черноморского побережья;
- строительство Центральной кольцевой автомобильной автодороги в Московской области.

Строительство дорог, естественно, предусматривает и сооружение мостов, в том числе мостовых переходов и путепроводов.

Наряду с окончанием строительства двух мостов-долгостроев в Ульяновске и Волгограде, планируется масштабное строительство новых мостов: через реки Обь (длиной 2.44 км), Надым (длиной 1.34 км), Амур (Хабаровск), Оку, бухту Золотой рог (остров Русский).

До 2009 года на территории Росси будут построены 9 внеклассных вантовых мостов, а также начнется сооружение трехкилометрового моста на остров Русский. Мост на остров является одним из важнейших объектов, запланированных к предстоящему саммиту Азиатско-тихоокеанского экономического сотрудничества 2012 года.

Отдельно хотим выделить предстоящее масштабное строительство в Санкт-Петербурге, где в строительство и реконструкцию мостов, переходов и путепроводов в 2008 году будет вложено 18 млрд. рублей.

Новая программа – новые принципы финансирования проектов

В начале февраля 2008 года Министром транспорта РФ Игорем Левитиным был озвучен проект **новой редакции** федеральной целевой программы «Модернизация транспортной системы России».

В соответствии с данной целевой программой, рассчитанной на 2010-2015 гг., суммарные вложения в развитие транспортной инфраструктуры прогнозируются в объеме 14 трлн. рублей, в том числе из федерального бюджета – 4.7 трлн. рублей, из внебюджетных источников – 7.2 трлн. рублей.

Программа будет включать шесть подпрограмм, в том числе - подпрограмму «Автомобильные дороги». Нам пока неясно распределение финансирования по годам и конкретным проектам, так как данное решение будет принято не ранее 1 июля 2008 года.

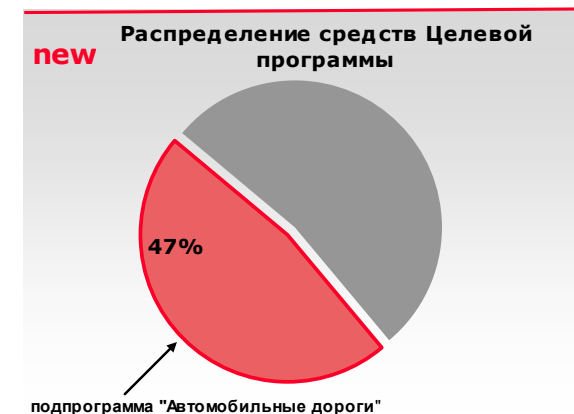
Со слов Игоря Левитина следует, что наибольший объем финансирования предусматривается именно по подпрограмме «Автомобильные дороги» - около 47% от общих расходов программы.

Такое распределение финансирования свидетельствует о высокой значимости проблем дорожного строительства и прямо указывает на то, что эта отрасль народного хозяйства выбрана в качестве приоритетной.

Значительные вливания средств со стороны государства вызвали интерес крупных частных инвесторов к ранее непривлекательной отрасли дорожного строительства. И, как результат этого «интереса», - рост капитализации и происходящий в последние годы передел в секторе мостостроения.

Мы считаем сектор недооцененным и относим его к перспективным для вложений на среднесрочную перспективу.

Перспективность инвестиций мы связываем, в первую очередь, со значительными темпами роста выручки компаний. Мы полагаем, что в ближайшие несколько лет они сохранятся на уровне 40-60% ■



Компании мостостроения

■ По нашим расчетам, более половины рынка мостостроения (58%) поделено между четырьмя компаниями: ОАО «Мостотрест», СК «Мост», ЗАО «Трансмонолит», ОАО «Мостоотряд-19». СК «Мост» и Трансмонолит являются крупными мостостроительными компаниями, однако их акции не торгуются на рынке.

По нашим оценкам, по итогам 2007 года около 47% российского рынка мостостроительных услуг приходится на неторгуемые компании (в прошлом году 49%). Мы считаем, что в последующие годы тенденция к сокращению сохранится, и доля «прочих» компаний будет уменьшаться из-за происходящей в отрасли консолидации активов.



* к прочим мы относим не торгующиеся компании

Бизнес мостостроительных компаний растет стабильными темпами, среднегодовые темпы роста за 2005-2007 гг. превышают 40%. В 2007 году выручка мостостроительных компаний (МСК) выросла на **54%** год-к-году.

За 1 кв. 2008 (last 12 m.) по сравнению с аналогичным периодом прошлого года рост составил уже почти 60%.

Мы полагаем, что в текущем году темп роста этого показателя сохранится.

Топ-7 сектора мостостроения

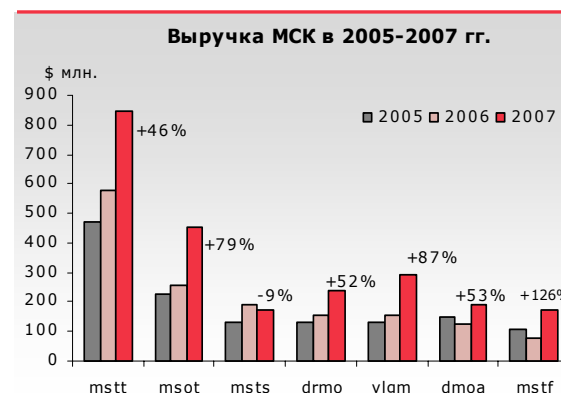
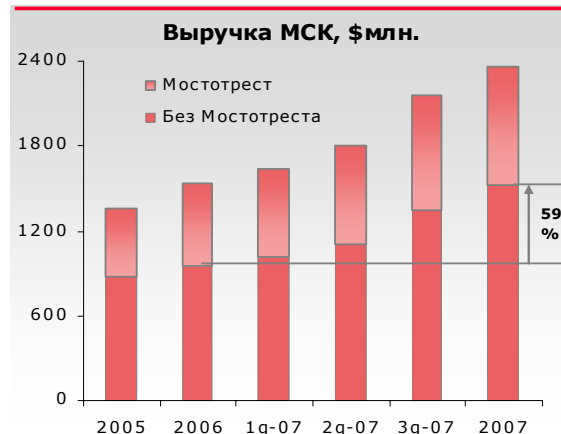
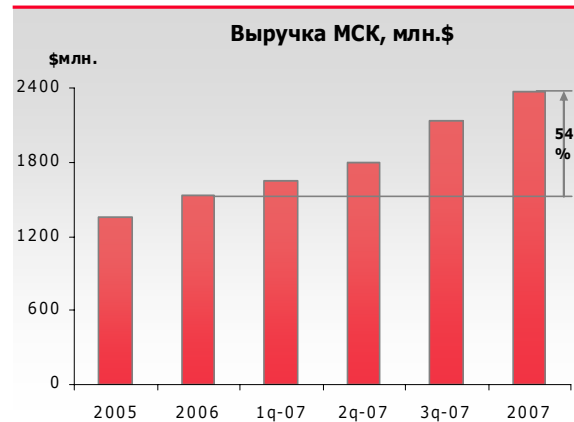
| Тикер | Наименование МСК | Выручка \$ млн. | Капитализация, \$ млн. |
|-------|---------------------|--------------------|---------------------------|
| mstt | Мостотрест | 846.9 | 1328 |
| msot | Мостоотряд-19 | 454.7 | 440 |
| msts | Мостострой-11 | 172.9 | 267 |
| drmo | Дормост | 238.3 | 110 |
| vlgm | Волгомост | 291.6 | 220 |
| dmoa | Дальмостострой | 192.0 | 194 |
| mstf | Мостострой-6 | 171.3 | 88.1 |

Лидером мостостроительной отрасли является ОАО «Мостотрест» с объемом выручки в 2007 году \$847 млн. и рыночной капитализацией на 23.05.2008г. \$1328 млн.

На «лидера» приходится 18% всего российского рынка мостостроения, около 35% выручки анализируемых нами компаний и 50.2% рыночной капитализации сектора.

Принимая во внимание такое распределение сил внутри сектора, мы считаем целесообразным анализировать возможности мостостроительного сектора отдельно от вклада, вносимого его лидером - ОАО «Мостотрест». Это позволяет нам утверждать, что показатели роста всего сектора не превышаются объемами лидирующей компании, а отражают средние тенденции отрасли.

Обращаем внимание, что рост выручки МСК без вклада Мостотреста составил по итогам 2007 года 59%. Среди лидеров роста отметим Мостострой-6 (в 2.2 раза) и Волгомост (+87%). Снижение выручки на 9% по Мостострой-11 является, скорее всего, техническим и связано с переносом расчетов по контрактам 2007 года на 1 квартал 2008 года.

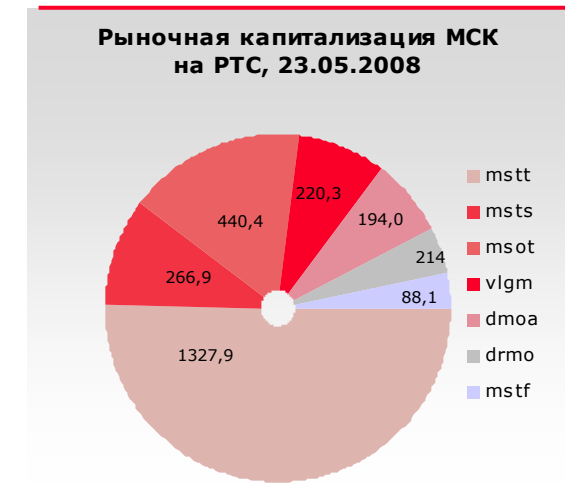
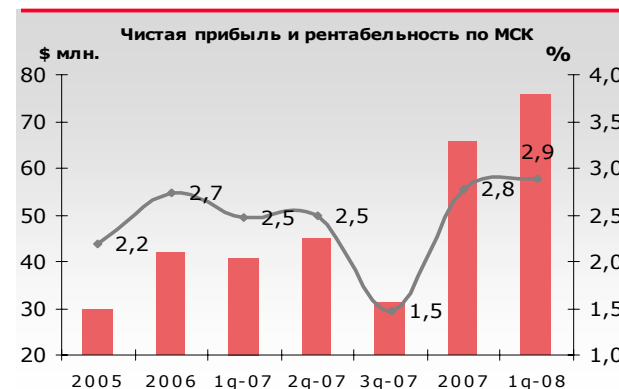


Мостостроительные компании являются прибыльными компаниями, но традиционно отличаются невысокой маржой по чистой прибыли: среднее значение в 2005 году составляло - 2.2%, в 2006 - 2.7%, в 2007 - 2.8%.

Невысокая рентабельность, в первую очередь, является следствием реализации низкорентабельных проектов, которые компании мостостроения были вынуждены заключать в предыдущие годы, находясь на стадии завоевания рынка. В последние годы отмечается позитивная тенденция роста чистой рентабельности.

Мы полагаем, что в 2008-2009 годы произойдет дальнейший рост рентабельности МСК в связи с окончанием «демпинговых» проектов и снижением себестоимости работ благодаря замедлению темпов роста цен на строительные материалы.

Неизменным лидером по прибыли на протяжении последних трех лет является ОАО «Мостострой-11», демонстрирующее чистую рентабельность на уровне 9-12%.



В настоящее время только 7 компаний сектора мостостроения выведены на биржевой рынок (РТС Board). Причем акции ОАО «Волгомост» и ОАО «Мостострой-6» были включены в котировальный список РТС Board только во второй половине 2007 года. Остальные пять компаний мостостроения хорошо известны участникам фондового рынка и характеризуются достаточной активностью торгов. По состоянию на 23.05.2008 рыночная капитализация сектора мостостроения составила \$2.6 млрд., из которых половина - \$1.347 млрд. приходится на ОАО «Мостотрест».

Следом за лидером, со значительным отставанием идет ОАО «Мостоотряд-19» с капитализацией \$440.4 млн. (17% совокупной капитализации сектора). ■

Факторы роста и преимущества сектора мостостроения

Масштабные инвестиции в развитие дорожной инфраструктуры вывели сектор мостостроения в лидеры строительной отрасли

■ **Значительное финансирование** государством развития дорожной инфраструктуры гарантирует наличие постоянных заказов мостостроительным компаниям.

Мы полагаем, что объемы финансирования транспортного комплекса будут расти. В ноябре 2007 года на заседании президиума Государственного совета по вопросам развития транспортной инфраструктуры страны были озвучены планы постепенного наращивания к 2030 году вложений в отрасль на уровне 4,8 % ВВП. В последние годы инвестиции в транспортную отрасль составляли лишь ~ 2% ВВП.



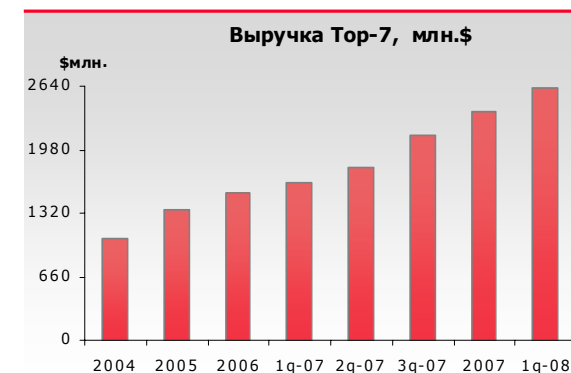
■ **Рост рынка мостостроения.** Рост финансирования развития транспортной инфраструктуры является главным катализатором роста рынка мостостроения. И, если темп роста оборотов сектора в 2006 году по сравнению с 2005 годом составлял в среднем только 14%, то за последний год мы наблюдаем средний рост в 54%.

Сегодня в РФ реализуется программа строительства внеклассных мостов на 2005 – 2010 годы. За время ее реализации введены в эксплуатацию двенадцать внеклассных мостов (через реки Чулым в Томской области, Волгу в г. Ярославле, Томь в г. Кемерово, Дон в Ростовской области, в Санкт-Петербурге, Иркутске и другие). Еще девять мостов будет построено до 2009 года.

На стадии строительства находятся два моста-долгостроя, в том числе 13-километровый мостовой переход через Волгу в Ульяновске с бюджетом в 20 млрд. руб.

В настоящее время готовится программа строительства мостовых сооружений на 2011 – 2020 годы.

■ **Консолидация отрасли.** В сегменте мостостроения можно выделить около 20 стабильно развивающихся компаний.



В последние два года происходит активное укрупнение рынка транспортного строительства путем вхождения в него олигархического капитала и создания строительных корпораций.

В частности, Михаил Абызов приобрел крупные пакеты Новосибирскавтодора, Дальмостостроя, Уралмостостроя и Мостотреста, холдинг Система-Галс стал владельцем блокпакета Сибмоста, группа СОК купила 70% Волгомоста.

Дормост поделили между собой корпорация Мосинжстрой и ее генеральный директор Г.Животинский, крупным акционером Трансмонолита является Базовый элемент, а контрольный пакет Северстальтранса приобрели три менеджера компании.

В начале 2008 года появилась информация о сделке по продаже стратегическому инвестору, возможно Базовому элементу, 33.33% акций Метростроя.

В перспективе мы станем свидетелями ряда сделок M&A, в результате которых российский мостостроительный бизнес будет представлен несколькими крупными игроками, способными побеждать в тендерах на строительство.

Стратегические инвесторы в секторе дорожного строительства

| Компания | Основные акционеры | % УК | Доля рынка |
|----------------------|---|----------------------------|------------|
| Мостотрест | Marco Ó'Polo РЖД Инвест. фонды | 50.3 25%+1акция 12.2 | 19% |
| Мостоотряд-19 | Менеджмент | Около 49% | 9% |
| Мостострой-11 | Менеджмент | Более 75 | 6% |
| Дормост | Мосинжстрой Г. Животинский (Мосинжстрой) | 28.7 51 | 5% |
| Волгомост | Группа СОК | Более 75% | 5% |
| Дальмостострой | М. Абызов | Более 75% | 4% |
| Мостострой-6 | Юр. лица (бенефициары неизвестны) | Более 90% | 3% |
| СК МОСТ (ООО) | Е. Сур, В. Костылев | 100 | 17% |
| Уралмостострой (ЗАО) | М. Абызов | 12.75 | 4% |
| Новосибирскавтодор | М. Абызов | 50%+1 | 1% |
| Сибмост | Менеджмент Система Галс | 74.999 25.001 | 5% |
| Трансмонолит (ЗАО) | О. Дерипаска (БазЭл) | 25 | 12% |

■ **Частные инвестиции** В настоящее время основными концессионными проектами в РФ являются строительство Западного скоростного диаметра в г. Санкт-Петербурге (платная городская автомагистраль, первоначальная стоимость проекта – 82.86 млрд. руб.), Орловский туннель (платный туннель под Невой с первоначальной общей стоимостью -26.4 млрд. руб.), трасса Москва-Санкт-Петербург (платная скоростная автомагистраль) и новый выход на МКАД. На стадии рассмотрения документации находятся еще четыре проекта.

Ожидаемый объем частных инвестиций в реализацию проектов государственно-частного партнерства составит не менее 80 млрд. руб.

■ **Реализация проекта Сочи-14** Строительство, которое развернется в Сочи в рамках подготовки к Олимпиаде 2014 года, станет драйвером роста финансирования компаний мостостроения, а масштаб намеченных проектов потребует, чтобы их осуществляли мощные строительные компании. ■

Отраслевые риски

Главные риски – со стороны бюджета

■ **Зависимость от централизованных источников финансирования** делает компании мостостроения чувствительными к поступлению бюджетных средств. С такой проблемой сталкиваются все российские предприятия, ориентированные на заказчика-государство.

■ Существует риск **неэффективного использования бюджетных средств**.

В частности, в 2007 году сложилась парадоксальная ситуация с реализацией подпрограммы «Автодороги России»: из-за несогласованности ответственных министерств и ведомств не были своевременно освоены средства из федерального бюджета, и финансирование дорожного строительства началось только осенью. В результате более половины сезона, оптимального для строительства, модернизации и реконструкции дорожной сети, было пропущено.

Из выделенных бюджетом г. Москвы 55 млрд. руб. на финансирование дорог и туннелей в прошлом году были освоены только 33 млрд. руб.

Проблему нестабильности платежей мостостроители вынуждены решать выходом на международные рынки и освоением новых направлений деятельности.

ОАО «Мостострой-11» и ОАО «Волгомост» реализовывают проекты в Казахстане. ОАО «Мостоотряд-19» рассматривает возможность выхода на международные рынки транспортного строительства Восточной Европы, Китая, Ближнего Востока.

■ **Рост себестоимости «съедает» прибыль**.

Длительность согласования разрешительных документов и непосредственного строительства мостов при постоянном росте цен на строительные материалы приводят к росту себестоимости производства и увеличению сметных затрат.

Индексы-дефляторы к стоимости строительства, реконструкции и капитального ремонта объектов за счет средств бюджета оказываются в разы меньше реального изменения цен на строительные материалы и не защищают от инфляционных рисков.

В 2007 г. средний рост цен на основные строительные материалы, изделия и конструкции составил 28.08%, а применяемый в расчете дефлятор был установлен в размере 10%.

Мы считаем, что в 2008 году произойдет замедление темпов удорожания стройматериалов из-за растущей конкуренции между отечественными производителями и импортерами.

■ **Рост долговой нагрузки**. Задержки в согласовании проектов и платежах при авансировании на уровне 20-30% вынуждают компании сектора прибегать к банковским заимствованиям. ■

Оценка стоимости МСК

■ Мы провели оценку справедливой стоимости мостостроительных компаний двумя способами:
 - на основании методики, разработанной специалистами ФЦ Инфина,
 - с использованием традиционных мультипликаторов P/S, EV/S и EV/EBITDA.

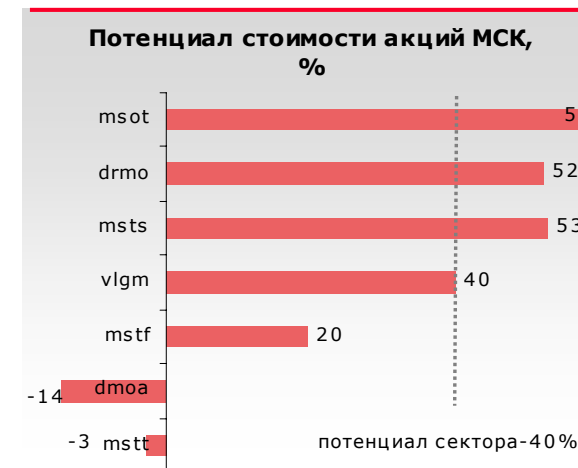
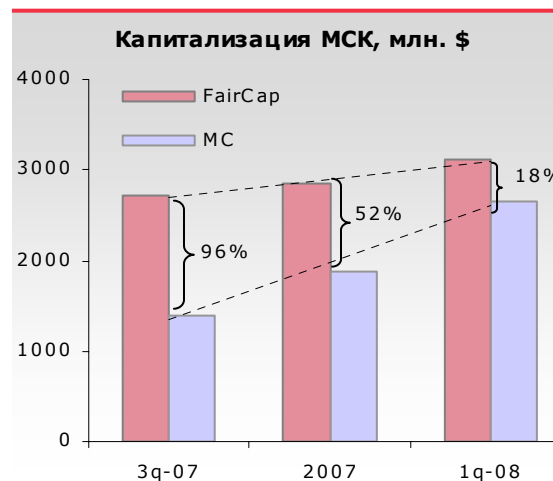
В соответствии с методикой оценки ФЦ «Инфина» мы рассчитали диапазоны справедливой стоимости компаний по данным отчетности за 2007 год и последние 12 месяцев (с учетом 1 квартала 2008 г.)

За прошедший год справедливая капитализация сектора мостостроения выросла более чем на 60%. В то же время очевидно сужение спреда между его справедливой и рыночной оценками.

Наиболее высокие темпы прироста справедливой стоимости в 2007 г. отмечались у компаний Мостотрест (+63%), Мостоотряд-19 (+127%) и Волгомост (+84%).

Однако потенциал роста еще не исчерпан. С учетом отчетности компаний за 1 квартал текущего года мы оцениваем up-side на уровне 18%, хотя разброс среди отдельно взятых компаний достаточно широкий - 20-59%.

Оценка стоимости акций (модель ФЦ ИНФИНА)



В среднем сектор российского мостостроения **недооценен на ~40% (без учета вклада ОАО Мостотрест)**. Наибольший потенциал мы видим в акциях ОАО «Мостотрест», ОАО «Мостоотряд-19», ОАО «Мостострой-11», ОАО «Дормост» и ОАО «Волгомост» и даем рекомендацию **«покупать»**.

Мы рекомендуем продавать акции ОАО «Дальмостострой», так как считаем компанию переоцененной, и воздерживаемся от рекомендаций по ОАО «Мостострой-6».

Оценка стоимости акций по мультипликаторам

| Компания | Avr. bid/ask, \$ | P/S | EV/S | EV/EBITDA | Fair Value Multipl, \$ | Fair Value Model, \$ | Upside % | Рекомендация |
|--------------------|-------------------------|------------|-------------|------------------|-------------------------------|-----------------------------|-----------------|---------------------|
| Мостотрест (2008F) | 1070 | 1,6 | 1,8 | 20,9 | 616 | 1940,0 | 84% | покупать |
| Мостоотряд-19 | 5795 | 1,0 | 0,9 | 10,6 | 6561 | 9225,0 | 59% | покупать |
| Мостострой-11 | 3080 | 1,5 | 1,5 | 12,4 | 2507 | 4713,0 | 53% | покупать |
| Дормост | 505 | 0,5 | 0,4 | 13,7 | 874 | 770,0 | 52% | покупать |
| Волгомост | 155,5 | 0,8 | 1,1 | 10,5 | 185 | 218,0 | 40% | покупать |
| Дальмостострой | 290 | 1,0 | 1,1 | 8,9 | 336 | 248,0 | -15% | продавать |
| Мостострой-6 | 330 | 0,5 | 0,5 | 14,2 | 514 | 395,0 | 20% | N/R |
| Среднее | * | 1,0 | 1,1 | 12,4 | * | * | * | |

Для расчета справедливой цены по мультипликаторам использованы средние медианные значения P/S, EV/S и EV/EBITDA.

ОАО «Мостотрест»

**АО \$ 1940 (2008F)
BUY
(MSTT RTS)**

■ ОАО «Мостотрест» является одной из ведущих мостостроительных компаний России. Компания располагает крупнейшим портфелем заказов по возведению мостов на территории России, в т.ч. мостов через Оку (Нижний Новгород), Дон (Воронежская область и Ростов-на-Дону) и строительству кольцевой автодороги в Санкт-Петербурге, обхода в Сочи, метрополитена в Нижнем Новгороде.

Компания по праву считается лидером мостостроительной отрасли. Численность работников ОАО «Мостотрест» составляет 13.6 тыс. человек. На ОАО «Мостотрест» приходится 18% всего российского рынка мостостроения, около 40% выручки анализируемых нами компаний (Топ-7) и половина рыночной капитализации всей отрасли.

Основные показатели, характеризующие экономическую эффективность хозяйственной деятельности компании, являются достаточно стабильными. Выручка по итогам 2007 года достигла \$846.8 млн., увеличившись на 46% по сравнению с 2006 годом.

Мы предполагаем ее дальнейший стабильный рост – до **\$1250 млн.** в 2008 и **\$3000 млн.** в 2009 г.г. с учетом новых контрактов по 4-ому транспортному кольцу Москвы.

Портфель заказов ОАО «Мостотрест» на конец 2007 года составлял порядка \$1.3 млрд.

В конце мая 2008 года компания выиграла контракт на рекордные \$2.7 млрд. по строительству Четвертого транспортного кольца со сроком выполнения работ - май 2008/декабрь 2011 гг. Из предусмотренных для строительства 3871 километров автодороги почти половина (1670 км.) приходится на эстакады.

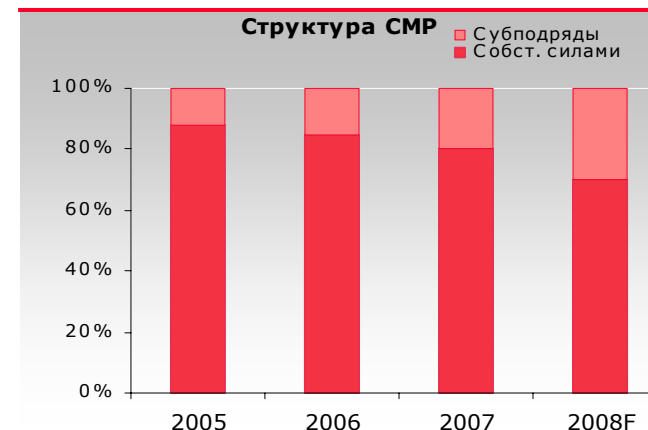
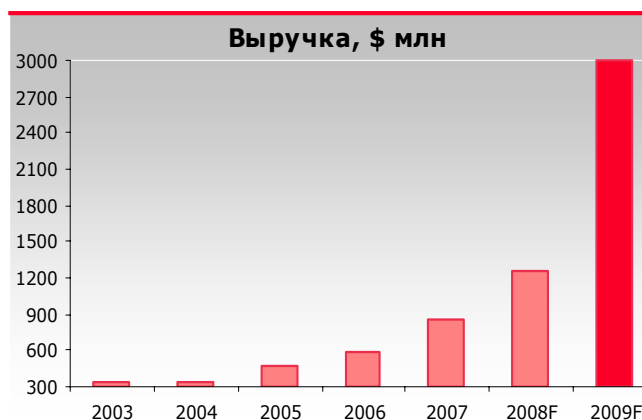
Поэтому мы уверены в стабильном росте оборотов ОАО «Мостотрест», принимая в расчет также участие в проектах Сочи-2014, концессионных проектах, в программе реконструкции станций в электроэнергетике.

Кроме этого, тесное сотрудничество с ОАО «Мостоотряд-19» позволяет Мостотресту рассчитывать на половину работ по выигранным ОАО «Мостоотряд-19» конкурсам на строительство в Санкт-Петербурге.

Менеджментом ОАО «Мостотрест» разработана четкая стратегия развития компании, в соответствии с которой ставка сделана на масштабные инвестиции и повышение эффективности управления.

Бизнес-планом на 2008-2009 гг. предусмотрено 3 млрд. руб. на техническое перевооружение кранового хозяйства и оснащение современной техникой «малых отрядов» (с годовой выручкой до 200 млн. руб.). Компания намерена в ближайшие годы довести выручку «малых отрядов» до уровня 2 млрд. руб.

В настоящее время идет реализация двух программ, кардинально меняющих устоявшиеся принципы ведения бизнеса в строительстве. Одна предусматривает переход на централизованное управление финансовыми потоками в рамках одного проекта через создание



координационного центра, вторая направлена на минимизацию расходов по передислокации ресурсов благодаря их рациональному распределению в зоне строительства.

Кредитный портфель Мостотреста по состоянию на конец 2007 года составлял 5 млрд. рублей. В следующем году компания предполагает его рост до 6-7 млрд. рублей. Мы считаем такую позицию правильной и необходимой для обеспечения стабильной работы компании при наличии проблем с ритмичностью финансирования и отсутствием должного авансирования работ.

ОАО «Мостотрест» завершило 2007 год с операционной прибылью \$54.6 млн. и чистой прибылью \$4.97 млн., что соответствует рентабельности 6.52% и 0.94% соответственно. Мы считаем, что в 2008 году компании удастся значительно повысить маржу и выйти на чистую рентабельность 7%.

Мы связываем рост рентабельности со следующими факторами:

- с окончанием низкорентабельных проектов, заключенных на стадии завоевания рынка;
- со снижением издержек благодаря созданию координационных центров проектов и более рациональному распределению ресурсов;

- с замедлением темпов удорожания цен на строительные материалы;

- с ростом доли работ, освоенных собственными силами благодаря реализации программы технического перевооружения.

В ближайшие годы Мостотрест будет демонстрировать стабильный рост бизнеса и повышение его эффективности.

Бизнес-циклы развития

Этап инерционного развития («Выживание») - до 2006г. У Мостотреста не было четкой программы развития, а стояла единственная задача выжить и закрепиться на рынке мостостроения. В этот период заключались «демпинговые контракты», не предполагающие высокую маржу.

Этап становления - 2006-2007гг. Новая команда управленцев, поставив во главу угла развитие компании с обязательным условием сохранения персонала, занималась выстраиванием эффективных управленческих систем: организационной структуры, системы отчетности и контроля (единая для отрядов система бухучета

появилась только в 2007 году), стандартизации бизнес-процессов, системы оптимизации активов и закупок.

Этап роста - после 2007г. Наряду с реализацией планов по росту оборотов и ценности компании, следующие годы станут периодом построения единой корпоративной структуры, в том числе на базе активов, принадлежащих крупным акционерам. В настоящее время Мостотрест ведет активные переговоры по приобретению активов в мостостроительной и дорожной отраслях.

Мы считаем вполне реальным слияние ведущих игроков дорожного строительства в группу компаний с последующим проведением IPO.

В текущем году стартует проект Мостотреста по привлечению на работу иностранных специалистов: на первом этапе будут приглашены около 500 сотрудников, в последующие годы – несколько тысяч. Мы полагаем, что это связано с подготовкой к строительству в Сочи.

На начало 2008 года в портфеле Мостотреста был только один Сочинский проект - строительство эстакады на автодороге Джугба-Сочи. Мы полагаем, что у компании есть все шансы на победу в тендерах по строительству других объектов Олимпиады в Сочи.

В настоящее время контрольный пакет акций Мостотреста (50.3%) принадлежит компании Marco O`Polo Investment Ltd, конечными бенефициарами которой являются физические лица-менеджеры Северстальтранса (новое название Н-Транс), Е4 и их партнеры. В течение последнего времени РЖД довели свою долю до 25%+1 акция.

| | Операционная рентабельность, % | | Чистая рентабельность, % | |
|----------------|--------------------------------|-------|--------------------------|------|
| | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 |
| Мостотрест | 3.99 | 6.45 | 0.87 | 0.59 |
| Мостоотряд-19 | 3.24 | 7.10 | 1.16 | 3.97 |
| Мостострой-11 | 17.95 | 10.38 | 12.09 | 9.50 |
| Дормост | 3.34 | 2.63 | 1.93 | 0.2 |
| Волгомост | 5.77 | 9.36 | 2.36 | 4.13 |
| Дальмостострой | 9.57 | 11.51 | 3.34 | 5.72 |
| Мостострой-6 | 5.78 | 1.87 | 0.49 | 1.67 |

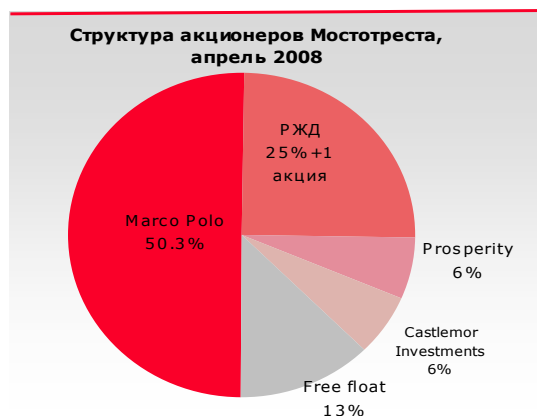


Около 12% находятся в портфелях инвестиционных фондов, в том числе 6.2% у Prosperity и 6.0 % у Castlemor Investments Ltd.

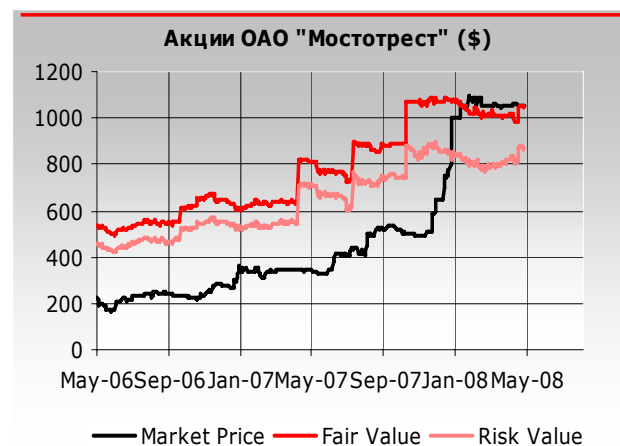
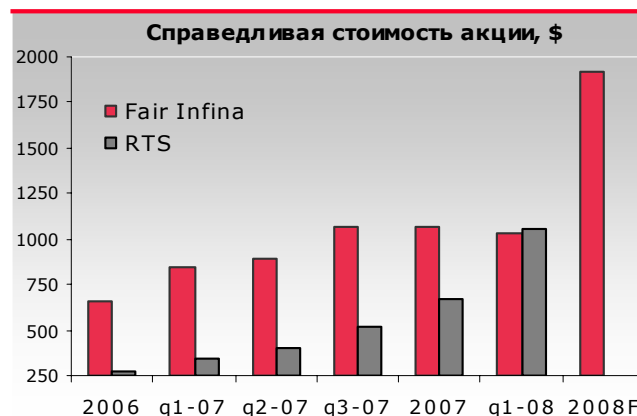
Акции ОАО «Мостотрест» обращаются на РТС с апреля 2006 г. и относятся к числу наиболее ликвидных бумаг, торгуемых в RTS Board. За этот период рыночная капитализация компании выросла в 4.5 раза и составляла на 23.05.2008 года более \$1.3 млрд., т.е. половину рыночной капитализации всего сектора мостостроения. В настоящее время рыночная цена сравнялась с Fair Value, рассчитанной нами с учетом отчетности за 1 квартал 2008 года.

Диапазон справедливой стоимости акций Мостотреста, согласно нашей модельной оценке, по итогам 2007 года повышен до \$877/1052.

С учетом показателей бизнес-плана и сформированного на данный момент портфеля контрактов мы считаем справедливой стоимость компании в диапазоне \$1600/1940 за акцию на конец 2008 года.



Мы сохраняем рекомендацию «покупать». Вместе с тем, несмотря на значительный рост котировок акций в течение последнего года и отсутствие потенциала по итогам последней отчетности, мы считаем Мостотрест недооцененной компанией.



■ Оценка стоимости компании

| ОАО Мостотрест | 2007 | 2008-1 Q 12 мес. | 2008-F |
|--------------------------------------|---------|---------------------|--------|
| \$, mln. | | | |
| Финансовые показатели | | | |
| Sale | 846.81 | 901.32 | 1250 |
| Operating Income | 54.60 | 58.37 | 110 |
| Interest Expense | 16.35 | 20.79 | 19 |
| Net Income | 4.97 | (-0.17) | 94 |
| Total Current Assets | 460.25 | 541.93 | 460 |
| Total Current Liabilities | 322.33 | 441.76 | 322 |
| LT Borrowings | 67.40 | 37.80 | 67 |
| Net Debt | (-70.5) | (-62.4) | (-71) |
| Вспомогательные показатели, % | | | |
| Growth | 46.1 | 44.0 | 50 |
| Operating Income | 6.45 | 6.48 | 8.8 |
| Interest Expense | 1.93 | 2.31 | 1.5 |
| Net Income | 0.59 | отр. | 7.5 |
| Риски, % | | | |
| Sovereign Risk | 7.31 | 7.31 | 7.31 |
| Equity Risk | 22.53 | 23.74 | 19.56 |
| Оценка | | | |
| Fair MCAP, \$ млн | 1306 | 1289 | 2411 |
| Fair Value, \$ | 1052 | 1038 | 1940 |
| Risk Value, \$ | 872 | 860 | 1600 |

ОАО «Мостострой-11»

AO \$ 4713
BUY
(MSTS RTS)

■ ОАО «Мостострой-11» - крупная региональная мостостроительная компания, реализовывающая проекты в России и ближнем зарубежье.

Деятельность компании сосредоточена в одном из наиболее динамично развивающихся российских регионов - на севере Тюменской области, где «Мостострой-11» является одним из главных подрядчиков в рамках совместной программы «Сотрудничество», реализуемой Тюменской областью, ХМАО и ЯНАО.

Сформированный до 2009 г. портфель заказов в рамках областной целевой программы по модернизации дорог регионального назначения обеспечивает устойчивый рост объемов производства ОАО «Мостострой-11».

В рамках этой программы в 2007 году выполнено строительно-монтажных работ на \$92 млн., т.е. почти половина всего объема работ, выполненных за год.

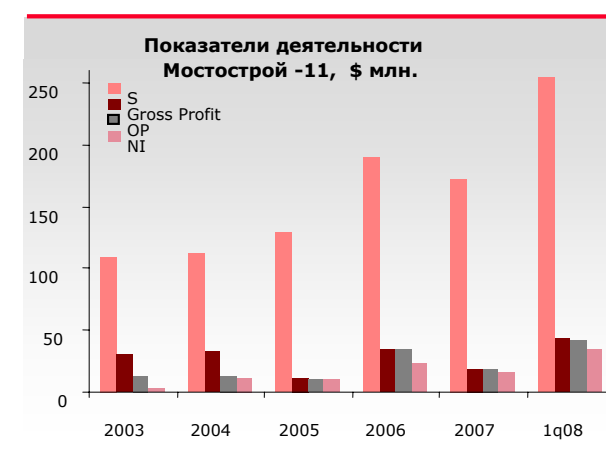
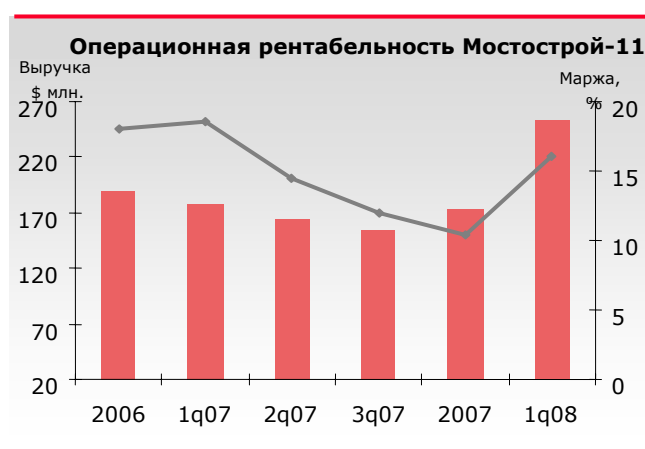
На протяжении последних трех лет компания показывает стабильный рост выручки. Среднегодовой прирост в 2002-2006 гг. составлял 24%.

В 2007 году компания получила \$172.9 млн. выручки, что на 9% ниже 2006 года. Снижение годового показателя связано с переносом расчетов с заказчиками на начало 2008 года. За 1 квартал 2008 года выручка достигла \$95.2 млн., т.е. в 4.4 раза больше прошлогоднего показателя. Поэтому мы ориентируемся на показатели деятельности за последние 12 месяцев с учетом 1 квартала 2008 года.

Мостострой - 11 по-прежнему отличает максимальная для сектора рентабельность:

- по чистой прибыли маржа 2007 года составляет 9.5%, а по 1q08 last 12 m. - 13.56%, что является рекордным среди российских МСК (среднее среди Top-7 - 2.9%),
- по операционной прибыли - 10.4% при средней среди Top-7 в 6.9%.

Мостострой-11 является одной из немногих мостостроительных компаний, не имеющей стратегического акционера. Около 70% акционерного капитала владеет менеджмент компании. Мы не исключаем возможности, что в ближайшее время, в условиях происходящих в отрасли процессов консолидации, компания может стать участником строительной корпорации или будет поглощена более крупным игроком.



Мостострой-11 – третья компания, после Мостотреста (50%) и Мостоотряда-19 (16.6%), по размеру рыночной капитализации мостостроения с долей в общей капитализации сектора более 10%. На 23.05.2008г. его капитализация составляла \$266.9 млн.

Акции Мостострой-11 с ноября 2006 года включены в котировальный список РТС Board, однако не отличаются достаточной ликвидностью. С начала обращения на РТС были заключены 87 сделок (2.7% УК). За это время цена акции выросла в 5.5 раза. Последняя сделка была заключена по цене \$3000 за штуку. Такой колоссальный рост цены на фоне наблюдающегося резкого сокращения количества акционеров свидетельствуют о скупке бумаг.

По данным компании, на 01.04.2008 общее количество акционеров составляло 272, т.е. сократилось за год почти вдвое.



■ Оценка стоимости компании

| ОАО Мостострой 11 | 2007 | 2008-1 Q 12 мес. |
|--------------------------------------|--------|---------------------|
| \$, mln. | | |
| Финансовые показатели | | |
| Sale | 172.94 | 253.71 |
| Operating Income | 17.95 | 40.97 |
| Interest Expense | 0.74 | 1.03 |
| Net Income | 16.43 | 34.49 |
| Total Current Assets | 127.07 | 158.97 |
| Total Current Liabilities | 141.62 | 153.08 |
| LT Borrowings | - | - |
| Net Debt | 14.6 | (-5.9) |
| Вспомогательные показатели, % | | |
| Growth | (-8.5) | 43.1 |
| Operating Income | 10.38 | 16.15 |
| Interest Expense | 0.43 | 0.41 |
| Net Income | 9.5 | 13.59 |
| Риски, % | | |
| Sovereign Risk | 7.31 | 7.31 |
| Equity Risk | 16.87 | 15.98 |
| Оценка | | |
| Fair MCAP, \$ млн | 106 | 408 |
| Fair Value, \$ | 1218 | 4713 |
| Risk Value, \$ | 975 | 3898 |

Основываясь на данных отчетности 1 квартала 2008 (с учетом последних 12 месяцев), мы повысили Fair Cap Мостостроя -11 до \$408 млн., что соответствует **\$4713** за акцию. Мы по-прежнему рекомендуем **«покупать»** акции компании с **потенциалом роста** по отношению к средней цене на РТС (bid/ask) **порядка 50%.**■

ОАО «Мостоотряд-19»

**AO \$ 9225
BUY
(MSOT RTS)**

■ ОАО «Мостостроительный отряд №19» (Санкт-Петербург) – вторая, после Мостотреста, по объему выручки компания в России, осуществляющая строительство автодорожных, железнодорожных и пешеходных мостов, путепроводов, эстакад, галерей, причалов, набережных и других транспортных сооружений любых типов и систем в различных климатических, гидрологических и геологических условиях, а также оснований промышленных и гражданских объектов.

ОАО «Мостоотряд-19» строит объекты в Санкт-Петербурге и Москве. На данном этапе ведутся работы по строительству объектов южного участка Западного скоростного диаметра, Западного полукольца КАД, реконструкция железнодорожного путепровода по заказу Московской железной дороги.

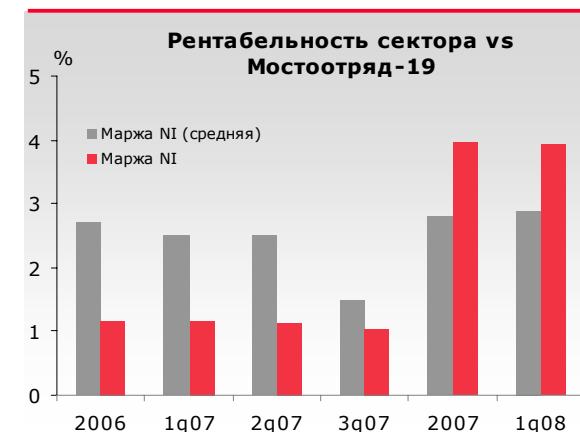
Компания тесно сотрудничает с лидером мостостроительного сектора ОАО «Мостотрест», выступая в роли субподрядчика по реализации проектов в Московском регионе.

В последнее время ОАО «Мостоотряд» развивается быстрыми темпами.

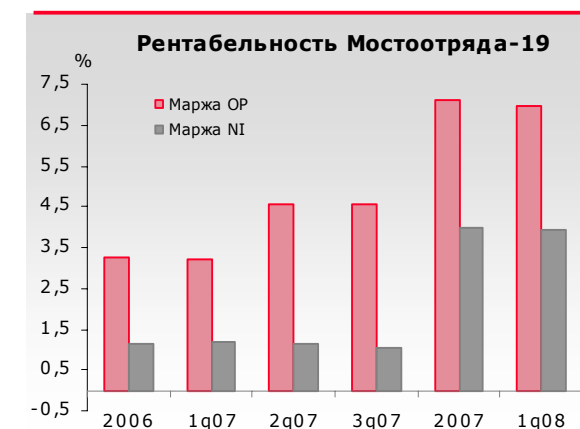
Годовая выручка за предыдущие три года выросла в 2 раза с \$228.1 млн. в 2005 до \$454.7 млн. по итогам 2007 года. Ее среднегодовой рост за этот период составил 37%. Мы оцениваем долю рынка ОАО «Мостоотряд -19» на уровне 10% емкости российского сектора мостостроения, что позволяет нам отнести компанию на вторую позицию (после ОАО «Мостотрест» с долей в 18%) в рейтинге мостостроителей. Среди TOP-7 по итогам 2007г. на нее приходится 19% выручки.

ОАО «Мостоотряд-19» прибыльная компания, демонстрировавшая, однако, в 2005-2006 г.г. довольно скромную рентабельность: операционную на уровне 3-4%, чистую – порядка 1-1.5% при средней по сектору 2.8%

Но в 2007 году по сравнению с предыдущим годом компания показала трехкратный рост чистой рентабельности до 3.9%.

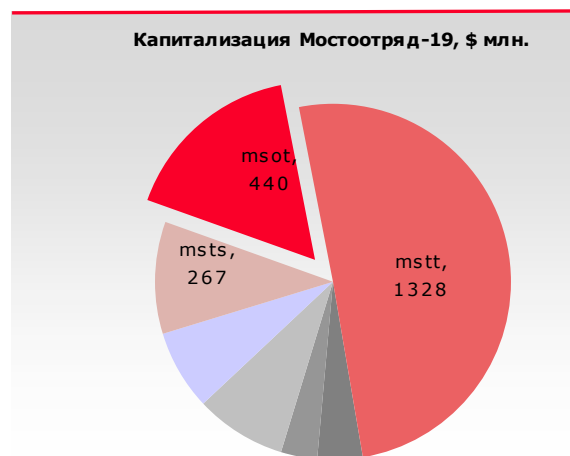


Кроме этого удалось существенно сократить разрыв между операционной и чистой эффективностью.



Контрольный пакет акций ОАО «Мостоотряд-19» принадлежит менеджменту компании. Мы оцениваем free float на уровне 4% и обращаем внимание, что Мостотряд-19, как и Мостострой-11, также не имеет стратегического партнера в капитале. Однако у нас есть все основания предполагать возможное объединение компании с Мостотрестом, учитывая тесный характер сложившихся производственных связей и опыт участия в совместных проектах.

Обыкновенные акции ОАО «Мостоотряд-19» с конца 2005 года входят в котировальный список РТС Board и характеризуются ограниченной ликвидностью. В течение 2007 года с ними было заключено около 30 сделок общим количеством 911 акций. Компания занимает третье место по размерам рыночной капитализации, которая на 23.05.2008г. составляла \$440 млн.



За год рыночная капитализация компании выросла в 3.5 раза. Вместе с тем, по нашим оценкам, справедливая капитализация должна составлять более \$ 691 млн.

Мы устанавливаем справедливую стоимость акции ОАО «Мостоотряд-19», рассчитанную с учетом финансовых результатов за 1 квартал 2008 г., равную \$ 9225. Потенциал роста стоимости акций составляет 59%. Мы сохраняем рекомендацию «покупать». ■



■ Оценка стоимости компании

| ОАО Мостоотряд-19 | 2007 | 2008-1 Q 12 мес. |
|--------------------------------------|---------|---------------------|
| Финансовые показатели | | |
| Sale | 454.67 | 480.65 |
| Operating Income | 32.26 | 33.42 |
| Interest Expense | 0.20 | 0.21 |
| Net Income | 18.07 | 18.89 |
| Total Current Assets | 160.58 | 141.28 |
| Total Current Liabilities | 111.13 | 90.64 |
| LT Borrowings | 8.15 | 8.55 |
| Net Debt | (-41.3) | (-42.1) |
| Вспомогательные показатели, % | | |
| Growth | 79.4 | 76.0 |
| Operating Income | 7.10 | 6.95 |
| Interest Expense | 0.04 | 0.04 |
| Net Income | 3.97 | 3.93 |
| Риски, % | | |
| Sovereign Risk | 7.31 | 7.31 |
| Equity Risk | 16.53 | 16.55 |
| Оценка | | |
| Fair MCAP, \$ млн | 688 | 701 |
| Fair Value, \$ | 9050 | 9225 |
| Risk Value, \$ | 7555 | 7700 |

ОАО «Дормост»

АО \$ 770
BUY
(DRMO RTS)

■ Мы включаем в coverage list акции ОАО «Дормост» - одного из крупнейших предприятий по дорожно-мостовому строительству г. Москвы.

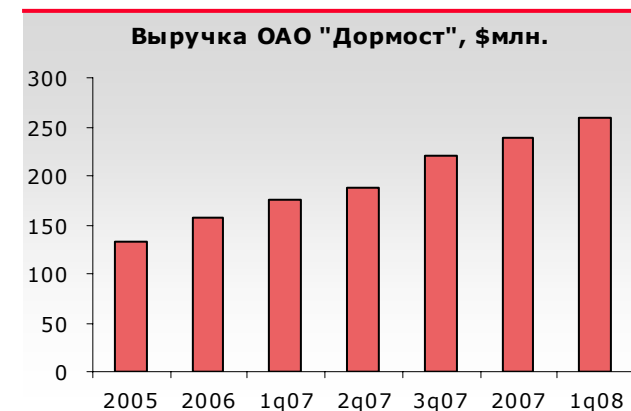
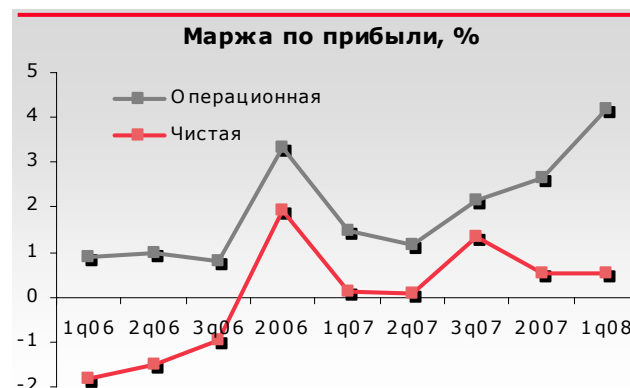
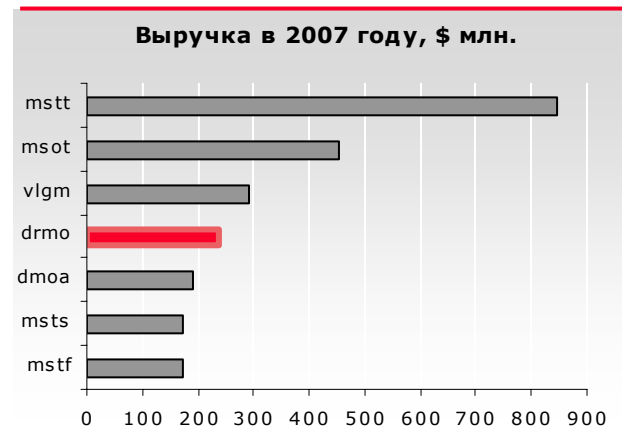
Компания специализируется в дорожно-мостовом строительстве и объединяет шесть строительных организаций, а также Управление механизации и металлоконструкций.

ОАО «Дормост» - дочерняя компания ОАО «Мосинжстрой», генерального подрядчика Правительства Москвы. Такая близость к Правительству дает основания рассчитывать на преференции при получении заказов и помогает формировать портфель заказов. На «городской заказ» приходится основной объем проектного портфеля компании. С другой стороны, компания очень зависима от перечислений средств из бюджета, которые носят, как правило, неравномерный характер.

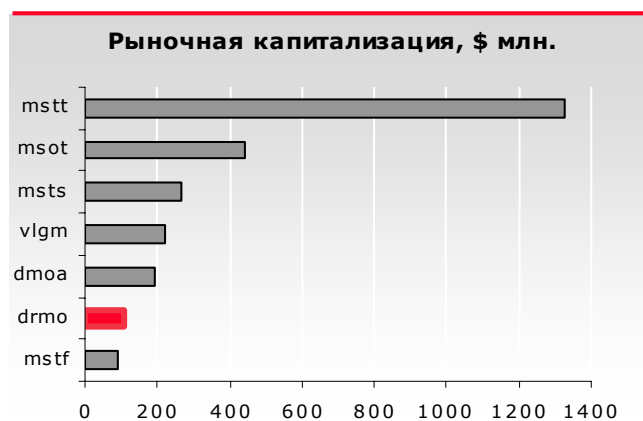
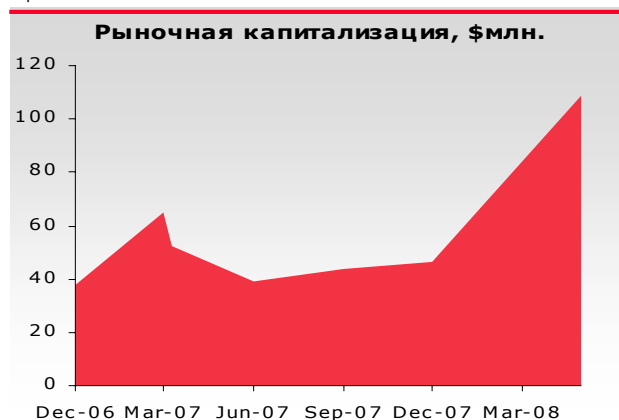
Выручка ОАО «Дормост» растет стабильными темпами, причем прошедший год был самым удачным для компании - благодаря росту объемов строительно-монтажных работ удалось значительно увеличить выручку (+52%) и повысить операционную рентабельность до 4.2%.

Чистая рентабельность по сравнению с 2006 годом снизилась с 0.61 до 0.51%. Это произошло из-за несоразмерного роста прочих операционных расходов (на 60%) при росте годовой выручки на 52% и операционной прибыли - на 53%.

Уставный капитал Дормоста состоит из 217 360 обыкновенных акций. По данным отчетности за 2007 года в реестре акционеров зарегистрированы 2 номинальных держателя и 141 акционер. Мы полагаем, что более 50% акций принадлежит генеральному директору ОАО «Мосинжстрой» Г. Животинскому, еще 28.67% - ОАО «Мосинжстрой».



ОАО «Дормост» - малая по рыночной капитализации компания, несмотря на то, что только за 1 квартал 2008 года капитализация выросла в 2.4 раза, с \$46 млн. до \$110 млн. Акции компании характеризуется крайне низкой ликвидностью. В течение 2007 года было заключено только 8 сделок. Котировки на RTS Board имеют большой спрэд: на покупку – \$200, на продажу – \$810.



■ Оценка стоимости компании

| ОАО Дормост | 2007 | 2008-1 Q 12 мес. |
|--------------------------------------|---------|---------------------|
| Финансовые показатели | | |
| \$, млн. | | |
| Sale | 238.25 | 259.16 |
| Operating Income | 6.26 | 10.89 |
| Interest Expense | 1.21 | 1.32 |
| Net Income | 0.47 | 4.66 |
| Total Current Assets | 80.55 | 68.25 |
| Total Current Liabilities | 65.35 | 51.45 |
| LT Borrowings | 0.00 | 0.00 |
| Net Debt | (-15.2) | (-16.8) |
| Вспомогательные показатели, % | | |
| Growth | 52.3 | 48.5 |
| Operating Income | 2.63 | 4.2 |
| Interest Expense | 0.51 | 0.51 |
| Net Income | 0.20 | 1.8 |
| Риски, % | | |
| Sovereign Risk | 7.31 | 7.31 |
| Equity Risk | 20.81 | 19.12 |
| Оценка | | |
| Fair MCAP, \$ млн | 143.0 | 167 |
| Fair Value, \$ | 660 | 770 |
| Risk Value, \$ | 553 | 648 |

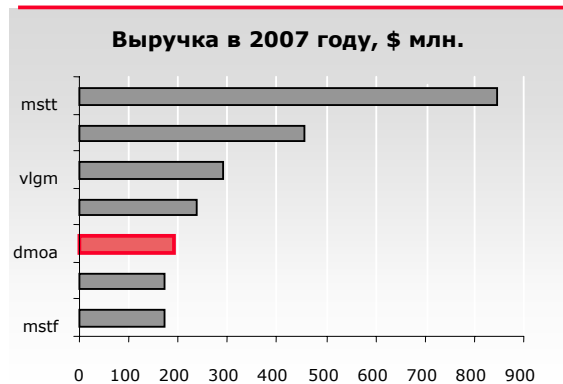
Справедливая стоимость акций ОАО «Дормост», рассчитанная с учетом финансовых результатов за 1 квартал 2008 г., оценивается по нашей модели в \$770. Таким образом, потенциал роста стоимости акций составляет 52%. Наша рекомендация «**покупать**».

ОАО «Дальмостострой»

**AO \$248
 SELL
 (DMOA RTS)**

■ ОАО «Дальмостострой» является крупнейшей специализированной мостостроительной компанией на Дальнем Востоке, силами которой были построены такие объекты, как мосты БАМа, через Амур у Комсомольска-на-Амуре, Зейское водохранилище, путепроводы и развязки во Владивостоке, Хабаровске, Южно-Сахалинске. Три моста были построены на границе с Китаем.

В структуру ОАО «Дальмостострой» входят пять региональных филиалов, расположенных в Приморском и Хабаровском краях, Амурской, Магаданской и Сахалинской областях, а также завод железобетонных конструкций.



В 2007 году выручка выросла на 52%, что соответствует среднему темпу роста рынка, и достигла \$192 млн. Это максимальный рост за последние годы работы. Кроме этого компании удалось повысить эффективность: операционная рентабельность выросла до 11.5% (9.67% в 2006 году), чистая – до 5.72% (3.34% в 2006 году).

По нашим подсчетам, более 75% уставного капитала компании сконцентрированы в структурах, конечным бенефициаром которых является М. Абызов.

В течение 2007 года происходила скупка акций с рынка, что оказывало влияние на их котировки.

Free-float ОАО «Дальмостострой» значительно снизился и, по нашим оценкам, составляет не более 5%, что сказывается на их ликвидности.

В течение года было заключено около 90 сделок при общем обороте акций порядка 3% капитала.



■ Оценка стоимости компании

| ОАО Дальмостострой | 2007 | 2008-1 Q 12 мес. |
|--------------------------------------|---------|---------------------|
| \$, mln. | | |
| Финансовые показатели | | |
| Sale | 191.98 | 203.84 |
| Operating Income | 22.10 | 15.41 |
| Interest Expense | 2.62 | 2.76 |
| Net Income | 10.99 | 5.16 |
| Total Current Assets | 106.24 | 136.24 |
| Total Current Liabilities | 52.38 | 81.58 |
| LT Borrowings | 0.00 | 0.00 |
| Net Debt | (-53.9) | (-54.7) |
| Вспомогательные показатели, % | | |
| Growth | 52.7 | 42.0 |
| Operating Income | 11.51 | 7.56 |
| Interest Expense | 1.36 | 1.36 |
| Net Income | 5.72 | 2.53 |
| Риски, % | | |
| Sovereign Risk | 7.31 | 7.31 |
| Equity Risk | 18.22 | 19.89 |
| Оценка | | |
| Fair MCAP, \$ млн | 215 | 166 |
| Fair Value, \$ | 321 | 248 |
| Risk Value, \$ | 280 | 218 |

В соответствии с нашей моделью мы оцениваем справедливую стоимость акций ОАО «Дальмостострой» в \$248. Стоимость акций, оцененная по методу мультипликаторов, составляет \$336. Таким образом, с учетом падения ликвидности и free float и отсутствием upside (текущая цена акций \$305) мы рекомендуем продавать акции ОАО «Дальмостострой».

ОАО «Волгомост»

**АО \$ 218
 BUY
 (VLGM RTS)**

■ Мы добавляем в coverage list акции ОАО «Волгомост». Компания объединяет 11 мостостроительных отрядов, которые расположены в городах: Казань, Саратов, Пенза, Самара, Оренбург, Волгоград, Астрахань, Набережные Челны, Ульяновск и Атырау (Казахстан).

В структуру предприятия также входит Калачевский завод мостовых железобетонных конструкций, управление механизации и проектная организация «Волгопроектстроймост».

С апреля 2005 года компания входит в состав финансово-промышленной группы СОК. Мы считаем, что присутствие в структуре ФПГ «СОК» гарантирует ОАО «Волгомост» отсутствие проблем с формированием портфеля заказов, обеспечивая тем самым полную загрузку технических мощностей.

Основными видами деятельности ОАО «Волгомост» являются: строительство железнодорожных, автомобильных и городских мостов, надземных и подземных автомобильных дорог, тоннелей и транспортных развязок, производство бетонных и железобетонных работ, монтаж металлических строительных конструкций, инженерные изыскания для строительства, архитектурная деятельность.

За 45 лет работы специалистами ОАО «Волгомост» построено более 3 тысяч разнообразных мостов, путепроводов, подземных сооружений, горных галерей, причалов и других транспортных сооружений общей длиной 230 километров. В течение отчетного года ОАО «Волгомост» осуществляло работы на 34 объектах, сдано в эксплуатацию 11 мостов общей длиной 1.76 км

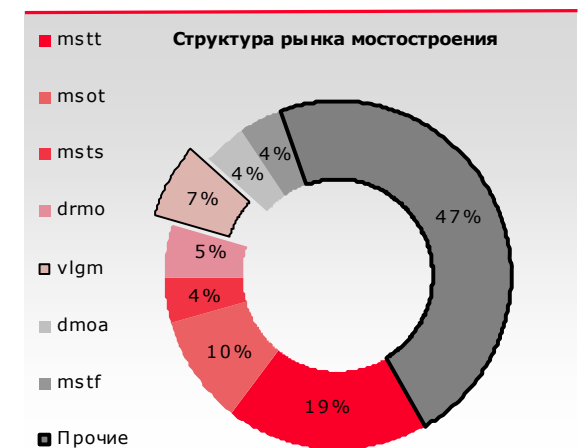
В конце прошлого года было завершено возведение пограничного моста между Россией и Казахстаном, имеющего важное международное значение. Он связал Казахстан и страны Средней Азии с центральными районами России, Северным Кавказом и Западной Европой. По этому проекту ОАО «Волгомост» выступало в качестве генподрядчика и выполняло все мостостроительные работы.

Были построены важные объекты для Татарстана, в том числе и первый в республике вантовый мост «Миллениум».

В настоящий момент «Волгомост» строит несколько крупнейших мостов на территории России. Кроме того, активно осваивается рынок ближнего зарубежья. В мае 2007 года компания выиграла международный конкурс на строительство нового мостового перехода через реку Урал в Казахстане.

В 2008 году компания выиграла в качестве генподрядчика проекты по строительству моста Саратов-Энгельс (590 млн. руб.), реконструкции моста через Волгу в Астрахани (1.2 млрд. руб.).

В планах Волгомоста на 2008-2009 годы предусмотрено значительное увеличение объемов выполняемых работ, в связи с чем запланированы масштабные капитальные вложения в техническое перевооружение.



* к прочим мы относим не торгующиеся компании

Для финансирования капитальных вложений ОАО «Волгомост» планирует разместить в течение 2008 года дебютный облигационный заем на 2 млрд. руб. (выпуск зарегистрирован ФСФР 22.01.2008г.). До настоящего времени эмиссия не проведена.

Компания демонстрирует устойчивое развитие и хорошие финансовые показатели. По нашим оценкам, доля рынка ОАО «Волгомост» составляет около 7%.

Выручка ОАО «Волгомост» за прошлый год, по сравнению с 2006 годом, увеличилась на 86% и составила \$291.6 млн. Чистая прибыль компании выросла более чем в 3 раза до \$12.05 млн.



Вызывает беспокойство долговая нагрузка компании: за год задолженность увеличилась в три раза и достигла \$105 млн. В 2008 году общий объем выплат основной суммы долга по кредитам (т.е. без учета купона по облигациям), в соответствии с нашими оценками, составит около \$ 60 млн.

Уставный капитал компании состоит из 1 417 320 шт. обыкновенных и 14 173 200 привилегированных акций. Обыкновенные акции в конце 2007 года были выведены на PTC Board, и на настоящий момент с ними заключена только одна сделка.

По данным квартальной отчетности, общее количество лиц, зарегистрированных в реестре акционеров эмитента по состоянию на 31 марта 2008 г., составляло 505, в том числе четыре номинальных держателя акций.

В начале декабря 2007 года ОАО «Волгомост» провело эмиссию привилегированных акций, которая по закрытой подписке была размещена в пользу компании «Мост-Инвест».

Контроль в компании принадлежит Группе СОК, которая владеет более 75% компании. По нашим оценкам, free float составляет около 9%.

Мы оцениваем справедливую стоимость одной обыкновенной акции «Волгомост», рассчитанную с учетом финансовых результатов за 1 квартал 2008 г., в \$ 218 и присваиваем рекомендацию «**покупать**»■

■ Оценка стоимости компании

| ОАО Волгомост | 2007 | 2008-1 Q 12 мес. |
|--------------------------------------|---------|---------------------|
| \$, mln. | | |
| Финансовые показатели | | |
| Sale | 291.59 | 325.66 |
| Operating Income | 27.3 | 27.27 |
| Interest Expense | 8.41 | 11.06 |
| Net Income | 12.05 | 9.98 |
| Total Current Assets | 273.75 | 349.74 |
| Total Current Liabilities | 227.52 | 305.26 |
| LT Borrowings | 0.0 | 0.0 |
| Net Debt | (-46.2) | (-44.5) |
| Вспомогательные показатели, % | | |
| Growth | 86.7 | 97.4 |
| Operating Income | 9.36 | 8.37 |
| Interest Expense | 2.88 | 3.39 |
| Net Income | 4.13 | 3.07 |
| Риски, % | | |
| Sovereign Risk | 7.31 | 7.31 |
| Equity Risk | 22.29 | 24.51 |
| Оценка | | |
| Fair MCAP, \$ млн | 297 | 310 |
| Fair Value, \$ | 210 | 218 |
| Risk Value, \$ | 178 | 184 |

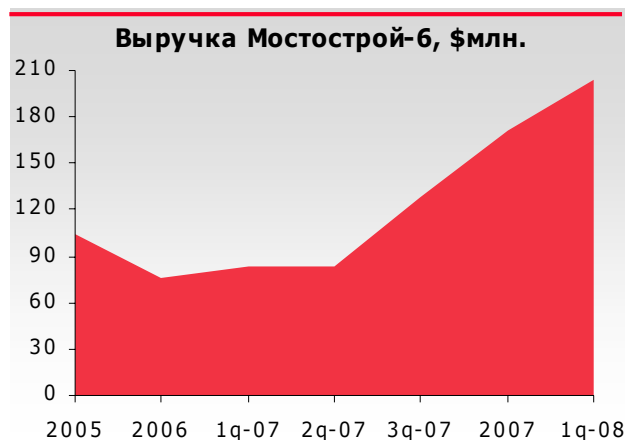
«Мостострой-6»

АО \$ 395
N/R
(MSTF RTS)

■ В структуру ОАО «Мостострой-6» входят 8 мосто-строительных филиалов: в Санкт-Петербурге - Мос-тоотряды №11 и №37 и ремонтно-прокатная база, в Великом Новгороде - Мостоотряд №75, в Архангель-ске - №9, в Вологде - №61, во Пскове - №48, в Пет-розаводске - №117.

ОАО «Мостострой-6» - единственная компа-ния, строящая внеклассные мосты через Волгу не-прерывно, начиная с 1957 года. За 60 лет ее спе-циалистами построено около 5 тысяч мостов и путе-проводов, протяженностью более 380 км.

Компания является самой малой из Top-7 по размерам выручки компанией. Численность работ-ников по состоянию на 1 апреля 2008 года -248 че-ловек.



Развитие ОАО «Мостострой-6» нельзя на-звать стабильным и проследить устойчивую динамику показателей. В 2007 году по сравне-нию с 2006 выручка выросла на 25% и соста-вила \$171.3 млн. В предыдущие годы наблю-далось снижение выручки.

Уставный капитал компании разделен на 266 995 обыкновенных акций, которые в июне 2006 года были включены в список РТС Board. За это время с акциями было зарегистрировано только три сделки на 170 штук.

Из отчета за 1 квартал 2008 года следует, что в реестре акционеров зарегистрировано около 230 акционеров-физических лиц, одно юридическое и три номинальных держателя. Мы не располагаем информацией о том, кто высту-пает бенефициарами структур, владеющих бо-лее 90% компании.

Компания объявила, что со 2 июня начи-нает размещение дополнительной эмиссии 99 005 акций по закрытой подписке.

Значительные колебания котировок ак-ций компании во многом обусловлены их край-не низкой ликвидностью. По состоянию на 23.05.2008 рыночная капитализация состав-ляла \$88 млн. В течение ноября 2007 года ры-ночная капитализация ОАО «Мостострой-6» увеличилась в два раза.

■ Оценка стоимости компании

| ОАО Мостострой-6 | 2007 | 2008-1 Q 12 мес. |
|--------------------------------------|--------|---------------------|
| \$, mln. | | |
| Финансовые показатели | | |
| Sale | 171.29 | 203.67 |
| Operating Income | 3.21 | 5.07 |
| Interest Expense | 1.37 | 1.36 |
| Net Income | 2.85 | 2.93 |
| Total Current Assets | 56.91 | 84.27 |
| Total Current Liabilities | 50.51 | 76.54 |
| LT Borrowings | 0.0 | 0.0 |
| Net Debt | (-6.4) | (-7.7) |
| Вспомогательные показатели, % | | |
| Growth | 125.9 | 107.0 |
| Operating Income | 1.87 | 2.49 |
| Interest Expense | 0.80 | 0.67 |
| Net Income | 1.67 | 1.44 |
| Риски, % | | |
| Sovereign Risk | 7.31 | 7.31 |
| Equity Risk | 26.05 | 22.42 |
| Оценка | | |
| Fair MCAP, \$ млн | 96 | 105 |
| Fair Value, \$ | 360 | 395 |
| Risk Value, \$ | 297 | 328 |

В связи с нестабильными результатами деятельности компании, крайне низкой лик-видностью ее акций, непрозрачностью и не-ясностью стратегии развития мы считаем, что покупка акций ОАО «Мостострой-6» сопряже-на с повышенным риском и обращаем внима-ние, что текущий дисконт к рынку не являет-ся соизмеримым с риском потерь. Мы воздер-живаемся от рекомендаций по этой акциям. ■

Данный обзор имеет информационное назначение и не является предложением проводить операции на рынке ценных бумаг. Информация, содержащаяся в данном обзоре, не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг. Данные, приведенные в тексте, получены из источников, которые мы считаем надежными, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в вышеприведенных материалах, а также за операции с упоминающимися ценными бумагами. ЗАО фондовый центр «Инфина» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию или исправлять возможные неточности.

Аналитический Отдел
8 (495) 780-43-43 доб. 6043
analyst@infina.ru

