



МОСТОТРЕСТ (MSTT)

Мы возобновляем покрытие Мостотреста (MSTT) – крупнейшего участника российского рынка инфраструктурного строительства. Специализация компании – строительство и реконструкция автодорожных и железнодорожных мостов, а также дорог и других инфраструктурных сооружений. В 2011 году компания заметно повысила свои финансовые показатели и улучшила денежную позицию. Итоги сравнения Мостотреста с российскими и зарубежными аналогами показывают заметную недооцененность. Наша целевая цена по акциям Мостотреста (\$7.05) предполагает потенциал роста 30.5%, что дает основание для рекомендации **ПОКУПАТЬ**.

Сильные стороны

- Большой портфель заказов – почти \$10 млрд.
- Высокие темпы роста финансовых показателей.
- Диверсифицированная группа миноритарных акционеров, среди которых присутствуют институциональные инвесторы–нерезиденты.
- Существенная денежная позиция (однако большой объем денежных средств на балансе во многом объясняется авансовыми платежами по выполняемым проектам).
- Предстоят крупные инфраструктурные проекты, связанные, в том числе, с Олимпиадой-2014 и Чемпионатом мира по футболу-2018.
- Есть потребность в модернизации существующей инфраструктуры РФ (по оценке Мостотреста, в реконструкции и модернизации нуждаются 59% железных дорог, 35% автодорог и 19% мостов).

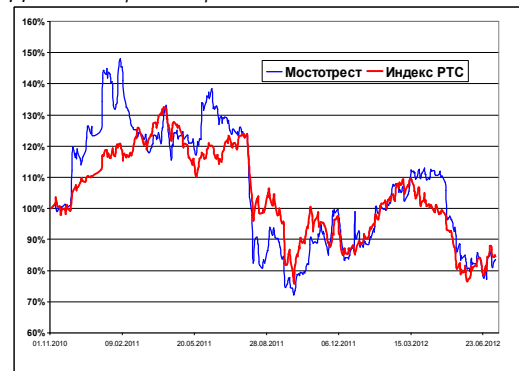
Источники рисков

- Финансирование большинства проектов Мостотреста происходит за счет бюджетных средств – есть риски, связанные с возможным сокращением госрасходов в случае внешних «шоков» (например, падения цен на нефть).
- Стоимость инфраструктурного строительства в РФ выглядит завышенной по сравнению с западными странами. В случае усиления конкуренции на рынке возможно сокращение показателей рентабельности.
- Мостотрест диверсифицирует бизнес за счет проектов, имеющих более низкую рентабельность, чем традиционное для компании строительство мостов, эстакад и развязок.

Мостотрест	
Рыночная капитализация, \$ млн	1524
Чистый долг, \$ млн	-672
Стоимость предприятия, \$ млн	852
Акции	
Выпущено, млн. шт.	282.22
Цена, \$	5.4
Справедливая цена, \$	7.0
Потенциал роста	30.5%

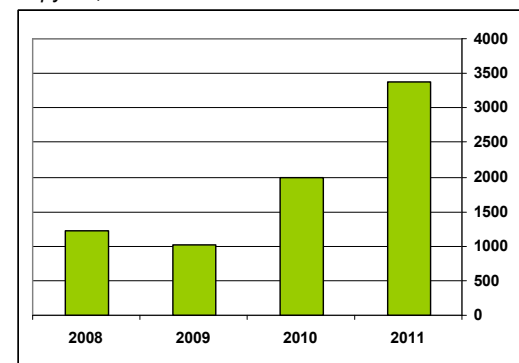
Источники: ММВБ-РТС, данные компании, оценки ИФ «ОЛМА»

Динамика цены акций



Источник: ММВБ-РТС

Выручка, \$ млн.



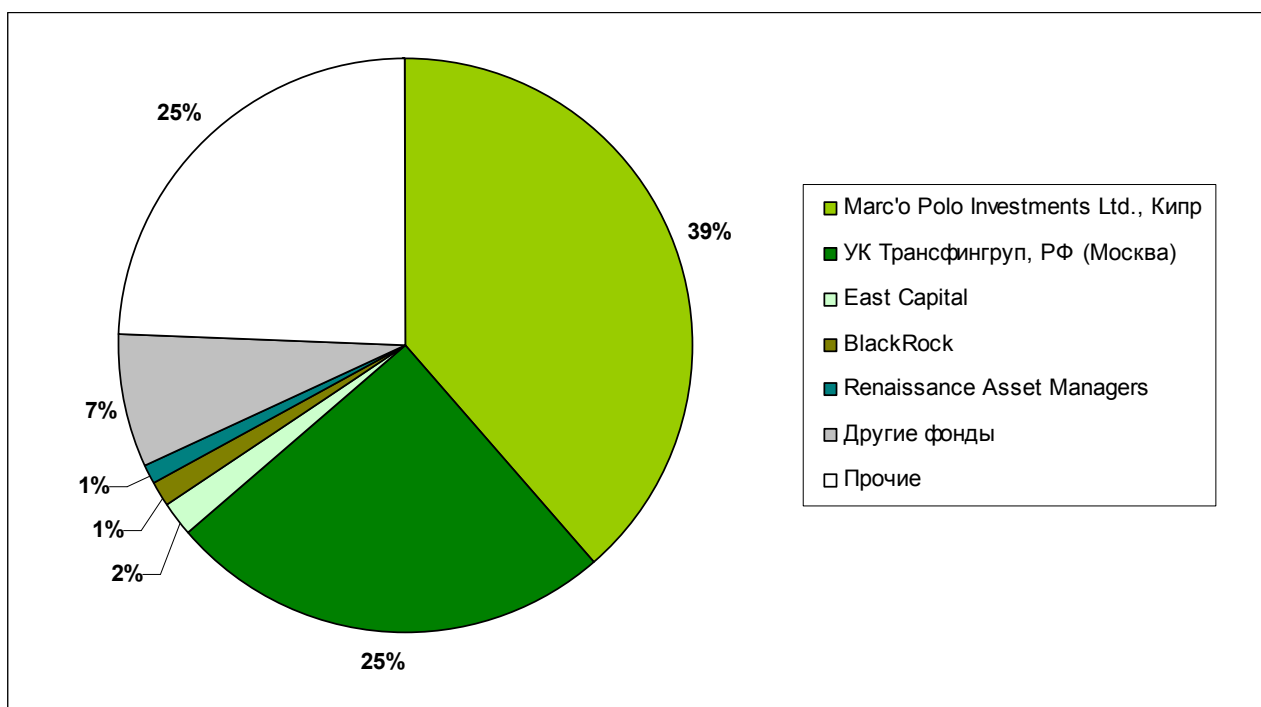
Источник: данные компании

О компании

Мостотрест (MSTT) – лидер российского рынка инфраструктурного строительства. Компания специализируется на строительстве и реконструкции автодорожных, железнодорожных и городских мостов, дорог, а также других инженерных сооружений. Компания была основана в 1930 году как Всесоюзный трест по строительству мостов и за годы своего существования заметным образом расширила сферу деятельности. Так, недавняя покупка контрольных пакетов акций корпорации Инжтрансстрой, Трансстроймеханизации и блокирующего пакета акций в ОАО «Мостострой-11» позволила усилить позиции Мостотреста в смежных сегментах отрасли, таких как строительство автомагистралей, железных дорог, аэропортов и портов. География присутствия Мостотреста включает семь из восьми федеральных округов РФ (не включает Северо-Кавказский), компания имеет 14 региональных филиалов, общая численность сотрудников составляет порядка 20 тыс. человек.

Акционеры

Структура акционерного капитала Мостотреста имеет диверсифицированный вид. Наибольшая доля акций (39%) принадлежит фонду Marc'O Polo Investments (Кипр), который контролируется братьями Аркадием и Игорем Ротенбергами. Около 25% (чуть менее 25% по данным Bloomberg и 27% - по данным Мостотреста по состоянию на май текущего года) находится во владении УК Трансфингруп, управляющей средствами фонда «Благосостояние» (РЖД). От 34% до 37% акций Мостотреста находятся в свободном обращении.



Источник: Bloomberg

Проекты и портфель заказов

Консолидированный портфель заказов компании по состоянию на конец 2011 года составлял 320 млрд. руб. или почти \$10 млрд.

Некоторые текущие проекты:

- строительство инфраструктуры (дороги и развязки) в г.Сочи и окрестностях;
- участок дороги Москва - Санкт-Петербург, 2011-2014гг.;
- участки дорог в Москве (в том числе, участок на четвертом транспортном кольце).

Некоторые завершённые проекты (2009-2011гг.):

- железная дорога в Находке;
- мостовой переход через р.Вятку;
- Уфимский аэропорт;
- аэропорт г. Геленджик;
- аэропорт Шереметьево-2 (Москва);
- автодорога Чита-Забайкальск;
- логистический центр в Ногинске;
- участок автомагистрали М-4 «Дон»;
- нефтепровод ВСТО;
- автомобильный мост через р.Оку (Муром);
- автомобильный мост через р. Анкару (Иркутск).

Некоторые предстоящие проекты:

- мост через р. Дон на трассе М-4 «Дон» (Ростовская обл.);
- развязка на пересечении подъезда к г. Зеленограду с трассой М-10.

Финансовые показатели

Мостотрест начал публиковать отчетность по международным стандартам начиная с 2009 года (фактически, доступны данные начиная с 2008 года, поскольку отчетность за 2009 год включает показатели предшествующего периода). Среднегодовые темпы роста выручки за период с 2008 года по 2011 год составили 40%, за 2011 год выручка выросла на 70%. Свой прогноз по выручке Мостотреста на 2012 год мы построили исходя из более скромных темпов роста (15%). Наш прогноз можно признать консервативным - средние темпы роста выручки за период с 2008 по 2010 гг. включительно (до начала консолидации результатов дочерних компаний в отчетности Мостотреста) составляют 28%.

Мостотрест: финансовые показатели

	2008	2009	2010	2011	2012П
Выручка, \$ млн.	1219.7	1019.6	1984.8	3368.4	3873.6
ЕБИТДА, \$ млн.	139.0	179.7	213.6	326.9	348.6
Рентабельность по ЕБИТДА	11.4%	17.6%	10.8%	9.7%	9.0%
Чистая прибыль, \$ млн.	24.8	84.5	57.0	126.1	145.0
EPS*, \$	0.09	0.3	0.2	0.45	0.51
Дивиденды на ао*, \$	0.06	0.09	0.1	0.24	0.26
Дивидендная доходность	1.1%	1.7%	1.8%	4.5%	4.8%
Доля чистой прибыли, направленная на дивиденды	65%	30%	49%	54%	49%
Чистый долг, \$ млн.	121.5	47.0	-435.0	-671.6	-671.6

* - с поправкой на дробление номинальной стоимости акций в 2010 году

Источники: данные компании, оценки ОЛМА

Рентабельность по ЕБИТДА в 2011 году (впервые за четыре года) оказалась ниже 10%, что связано с увеличением в объеме выполняемых заказов доли проектов со сравнительно низкой рентабельностью (например, строительство плоскостных дорог или взлетно-посадочных полос аэропортов) и доли работ, выполняемых с привлечением субподрядчиков (эта доля по группе в целом увеличилась с 44% в 2010 году до 49% в 2011 году, в том числе по головной компании – с 18% до 29%). Мы ожидаем сохранения тенденции к сокращению рентабельности по ЕБИТДА в ближайшие годы, поскольку текущие крупные проекты компании (строительство дублера Курортного проспекта в Сочи и участка четвертого транспортного кольца в Москве) требуют привлечения субподрядчиков, что оказывает негативное влияние на рентабельность.

Стоимость строительства дорог в расчете на километр полотна в РФ сильно (иногда на порядок) отличается от стоимости аналогичных работ как в развитых, так и в развивающихся странах, что косвенно указывает на сравнительно невысокий уровень конкуренции на внутреннем рынке инфраструктурного строительства. Мостотрест является лидером рынка, однако показатели рентабельности компании могут оказаться под давлением в случае усиления конкуренции.

Дивидендная политика Мостотреста предполагает выплату не менее 30% чистой прибыли по МСФО в виде дивидендов. Фактическая доля прибыли, направляемой на дивиденды в течение четырехлетнего периода, колебалась от 30% до 65%, в среднем составила 49%. Судя по истории

выплат, компания старается «сглаживать» дивидендный поток, стремясь к увеличению дивидендов от года к году: колебания в размере дивидендов не столь заметны, как колебания в чистой прибыли (дивиденды увеличивались даже по итогам 2010 года, когда чистая прибыль сократилась).

Объем денежных средств и их эквивалентов на балансе Мостотреста на конец 2011 года составил более \$900 млн. – существенная часть этой денежной позиции объясняется авансовыми платежами по выполняемым проектам (как правило, заказчик выплачивает в конце года 30% от лимита финансирования, предусмотренного контрактом на следующий год).

Оценка – сравнительный анализ

Мы сравнили Мостотрест с российскими и зарубежными компаниями-аналогами по коэффициентам EV/S, EV/EBITDA и P/E, рассчитанным по отчетности за 2011 год.

Российские компании-аналоги

Компания (тикер)	Цена, \$ за акцию	МСар, \$ млн.	Чистый долг, \$ млн.	Выручка, \$ млн.	ЕБИТДА, \$ млн.	Чистая прибыль, \$ млн.	EV/S	EV / EBITDA	P/E
Ханты-Мансийскдорстрой (HMDS)	117.50	268.3	30.8	278.6	29.8	21.22	1.07	10.02	12.64
Мосинжстрой (MIST)	8.50	76.2	128.5	232.0	8.3	0.27	0.88	24.80	281.36
Корпорация Трансстрой (KTRS)	0.90	63.6	68.6	136.2	24.0	2.85	0.97	5.52	22.33
Мостоотряд №19 (MSOT)	650.00	49.3	46.6	319.1	11.1	41.77	0.30	8.61	1.18
Бамтоннельстрой (BTST)	450.50	46.0	-4.1	51.0	20.9	1.08	0.82	2.01	42.53
Волгомост (VLGM)	27.50	39.0	108.2	266.6	39.0	9.97	0.55	3.77	3.91
Среднее		90.4	63.1	213.9	22.2	12.9	0.72	6.92	7.03
Мостотрест		1524.0	-671.6	3368.4	326.9	126.1	0.25	2.61	12.09

Источники: ММВБ-РТС, СПАРК-Интерфакс, данные компаний, оценки ОЛМА

Зарубежные компании-аналоги

Компания (тикер)	Страна	МСар, \$ млн.	Чистый долг, \$ млн.	Выручка, \$ млн.	ЕБИТДА, \$ млн.	Чистая прибыль, \$ млн.	EV/S	EV / EBITDA	P/E
Colas (RE FP)	Франция	4064.4	-54.4	17283.9	1939.8	467.9	0.23	2.07	8.69
Daelim Industrial (000210 KS)	Южная Корея	2804.9	281.6	6487.1	390.1	389.3	0.48	7.91	7.20
Strabag (STR AV)	Австрия	2690.2	19.7	19096.7	1107.3	271.5	0.14	2.45	9.91
Obrascon Huarte Lain (OHL SM)	Испания	2017.5	4279.8	6781.2	1697.9	311.0	0.93	3.71	6.49
Shanghai Tunnel Engineering (600820 CH)	Китай	1629.3	262.7	2132.1	146.3	80.0	0.89	12.93	20.36
Impregilo (IPG IM)	Италия	1591.6	692.9	2843.3	430.9	247.0	0.80	5.30	6.44
FCC (FCC SM)	Испания	1570.8	8313.6	16368.7	1591.7	150.7	0.60	6.21	10.42
Empresas ICA (ICA US)	Мексика	1077.8	3263.3	3437.5	398.9	119.0	1.26	10.88	9.06
Besalco (BESALCO CI)	Чили	964.2	202.4	664.9	96.5	40.3	1.75	12.08	23.92
Astaldi (AST IM)	Италия	600.4	867.6	3154.4	351.3	99.1	0.47	4.18	6.06
Autostrada Torino-Milan (AT IM)	Италия	556.7	1848.3	1767.0	800.1	144.3	1.36	3.01	3.86
Chengdu Road&Bridge (002628 CH)	Китай	528.1	-103.9	381.6	43.4	29.6	1.11	9.78	17.81
Longjian Road&Bridge (600853 CH)	Китай	257.9	64.5	988.0	24.7	5.5	0.33	13.05	46.86
Nagarjuna Construction (NJCC IN)	Индия	201.8	900.4	1427.4	192.3	11.8	0.77	5.73	17.15
Polimex-Mostostal (PXM PW)	Польша	131.8	196.8	1627.8	72.4	33.9	0.20	4.54	3.89
Среднее		1379.2	1402.3	5629.4	618.9	160.1	0.49	4.49	8.62
Мостотрест		1524.0	-671.6	3368.4	326.9	126.1	0.25	2.61	12.09

Источники: Bloomberg, данные компаний, оценки ОЛМА

Сравнение показывает, что Мостотрест недооценен как по отношению к российским аналогам, так и к зарубежным. Мы считаем сравнение Мостотреста с российскими компаниями-аналогами менее адекватным, поскольку Мостотрест заметно отличается от выборки по капитализации и финансовым показателям. Соответственно, в нашей итоговой оценке мы присвоили веса 0.3 и 0.7 итогам сравнения с российскими и зарубежными аналогами, соответственно.

Мостотрест и компании-аналоги: сравнительные коэффициенты

	EV/S	EV/EBITDA	P/E	Чистый долг/EBITDA
Российские аналоги	0.72	6.92	7.03	2.85
Зарубежные аналоги	0.49	4.49	8.62	2.27
Мостотрест	0.25	2.61	12.09	-2.05

Источники: оценки ОЛМА

Наша итоговая оценка справедливой стоимости Мостотреста составляет \$1989 млн. или \$7.05 на акцию, что предполагает потенциал роста в 30.5%. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Мостотреста.

Инвестиционная фирма «ОЛМА»

Малый Каретный переулок, 7/1
Москва, Россия, 127051
+7-495-960-3121
www.olma.ru

Управление торговых операций

Алексей Быстров
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1601
E-mail: alex@olma.ru

Константин Мельников
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1266
E-mail: melnikov@olma.ru

Дмитрий Лобанов
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1608
E-mail: lobanov@olma.ru

Роман Рассадин
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1606
E-mail: rar@olma.ru

Николай Григорьев
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1618
E-mail: nng@olma.ru

Управление брокерского обслуживания

Антон Коновалов
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1231
E-mail: konovalov@olma.ru

Владимир Владимиров
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1264
E-mail: vladimirov@olma.ru

Андрей Николаев
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1194
E-mail: anikolaev@olma.ru

Маргарита Петрова
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1263
E-mail: rita_petrova@olma.ru

*Аналитическое управление***Начальник управления:**

Дмитрий Парфенов
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1224
E-mail: parfenov@olma.ru

Электроэнергетика:

Роман Габбасов
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1243
E-mail: gabbasov@olma.ru

Рынок акций, машиностроение:

Антон Старцев
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1226
E-mail: sav@olma.ru

Банки:

Руслан Юнусов
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1227
E-mail: ruslan.yunusov@olma.ru

© 2012 Инвестиционная фирма «ОЛМА»

Настоящая информация предназначена исключительно для сведения клиентов ИФ «ОЛМА». Настоящая информация не может восприниматься как предложение или рекомендация относительно покупки или продажи ценных бумаг. Настоящая информация составлена на основе публичных источников, которые признаны надежными, и за достоверность и/или полноту предоставленной информации ИФ «ОЛМА» ответственности не несет. Все суждения, выраженные в настоящем материале, актуальны на дату его выпуска, указанную в материале. ИФ «ОЛМА» не берет на себя обязательств по регулярному обновлению материала или исправлению выявленных ошибок. ИФ «ОЛМА», ее партнеры или ее сотрудники могут владеть объектами инвестиций, упомянутыми в настоящем материале, и могут время от времени приобретать или избавляться от них. Ни ИФ «ОЛМА», ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении убытков и ущерба любого рода, полученных на основании использования настоящей информации.

Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения ИФ «ОЛМА».