

Дальмостострой

Август, 17

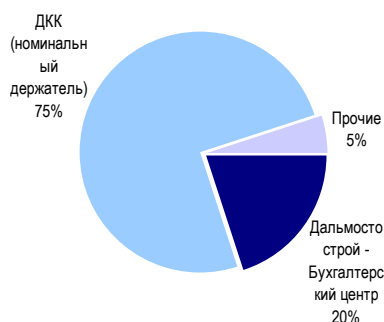
Equity Research

UTC +11

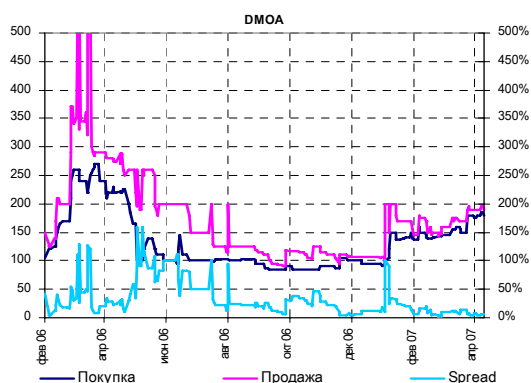
Ticker	dmoa
Price	\$225
Target price	\$256
Recom.	Держать

52 нед. max	\$230
53 нед. min	\$90
Капитализация	\$150.6 млн
PS	1.2
EV/S	1.4
EV/EBITDA	9.8
P/E	26.2

Структура акционеров



Источник: фин. отчеты компании



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

Дальмостострой (DMOA RU) является одной из крупнейших на Дальнем Востоке компаний, специализирующихся на строительстве транспортной инфраструктуры. За время существования он построил свыше 1000 мостов, среди крупнейших проектов – 1500-метровый мост через Амур в Комсомольске-на-Амуре и 1100-метровый мост через Зейское водохранилище.

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

Мы обращаем внимание инвесторов на акции Дальмостостроя, так как компания работает в перспективном регионе, в котором будет действовать целевая федеральная программа по развитию транспортной инфраструктуры, имеет хороший финансовый и административный ресурс, показывает прибыльность выше среднеотраслевой и обладает достаточными мощностями для реализации крупных проектов.

Основным риском инвестирования в акции Дальмостостроя, с нашей точки зрения, является возможность принудительного выкупа акций миноритарных акционеров на неблагоприятных условиях. На данный момент доля основного собственника компании составляет 94.9%.

Мы рекомендуем держать акции компании. Дальмостострой торгуется с существенными дисконтами к аналогичным компаниям развивающихся рынков: 22-35% по P/S, 27% по EV/EBITDA на 2007 год. Компании развивающихся рынков сейчас торгуются по P/S 2007 на уровне 1.0-1.2, по EV/EBITDA 2007 – 10.9.

Наша оценка компании Дальмостострой основывается на модели DCF. Справедливая цена подразумевает 14-процентный потенциал роста котировок от текущих уровней. Она также предполагает значение коэффициента P/S 0.9 и EV/EBITDA 8.9 на 2007 год, что существенно ниже уровня аналогичных компаний развивающихся рынков.

	2005	2006	2007E	2008E
Revenues, \$ млн	152	126	187	215
EBITDA, \$ млн	16	18	22	27
EBITDA margin	11%	14%	12%	13%
Net margin	1%	5%	6%	6%
P/S		1.2	0.8	0.6
EV/EBITDA		9.8	8.0	6.6
P/E		26	15	11

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

Оценка инвестиционной привлекательности отрасли

Перспективы отрасли

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

Как будут тратиться «нефтяные» деньги

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

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

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

Инвестиции в акции строителей инфраструктурных объектов – хорошая возможность для диверсификации

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

Акции компаний отрасли привлекательны на текущих ценовых уровнях

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

Оценка привлекательности компании

Дальмостострой – один из крупнейших строителей инфраструктурных объектов в России

Дальмостострой – одна из крупнейших компаний, специализирующихся на строительстве транспортной инфраструктуры. На ее счету свыше 1000 мостов. Среди крупнейших проектов – строительство 1500-метрового моста через Амур в Комсомольске-на-Амуре и 1100-метровый мост через Зейское водохранилище.

Конкурентное положение

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

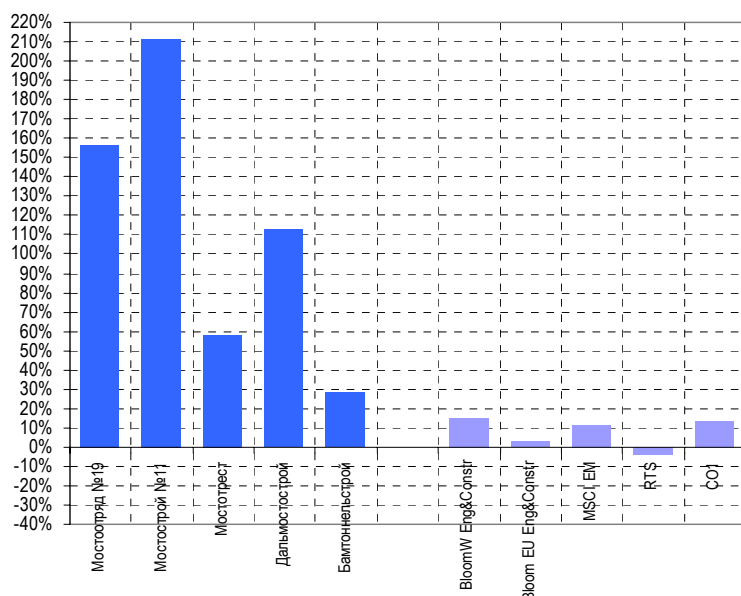
Мы предполагаем, что благодаря опыту работы в регионе Дальмостострой сможет гарантировать себе участие во многих крупных местных проектах в рамках целевой программы развития транспортной инфраструктуры Дальнего Востока, несмотря на серьезную конкуренцию.

Акции компании умеренно привлекательны на текущих ценовых уровнях

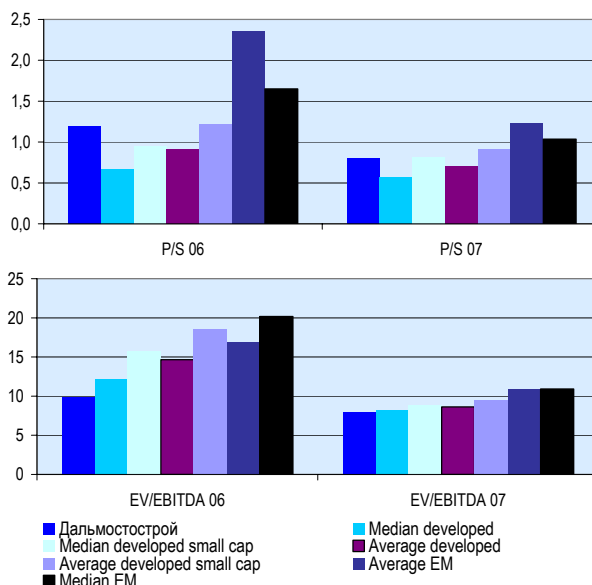
Из-за падения выручки в 2006 году компания выглядит дороже российских аналогов, однако все же дешевле средних показателей развивающихся рынков. Мы не считаем этот год репрезентативным и обращаем внимание инвесторов на тот факт, что, по прогнозным показателям 2007 года, Дальмостострой торгуется

с существенным дисконтом.

Рост котировок компаний с начала года



Сравнение с внешними рынками по коэффициентам



Источник: Bloomberg, RTS, оценка БКС

Источник: Bloomberg, RTS, оценка БКС

Преимущество Дальмостостроя перед остальными компаниями отрасли

Основным преимуществом компании мы считаем принадлежность ее к перспективному региону, в котором будет действовать федеральная целевая программа развития транспортной инфраструктуры, а также сильный административный и финансовый ресурс.

Возможные источники финансирования проектов Дальмостостроя

Инвестиционная программа РЖД

Крупнейшим заказчиком компании является РЖД и региональные филиалы РЖД. Мы предполагаем, что и в дальнейшем компании будут сотрудничать и Дальмостострой сможет поучаствовать в освоении инвестиционной программы РЖД.

В начале года ОАО «РЖД» огласило инвестиционную программу строительства и реконструкции искусственных сооружений на железных дорогах в 2007 году. Объем инвестиций составит около 26 млрд руб. (на треть больше, чем в 2006 году) – это около 12% общей инвестиционной программы компании на этот год.

Федеральная целевая программа развития Дальнего Востока и Забайкалья

На развитие Дальнего Востока и Забайкалья в рамках целевой федеральной программы правительство планирует выделить \$16.7 млрд до 2013 года. Эти средства планируется потратить на инфраструктуру, в частности на транспортную инфраструктуру планируется выделить около 220 млрд руб. В работе также находится стратегия развития Дальнего Востока до 2025 года.

Так как Дальмостострой является ведущим мостостроителем в этом регионе, введение в действие целевой программы предполагает прирост проектов в будущем.

Анализ рисков

Риски индустрии

Уменьшение государственных инвестиций в инфраструктурные проекты

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

Рост конкуренции

Компания действует в условиях серьезной конкуренции, однако опыт работы в регионе может дать ей преимущества и гарантировать участие во многих крупных местных проектах.

Непрозрачность отрасли

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

Специфические риски компании

Принудительный выкуп акций

Основным риском инвестирования в акции Дальмостострой мы считаем возможность принудительного выкупа акций миноритариев. Так, в июле акции компании Сибмост были выкуплены основным владельцем по цене, которая была более чем в десять раз ниже индикативных котировок RTS Board.

Тот факт, что месяц назад Дальмостострой переизбрал совет директоров, генерального директора (прошлого совладельца компании) и ревизионную комиссию, говорит об усилении интереса основного владельца управлению компанией.

Прогнозируемость денежных потоков

Дальмостострой не раскрывает текущего портфеля заказов, таким образом, перспективы на будущее оценить с большой степенью уверенности не представляется возможным. В 2006 году выручка компании упала на 20%, в этом году она показала оптимистичные результаты за полугодие, которые позволяют предположить, что уровень выручки не только восстановится по отношению к 2005 году, но и существенно возрастет. Однако, принимая во внимание недостаток информации по проектам, мы считаем, что денежные потоки компании имеют высокую степень неопределенности.

Зависимость от крупных проектов

Крупнейший заказчик компании – РЖД и региональные филиалы РЖД, для них компания реконструирует мост через Амур у Хабаровска. Основными заказчиками являются также различные региональные организации Росавтодора, РАО ЕЭС. Мы оцениваем зависимость от крупных проектов как сильную, но нормальную для индустрии.

Зависимость от изменений цен на сырье

По данным из финансовых отчетов компании, затраты на сырье составляют 35% себестоимости работ. Это означает, что ее результаты сильно зависят от изменения цен на материалы

Оценка и целевые уровни

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

Показатели P/S и EV/S Дальмостстроя выше, чем у других рассмотренных нами строителей транспортной инфраструктуры, из-за скачка вниз выручки в 2006 году, однако по показателям доходности, а также EV/EBITDA и P/E компания уступает лишь Мостострою-11. Мы также ожидаем значительного улучшения показателей в 2007 году: выручка прогнозируется к росту на 49% к 2006 году и 23% – к 2005-му.

	Cap ask	P/S 06	P/S 07	EV/S 06	EV/S 07	EV / EBITDA 06	EV / EBITDA 07	P/E 06	P/E 07
Мостоотряд-19 MSOT RU	243	1,0	0,8	0,8	0,7	17,6	8,7	83	39
Мостотрест MSTT RU	545	0,9	0,8	1,1	0,9	15,3	11,1	108	38
Мостострой-11 MSTS RU	187	1,0	1,0	1,0	1,0	5,0	10,6	8	17
Бамтоннельстрой BTST RU	227	1,1	0,9	1,3	1,1	13,1	10,4	11	9
Метрострой METP RU	142	0,6	0,4	0,5	0,3	10,2	4,7	18	6
Дальмостстрой DMOA RU	151	1,2	0,8	1,4	1,0	9,8	8,0	26	15

Сравнение компании отрасли с зарубежными аналогами

NAME	MC, mln ASK	EV, mln USD	EV / S			EV / EBITDA			P / E			P / S		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Road builders														
Мостоотряд №19 (MSOT)	243	207	0,8	0,7	0,5	17,6	8,7	4,6	82,8	38,6	12,8	1,0	0,8	0,6
Мостострой 11 (MSTS)	187	183	1,0	1,0	0,7	5,0	10,6	8,3	8,2	16,7	14,1	1,0	1,0	0,7
Мостотрест (MSTT)	545	643	1,1	0,9	0,8	15,3	11,1	5,8	107,8	37,5	13,0	0,9	0,8	0,7
Дальмостстрой (DMOA)	151	178	1,4	1,0	0,7	9,8	8,0	6,6	26,2	14,5	11,1	1,2	0,8	0,6
Russian average			1,0	0,8	0,7	11,9	8,9	5,5	42,2	20,4	9,5	1,0	0,8	0,6
Russian median			1,0	0,9	0,7	11,7	9,5	5,2	21,9	15,6	11,9	1,0	0,8	0,6
Developed peers														
Average			1,0	0,8	0,7	14,6	8,6	7,4	30,1	17,7	14,7	0,9	0,7	0,6
Медиана			0,9	0,8	0,5	12,2	8,2	7,0	23,8	15,7	14,0	0,7	0,6	0,5
Average small cap			1,2	0,9	0,7	18,6	9,5	7,6	36,1	17,1	12,9	1,2	0,9	0,8
Медиана small cap			1,0	0,8	0,6	15,8	8,9	7,0	35,2	15,8	13,9	1,0	0,8	0,7
DMOA discount to average			40%	19%	2%	-33%	-8%	-11%	-13%	-18%	-25%	31%	14%	-8%
DMOA discount to median			58%	26%	27%	-19%	-4%	-6%	10%	-8%	-21%	81%	42%	21%
DMOA discount to average small cap			18%	4%	0%	-47%	-16%	-13%	-27%	-15%	-14%	-2%	-12%	-28%
DMOA discount to median small cap			45%	14%	8%	-38%	-11%	-6%	-26%	-8%	-20%	26%	-1%	-16%
Emerging peers														
Average			2,7	1,4	1,1	16,9	10,9	8,2	72,3	21,9	15,7	2,4	1,2	0,9
Медиана			1,8	1,2	0,9	20,2	10,9	8,6	37,4	21,6	16,9	1,7	1,0	0,9
DMOA discount to average			-48%	-31%	-37%	-42%	-27%	-20%	-64%	-34%	-29%	-49%	-35%	-40%
DMOA discount to median			-23%	-17%	-25%	-51%	-27%	-24%	-30%	-33%	-34%	-27%	-22%	-34%

Источник: Bloomberg, отчеты компаний, оценки БКС

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

По показателю P/S за 2007 год Дальмостстрой торгуется с 22-35-процентным дисконтом к иностранным аналогам развивающихся стран. По показателю EV/EBITDA за этот год дисконт Дальмостстроя составляет 27%. По показателю P/E за тот же период дисконт Дальмостстроя составляет 33-34%. По отношению к развитым рынкам дисконта нет или он невелик.

Оценка DCF

Оценка методом DCF

Мы провели оценку акций компании Дальмострой методом дисконтированных денежных потоков. Средневзвешенная стоимость капитала составляет 17%, что отражает относительно небольшую ликвидность акций компании, долгосрочный рост – 5%. Мы заложили в нашу модель постепенное снижение ставки дисконтирования и существенный рост доходов в первые несколько лет.

Справедливая цена подразумевает 14-процентный потенциал роста котировок от текущего уровня цены Ask. Она также предполагает значение коэффициента P/S 2006 1.36, P/S 2007 – 0,9, EV/EBITDA 2006– 11, EV/EBITDA 2007 – 8.9.

В нашей модели мы предполагали, что рентабельность по EBITDA будет постепенно увеличиваться до прогнозного среднеотраслевого значения – 13%.

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	Terminal Year
Revenues	126	187	215	243	267	289	303	318	334	351	\$368
Growth, % yoy		49%	15%	13%	10%	8%	5%	5%	5%	5%	5,0%
EBITDA margin	14%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
EBIT margin	10%	9%	10%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%
EBITDA	18	22	27	31	35	38	40	42	44	46	49
EBIT	\$12	\$17	\$20	\$24	\$28	\$30	\$32	\$34	\$36	\$39	\$41
Taxes	\$3	\$4	\$5	\$6	\$7	\$7	\$8	\$8	\$9	\$9	\$10
EBIT(1-t)	9	13	16	19	21	23	25	26	28	29	31
Reinvestment	29	12	6	6	3	3	1	1	1	1	
+D&A	6	6	7	7	7	8	8	8	8	8	
-Capex	3	-6	-7	-8	-8	-8	-7	-7	-7	-7	
-WCC change	-38	-12	-6	-6	-2	-2	-1	-2	-2	-2	
FCFF	-19	1	10	12	18	20	24	25	27	28	31
Terminal Value											386
WACC	17,0%	15,4%	14,4%	13,8%	13,5%	13,3%	13,2%	13,1%	13,1%	13,0%	13,0%
Total Capital Invested	93	105	111	117	120	123	123	124	125	126	126
Reinvestment Rate	312%	95%	38%	35%	15%	11%	3%	3%	4%	4%	38%
Return on Capital	14%	14%	15%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	13,0%
PV Calculations											
Cumulative WACC		1,15	1,32	1,50	1,70	1,93	2,18	2,47	2,79	3,16	
Present Value of FCFF		1	7	8	10	11	11	10	10	9	
PV of TV											\$122

Valuation

PV of FCFF	\$ 77
PV of TV	\$ 122
Operating Assets	\$ 199
Cash & Equivalents	\$ 4
Value of Firm =	\$ 203
- Debt =	\$ 32
Value of Equity =	\$ 171
Number of shares	0,67
Price	\$ 256
Current	\$ 225
Upside	14%

SCALE	Конечный темп роста (%)					
	0,50%	4,0%	4,5%	5,00%	5,5%	6,0%
WACC						
+1%	14,0%	201	209	218	227	238
+0.5%	13,5%	217	226	236	247	259
0%	13,0%	234	244	256	269	284
-0.5%	12,5%	253	265	279	294	312
-1%	12,0%	275	289	305	323	345

Информация о компании

Сфера деятельности

Дальмостострой является одной из крупнейших на Дальнем Востоке компаний, специализирующихся на строительстве транспортной инфраструктуры. У компании есть филиалы в Хабаровске, Комсомольске-на Амуре, Южно-Сахалинске, Магадане и Москве.

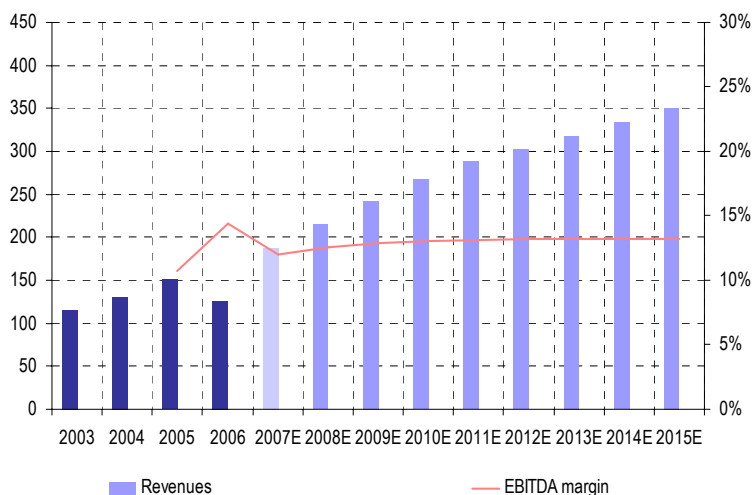
Состав акционеров

74.9% акций компании находится в номинальном владении ДКК (предположительно во владении структур Михаила Абызова). В январе 2007 года состоялся аукцион по продаже государственного пакета (133.8 тыс. акций компании), что оставляет 20% от уставного капитала. Покупателем стало ОАО «Дальмостострой – Бухгалтерский центр», «дочка» Дальмостостроя. Таким образом, около 95% акций компании контролирует один акционер.

Ликвидность

Среднее значение спреда между котировками Bid и Offer за последний год – 17.1% Среднее значение за месяц – 18.2%.

Прогнозное изменение доходов и доходности



Источник: отчеты компаний, оценки БКС

Структура себестоимости



Источник: отчеты компаний, оценки БКС

SWOT-анализ

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

Сильные стороны

Принадлежность к перспективному региону
Сильный финансовый и административный ресурс

Слабые стороны

Непрозрачная структура владельцев = риск принудительного выкупа акций миноритариев

Возможности

Развитие транспортной инфраструктуры Дальнего Востока в рамках федеральной целевой программы
Проекты Абызова в Сочи

Риски

Уменьшение финансирования инфраструктурных проектов со стороны государства и крупных монополий

Проекты компании

Текущий портфель заказов – один из важных факторов оценки компании

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

Компания не раскрывает портфеля своих заказов. Таким образом, мы можем оценить лишь некоторые из ее крупных проектов.

Строительство второй очереди моста через Амур

Крупнейшим проектом компании является строительство второй очереди моста через Амур у Хабаровска. Оно было начато в конце 2005 года и планируется к завершению в конце 2008-го. Общая стоимость проекта – 6 млрд руб. В 2006 году к освоению было запланировано 700 млн руб., в 2007-м – 2.200 млн руб.

Пирс на Шикотане

Филиал Дальмостостроя – Сахалинский мостостроительный отряд – строит глубоководный пирс в бухте Малокурильской на Шикотане. Общая стоимость проекта – 250 млн руб.

Мосты на железнодорожном пути в обход Бурейской ГЭС

На обходном железнодорожном пути компанией строится около 40 мостов. В 2007 году на всем строительстве будет освоено 2.800 млн руб.

Мосты на автодороге Южно-Сахалинск–Оха (субподряд)

В конце 2006 года Дальмостострой был привлечен в качестве субподрядчика на строительство нескольких мостов на автодороге Южно-Сахалинск–Оха. Работы планируется завершить в конце 2007 года. Заказчик – Сахалин Энерджи, Сахалинское управление автомобильных дорог.

Итого

Мы рекомендуем держать акции компании

Мы рекомендуем держать акции компании.

- По текущей цене Дальмостострой торгуется с дисконтами к аналогичным компаниям развивающихся рынков.
- Мы отмечаем тот факт, что компания работает в перспективном регионе (в котором будет действовать федеральная целевая программа развития транспортной инфраструктуры), а также обладает сильным административным и финансовым ресурсом.
- Однако неопределенность будущих денежных потоков, связанная с непрозрачностью Дальмостостроя, и высокая вероятность принудительного выкупа акций не позволяет нам рекомендовать их покупку.

Сравнительный анализ

NAME	MC, mln	EV, mln	EV / S			EV / EBITDA			P / E			P / S		
	ASK	USD	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Road builders														
Мостоотряд №19 (MSOT)	243	207	0,8	0,7	0,5	17,6	8,7	4,6	82,8	38,6	12,8	1,0	0,8	0,6
Мостострой 11 (MSTS)	187	183	1,0	1,0	0,7	5,0	10,6	8,3	8,2	16,7	14,1	1,0	1,0	0,7
Мостотрест (MSTT)	545	643	1,1	0,9	0,8	15,3	11,1	5,8	107,8	37,5	13,0	0,9	0,8	0,7
Дальмостострой (DMOA)	151	178	1,4	1,0	0,7	9,8	8,0	6,6	26,2	14,5	11,2	1,2	0,8	0,6
Russian average			1,0	0,8	0,7	11,9	8,9	5,5	42,2	20,4	9,5	1,0	0,8	0,6
Russian median			1,0	0,9	0,7	11,7	9,5	5,2	21,9	15,6	12,0	1,0	0,8	0,6
Developed peers														
VINCI SA	31 099	52 255	1,6	1,4	1,3	10,6	8,7	8,1	19,5	15,6	14,2	1,0	0,8	0,8
SKANSKA AB-B SHS	7 894	7 248	0,4	0,4	0,4	9,6	8,2	7,8	16,0	14,8	13,9	0,5	0,4	0,4
EIFFAGE	10 947	26 996	2,0	1,7	1,6	13,6	10,9	10,3	23,1	19,3	17,7	0,8	0,7	0,7
HOCHTIEF AG	6 098	5 956	0,3	0,3	0,3	9,8	7,1	6,6	54,5	42,2	32,6	0,3	0,3	0,3
NCC AB-B SHS	2 488	2 774	0,4	0,3	0,3	7,1	6,7	6,5	10,8	9,8	10,1	0,3	0,3	0,3
BILFINGER BERGER AG	2 826	3 597	0,4	0,3	0,3	11,7	8,3	7,5	24,4	17,0	14,7	0,3	0,3	0,2
IMPREGILO SPA	2 690	2 882	0,9	0,8	0,7		6,8	6,2	15,1	15,0	12,8	0,9	0,7	0,7
PERINI CORP	1 333	1 016	0,3	0,2	0,2	12,6	7,2	6,5	32,1	15,8	15,0	0,4	0,3	0,3
ASTALDI SPA	830	1 407	1,1	0,8	0,7		6,8	6,0	22,0	14,7	12,4	0,6	0,5	0,4
PANTECHNIKI SA	215	327	1,4	1,3		33,7			20,5			1,0	0,8	
J&P-AVAX SA	720	931	2,1	1,4	1,2	32,8	15,1	12,1	29,4	18,8	14,9	1,6	1,1	1,0
CLOUGH LIMITED	189	291	0,8	0,5	0,4		5,0	6,0		9,6	7,4	0,5	0,3	0,3
SEVERFIELD-ROWEN PLC	860	784	1,4	1,2	1,1	12,8	9,0	7,9	22,3	15,7	13,9	1,6	1,3	1,2
AECON GROUP INC	466	558	0,6	0,5	0,4	18,6	8,8	7,0	46,0	15,0		0,5	0,4	0,4
HOJGAARD HLDG-B SHARES	176	159	0,2	0,2	0,2	7,7	7,8	4,0	52,0	10,1	10,4	0,2	0,2	0,2
GRUPO SOARES DA COSTA SGF	467	689	1,0	0,8	0,8		12,3	10,1	63,8	24,7	17,2	0,7	0,6	0,5
STERLING CONSTRUCTION CO	238	218	0,9	0,7	0,6	8,7	7,9	6,5	17,9	15,8		1,0	0,8	0,7
Average	70 562		1,0	0,8	0,7	14,6	8,6	7,4	30,1	17,7	14,7	0,9	0,7	0,6
<i>Медиана</i>			<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,5</i>	<i>12,2</i>	<i>8,2</i>	<i>7,0</i>	<i>23,8</i>	<i>15,7</i>	<i>14,0</i>	<i>0,7</i>	<i>0,6</i>	<i>0,5</i>
<i>Average small cap</i>			<i>1,2</i>	<i>0,9</i>	<i>0,7</i>	<i>18,6</i>	<i>9,5</i>	<i>7,6</i>	<i>36,1</i>	<i>17,1</i>	<i>12,9</i>	<i>1,2</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>
<i>Медиана small cap</i>			<i>1,0</i>	<i>0,8</i>	<i>0,6</i>	<i>15,8</i>	<i>8,9</i>	<i>7,0</i>	<i>35,2</i>	<i>15,8</i>	<i>13,9</i>	<i>1,0</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>
<i>DMOA discount to average</i>			<i>40%</i>	<i>19%</i>	<i>2%</i>	<i>-33%</i>	<i>-8%</i>	<i>-11%</i>	<i>-13%</i>	<i>-18%</i>	<i>-24%</i>	<i>31%</i>	<i>14%</i>	<i>-8%</i>
<i>DMOA discount to median</i>			<i>58%</i>	<i>26%</i>	<i>27%</i>	<i>-19%</i>	<i>-4%</i>	<i>-5%</i>	<i>10%</i>	<i>-8%</i>	<i>-20%</i>	<i>81%</i>	<i>42%</i>	<i>21%</i>
<i>DMOA discount to average small cap</i>			<i>18%</i>	<i>4%</i>	<i>0%</i>	<i>-47%</i>	<i>-16%</i>	<i>-12%</i>	<i>-27%</i>	<i>-15%</i>	<i>-13%</i>	<i>-2%</i>	<i>-12%</i>	<i>-28%</i>
<i>DMOA discount to median small cap</i>			<i>45%</i>	<i>14%</i>	<i>8%</i>	<i>-38%</i>	<i>-11%</i>	<i>-5%</i>	<i>-26%</i>	<i>-8%</i>	<i>-20%</i>	<i>26%</i>	<i>-1%</i>	<i>-16%</i>
Emerging peers														
CHINA COMMUNICATIONS CON:	27 142	27 008	1,9	1,4	1,0	26,2	17,6	13,0	67,6	43,4	29,6	1,9	1,4	1,0
YTL CORPORATION BERHAD	3 252	6 884	4,9	4,1	3,9	8,5	9,0	8,6	8,9	16,6	14,4	2,3	2,0	1,8
MURRAY & ROBERTS HOLDING:	3 072	2 935	1,6	1,2	0,9	18,2	12,7	8,7	279,2	24,3	17,5	1,7	1,2	0,9
AVENG LTD	2 459	2 394	1,0	0,8	0,6	16,0	9,7	7,1	27,0	14,2	12,7	1,0	0,8	0,7
GAMUDA BHD	1 852	1 799	5,5	4,6	2,3	45,0	38,9	18,7	41,1	33,7	18,4	5,6	4,7	2,4
CHINA SINOMA INTL ENGINEER-	1 371	1 166	1,3	0,7	0,5		15,9		82,9	41,7	28,2	1,5	0,8	0,6
IVRCL INFRASTRUCTURES & PF	1 133	1 240	2,2	1,6	1,2	23,4	16,8	12,6	34,3	23,6	19,2	2,0	1,4	1,1
CONTINENTAL ENGINEERING CI	503	707	1,5	1,3		20,8	14,4	12,2	5,5	9,3	8,3		1,0	
DA-CIN CONSTRUCTION CO LTC	125	117	0,3						11,7			0,4		
BES ENGINEERING CORP	446	694	1,6						18,3	31,3		1,0		
CONTINENTAL ENGINEERING CI	503	707	1,3	1,5	1,3				6,3			0,9	1,1	1,0
SINO THAI ENGR & CONSTR PCI	201	222	0,6	0,4	0,4	-6,5	8,3	7,0	-4,3	18,5	14,1	0,5	0,4	0,4
ITALIAN-THAI DEVELOPMENT PC	743	1 182	1,1	0,9	0,8	33,4	10,8	9,1	-13,1	21,4	17,9	0,7	0,6	0,5
ARABTEC HOLDING CO	949	812	1,1	1,0	0,9	10,9	11,0	8,3	16,1	12,0	8,8	1,2	1,2	1,0
MTD CAPITAL BHD	205	417		1,1	0,9		4,4	3,7		7,2	6,1		0,6	0,4
ZELAN BHD	689	653	3,7	1,5	1,0	36,3	11,7	7,5	31,3	16,5	12,4	3,9	1,6	1,0
WILSON BAYLY HOLMES-OVCOI	850	771	0,9	0,7	0,6	14,8	11,9	8,9	27,4	23,7	17,5	0,9	0,8	0,7
ANHUI WATER RESOURCES DE	231	341	1,8				8,9	8,9	55,7			1,2		
XINJIANG URBAN CONSTRUCTI	325	379	5,5			32,4			99,0			4,7		
TENGDA CONSTRUCTION GRO	338	406	2,4			17,2			44,8			2,0		
SHANGHAI TUNNEL ENGINEERII	1 163	1 532	2,2	1,4	1,1	23,4			74,1	40,4	35,4	1,6	1,1	0,8
ENGINEERS INDIA LTD	629	483	3,5	3,2	2,6	14,2	9,7	8,6	17,5	13,1		4,6	4,2	3,3
GAMMON INDIA LIMITED	898	1 030	2,2	1,6	1,2	22,4	16,3	12,7	37,4	24,9	19,1	1,9	1,4	1,1
HINDUSTAN CONSTRUCTION CC	776	851	1,4	1,1	0,9	14,9	11,0	8,8	32,4	21,6	17,3	1,3	1,0	0,9
PROCHEM	124	110	1,3			20,2			37,7			1,5		
DANYA CEBUS LTD	246	293	0,9			20,6			26,7			0,8		
Average	57 687		2,7	1,4	1,1	16,9	10,9	8,2	72,3	21,9	15,7	2,4	1,2	0,9
<i>Медиана</i>			<i>1,8</i>	<i>1,2</i>	<i>0,9</i>	<i>20,2</i>	<i>10,9</i>	<i>8,6</i>	<i>37,4</i>	<i>21,6</i>	<i>16,9</i>	<i>1,7</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>
<i>DMOA discount to average</i>			<i>-48%</i>	<i>-31%</i>	<i>-37%</i>	<i>-42%</i>	<i>-27%</i>	<i>-19%</i>	<i>-64%</i>	<i>-34%</i>	<i>-28%</i>	<i>-49%</i>	<i>-35%</i>	<i>-40%</i>
<i>DMOA discount to median</i>			<i>-23%</i>	<i>-17%</i>	<i>-25%</i>	<i>-51%</i>	<i>-27%</i>	<i>-23%</i>	<i>-30%</i>	<i>-33%</i>	<i>-34%</i>	<i>-27%</i>	<i>-22%</i>	<i>-34%</i>

Источник: Bloomberg, отчеты компаний, оценки БКС

Евгений Старцев, Директор департамента внебиржевых операций
estartsev@msk.bcs.ru +7 495 785 5336

BCS Research Group

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

Ирина Филатова
электроэнергетика
ifilatova@msk.bcs.ru

Денис Мухин
Банки, телекомы
dmuhin@msk.bcs.ru

Светлана Макеева
Корректор
smiheeva@msk.bcs.ru

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

Татьяна Бобровская
Пищепром, розница,
потребтовары, девелопмент
tbobrovskaya@msk.bcs.ru

Андрей Полищук
Ассистент
apolishuk@msk.bcs.ru

Анастасия Жданова
Промышленное строительство,
транспорт, удобрения
azhdanova@msk.bcs.ru

Вячеслав Жабин
Металлургия, горнодобывающая
промышленность
sla@msk.bcs.ru

Севастьян Козицын
Машиностроение
skozitsyn@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский
Ассистент
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Балабанов Филипп
Ассистент
fbalabanov@msk.bcs.ru

Алена Чигринская
Ассистент
achigrinskaya@msk.bcs.ru

+7 495 785 5336

BCS Equity Sales & Trading

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

Антон ма Манаев
Консультант по инвестициям
amanaev@msk.bcs.ru

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

Ринат Темербеков
Sales Trader
rinat@bcs.ru

Александр Микин
Trader
amikin@msk.bcs.ru

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

Ольга Карельская
ИО начальника отдела
консультирования
karelya@msk.bcs.ru
+7 495 785 07468

Евгений Тупикин
Старший Финансовый советник
etupikin@msk.bcs.ru

Антон Клецкий
Консультант по инвестициям
akletskiy@msk.bcs.ru

Наталья Сивак
Trader
nsivak@msk.bcs.ru

Андрей Бычин
Зам. Начальника отдела
консультирования
abichin@msk.bcs.ru
+7 495 755 9290

Альберт Хусаинов
Старший консультант по
инвестициям
ahusainov@msk.bcs.ru
+7 495 785 7476

Александр Пименов
Финансовый советник
apimenov@msk.bcs.ru

Артем Губанов
Trader
agubanov@msk.bcs.ru

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

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

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

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

Copyright BrokerCreditService, 2007. All rights reserved.