

## Обзор строительного сектора

### Фокус на регионы: размещение «Камской долины»

Доходности российского долгового рынка продолжают расти, следуя за тенденциями на мировом рынке, однако большинство выпусков остается непривлекательными при средних ставках на рынке ниже инфляции.

В данном контексте инвесторы все чаще обращают внимание на высокодоходный сегмент российского рынка корпоративных долгов, в котором наиболее привлекательными остаются долги строительных компаний.

Несмотря на большую рискованность вложений в данный сектор по сравнению с долгами производственных корпораций, строительство остается одним из главных драйверов для роста российской экономики, обеспечивая 9.4% роста ВВП в 2005 г.

Рентабельность компаний сектора в среднем составляет 20%, что позволяет строительным компаниям назначать наиболее привлекательные ставки по своим обязательствам.

Вскоре на рынке будет размещен новый трехлетний выпуск рублевых облигаций компании Камская долина, - регионального лидера российского строительного сектора, удвоившего свои активы в прошлом году.

Ожидаемая доходность выпуска с учетом сложившейся рыночной конъюнктуры составит около 13-14% к годовой оферте, что на 4-5% выше средней доходности на рынке корпоративных облигаций.



**Облигационный заем  
500 млн. руб.**

**Срок 3 года**

**Ожидаемая доходность к  
годовой оферте -  
13-14% годовых**



# ОБЗОР СТРОИТЕЛЬНОГО СЕКТОРА

Фокус на регионы: «Камская долина»

## Российский долговой рынок

### Текущая ситуация

За последние годы доходность российских облигаций заметно снизилась. Среднерыночная ставка корпоративного долга составляет чуть более 8%. Прежде всего это связано с глобальными изменениями в российской экономике в последние годы. Рост доверия к российским активам отразился в повышении суверенного рейтинга страны ведущими мировыми агентствами, и теперь рейтинг России на одну ступень выше инвестиционного. Это незамедлительно сказалось в снижении премии за риск к российским активам.

Несмотря на снижение привлекательности российского долгового рынка, на нем в последнее время отчетливо выделяется высокодоходный сегмент, в который входят компании наиболее рискованных, но в то же время наиболее прибыльных секторов российской экономики: медицина, ритейл и производство продуктов питания и строительство. При этом именно строительные компании остаются наиболее рентабельными представителями высокодоходного сегмента.

### Высокодоходные облигации: Строительный сектор

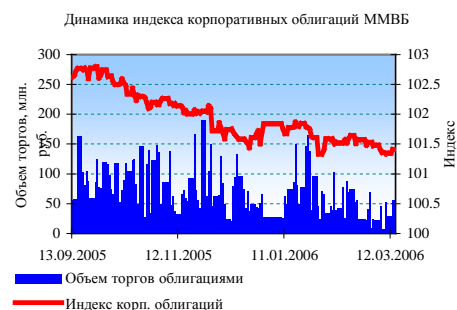
Риск вложения в строительные компании обусловлен, прежде всего, зависимостью их будущих денежных потоков от спроса на их продукцию и уровня цен на недвижимость и доходов населения, а также большой конкуренцией в секторе и достаточно низким уровнем корпоративной прозрачности. Также важными риск-факторами являются большая доля заемных средств и достаточно небольшие размеры данных компаний, основную долю основных средств которых, как правило, формируют пайщики. Соотношение собственного и заемного капитала, равно как и коэффициенты финансовой устойчивости у строительных компаний зачастую ниже, чем в производственном секторе. В силу большой концентрации рисков, данные компании предлагают наиболее высокие ставки по своим займам на рынке 12-15% годовых, но, что более важно им по силам принять на себя подобные обязательства, ввиду необычайно бурного развития рынка недвижимости, и колоссальных прибылей которые получают строительные компании.

## Строительный сектор

### Факторы в пользу дальнейшего роста

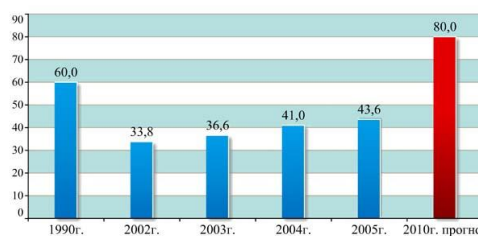
Спрос на жилье продолжает расти, и, несмотря на рост объемов строительства, продолжает в два раза превышать предложение. Объемы строительства жилья в России в 2005 году увеличились по сравнению с 2004 годом на 6,3% и составили 43,6 млн. кв. метров, что способствовало сохранению за строительным сектором одной из лидирующих отраслей в доле ВВП. Сектор в 2005 г. обеспечил 9,4% роста ВВП в 2005 г.

Тем не менее, существующие темпы роста ввода жилья остаются крайне низкими. В минувшем году в 25 регионах России было построено жилья меньше уровня предыдущего года. Среди них, в частности, Московская область, где объем строительства снизился на 7,8% от уровня 2004 года. Для того, чтобы выйти в 2010 году на уровень в 80 млн. кв. метров в год запланированный государством, необходим ежегодный рост ввода жилья в объеме 13-15%. Между тем отмечается прирост темпов строительства в регионах, в частности в Пермском крае, Саратовской, Ульяновской, Курганской, Свердловской и Челябинской областях.



Источник: ММВБ

Объемы строительства в России (млн.кв.м.)



Источник: Росстат



Как и прежде строительство оказывается одним из основных драйверов роста российского ВВП. Доля сектора в объеме производства российского ВВП в 2005г. выросла по сравнению с 2004г. с 9,2% до 9,4%.

Одной из важных тенденций прошедшего года, стал рост строительства коммерческой недвижимости, которое было стимулировано развитием производства и торговли в стране. Данное направление является одним из наиболее прибыльных в секторе, и обещает доходность от 20 до 30%, что в первую очередь связано с недостаточным предложением качественной коммерческой недвижимости, ощутимость которого в еще большей степени сказывается в регионах.

Развитие ипотечного кредитования дополнительно подстегивает спрос на недвижимость, обостряя проблему нехватки жилья и провоцируя дальнейший рост цен. В 2004-2005 г. объемы ипотечного кредитования в России удвоились, и в 2006 г. могут достичь 2 млрд. долл. В частности, по мнению главы Федерального агентства по строительству и ЖКХ (Росстрой) Сергея Круглика объем ипотечного кредитования в РФ к 2010 году планируется увеличить в 30 раз, что кардинально обострит проблему нехватки возводимого жилья и будет способствовать дальнейшей эскалации цен на рынке недвижимости.

Заметный вклад в сохранение высокого спроса на недвижимость вносит инфляция, которая делает рынок недвижимости одним из наиболее прибыльных активов для вложений, обещающим рост до 20% годовых. Как следствие, несмотря на один из самых значительных темпов развития в экономике, строительный сектор не может удовлетворить растущий опережающими темпами спрос на жилье, что приводит к росту цен на недвижимость.

**При неизменно растущем спросе на жилье и явном дефиците новостроек, перспективы строительных компаний выглядят весьма оптимистично. Как ожидается, цены на жилье продолжат расти в ближайшие два три года в среднем на 20-30% в год, таким образом, при тех же объемах строительства рентабельность производства компаний сектора окажется не ниже указанного показателя.**

#### Фокус на регионы

В последние годы увеличение строительства происходило уже не столько за счет столичных регионов, сколько за счет провинции. В первую очередь этому способствовал рост доходов населения, а также развитие ипотечных программ крупными банками федерального уровня в регионах. Еще одним стимулом для роста строительства стало активное продвижение предприятий промышленного и потребительского секторов в регионы, которые стали главной причиной роста спроса на объекты коммерческой недвижимости. Последняя тенденция отмечается с начала 2005 г., учитывая существенное отставание регионов от крупных мегаполисов, как по объему возводимого жилья, так и по количеству коммерческих площадей, спрос на услуги региональных строительных компаний останется на высоком уровне.

Статистические данные свидетельствуют в пользу дальнейшего развития регионального строительства, которые на фоне снижения темпов роста в столичных регионах, стали взяли на себя роль лидеров.

**В грядущем году основными лидерами строительного рынка станут региональные компании, о чем отчасти свидетельствуют весьма оптимистичные финансовые показатели за 2005 г.**

Объемы ипотечного кредитования в 2005 г.

№	Организация	Портфель ипотечных кредитов на 1 июля 2005 года, млн. руб.
1	Сбербанк	50 698
2	АИЖК	9 670
3	Внешторгбанк	3 500
4	Райффайзенбанк	3 246
5	Дельтакредит	5 010
6	Городской Ипотечный Банк	1 746

Источник: ИФК «Алемар»



Источник: Росстат



Источник: Росстат



## Камская долина

Строительная группа "Камская долина" - это вертикально интегрированная компания, применяющая комплексный подход в сфере строительных услуг: от разработки инвестиционных проектов и привлечения инвестиций до производства, реализации и эксплуатации объектов строительства.

В рейтинге строительных компаний г. Пермь за 2005г СГ "Камская долина" занимает 1 место. Всего в прошлом году в г. Пермь было введено в эксплуатацию 370 тыс.кв.м. жилья, доля построенного "Камской долиной" составляет 21%.

Основной объем строительства приходится на жилые здания 70% (многоквартирные дома, индивидуальное строительство); административные, коммерческие здания 10%; спортивно-развлекательные сооружения 5%; автостоянки 5%.

География реализуемых проектов включает, как г. Пермь, где численность населения составляет 1 038 тыс. чел., так и крупные города области (население Пермской области составляет 2 770 тыс.чел.).

Благодаря буму на рынке недвижимости в Перми в прошлом году Строительная группа "Камская долина" показала прекрасные результаты. Активы компании выросли за 9 месяцев 2005 г. более чем в 2 раза за счет активных инвестиций компании в строительство.

Начиная с 2004 года "Камская долина" создает публичную кредитную историю. Работа с крупными российскими банками, выпуск нескольких вексельных траншей, создание ЗПИФН и, наконец, размещение на рынке ценных бумаг 2 облигационных займов, при отсутствии просроченных задолженностей перед кредиторами и инвесторами, является отражением открытости и стабильности работы компании. В 2005 году «Камская долина» была признана журналом «Эксперт-Урал» лидером среди открытых компаний Урала.

### Основные направления деятельности группы:

- управление строительством (руководство процессом проектирования и строительства, поиск и подготовка площадок, координация строительных работ с привлечением на конкурсной основе специалистов различных уровней, бюджетное управление строительными проектами);
- руководство реализацией проектов;
- риэлторская деятельность, оценка недвижимости и инвестиционных проектов;
- управление недвижимостью;
- сервисное обслуживание и эксплуатация объектов недвижимости.

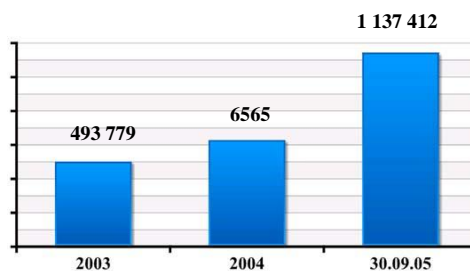
### Развитие строительства в Пермской области

По итогам 2005 года в Пермской области построено 622,3 тыс. кв. метров жилья, что на 38% больше, чем в 2004 году. В самой Перми введено 369,3 тыс. кв. метров жилья (в 2004 году - 242,8 тысячи), рост составил 50%. В предыдущие годы темпы роста строительства колебались в районе 10%.

По мнению экспертов, прошлогодний бум на рынке жилья в регионе может оказаться лишь временным всплеском активности, вызванным запоздавшим за ростом доходов населения предложения на рынке жилья. Ситуация пришла к разрешению в 2004 г., когда за год метр жилья подорожал на 75%, что стало стимулом для активизации строительных компаний и, в том числе привело одного из региональных лидеров – Камскую долину на долговой рынок.

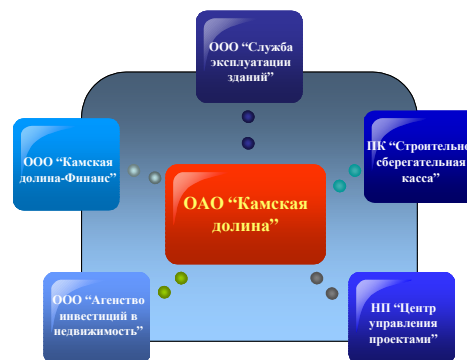
В текущем году объем строительства, по всей видимости, сократится, что обусловлено целым рядом причин, в том числе дефицитом земли, выделяемой местными властями под строительство. Вместе с тем, в

Динамика чистых активов (тыс.руб.)



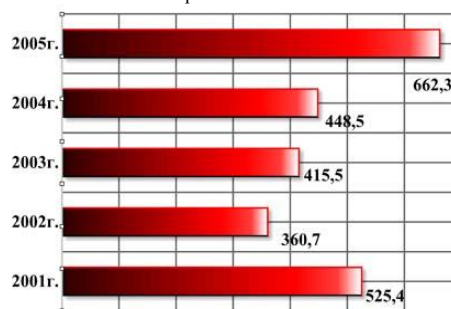
Источник: «Камская долина»

Структура компании «Камская долина»



Источник: «Камская долина»

Динамика ввода общей площади жилых домов в Пермской области



ближайшие два года застройщики, тем более такие крупные как «Камская долина», в достаточной степени обеспечены площадками под строительство 700 - 800 тыс. кв. метров жилья, что позволит отрасли сохранить высокие темпы развития в 2006-2007 г., которые все же будут ниже рекордных значений 2005 г.

Дополнительно развитию строительства в регионе будет способствовать и продвижение ипотеки в регионы, которая также заметно повысит покупательную способность граждан, и будет содействовать сохранению спроса на жилье на достаточно высоком уровне.

#### Результаты деятельности компании в 2005 г.

В прошлом году компания «Камская долина» сумела воспользоваться благоприятной рыночной конъюнктурой и вышла на большие объемы строительства, сдав более 39 тысяч квадратных метров жилья по собственным программам и более 34 тысяч кв.метров по городской программе «Дом для Вашей семьи».

Желая извлечь максимальную прибыль из выгодной экономической конъюнктуры, компания заметно активизировала закладку новых объектов в прошлом году, что отразилось во впечатляющем росте активов компании, обеспеченном в основном статьей «незавершенное производство». В результате активы организации в 2004г. выросли на 21% относительно 2003г., а за 9 месяцев 2005г. валюта баланса выросла на 102% и составила 1,57 млрд.руб.

Между тем достаточно низкое значение выручки компании (54 млн. руб.) обуславливается тем, что сама компания ведет строительство, привлекая для этого подрядчиков, поэтому реальные цифры от реализации объектов недвижимости компании значительно выше. Так, исходя из стоимости реализованных объектов суммарная выручка компании за 2004г. составила 600 млн.руб., а за 9 месяцев 2005г. 750 млн. руб., за 2005 год предварительно 820 млн.руб., что позволяет ожидать по итогам 2006 г. роста показателя более 1 млрд. руб.

Величина чистой прибыли составила на конец 30.09.05г. – 26 740 тыс. руб. В динамике показатель растет, что связано с повышением деловой активности организации. На основании бухгалтерских данных можно судить о том, что при существующем объеме активов компания в 2005 г. получила среднюю прибыль по отрасли. В частности при активах 1,479 млн. руб., прибыль ЛенспецСМУ составила 25, 876 млн. руб. Аналогичное соотношение активов и прибыли у группы «Миракс», «ЛенСпецСМУ», «ЛСР», о чем свидетельствует отчетность данных компаний за 2004-2005 г.

Рентабельность «Камской долины» в 2005 г. заметно выросла. Несмотря на то, что ряд показателей, в частности рентабельность активов выглядят непривлекательно, прежде всего, в силу большого объема незавершенного производства, показатели чистой рентабельности (37%) и рентабельности продаж (50%) на фоне впечатляющего роста активов компании позволяют с оптимизмом оценить возможности компании по обслуживанию долга.

#### Анализ финансового состояния

Структура баланса компании во многом определяется строительной спецификой предприятия. На долю постоянных активов приходится 67% валюты баланса. Из них большую часть составляет статья «незавершенное строительство» (1,05 млрд.руб.), по которой проходит средства на строительство коммерческой недвижимости. В 2005 г. этот показатель вырос в два раза, свидетельствуя о заметном увеличении строительной активности компании.

Также строительная специфика компании обусловила существенную краткосрочную дебиторскую задолженность, 58% которой относится к задолженности по финансированию объектов строительства, что связано

Динамика ввода общей площади жилых домов в г.Пермь



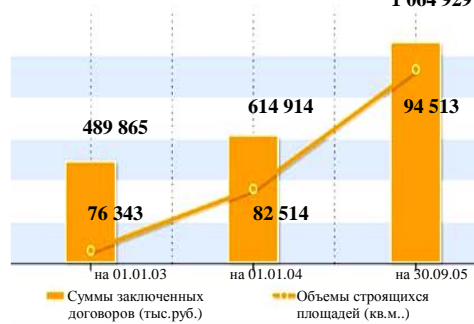
Источники: «Камская долина», «Алемар»

Основные показатели деятельности ОАО «Камская долина», тыс.руб.

Наименование показателя	2003	2004	9 мес. 2005
Валюта баланса	642 920	777 606	1 572 299
Чистые активы	493 779	621 281	1 137 412
Долг, в т.ч.	149 141	156 325	434 887
краткосрочный	148 744	73 035	434 121
долгосрочный	397	83 290	766
Выручка от реализации	115 160	105 774	52 533
ЕВТА	17 595	20 674	50 975
Чистая прибыль	952	2 698	26 740
Долг/Капитал	0,3	0,25	0,38
Коэффициент текущей ликвидности	2,33	4,76	1,2
Коэффициент автономии	0,77	0,8	0,72

Источник: «Камская долина»

Динамика объемов строительства ОАО «Камская долина» 1 064 929



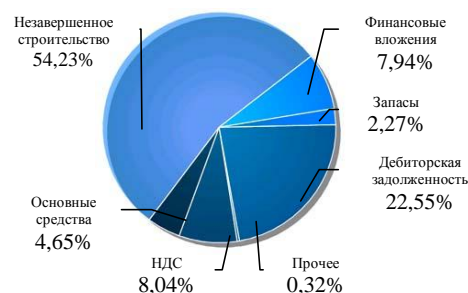
Источники: «Камская долина», «Алемар»



задолженности по финансированию объектов строительства, что связано с отложенными платежами соинвесторов, заключивших с компанией договора долевого финансирования. Между тем, доля крупных покупателей составляет не более 15% общего объема возводимого компанией жилья, что минимизирует, что говорит о значительной диверсификации финансовых поступлений, и позволяет практически свести к минимуму риски по задержке финансирования строительства при срыве запланированных графиков погашения задолженности.

Заемные средства представлены краткосрочными займами, кредитами и кредиторской задолженностью. Из структуры кредитов и займов видно, что ОАО «Камская долина» кредитуют такие крупные банки как Сбербанк РФ, Газпромбанк, а также Камабанк, Собинбанк, Балтийский банк, из займов основная доля приходится на средства, полученные от ООО «Камская долина - Финанс» т.е. от реализации первых двух облигационных займов.

Структура активов на 30.09.06



Источники: «Камская долина», «Алемар»

### Перспективы

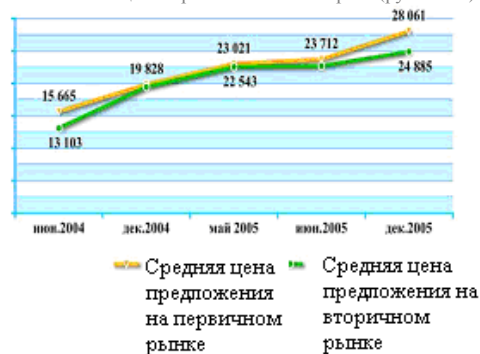
В 2006 году «Камская Долина» намерена работать в тех же объемах, уделив особое внимание развитию сервиса. Исходя из данных по планируемому объему ввода жилья в эксплуатацию, в 2006 г. планируется увеличение данного показателя на 8% с 39266 кв.м до 42718 кв. м, позволяя тем самым надеяться на дальнейший рост прибыли компании в этом году. Также, общий объем строящегося жилья составляет 131 158 кв. м, что в значительной степени снимает риски замедления темпов строительства в связи с дефицитом свободных площадей в регионе, а также гарантирует получение компанией устойчивого денежного потока на ближайшие два-три года (предполагается, что срок обращения нового выпуска облигаций компании составит 3 года).

Строительная группа Камская долина не только увеличивает территориальный охват рынка недвижимости. Компания планирует усилить свое положение в строительном бизнесе также и за счет заключения дополнительных соглашений с крупными строительными компаниями, для участия в совместных проектах.

Совместное предприятие с корпорацией «Mirax Group», условия создания которого обсуждаются, позволит не только увеличить объемы строительства недвижимости «Камской долиной», но и реализовывать более интересные и масштабные проекты.

Кроме того, на данный момент ведутся переговоры со строительными компаниями г.Самары. Рассматриваются варианты по участию строительной группы Камская долина в некоторых проектах.

Изменение цен на рынке жилья г.Пермь (руб./кв.м.)



Источник: «Камская долина»

### Обращающиеся выпуски

В настоящий момент на рынке обращается два выпуска облигаций «Камской долины» общим объемом 300 млн. руб.

В начале 2005 года организация впервые вышла на рынок корпоративных облигаций для привлечения долгосрочных инвестиционных ресурсов. Дебютный выпуск облигаций позволил освоить технологию работы с новым источником финансирования. Приобретая опыт и создавая публичную кредитную историю, компания получила возможность не только реализовать текущие проекты, но и готовить почву для достижения стратегических целей.

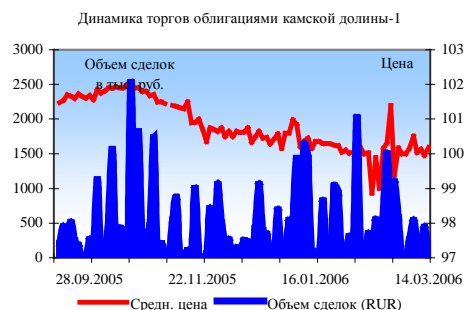
Первый облигационный заем не только вывел компанию на более широкий круг инвесторов, но и позволил получить рыночную оценку компании посредством оценки её ценных бумаг. После года обращения облигаций, Эмитент предоставил возможность владельцам ценных бумаг по желанию вернуть вложенные средства. Оферта, проведенная в феврале 2006 года, прошла в рабочем порядке, все заявки были



удовлетворены в полном объеме. Средства от займа были использованы для финансирования увеличения объемов строительства компании. Логическим продолжением первого выпуска явился выпуск второго облигационного займа на 200 млн.руб., средства от которого также были направлены в строительство новых объектов.

Ниже приведены характеристики обращающихся в настоящий на рынке момент выпусков облигаций.

<b>Эмитент</b>	ООО «Камская долина-Финанс», 1-й выпуск	ООО «Камская долина-Финанс», 2-й выпуск
<b>Объем выпуска по номиналу</b>	100 000 000 рублей	200 000 000 рублей
<b>Номинал Облигации</b>	1 000 рублей	1 000 рублей
<b>Срок обращения</b>	2 года	2 года
<b>Форма и вид Облигаций</b>	Документарные купонные на предъявителя с обязательным централизованным хранением	Документарные купонные на предъявителя с обязательным централизованным хранением
<b>Купонный период</b>	90 дней	90 дней
<b>Способ размещения</b>	Открытая подписка	Открытая подписка
<b>Депозитарий и Платежный агент</b>	НП НДЦ	НП НДЦ
<b>Размещение</b>	ФБ ММВБ	ФБ ММВБ
<b>Организатор</b>	ОАО «Пермская фондовая компания»	ОАО «Пермская фондовая компания»
<b>Со-организатор</b>		ЗАО «ИФК «АЛЕМАР»



Источник: ММВБ

Эффективная доходность 1-го выпуска облигаций с погашением 15.02.2007 на сегодняшний день (14 марта 2005 г.) составляет 14,25%. Эффективная доходность 2-го выпуска облигаций с погашением 17.10.2007 составляет 13,89% годовых.

#### **Предстоящие размещения**

В настоящий момент компанией подготавливается третий облигационный заем на сумму 500 млн. руб. сроком на три года, который планируется инвестировать в незавершенное производство. Купонный период составляет 3 месяца. Ставка первого купона определяется на аукционе. Ставки 2-4-го купонов равны ставке первого. Ставка по пятому купону определяется эмитентом. Шестой, седьмой, восьмой купоны равны пятому. Девятый по двенадцатый купоны устанавливаются Эмитентом после государственной регистрации Отчета об итогах выпуска Облигаций в числовом выражении в процентах годовых. Организатором и андеррайтером выпуска является ИФК «Алемар».

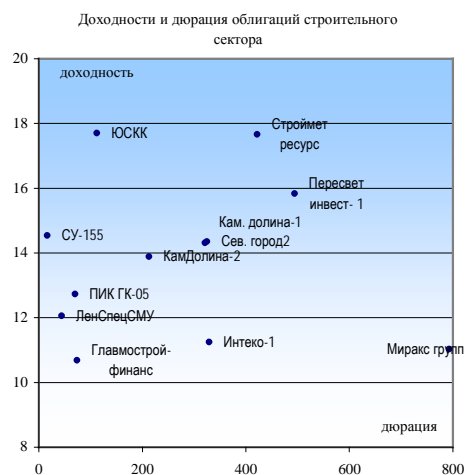


Чистая прибыль «Камской Долины» превышает аналогичный показатель у данных компаний, по значению она ближе к показателю компании «Миракс».

Таким образом, можно ожидать, что доходность при размещении третьего облигационного займа «Камской долины» составит на 0,5-1% ниже аналогичного показателя по предыдущему займу и будет колебаться вблизи 13-14% годовых.

В пользу снижения доходности говорят успешные результаты финансовой деятельности эмитента и хорошая кредитная история. Вместе с тем, принадлежность компании к регионам, с достаточно волатильным и трудно предсказуемым спросом, длительный для строительных компаний срок займа, и низкая ликвидность обращающихся облигаций, вряд ли позволит компании получить дисконт по доходности более 1% к текущим уровням.

**Мы прогнозируем купонную ставку на уровне 12,7-13%, годовых при соответствующей эффективной доходности к оферте 13,3-13,6% годовых, т.е. с дисконтом порядка 50 б.п. по отношению к обращающимся в настоящее время на рынке выпускам облигаций компании.**



Источник: [www.rusbonds.ru](http://www.rusbonds.ru)

## Аналитический отдел ИФК «Алемар» Василий Конузин

тел. (495) 411-66-55

За более подробной информацией и по возникшим вопросам просим обращаться по электронной почте:

[research@alemar.ru](mailto:research@alemar.ru)

При подготовке обзора использована информация агентств «Интерфакс», РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Bloomberg, BondsFINAM, компаний FXClub, FOREX times.

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности.

Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».



ИФК «АЛЕМАР»  
117218, г. Москва,  
ул. Кржижановского, 21/33  
тел. +7 (495) 411-66-55