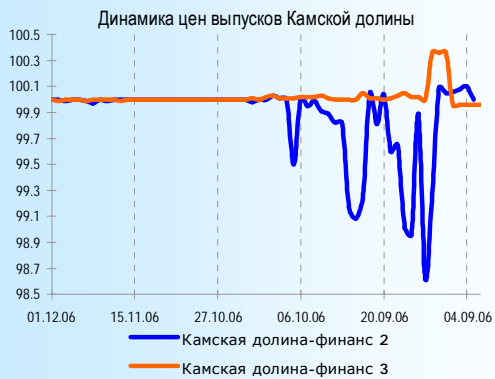


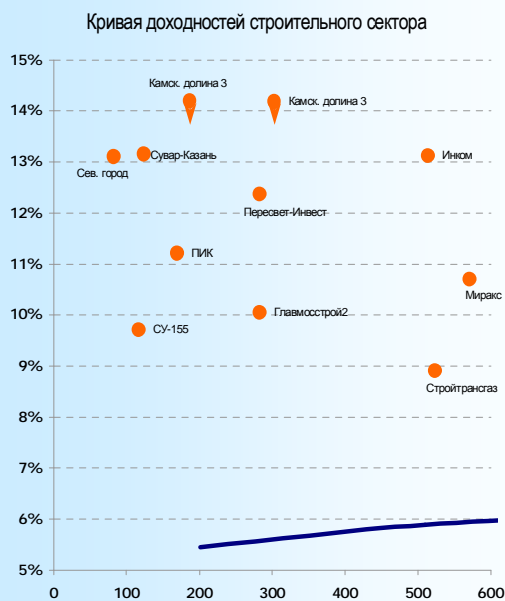


Долговой рынок Камская долина

7 декабря 2006г.



Источник: ММВБ



Источник: ИФК Алемар, ММВБ

- § На фоне роста цен ОФЗ вдоль всей кривой, спрэд по отношению к менее ликвидным, но, в то же время, высокодоходным выпускам облигаций расширился.
- § «Камская долина» опубликовала финансовые результаты за январь-сентябрь, которые свидетельствуют об улучшении финансовых показателей компании.
- § Бум на рынке недвижимости в сочетании с социальными программами Правительства РФ и расширение программ ипотечного кредитования делает положение ключевых строительных компаний, особенно в регионах, – уникальным.
- § Высокая ставка купонного дохода и ожидаемое сужение спреда на кривой к базовым активам выделяет бумаги среди прочих как перспективный актив для парковки средств инвесторов на приближающиеся длинные Новогодние праздники.

Конъюнктура рынка

Дефицит рублевой ликвидности на российском рынке долга, наблюдаемый с лета 2006 года, привел к существенному снижению активности на долговом рынке. Снижение мгновенной ликвидности было существенным: если летом уровень совокупный остатков на корсчетах и депозитных счетах банков в ЦБ РФ достигал уровня 700 млрд. руб., то к октябрю этот показатель не превысил 400 млрд. руб. Как следствие, дефицит свободных рублей на рынке привел к удорожанию межбанковских кредитов, тем самым, лишив долговой рынок стимулов для роста. Ставки на рынке межбанковского кредитования также значительно выросли за аналогичный период (средняя ставка overnight летом составляла 2,40%, против осенних 4,90%). Как следствие, основной интерес для крупных игроков представлял первичный рынок, тогда как для поддержания хотя бы видимости активных торгов на вторичном рынке у игроков попросту не было денег.

В итоге, большинство высокодоходных выпусков облигаций практически полностью утратили ликвидность. Разместившийся летом третий выпуск облигаций компании «Камская долина» не стал исключением. Являясь типичным представителем высокодоходного сегмента, инструмент не вписывался в сформированную ключевыми игроками концепцию – держать только ликвидные выпуски.

Между тем финансовая отчетность компании за январь-сентябрь 2006г. свидетельствует об улучшении финансового положения компании. Масштабы деятельности «Камской долины» не претерпели существенных изменений, равно как и как объемы строительного рынка Пермского региона. Результаты компании за январь-сентябрь текущего года говорят о расширении компании в сторону повышения качества услуг.

По нашей оценке, по мере приближения Новогодних каникул, кредитные организации будут «накачивать» денежную систему ликвидностью, что подтверждается исторически. С приближением новогодних каникул инвесторы будут искать облигации с высоким купоном, в которые можно будет разместить средства на время праздников, что вызовет усиление интереса к выпускам «Камской долины» и другим высокодоходным облигациям.

Мы считаем, что справедливый спрэд по выпускам «Камской долины» находится на уровне 830-855 б.п., что соответствует эффективной доходности на уровне 13,5-13,8%.

Выпуски облигаций Камской долины:

	Ставка купона	Погашение	Оферта	Средневзв. цена	УТМ/УТР	Спрэд к ОФЗ	Справедл. Спрэд	Потенциал
Камская долина-Финанс, 2	13.5%	17.10.07	-	100	14,18% / -	873 б.п.	810-840 б.п.	60 б.п.
Камская долина-Финанс, 3	13.5%	04.06.09	15.06.07	100	- / 14.19%	874 б.п.		



Долговой рынок Камская долина

7 декабря 2006г.

Рынок недвижимости РФ

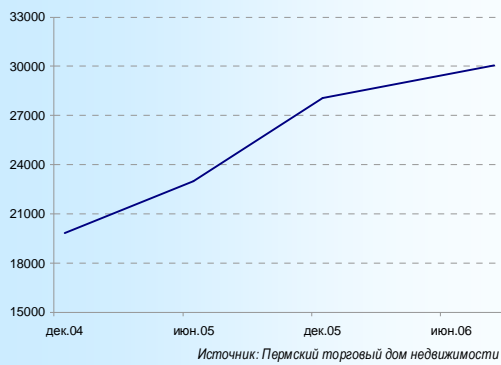


В первом полугодии бум на рынке недвижимости набрал еще большие обороты. Спрос на недвижимость по-прежнему опережает объем строительства, при этом в регионах дефицит жилья постепенно приближается к масштабам Москвы. Объемы строительства в целом по России продолжают демонстрировать солидный рост. В 2006 году прогнозируется возвести около 50 млн. кв. м. жилой площади, что по сравнению с 2005 г. предполагает рост на 15%. Вместе с тем, текущий уровень прироста объемов жилья недостаточен не только для Центрального федерального округа, но и для многих других регионов.

Бурное развитие ипотечных программ делает проблему нехватки жилья более острой. Пропорционально улучшению макроэкономической ситуации в России рынок ипотечного кредитования набирает обороты, делая жилье более доступным. Немаловажным фактором выступает показатель роста доходов населения РФ. Темпы прироста этого показателя увеличиваются из года в год умеренными темпами: в 2004г. на 8.4%, в 2005г. на 9.4%, прогноз на 2006г. 12.7%.

Таким образом, дисбаланс рынка недвижимости сохраняется, приобретая все большие масштабы в регионах.

Динамика цен предложения на первичном рынке жилья г. Пермь (руб./кв.м.)



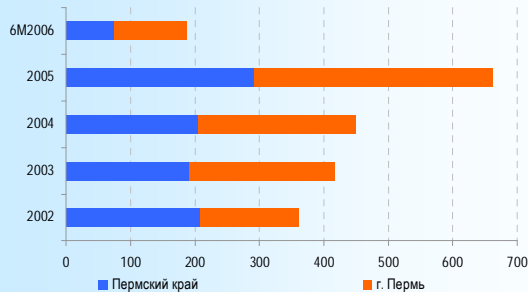
Пермский край

Ситуация на рынке недвижимости в Приволжском федеральном округе, в том числе и в Пермском крае, отличается от ситуации в среднем по России. Доля строительства в Приволжье составляет 19% от объема строительства жилых домов в РФ. Пермский край занимает 6.7% этого показателя, что выводит Пермскую область в лидеры по объемам строительства. Это отражается, в первую очередь, в опережении цен на жилплощадь, которые по темпам роста можно сравнить с Центральным федеральным округом. По различным оценкам спрос опережает предложение в среднем на 25-30 процентов. За январь-октябрь 2006г. цены на жилье в г. Перми выросли на 22%. При этом динамика предыдущих лет была такова: в 2004г. рост цен составил 45%, в 2005г. 35%. По показателю строительства жилья в расчете на одного человека Пермский край находится на одном из лидирующих позиций со значением равным 0.25.

Немаловажный факт, что **стимулирование предложения на рынке жилья происходит на уровне региональных властей.** Таким образом, реализация национального проекта «Доступное и комфортное жилье гражданам России» в этом регионе набирает обороты. Инициатива властей по комплексной застройке новых микрорайонов предполагает темпы роста предложения рынка жилья в среднем на 20-30%, что поможет сгладить дисбаланс.

Рынок ипотечных кредитов в этом регионе начал функционировать лишь в 2005г. и был представлен федеральным Агентством ипотечного жилищного кредитования. Существовала единственная программа кредитования сроком на 20 лет под 14% годовых. В данный момент в этот регион постепенно приходят другие банки, создавая тем самым более выгодные условия. Объективно, ипотека в Пермском крае развита слабо, купить жилье по существующим кредитным схемам могут позволить себе лишь 8-10% населения.

Динамика ввода площадей жилых домов (тыс. кв.м.)



В условиях солидного потенциала роста рынка жилья, строительные компании Пермского края выглядят чрезвычайно перспективно.



Долговой рынок Камская долина

7 декабря 2006г.

Основные направления деятельности

ОАО "Камская долина":

управление строительством

руководство реализацией проектов

риэлторская деятельность, оценка недвижимости и инвестиционных проектов

управление недвижимостью

сервисное обслуживание и эксплуатация объектов недвижимости

Камская долина. Портрет эмитента.

ОАО «Камская долина» является лидирующей строительной компанией Пермского края, занимая 20% регионального рынка. Продуманная диверсификация на рынке недвижимости включает в себя весь спектр услуг от разработки инвестиционных проектов до реализации и обслуживания объектов. Компания по форме организации является девелопером, т.е. для производства строительных работ нанимает субподрядчиков. Это является преимуществом, поскольку структура компании прозрачна.

Финансовая отчетность компании за девять месяцев 2006 года в целом свидетельствует об устойчивом положении компании, впрочем, особенности деятельности компании накладывают свои негативные отпечатки на ее финрезультаты и структуру активов. Наиболее заметным изменением в структуре активов компании стал рост дебиторской задолженности. Если в сентябре 2005г. дебиторская задолженность составляла 22,5% от активов, то к сентябрю текущего года эта доля составила 49%. Основной причиной для этого послужило окончание строительства по ряду объектов. Это отчетливо видно по структуре активов, которая существенно изменилась лишь в двух составляющих: дебиторская задолженность и незавершенное строительство. Поскольку основными дебиторами компании являются строители и подрядчики, мы склонны расценивать произошедшие негативные изменения в балансе временным явлением, и ожидаем, что существующий дисбаланс между показателями дебиторской задолженности и незавершенным строительством будет устранен в IV кв.

Динамика операционных показателей Камской долины весьма оптимистична. Несмотря на то, что первое полугодие 2006г. оказалось для рынка недвижимости Пермского края в целом менее удачным по сравнению с аналогичным периодом 2005г., - это никак не отразилось на финансовых показателях Камской долины, обеспеченной заказами и, соответственно, стабильными объемами продаж вплоть до 2009 г. Так, за первое полугодие 2006 г. ввод жилых домов сократился до 187,4 тыс. кв. м. или на 5,6% в сравнении с прошлым годом. В то же время за январь-сентябрь выручка Камской долины увеличилась в три раза и составила 161 млн. руб. против 52.5 млн. руб. за аналогичный период прошлого года. Впрочем, как показала отчетность, чистая прибыль в третьем квартале 2006г. снизилась до 19,78 млн. руб. с 26,74 млн. руб. за январь-сентябрь 2005г.

Структура активов на 30.09.2006г.



Источник: данные компании

Выборочные показатели «Камской долины» и сопоставимых с ней по масштабам строительных компаний

	Камская долина	ЛенСпецСМУ	Сувар Казань	Миракс	ПИК
9 мес. 2006г.					
Выручка (млн. руб.)	162,83	1014,72	738,91	27,75	414,74
ЕБИТДА (млн.руб.)	150,7	496,5	631,39	--	683,6
Долг/Выручка	4	0,2	9,9	142,7	17,2
Чистые активы (млн.руб.)	996,2	6830	982,5	694,9	25195
Долг/капитал	7,39	0,05	7,78	7,66	0,39
Текущая ликвидность (коэфф. %)	65%	88%	115%	--	346%
Рентабельность (%)	12,30%	33,90%	1,28%	--	3,24%
Рентабельность активов (%)	8,43%	9,31%	3,43%	0,56%	0,50%
2005г.					
Выручка (млн. руб.)	110,88	441,43	698,13	242,74	273,94
ЕБИТДА (млн.руб.)	77,3	266,3	881,83	82,2	435,6
Долг/Выручка	4,26	0,44	5,88	5,15	42,3
Чистые активы (млн.руб.)	863,8	6829,9	903,9	2292	33941
Долг/капитал	6,35	0,04	4,4	2,42	0,24
Текущая ликвидность (коэф. %)	58%	47%	287%	34,00%	839%
Рентабельность (%)	22,82%	63,36%	1,30%	5,55%	29%
Рентабельность активов (%)	13,64%	4,05%	12,74%	6,70%	0,46%

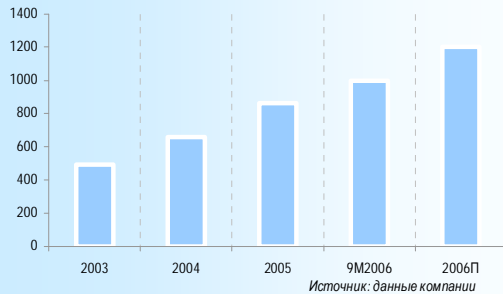
Источник: Данные компаний, ИФК «Алемар»



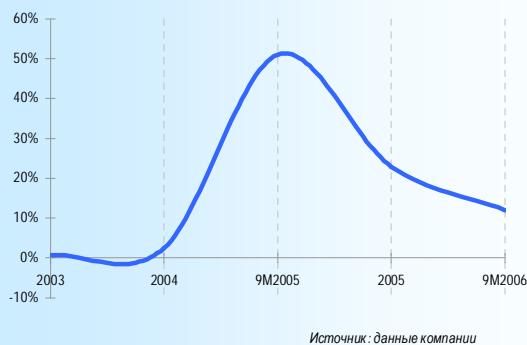
Долговой рынок Камская долина

7 декабря 2006г.

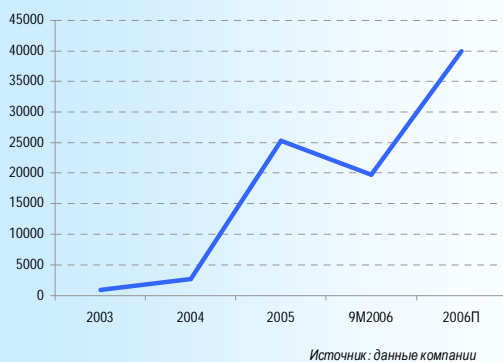
Динамика и прогноз стоимости чистых активов
(млн. руб.)



Динамика коэффициента рентабельности



Динамика и прогноз чистой прибыли (тыс. руб.)



Ситуация с рентабельностью ситуация выглядит несколько хуже. За девять месяцев 2006г. компания продемонстрировала рентабельность деятельности на уровне 12,3%, что является невысоким показателем в среднем по отрасли. Вместе с тем, причиной такого низкого показателя является особенность деятельности строительных компаний, где длительные и неравномерные сроки строительства напрямую отрицательно влияют на этот показатель. Стоит отметить, что по итогам 2005 года рентабельность составила 22,8%.

Вместе с ростом масштабов компании выросла и ее долговая нагрузка. Обязательства по итогам девяти месяцев увеличились на 30% до 1 813млн. руб., чистый долг на 47% до 694 млн. руб. Тем не менее, учитывая одновременный рост выручки на 45%, рост долговой нагрузки на компанию является не критичным.

Показатель долг/выручка составил 4.26, оставшись на одном уровне с началом года. Это подтверждает, что рост суммы долга сопровождался общим ростом компании. Показатель долг/капитал немного ухудшился и составил 7.39, снизившись за три квартала на 1 ед. Это свидетельствует о том, что рост долгов компании не был поддержан адекватным увеличением собственных средств.

Сравнительный анализ

Финансовые результаты деятельности ОАО «Камская долина» позволяют позиционировать облигации «Камской долины» на кривой доходности вблизи ее ближайшего конкурента - ООО «Сувар-Казань». В частности, компания сравнялась с этим эмитентом по показателям стоимости чистых активов и соотношению долг/капитал. Так, чистые активы компании составили: 996 млн. руб., примерно такой же уровень имеет более крупный (по размеру активов) «Сувар-Казань». Показатель долг/капитал сравним с более масштабными компаниями как «Сувар-Казань» и «Миракс Групп».

Что касается показателей рентабельности деятельности «Камской долины», здесь сформировалась весьма неоднозначная картина. В динамике видно, что рентабельность компании - величина непостоянная, что связано со спецификой строительной деятельности. Кроме того, этот показатель несколько ниже, чем у конкурентов, что, в принципе, логично, поскольку себестоимость услуг у девелоперов, каким является «Камская долина», выше, чем у строительных компаний. То же справедливо и для показателей ликвидности. Также за счет высокой себестоимости, показатель EBITDA у «Камской долины» - наименьший среди рассмотренных компаний. Физическая величина выручки «Камской долины» также в разы меньше остальных конкурентов.

Выводы:

Резюмируя, мы отмечаем, что ОАО «Камская долина» является типичным представителем быстрорастущей региональной строительной компании с широкой диверсификацией услуг на данном рынке. Финансовое положение компании в январе-сентябре 2006 г. мы оцениваем как удовлетворительное. Увеличение заказов на строительство является среднесрочным фактором поддержки.

Котировки эмитента практически не отреагировали на публикацию позитивной отчетности за третий квартал текущего года. Спрэд «Камской Долины» к ОФЗ так и остался на уровне 870-880 б.п., что, по-нашему мнению, говорит о недооценке облигаций. Мы считаем, что справедливый спрэд по выпускам «Камской долины» находится на уровне 830-855 б.п., что соответствует эффективной доходности на уровне 13,5-13,8%.

В отношении перспектив и прогнозируемых итогов года, наша оценка вполне оптимистична. Компания обеспечена заказами от Министерства обороны на постройку жилого микрорайона в г. Перми, со сроками исполнения до 2009г. В сентябре компания начала застройку крупного микрорайона «Юбилейный-2». В целом наличие крупных заказов на строительство является ключевым фактором увеличения масштабов и эффективности деятельности региональных строительных компаний. Если подходить к оценке «Камской долины» с этого ракурса, то эмитент на среднесрочную перспективу имеет хороший потенциал роста. Однако не стоит забывать, что увеличение операционных показателей напрямую зависит от объемов строительства в том или ином регионе, поэтому этот фактор риска сохраняется.



Долговой рынок Камская долина

7 декабря 2006г.

SWOT:

Сильные стороны

- Высокая диверсификация услуг на строительном рынке
- Устойчивое финансовое положение и рост масштабов бизнеса в связи ростом регионального рынка недвижимости в среднем на 20-30% в год
- Широкая география застроек в Пермском крае
- Высокий уровень организационной структуры и прозрачность
- Консолидированная отчетность по МСФО за 2005г.

Слабые стороны

- Увеличение долговой нагрузки
- Снижение показателей прибыльности и рентабельности
- Краткосрочный рост дебиторской задолженности
- Более высокие издержки по сравнению с конкурентами, поскольку компания является не застройщиком, а девелопером.

Возможности

- Увеличение доли на региональном рынке
- Рост операционных показателей благодаря расширению масштабов
- Увеличение показателей прибыли ввиду деятельности на одном из быстрорастущих региональных строительных рынков
- Обеспеченность заказами на строительство до 2009г.
- В планах компании выход на IPO к 2009-2010гг.

Угрозы

- Общее снижение объемов индивидуального жилищного строительства
- Возможная нестабильность цен на первичном рынке
- Административный риск, связанный с выделением площадей под застройку.



Аналитический отдел ИФК «Алемар»

Владимир Евстифеев

тел. (495) 411-66-55

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

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 абсолютные 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».