

Российские акции / Строители и девелоперы

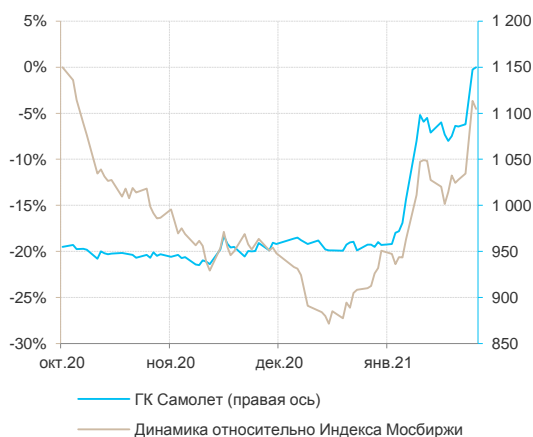
самолет

ГК Самолет Набираем высоту

BUY

Самолет	SMLT
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	МОЕХ
Целевая цена	₽1 575
Цена сделки	₽1 130
Потенциал роста	39,4%
Инвестиционный горизонт	12 месяцев
Рекомендуемая доля в портфеле	5%
Капитализация	₽70,8 млрд
Среднедневной оборот	₽0,016 млрд

Динамика котировок



Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчетный год	2019	2020П	2021П
Финансовые показатели			
Выручка, ₽ млрд	51,1	58,0	102,0
Выручка, г/г	32,1%	13,4%	75,9%
ЕБИТДА, ₽ млрд	7,5	11,0	22,0
ЕБИТДА, г/г	71,6%	46,3%	100,0%
Чист. прибыль, ₽ млрд	0,9	4,2	10,5
Чистая прибыль, г/г	-64,6%	386,1%	150,0%
Коэффициенты и мультипликаторы			
Рентабельность ЕБИТДА	14,7%	19,0%	21,6%
Чистый долг / ЕБИТДА	1,5x	1,5x	1,7x
Р/Е	10,4x	10,6x	9,7x
EV/ЕБИТДА	10,9x	8,0x	4,9x
Дивиденды			
Дивиденд на акцию, ₽	-	81,2	81,2
Див. доходность	-	7,1%	7,1%

Источники: Bloomberg, данные компании, расчеты Открытие Research

- ГК «Самолет» – один из крупнейших на сегодняшний день российских девелоперов. Созданная в 2012 году компания сейчас является одним из лидеров рынка жилья Московской области и Новой Москвы с крупнейшим среди всех отечественных застройщиков портфелем проектов и выверенной стратегией развития.
- Рынок жилой недвижимости в РФ в последние два года находится на подъеме, а средняя стоимость квадратного метра растет на фоне снижения предложения новых объектов, с одной стороны, и активного спроса, подогреваемого дешевой ипотекой, с другой.
- Благодаря запуску новых проектов, а также новых очередей в старых проектах уже в 2022 году ожидается почти трехкратный рост объемов продаж ГК «Самолет» в физическом выражении по сравнению с 2020 годом. Это позволит компании закончить 2023 год с отрицательным чистым долгом, что обеспечит базу для роста дивидендов.
- Сравнение с публичными российскими девелоперами позволяет говорить о том, что при выполнении планов на ближайший год потенциал роста стоимости акций ГК «Самолет» составляет 37% при дивидендной доходности на уровне 7%.

О компании

Группа компаний «Самолет» – один из крупнейших на сегодняшний день российских девелоперов. Основной регион присутствия группы – Москва и Московская область, где формируется 99% выручки группы. Созданная в 2012 году компания сегодня является одним из лидеров жилищного строительства Московской области и Новой Москвы с крупнейшим среди российских застройщиков портфелем проектов в размере 19 млн кв. м.

Стратегия «Самолета» заключается в реализации проектов комплексного освоения территорий, зачастую в партнерстве с собственниками земельных участков. Такой подход, с одной стороны, несколько сокращает итоговую рентабельность проектов для компании, однако с другой – позволяет поддерживать высокие темпы роста всего бизнеса, снижает издержки на входе в проект, а также позволяет разделить риски его реализации с партнером.

Крупнейшими акционерами ГК «Самолет» являются председатель совета директоров девелопера Павел Голубков (45,3%) и Михаил Кенин (35,6%), владеющие бумагами напрямую и через ряд аффилированных структур. Миноритарные доли в группе принадлежат одному из её основателей Игорю Евтушевскому, а также новому гендиректору Антону Елистратову и Дмитрию Голубкову. Последний, будучи братом Павла Голубкова, является также депутатом Мособлдумы, где занимает пост зампреда комитета по вопросам строительства, архитектуры, жилищно-коммунального хозяйства и энергетики. Помимо этого партнёром группы в ряде проектов через миноритарную долю в одной из дочерних структур «Самолета» выступает Максим Воробьев.

Рынок недвижимости РФ

Рынок жилой недвижимости в РФ в последние два года находится на подъёме. Средняя стоимость квадратного метра уверенно растёт. В Московском регионе, являющийся крупнейшим рынком жилья в стране с наиболее привлекательными ценами и самым стабильным спросом, цены за указанный период росли примерно на 20% в год (см. диаграмму 2). Мы выделяем две основные причины данной динамики рынка. Во-первых, находящиеся на историческом минимуме процентные ставки в РФ подстегнули объёмы выдачи ипотечных кредитов, которая постепенно становится главным драйвером роста спроса на жилье (см. диаграмму 2). Вдобавок, летом прошедшего года ажиотаж дополнительно подогревался девальвацией рубля. В такие моменты граждане традиционно рассматривают покупку недвижимости как надежный способ сохранить свои сбережения. Во-вторых, из-за имплементации новых правил на рынке жилищного строительства в виде внедрения эскроу-счетов ряд небольших и средних застройщиков уже свернули или постепенно сворачивают свою деятельность. Это уже негативно сказывается на предложении жилья в Москве и области, которое сократилось до многолетних минимумов (см. диаграмму 1). Основываясь на этих факторах у нас в целом сохраняется умеренно позитивный взгляд на рынок жилой недвижимости в регионе деятельности компании как минимум на годовом горизонте. И даже если в течение 2021 года стоимость квадратного метра не вырастет, а только сохранится на уровнях конца прошлого года (для ГК «Самолет» это 137 тыс. руб. за кв. м), то это будет означать рост средней цены реализации в 2021 году примерно на 10% год к году.

Диаграмма 1. Выход нового предложения в Московском регионе, тыс кв. м.

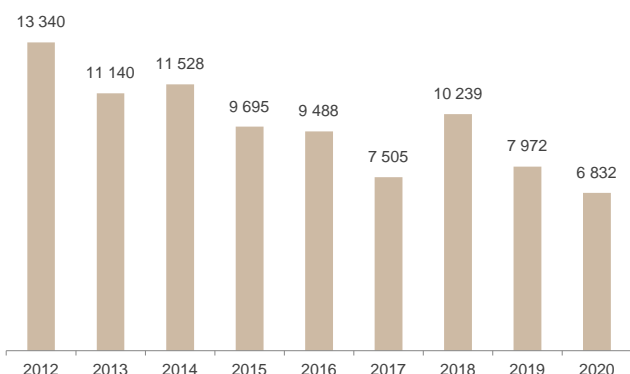


Диаграмма 2. Средние цены реализации и доля ипотечных сделок ГК «Самолет»



Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

Финансы и перспективы

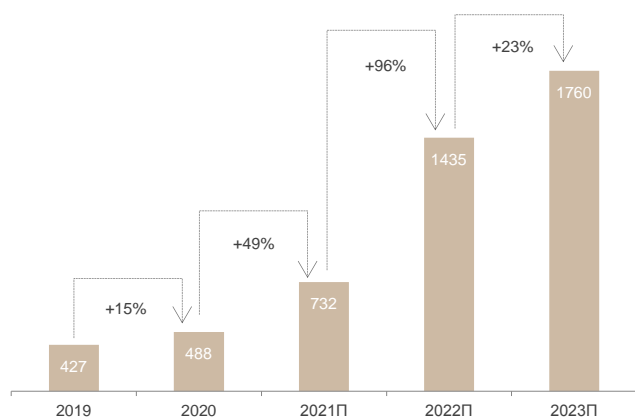
На сегодняшний день ГК «Самолет» находится в начале грандиозного рывка, который по планам компании долженкратно увеличить масштаб бизнеса. Благодаря запуску новых проектов, а также новых очередей в старых проектах уже в 2022 году ожидается почти трехкратный рост объёмов продаж группы в физическом выражении по сравнению с 2020 годом (см. диаграмму 3). При этом в 2021 году также ожидается увеличение рентабельности бизнеса связанное с эффектом масштаба.

Отметим также, что при прогнозировании EBITDA (см. диаграмму 4) «Самолет» использует цены на жилье на конец 2020 года, не закладывая в оценку их возможный рост, что представляется весьма вероятным на горизонте как минимум ближайшего года. И даже в таком консервативном сценарии в случае успешной реализации упомянутого бизнес-плана рост финансовых показателей группы в ближайшие годы будет впечатляющим (см. диаграмму 4). Вдобавок, согласно имеющемуся графику реализации проектов, с 2022 года начнется активное раскрытие эскроу-счетов девелопера, в результате чего уже 2023 год «Самолет» планирует закончить с отрицательным чистым долгом. Тогда, по всей видимости, девелопер сможет увеличить и выплаты акционерам. В ближайшие же пару лет группа вряд ли сможет выплачивать больше прописанного в дивидендной политике минимального уровня в 5 млрд рублей, что соответствует дивиденду в размере 81,2 рубля на акцию и дивидендной

доходности в 7,1%.

Публичное размещение акций ГК «Самолет» провела осенью прошлого года, однако в рынок было продано всего 5% бумаг, из-за чего ликвидность данных инструментов сегодня оставляет желать лучшего. Впрочем, девелопер планирует капитализировать свой амбициозный бизнес-план, и уже через год (после публикации результатов за 2021 год) провести вторичное размещение икратно увеличить free float (до 25-30%).

Диаграмма 3. Динамика продаж ГК «Самолет» (тыс. кв.м)



Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

Диаграмма 4. Финансовые результаты ГК «Самолет»

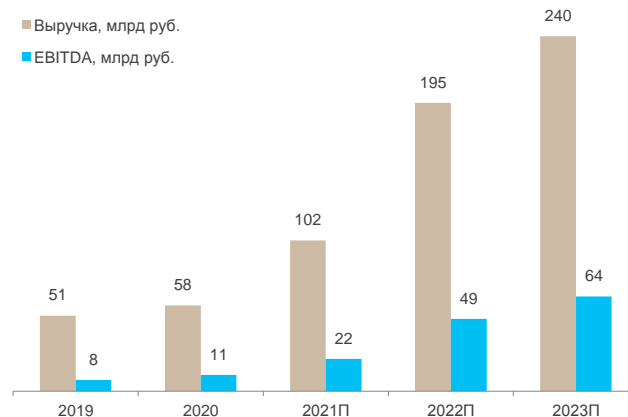


Таблица 1. Оценка стоимости ГК «Самолет»

	EV/ЕБИТДА'21	P/NAV
ГК ПИК	6,0x	1,2x
Группа ЛСР	4,6x	0,5x
Etalon Group	3,2x	0,2x
Среднее	4,6x	0,6x
ГК Самолет		
ЕБИТДА'21, млрд руб.	22,0	-
EV, млрд руб.	100,8	-
Чистый долг, млрд руб.	17,0	-
NAV, млрд руб.	-	176,9
МСар, млрд руб.	83,8	110,2
МСар средняя, млрд руб.	97,0	
Кол-во акций, шт.	61 579 358	upside
Целевая цена акции, руб.	1 575	+39,4%

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчёты Открытие Research

Оценка стоимости

Учитывая наличие ряда относительно ликвидных публичных российских девелоперов, мы провели оценку стоимости ГК «Самолет» сравнительным методом. При этом использовался как универсальный форвардный мультипликатор EV/ЕБИТДА'21, так и соотношение P/NAV, применяемое исключительно для застройщиков. Результаты расчетов приведены в таблице 1. При этом необходимо отметить, что с момента последней оценки стоимости портфеля проектов ГК «Самолет» существенно нарастила земельный банк (с 15,4 млн. до 19,0 млн кв.м), поэтому можно говорить об относительной консервативности нашей оценки. Отметим также, что минимальная дивидендная планка на уровне 5 млрд руб. в год подразумевает дивидендную доходность акций девелопера на уровне 7%.

Риски

- Распространение пандемии COVID-19 и связанные с этим различные ограничительные меры могут привести как к коррекции фондовых рынков в целом, так и к прямым убыткам для экономических агентов.
- Отраслевой риск строительной индустрии в РФ является значительным как из-за цикличности и частых регуляторных изменений, так и вследствие значительного уровня конкуренции, особенно на высоко маргинальном столичном рынке.
- Изменение конъюнктуры рынка недвижимости в 2021 – 2023 годах (снижение цен на жилье) может поставить под вопрос выполнение амбициозного бизнес-плана группы на ближайшие годы.
- Низкая ликвидность акций ГК «Самолет» ограничивает потенциальный объем средств, который разумно инвестировать в бумаги компании, сохраняя при этом возможность относительно быстро выйти из позиции по близким к рыночным котировкам.

МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифе «**Ваш финансовый аналитик**» <https://open-broker.ru/trading/your-financial-analyst/>

Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф «**Личный брокер**» <http://private.open-broker.ru/>

Otkritie © 2021

АО «Открытие Брокер», лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчете торговая идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату торговой идеи; оба показателя указаны в торговой идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в торговую идею изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составившего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, содержащихся в индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования представленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>
+7 (495) 232-99-66
8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ
clients@open.ru
vk.com/openbroker
fb.com/openbroker

Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>
+7 (495) 777-34-87

Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

Управление анализа рынков

research@open.ru

Антон Затолокин

Начальник управления

Константин Бушуев, PhD

Главный инвестиционный стратег

Алексей Павлов, PhD

Главный аналитик, российские акции

Алексей Корнилов, CFA

Ведущий аналитик, международный рынок акций

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, глобальные акции и облигации

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа долгового рынка

Николай Власов

Ведущий аналитик, долговой рынок

Тимур Хайруллин, CFA

Главный аналитик, структурные продукты

Илья Мартыненко

Технический аналитик

Михаил Шулгин

Начальник отдела глобальных исследований

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования