

Девелоперы: в ожидании нового цикла

С начала 2024 года индекс МосБиржи строительных компаний показывает впечатляющую динамику на фоне рекордных результаты 2023 года. Насколько изменится ситуация в строительном секторе в 2024 году, и сохранится ли потенциал для дальнейшего роста котировок акций публичных застройщиков?

10 апреля 2024 г.

Информация о компаниях:

Группа «Самолет»	SMLT
Рын. кап., млрд руб.	223.8
EV, млрд руб.	301.2
Макс. за 52 нед., руб.	4199
Мин. за 52 нед., руб.	2450
Группа «Эталон»	ETLN
Рын. кап., млрд руб.	36.9
EV, млрд руб.	68.3
Макс. за 52 нед., руб.	102.88
Мин. за 52 нед., руб.	59.98
Группа ЛСР	LSRG
Рын. кап., млрд руб.	116.9
EV, млрд руб.	168.5
Макс. за 52 нед., руб.	1145.6
Мин. за 52 нед., руб.	506.2
ПИК	PIKK
Рын. кап., млрд руб.	577.9
EV, млрд руб.	777.2
Макс. за 52 нед., руб.	939
Мин. за 52 нед., руб.	635.2

Инвестиционные предпосылки: девелоперский цикл в среднем составляет около пяти лет, поэтому сегодня застройщики смотрят в будущее, надеясь на восстановление спроса на новое жилье со стороны покупателей, заинтересованных в улучшении жилищных условий. Текущее ужесточение условий ипотечного кредитования и предполагаемое замедление продаж будут компенсированы поступлениями по уже заключенным договорам предыдущих периодов.

По нашим оценкам, на текущий момент наиболее устойчивым выглядит бизнес **Самолета**, который ориентирован на массовый сегмент жилья. Компания расширяет свое присутствие в регионах с высоким показателем дефицита предложения, развивается в сегменте ИЖС, а также выступает активным участником в сегменте PropTech (digital-проекты на рынке недвижимости). Мы оцениваем Самолет, как компанию роста и держим акции девелопера в нашем спекулятивном портфеле с целевым ориентиром 4700 руб. за одну акцию.

Трансформация бизнеса **Эталона** выглядит перспективной в долгосрочном плане, однако по итогам 2023 года доля выручки от продаж жилья в регионах составляла 15%, поэтому сохраняется высокая зависимость от продаж в Москве и Московской области. В столичном регионе будущие продажи будут под давлением высокой стоимости в сравнении с конкурентами.

ЛСР наращивает объемы текущего строительства, но не расширяет географию своего присутствия. Ориентация на элитный сегмент рынка недвижимости создает риски более заметного сжатия продаж из-за высокой стоимости и ограниченности в использовании льготных программ ипотеки. В то же время акции ЛСР торгуются существенно дешевле биржевых аналогов по основным мультипликаторам.

В отношении перспектив роста бизнеса **ПИК** у нас возникают наибольшие опасения, поскольку застройщик в ограниченном формате раскрывает информацию для инвесторов, а из имеющихся данных можно сделать не самые позитивные выводы.



Жесткая денежно-кредитная политика Банка России, высокие ипотечные ставки, ужесточение условий по льготным программам и повышение макропруденциальных требований на выдачу ипотеки как будто свидетельствуют в пользу охлаждения спроса и предстоящего снижения продаж девелоперов, но так ли это в действительности?

Тенденции в строительном секторе, которые мы можем выделить, опираясь на исторические данные:

⇒ По мере роста ключевой ставки относительные объемы проданного жилья очевидно сокращаются, хотя прямой корреляции не просматривается. В частности, девальвация рубля и экстренное повышение ставки до 20% в феврале 2022 года спровоцировали рост продаж — любая кризисная ситуация стимулирует россиян инвестировать в недвижимость. Вместе с тем с началом цикла ужесточения денежно-кредитной политики в июле 2023 года россияне поспешили заключить сделки на покупку жилья пока позволяли условия.



Источник: ДОМ.РФ, данные Банка России

⇒ Застройщики (мы рассматриваем публичных девелоперов ПИК, Самолет, ЛСР, Эталон) наращивают объемы строительства в периоды роста ставок, чтобы избежать дефицита предложения на рынке после нормализации спроса по мере смягчения кредитных условий. Факт того, что количество выданных разрешений на строительство в феврале 2024 года выросло на 24% по сравнению с показателем за февраль 2023 года, подтверждает, что девелоперы продолжают масштабный ввод новых проектов, поскольку уверены в наличии спроса в будущем.

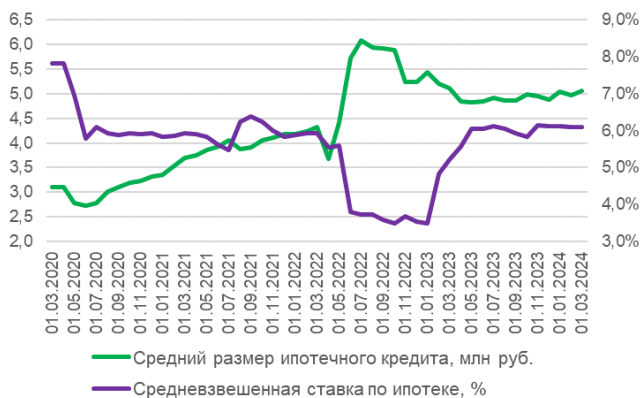


Источник: Единый ресурс застройщиков, данные Банка России

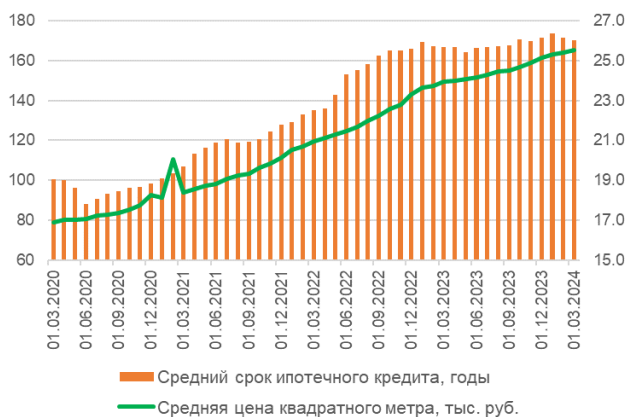
⇒ Уверенность в наличии будущего спроса можно объяснить следующими факторами. Во-первых, обеспеченность россиян жильем остается низкой, на уровне 28,2 кв. м на человека. Во-вторых, доля аварийного жилья в общем объеме жилищного фонда остается на уровне 7% (примерно 287 млн кв. м). Соответственно, для улучшения жилищных условий россиян необходимо ежегодно вводить не менее 93 млн кв. м нового жилья и замещать порядка 41 млн кв. м устаревшего жилья, чтобы обеспеченность комфортным жильем к 2030 году достигла 33,3 кв. м на одного человека. Такой стратегии развития придерживается Минстрой.

	EV/EBITDA 2023	EV/S 2023	P/E 2023	P/S 2023
Самолет	2,70	1,01	8,07	0,75
Эталон	3,77	0,77	-10,95	0,42
ЛСР	2,17	0,71	4,12	0,49
ПИК	5,18	1,17	10,36	0,87
Медиана	3,23	0,89	6,10	0,62

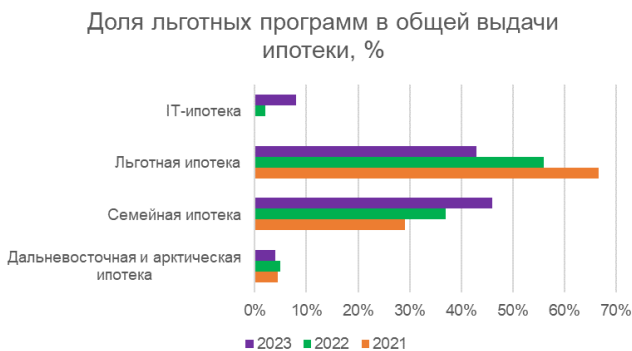
Источник: данные компаний, расчеты «Цифра брокер»



Источник: данные Банка России



Источник: данные Банка России



Источник: ДОМ.РФ

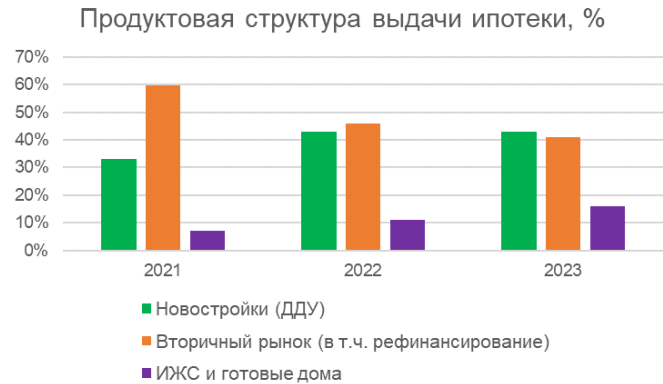
⇒ Ипотека становится неподъемной, цены на новостройки растут вдвое быстрее реальных доходов, каким же образом, при всем желании улучшить жилищные условия, как это можно осуществить?

⇒ Один из ответов – увеличение среднего срока ипотечного кредита, чтобы сохранить комфортным уровень ежемесячного платежа. Так, на 1 марта 2024 года средний срок ипотеки составил 26 лет по сравнению с 18,6 лет на начало 2020 года. При этом существует корреляция (см. график слева) между размером ипотечного кредита и ставкой по кредиту: в течение второй половины 2023 года средневзвешенная ставка по ипотеке находилась вблизи 6%, а средний размер кредита – на уровне 5 млн руб. Таким образом, есть основания полагать, что в перспективе 2024 года, пока сохраняются жесткие ипотечные условия, россияне будут в большей степени ориентированы на массовый и доступный сегмент жилья.

⇒ По данным социологического опроса ВЦИОМ, более четверти российских семей (15,6 млн) планируют улучшить жилищные условия в ближайшие пять лет. В связи с этим предложение президента РФ Владимира Путина продлить действие программ семейной ипотеки до 2030 года выглядит весьма релевантным. Уверенность в сохранении льготных ипотечных программ в том или ином виде подтверждается и высокими объемами текущего строительства, о чем мы уже упоминали ранее, и высокой зависимостью от ипотечных продуктов в продажах жилья в новостройках. Доля сделок по ипотеке в 2023 году достигла 89% от общего объема продаж по сравнению с 75% в 2022 году и 70% в 2021 году. Вместе с тем за прошлый год в значительной степени выросла роль семейной ипотеки в разрезе льготных программ, если в 2022 году ее вес в общей выдаче по объему кредита составлял 37%, то по итогам 2023 года доля достигла 46%. Весомый прирост также показала ИТ-ипотека – ее вес вырос до 8% по сравнению с 2% в 2022 году.

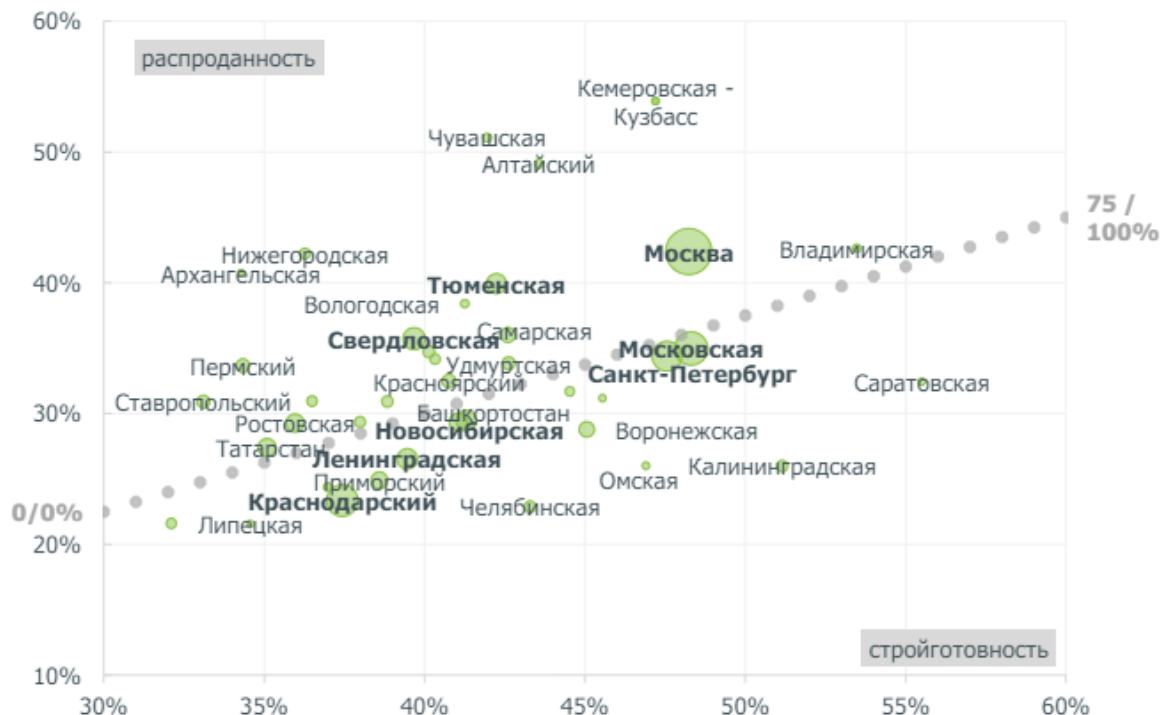
⇒ Банк России продолжит внимательно отслеживать уровень кредитной нагрузки населения (хотя просрочка по ипотеке остается низкой, около 1%), банки будут строже подходить к оценке заемщиков, что окажет охлаждающий эффект на спрос. Тем не менее мы ожидаем, что государство продолжит оказывать поддержку строительному сектору, поскольку на него вместе со смежными отраслями приходится порядка 14-15% ВВП России. Соответственно спад в строительстве может привести к сжатию спроса в других отраслях.

⇒ **Выдача ипотеки на ИЖС (индивидуальное жилищное строительство) в 2023 году выросла в четыре раза по сравнению с 2022 годом.** Доля ипотеки на ИЖС в общем количестве выдач на строящееся жилье выросла в 2 раза, до 15% с 7% в 2022 году. При этом в прошлом году практически исчезла рыночная ипотека в структуре выдач, сократившись до 2% с 21% в 2022 году. На 19% за год выросла суммарная доля льготной (с 47% до 58%) и семейной ипотеки (с 19% до 27%). Соответственно распространение госпрограмм на ИЖС также будет выступать одним из факторов в пользу продления их действия (с вероятным ужесточением в случае возникновения риска перегрева на рынке).



Источник: Банк России, опросы банков, ДОМ.РФ

⇒ **Будущее строительного сектора зависит от баланса спроса и предложения,** поэтому важно обращать внимание на соотношение проданного жилья к строительной готовности, то есть на сколько процентов портфель проектов распродан к тому, на сколько процентов он построен. Традиционно стабильным считается соотношение 70-80% распроданности к строительной готовности, показатель ниже 70% формирует риск затоваренности, а выше 80% - дефицита предложения. Как ни парадоксально, но на 1 февраля 2024 года этот коэффициент составлял 82,5% в среднем по России, что свидетельствует о признаках дефицита. В данном случае важно обращать внимание на региональный срез, поскольку показатели Тюменской области (98%) кардинально отличаются от ситуации в Калужской области (52%).



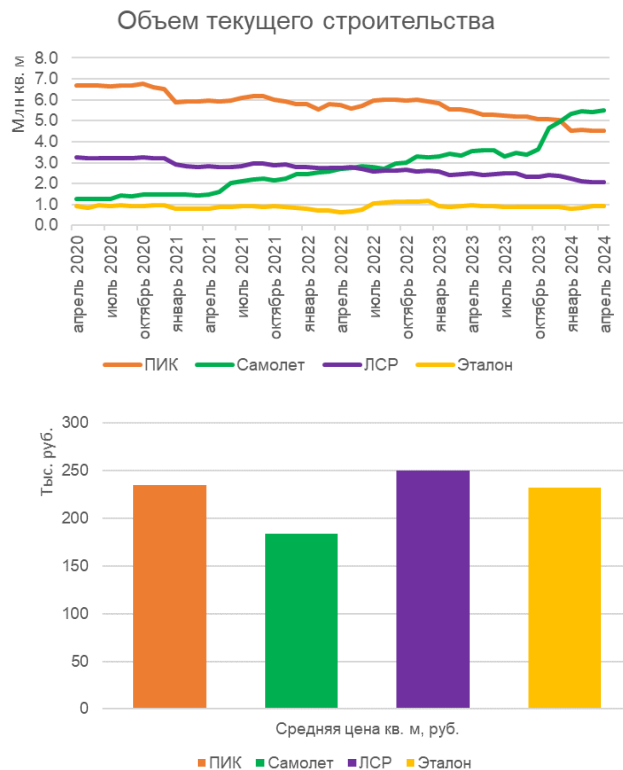
Источник: ДОМ.РФ

Учитывая вышеперечисленные тенденции в строительном секторе, сделаем выводы о перспективах Самолета, ПИК, ЛСР и Эталона в 2024 году, обращая также внимание на отличительные характеристики бизнеса каждого из девелоперов.

- ◆ **Самолет** оперирует в сегменте массового доступного жилья, который в меньшей степени зависит от регуляторных изменений из-за необходимости россиян в улучшении жилищных условий. Среди публичных застройщиков Самолет предлагает самые доступные квартиры средней стоимостью 7,8 млн руб. по сравнению с 8,1 млн руб. в среднем по России (по данным Единой информационной системы жилищного строительства, ЕИСЖС).

⇒ **Ремарка, которая имеет отношение ко всем застройщикам:** с начала 2024 года в России ужесточили условия льготной ипотеки. Максимальный размер кредита теперь составляет 6 млн руб., а первоначальный взнос повышен до 30%. Таким образом, доля попадающих под новые условия квартир в Санкт-Петербурге и Москве сократилась до 35% и 15% соответственно (по оценкам ЦИАН).

- ◆ Учитывая новые вводные, Самолет имеет конкурентное преимущество перед прочими девелоперами на рынках Москвы и Санкт-Петербурга, поскольку, с одной стороны, более 80% ипотечных сделок компании подпадают под новые условия из-за невысокой цены. С другой, Самолет с помощью сервиса Целепорт предлагает клиенту зафиксировать цену для бронирования жилья и помогает накопить на первоначальный взнос.
- ◆ Завершение сделки по покупке собственного банка позволит Самолету предлагать клиентам систему вкладов с дополнительными выгодами, сервис безопасных расчетов и кредитные продукты. Это позволит повысить маржинальность продаж.
- ◆ Самолет строит 87% своих объектов в регионах с показателем соотношения распроданности к строительной готовности выше 75%, что подразумевает низкий объем предложения при высоком покупательском спросе и, соответственно, свидетельствует в пользу удержания цен на уровнях не ниже текущих.

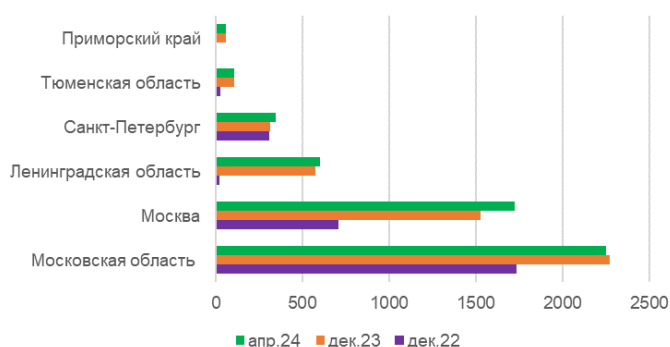


Источник: Единый ресурс застройщиков

- ◆ Девелопер только в 2023 году вышел на рынок ИЖС и по итогам года получил выручку с продажи домов в размере 1,3 млрд руб. (0,4% от общей выручки). Уже в 2024 году компания рассчитывает получить от проектов ИЖС 18,8 млрд руб. выручки, а к 2027 году - 67,5 млрд руб.
- ◆ Самолет продает порядка 93% уже мебелированных квартир и получает, таким образом, дополнительные доходы за мебель (по итогам 2023 года продажи мебели составили порядка 20 млрд руб., что составляет 7% от общей выручки).

- ◆ Самолет не намерен останавливать процесс экспансии в новые регионы и во второй половине 2024 года — начале 2025 года планирует выйти на рынки Тюмени, Владивостока, Екатеринбурга, Ростова-на-Дону, Новосибирска, Перми, Уфы и Казани.

Самолет: жилищное строительство, тыс. кв. м



Источник: Единый ресурс застройщиков

⇒ **Выручка застройщиков признается по мере выполнения обязанностей по договору долевого участия (ДДУ), то есть по мере повышения стройготовности домов. Таким образом, финансовые результаты за 2023 года не учитывают рекордные продажи, которые зафиксированы в момент совершения сделки и отражены в операционных показателях.**

- ◆ Плановая выручка Самолета по уже законтрактованным ДДУ на 30 июня 2023 года, которую компания ожидает признать в течение 12 месяцев, составляет 103,3 млрд руб., а в следующие два года — 123,6 млрд руб. Эти значения не учитывают будущие контракты на покупку квартир, которые существенны. На отчетную дату доля выручки, которая была признана в отношении погашения обязательств по ДДУ за шесть месяцев 2023 года, составила 48% (в 2021 году - 29%, в 2022 году — 34%) от всей выручки компании. Поэтому, даже в случае снижения продаж в 2024 году, девелопер обеспечен существенным объемом денежных поступлений от продаж за предыдущие периоды.

- ◆ Скорость строительства Самолета самая высокая среди публичных застройщиков: на возведение дома требуется менее 2,5 лет (у ПИКа — 2,7 года, у Эталона — 3 года, у ЛСР — 4 года).
- ◆ Менеджмент Самолета заложил в бюджет компании на 2024 год расходы на выплату дивидендов в размере 5 млрд руб. (минимум по дивидендной политике). Тем не менее решение по дивидендам будет принимать совет директоров, заседание которого запланировано на конец весны.
- ◆ Потенциальный выход на IPO собственного сервиса квартирных решений от сделки до ремонта и мебели, Самолет Плюс, повысит инвестиционную привлекательность акций девелопера.

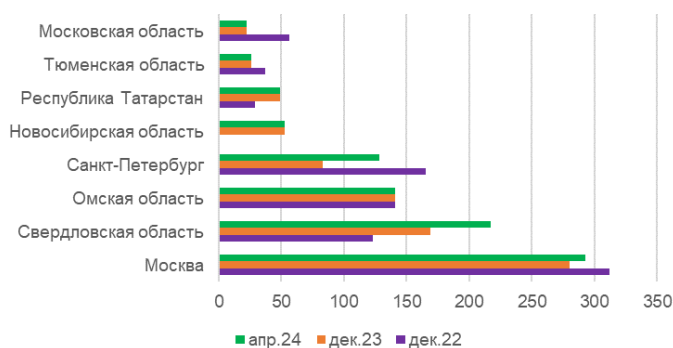
Самолет, млрд руб. 1П2021 2П2021 1П2022 2П2022 1П2023

Выручка	33,3	59,7	66,2	106,1	101,4
изменение г/г, %	47%	59%	99%	78%	53%
Чистая прибыль	3,2	5,3	5,3	9,9	9,2
изменение г/г, %	358%	40%	69%	89%	73%

Источник: финансовая отчетность Самолета по МСФО

- ◆ **Эталон трансформирует свой бизнес под новые реалии** и переориентируется с элитного сегмента на массовый, продолжая экспансию в регионы. Основной прирост продаж в 2023 году пришелся как раз на региональные проекты - в сегменте девелопмента жилья в регионах выручка увеличилась в 3,4 раза по сравнению с 2022 годом и составила 11,6 млрд руб.

Эталон: жилищное строительство, тыс. кв. м



Источник: Единый ресурс застройщиков

- ◆ Эталон завершил приобретение 65% доли в совместном предприятии в Ростовской области. Реализация крупного строительного проекта в Ростове-на-Дону начнется в первой половине 2025 года.
- ◆ К 2026 году Эталон планирует расширить присутствие в регионах до 15 рынков.
- ◆ У Эталона самый дорогой квадратный метр жилья в Москве по сравнению с другим публичными застройщиками и средней ценой по рынку (Эталон - 369 тыс. руб. за кв. м при 323 тыс. руб. в среднем по столице и 209 тыс. руб. у Самолета). Застройщик предлагает покупателям рассрочку, и это поддерживает спрос, но мы полагаем, что будущий объем продаж в Москве будет ограничен.

- ◆ Компания вошла в инвестиционную фазу развития, и это будет приносить свои плоды в долгосрочной перспективе. На более коротком отрезке времени Эталон обеспечен плановой выручкой по уже законтрактованным ДДУ в объеме 50,7 млрд руб., которая должна быть признана до конца 2024 года. Вплоть до 2027 года ожидается признание выручки на сумму в 20,9 млрд руб. Эти значения не учитывают будущие контракты.

- ◆ Акционеры Эталон одобрили редомициляцию с Кипра в Калининградскую область, что позволит застройщику возобновить дивидендные выплаты. Однако 2023 год Эталон завершил с чистым убытком до распределения стоимости приобретения активов (PPA) на уровне 2,3 млрд (база для дивидендов). Вместе с тем компания вошла в инвестиционный цикл, поэтому представляется нецелесообразным выплачивать дивиденды, например, из нераспределенной прибыли прошлых лет. Вместе с тем мы видим риск навеса продавцов, купивших бумаги компании вне российского контура.

Эталон, млрд руб.	2021	2022	2023
Выручка	87,1	80,6	88,8
изменение г/г, %	11%	-8%	10%
Чистая прибыль	3,0	13,0	-3,4
изменение г/г, %	48%	332%	-126%

Источник: финансовая отчетность Эталона по МСФО

- ◆ **ЛСР — самый элитный застройщик для покупателя.** У ЛСР самый дорогой квадратный метр среди публичных девелоперов. Вместе с тем проекты ЛСР представлены только в четырех регионах России, 92% из которых находятся в Москве, Санкт-Петербурге и Ленинградской области. В следствии этого, мы полагаем, что будущие продажи девелопера могут заметно просесть из-за ограниченной доступности объектов для массового покупателя.



Источник: Единый ресурс застройщиков

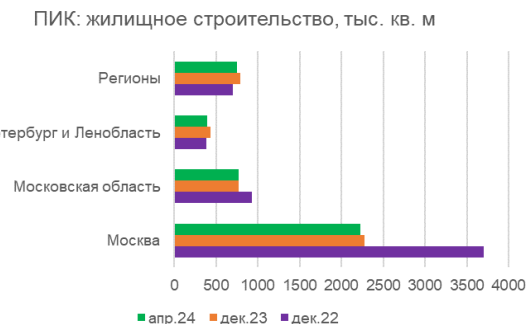
- ◆ Порядка 11% выручки ЛСР в 2023 году пришлось на сегмент строительных материалов. Это направление не такое маржинальное, как стройка, но оно позволяет стабилизировать показатели выручки.
- ◆ Плановая выручка ЛСР, ожидающаяся к признанию в течение следующих 2-3 лет составляет 84,3 млрд руб. (на конец 2022 года — 55,1 млрд руб.). Мы полагаем, что удлиненные сроки признания выручки по уже законтрактованным ДДУ связаны с низкой в сравнении с публичными конкурентами скоростью строительства домов.
- ◆ Совет директоров ЛСР рекомендовал дивиденды за 2023 год в размере 100 руб. на одну акцию, что соответствует дивидендной доходности около 9% по текущим котировкам.

ЛСР, млрд руб.	2021	2022	2023
Выручка	130,5	139,7	236,2
изменение г/г, %	11%	7%	69%
Чистая прибыль	16,3	13,4	28,3
изменение г/г, %	35%	-18%	112%

Источник: финансовая отчетность ЛСР по МСФО

- ◆ **ПИК уступил Самолету первенство по объему текущего строительства.** Тенденция к снижению жилищного строительства ПИК наблюдается с 2020 года.

- ◆ ПИК в большей степени зависим от Московского региона по сравнению с другими публичными застройщиками: 54% всех объектов приходится на столицу, 19% — на Московскую область и только 28% — на регионы, где мы видим самый значительный потенциал для роста строительной отрасли.



Источник: Единый ресурс застройщиков

- ◆ Основным риском в отношении акций ПИК нам видится закрытость компании для инвесторов, застройщик не публиковал операционных отчетов с 2022 года, и пауза была прервана публикацией сокращенной отчетности по МСФО за I полугодие 2023 года без сопоставимых показателей за 2022 год.
- ◆ Мы не можем в полной мере ориентироваться на отчетность по РСБУ. Тем не менее, выручка ПИК в 2023 году снизилась на 45% по сравнению с 2022 годом и составила до 39,96 млрд руб., чистая прибыль — на 44%, до 27,48 млрд руб.
- ◆ Совет директоров застройщика рекомендовал не выплачивать дивиденды по итогам 2023 года.

ПИК, млрд руб.	1П2021	1П2023
Выручка	189,3	264,9
изменение г/г, %	37%	40%
Чистая прибыль	69,4	27,9
изменение г/г, %	286%	-60%

Источник: финансовая отчетность ПИК по МСФО

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Юридический адрес

123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, офис 18.02
м. Выставочная или Международная
Тел.: +7 (495) 783-91-73
Email: info@cifra-broker.ru

Фактический адрес

123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, 18 этаж,
(Башня «Меркурий Тауэр»,
ММДЦ «Москва-Сити»)

Поддержка клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73,
8-800-100-40-82
E-mail: shop@cifra-broker.ru

Для корпоративных клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73 доб. 90999
E-mail: corp.clients@cifra-broker.ru

Ограничение ответственности: ООО «Цифра брокер» (ОГРН 1107746963785, 123112, Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 15, офис 18.02). Лицензия №045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен. Сайт: <https://cifra-broker.ru/> Телефон: +7 (495) 783 91 73. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты или операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). В приведенной информации не принимаются во внимание ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей. ООО «Цифра брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты и не рекомендует использовать данный материал в качестве единственного источника информации для принятия инвестиционного решения. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать.