

# Самолет

## Отчет за 1П 2023 г.

Аналитика – Акции РФ

7 сентября 2023

# самолет

Тикер	SMLT
<b>Статус</b>	<b>BUY</b>
Последняя цена	3800
Целевая цена	5245
Потенциал	<b>38%</b>

### Контакты:

**Александр Сайганов**

Head of Research

[a.sayganov@invest-heroes.ru](mailto:a.sayganov@invest-heroes.ru)

**Светлана Дубровина**

Senior Analyst

[s.dubrovina@invest-heroes.ru](mailto:s.dubrovina@invest-heroes.ru)

Telegram  
InvestHeroes

[@InvestHeroes](https://t.me/InvestHeroes)

## Быстрорастущий девелопер сохраняет темпы

### Самолет отчитался за 1П 2023 по МСФО:

- Выручка компании выросла на 53% г/г и составила 101.4 млрд руб.;
- Скорр. EBITDA выросла на 81% г/г и достигла 33.1 млрд руб.;
- Чистая прибыль выросла на 73% г/г до 9.2 млрд руб.

Результаты за первое полугодие показывают динамику на уровне наших ожиданий. Мы прогнозируем финансовые результаты Самолета только на годовом горизонте, и в 2023 г. ждем рост EBITDA на 58% г/г и чистой прибыли на 96% г/г.

Млрд руб.	1П 2023	1П 2022	%	Динамика акций SMLT за 12M
Выручка	101	66	53%	4500
Скорр. EBITDA	33	18	81%	3500
Чистая прибыль	9,2	5,3	73%	2500
Чистый долг/ EBITDA, x	1,23x	-0,11x	1,34x	1500



### Outlook

Ранее компания уже публиковала финансовые результаты за первое полугодие по управленческой отчетности, в рамках нее динамика по EBITDA была существенно слабее (25 млрд руб., +15% г/г). Мы оцениваем Самолет по МСФО результатам, поэтому для нас важнее было сверить наши прогнозы именно с МСФО отчетностью.

Мы повысили целевую цену с 4837 до 5245 руб. за акцию. Факторы, повлиявшие на пересмотр оценки:

- (-) вырос на 57 млрд руб фактический чистый долг компании;
- (+) повышен прогноз по EBITDA'23 с 76.1 до 83.4 млрд руб. (+73% г/г);
- (+) повышен целевой мультипликатор EV/EBITDA с 4.2x до 4.9x;

**Мы наблюдаем ряд качественных трендов, благодаря которым Самолет выигрывает конкуренцию за потребителя. Результаты – у Самолета выросла средняя цена реализации за кв.м. в 1П 2023 при падающих ценах на первичном рынке в России и в Московском регионе, и сохраняется сильный рост продаж.**

**Потенциал роста акций составляет 38% к текущей цене. Драйверы раскрытия стоимости – будущие отчеты с операционными и финансовыми результатами, презентации новых продуктов, байбек и дивиденды. BUY**



## Самолет выигрывает конкуренцию и растет

Несмотря на замедлившиеся продажи, Самолет показывает динамику лучше, чем сектор и продолжает расти даже в условиях спада на рынке недвижимости в 1П 2022-1П2023.

### Качественные тренды

- Компания отмечает, что практически все сделки по продаже квартир в группе осуществляются с использованием механизмов господдержки ипотечного кредитования (льготная, семейная, ИТ ипотека, военная ипотека).
- Самолет продолжает предлагать дополнительную субсидию по ипотечной ставке (как мы понимаем, за счет завышения цены покупки объекта), за счет этого предложение Самолета выгодно выделяется на рынке для покупателя.
- Уникальное предложение от Самолета - включение стоимости мебели, кухонь и бытовой техники в ипотечный платеж. Таким образом, потребителю выгоднее взять в ипотеку квартиру в Самолете, сразу обставленную мебелью, под низкую ипотечную ставку, чем брать дорогой потребительский кредит на обстановку квартиры при покупке квартиры у других застройщиков.

### Гайденс компании

Самолет подтвердил прогнозы по собственным результатам на 2023 г., которые обновил в июле в рамках отчета по операционным результатам за 1П 2023:

- Рост продаж в кв.м. на 50% г/г;
- Рост скорр. EBITDA более, чем на 50% г/г (по управленческой отчетности);

Судя по гайденсу, Самолет ожидает ускорение продаж г/г во 2П2023, т.к. в 1П скорр. EBITDA по управленческой отчетности выросла всего на 15% г/г. Мы ожидаем, что Самолет перевыполнит свои планы, ожидаем МСФО EBITDA на уровне 83.4 млрд руб, (+73% г/г).

### Конъюнктура рынка

Средняя цена продажи за кв.м. в Москве и Московской области не упали (рост +0.6% соответственно), это важный показатель в условиях снижения средних цен П/П, судя по Sberindex.

Мы повысили прогноз по росту цен реализации Самолета на 2023 год с 0% до 2.0% г/г. Во втором полугодии экономика РФ уже находится в фазе роста, и средние цены реализации на первичном рынке недвижимости уже возвращаются к максимумам. Повышенная ставка по ипотеке делает невыгодной покупку недвижимости на вторичном рынке, тем самым потенциально увеличивая привлекательность первичного, что будет толкать цены за кв.м. к дальнейшему росту. С учетом ожидаемого снижения потребительской активности на фоне роста ставки ЦБ мы считаем, что во 2П рост цен на недвижимость будет медленнее инфляции.

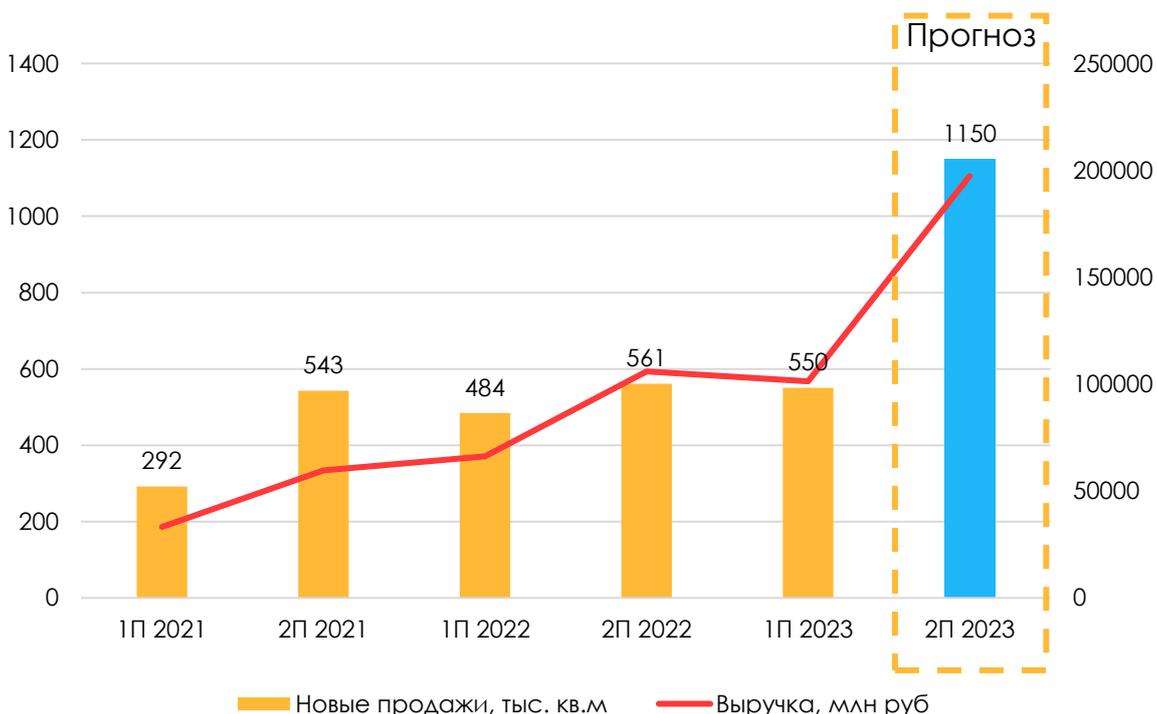
## Продажи

За 1П продажи Самолета выросли на 15% г/г в деньгах, а выручка на 53% г/г. Это связано с особенностями учета выручки и издержек по МСФО стандартам. Продажи учитываются в выручке с поправкой на коэффициент достроенности дома. Такая динамика, как в 1П 2023, говорит о том, что Самолет быстрее достраивал объекты, чем продавал новые.

Сезонно второе полугодие обычно более сильное, чем первое. В 2023 году в январе-феврале был слабый спрос, т.к. в декабре были высокие продажи из-за ожидания окончания льготных ипотек, в результате чего декабрь перетянул на себя спрос первых месяцев года. В разговоре с IR компании мы выяснили, что ситуация с продажами месяц к месяцу улучшается, и компания в целом оптимистично смотрит на продажи второго полугодия.

Мы сохранили прогноз по продажам в 2023 году без изменений, на уровне 1.7 млн кв.м., что незначительно выше прогноза менеджмента (1.6 млн кв.м.).

### Динамика продаж и выручки



## Долговая нагрузка и денежный поток

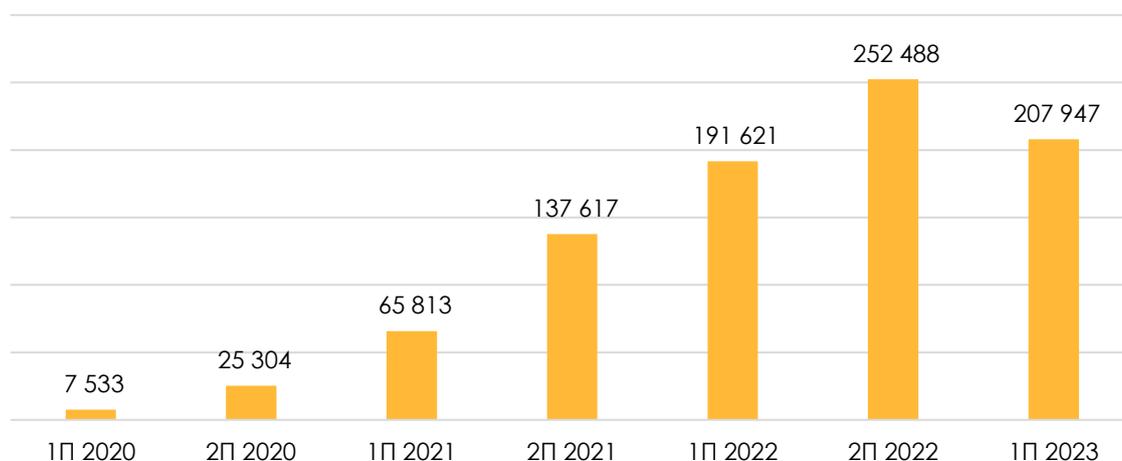
За первое полугодие существенно вырос чистый долг, который мы считаем как "долг - денежные средства - средства на эскроу счетах". С 20 до 77 млрд руб. увеличился чистый долг, рассчитанный по такому методу. Остатки на эскроу счетах снизились на 44.5 млрд руб., т.е. было большое раскрытие эскроу счетов, однако, не снизился чистый долг компании. Инвестиции в оборотный капитал составили 62 млрд руб.

### Операционный денежный поток по МСФО, млрд руб.



Как видно из графика, компания постоянно инвестирует в оборотный капитал сумму больше, чем зарабатывает (EBITDA). Причина в том, что здесь не учтены поступающие на счета эскроу средства, и обычно компания инвестирует примерно столько, сколько поступает на эскроу, однако, в последнем полугодии деньги на эскроу счетах уменьшились.

### Остатки на эскроу счетах, млн руб.



Просадка по счетам эскроу связана с низким ростом продаж в 1П 2023 – они выросли всего на 15% г/г в денежном выражении при том, что рост выручки составил 53% г/г. То есть Самолет достроил и ввел в эксплуатацию значительно больше площадей, чем продал. Самолет планирует серьезно ускорить продажи во 2П 2023, в 2 раза полугодие к полугодию, таким образом, по итогам 2П 2023 чистый долг не вырастет так же быстро, как в первом, но пока продолжают запуски новых проектов, чистый долг будет постепенно расти.

## Долговая нагрузка и денежный поток

Эффект от увеличения чистого долга на оценку компании значительный - минус 900 руб. к целевой цене.

Рост запасов связан с быстрым ростом бизнеса Самолета: запускаются новые проекты, и объем строительства растет, соответственно, растут и издержки на строительство.

Компания ожидает стремительного сокращения чистого долга в 2025-2027 годах за счет роста остатков на счетах эскроу быстрее, чем роста долга по проектному финансированию.



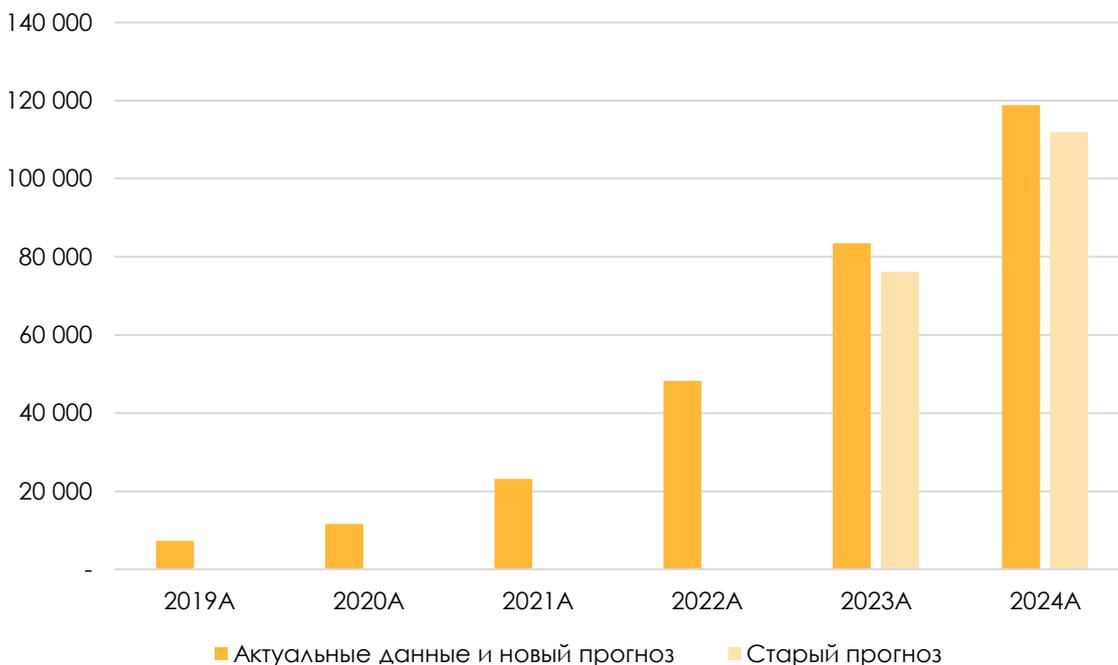
Источник: презентация Самолета

## Финансовые результаты

Коммерческие и административные расходы растут медленнее наших ожиданий (+73% и +44% против наших ожиданий +171% и +85% г/г). Ранее мы закладывали ускоренный рост в виду дополнительных расходов на развитие экосистемы, однако мы видим, что фактически экосистема развивается, но SG&A как % от выручки не вернулись к высоким уровням 2020-2021 гг. Далее мы ждем, что за счет эффекта масштаба SG&A расходы продолжат падать как % от выручки (эффект на целевую цену около 200 руб./акцию).

В связи с пересмотром прогноза по SG&A в сторону понижения мы повысили прогнозы по EBITDA на 2023-24 гг.

### Скорр. EBITDA, млн руб.



## Финансовые результаты – наши прогнозы

### Финансовые показатели

в млрд руб., если не указано иначе	2018 факт	2019 факт	2020 факт	2021 факт	2022 факт	2023 прогноз
<b>Показатели</b>						
Выручка	38.7	51.1	60.2	93	172	298.7
ЕБИТДА	4.4	7.5	11.7	23.1	48.2	83.4
Чистая прибыль	2.4	0.9	4.5	8.4	15.3	39.8
Прибыль на акцию (EPS), руб.	39.3	14.8	73.8	137.7	250.8	652.5
Дивиденд млрд руб.			2.5	2.5	5.1	10
Дивиденд на акцию (DPS), руб.			41	41	82	164
Чистый долг			18.9	53.7	20.3	77.4
<b>Рентабельность</b>						
Рентабельность по ЕБИТДА, %	11.4	14.7	19.4	24.8	28.0	27.9
Рентабельность по ЧП, %	6.2	1.8	7.5	9.0	8.9	13.3
<b>Мультипликаторы</b>						
Чистый долг/ЕБИТДА			1.6	2.3	0.4	0.9
EV/ЕБИТДА, x			5.13	12.6	4	3.7
P/E, x			5.67	24.8	9.5	5.9
Дивидендная доходность, %			4.3	0.8		4.3

## Оценка

Мы повысили целевую цену с 4837 до 5245 руб. за акцию. Факторы, повлиявшие на цену:

- (-) вырос на 57 млрд руб фактический чистый долг компании;
- (+) повышен прогноз по EBITDA '23 с 76.1 до 83.4 млрд руб (+73% г/г);
- (+) повышен целевой мультипликатор с 4.2x до 4.9x.

Мы повысили целевой мультипликатор EV/EBITDA с 4.2x до 4.9x, т.к. приняли решение ориентироваться на более близкие сроки для оценки будущих темпов роста бизнеса. В силу постоянного появления новых проектов у компании, финрезультаты 2026+ годов труднопрогнозируемы, поэтому теперь мы ориентируемся на ожидаемые темпы роста EBITDA в 2023-2025 (ранее включали еще 2026 год, в котором рост заканчивался из-за неизвестности по будущим новым проектам). Средний темп роста EBITDA в 2023-2025 гг., по нашим ожиданиям, составляет 49% в год.

### Мультипликаторный метод FTM

EBITDA '23	млн руб.	83 442
Мультипликатор	x	4,9
EV	млн руб.	409 691

### Оценка

Целевая EV	млн руб.	409 691
Чистый долг	млн руб.	77 347
Капитализация	млн руб.	322 974
Акция в обращении	млн шт.	61,6

Целевая цена	руб./акция	5245
--------------	------------	------

**Потенциал роста % 38%**

**Цена акции руб./акция 3800**

**Целевая цена 5245 руб. Потенциал роста – 38%. «BUY»**

**Мы наблюдаем ряд качественных трендов, благодаря которым Самолет выигрывает конкуренцию за потребителя. Результаты – у Самолета выросла средняя цена реализации за кв.м. в 1П2023 при падающих ценах на первичном рынке в России и в Московском регионе и сохраняется сильный рост продаж.**

**Драйверы раскрытия стоимости – будущие отчеты с операционными и финансовыми результатами, презентации новых продуктов, байбек и дивиденды. BUY**

## ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, 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. Упоминаемые в аналитическом отчете финансовые инструменты могут не подходить соответствующему лицу. 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 подобного 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.

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 сумм, 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.

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 Соединённых 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 про- движение), 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.