



# ГК «Эталон» на пути к возвращению дивидендных выплат

15 ИЮНЯ 2023



## ГК «Эталон»: на пути к возвращению дивидендных выплат

ГК «Эталон» – крупный вертикально-интегрированный строительный холдинг с более чем 35-летней историей. Ключевым фактором для раскрытия акционерной стоимости компании – возвращение к выплате дивидендов. Для этого Эталону необходимо сменить регистрацию холдинговой компании с Кипра на Россию. Недавно Эталон объявил о намерении получить первичный листинг на МосБирже. По мнению аналитиков SberCIB Investment Research, это говорит о том, что компания, возможно, близка к запуску процедуры «переезда». Если Эталон сохранит выплаты дивидендов на уровне 2021 года, то дивидендная доходность может составить 12%. Кроме того, Эталон значительно нарастил портфель проектов и, по мнению аналитиков, в 2023–2025 гг. темпы роста его продаж могут быть одними из самых высоких среди публичных девелоперов.

**О компании.** ГК «Эталон» – вертикально интегрированный строительный холдинг, который работает в сфере жилищного строительства более чем 35 лет. Ключевые регионы его присутствия – Москва и Санкт-Петербург, на них в 2022 году пришлось соответственно 55% и 36% продаж. В рамках программы расширения бизнеса в регионы компания реализует девелоперские проекты в Омске, Новосибирске, Екатеринбурге, Тюмени и Казани – в прошлом году они обеспечили 9% продаж. Эталон в основном строит жилье бизнес-класса (Москва и Санкт-Петербург) и комфорт-класса (регионы). Помимо строительства и продаж жилья, компания оказывает строительные услуги, осуществляет управление многоквартирными домами, развивает производство строительных модулей.

**Доля рынка.** По объемам текущего строительства Эталон входит в десятку крупнейших российских девелоперов с долей около 1%. По размеру выручки и земельного банка Эталон занимает четвертое место среди публичных застройщиков. Портфель активов компании включает 38 проектов, его рыночная стоимость оценивается в 272 млрд руб., и по этому показателю Эталон тоже занимает четвертое место. Отношение размера портфеля проектов к продажам за последний год у Эталона было на уровне 22 – это второе место среди публичных девелоперов.

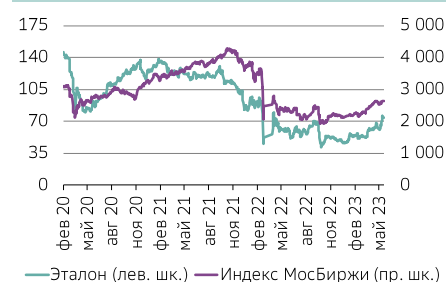
**Структура акционеров.** АФК «Система» в 2019 году приобрела 25% акций Эталона и с тех пор нарастила свою долю в капитале компании до 48,8%. Среди миноритарных акционеров – Mubadala Investment Company, крупный инвестфонд из ОАЭ (6,3%), и несколько офшорных фондов (Kopernik Global Investments (5%) и Prosperity Capital (4,1%)). Доля акций в свободном обращении – 35,2%.



Текущая цена, руб.*	82.6
Целевая цена, руб	98
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Потенциал роста, %	19%
Див. доходность, 2023	12.0%

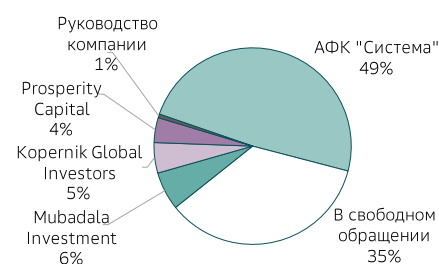
\*на 14.06.2023

### Динамика ГДР Эталона и индекса МосБиржи



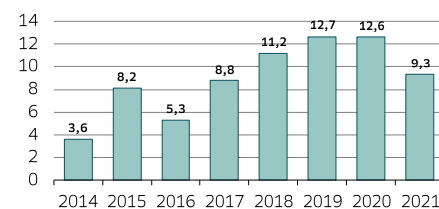
Источник: МосБиржа

### Структура акционеров Эталона



Источник: данные компании

### Динамика совокупных дивидендных выплат Эталона, руб. на ГДР



Источник: МосБиржа

## ФАКТОРЫ РОСТА

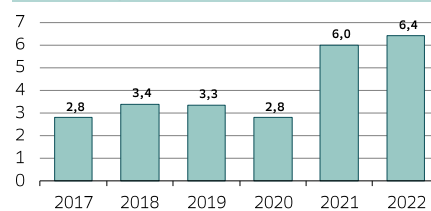
- Дивиденды.** Компания не выплачивала дивиденды в прошлом году из-за инфраструктурных и регуляторных рисков. Дело в том, что МосБиржа – вторичная площадка для листинга акций Эталона, на ней обращаются глобальные депозитарные расписки (первичный листинг компания получила на Лондонской фондовой бирже в 2011 году). Кроме того, в настоящий момент холдинговая компания Эталона зарегистрирована на Кипре. В связи с этим компания пока не может выплачивать дивиденды российским держателям акций. Однако в мае 2023 года стало известно, что совет директоров Эталона принял решение получить первичный листинг на МосБирже и сменить депозитарий расписок. Такие решения могут говорить о том, что компания близка к запуску процедуры смены юрисдикции и «переезду» с Кипра.
- Аналитики SberCIB Investment Research ожидают, что Эталон сможет возобновить выплату дивидендов в начале 2024 года. Согласно дивидендной политике, компания выплачивает акционерам 40-70% чистой прибыли по МСФО. Если Эталон сохранит дивиденды на уровне прошлых лет (3,6 млрд руб. в год), доходность выплат может достичь 12%.
- Расширение бизнеса в регионы.** За последние два года за счет выхода в регионы компания нарастила земельный банк в 2,3 раза до 6,4 млн кв. м. В прошлом году Эталон выкупил девелопера жилой недвижимости «ЮИТ Россия» у финской YIT за 4,6 млрд руб. В результате сделки компания увеличила портфель проектов и расширила географию бизнеса, выйдя в новый регион (Казань). В общей сложности в прошлом году Эталон сумел выйти на рынок еще 5 регионов.
- Аналитики SberCIB Investment Research позитивно оценивают стремление компании нарастить присутствие в регионах, поскольку за пределами Москвы и Санкт-Петербурга ожидается опережающий рост цен на недвижимость. Кроме того, эксперты считают, что благодаря увеличению портфеля проектов в 2023–2025 годах темпы роста продаж у Эталона могут быть одними из самых высоких среди публичных девелоперов – в среднем около 38% в год.
- В прошлом году доля продаж в регионах (кроме Москвы и Санкт-Петербурга) составила 9% – это самый высокий показатель среди публичных девелоперов. За счет запуска проектов в регионах эта доля уже в 2023 году может достичь 27%. В результате доходы Эталона станут самыми диверсифицированными с точки зрения географии среди российских публичных аналогов.
- Оценка по мультипликаторам.** Расписки Эталона оцениваются дешевле, чем бумаги прочих публичных девелоперов. Компания торгуется с коэффициентом P/NAV\* 0,12 – это вдвое ниже, чем средний уровень за последние пять лет (0,24). Для сравнения, коэффициент P/NAV у Самолета составляет 0,34, у ГК ПИК – 0,66, у Группы ЛСР – 0,16. (P/NAV – отношение капитализации компании к чистой стоимости активов (активы за вычетом долговых обязательств)).

## Риски

К снижению стоимости акций Эталона могут привести такие факторы, как ужесточение регулирования льготной ипотеки со стороны ЦБ, рост ключевой ставки, сокращение реальных располагаемых доходов населения, а также снижение цен и объемов продаж более быстрыми темпами, чем ожидают аналитики.

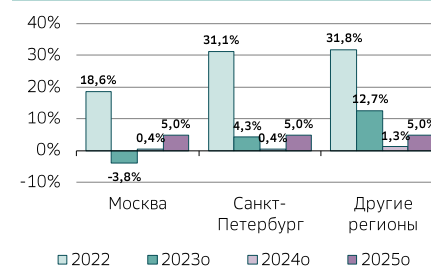
## Ограничение ответственности

### Земельный банк Эталона, млн кв. м (с учетом парковок)



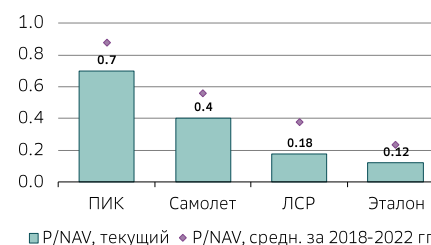
Источник: данные компании

### Прогноз роста цен на недвижимость (в среднем за год), %



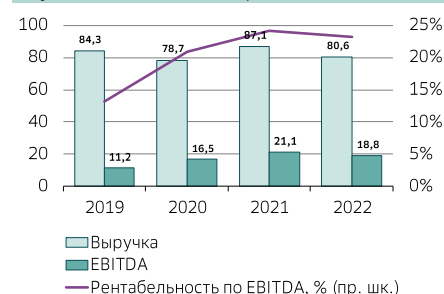
Источник: SberCIB Investment Research

### Сравнение публичных девелоперов по коэффициенту P/NAV



Источник: данные компаний, SberCIB Investment Research

### Выручка, EBITDA\* (млрд руб.) и рентабельность, %



\* До распределения стоимости приобретения активов

Источник: данные компании, SberCIB Investment Research