

Расчётная цена акции, руб.	3 313		
Рейтинг	★★★★★		
Расчёт рейтинга (1+2+3):	5		
1. Доходность, баллы:	5		
совокупная потенциальная доходность (TSR), %	от:	до:	49%
	40	~	5
	20	40	4
	0	20	3
	-15	0	2
	-100	-15	1
2. Защита прав инвесторов, баллы:	0		
оценка соответствия рекомендациям в сфере корпоративного управления	от:	до:	
	-2	0	0
оценка практики соблюдения прав инвесторов			
3. Экспертные корректировки, баллы:	0		
микро-/ макрофакторы	от:	до:	
	-1	1	0

Источники: данные Мосбиржи; расчёты НКР

Некредитный рейтинг акций рассчитан в соответствии с [методологией НКР](#)

* относительно закрытия торгов на Московской бирже 31.07.26

Некредитный рейтинг акций ПАО ДОМ.РФ на уровне «**пять звёзд**» (**высокий потенциал роста**) установлен в соответствии с тремя факторами [методологии](#) НКР:

1. Высокий потенциал доходности — количественная оценка. Рейтинг НКР основан на оценке общей доходности акций (TSR) ПАО ДОМ.РФ (далее также «ДОМ.РФ», «компания», «Группа») в 49%. С учётом отчётности за I полугодие 2026 года расчётная цена повышена с 3 230 руб. до **3 313** руб. за акцию по методу дисконтирования дивидендного потока на акционерный капитал ([DDM](#)) при ставке дисконтирования (CoE) 23% и ожидаемом росте в постпрогнозный период в 4%. Оценка соответствует прогнозным коэффициентам на 2026 год «цена/прибыль» (P/E) 5,0 (текущий: 3,4) и «цена / балансовая стоимость» (PB) 1,1 (текущий: 0,7).

2. Оценка фактора защиты прав инвесторов ПАО ДОМ.РФ свидетельствует о зрелости системы корпоративного управления. НКР отмечает качественное раскрытие отчётности, прозрачную дивидендную политику, активное взаимодействие с инвесторами. Существовавшие практики были усовершенствованы в ходе подготовки и проведения первичного публичного размещения акций (IPO) компании в ноябре 2025 года. Агентство не выявило значимых факторов, способных затруднить реализацию потенциала доходности в контексте защиты прав инвесторов.

3. Экспертные корректировки рейтинга не производились. Существенного изменения макроэкономических условий на горизонте года не ожидается. Возврат сектора жилищного строительства к росту на фоне текущей политики снижения ключевой ставки учтён в оценке потенциала роста.

Значимый участник рынка... ДОМ.РФ — одна из крупнейших компаний российского финансового сектора, выполняющая функцию единого института развития в жилищной сфере. Группа ДОМ.РФ входит в топ-3 финансовых институтов в сегменте проектного финансирования и в топ-4 в сегменте розничной ипотеки. ДОМ.РФ является партнёром государства при реализации национальных целей развития РФ.

...с недооцениваемой способностью создавать капитал. Рентабельность капитала (ROE) Группы выросла в 1П26 года до 23,8% с 21,6% в 2025 году и 18,7% в 2024 году. Этот показатель выше долгосрочных прогнозов ROE, которые были даны в ходе IPO (20–22%). По итогам 1П26 менеджмент повысил свой февральский прогноз чистой прибыли на 2026 г. со 104 млрд руб. до 117 млрд руб., что близко к прошлому прогнозу НКР в 118 млрд руб. (обновлен до 119 млрд руб.) Прогноз рентабельности капитала также был повышен с 21,2% до 23,4%. Это подтверждает допущение НКР, что тренд высоких показателей рентабельности является устойчивым. Учитывая, что второе полугодие сезонно является сильным, а ситуация на рынке жилья остается контролируемой на фоне роста доли рыночной ипотеки, и новый прогноз менеджмента выглядит консервативным. Обновленные оценки НКР предполагает сохранение ROE в среднем на уровне 24,0% в ближайшие два года (23,5% в 2026 и 24,5% в 2027 году), рост до максимальных 26% в среднесрочной перспективе (2030 год) с дальнейшей нормализацией около 22% (возвращение к уровню 2025 года) по мере насыщения рынка жилищного строительства. Поддержку развитию бизнеса может оказать выстраивание дополнительных высокомаржинальных направлений, например, в цифровом сегменте.

В 2020–2025 годах Группа была компанией роста, постепенно становясь и дивидендной историей (активы увеличились в пять раз, дивиденды выплачивались ежегодно). По оценкам НКР, тренд продолжится: при выплате дивидендов в размере 50% чистой прибыли капитал Группы может удвоиться за 2025–2030 годы и составить 968 млрд руб. Дивиденды вырастут с 247 руб. на акцию за 2025 г. до 331 руб. на акцию за 2026 год (дивидендная доходность 15%), до 674 руб. на акцию (дивидендная доходность 30%) в 2030 году. Рост чистой прибыли замедлится со среднегодовых 37% в 2023–2025 до 27% в 2025–2027 годах. Таким образом, в среднесрочной перспективе ДОМ.РФ останется компанией роста, одновременно превратившись в значимую дивидендную историю на российском рынке акций.

Группе свойственна устойчивость бизнеса, в том числе в периоды волатильности в экономике и на финансовых рынках. Природа такой устойчивости определяется сочетанием банковских и небанковских направлений бизнеса; высокой потребностью в улучшении жилищных условий; высоким качеством кредитного портфеля, сформированного в низкорисковых сегментах банковского бизнеса — ипотечном кредитовании и проектном финансировании с учётом использования инструментов с высоким покрытием кредита залоговой массой; двухкомпонентной структурой доходов (процентная и комиссионная компоненты дополняют друг друга: кредитование/ секьюритизация, покупка недвижимости / аренда).

Секторальная специализация на строительстве означает высокую эффективность и низкие затраты при масштабировании бизнеса, что повышает ROE. Потенциал роста жилищного строительства в России остаётся сильным с учётом потребности в увеличении и обновлении жилого фонда и имеющихся возможностей инвестирования. Комплексность услуг, глубокая экспертиза создают основу синергии по доходам (перекрёстные продажи) и расходам (контроль над стоимостью риска (COR) и соотношением затрат и доходов (CIR)), базу для новых бизнес-проектов (цифровые сервисы), потенциал которых в настоящее время, вероятно, недооценён рынком.

Все материалы, автором которых выступает общество с ограниченной ответственностью «Национальные Кредитные Рейтинги» (далее — ООО «НКР»), являются интеллектуальной собственностью ООО «НКР» и защищены законом. Представленная [на официальном сайте ООО «НКР»](#) в сети Интернет информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях.

Вся информация о присвоенных ООО «НКР» некредитных рейтингах, в том числе о некредитных рейтингах акций, представленная [на официальном сайте ООО «НКР»](#) в сети Интернет, получена ООО «НКР» из источников, которые, по его мнению, являются точными и надёжными. ООО «НКР» не осуществляет проверку такой информации и не несёт ответственности за достоверность и полноту сведений, предоставленных контрагентами или связанными с ними третьими лицами.

Настоящий материал не является инвестиционной рекомендацией, предложением или офертой по покупке каких-либо финансовых инструментов. ООО «НКР» не несёт ответственности за любые прямые и косвенные убытки, затраты, расходы, судебные издержки или иного рода убытки или расходы (включая недополученную прибыль) в связи с любым использованием информации, автором которой является ООО «НКР».

Любая информация, являющаяся мнением кредитного рейтингового агентства, включая некредитные рейтинги акций, является актуальной на момент её публикации, не является гарантией получения прибыли и не служит призывом к действию, носит исключительно информационный характер.

Некредитные рейтинги акций отражают независимое мнение ООО «НКР» относительно справедливой стоимости ценных бумаг и включают ожидания дивидендов и чистой стоимости активов; такое мнение ООО «НКР» не связано с кредитоспособностью эмитента акций или вероятностью его дефолта.

Воспроизведение и распространение информации, автором которой является ООО «НКР», любым способом и в любой форме запрещено, кроме как с предварительного письменного согласия ООО «НКР» и с учётом согласованных им условий. Использование такой информации в нарушение указанных требований запрещено.

Любая информация, размещённая на сайте ООО «НКР», включая некредитные рейтинги акций, аналитические обзоры и материалы, методологии, запрещена к изменению, ранжированию.

Содержимое не может быть использовано для каких-либо незаконных или несанкционированных целей или целей, запрещённых законодательством Российской Федерации.

РЕЙТИНГОВОЕ РЕЗЮМЕ

Уникальная роль института развития в жилищной сфере. Как финансовый институт развития в жилищной сфере ДОМ.РФ играет важную роль и для государства, и для финансового сектора, и для строительного бизнеса (девелоперов и застройщиков).

В рамках реализации государственной политики в жилищном строительстве Группа создаёт бизнес-ландшафт для улучшения жилищных условий в части регулирования, цифровизации, обеспечивая институционализацию сектора жилищного строительства и мониторинг отрасли в режиме реального времени. ДОМ.РФ обладает исключительным положением, выполняя монопольные функции, лишь в отдельных сегментах, включая вовлечение в оборот земельных участков, инфраструктурное финансирование. Существенное положение (98% рынка) Группа занимает в сегменте одностраншевой секьюритизации.

При участии ДОМ.РФ с 2019 года была проведена реформа рынка жилищного строительства через запуск механизма проектного финансирования с использованием счетов эскроу. В 2022 году действие механизма распространилось на финансирование малоэтажных поселков, а с 2025 года по инициативе ДОМ.РФ также стало возможным использование счетов эскроу при строительстве индивидуальных жилых домов по договорам строительного подряда. Эти меры ускорили процесс институционализации индивидуального жилищного строительства (ИЖС), повысили безопасность сделок и прозрачность рынка, на который традиционно приходится почти половина возводимого в стране жилья.

Кроме того, ДОМ.РФ — один из крупных плательщиков дивидендов в федеральный бюджет: в 2023–2026 годах на долю государства придётся 94 млрд руб. дивидендных выплат, включая 40 млрд руб. за 2025 год. Соответственно, государство нуждается в ДОМ.РФ как сильном и эффективном рыночном игроке и на практике подтверждает синергетический эффект своей роли как акционера финансовой компании, поддерживая и качество корпоративного управления ДОМ.РФ. Поэтому НКР считает, что риски негативного государственного влияния на бизнес Группы не стоит переоценивать.

На финансовом рынке ДОМ.РФ создаёт инфраструктуру для выпуска ипотечных облигаций, обеспечивая банки инструментами для управления структурой баланса, высвобождения капитала и улучшения профиля ликвидности благодаря секьюритизации ипотечных активов. Доходы от этого направления деятельности ДОМ.РФ имеют кратный потенциал роста по мере снижения ключевой ставки в средне- и долгосрочной перспективе.

Для девелоперов и застройщиков ДОМ.РФ выступает источником финансирования, агентом по предоставлению земельных участков и объектов культурного наследия, находящихся в государственной собственности, организатором выпуска облигаций, оператором комплексного развития территорий.

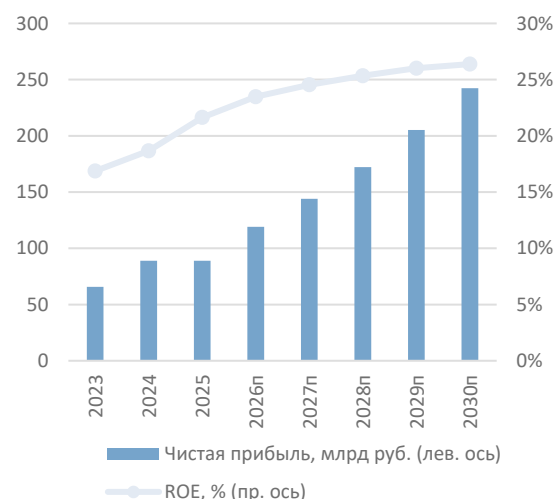
Эффективность и экспертиза. Результаты развития ДОМ.РФ за последние годы подтверждают, что Группа является сильным рыночным игроком. Она функционирует в двух секторах — финансовом и строительном, и это обуславливает необходимость комплексно соответствовать интересам государства и развивать соответствующие компетенции. Развитию компетенций способствовало активное участие ДОМ.РФ в формировании нормативно-правового регулирования долевого строительства в 2019 году и в развитии регулирования ИЖС и рынка аренды жилья в настоящее время.

Цифровизация и развитие сильных собственных информационно-аналитических систем позволяют ДОМ.РФ осуществлять мониторинг отрасли жилищного строительства, обеспечивают глубокое понимание текущей ситуации и возможность монетизации услуг для внешних клиентов.

Устойчивость бизнеса. Долгосрочная устойчивость бизнеса ДОМ.РФ относительно и универсальных банковских институтов, и игроков сектора недвижимости определяется:

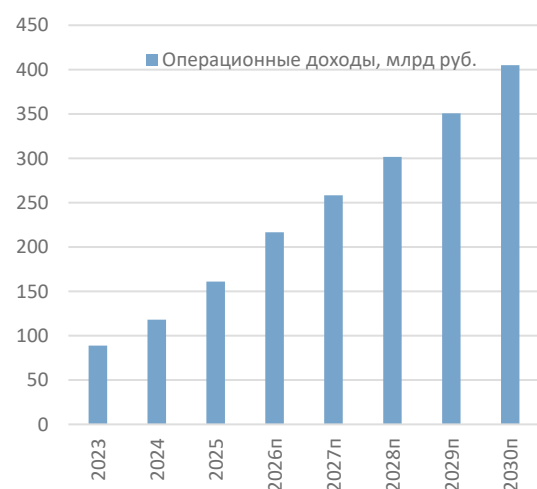
(I) диверсификацией структуры доходов за счёт банковского и нескольких небанковских направлений бизнеса, дополнительная диверсификация структуры доходов обеспечивает запас прочности в периоды экономической турбулентности;

Рост ROE: продолжение тренда 2025 — 1П26



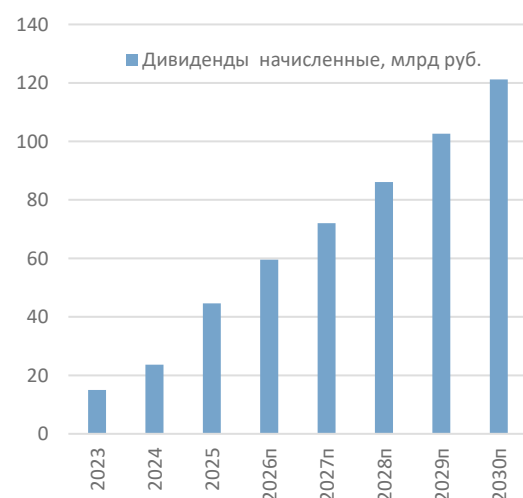
Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Доходы: диверсификация поддерживает рост



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Дивиденды: почти утроение



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

(II) долгосрочным потенциалом российского сектора недвижимости, далёкого от насыщения и не демонстрирующего значительного падения цен даже в периоды волатильности;

(III) использованием инструментов с высоким покрытием кредита залоговой массой, спецификой организации проектного финансирования (где риски банка минимизируются) и секьюритизации.

Основную часть бизнеса Банка ДОМ.РФ, генерирующего значительную долю процентного дохода Группы, составляют проектное финансирование и ипотечное кредитование — инструменты с высоким покрытием кредита залоговой массой. Чистая процентная маржа (NIM) Банка ДОМ.РФ в настоящее время демонстрирует устойчивость к изменениям ключевой ставки Банка России в силу сравнительно сбалансированной структуры активов и пассивов. Дополнительными точками роста для банковского бизнеса являются корпоративно-инвестиционный бизнес (КИБ), кредитование малого и среднего бизнеса (МСБ).

Инфраструктурный функционал ДОМ.РФ позволяет генерировать постоянный комиссионный доход, в том числе при выпуске секьюритизированных облигаций. Комиссионные доходы не зависят напрямую от динамики кредитного портфеля и отчасти являются контрциклическими. При текущей регуляторной политике возрастают стимулы для банков-оригинаторов заменять свои ипотечные портфели ипотечными облигациями с поручительством ДОМ.РФ, так как это позволяет сократить резервы и избежать дополнительных надбавок.

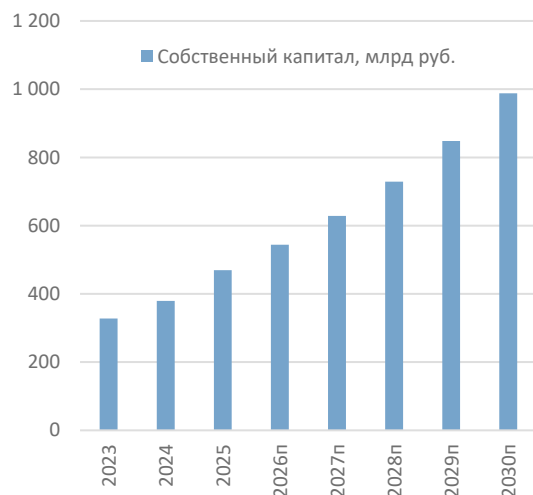
Накопленная экспертиза в секторе и комплексность услуг Группы создают потенциал для синергии. В частности, развитые цифровые сервисы могут принести рыночный доход за счёт лидогенерации или иных комиссий. Благодаря специфике клиентской базы возникает эффект перекрёстных продаж с существенным позитивным потенциалом для доходов и рентабельности.

ДОМ.РФ — оператор комплексного развития территорий (КРТ), что потенциально позволяет эффективно стимулировать проектное финансирование Группы. Такие проекты могут иметь преимущества в контексте получения административной поддержки (имеющей значение при получении разрешения на строительство или сдачу объекта) или льготного инфраструктурного финансирования.

Способность создавать капитал. На наш взгляд, рынок недооценивает эффективность выстроенного бизнеса со сложившейся специализацией в строительном секторе. В краткосрочной перспективе особенности структуры капитала ДОМ.РФ в части его качества, запаса по нормативам концентрации и по использованию капитала, возможностей использования рыночных источников капитала (в частности, выпуск субординированных облигаций) позволят ДОМ.РФ расти быстрее банковского сектора в целом. Одна из малозатратных возможностей — классическое кредитование крупных и средних высококачественных клиентов, вынужденно ищущих новые возможности привлечения заёмных средств. В условиях снижения ключевой ставки продолжится удешевление фондирования со стороны физических лиц. Среднесрочно (3–5 лет) эффекты от масштабирования уже работающего бизнеса в проектное финансирование и секьюритизации продолжатся. Долгосрочно (более 5 лет) в полной мере заработает проектное финансирование в ИЖС, станут значимыми эффект фондирования со стороны МСБ и доходы от цифровизации.

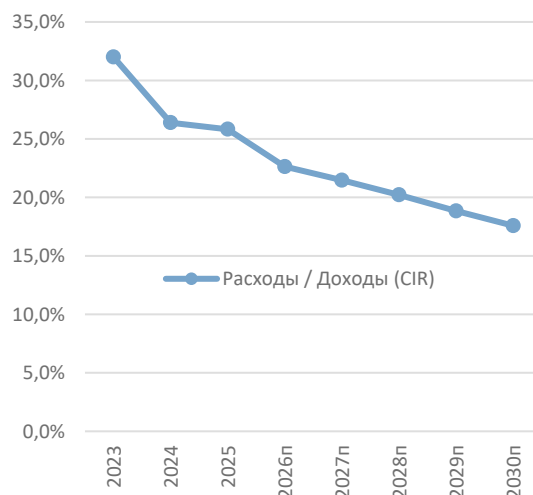
В 2020–2025 годах Группа демонстрировала историю роста и дивидендную историю (активы увеличились в пять раз, дивиденды выплачивались ежегодно с 2010 года). НКР прогнозирует удвоение чистой прибыли Группы с 2026 по 2030 год и среднегодовой темп роста 22% за 2025–2030 годы. ROE Группы выросла в 1 полугодии 2026 года до 23,8% с 21,6% в 2025 году и 18,7% в 2024 году благодаря диверсификации и удешевлению источников фондирования. Выход на уровень, близкий к 24%, уже в I и II кварталах 2026 года представляется нам началом долгосрочного тренда. Повышение ROE по мере масштабирования бизнеса даёт возможность выплаты дивидендов на уровне 50% чистой прибыли при удвоении капитала Группы к 2030 году относительно 2025 года. С учётом масштабирования бизнеса ДОМ.РФ агентство закладывает повышение ROE до максимальных 26% в 2030 году с последующим снижением до 22% в 2036 году на фоне нормализации темпов роста.

Собственный капитал: удвоение



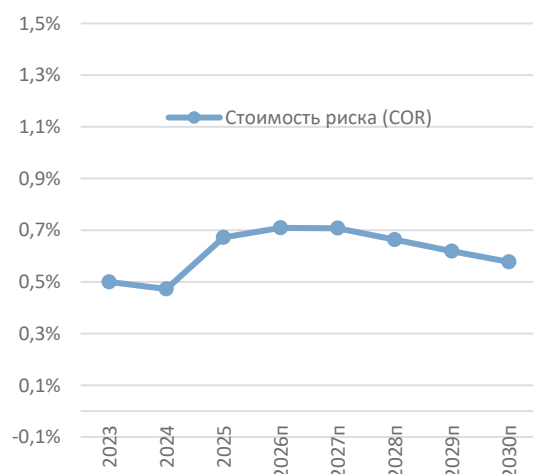
Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Расходы / Доходы (CIR): специализация — фактор снижения



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Стоимость риска: нормализация после роста



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Стройка — ненасыщенный и ёмкий, готовый вновь перейти к росту сектор. Потенциала жилищного строительства в России хватит на десятилетия: почти две трети жилищного фонда построены до 1995 года, а обеспеченность жильём в России (29 кв. м на человека) почти в два раза ниже, чем в развитых странах. Ипотека составляет всего 11% от ВВП и активов банковского сектора. Доля секьюритизации — лишь 8,8% ипотечного портфеля, что предполагает возможность развития сегмента секьюритизации вне зависимости от темпов роста новых ипотечных выдач. Ситуация бума в ипотеке 2020–2023 годов, сформировавшая рост цен в первичном сегменте, близка к нормализации. Льготная ипотека постепенно замещается рассрочкой, прямыми продажами и возвращением рыночной ипотеки, а дальнейшее снижение ключевой ставки даст толчок к дальнейшему росту продаж и запуску новых проектов.

Высокая оценка фактора защиты прав инвесторов. Несмотря на сравнительно недавний переход в статус публичного акционерного общества, ПАО ДОМ.РФ демонстрирует зрелую систему корпоративного управления, в том числе формализованную работу органов управления, публичное раскрытие ключевой отчётности, прозрачную дивидендную политику, соответствующий целям и задачам компании риск-менеджмент, развитый внутренний контроль и аудит. Оснований для дополнительных экспертных корректировок, способных привести к снижению оценки фактора, не выявлено.

В соответствии с методологией НКР высокое качество корпоративного управления и отсутствие дополнительных негативных экспертных корректировок обуславливают нейтральную оценку фактора «Защита прав инвесторов» по отношению к оценке потенциала роста цены акций.

По программе мотивации 70% вознаграждения менеджмента — функция достижения таргетируемых параметров (в том числе ROE, CIR), включая

Наличие рисков — как традиционных для фининститутов в целом, так и индивидуальных. Для Группы характерны те же риски, что и для сектора в целом: риски ухудшения качества кредитного портфеля вследствие рисков, присущих застройщикам, в частности, локальных падений спроса на рынке жилья, стагнации или снижения цен. В настоящее время рынок жилья находится в нижней части цикла, что обусловлено снижением покупательской активности и жесткими денежно-кредитными условиями. Реализация риска обесценения портфеля Группы может обусловить необходимость доформирования резервов, что, в свою очередь, способно оказать влияние на достаточность капитала и чистую прибыль ДОМ.РФ.

Кроме того, мы обращаем внимание на риск сохранения высокой стоимости фондирования из-за низкой доли дешёвых пассивов (остатки на счетах, зарплатные проекты), хотя текущий тренд показывает, что фокус менеджмента сместился и ситуация меняется. Для ДОМ.РФ как для финансового института также характерны процентный риск и риск ликвидности.

Помимо перечисленных, существует риск продолжительного отсутствия государственного стимулирования рынка жилья, особенно по сравнению с периодом начала 2020-х годов, что будет ограничивать рост строительства рыночной ипотекой и окажет сдерживающее влияние на потенциальный рост чистой прибыли Группы.

Мы отмечаем и иные риски, включая вероятность неблагоприятных регуляторных изменений, потери Группой части преимуществ, которые формируются сейчас благодаря её уникальному функционалу

ДОМ.РФ как эффективный рыночный институт

В рамках Группы есть и связанные с госрегулированием бизнес-направления, и существующие в абсолютно рыночной плоскости.

Основные направления деятельности ДОМ.РФ

- финансирование строительной отрасли посредством проектного и ипотечного кредитования
- вовлечение в оборот и предоставление земельных участков
- комплексное развитие территорий (КРТ)
- секьюритизация ипотечных закладных
- развитие рынка арендного жилья
- цифровизация жилищной сферы: ДОМ.РФ — оператор Единой информационной системы жилищного строительства
- роль оператора программ льготного ипотечного кредитования
- лифтостроение

Особое правовое положение ДОМ.РФ

- квазисуверенный статус
- банковские и небанковские активы в рамках Группы
- законодательная защита от банкротства
- преференциальный регуляторный режим по долговым инструментам Группы ДОМ.РФ как организации государственного сектора (OGC, PSE в международной практике)

Основания:

Федеральный закон № 225-ФЗ от 13.07.2015 г. «О содействии развитию и повышению эффективности управления в жилищной сфере и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»

Федеральный закон № 161-ФЗ от 24.07.2008 г. «О содействии развитию жилищного строительства, созданию объектов туристской инфраструктуры и иному развитию территорий»

Федеральный закон № 214-ФЗ от 30.12.2004 г. «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации»

Высокую оценку акций компании обуславливает в том числе её позиционирование как эффективного рыночного финансового института. Как рыночный игрок ДОМ.РФ сформировался на стыке различных экономических функций, которые он исполняет в трёх направлениях — для государства, для банковского сектора и сектора жилищного строительства.

Для государства Группа представляет собой значимый финансовый актив, являясь крупным плательщиком дивидендов в федеральный бюджет: в 2023–2026 годы на долю государства придётся 94 млрд руб. дивидендных выплат, включая 40 млрд руб. рекомендованных Наблюдательным советом ДОМ.РФ за 2025 год. Одновременно ДОМ.РФ выступает проводником государственной политики в сфере жилищного строительства, центром компетенций, инструментом мониторинга и институтом развития. В настоящее время с учётом ограниченных возможностей бюджета важную роль для государства играют самодостаточность и эффективность ДОМ.РФ, его способность непрерывно генерировать прибыль, высокую рентабельность и дивидендный поток, обеспечивая органический рост капитала для возможности наращивать бизнеса. При этом НКР полагает, что риски государственного влияния на бизнес, к которым могут относиться наделение Группы несвойственными ей сейчас функциями и накопление проблемных активов, не стоит переоценивать. Благодаря устойчивому росту ROE и подтвержденной способностью формировать прибыль и создавать капитал, ДОМ.РФ **не зависит от финансовой поддержки государства**.

Поскольку Группа функционирует в двух секторах — банковском и строительном, НКР не ожидает предоставления ДОМ.РФ дополнительных индивидуальных преференций в ключевых сегментах деятельности, конкуренция будет развиваться на рыночных условиях. Группа уже сейчас входит в топ-3 в сегменте проектного финансирования и занимает 4-е место в сегменте розничной ипотеки.

НКР отмечает, что рыночная экспертиза Группы формирует её значимость для государства в таких направлениях, как:

- *Мониторинг в сфере жилищного строительства.* Цифровые системы ДОМ.РФ во многом уникальны и позволяют осуществлять достаточно глубокий анализ ситуации в отрасли.
- *Поддержка системного развития отрасли.* Обладая значительными компетенциями, ДОМ.РФ участвует в нормативно-правовом регулировании отрасли. Например, при участии ДОМ.РФ с проведена реформа механизма финансирования долевого строительства. Среди ключевых правок — обязательное использование эскроу-счетов, наличие специализированного проектного юрлица, повышенные требования к раскрытию информации о проекте и застройщике. Таким образом была решена проблема обманутых дольщиков, и продолжается совершенствование правил работы сектора.
- *В настоящее время* Группа участвует в процессе институционализации финансирования ИЖС, на которое традиционно приходится почти половина жилищного строительства: действие 214-ФЗ распространено на малоэтажные жилые комплексы, проработана законодательная возможность заключить договор подряда с эскроу-счетом, запущена программа поручительств ДОМ.РФ для подрядчиков ИЖС.
- *Запуск и развитие новых рыночных сегментов.* Группа при участии государства активно работает в нескольких новых для себя сегментах рынка (аренда, цифровизация, секьюритизация и т. д.).
- *Однотраншевая секьюритизация ипотечных кредитов* — сегмент, в котором ДОМ.РФ является лидером рынка. Более 99% ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) в обращении выпущены с использованием механизма секьюритизации ДОМ.РФ. В мировой практике ближайшие аналоги нынешней позиции ДОМ.РФ — это американские ипотечные агентства Fannie Mae и Freddie Mac, занимающиеся поддержкой вторичного рынка ипотеки. ДОМ.РФ взял за основу лучшие зарубежные практики, учитывая, что реализация рисков субстандартной (subprime) ипотеки в России практически невозможна, в том числе в силу регуляторных требований. При этом российский рынок с точки зрения развития ИЦБ далёк от насыщения.

- *Рынок аренды жилья*: повышение прозрачности этого сегмента относится к приоритетам правительства. ДОМ.РФ создаёт рынок цивилизованной институциональной аренды и является крупнейшим его игроком.
- *Вовлечение неэффективно используемой федеральной собственности в оборот* остаётся стабильным источником комиссионного дохода с минимумом рисков.

Важно отметить, что, являясь оператором большинства программ льготной ипотеки, ДОМ.РФ не является прямым выгодополучателем от их реализации. Лимиты определяются для всего рынка, и соответствующие государственные средства не становятся источником фондирования. ДОМ.РФ формирует инфраструктуру финансирования жилищного рынка, не отвлекая собственных ресурсов.

НКР полагает, что, хотя в среднесрочной перспективе нельзя ожидать повторения пика бума льготной ипотеки 2020–2023 годов, этот инструмент стимулирования экономического роста может быть востребован в долгосрочной перспективе.

Для финансового сектора важность Группы состоит прежде всего в создании инфраструктуры рынка выпуска ИЦБ. Ужесточение пруденциальных требований Банка России усилило для кредитных учреждений стимулы к секьюритизации ипотеки, которая позволяет высвободить капитал в силу разности нормативов резервирования по ИЦБ и по ипотечным кредитам. Кроме того, наличие на балансе банка ИЦБ позволяет поддерживать ликвидность за счёт сделок репо и их продажи. Вероятнее всего, роль Группы как эмитента таких бумаг будет и далее расти по мере снижения ключевой ставки, поскольку ипотека остаётся понятным рынку продуктом с низким риском, что усиливает привлекательность для его секьюритизации. По итогам 2025 года секьюритизировано ипотечных кредитов на сумму около 2 трлн руб.

Для сектора жилищного строительства статус Группы как института развития и её компетенции в сфере финансирования жилищного строительства означают возможность взаимодействия как с государством, так и с ключевыми участниками рынка. В частности, ДОМ.РФ — это инициатор новых проектов и агент по вовлечению государственных земель в оборот, кредитор для инфраструктурных проектов и жилищного строительства, оператор комплексного развития территорий. Эти функции позволяют участникам сектора жилищного строительства эффективнее взаимодействовать с региональными и местными властями, федеральной исполнительной властью.

Драйверы развития Группы имеют рыночный характер

Близость к государству позволяет формировать эффективный законодательный ландшафт рынка жилищного строительства, однако драйверами развития Группы всё же являются факторы рыночного характера.

Ненасыщенный и ёмкий, готовый вновь перейти к росту сектор строительства. Потенциал жилищного строительства в России остаётся высоким с учётом устаревания значительной части жилого фонда. В то же время объём выданных ипотечных кредитов составляет лишь около 11% ВВП и активов банковского сектора. На долю секьюритизации приходится только 9% ипотечных займов. Ситуация бума в ипотеке 2020–2023 годов, ускорившая рост цен в первичном сегменте, близка к нормализации. Льготные ипотечные программы постепенно замещаются рыночными, в том числе с использованием инструмента рассрочки, а также приобретением жилья за наличные средства, а дальнейшее вероятное снижение ключевой ставки в 2026–2027 годах даст дополнительный импульс рыночной ипотеке и запуску новых проектов.

Эффективность: специализация и обширный опыт в секторе финансирования жилищного строительства. Накопленная уникальная экспертиза и эффективные бизнес-процессы обеспечивают низкие затраты при масштабировании бизнеса, что повышает ROE Группы.

Цифровизация бизнес-процессов ДОМ.РФ ориентирована на достижение целей бизнеса и интегрирована в бизнес-направления — от выдачи ипотеки физлицам и секьюритизации до B2B-услуг информационно-аналитического характера, цифровых систем контроля за строительством жилья по всей стране.

Фактор будущего роста: комплексность предложения — путь к синергии и новым проектам. Глубокая экспертиза в секторе и комплексность услуг Группы создают потенциал для осязаемых синергетических эффектов с точки зрения доходов (перекрёстные продажи услуг) и расходов (соотношение доходов и расходов, CIR).

Комплексный подход может стать основой новых бизнес-проектов, преимущественно в цифровой сфере; оценка доходов от этого направления — порядка 1 млрд руб. в 2027 году.

Устойчивость бизнеса

Учитывая особенности деятельности Группы, работающей в банковском и небанковском секторах, в государственной и рыночной плоскостях, НКР обращает внимание на возможности её адаптации к рыночной волатильности и конъюнктуре. С этой точки зрения особо важна способность Группы пройти текущий период снижения продаж жилья после бума 2020–2023 годов, которая в значительной мере обусловлена диверсифицированной структурой доходов.

Банковский бизнес

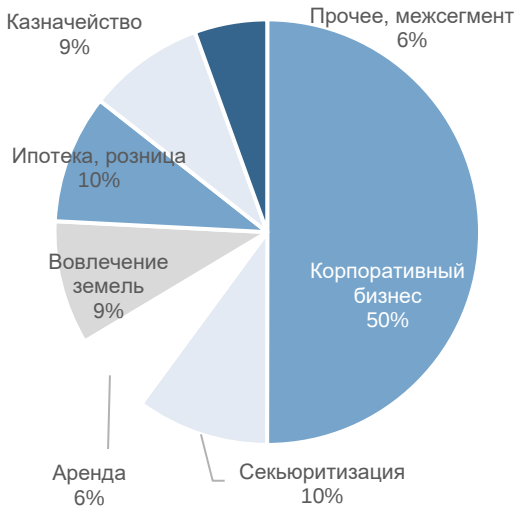
Устойчивый характер доходов от банковского бизнеса, который генерирует около 60% чистой прибыли Группы, и минимизация кредитного риска обусловлены преобладанием в портфеле высококачественных низкорисковых обеспеченных залогом активов. В проектом финансировании объектами залога являются проектная компания с объектами незавершённого строительства (специализированный застройщик) и право на земельный участок, в ипотечном кредитовании — приобретаемое физическим лицом жильё. Преобладание залоговых продуктов в портфеле обеспечивает более высокую надёжность бизнеса ДОМ.РФ по сравнению с банками, кредитующими более широкий спектр отраслей экономики и имеющих значительную долю необеспеченных кредитов. Согласно оценкам менеджмента банка, на 1П26 доля проблемных кредитов по МСФО в общем портфеле составила 2,5% (2,1% на 2025 год), при этом оставаясь достаточно далёкими от угрозы дефолта. Кредиты клиентам, просроченные на срок свыше 90 дней (NPL) составили 1,0% на 1П26 (0,9% на конец 2025 г.)

Ожидается, что пик прироста просроченных кредитов будет пройден в 2026 году, при этом их доля останется низкой.

Чувствительность чистой процентной маржи (NIM) ДОМ.РФ к текущему снижению ключевой ставки Банка России будет нейтральной, возможно, с незначительным положительным эффектом, судя по тренду последних кварталов (за I полугодие 2026 года NIM поднялась до 4,3% с 4,0% в 2025 году). Несмотря на то, что ипотечные кредиты выдаются с фиксированной ставкой, большая часть кредитного портфеля банка в целом выдана под плавающие ставки. Запас ликвидности значителен и не требует привлечения дорогостоящего фондирования.

Дополнительные точки роста: КИБ и МСБ. Снижение продаж в сегменте недвижимости в 2026 году могло бы оказать краткосрочное давление на основные доходы Группы. Однако инициативы банка по расширению классического банковского взаимодействия находят отклик у крупнейших и средних корпоративных клиентов, которые в силу регуляторного давления сталкиваются с меньшей доступностью фондирования в других банках ввиду высокой концентрации риска. Это даёт ДОМ.РФ возможность расширить бизнес с относительно низкими издержками уже с 2026 года. Среднесрочные перспективы лежат в области проникновения классического банкинга для МСБ в строительном секторе, где у Группы есть очевидные преимущества обладания востребованными продуктами в сфере проектного финансирования.

Структура операционного дохода, 2025 г.



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Структура чистой прибыли, 2025 г.



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Являясь институтом развития, ДОМ.РФ выполняет инфраструктурные функции, обеспечивающие стабильный поток небанковского комиссионного вознаграждения.

Выпуск секьюритизированных облигаций. Группа получает комиссионный доход на ёмком рынке ИЦБ. Высокие регуляторные стандарты отбора ипотечных кредитов под секьюритизацию позволяют Группе активно развивать это направление, в 2025 году объём ИЦБ в обращении составил 2,1 трлн руб. (+24% к 2024 году). Комиссионные поступления не зависят напрямую от традиционного банковского кредитования и в этом смысле являются контрциклическим источником доходов.

Выпуск инфраструктурных облигаций через специализированное общество проектного финансирования (СОПФ, см. подробнее ниже) — синергетический фактор развития проектного финансирования для ДОМ.РФ. ДОМ.РФ создал механизм льготного внебюджетного финансирования инфраструктурных проектов (далее — «механизм инфраструктурных облигаций»). В рамках данного направления деятельности привлекает средства с рынка капитала для финансирования долгосрочных инфраструктурных проектов в регионах России через выпуск стандартизированных облигаций с поручительством ДОМ.РФ.

Вовлечение земель. ДОМ.РФ обладает статусом агента Российской Федерации на основании 161-ФЗ в части вовлечения и реализации федеральных земель и расположенных на них объектов недвижимости. В рамках данного направления деятельности ДОМ.РФ производит подготовку и последующую реализацию на открытых торгах переданного ему в агентирование федерального имущества, получая агентское вознаграждение, а также отслеживает наиболее перспективные проекты для возможного дальнейшего участия в них (или в отдельных этапах их реализации).

Уникальные компетенции и экспертные знания ДОМ.РФ позволяют вовлекать в оборот и реализовывать находящиеся в частной и федеральной собственности неиспользуемые земельные участки с целью повышения потенциала таких территорий и увеличения ввода жилья.

Разработанный ДОМ.РФ механизм предусматривает «сервис полного цикла»: от этапа рассмотрения и оценки потенциала развития земельного участка до его реализации на аукционе и направления денежных средств государству. Приоритетом для ДОМ.РФ является дальнейшее участие в проекте жилищного строительства или комплексного развития территории на вовлеченном участке земли.

В сегменте аренды жилья устойчивость доходов Группы обеспечивается институциональным характером такой аренды и, соответственно, очень высоким показателем средней загрузки арендных площадей. При этом высокие процентные ставки в экономике могут снижать стимулы к покупке жилья, что дополнительно поддерживает рост аренды.

Комплексность услуг обеспечивает устойчивость доходов Группы

Комплексность услуг, обеспечиваемая бизнес-моделью полного цикла, создаёт потенциал для осязаемых синергетических эффектов как в доходной, так и в расходной частях бизнеса Группы. Помимо этого, создаются условия для формирования новых направлений бизнеса, стоимость которых на данном этапе трудно верифицировать, но которые могут быть значимы в будущем.

Эффект перекрёстных продаж — один из источников органического роста доходов и рентабельности. Фактор важен в периоды повышенной неопределённости (как в 2026 году).

- Расширение базы фондирования, предложения дополнительных услуг: держатели ипотеки, средств на эскроу-счетах или корпоративные клиенты — застройщики.
- Продажа государственных участков — источник перекрёстных продаж ипотеки, проектного финансирования или прямого долевого участия Группы в проектах недвижимости. Прямое доленое участие может стать основой запуска новых бизнес-направлений с возможностью инвестирования, когда рынок находится на дне.

- Проектное финансирование является точкой входа с возможностью предложения более широкого спектра продуктов девелоперу, подрядчикам и физлицам (ипотека). В последнем случае банк получает дополнительное фондирование на эскроу-счета.
- Проекты программы комплексного развития территорий (КРТ), оператором которой является Группа, могут иметь преимущества поддержки (разрешения на строительство или сдачу объекта) или льготного инфраструктурного финансирования (через СОПФ) от Группы.

Цифровые сервисы на пути к монетизации. Экосистема цифровых сервисов Группы охватывает все этапы жилищного цикла для населения, бизнеса и государства — от планирования застройки до покупки и эксплуатации жилья. В перспективе данное направление может стать основой маркетплейса недвижимости (B2C и/или B2B). Рыночный доход от цифровых продуктов и сервисов Группы в 2027 году может достичь 1 млрд руб.

Лифтостроение — пример бизнеса, интеграция которого в структуру ДОМ.РФ позволила модернизировать и цифровизировать производство, ускорить поставки лифтового оборудования для жилищного строительства. Это направление продолжает развиваться благодаря выстроенному Группой комплексному подходу в рамках отраслевой специализации.

Корпоративное управление

Высокая оценка фактора защиты прав инвесторов. ПАО ДОМ.РФ демонстрирует зрелую систему корпоративного управления, несмотря на сравнительно недавний переход в статус публичного акционерного общества. НКР учитывает в оценке формализованную работу органов управления, публичное раскрытие ключевой отчётности, прозрачную дивидендную политику, соответствующий целям и задачам компании риск-менеджмент, развитый внутренний контроль и аудит. Оснований для дополнительных экспертных корректировок, способных привести к снижению оценки фактора, не выявлено. В соответствии с методологией НКР высокое качество корпоративного управления и отсутствие дополнительных негативных экспертных корректировок обуславливают нейтральную оценку фактора «Защита прав инвесторов» по отношению к оценке потенциала роста цены акций.

Качество управления ДОМ.РФ соответствует подавляющему большинству принципов Кодекса корпоративного управления (ККУ) Банка России, отдельные несоответствия оцениваются НКР как несущественные или обусловленные лишь недавним переходом компании в статус публичного акционерного общества. Оценка производилась с учётом отчёта компании о соблюдении принципов и рекомендаций ККУ за 2025 год. НКР принимает во внимание, что до IPO часть принципов ККУ не могли быть в полной мере реализованы, так как все акции компании принадлежали государству. В частности, в компании не было независимых директоров, не требовалось соблюдение принципов, касающихся необходимости обеспечивать равное и справедливое отношение ко всем акционерам. В рамках подготовки к IPO и после него ДОМ.РФ внедрил ряд мер для более точного соответствия принципам ККУ. В частности, теперь в компании действует институт независимых директоров. НКР учитывает в своей оценке, что для установления соответствия качества корпоративного управления ДОМ.РФ принципам ККУ необходимо время (например, для проведения общего собрания акционеров и выявления соответствия условий его проведения принципам). Первое общее собрание акционеров ПАО ДОМ.РФ после проведения первичного публичного размещения акций состоялось 30 июня 2026 года.

В настоящее время в ДОМ.РФ роль совета директоров исполняет наблюдательный совет, в который входят 11 человек. Наблюдательный совет осуществляет стратегическое управление ПАО ДОМ.РФ, назначает комитет по стратегическому планированию, комитет по кадрам и вознаграждениям, комитет по аудиту и рискам, а также корпоративного секретаря. Персональный состав наблюдательного совета соответствует требованиям к квалификации и компетенциям, НКР была предоставлена соответствующая информация. Персональная информация о лицах, входящих в органы управления ДОМ.РФ, не раскрывается на сайте с учётом установленного законодательством права на ограничение такой информации.

Дивидендная политика ДОМ.РФ, по мнению НКР, удовлетворяет требованиям ККУ. Целевой уровень доли прибыли, направляемой на выплату дивидендов, установлен на уровне 50% чистой прибыли за год в соответствии с МСФО. Помимо этого, компания исполняет требование учитывать при определении размера дивидендов финансовые результаты, потребность в капитале, соблюдение нормативов, нормы законодательства и макроэкономическую ситуацию.

В компании действует комитет наблюдательного совета по кадрам и вознаграждениям, политика мотивации предполагает наличие фиксированной и переменной частей, выплаты которых зависят от достижения установленных ключевых показателей эффективности (KPI). В частности, 70% вознаграждения менеджмента высшего звена обусловлены достижением KPI по капитализации компании, показателям эффективности (объём активов, CIR < 30%, ROE > 20%), выплате дивидендов в размере 50% чистой прибыли.

В ДОМ.РФ с 2015 года действует корпоративный секретарь, функционал которого предполагает организацию взаимодействия между компанией и акционерами, а также между органами управления, обеспечение взаимодействия эмитента с органами регулирования и участниками рынка.

В компании длительное время функционирует система управления рисками, внутреннего контроля и внутреннего аудита, целью которой является защита интересов и прав акционеров. Информация об управлении рисками раскрывается в документах компании, включая годовой отчёт.

В ДОМ.РФ утверждена антикоррупционная политика, на регулярной основе осуществляется подготовка внутренней отчётности по управлению рисками. Комитет по аудиту и рискам состоит из членов наблюдательного совета под председательством независимого директора. С учётом результатов работы компании в течение ряда лет, в том числе в периоды повышенной волатильности в экономике, НКР считает, что эффективность процедур управления рисками подтверждена высокими результатами на различных стадиях экономического цикла.

ДОМ.РФ обеспечивает высокое качество раскрытия информации. На сайте компании доступны годовые отчёты, финансовая отчётность и отчёты эмитента, внутренние документы по корпоративному управлению дивидендная политика, антикоррупционная инфраструктура, а также информация о системе управления рисками, внутреннего контроля и внутреннего аудита. НКР отмечает наличие на сайте компании отдельного инвесторского раздела и новостей о корпоративных решениях, что повышает доступность информации для инвесторов. Обеспечивается также регулярное раскрытие информации на портале e-disclosure.

С учётом того, что ДОМ.РФ стал публичным акционерным обществом лишь недавно, а политику информационной открытости проводит уже длительное время, это характеризует его корпоративное управление как зрелое и устойчивое.

В отношении политики ДОМ.РФ по проведению сделок, влияющих на структуру акционерного капитала и на положение акционеров НКР отмечает, что с учётом недавней истории компании как публичного акционерного общества такого рода сделок не выявлено. Значительных репутационных рисков, а также рисков фискального и правового характера также не выявлено.

Риски

Давление на NIM: риск сохранения высокой стоимости фондирования из-за низкой доли дешёвых пассивов (остатки на счетах, зарплатные проекты). Банк ДОМ.РФ исторически характеризовался более высокой стоимостью фондирования, чем средняя по рынку. В процессе выстраивания бизнес-модели ДОМ.РФ курс на удешевление фондирования был смещён в сторону масштабирования бизнеса за счёт увеличения остатков на счетах физлиц и МСБ с помощью традиционных банковских инициатив.

Однако текущий тренд показывает, что фокус менеджмента сместился и ситуация меняется. Финансовый показатель чистой процентной маржи (NIM) вырос в I полугодии 2026 года в соответствии со стратегией по диверсификации и удешевлению источников фондирования.

Регуляторный риск — ещё один риск для Группы с точки зрения способности генерировать прибыль и дивидендный поток. В последние годы Банк России существенно ужесточил регулирование ипотечного рынка, повысив макропруденциальные надбавки, установив квоты на выдачу ипотеки с низким первоначальным взносом и введя ряд других мер. В случае дальнейшего ужесточения регулирования ЦБ в данной сфере темпы роста банковского бизнеса Группы могут быть ограничены, хотя в настоящее время такой риск не представляется значительным.

Риск долгосрочного прекращения господдержки ипотеки. Дифференциация льгот, лимитирование выдачи ипотечных кредитов на одного члена семьи уже произошли, тогда как дефицит федерального бюджета очевидно не предполагает возвращения к практике безадресного субсидирования процентных ставок. Соответственно, темпы роста жилищного строительства будут фактически ограничены расширением рыночной составляющей ипотечного портфеля, которое может активизироваться вслед за дальнейшим снижением ключевой ставки Банка России.

Являясь оператором льготных программ, ДОМ.РФ не получает от стимулирования ипотеки прямой финансовой выгоды, государственные средства не поступают на его счета, лимиты по льготной ипотеке распределяются на рыночной основе. Однако Группа выигрывает от льготной ипотеки в той степени, в какой выигрывает рынок жилищного строительства.

В среднесрочной перспективе трудно ожидать возобновления политики безадресного субсидирования процентных ставок по ипотеке со стороны правительства. Тем не менее запуск экономики посредством стимулирования строительства — проверенный в период пандемии коронавируса инструмент госполитики. В долгосрочной перспективе возвращения к нему нельзя исключать.

К основным для Группы относятся риски, характерные для проектного финансирования и жилищного строительства в целом. В структуре Группы доминируют доходы от кредитования, составившие 60% за 2025 год, при этом проектное финансирование формирует около 40% операционного дохода. Основные риски, присущие застройщикам, — это рыночная цикличность и зависимость от темпов продаж, и в меньшей степени риски, присущие финансовым институтам — процентные риски, риски ликвидности.

Основной кредитный риск для девелопера формируется на стыке увеличения сроков ввода жилья в эксплуатацию, при котором он не может использовать средства покупателей жилья на эскроу-счетах, и необходимости привлечения средств на начальные стадии проекта.

При росте процентной ставки риски девелоперов дополнительно усиливаются необходимостью увеличения расходов на обслуживание долга.

В настоящее время жилищное строительство проходит нижнюю часть бизнес-цикла после бума льготной ипотеки и сравнительно низких ипотечных ставок 2020–2023 годов. Повышение ключевой ставки и сворачивание масштабов льготной ипотеки, возможное отставание роста цен на недвижимость от инфляции или их падение по-прежнему представляют собой риски для девелоперов.

В среднесрочной перспективе сохранение повышенной инфляции, хотя и не является базовым сценарием, способно обусловить поддержание Банком России повышенной ключевой ставки. При таком сценарии сектор недвижимости будет под давлением и со стороны спроса — из-за ограничений в рыночной ипотеке, и со стороны предложения — из-за удорожания фондирования стройки. Возможно ухудшение качества кредитного портфеля, более активное формирование резервов, что снизит ROE.

Особенности кредитования в форме проектного финансирования

Заёмщик — проектная компания специального назначения (SPV), 100% долей в уставном капитале которой заложено в банке-кредиторе.

Земельный участок оформлен на заёмщика и заложен в Банке ДОМ.РФ.

Условия кредитно-обеспечительной документации позволяют оперативно менять технического заказчика и генерального подрядчика и брать реализацию под контроль Банка ДОМ.РФ.

Все денежные средства от продаж квартир поступают на безотзывные счета эскроу в банке-кредиторе, все расходные операции заёмщика проводятся в периметре того же банка. Всё это предотвращает использование средств за периметром проекта.

Счета эскроу раскрываются только после ввода дома в эксплуатацию. Долг заёмщика перед банком-кредитором (тело + проценты) погашается в первую очередь после раскрытия счетов эскроу.

Вместе с тем влияние кредитного риска на способность Группы генерировать ROE и дивидендный поток ограничивается самой структурой проектного финансирования, построенного по принципу залогового покрытия кредита (в том числе средствами на счетах эскроу) и изолирования финансируемого проекта от влияния общего состояния девелопера, его холдинговой структуры. В случае банкротства застройщика или SPV банк сохраняет контроль над операционным управлением и имеет право инициировать замену девелопера, что гарантирует продолжение реализации проекта при необходимости оперативно продать объект другому застройщику, а большая клиентская база группы упрощает такую продажу. В контуре риск-менеджмента Группы выстроены многоуровневая система мониторинга и сквозной строительный контроль, что обеспечивает минимизацию вероятности неблагоприятных событий.

Кроме того, влияние кредитного риска ограничивается вероятным восстановлением рынка недвижимости и в целом его долгосрочной стабильностью. Сценарий резкого снижения цен и распродаж жилья в настоящее время представляется маловероятным. Значительный рост цен на недвижимость, наблюдавшийся в 2020–2024 годах, уже во многом нивелирован высокой инфляцией, а фундаментальный интерес к недвижимости сохраняется ввиду значительного отложенного спроса на инструменты инвестирования с потенциально высокой доходностью. Завершение периода высоких ставок по депозитам, очевидные ограничения инвестирования капитала за рубеж, текущее прекращение оттока капитала в страны Персидского залива и высокие цены на нефть — все эти факторы ведут к дополнительному спросу со стороны капитала на недвижимость.

Группе в меньшей степени присущи и иные риски, характерные для финансовых институтов, в частности, **процентный риск** и **риск ликвидности**. Процентный риск может возникать из-за несбалансированности срочности и процентных ставок по выданным кредитам и привлечённым пассивам, особенно в периоды повышенной волатильности процентных ставок, неравномерности изменения ставок по краткосрочным и долгосрочным инструментам.

Риск ликвидности связан с дисбалансами срочности активов и пассивов, возможностью массового изъятия клиентами средств из банка, кризисами на межбанковском рынке и т. д. Ввиду особенностей структуры баланса Группы вероятность возникновения этих рисков оценивается как низкая, и, по мнению НКР, Группа обладает достаточно сильным риск-менеджментом для сведения их к минимуму.

Риск конкуренции в традиционных банковских продуктах, связанный с риском слишком активного ухода в смежные сегменты (КИБ, лизинг, розничное кредитование), может обусловить снижение эффективности деятельности Группы, хотя НКР считает вероятность его реализации низкой в силу концентрации основного объёма деятельности Группы в области жилищного строительства.

НКР также отмечает в качестве отдельного риска **возможность потери монополии в сегменте вовлечения земель**. Доходы сегмента составляют около 10% общих доходов Группы, а прибыль не облагается налогом. Демонополизация сегмента возможна, однако накопленные компетенции Группы в контексте рынка и опыт эффективного взаимодействия с федеральными органами исполнительной власти являются определенным барьером для входа других игроков.

Растущая конкуренция на рынке секьюритизации может ограничить возможности Группы. В частности, возможно усиление конкуренции в части двухтраншевой секьюритизации со стороны других крупнейших банков, что может несколько снизить привлекательность сегмента однотраншевой секьюритизации, где работает Группа. При этом наблюдаемая тенденция относится к сегменту многотраншевой и неипотечной секьюритизации. В сегменте ипотечной секьюритизации возможности возникновения рисков возрастающей конкуренции ограничены ввиду занимаемого ДОМ.РФ положения. При формальной схожести многотраншевая секьюритизация является отдельным сегментом, предполагающим более значительные риски и, таким образом, на данном этапе становления рынка стимулы её развития меньше, чем для однотраншевой секьюритизации.

Риск снижения доли ДОМ.РФ на рынке секьюритизации за счет роста объемов неипотечной секьюритизации, в том числе многотраншевой.

Банки-оригинаторы заинтересованы в снижении нагрузки на капитал за счет секьюритизации кредитов различных категорий качества, что стимулирует сегмент секьюритизации потребительских и других видов неипотечных кредитов. Однако такие сделки, как и сделки многотраншевой ипотечной секьюритизации, создают новые рыночные ниши и не являются идеально конкурентными по отношению к ИЦБ ДОМ.РФ.

Спрос на секьюритизацию ипотечных кредитов через выпуск одностраншевых ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ обеспечивается потребностью банков-оригинаторов в управлении структурой баланса и передачей как кредитного, так и процентного риска, в отличие от многотраншевых облигаций, с помощью которых передается в основном процентный риск. В отличие от одностраншевой секьюритизации, каждая структурированная сделка многотраншевой секьюритизации требует отдельного анализа, облигации не стандартизированы и не имеют отдельного регуляторного режима. Перечень инвесторов и возможности масштабирования ограничены. Высокий риск-вес по многотраншевым облигациям, отсутствие возможности использовать в операциях РЕПО, несмотря на их более гибкую структуру, дают меньше преимуществ для сделок с точки зрения передачи рисков и ликвидности.

Риск негативного влияния государства, который может выразиться в ухудшении способности Группы генерировать значительные ROE и дивидендный поток, утраты ею роли сильного рыночного игрока в результате наделения несвойственными ей сейчас функциями. Государство как акционер может вносить значимые изменения в стратегию Группы, влиять на основные направления её деятельности. Кроме того, государство формирует институциональные основы рынка жилищного строительства, на котором работает Группа.

Риск негативного влияния государства может быть обусловлен передачей на уровень Группы крупных проектов, способных генерировать убыток; непрофильных активов, требующих значительных дополнительных инвестиций за счёт основной деятельности Группы, и т. д.

Необходимость принимать во внимание такого рода риск обусловлена возникновением подобных ситуаций в российской и мировой практике последних десятилетий.

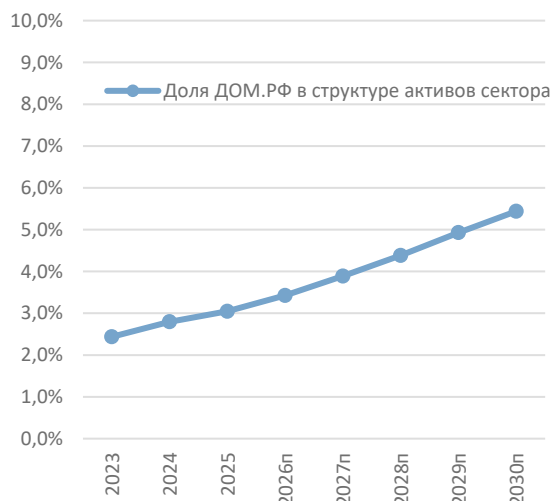
Однако НКР отмечает, что риски негативного влияния государства на бизнес ДОМ.РФ не стоит переоценивать. Ключевой фактор, который способен предотвратить такого рода развитие событий — выгодность сохранения Группы как сильного и эффективного участника рынка жилищного строительства, одновременно реализующего государственную политику на этом рынке. К тому же Группа остаётся одним из крупнейших плательщиков дивидендов для государства.

Рынки присутствия

Описанные ранее факторы устойчивости бизнеса и адаптации к рискам наиболее востребованы инвесторами в периоды макроэкономической волатильности, один из которых мы и наблюдаем сейчас в обоих секторах, где представлена Группа — финансовом и секторе недвижимости.

НКР полагает, что в ближайшие годы стоимость акций ДОМ.РФ будет расти быстрее рынка благодаря восстановлению спроса на жильё и увеличению доли рыночной ипотеки в сделках, а также развитию других направлений деятельности.

Допущения по доле ДОМ.РФ в структуре активов банковского сектора



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Банковский сектор

Один из крупнейших банков, один из лидеров в своём сегменте. Банк ДОМ.РФ является системно значимой кредитной организацией, входит в топ-10 крупнейших банков по размеру активов (около 2,5% всех активов банковского сектора) и величине капитала. В основном сегменте своей специализации — кредитовании корпоративно-строительного бизнеса — банк входит в первую тройку по объёму проектного финансирования.

Показатели банковского сектора в период адаптации

Рост резервов. В прошлом году на динамику прибыли банковского сектора (–8% г/г) негативное влияние оказал рост отчислений в резервы ввиду ухудшения кредитного качества корпоративных ссуд. Проблемные займы юридическим лицам увеличились на четверть и составили 11% портфеля корпоративных кредитов в стране. Это подчёркивает важность экспансии Группы в корпоративном сегменте (КИБ) только за счёт надёжных клиентов.

Политика ЦБ, с 2024 года направленная на укрепление устойчивости банков, снижает вероятность резких скачков доли просроченных кредитов (NPL). Стоимость риска (COR) сектора в 2025 году поднялась до 1,0% в корпоративном сегменте и до 2,9% в розничном. Этот показатель растёт быстрее в сегменте классического потребительского кредитования, который слабо представлен в структуре бизнеса Банка ДОМ.РФ. При этом консервативный подход Банка ДОМ.РФ к резервированию, вероятно, поможет ему демонстрировать динамику лучше сектора в период, когда некоторые другие банки вынуждены досоздавать резервы.

Однако приведёт ли рост COR к снижению рентабельности зависит от динамики NIM и непроцентных доходов, на которые Группа делает ставку в периоды макротурбулентности. При этом после 2026 года стоимость риска сектора, видимо, будет уменьшаться по мере стабилизации качества кредитов на фоне снижения ключевой ставки.

Рост и стабилизация NIM. Чистые процентные доходы (ЧПД) банковского сектора в 2025 году увеличились на 14% г/г благодаря расширению бизнеса (рост кредитного портфеля банковского сектора +6,5% г/г) и росту NIM до 4,3% даже на фоне снижения ключевой ставки в 2025 году. В 2026 году средний размер NIM в секторе, по мнению Группы, составит 4,3–4,5%.

В I полугодии 2026 года у Банка ДОМ.РФ наблюдался рост NIM при общей стабильности показателя по сектору в целом, что говорит о потенциале устойчивости тренда на сохранение сильной NIM банка.

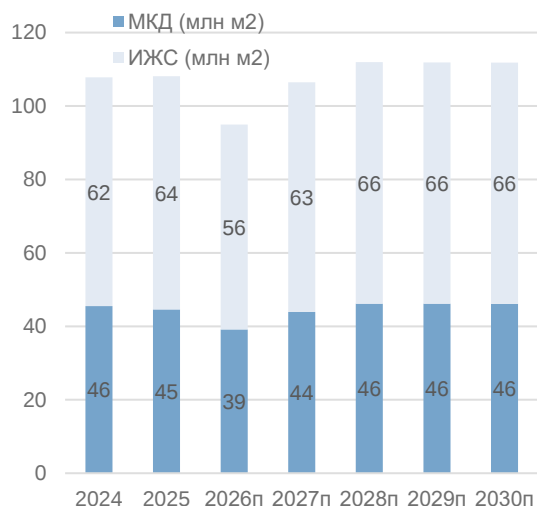
Рост чистых комиссионных (транзакционных) доходов сектора на 8% г/г в 2025 году с усилением до 12% в I квартале 2026 году говорит об устойчивости сектора. Повышательный тренд наблюдается и у Группы, которая активно наращивает непроцентные доходы (+47% г/г за 1П26).

Замедление кредитования близко к локальному дну? Длительность периода высокой ключевой ставки негативно отражается на банковском секторе. Но ЦБ пока продолжает курс на последовательное снижение ставки, и мы ожидаем, что разворот в кредитовании близок.

В розничном кредитовании, на котором высокие процентные ставки и жёсткая макропруденциальная политика ЦБ сказались сильнее, чем на корпоративном, разворот вероятен при снижении инвестирования населением в депозиты и возврате потребительской активности граждан. Потребительское кредитование чувствительно к изменению процентных ставок, которые в настоящее время снижаются. В этом контексте намерение Банка ДОМ.РФ активнее развивать розничный бизнес выглядит не рискованным, а оправданным.

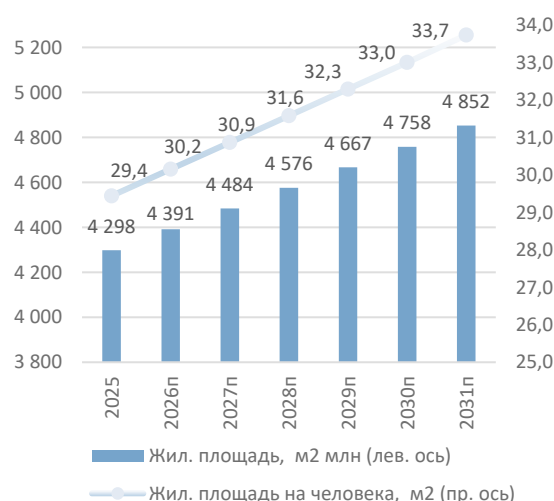
Ипотека — на стыке банковского сектора и сектора недвижимости. Доля ипотеки в розничном кредитном портфеле банковского сектора превысила 55% в 2025 году (против 38% 10 лет назад), подтверждая тенденцию к смещению банковского кредитования в пользу долгосрочных обеспеченных жилищных займов.

Допущения по вводу жилой площади в РФ



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Допущения по росту жилой площади в РФ



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

В 2025 году на фоне высоких ставок, по данным ЦБ, в России было выдано на четверть меньше ипотечных кредитов, чем годом ранее (чуть менее 1 млн). Объем выдач сократился на 9% г/г, до 4,5 трлн руб., однако общий ипотечный портфель вырос на 9% г/г, до 23,8 трлн руб. Для сравнения, в пиковый 2023 г. было выдано 7,8 трлн руб. ипотечных кредитов.

Вместе с тем по итогам 2025 года объем ипотечного портфеля составлял 11% ВВП, что существенно ниже уровня развитых стран (от 46% во Франции до 80% и выше в Швеции и Великобритании).

НКР ожидает, что объем портфеля ипотеки за ближайшие пять лет может вырасти в 1,5 раза, до 35 трлн руб., при возвращении к активному использованию рыночной ипотеки с 2027 года.

Рынок секьюритизации — производная ипотеки. К 2030 году Группа ожидает увеличения доли секьюритизированных кредитов на балансах российских банков с 8,8% до 10%.

Рынок недвижимости

Ненасыщенность сектора недвижимости формирует долгосрочный потенциал для роста, на фоне которого краткосрочные риски волатильности 2026 года представляются ограниченными. Снижение ставок и отток средств с депозитов приведут к восстановлению и спроса на недвижимость, и её предложения. По оценкам НКР, с 2027 года спрос на недвижимость будет восстанавливаться уже рыночными методами, без перезапуска льготных ипотечных программ. Вместе с тем меры господдержки в той или иной форме остаются вероятными в долгосрочной перспективе.

Значительный потенциал роста

Обеспеченность россиян жильем только начала расти: с 22 кв. м на человека в 2010 году до 29 кв. м в 2025 году. Россия заметно отстает по жилым метрам на душу населения от европейских стран (Германия и Франция — по 50 кв. м), и ещё больше — от США (70 кв. м). Национальный проект России «Инфраструктура для жизни» предполагает, что этот показатель должен вырасти до 33 кв. м к 2030 году. Помимо увеличения абсолютных площадей, важен и фактор обновления: две трети жилья в стране построено до 1995 года.

Однако в среднесрочной перспективе (1–3 года) демографический и миграционный негативные тренды будут сдерживать спрос.

Важное направление для экономического роста. Строительство недвижимости — традиционно один из самых значимых секторов (16% ВВП России), имеющий один из самых высоких мультипликативных эффектов в экономике. В связи с этим государство уделяет этому сектору повышенное внимание. Для этого используются как инфраструктурные проекты с масштабными госинвестициями, так и стимулирование посредством льготной ипотеки.

Объем строительства более 95–115 млн кв. м в год. соответствует историческому в 2021–2025 гг. и возможен в 2026–2030 гг., хотя локальные просадки в начале периода вероятны.

Долгосрочная перспективность ИЖС связана в том числе с внедрением эскроу-счетов для подрядчиков и стандартизацией проектов. Внедренный в многоквартирном сегменте с 2019 года механизм эскроу-счетов сформировал доверие к этой модели финансирования.

Повышение прозрачности в сегменте ИЖС, на который уже сейчас приходится более половины ввода жилой площади в России в год, со временем сформирует новый фактор поддержки спроса и инвестиций.

Краткосрочно: разворот рынка или временная коррекция?

После бума льготной ипотеки 2021–2023 годов сфера жилищного строительства перешла к замедлению, а затем и спаду. Одновременно созрел и спрос, отложенный из-за высоких ставок 2023–2025 годов.

Продажи жилья по договорам долевого участия (ДДУ) в 2025 году выросли на 1% г/г, до 26 млн кв. м, а выручка от продаж новостроек — на 11% г/г, до 5,2 трлн руб. Основной рост пришёлся на конец года: ежемесячные продажи увеличились с 1,7 млн кв. м в I полугодии до 3 млн кв. м в IV квартале.

Неравномерность роста может говорить как о восстановлении спроса на фоне снижения ставки и опасений населения возобновления сильного роста цен в недвижимости, так и о страхе перед ужесточением условий «Семейной ипотеки», в последнем случае скачок спроса может быть разовым фактором.

Ожидание роста цен на недвижимость как фактор возобновления стройки?

Сокращение запуска новых проектов с июля 2024 года до начала 2026 года, вероятно, приведёт к сокращению количества вводимых в эксплуатацию жилых зданий на горизонте 2027–2029 годов.

Высокая долговая нагрузка отдельных застройщиков дополнительно приводит к сокращению объёмов строительства.

Всё это уже становится предпосылкой для возникновения дефицита и роста цен по мере:

- улучшения условий заимствования (возвращение рыночной ипотеки);
- увеличения сбережений населения, готового инвестировать в недвижимость именно в России;
- роста дисбаланса спроса и предложения в 2027–2029 годах;
- инфляции издержек в строительстве.

В 2015–2025 годах цены на жильё в России росли более чем на 10% в год, что было выше средней инфляции (около 8%). При этом явное ускорение (до 15–20%) наблюдалось в период пандемии и после неё, в 2020–2023. К середине 2026 года этот рост цен во многом нивелирован высокой инфляцией издержек. Риски распродаж инвестиционных квартир и падения цен сохраняются в 2026 году, но в перспективе (начиная с 2027 года) не выглядят преобладающими. В среднесрочной перспективе можно говорить, как минимум, о росте на недвижимость на уровне инфляции.

При ограничениях инвестиций за пределами России вероятен рост интереса к вложениям в недвижимость внутри страны. Размер розничных банковских депозитов вырос до 65 трлн руб. в 2025 году, однако ставки по ним могут упасть ниже 10% в течение следующих 12 месяцев, что усилит переток средств в другие активы. На фондовом рынке по-прежнему сильны факторы геополитики и низкого экономического роста, способствующие повышенной волатильности. А инвестирование в жилую недвижимость в странах Персидского залива теперь представляется рискованной альтернативой из-за повышенной угрозы вооружённых конфликтов.

Инфраструктурное строительство вместо безадресной льготной ипотеки

В условиях высокой инфляции быстрого возвращения безадресной льготной ипотеки можно не ожидать. Среднесрочно самой крупной из государственных инициатив в этой сфере будет национальный проект «Инфраструктура для жизни»: семь из 12 федеральных проектов стимулируют развитие жилищной инфраструктуры с финансированием на 2025–2030 годы в размере 5,1 трлн руб.

Группа ДОМ.РФ работает по механизму инфраструктурных облигаций, близкому к государственно-частному партнёрству. В рамках данного направления деятельности привлекает средства с рынка капитала для финансирования долгосрочных инфраструктурных проектов в регионах России через выпуск стандартизированных облигаций с поручительством ДОМ.РФ. С момента запуска механизма в 2021 году Группой выпущено 13 выпусков облигаций на 180 млрд руб. Группа формирует устойчивую модель инфраструктурного софинансирования, и явно будет одним из бенефициаров мер господдержки.

Аренда — балансирующий сегмент жилищного рынка

ДОМ.РФ — крупнейший институциональный арендодатель на рынке жилья России и контролирует практически 100% этого сегмента. В розничном сегменте аренды институциональные игроки практически не представлены, и подавляющая доля (более 95–99%) по-прежнему приходится на частных собственников (физических лиц).

В арендном жилье сейчас живут порядка 13% российских семей, в том числе 9% — на рыночных условиях, тогда как за рубежом эта доля находится в диапазоне 20–55%. Согласно ДОМ.РФ, за пять лет рыночная аренда в России выросла на 13% по числу семей и на 27% по площади, со 198 до 252 млн кв. м.

Снижение ключевой ставки в 2027 году может несколько замедлить рост коммерческой аренды и снова сместить фокус в пользу приобретения недвижимости. Однако тот факт, что цена покупки жилья исторически росла быстрее цены аренды, дает основания надеяться, что долгосрочно спрос на аренду будет расти активнее. С точки зрения муниципалитетов и работодателей развитие аренды — фактор не только социальный, но и конкурентный ввиду привлечения в регион и удержания высококвалифицированных кадров. Кроме того, через различные механизмы осуществляется господдержка сегмента.

Структура арендного портфеля ДОМ.РФ

Корпоративная аренда. Самый крупный (40–50% портфеля) и активно растущий сегмент включает масштабные проекты, такие как «Доступное арендное жильё на Дальнем Востоке»

Коммерческая аренда (30–35% портфеля). Современные жилые комплексы и апартаменты премиум- и комфорт-класса в Москве («Матч Поинт», «Лайнер», «Символ» и др.), которые сдаются на открытом рынке любому желающему.

Льготная (социальная) аренда, 15–20% портфеля. Субсидирование проживания востребованных специалистов (врачей, учителей) в регионах, где плата за жильё частично покрывается из местного бюджета.

Студенческая аренда, менее 5% портфеля. Специализированные дома, арендуемые крупными вузами (например, НИУ ВШЭ) под размещение студентов.

Механика проектного финансирования

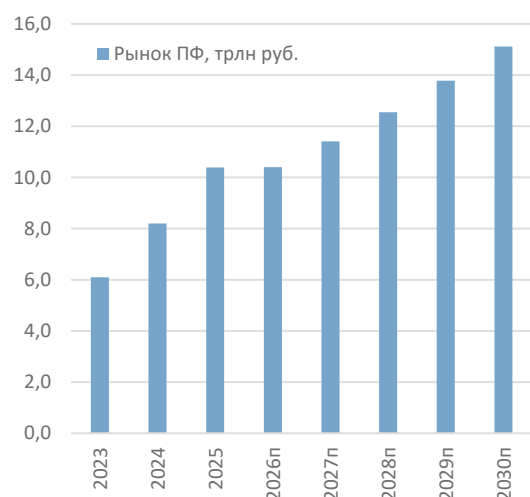
Финансирование выдаётся траншами на весь цикл жилищного строительства (3–5 лет). Для строительства создаётся специальное юридическое лицо, которое получает кредит и которому принадлежит объект стройки. Юрлицо находится в залоге у банка, который контролирует ход строительства и при невыполнении обязательств назначает нового подрядчика.

На покрытую эскроу-счетами часть кредита начисляется фиксированная ставка порядка 4%. Для остальной суммы стоимость кредитования рассчитывается на рыночных условиях (ключевая ставка + надбавка 4–5%).

Банк утверждает проект и контролирует продажи, которые стартуют при получении разрешения на строительство. Застройщик получает средства с эскроу-счетов под контролем банка после ввода объекта в эксплуатацию.

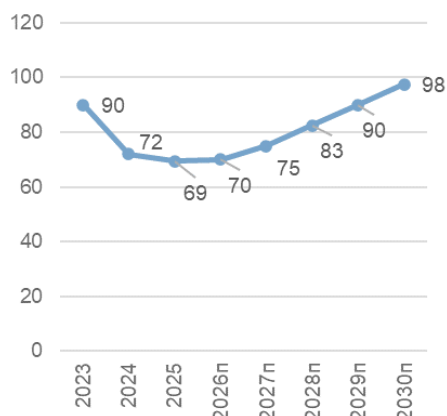
ПФ стимулирует комплексный механизм кредитных продуктов для девелопера (крупный бизнес или МСБ), подрядчиков (включая МСБ) и физлиц (ипотека).

Рынок проектного финансирования в РФ



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Покрытие проектного долга средствами на счетах эскроу: возвращение к 90+ после снижения



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Бизнес по сегментам

Группа ДОМ.РФ имеет полный набор компетенций для комплексной реализации финансирования проектов строительства жилья и инфраструктуры.

Проектное финансирование

2025:

доля сегмента в операционных 51%

доходах Группы

ёмкость рынка и тренд

доля Группы на рынке

10,5 трлн руб.

16% по отдельно стоящим зданиям

13% по объёму средств на эскроу-счетах

Проектное финансирование — крупнейший источник операционного дохода Группы. При этом ДОМ.РФ входит в тройку банков-лидеров этого сегмента, контролирующих в совокупности 90% рынка, что позволяет повысить прибыльность и контролировать риски.

Низкие риски и источник фондирования для банков. Проектное финансирование в России — результат изменения формата фондирования отрасли путём введения эскроу-счетов. Механизм проектного финансирования жилья предполагает, что до ввода дома в эксплуатацию средства граждан после покупки недвижимости (заключения ДДУ) находятся на счетах эскроу, а застройщик строит дом, привлекая заёмные средства у банка. В результате действия системы с эскроу-счетами покупка недвижимости в строящихся объектах становится безопаснее и проще для граждан, а застройщики получают бесперебойный источник финансирования.

Итоги 2025 года для ДОМ.РФ в сегменте проектного финансирования:

- **Уровень строительной готовности** проектов свыше 50% в структуре портфеля ДОМ.РФ вырос за год с 48% до 52%.
- **Покрытие выбранной задолженности** по проектам в строительной фазе средствами на эскроу-счетах составило 96% по состоянию на 31.12.2025.

ДОМ.РФ активно внедряет цифровые сервисы и элементы ИИ для автоматизации мониторинга и анализа в сфере проектного финансирования.

Дополнительными драйверами в этом сегменте являются направления, экспертиза по которым является конкурентным преимуществом Группы:

- градостроительная проработка;
- мастер-планы развития территорий;
- инфраструктурное финансирование.

ИЖС — следующий драйвер развития проектного финансирования за счёт введения счетов эскроу как при строительстве комплексных проектов ИЖС, так и при заключении индивидуальных договоров подряда. В финансировании ИЖС Группа уже занимает первое место с долей рынка 60% по объёму ввода жилья. Закладываемое в стратегии Группы тесное взаимодействие с компаниями-подрядчиками (включая МСБ) в этом сегменте представляется обоснованным. Однако сложно рассчитывать на значительное увеличение вклада ИЖС в операционные доходы ранее 2030 года, то есть до завершения формализации регулирования и общей институционализации этого сегмента.

Механика секьюритизации

ДОМ.РФ — инфраструктура для секьюритизации ипотечных кредитов через выпуск стандартизированных облигаций с поручительством.

1. Банк-оригинатор продаёт ипотечному агенту закладные для формирования ипотечного покрытия.
2. ПАО ДОМ.РФ предоставляет поручительство по облигациям ипотечного агента.
3. Ипотечный агент размещает облигации в пользу originатора.
4. Оригинатор выплачивает ипотечному агенту покупную цену облигаций.
5. Ипотечный агент оплачивает originатору покупную цену закладных.
6. ПАО ДОМ.РФ выкупает дефолтные закладные из ипотечного покрытия.
7. Оригинатор продает облигации инвесторам или удерживает их до погашения.

Качество секьюритизированной ипотеки — следствие заложенного консервативного низкого отношения кредита к залоговой стоимости (на уровне 50%).

Не подпадают под секьюритизацию:

- часть программ льготной ипотеки (более рискованные сельская и военные ипотеки),
- кредиты без закладных,
- ипотечные ссуды с просрочкой платежей свыше 90 дней за 5 лет и т. д.

ДОМ.РФ получает комиссию из двух частей:

- плата за инфраструктуру,
- плата за страховку (поручительство).

Рынок секьюритизации ипотеки в РФ



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Секьюритизация

2025:

доля сегмента в операционных доходах Группы 10%
ёмкость рынка и тренд 2,1 млрд руб.
+17% а/а
доля Группы на рынке 99%

2025–2030:

прогноз секьюритизированных кредитов (CAGR) 14%

По итогам 2025 года Группа стала второй в России по объёму выпуска корпоративных облигаций. В 2025 году достигнут рекордный объём размещений ИЦБ Группы — 11 выпусков на 670 млрд руб.

Секьюритизация ипотеки для ДОМ.РФ — контрциклический, комиссионный, низкорискованный, легко масштабируемый бизнес благодаря уже созданной платформе, уникальным экспертным знаниям и доступу к информации. Сегмент напрямую слабо зависит от изменения ключевой ставки.

Ёмкий рынок и сильные позиции ДОМ.РФ. Именно ДОМ.РФ сформировал рынок ипотечных облигаций (доля рынка 99%). Совокупный объём выпусков уже составил порядка 3 трлн руб., а текущий объём ИЦБ в обращении вырос до 2,1 трлн руб. на фоне расширения ипотечного портфеля банков до 23,8 трлн руб. Доля секьюритизированной ипотеки составила 8,8% по итогам 2025 года.

К 2030 году Группа ожидает роста рынка до 3,5 трлн руб. В частности, подписаны меморандумы ДОМ.РФ с ВТБ и Сбербанком о намерениях секьюритизировать ипотечные кредиты на платформе ДОМ.РФ до конца 2030 года. В 2024 году заключено соглашение с Альфа-Банком на 600 млрд руб. до 2030 года, по которому уже проведены пилотные сделки.

Особый регуляторный режим по ИЦБ для ДОМ.РФ закреплён законодательно в виде отдельного режима банковского нормативного регулирования.

Лидерство на рынке однотраншевой секьюритизации ипотеки поможет Группе активнее развивать смежные сегменты (концессии и проекты государственно-частного партнёрства).

Развитию секьюритизации дан новый импульс

Дополнительный импульс сегменту дал бум ипотеки 2019–2023 годов, увеличив объём активов для залога. Период высоких ставок затянулся, а ужесточение регулирования ЦБ даёт стимул секьюритизации, решая для банков проблему высвобождения капитала и повышения ликвидности ипотечных активов, пакетизируемых в виде облигаций. За 1П26 Группой заключено сделок на 196 млрд руб., но основной объём выпусков ИЦБ ожидается в 2П26.

Естественные стимулы для развития. Российские банки заинтересованы в секьюритизации ипотечных кредитов через ДОМ.РФ, так как это позволяет снизить нагрузку на капитал по сравнению с удержанием таких ссуд на балансе и поддержать нормативы ликвидности.

Ипотечные продукты, ранее выданные по низким ставкам, создают процентный риск для банков, «разрыв дюрации». Ставки по многим ипотечным кредитам фиксированы на весь срок (зачастую на 15–25 лет), а фондируются часто краткосрочными и среднесрочными инструментами. ИЦБ держатся на балансах банков-оригинаторов, фактически сейчас это переупаковка ипотечных активов в ценные бумаги.

Тем не менее ИЦБ можно использовать в операциях репо для увеличения ликвидности. Объём таких операций уже высок (11 трлн руб., согласно ДОМ.РФ), а с падением ставки доля рыночных выпусков ИЦБ может возрастать.

ИЦБ входят в котировальный список Первого уровня Московской биржи и в Ломбардный список Банка России. Неликвидные ипотечные кредиты заменяются на ликвидные ипотечные облигации, которые можно использовать в операциях РЕПО в качестве дополнительного источника краткосрочной ликвидности. Поручительство ДОМ.РФ позволяет снизить риск-вес по данным активам.

Позитивное влияние фактора цифровизации. Банки активно выпускают электронные закладные (600 тыс. в 2025 году), которые ускоряют передачу прав на ипотечные кредиты при секьюритизации. Закладные выпускают как на этапе выдачи нового кредита, так и при «переупаковке» старого. Выпуски 2025 года были обеспечены закладными на 80%.

Прибыльность под давлением в рамках рыночного тренда

За 2025 год, несмотря на повышение комиссий и прирост портфеля, операционная прибыль сегмента была под давлением из-за роста расходов на резервы. Однако благодаря доминирующему положению на рынке Группа теоретически может повышать комиссию по новым пулам секьюритизации, тем самым перекладывая в неё снижение качества закладных из предыдущих пулов.

Пик роста просроченных кредитов, вероятно, будет пройден в 2026 году, и доля просроченных ипотечных кредитов останется низкой по сравнению с другими сегментами кредитования физлиц. При этом пул закладных характеризуется низким уровнем дефолтов. Реальные потери реализации залога минимальны. До 2024 года ДОМ.РФ в течение двух лет выкупал около 0,5% пула в качестве дефолтных закладных.

Ипотека

2025:

доля сегмента в операционных доходах Группы
ёмкость рынка и тренд

10%
23,8 трлн руб.
+9,2% г/г
3,2%

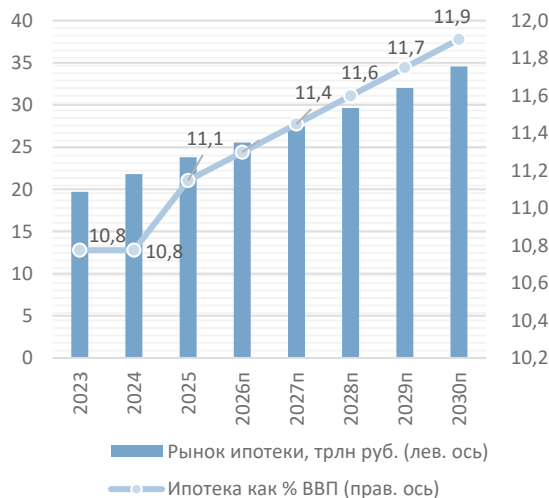
доля на рынке

2025–2030:

прогноз ипотечных кредитов (CAGR)

+8%

**Рынок ипотеки в РФ, трлн руб.:
охлаждение после бума**



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

На долю розничного сегмента, в котором преобладают ипотечные кредиты, приходится 10% операционного дохода Группы за 2025 год. Сам портфель ипотеки составляет 14% всего кредитного портфеля Группы по итогам 2025 года.

Хотя деятельность Группы в большей степени ориентирована на работу с юридическими лицами, Банк ДОМ.РФ обслуживает и около 1 млн физических лиц, занимая 4-е место на рынке ипотеки для населения с долей 4%.

Несмотря на более поздний выход в розничный сегмент по сравнению с конкурентами, Банк ДОМ.РФ эффективнее наращивает присутствие благодаря развитию ИТ-технологий и формированию цифровых привычек населения. В настоящее время ДОМ.РФ развивает розничное направление как онлайн, так и через открытие сети отделений, сейчас их около полусотни по стране.

Развитие розничной ипотеки является целесообразным для ДОМ.РФ с точки зрения:

- увеличения синергетического эффекта от диверсификации пакета услуг;
- перспектив увеличения пассивов за счёт физических лиц;
- поддержания прочного контакта с клиентом, учитывая долгосрочность ипотеки.

Корпоративные клиенты: КИБ, МСБ

2025:

доля сегмента в бизнесе Группы

14% кредитного портфеля
приходится на КИБ
0,5% рынка МСБ

доля на рынке

Позиции Банка ДОМ.РФ в российском банковском секторе по объёму активов и капитала в том числе позволяют ему таргетировать расширение бизнеса с крупными и средними корпоративными клиентами с высоким кредитным качеством (КИБ).

Стратегическим направлением банк также считает экспансию в секторе МСБ, прежде всего в строительной отрасли.

Банк ДОМ.РФ предоставляет традиционный инвестиционный корпоративный банкинг:

- кредитование и предоставление гарантий;
- организацию выпусков ценных бумаг;
- транзакционные операции.

В сегменте **КИБ** ДОМ.РФ планирует увеличение доли кредитного портфеля с 14,2% в 2025 году до 17% в среднесрочной перспективе. Фактором роста со стороны банка является более эффективное использование капитала в пределах кредитных лимитов, которые превышают объём кредитов в несколько раз.

Ряд крупных банков испытывают затруднения в связи с ограничениями концентрации риска на Группу связанных заёмщиков в 25% (норматив Н6), что создаёт дополнительные возможности наращивания бизнеса в этом сегменте для Банка ДОМ.РФ, у которого есть существенный запас по нормативу Н6.

Сегмент **МСБ** представлен, главным образом, двумя направлениями: транзакционный бизнес и ИЖС. Транзакционный бизнес предполагает вовлечение в контур банка контрагентов клиентов Банка через цепочку кооперации, а сегмент ИЖС — кредитование подрядчиков по продаже и строительству индивидуальных проектов. Экспансия в данном сегменте обеспечивает синергию с корпоративным строительным бизнесом, но результат будет ощутим скорее в среднесрочной перспективе. ДОМ.РФ обслуживает всего 7% от общего числа строительных субподрядчиков страны — около 32 тыс. клиентов среди МСБ с проникновением 1,7 продукта на клиента. К 2030 году Группа рассчитывает увеличить долю до 30%, число клиентов МСБ до 100 тыс. с проникновением 2,3 продукта на клиента.

NIM по активам КИБ традиционно ниже, чем по МСБ, но увеличение доходов КИБ возможно уже с 2026 года, тогда как МСБ даёт потенциал развития на среднесрочную перспективу. В противовес сдержанной динамике банковского сектора в целом, по кредитному портфелю МСБ Группа показала рост на 36% г/г в 2025 году в результате увеличения кредитного портфеля ИЖС в семь раз.

Зависимость девелоперов от якорного продукта Группы (проектного финансирования) является ключом к перекрёстным продажам, увеличению количества продуктов на клиента. Вовлечённость Группы во все аспекты строительной индустрии повышает вероятность того, что клиентские деньги не покинут её инфраструктуру.

Существуют органические возможности роста — от зарплатных проектов до транзакционного бизнеса, что поможет увеличить не только доходы, но и остатки на счетах, и объёмы клиентского фондирования.

Обслуживание небольших компаний в сфере ИЖС — ещё один потенциальный драйвер на долгосрочную перспективу, однако для значимого прогресса в данном направлении необходима институционализация рынка ИЖС для обеспечения его прозрачности и качества управления рисками. На взгляд НКР, этот процесс начнет приносить заметные результаты с 2030 года.

Механика выпуска облигаций

В рамках механизма денежные средства, привлечённые с рынков капитала через специализированное общество (СОПФ) как эмитента облигаций направляются в виде займов под льготную ставку на создание инфраструктуры. СОПФ — дочернее общество ДОМ.РФ, который гарантирует выкуп у СОПФ дефолтных облигаций. Заявку на выпуск подаёт регион РФ. Группа проводит экспертизу, а правительственная комиссия по региональному развитию одобряет проект.

Государство субсидирует процентную ставку на выплату купонного дохода по облигациям. Группа как оператор программы привлекает средства через размещение инфраструктурных облигаций на публичном рынке.

Финансирование инфраструктуры через облигации (СОПФ)

2025:

ёмкость рынка и тренд
доля на рынке

135 млрд руб. на 31.12.2025 г.
топ-5 по объёмам финансирования
инфраструктуры

Группа ДОМ.РФ входит в топ-5 по объёмам финансирования инфраструктуры через ГЧП, механизм СОПФ.

Инфраструктурные облигации: стройка и лизинг С 2021 года по программам финансирования инфраструктуры и льготного лизинга размещено 13 выпусков инфраструктурных облигаций на 180 млрд руб. (из них 50 млрд руб. — в 2025 году). При этом облигации на 45 млрд руб. уже погашены.

Облигации СОПФ пользуются спросом. Проблема финансирования инфраструктуры — масштаб инвестиций, длительная окупаемость проектов и связанные с этим риски для инвесторов. Эту проблему отчасти решает льготная ставка по механизму СОПФ, субсидируемая из федерального бюджета, а также возможности структурирования выпуска облигаций с параметрами, отвечающими запросам рыночных инвесторов с учётом актуальной конъюнктуры.

Подобные кредиты, как правило, имеют низкие риск-веса и не требуют аллокации значительного капитала. Облигации выпускаются на платформе ДОМ.РФ по стандартизированному процессу. Однако мы полагаем, что объём лимитов может пересматриваться, учитывая текущий дефицит федерального бюджета.

В 2025 году вместе с Минпромторгом на базе ранее созданной платформы инфраструктурных облигаций ДОМ.РФ стартовала программа льготного лизинга (сельскохозяйственной, коммунальной и дорожно-строительной техники), направленной на поддержку российских производителей техники. По данным ДОМ.РФ, прибыльность сегмента лизинга в два раза выше, чем у инфраструктурных проектов. Выход в сегмент не требует дополнительных затрат, используется уже существующая инфраструктура Группы.

Вовлечение земель

2025:

доля сегмента в операционных доходах Группы	9%
ёмкость рынка и тренд	24,5 млрд руб. +18% г/г
доля на рынке	100%

2025–2030:

прогноз операционного дохода (CAGR)	+5%
-------------------------------------	-----

В России зарегистрировано право федеральной собственности на территорию общей площадью около 1 105 млн га (при общей площади страны 1 723 млн га). Лишь 8% от всего земельного фонда государства, по данным ДОМ.РФ, принадлежит частным и юридическим лицам.

В рамках данного направления деятельности ДОМ.РФ производит подготовку и последующую реализацию на открытых торгах переданного ему в агентирование федерального имущества, получая агентское вознаграждение, а также отслеживает наиболее перспективные проекты для возможного дальнейшего участия в них (или в отдельных этапах их реализации).

Процесс вовлечения земли с помощью ДОМ.РФ включает в себя:

- юридическую подготовку участка,
- оценку рыночной стоимости,
- проведение торгов и завершение продажи.

Выручка от реализации земельных участков и объектов недвижимости, вовлечённых в хозяйственный оборот, в 2025 году выросла на 18% г/г, до 24,5 млрд руб.

ДОМ.РФ получает агентское вознаграждение — доход от продажи или предоставления в аренду земельных участков. На наш взгляд, комиссия Группы может составлять от четверти до половины стоимости в зависимости от особенностей реализации каждого конкретного лота.

Группа обладает эксклюзивным положением на рынке, предоставляя возможности для использования и приобретения федеральных и муниципальных и частных земельных участков в жилищном и инфраструктурном строительстве.

Накопленные рыночные знания о структуре спроса и предложения недвижимости позволяют эффективно продавать участки федеральной собственности.

Текущий дефицит бюджета федерального уровня может стать драйвером дополнительных доходов от сегмента, стимулируя предложение на продажу. Вовлечение земель может вывести B2B-площадку по аукционам земля.дом.рф на новый уровень развития. ДОМ.РФ — оператор комплексного развития территорий (КРТ), что позволяет эффективно включать в КРТ и продукты направления вовлечения земель.

Реализация государственной недвижимости — это также источник дополнительных доходов ДОМ.РФ: через предоставление проектного и инфраструктурного финансирования.

Аренда жилья

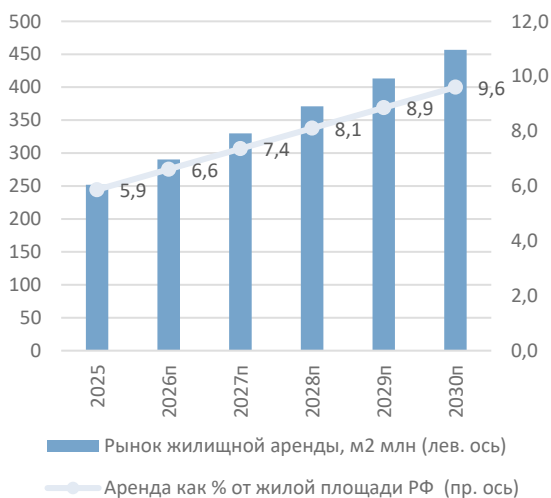
2025:

доля сегмента в операционных доходах Группы 6%
ёмкость рынка и тренд 178 млрд руб.
доля на рынке №1 арендодатель в РФ

2025–2030:

прогноз операционного дохода (CAGR) +24%

Рынок аренды в РФ



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Группа — игрок № 1 на рынке арендного жилья в России: девять ЖК в Москве, Екатеринбурге, Тюмени, Липецке, Воронеже, строящийся ЖК в Грозном. Реализованы проекты аренды жилья для студентов в Тамбове и Москве. В целом арендные проекты открыты в 22 регионах страны.

Группа управляет более 1 млн кв. м (23 тыс. квартир и апартаментов), предоставляя жилье в аренду для:

- населения без деления на категории (169 тыс. кв. м),
- студентов (26 тыс. кв. м),
- сотрудников корпораций (382 тыс. кв. м);
- дальневосточных регионов и Арктики (542 тыс. кв. м).

Дальний Восток и Арктическая зона — это 50% площадей аренды под управлением Группы, которая является оператором госпрограммы «Доступное арендное жилье в Дальневосточном Федеральном округе». По этой программе Правительством предусмотрено финансирование в объеме 87 млрд руб. Подразумевается строительство не менее 10 тыс. арендных квартир. Квартиры сдаются в аренду по сниженным ставкам благодаря субсидированию из федерального и региональных бюджетов. Четверть семей в России рассматривают аренду жилья как долгосрочное решение жилищного вопроса. И Группа фактически закладывает цивилизованные стандарты институционального управления арендным фондом на рынке, где традиционно доминировали собственники — физические лица.

Новые направления и проекты

Новые направления развития бизнеса ДОМ.РФ появились благодаря отраслевой специализации Группы и комплексности предоставляемых услуг. Эти направления, по оценкам НКР, могут добавить бизнесу контрицикличности.

Цифровой бизнес

Цифровые сервисы Группы насчитывают более 1 млн ежемесячно активных пользователей (MAU). НКР считает реалистичным прогноз доходов ДОМ.РФ от цифровых сервисов (лидогенерация) от 1 млрд руб. и выше в 2027 году против 0,5 млрд руб. в 2025 году.

Собственные сервисы Группы разрабатывает команда из 1,5 тыс. IT-разработчиков, созданная для этого компания входит в перечень Минцифры. Число сервисов приближается к полусотне, более десятка имеют рыночную направленность с осязаемыми перспективами монетизации в различных сегментах. Клиентами компании являются банки, девелоперы и физлица.

Компетенции Группы в обработке большого объема данных позволяют в числе прочего эффективно реализовывать участки федеральной собственности в рамках сегмента вовлечения земель, оцифровывать процессы выпуска облигаций и выдачи ипотеки.

В рамках Группы ДОМ.РФ выделяются три основные информационные системы:

- **Наш.дом.рф** — единая информационная система жилищного строительства (ЕИСЖС), обеспечивающая контроль всей стройки жилого фонда в России.
- **Строим.дом.рф** — система сектора ИЖС.
- **Наследие.дом.рф** — платформа по привлечению инвесторов в целях восстановления объектов культурного наследия.

Лифтостроение

В периметр Группы ДОМ.РФ входит крупнейший в России Щербинский лифтостроительный завод с долей рынка более 20%. Он выпускает широкий ассортимент подъёмно-транспортного оборудования, от пассажирских до промышленных лифтов (например, для складов).

Спрос на отечественную продукцию вырос после ухода западных вендоров. Учитывая значительную долю госзакупок в сегменте замены парка лифтов, предпочтения по программам импортозамещения могут быть значительными. Однако, на наш взгляд, активное развитие сдерживает не столько импорт (например, из Китая), сколько бюджетный дефицит. Тем не менее спрос со стороны регионов РФ на лифты для замены оборудования и оценивается в 100 тыс. единиц до 2030 года, тогда как в 2025 году Группа произвела 7 тыс. лифтов. В общей сложности уже законтрактован объём (25 тыс. лифтов и 90 млрд руб.), который позволит развивать бизнес в среднесрочной перспективе.

Финансовые прогнозы

На наш взгляд, рынок всё ещё недооценивает эффективность выстроенного ДОМ.РФ бизнеса с секторальной специализацией на строительстве. НКР ожидает продолжения тренда на рост ROE, а для чистой прибыли прогнозирует среднегодовые темпы роста 21% в 2025–2030 годах.

Запасы по нормативам концентрации и использованию капитала облегчают возможность фондирования роста в краткосрочной перспективе (1–3 года) за счёт классического кредитования крупных и средних высококачественных клиентов. Одновременно продолжится удешевление фондирования со стороны физлиц, что смягчит эффект более низких ставок кредитования в сегменте КИБ.

Комиссионные доходы помогут Группе пройти потенциально непростой период 2026–2027 годов в сегменте строительства. Среднесрочно (3–5 лет), на фоне восстановления рынка жилищного строительства, масштабирование уже работающего бизнеса в сегментах проектного финансирования и секьюритизации позитивно скажется на результатах ДОМ.РФ.

Долгосрочно (более 5 лет) станет более значимым эффект работы ПФ в ИЖС, фондирования со стороны МСБ, доходов от цифровых продуктов. Группа, по оценкам НКР, удвоит капитал к 2030 году и продолжит дивидендную историю с ожидаемым повышением дивидендной доходности с 11% с выплатой в 2026 году до 24% с выплатой в 2030 году.

Рост ROE. Недооценённая способность создавать капитал

ROE Группы выросла в I полугодии 2026 года до 23,8%. Этот показатель выше долгосрочных прогнозов, которые были даны в ходе IPO (20–22%). Прогноз НКР предполагает сохранение ROE в среднем около 24% в ближайшие два года (23,5% в 2026 году и 24,5% в 2027 году), рост до максимальных 26% к 2030 году с дальнейшей нормализацией на уровне 22% (возвращение к уровню 2025 года) по мере насыщения рынка жилищного строительства.

Краткосрочно: поддержка ROE не требует сверхусилий

ROE Группы росла даже в период кризиса в банковском секторе: с 15% в 2022 до 17% в 2023 и 19% в 2024 году. Рынок воспринимает этот факт как подтверждение стабильности бизнеса ДОМ.РФ. И действительно, в особо сложном 2022 году чистая прибыль Группы снизилась на 9% г/г, тогда как прибыль всего банковского сектора упала на 91% г/г.

Однако, на наш взгляд, ROE Группы в 2020–2024 годах находилась под давлением недоиспользования капитала и консервативного подхода к резервированию, и высокой стоимости фондирования. Влияние всех этих

Структура, динамика чистой прибыли

млрд руб.	2024	2025	г/г, %
Банковский бизнес	25,7	49,2	91%
Казначейство	9,8	13,1	34%
Вовлечение земель	11,5	12,9	13%
Секьюритизация	8,4	6,0	–29%
Аренда	8,9	6,1	–31%
Прочее	1,5	1,6	4%
Чистая прибыль	65,8	88,8	35%

Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

факторов будет постепенно ослабевать в прогнозный и послепрогнозный периоды.

Группа с запасом соблюдала нормативы достаточности собственных средств, предусмотренные 225-ФЗ, что приводило к недоиспользованию капитала и ограничению прибыли. Достаточность капитала Группы на конец I полугодия 2026 года равнялась 13,0% при минимальных регуляторных требованиях в 11,5%. При этом скромное значение субординированного долга предполагает потенциал привлечения дополнительного финансирования.

НКР полагает, что более эффективное использование капитала в ближайшие годы позволит Группе раскрывать потенциал по ROE без сверхусилий.

Запас ликвидности Группы значителен и не требует мер, которые бы могли привести к увеличению процентных затрат. В связи с этим обоснованным представляется продолжение позитивного тренда по снижению стоимости фондирования, в том числе потому, что рост объёмов средств, привлечённых от физических лиц, совпадает с периодом снижения ключевой ставки.

При замедлении роста жилищного строительства и экономики в целом логично ожидать и повышения стоимости риска. Однако Группа заблаговременно создала избыточные для залогового типа бизнеса резервы: CoR нескольких последних кварталов находится на уровне 0,7%, оказывая давление на прибыль, тогда как в кредитовании под залог недвижимости традиционно считался достаточным уровень в 0,5% (против среднего по банковской системе CoR = 1,0% в 2025 году).

В 2026–2027 годах динамика CoR ДОМ.РФ будет более сглаженной, чем можно было бы ожидать в потенциально непростых для строительного сектора условиях. После прохождения пика вероятно нормализация CoR (см. график). Она обусловлена специализацией Группы, которая формирует широкую воронку продаж и возможность отбора качественных проектов, что ограничивает долгосрочный рост CoR. Клиентская база Группы — 460 групп застройщиков (60% объёмов жилищного строительства в России), это позволяет Группе выбирать оптимальные проекты. Так, в среднем, на момент проведения IPO из более 3 тыс. проектов в стране в год Группа рассматривала половину и выбирала около 250.

Среднесрочно: ROE — функция продолжения роста и эффективности

Процентные доходы являются основным бизнесом Группы. Чистые процентные доходы (ЧПД) выросли в 2025 году на 40,8%, до 133,3 млрд руб. Рост в 1П26 составил +30% г/г, до 89 млрд руб.

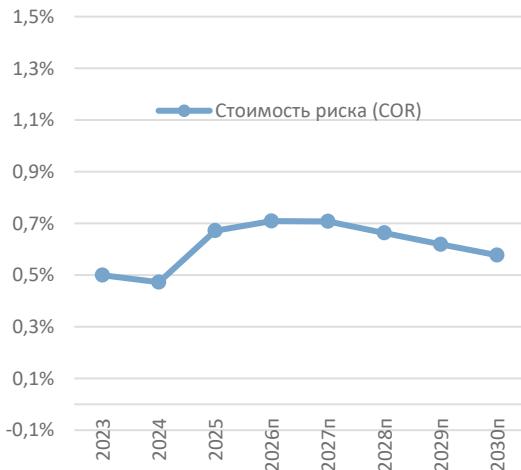
NIM близка к нормализации. NIM без учёта секьюритизации исторически росла с ростом масштаба бизнеса: с 2,2% в 2020 году до 4,0% за 2025 год. Достигнутый в 2025 году в целом стал соответствовать среднему по банковскому сектору, согласно данным ЦБ. В I полугодии 2026 года NIM выросла до 4,3% в соответствии со стратегией ДОМ.РФ по диверсификации и удешевлению источников фондирования. Хотя продолжение поддержки NIM теоретически возможно благодаря дальнейшему масштабированию бизнес-модели и снижению стоимости фондирования (физлица и МСБ), НКР не закладывает агрессивного увеличения этого показателя на перспективу (см. график).

Прогнозную NIM Группы можно охарактеризовать как малочувствительную к изменению ключевой ставки ЦБ, в том числе в силу сбалансированного подхода в формировании структуры активов и пассивов. NIM сегмента секьюритизации тоже не зависит от ключевой ставки напрямую, так как соответствующий доход справедливо относится Группой к комиссионным, хотя формально по МСФО и является процентным.

В связи с этим рост процентных доходов будет обеспечиваться ростом активов, а не NIM. Кредитный портфель вырос на 26,0% г/г, до 5,3 трлн руб., в 2025 году. Прогноз НКР предполагает удвоение портфеля до 10,9 трлн руб. в 2030 году.

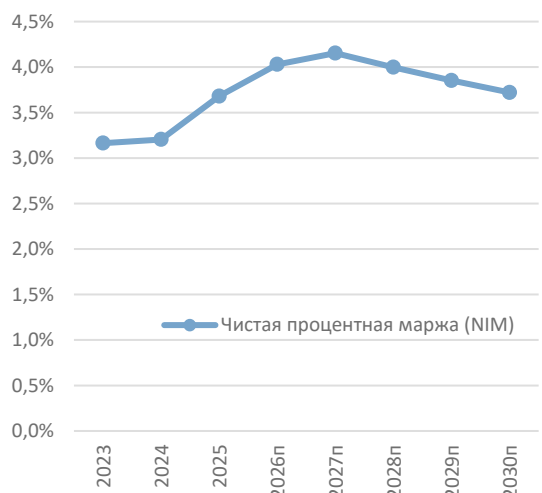
B2B природа бизнеса характеризуется низкими расходами по сравнению с розницей. Так, коэффициент операционных затрат (CIR) составил 28% в 2025 году против 38% у ведущего универсального банка страны.

Прогноз стоимости риска (CoR)



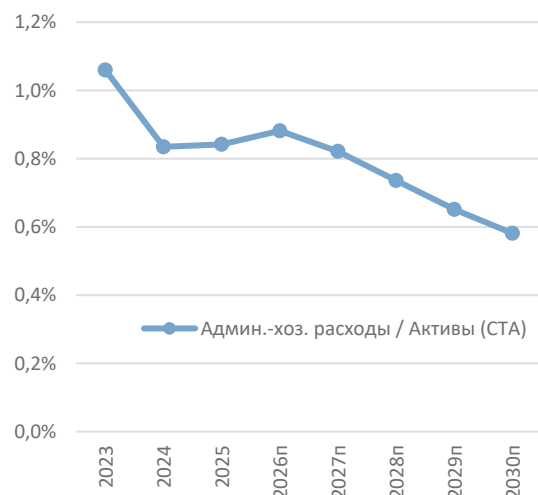
Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Прогноз чистой процентной маржи (NIM)



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Прогноз админ.-хоз. расходы / активы (СТА)



Источники: ДОМ.РФ, расчёты НКР

Кроме того, Группа способна масштабировать основные линейки бизнеса без роста численности и дополнительных инвестиций в ИТ-системы благодаря той платформе и команде, которые были созданы в прошлые годы.

Отношение административно-хозяйственных расходов к активам было стабильно г/г на уровне 0,8% в 2025г. НКР прогнозирует плавное улучшение показателей эффективности за счёт масштабирования бизнеса (см. графики).

Налоговая ставка вырастет. Согласно 161-ФЗ институт развития в составе Группы имеет нулевую ставку налога на прибыль. Эффективная ставка налога Группы, тем не менее, будет расти, что связано с сокращением налоговых убытков прошлых лет. НКР закладывает, что эффективная налоговая ставка Группы вырастет с 17,6% в 2025 году до 23%.

ДОМ.РФ как история роста и дивидендная история

Повышение ROE по мере масштабирования бизнеса предполагает возможность удвоения капитала Группы к 2030 году, оставляя и возможность значительных дивидендов в 50% от чистой прибыли.

Дивидендная история Достаточность капитала ДОМ.РФ на уровне 11,5% является пороговым значением для выплаты дивидендов. Мы полагаем, что Группа сохранит значения достаточности выше этого уровня, и дивиденды вырастут с 247 руб. на акцию (дивидендная доходность 11%) с выплатой в 2026 году до 571 руб. на акцию (дивидендная доходность 26%) с выплатой в 2030 году. Рост чистой прибыли замедлится со среднегодовых 37% в 2023–2025 до 27% в 2025–2027 и 22% в 2025–2030 годах, но всё ещё будет достаточно высоким. Таким образом, в среднесрочной перспективе Группа останется одновременно и историей роста, и значимой дивидендной историей.

ОСНОВНЫЕ ФОРМЫ ОТЧЁТНОСТИ

Источники: данные ПАО ДОМ.РФ; оценки НКР

R&L, млрд руб.	2024	2025	2026п	2027п	2028п	2029п	2030п
Чистые процентные доходы (ЧПД)	123	162	216	265	307	355	406
Восстановление/(создание) резервов	-18	-31	-41	-47	-52	-56	-59
ЧПД (за вычетом резервов)	104	131	175	218	256	299	347
Чистые комиссионные доходы	7	13	17	22	26	29	33
Функции агента, нетто	11	11	12	13	14	15	15
Доходы от инвест. недвижимости, нетто	6	8	11	14	17	20	24
Расходы по фин. инструментам* (резервы)	-7	-11	-12	-14	-15	-17	-18
Прочие непроцентные доходы	-5	3	2	1	0	0	0
Непроцентные доходы	12	26	31	36	42	48	54
Прочая прибыль	1	5	11	5	4	4	4
Операционные доходы	118	161	217	258	302	351	405
Административно-хоз. расходы	-39	-49	-58	-65	-71	-77	-82
Амортизация	-4	-5	-5	-6	-7	-8	-9
Прибыль до налогообложения	75	108	154	187	224	267	315
Расход по налогу на прибыль	-9	-19	-34	-43	-51	-61	-72
Чистая прибыль	66	89	119	144	172	205	242
Дивиденды начисленные	24	45	60	72	86	103	121
Дивиденды, % от прибыли	34%	50	50%	50%	50%	50%	50%
Дивиденд (руб./акция):							
Начисленный	147	247	331	400	479	571	674
Выплаченный	93	147	247	331	400	479	571
Дивидендная доходность (%):							
Начисленная	7%	11%	15%	18%	22%	26%	30%
Выплаченная	4%	7%	11%	15%	18%	22%	26%

* Кредиты, оцениваемые по справедливой стоимости

Баланс, млрд руб.	2024	2025	2026п	2027п	2028п	2029п	2030п
Денежные средства, эквиваленты	788	246	633	1 199	1 976	3 020	4 127
Средства в финансовых учреждениях	29	13	13	13	13	13	13
Инвестиционные ценные бумаги	334	606	606	606	606	606	606
Кредиты клиентам	4 220	5 318	6 188	7 234	8 377	9 611	10 933
вкл. секьюритизированные закладные	1 607	1 934	2 171	2 436	2 704	2 972	3 237
Инвестиционная недвижимость	114	133	173	215	273	333	396
Основные средства, НМА	20	25	29	33	38	42	47
Прочие активы	63	82	82	82	82	82	82
Активы	5 568	6 424	7 724	9 383	11 365	13 707	16 205
Средства финансовых учреждений	564	511	511	511	511	511	511
Средства клиентов	2 468	2 965	3 732	4 710	5 869	7 223	8 784
Облигации выпущенные	2 036	2 361	2 819	3 416	4 139	5 008	5 804
вкл. облигации «Фабрики ИЦБ»	0	1 910	2 149	2 412	2 677	2 942	3 205
вкл. инфраструктурные облигации	0	110	127	146	165	184	203
Прочие заёмные средства	53	47	47	47	47	47	47
Обязательства кредитного характера	26	21	21	21	21	21	21
Прочие обязательства	43	49	49	49	49	49	49
Обязательства	5 189	5 954	7 179	8 753	10 635	12 858	15 216
Акционерный капитал	227	252	252	252	252	252	252
Эмиссионный доход	0	6	6	6	6	6	6
Собственные выкупленные акции	0	-5	-5	-5	-5	-5	-5
Прочие фонды	3	4	4	4	4	4	4
Нераспределённая прибыль	150	213	287	372	472	591	731
Неконтрольные доли участия	0	0	0	1	1	1	1
Итого собственные средства	380	470	545	629	730	849	989
Обязательства, собственные средства	5 568	6 424	7 724	9 383	11 365	13 707	16 205

Коэффициенты P&L, %	2024	2025	2026п	2027п	2028п	2029п	2030п
Расходы / Доходы (CIR)	26,4%	25,8%	22,6%	21,5%	20,2%	18,8%	17,6%
Расходы с амортизацией / Доходы (CIR2)	29,0%	28,3%	24,6%	23,4%	22,1%	20,7%	19,4%
Админ.-хоз. расходы / Активы (СТА)	0,8%	0,8%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%
Чистая процентная маржа (NIM)	3,2%	3,7%	4,0%	4,2%	4,0%	3,9%	3,7%
Стоимость риска (COR)	0,5%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%
Стоимость риска, уч. переоценки* (COR_2)	0,6%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%
<u>ROE</u> , %	18,7%	21,6%	23,5%	24,5%	25,3%	26,0%	26,4%
<u>ROA</u> , %	1,4%	1,5%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%

* Кредиты, оцениваемые по справедливой стоимости

Основные параметры баланса, млрд руб.	2024	2025	2026п	2027п	2028п	2029п	2030п
КРЕДИТНЫЙ ПОРТФЕЛЬ	4 220	5 318	6 188	7 234	8 377	9 611	10 933
Кредиты юрлицам	1 963	2 640	3 177	3 882	4 683	5 576	6 559
Кредиты физлицам	2 257	2 678	3 011	3 352	3 694	4 035	4 374
СРЕДСТВА КЛИЕНТОВ	2 468	2 965	3 732	4 710	5 869	7 223	8 784
Средства юрлиц	1 352	1 439	1 907	2 535	3 305	4 229	5 320
Средства физлиц	1 116	1 526	1 826	2 175	2 564	2 993	3 464
КРЕДИТ. ПОРТФЕЛЬ/СРЕДСТВА КЛИЕНТОВ	171%	179%	166%	154%	143%	133%	124%

ОЦЕНКА ПО МЕТОДУ DDM, ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ОЦЕНКИ

Источники: данные ПАО ДОМ.РФ; оценки НКР

Ставка дисконтирования

Основные параметры расчёта

Безрисковая ставка, %	14,5%
Премия за риск, %	8,0%
Beta	1,1
Стоимость капитала, %	22,9%

DDM оценка, млрд руб.	2026п	2027п	2028п	2029п	2030п	2031п	2032п
Чистая прибыль	119	144	172	205	242	283	306
% от прибыли	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Дивиденды	45	60	72	86	103	121	141
Стоимость капитала, %	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5
Параметр дисконтирования	1,0	0,8	0,7	0,5	0,4	0,4	0,3
Параметр дисконтирования	1,0	0,8	0,7	0,5	0,4	0,4	0,3
Дисконтированные потоки	45	49	48	47	46	44	42
Сумма дисконтированных потоков	445						
Рост в постпрогнозный период, %	4,0						
Приведенная терминальная стоимость	151						
Доля терминальной стоимости в оценке, %	25						
Расчётная акционерная стоимость	596						
Количество акций, млн	180						
Расчётная цена, руб./акция	3313						
Текущая цена, руб./акция	2 226						
Потенциал роста, %	48,8						
Дивидендная доходность до конца года, %	0,0						
TSR , %	48,8						

Расчёт чувствительности оценки, руб./акция

Рост в постпрогнозный период, %	CoE (%)								
	0,0%	18,5%	19,5%	20,5%	21,5%	22,5%	23,5%	24,5%	25,5%
	2,5%	4 216	3 924	3 668	3 441	3 239	3 058	2 895	2 748
	3,0%	4 266	3 965	3 701	3 469	3 262	3 078	2 912	2 763
	3,5%	4 319	4 008	3 737	3 498	3 287	3 098	2 929	2 777
	4,0%	4 376	4 054	3 775	3 530	3 313	3 120	2 948	2 793
	4,5%	4 436	4 104	3 815	3 563	3 340	3 143	2 967	2 809
	5,0%	4 501	4 156	3 858	3 598	3 369	3 167	2 987	2 826
	5,5%	4 572	4 212	3 903	3 635	3 400	3 193	3 009	2 844

ГЛОССАРИЙ

Beta — бета-коэффициент актива, который определяется как отношение ковариации актива к дисперсии рыночного портфеля. Коэффициент измеряет риск, добавляемый инвестицией к рыночному портфелю

DDM (Dividend Discount Model) — метод дисконтирования дивидендного потока на акционерный капитал

P&L (Profit and Loss Statement) — отчёт о финансовом результате

ROA (Return on Assets) — рентабельность активов

ROE (Return on Equity) — рентабельность капитала

TSR (Total Shareholder Return) — общая доходность на определённую дату, включающая прирост капитала и полученный дивидендный доход