

# ДОМ.РФ

Финансовый и технологический  
фундамент рынка недвижимости

14 НОЯБРЯ 2025



## ДОМ.РФ

ДОМ.РФ – один из крупнейших финансовых институтов развития сферы жилищного строительства и инфраструктуры, объединяющий банковские и небанковские сегменты бизнеса в компанию с устойчивыми среднегодовыми темпами роста активов (в 2020–2024 гг.) на 43% и прибыли – на 26%, превышающие темпы банковского сектора в целом. Мы ожидаем увеличения активов группы в 2025–2030 гг. в среднем на 13% в год, а чистой прибыли – на 14% ежегодно при ROE более 21% и коэффициенте дивидендных выплат 50% чистой прибыли.

- **Уникальные конкурентные преимущества за счет роли ведущего института развития жилищной сферы.** ДОМ.РФ входит в топ-10 финансовых групп РФ по активам и имеет особое правовое регулирование. Компания обладает уникальными направлениями бизнеса – по реализации земель и объектов недвижимости, принадлежащих государству, развитию рынка жилищного строительства и секьюритизации ипотеки. Регулирование и компетенции группы в этих сегментах создают защищенные от конкурентов ниши, которые могут обеспечивать стабильный доход для акционеров.
- **Ставка на рост объемов финансирования строительства недвижимости и инфраструктуры.** ДОМ.РФ обладает уникальными для рынка компетенциями и данными в сфере финансирования проектов строительного сектора. Этот рынок может возобновить рост при снижении процентных ставок на фоне запуска большего числа новых проектов и увеличения доступности рыночных ипотечных программ. Такая динамика, возможно, позволит ДОМ.РФ наращивать масштабы бизнеса и объем кредитного портфеля быстрее рынка.
- **Чистая прибыль может составить 86 млрд руб. (плюс 31% г/г) в 2025 году и 100 млрд руб. (плюс 17% г/г) в 2026 году.** При дивидендах 50% от чистой прибыли группа может выплатить за 2025 год 43 млрд руб., а ROE постепенно увеличится – с 19% в 2024 году до 21% по итогам 2025 года и 22% к 2028 году; это хороший уровень для банковского сектора. Достаточность капитала группы высокая, норматив Н1.0 по итогам 9М25 (13,6%) превысил минимальный порог на 2,1 п. п., что формирует запас для роста активов в будущем.

## Содержание

Инвестиционная привлекательность ДОМ.РФ .....	4
Риски.....	8
ДОМ.РФ по сравнению с другими публичными компаниями на рынке акций .....	11
Обзор бизнеса и сегментный анализ .....	14
Стратегия развития ДОМ.РФ .....	27
Финансовые результаты и прогнозы .....	30



# Инвестиционная привлекательность ДОМ.РФ

## Почему российский финансовый сектор?

Несмотря на «охлаждение» российской экономики, результаты банковского сектора остаются высокими. Чистая прибыль сектора по итогам 2024 года достигла 3,8 трлн руб., а по итогам 2025 года, согласно нашим оценкам, она может составить 3–3,5 трлн руб. Жесткое регулирование со стороны ЦБ, рост требований к достаточности капитала и ограничение уровня рисков, которые принимают на себя банки, поддерживают стабильность сектора. Снижение ключевой ставки до 10% и нормализация темпов роста ВВП до 2% к 2027 году могут создать благоприятную среду для продолжения органического роста российских финансовых компаний, обеспечив нормализацию кредитного риска и устойчивость процентной маржинальности.



Источник: ЦБ РФ, SberCIB



Источник: ЦБ РФ, SberCIB

## Почему ДОМ.РФ?

Мы выделяем девять ключевых факторов инвестиционной привлекательности группы «ДОМ.РФ».

### 1. УНИКАЛЬНОЕ ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

ДОМ.РФ обладает уникальным правовым статусом, закрепленным в федеральных законах №225-ФЗ, №161-ФЗ, №214-ФЗ. Законы определяют приоритетные сферы деятельности компании: вовлечение в оборот и предоставление земельных участков, комплексное развитие территорий, финансирование строительной индустрии, секьюритизация ипотечных закладных, роль оператора программ льготного ипотечного кредитования, развитие рынка арендного жилья и лифтостроительной отрасли, а также цифровизация жилищной сферы и развитие проектного и ипотечного кредитования.

Нормативные акты, наделяющие ДОМ.РФ этими полномочиями, предоставляют компании исключительные права и регуляторную поддержку (например, мораторий на банкротство), формирующие конкурентные преимущества и усиливающие возможности для ведения прибыльного бизнеса в определенных сегментах. Эти защищенные ниши в совокупности с эффективным взаимодействием компании с правительством и регулирующими органами позволяют ожидать дальнейшего роста ее бизнеса в отдельных сегментах.

Одной из важнейших функций является роль единственного агента Российской Федерации по реализации земельных участков и объектов, находящихся в федеральной собственности (отдельные госкомпании, ведомства и подведомственные организации и т. д.). Этот статус обеспечивает ДОМ.РФ стабильный поток комиссионных доходов и укрепляет его позиции на рынке.

## **2. ДОКАЗАННЫЕ КОМПЕТЕНЦИИ И ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ В СФЕРЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ И РАЗВИТИЯ СТРОИТЕЛЬНОГО СЕКТОРА**

ДОМ.РФ начал свою историю как Агентство по ипотечному жилищному кредитованию и изначально концентрировался на операциях, связанных с финансированием строительства и недвижимости. За свою почти 30-летнюю историю компания смогла сформировать уникальные компетенции в этой сфере.

Помимо этого, ДОМ.РФ выступает оператором программ льготного ипотечного кредитования и агентом РФ по вовлечению земельных участков в оборот, что также обеспечивает ему уникальные возможности для ведения бизнеса, связанного со сферой недвижимости.

Компания аккумулирует и систематизирует всю информацию о рынке жилищного строительства в России, выступая в роли центра компетенций. Согласно федеральному закону №214-ФЗ, ДОМ.РФ как единый институт развития жилищной сферы является оператором Единой информационной системы жилищного строительства, на платформе которой аккумулируется информация об объектах жилищного строительства. На ней размещают проектные декларации всех строящихся многоквартирных домов, что, в свою очередь, создает для ДОМ.РФ уникальные конкурентные преимущества за счет доступа к наиболее полному набору данных о жилищной сфере среди всех игроков на рынке.

## **3. УСТОЙЧИВЫЙ РОСТ С ВЫСOKИМ УРОВНЕM ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРИ НИЗКОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ ФИНАНСОВОГО РЕЗУЛЬТАТА**

Группа обеспечивает привлекательное для инвесторов соотношение риска и доходности при низкой волатильности финансовых результатов даже в кризисных условиях. В период с 2020 по 2024 годы группа демонстрировала стабильно высокую и предсказуемую для акционеров доходность, а к 9М25 нарастила уровень рентабельности собственного капитала (ROE) до 21%. Показательно, что даже в кризисном 2022 году компании удалось заработать чистую прибыль лишь на 9% меньше, чем в 2021 году, а рентабельность капитала составила 15%. Прибыль всего банковского сектора России за тот же период снизилась на 91%, что подчеркивает устойчивость бизнес-модели ДОМ.РФ. Такие финансовые результаты были достигнуты при одной из самых высоких среди крупнейших банков стоимости фондирования, в том числе из-за низкой доли дешевых пассивов (остатки на текущих счетах, зарплатные проекты и т. п.), которая, по данным ДОМ.РФ, составляла около 1% от объема средств клиентов.

Росту ROE группы способствует повышение ее чистой процентной маржи на фоне работы по диверсификации ее структуры фондирования (в т. ч. за счет дешевых пассивов) и оптимизации ценообразования по ее ключевым продуктам (в т. ч. проектному финансированию и ипотечной секьюритизации) в совокупности с высоким уровнем операционной эффективности. Снижение стоимости фондирования на 1% при прочих равных и при сохранении доходности активов может приводить к росту ROE группы до 5%.



Способность компании генерировать устойчиво высокую рентабельность в условиях повышенной достаточности капитала дополнительно подтверждает эффективность ее бизнес-модели и потенциал дальнейшего роста ROE при сближении H1 со среднерыночными значениями.

#### **4. СТАБИЛЬНЫЕ ДИВИДЕНДНЫЕ ВЫПЛАТЫ**

ДОМ.РФ придерживается предсказуемой и прозрачной дивидендной политики, стреясь выплачивать по акциям 50% скорректированной чистой прибыли по МСФО. Выплаты производятся в различной форме, включая денежные средства и недвижимость. Наблюдательный совет ДОМ.РФ 21 октября 2025 года принял дивидендную политику, которая предполагает коэффициент выплат на уровне 50% чистой прибыли по МСФО без учета признанных в ее составе корректировок в соответствии с распоряжением Правительства Российской Федерации от 29.05.2006 № 774-р.

Стабильность дивидендных выплат подтверждается историческими данными. Так, средний коэффициент выплат ДОМ.РФ за последние 15 лет составил 45%, а общий объем дивидендов превысил 140 млрд руб.

В совокупности с хорошим профилем роста и рентабельности устойчивость дивидендных выплат повышает инвестиционную привлекательность группы «ДОМ.РФ» за счет диверсификации факторов создания акционерной стоимости.

#### **5. ДИВЕРСИФИЦИРОВАННАЯ БИЗНЕС-МОДЕЛЬ**

Операционные доходы компаний демонстрируют высокий уровень диверсификации, будучи практически равномерно распределены между процентными (около 60%) и непроцентными (комиссионными) доходами (около 40%) по итогам 2024 года. Наличие таких направлений бизнеса, как секьюритизация ипотечных активов, деятельность по реализации земельных участков, объектов недвижимости и имущественных комплексов, а также портфель институциональной аренды жилой недвижимости создают дополнительные стабильные источники прибыли. Эти доходы слабо зависят от традиционного банковского цикла в силу «длины» портфелей проектного финансирования, ипотечных кредитов и секьюритизации и высокого уровня управления процентным риском, что повышает общую финансовую устойчивость группы в условиях макроэкономической нестабильности.

#### **6. БОЛЬШОЙ МАСШТАБ БИЗНЕСА ОБЕСПЕЧИВАЕТ СТАБИЛЬНОСТЬ**

Группа «ДОМ.РФ» обладает значительным финансовым буфером, что является ключевым фактором стабильности. На конец 9M25 года капитал группы составлял 416 млрд руб., а объем активов превышал 5,8 трлн руб., и банк ДОМ.РФ по итогам 10M25, по данным ЦБ, входил в топ-10 кредитных организаций по размеру активов. Такой масштаб позволяет уверенно финансировать крупные проекты, соответствовать всем регуляторным требованиям, включая нормативы достаточности капитала, и абсорбировать потенциальные убытки без угрозы для финансовой устойчивости. В октябре 2025 года Банк ДОМ.РФ был признан системно значимой кредитной организацией, что повышает доверие участников рынка к нему и открывает дополнительные возможности для поддержки в случае кризисных явлений.

Исторически ДОМ.РФ сохранял высокую достаточность капитала в условиях повышенных регуляторных нормативов за счет небанковских бизнесов. Так, достаточность капитала H1 группы по итогам 9M25 составила 13,6% при регуляторном минимуме 11,5%.

## 7. ВЫСОКОЕ КАЧЕСТВО ОПЕРАЦИОННОГО УПРАВЛЕНИЯ И ЭФФЕКТИВНОСТИ

ДОМ.РФ демонстрирует одни из лучших в банковском секторе показателей операционной эффективности. Соотношение затрат (с учетом амортизации) и доходов группы (CIR) в среднем за последние годы снизилось до менее 30%, что ниже, чем в секторе в целом. В 2024 году CIR без учета амортизации составил 26% против 37% по крупнейшим банкам РФ, что также служит основой для дальнейшего эффективного масштабирования, а за 9M25 снизился до 25%.

Это свидетельствует о жестком контроле над операционными расходами, успешной цифровизации процессов и способности масштабировать бизнес без пропорционального роста издержек, что напрямую положительно влияет на прибыльность. Инвестиции в основные продуктовые направления уже осуществлены в предыдущие годы.

Среди ключевых инициатив по дальнейшему росту эффективности управления операционными расходами – автоматизация процесса секьюритизации и ее масштабирования без дополнительных затрат за счет комиссионной природы бизнеса, а также оптимизация «корпоративного конвейера» по направлению инфраструктурных облигаций и проектному финансированию.

## 8. ПОТЕНЦИАЛ РОСТА КРОСС-ПРОДАЖ ПРОДУКТОВ ГРУППЫ

Один из ключевых драйверов органического роста – значительный потенциал для перекрестных продаж продуктов группы. Широкая клиентская база в одном сегменте (например, ипотечные заемщики/должники средств на счетах эскроу или корпоративные клиенты из строительной отрасли) представляет собой готовую аудиторию для предложения других услуг ДОМ.РФ: страхования, комиссионных транзакционных продуктов и т. д. Реализация этой стратегии позволит увеличить доход с одного клиента и снизить стоимость его привлечения.

## 9. ПЕРЕХОД К ЦЕЛЕПОЛАГАНИЮ ПУБЛИЧНОЙ АКЦИОНЕРНОЙ КОМПАНИИ

Несмотря на то что ДОМ.РФ – это государственная компания, получение статуса публичной, согласно заявлениям менеджмента, является стратегическим шагом и дальнейшим развитием философии управления. Это подразумевает усиление фокуса на повышении акционерной стоимости, рентабельности бизнеса, финансовой прозрачности и качества корпоративного управления. Публичный статус будет дисциплинировать менеджмент, требуя более четкого обоснования стратегических решений и их объяснения широкому кругу инвесторов, что в конечном итоге направлено на повышение эффективности всей группы. Также группа расширила состав наблюдательного совета, избрав в него трех независимых директоров.

## Риски

Бизнес-модель ДОМ.РФ, его конкурентное положение и потенциал дальнейшего развития подвержены значительному количеству как отраслевых, так и специфических для компании рисков. Мы выделяем семь ключевых факторов, которые могут существенно повлиять на устойчивость бизнеса группы, динамику роста, а также на наши финансовые прогнозы.

### Секторальные риски

**1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ МОГУТ УХУДШИТЬСЯ.** В нашем базовом сценарии мы ожидаем, что Банк России продолжит цикл смягчения денежно-кредитной политики. В результате ключевая ставка снизится до 16% к концу 2025 года и до 12% к концу 2026 года. Рост ВВП по итогам нынешнего года, согласно нашим оценкам, может составить около 0,7%, а в 2026 году – также остаться вблизи 1% с последующим восстановлением до 2% в среднесрочной перспективе 2028 года. При этом инфляция, как ожидается, вернется к цели регулятора (4%) к концу 2027 года.

Однако в случае ухудшения экономической конъюнктуры, более сильного, чем ожидалось, замедления роста ВВП и сохранения повышенных процентных ставок на более длительный срок спрос на объекты недвижимости может остаться под давлением. Это приведет к сокращению запуска новых проектов, сохранению ограниченного спроса на новое кредитование и потенциальному ухудшению качества обслуживания текущего кредитного портфеля со стороны заемщиков. Хотя ДОМ.РФ демонстрирует достаточно низкую чувствительность чистых процентных доходов к процентному риску (которая в среднем не превышает 2 млрд руб. при параллельном сдвиге кривой доходности на плюс-минус 4%) и, вероятно, сохранит чистую процентную маржу выше 3%, реализация кредитного риска может потребовать более активного формирования резервов, чем заложено в наши базовые прогнозы.

**2. КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО В СТРОИТЕЛЬНОМ СЕКТОРЕ И ФИНАНСИРОВАНИИ НЕДВИЖИМОСТИ МОЖЕТ СНИЗИТЬСЯ, А МАРЖА – СОКРАТИТЬСЯ**

Кредитный портфель ДОМ.РФ в сегменте юридических лиц по состоянию на конец первого полугодия 2025 года на 83% был сконцентрирован на финансировании строительной отрасли. При этом кредитный портфель физических лиц практически полностью состоит из ипотечных кредитов. Кроме того, портфель средств клиентов на одну треть состоит из счетов эскроу, которые также неразрывно связаны со строительным сектором. Возникновение системных проблем в строительной отрасли может считаться маловероятным, но реализация рисков, выраженных в снижении спроса на объекты недвижимости, падении их рыночной стоимости или длительном периоде отставания роста цен от общей инфляции, может привести к значительному ухудшению финансового состояния заемщиков и качества кредитного портфеля. Мы отмечаем, что этот риск может затронуть все компании, занятые финансированием сектора. Также в сегменте корпоративных кредитов группы, выданных под покупку земельных участков (бридж-кредиты), может реализоваться правовой риск, связанный с изменением статуса земель, согласованием разрешений на строительство и прочими факторами, что может приводить к росту дефолтности этой группы займов в портфеле.

Вместе с тем мы отмечаем консервативный подход компании к созданию резервов. Соотношение резервов и просроченной задолженности по итогам 1П25 составило 204% (с учетом корректировки на переоценку кредитов по справедливой стоимости), что является одним

из самых высоких уровней в секторе. В случае улучшения макроэкономической обстановки и снижения кредитных рисков компания может потенциально перейти к сокращению расходов на резервы или их расформированию, что поддержит финансовые результаты группы, однако не учитывается в нашем базовом сценарии. В случае возникновения дефолтов по таким займам у ДОМ.РФ есть высокий потенциал для продажи проблемных проектов другим застройщикам. В этом компании помогает наличие развитых компетенций в комплексном развитии территорий и реализации земель, а также тесные взаимоотношения с крупнейшими строительными компаниями России. Быстрая передача проблемного проекта новому подрядчику снижает объем потенциальных потерь для кредитора.

В части бридж-кредитов в последние годы банки, занятые выдачей таких кредитов, также стали более консервативны. Такие займы, как правило, выдаются на проекты, где уже получено разрешение на строительство, что ограничивает административно-правовые риски.

### **3. РЕГУЛИРОВАНИЕ МОЖЕТ БЫТЬ ИЗМЕНЕНО**

#### **3.1 РЕГУЛИРОВАНИЕ ПРОГРАММ ЛЬГОТНОГО КРЕДИТОВАНИЯ МОЖЕТ БЫТЬ ИЗМЕНЕНО**

В таких сегментах, как выдача льготной ипотеки, финансирование инфраструктурных проектов, роль оператора программ льготного лизинга и некоторых других направлений роста бизнеса ДОМ.РФ во многом определяется объемом государственной поддержки. В случае изменения бюджетной политики и ограничения размеров субсидирования процентных ставок, а также сокращения лимитов кредитования по этим программам (за исключением программ финансирования инфраструктуры и льготного лизинга, текущие лимиты по которым уже утверждены) компания может столкнуться с замедлением роста бизнеса и снижением рентабельности в будущем.

В частности, мы видим риски в изменении параметров программ семейной ипотеки, на сегодняшний день являющейся основной программой льготной ипотеки по объемам выдач. Дифференциация льгот (процентной ставки) в зависимости от семейного положения заемщиков (количество детей), ограничение выдачи ипотечных кредитов лишь на одного супруга и прочие меры могут снизить ее доступность и привлекательность, сократить количество домохозяйств, которые ей воспользуются, и, следовательно, замедлить темпы роста выдач и портфеля ипотеки для ДОМ.РФ.

#### **3.2 РЕГУЛИРОВАНИЕ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА МОЖЕТ БЫТЬ ИЗМЕНЕНО.**

Регуляторные риски могут коснуться и банковской деятельности группы. Изменения в подходах к регулированию достаточности капитала, кредитного риска, нормативов ликвидности и прочих сферах со стороны ЦБ могут ограничить темпы роста компании и сектора в целом и негативно сказаться на рентабельности капитала, хотя, вероятно, повысят устойчивость банков.

#### **3.3 ПРАВИТЕЛЬСТВО МОЖЕТ ИЗМЕНИТЬ ПОДХОД К ПРОГРАММАМ ПОДДЕРЖКИ**

В случае изменения бюджетной политики и ограничения размеров субсидий к процентным ставкам у ДОМ.РФ, как и у остальных банков, может снизиться рентабельность выдач в рамках льготной ипотеки. В частности, снижение субсидии к процентной ставке на 0,5% с 2026 года снизит маржинальность этого сегмента бизнеса группы, если фондирование не будет снижаться еще быстрее. При этом данный риск может быть компенсирован за счет управления структурой ипотечного портфеля.

## Специфические риски для деятельности группы «ДОМ.РФ»

### 1. Конкуренция в непрофильных для компании сегментах может ограничить потенциал их роста

Бизнес-сегменты компании можно разделить на две группы. Первая – те, где она обладает устойчивыми конкурентными преимуществами в силу специального правового статуса, накопленной экспертизы и существующей клиентской базы. К ним относятся бизнес в качестве агента РФ по реализации земельных участков и зданий, финансирование инфраструктуры, секьюритизация ипотеки, проектное финансирование и лифтостроение. Однако вторую группу составляют рыночные бизнесы – такие как розничные банковские услуги (за исключением ипотеки), корпоративное кредитование (вне строительства) и прочие. В этих сегментах ДОМ.РФ не имеет существенных преимуществ по сравнению с другими, более крупными и специализированными игроками рынка, что объективно ограничивает их эффективный потенциал роста за пределами кросс-продаж в текущую клиентскую базу и базу, увеличенную за счет деятельности в профильных сегментах.

### 2. Стратегия снижения стоимости фондирования может быть реализована не в полной мере

Одной из стратегических задач ДОМ.РФ является оптимизация структуры пассивов и снижение средней стоимости фондирования за счет роста доли средств физических лиц и дешевых клиентских остатков в его структуре. Реализация этой стратегии может столкнуться с трудностями в условиях высокой волатильности ключевой ставки, ужесточения конкуренции за средства клиентов и низкого спроса клиентов на сберегательные и транзакционные продукты группы. Неполное достижение целей снижения стоимости фондирования может оказать давление на процентную маржу и общую рентабельность бизнеса. При сохранении чистой процентной маржи на отметке 3,5% (среднем уровне по итогам 2024–9M25) и ожидаемом нами уровне 4% в среднесрочной перспективе (по нашим оценкам – 2028–2029 гг.) операционные доходы могут быть на 10–15% ниже, чем в нашем базовом сценарии.

### 3. Возможности для быстрого органического роста активов группы могут быть ограниченны

Средний уровень рентабельности собственного капитала (ROE) ДОМ.РФ в 2021–2024 гг. составлял 19% и вряд ли он сможет превысить 22% в будущем, хотя и достиг 21% по итогам 9M25. Выплата 50% чистой прибыли в виде дивидендов при прочих равных условиях ограничивает темпы органического роста капитала примерно 11% в год. В таких условиях для поддержания целевых темпов роста компании может потребоваться привлечь капитал неорганическими методами. Текущие инвесторы могут негативно воспринять такие привлечения.

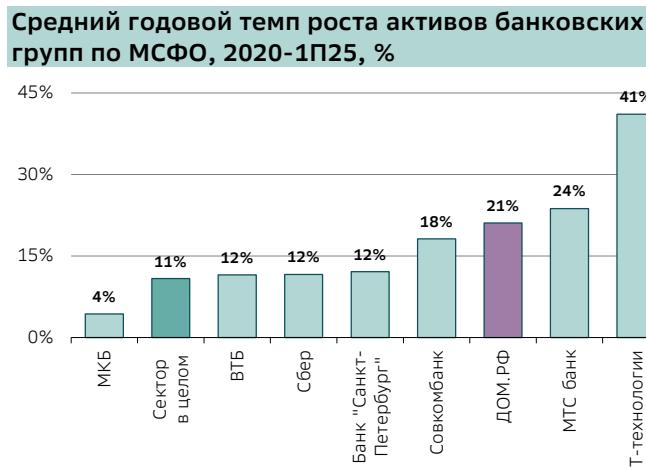
### 4. Уникальное правовое регулирование группы может быть изменено в негативную для акционеров сторону

ДОМ.РФ обладает уникальными регуляторными преимуществами в сегменте реализации земельных участков. В этом сегменте прибыль ДОМ.РФ не облагается налогом, а маржа за сделки устанавливается решениями правительственной комиссии. Изменение этих условий может отрицательно сказаться на финансовых результатах бизнеса группы. Подобные негативные изменения хоть и маловероятны, но все же возможны в этом и других сегментах бизнеса ДОМ.РФ.

## ДОМ.РФ по сравнению с другими публичными компаниями на рынке акций

**В последние годы ДОМ.РФ показывал одни из самых высоких темпов роста активов среди публичных банковских групп на рынке акций.** Ряд компаний совершали крупные сделки M&A: Т-Технологии, купившие Росбанк в 2024 году, и Совкомбанк, также купивший Хоум Банк в 2024 году. Аномальные темпы роста показал и МТС Банк, который приобрел портфель ОФЗ в мае 2025 года. Отчасти мы связываем этот с тем, что ДОМ.РФ получал дополнительный капитал в 2022 и 2023 гг. (в том числе для развития программ дальневосточной аренды) и с увеличением объема секьюритизированных ипотечных активов. Банк ДОМ.РФ занимает 10-е место по размеру среди банков РФ по итогам 1П25.

Доходность взвешенных по риску активов компании находится на уровне лидирующих в последние годы банков сектора – 2,8% в среднем за 2024–1П25 (2,9% за 2024–9М25) благодаря низкой плотности этих активов и хорошему уровню маржинальности бизнеса.



Источник: отчетность компаний по МСФО, ЦБ РФ, SberCIB

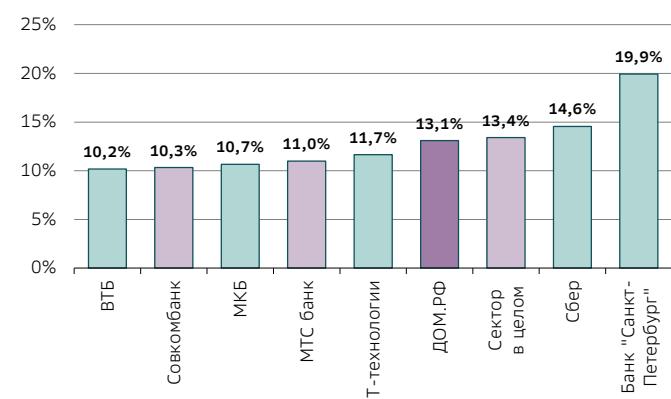


Примечание: квартальное усреднение

Источник: отчетность компаний по МСФО, ЦБ РФ, SberCIB

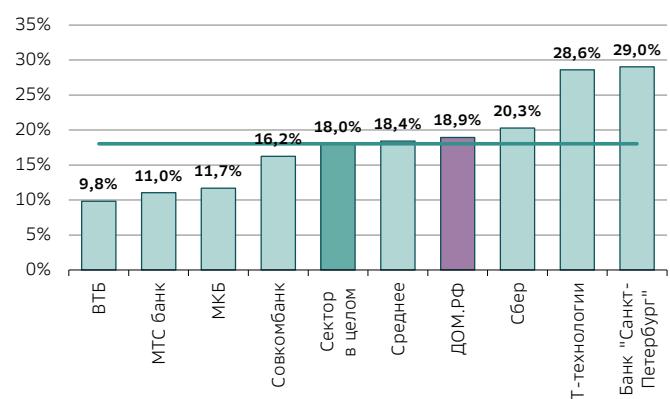
**Достаточность капитала группы превосходит регуляторные нормативы** (13,1% по H1 за 1П25 и 13,6% за 9М25 при минимальном значении 11,5%) и находится на высоких уровнях по сравнению с другими публичными игроками. Отчасти более высокий уровень капитализации группы в 2020–2024 гг. (в среднем 18% по уровню H1) в том числе за счет проводимых докапитализаций объясняет более низкий уровень ROE у ДОМ.РФ.

**ROE группы «ДОМ.РФ» в 2021–1П25 находился не выше среднего уровня по сектору –19%.** Во многом такой результат был достигнут за счет достаточно стабильных результатов 2022 года по сравнению с существенным падением прибыли и формированием убытков у большинства других компаний. Положительная динамика ROE у ДОМ.РФ, которую мы анализируем подробнее в разделе по финансовым результатам, может предполагать, что в будущем ROE окажется выше секторальных значений и по уровню будет сопоставим с другими крупнейшими публичными банковскими группами.

**Достаточность капитала, %**

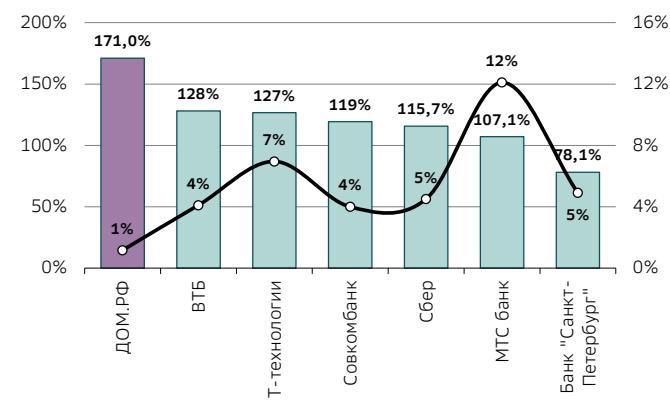
Примечание: Н1.0 фиолетовым для банков и Н1 для ДОМ.РФ, для банковских групп Н20.0 зеленым

Источник: Отчетность компаний, ЦБ РФ, SberCIB

**Среднегодовой ROE банковских групп 2021-1П25, %**

Источник: Отчетность компаний, ЦБ РФ, SberCIB

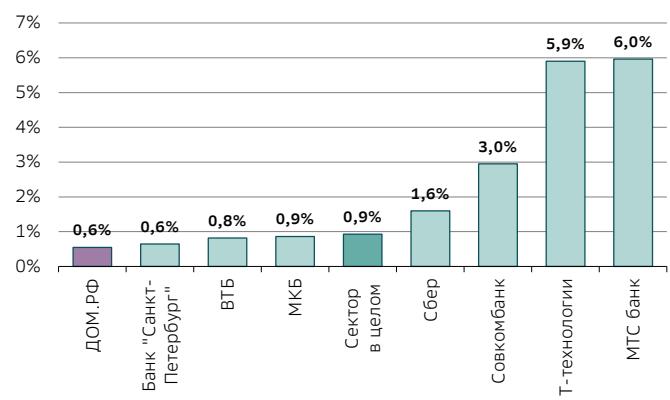
**Качество кредитного портфеля компании (с учетом секьюритизированных ипотечных активов) одно из самых высоких в секторе**, доля просроченной задолженности NPL90+ составляет 1% (по итогам 1П25 и 9М25); это меньше, чем у всех публичных игроков сектора, и ниже среднего по сектору в целом. При этом покрытие просроченной задолженности резервами высокое – 171% по итогам 1П25. Стоимость риска остается низкой, составляя лишь 0,6% по итогам 1П25 и 9М25, самый низкий уровень среди публичных организаций в силу специфики операционной модели группы (высокой доли ипотечного кредитования и проектного финансирования в структуре портфеля).

**Покрытие проблемных кредитов резервами 1П25, %**

■ Покрытие кредитов NPL90+ резервами —○— Доля кредитов NPL90+

Примечание: Неработающие кредиты 3-й стадии для Т-Технологий.

Источник: отчетность компаний по МСФО, ЦБ РФ, SberCIB

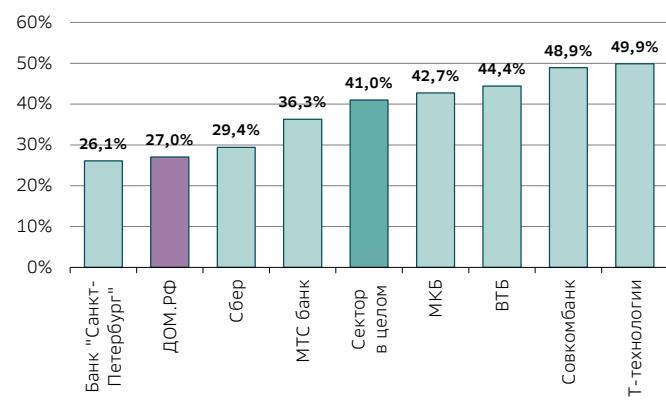
**Стоимость риска 1П25, %**

Источник: отчетность компаний по МСФО, ЦБ РФ, SberCIB

**ДОМ.РФ показывает высокую операционную эффективность** – соотношение операционных расходов и доходов с учетом амортизации в среднем за 2024–1П25 составило 29% (28% за 9М25), что ниже, чем у большинства других публичных компаний.

Структура операционных доходов группы в целом похожа на те, которые есть у большинства других финансовых компаний, и преимущественно связана с получением чистых процентных доходов. Прочие доходы ДОМ.РФ отличаются от прочих доходов большинства других банков и связаны с органическими доходами от небанковских бизнесов группы.

### Соотношение операционных расходов и доходов, среднее 2024-1П25, %

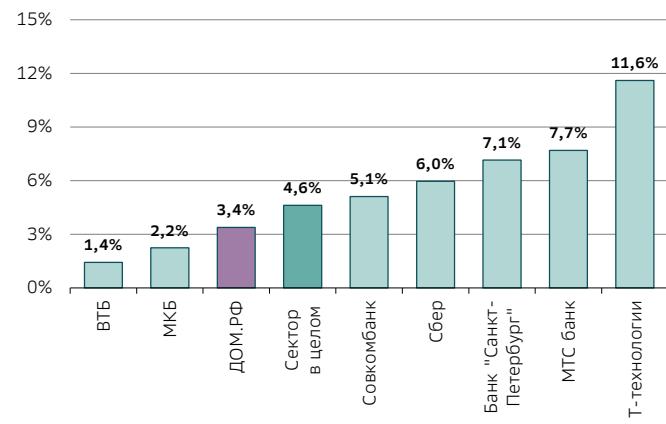


Примечание: квартальное усреднение.

Источник: отчетность компаний по МСФО, ЦБ РФ, SberCIB

Чистая процентная маржа группы ниже, чем у других публичных банков, и составляет в среднем 3,4% за 2024–1П25 (3,7% за 9М25). Она менее волатильна, чем у большинства других банков, а также структурно более низкая в силу фокуса на проектном финансировании и ипотечном кредитовании.

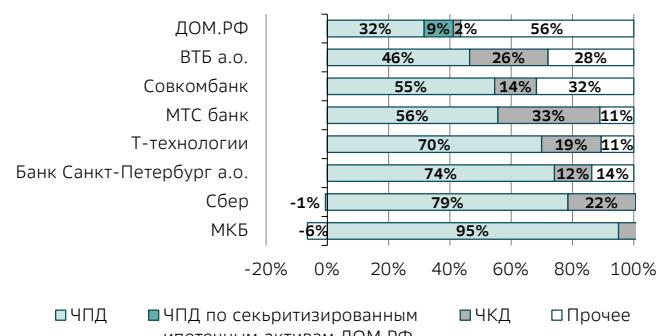
### Чистая процентная маржа, среднее за 2024–1П25, %



Примечание: ДОМ.РФ без учета секьюритизированных активов, квартальное усреднение для всех компаний.

Источник: отчетность компаний по МСФО, ЦБ РФ, SberCIB

### Структура операционных доходов в 2024 году, %



Примечание: структура ЧПД ДОМ.РФ без учета секьюритизированных ипотечных активов.

Источник: отчетность компаний по МСФО, ЦБ РФ, SberCIB

### Структура валового кредитного портфеля на конец 1П25, %



Примечание: ДОМ.РФ без учета секьюритизированных активов.

Источник: отчетность компаний по МСФО, ЦБ РФ, SberCIB

### Структура фондирования на конец 1П25, %



Примечание: ДОМ.РФ без учета ипотечных ценных бумаг в структуре обязательств.

Источник: отчетность компаний по МСФО, ЦБ РФ, SberCIB

## Обзор бизнеса и сегментный анализ

### Уникальный институт развития, объединяющий продукты финансирования жилищной сферы

ДОМ.РФ – уникальный финансовый институт развития жилищного рынка и строительной отрасли. Его функции и регулирование отличаются от аналогичных параметров банков и других финансовых компаний. Деятельность ДОМ.РФ регулируется федеральными законами №225-ФЗ и №161-ФЗ. Они предоставляют ДОМ.РФ иммунитет от банкротства, поддержку бюджета (при необходимости), особые правила расчета нормативов устойчивости для небанковской компании и статус эксклюзивного участника на отдельных рынках.

Бизнес компании объединяет линейку банковских и небанковских продуктов, дополняющих друг друга и направленных на финансирование и развитие жилищного строительства, а также смежных сегментов.

Компания играет системообразующую роль в секторе жилищного строительства. Она находится в центре клиентских путей всех участников сектора и объединяет инфраструктуру жилищной сферы с продуктами банковского бизнеса. Интеграция во все сегменты жилищного строительства и статус держателя информации о рынке строительства формируют уникальные конкурентные преимущества и компетенции компании.

Операционные доходы компании по итогам 2024 года на 40% состояли из комиссионного дохода и на 60% – из процентного. Прибыль компании (с учетом межсегментных операций) почти на 40% приходится на корпоративный бизнес (включая проектное финансирование (ПФ)) и 60% на остальные сегменты (казначейство, вовлечение земель в оборот и предоставление земельных участков, секьюритизацию и арендное жилье), на каждый из которых приходится не более 30% от общего результата.

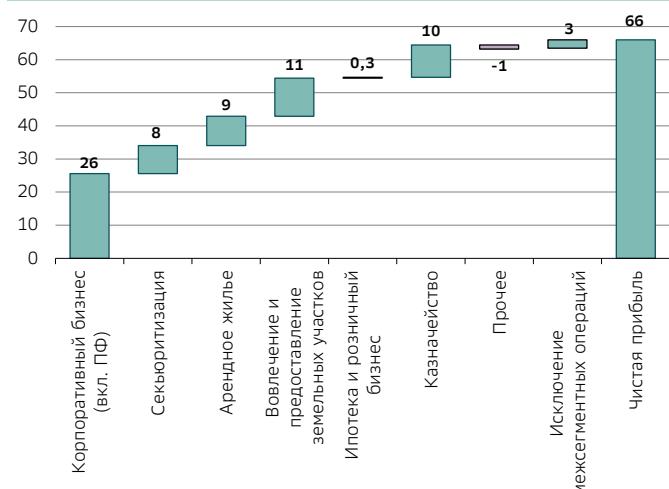
**Операционный доход ДОМ.РФ в 2024 году, %**



Примечание: Структура операционного дохода до исключения межсегментных операций

Источник: компания, SberCIB

**Чистая прибыль ДОМ.РФ по сегментам в 2024 г., млрд руб.**



## Как ДОМ.РФ помогает строительной отрасли на разных этапах строительства



Источник: компания, SberCIB

## Структура владения

ДОМ.РФ является компанией с государственным участием и на 100% принадлежит РФ.

## Вовлечение земель в оборот – бизнес как агента РФ

Первый этап строительства – поиск земли и планирование объектов. Благодаря федеральным законам № 225-ФЗ и № 161-ФЗ ДОМ.РФ обладает эксклюзивными полномочиями по вовлечению в оборот и реализации земельных участков и объектов недвижимости, находящихся в федеральной собственности. Компания стремится раскрыть потенциал неиспользуемых и неэффективно используемых земель, реализуя их рыночным игрокам. Наличие у ДОМ.РФ развитых ИТ-компетенций и большого объема данных о рынке недвижимости позволяет компании эффективно реализовывать новые участки, получая стабильный комиссионный доход, а также стимулирует связанные с ними перекрестные продажи других продуктов компании.

### КАК РАБОТАЕТ ВОВЛЕЧЕНИЕ ЗЕМЕЛЬ В ОБОРУТ?

- **Инициация проекта.** Застройщик может проявить интерес к приобретению конкретного участка; государственные органы и организации могут предложить к реализации неиспользуемые или неэффективно используемые земли и имущество. ДОМ.РФ может самостоятельно выявлять неэффективно используемые активы и инициировать их вовлечение в оборот.
- **Юридическая подготовка.** ДОМ.РФ готовит землю и объект к сделке, так как для большей части участков не имеется качественной документации, позволяющей сразу перейти к их реализации. Компания снимает имеющиеся на объекте ограничения, проводит градостроительную подготовку, разрабатывает концепцию развития территории и стратегию использования, актуализирует данные в ЕГРН и разрешительную документацию, гармонизирует данные различных федеральных реестров и т. д.
- **Оценка.** Проводится независимая оценка объекта для определения его рыночной стоимости.

**■ Проведение торгов и реализация.** ДОМ.РФ проводит торги на платформе «Сбер-АСТ» и знакомит потенциальных инвесторов с объектом. После реализации участка и передачи его в собственность или аренду новому владельцу ДОМ.РФ получает комиссионное вознаграждение.

Реализация участков создает высокий потенциал для перекрестных продаж других финансовых продуктов новым владельцам. ДОМ.РФ может предоставить проектное финансирование для новых объектов, инфраструктурное финансирование и увеличить свой фонд арендного жилья по схеме финансирования «за долю». В последнем случае ДОМ.РФ получает вознаграждение не в денежной форме, а в виде доли от помещений, которые застройщик передаст компании по окончании строительства. Такая схема позволяет застройщику сократить затраты на приобретение участка, а ДОМ.РФ пополняет свой арендный фонд жилья.

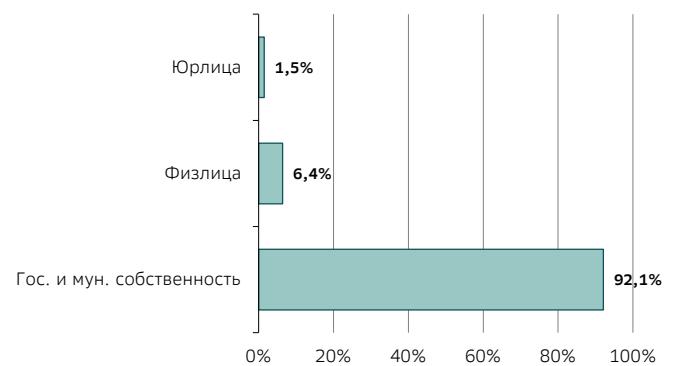
### РЫНОК ВОВЛЕЧЕНИЯ ЗЕМЕЛЬ В ОБОРОТ

**Градостроительный потенциал ДОМ.РФ, млн кв. м**



Источник: Эксперт РА, SberCIB

**Структура собственности земли в РФ по итогам 2024 г.**



Источник: Росреестр, SberCIB

### НАПРАВЛЕНИЯ ДЛЯ ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ СЕГМЕНТА

До 2030 года планируется ввести в эксплуатацию более 600 млн кв. м жилья, которое частично будет строиться на участках, реализованных ДОМ.РФ. Государство проводит политику по вовлечению в оборот неэффективно используемого земельного фонда и объектов недвижимости. В федеральной собственности в РФ зарегистрировано 1,1 млрд га, а земли в частной собственности составляют лишь 7,9% от всего земельного фонда. Эти факторы формируют долгосрочный спрос на агентские услуги компании. На 31 марта 2025 года портфель компании в агентировании насчитывал 7,7 тыс. га земельных участков и 1,26 млн кв. м объектов недвижимости.

- ДОМ.РФ прорабатывает возможности реализации участков, находящихся в муниципальной и региональной собственности, что может существенно расширить круг проектов, доступных для продажи. Ранее ДОМ.РФ, как правило, работал с федеральной землей. Получение возможности работать с участками и зданиями в региональной и муниципальной собственности позволит ДОМ.РФ полностью охватить услугами все имеющиеся виды собственности и расширит потенциальный объем проводимых аукционов и комиссионных доходов.
- Развитие механизма комплексного развития территорий (КРТ) и назначение ДОМ.РФ оператором функций КРТ в отдельных регионах может поддержать его возможности по комплексной реализации участков. Так, в проекте, реализованном по системе КРТ, ДОМ.РФ может получать в среднем 5,3% от построенного объема (в натуральном выражении) по системе финансирования «за долю».



■ ДОМ.РФ планирует в большей степени удовлетворять запросы частного бизнеса по реализации земель и зданий за счет своих компетенций и собственной площадки по реализации имущества. В 2025 году компания запустила продукт, позволяющий реализовывать участки для частных собственников.

### ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ СЕГМЕНТА

С 2016 года вознаграждение формируется через норму компенсации и в последние два три года составляет около 25% от стоимости вовлеченных в оборот земель и объектов. Операционная прибыль сегмента в 2024 году составила 11 млрд руб., при этом в 2022 году она резко упала после высоких показателей 2020–2021 гг., а затем начала восстанавливаться.

Мы ожидаем, что в ближайшие годы доходы от сегмента будут расти на 6% в год. Это может произойти на фоне снижения ставок, что может повысить спрос на новые участки и их оценку, а также на фоне роста числа сделок по реализации частных участков, развитии механизма КРТ и возможной реализации участков в муниципальной и региональной собственности. Однако прогнозировать перспективы этого сегмента затруднительно в силу волатильности спроса и предложения объектов, доступных для реализации ДОМ.РФ.



### Финансирование инфраструктуры

На следующем этапе строительного цикла ДОМ.РФ финансирует развитие инфраструктуры и помогает привлекать средства для развития проектов в регионах. Фундаментальная проблема финансирования инфраструктуры состоит в потребности привлекать средства на длительные периоды, что создает риск ликвидности и процентные риски для традиционных кредиторов, вынужденных долго ждать возврата инвестиций. Работа в этом сегменте требует специализированных компетенций в структурировании сделок и подготовке договорной базы. Продукты ДОМ.РФ позволяют решать эти проблемы для клиентов. По итогам 2024 года компания вошла в топ-5 на рынке финансирования инфраструктуры. Компания реализует финансирование через классические механизмы ГЧП, механизм СОПФ (специализированного общества проектного финансирования) и управляет программами льготного лизинга. По итогам 9M25 ДОМ.РФ одобрил финансирование для 56 проектов в рамках механизма инфраструктурных облигаций, а общий объем этого финансирования накопленным итогом достиг 125 млрд руб.



Лимит по текущим программам в рамках механизма СОПФ составляет 200 млрд руб., а также 380 млрд руб. на сегмент льготного лизинга сельскохозяйственной, коммунальной и дорожно-строительной техники, лимиты по которым были одобрены в мае 2025 года.

Льготная ставка по выданным в рамках этого механизма займам субсидируется со стороны федерального бюджета. Это делает данный механизм привлекательным для ДОМ.РФ за счет стабильной и высокой маржинальности для компании (чистая процентная маржа до 4-5%) за счет учета в ценообразовании продукта всех рисков, операционных расходов и требуемой рентабельности капитала. Фондирование займов осуществляется с рынков капитала (облигации СОПФ) с публичной гарантией субъектов РФ / компаний с высоким кредитным рейтингом. Все это в сочетании с низкими риск-весами (до 20% по лучшим субъектам) создает потенциал эффективного масштабирования этого механизма и генерации устойчиво высокой прибыли без существенной нагрузки на капитал ДОМ.РФ.

### Механизм СОПФ

Компания развивает платформу по привлечению финансирования с рынков капитала через механизм специализированного общества проектного финансирования при курировании со стороны Минстроя РФ. В ходе этого процесса ДОМ.РФ привлекает в СОПФ деньги рыночных инвесторов (банков, НПФ, управляющих компаний, физических лиц и прочих) через выпуск облигаций. Облигации получают поручительство ДОМ.РФ с кредитным рейтингом выпуска AAA и гарантию со стороны субъекта РФ, привлекающего средства в проект. Привлеченные с использованием облигаций СОПФ средства используются для выдачи займов на реализацию проектов развития инфраструктуры. Проект получает денежные средства по льготной ставке, субсидируемой со стороны государства для СОПФ. Публичные финансовые обязательства представлены поручительством со стороны субъекта или института развития. СОПФ – это на 100% дочернее общество ДОМ.РФ, и компания гарантирует защиту в виде договора на выкуп всех дефолтных займов с баланса СОПФ, что защищает инвесторов в его ценные бумаги.

В целом экономические показатели СОПФ аналогичны классическому банковскому кредитованию, его доходы формируются за счет превышения ставки по займу с учетом субсидии над стоимостью обслуживания выпущенных и переданных инвесторам ценных бумаг с формированием резервов и операционных затрат.

Платформа формирования СОПФ со стороны ДОМ.РФ предполагает стандартизованный подход к финансированию проектов. Заявку на финансирование подает субъект РФ. ДОМ.РФ проводит собственную экспертизу, в ходе которой проверяет соответствие проекта критериям обора и условиям финансирования, а также целесообразности финансирования на основе экономической эффективности и прибыльности проекта. После этого проект передается в правительственную комиссию по региональному развитию, и в случае его одобрения выдачу и сопровождение займа осуществляет СОПФ ДОМ.РФ.

Портфель проектов компании по программам СОПФ на конец 1П25 состоял из 50 проектов в 26 регионах.

**Структура держателей СОПФ на конец 1П25**

Источник: компания, SberCIB

**Портфель проектов с использованием механизма инфраструктурных облигаций ДОМ.РФ на конец 1П25**

Источник: компания, SberCIB

**ФИНАНСИРОВАНИЕ ПО ПРОГРАММАМ ЛЬГОТНОГО ЛИЗИНГА**

ДОМ.РФ реализует программы льготного лизинга Минпромторга России в рамках механизма СОПФ, но без прохождения правительственной комиссии и по инициативе лизинговой компании. Обратиться в ДОМ.РФ могут лизинговые компании с минимальным объемом портфеля 100 млрд руб. и кредитным рейтингом не менее «А» по национальной шкале. Фактически компания предоставляет старший долг высококачественному заемщику. В лизинг передается коммунальная и сельскохозяйственная техника. ДОМ.РФ финансирует сделку лизинга для лизинговой компании, которая передает оборудование клиентам по льготной ставке. Маржинальность этого бизнеса выше, чем финансирования инфраструктурных проектов, и составляет 4–5% с учетом стоимости риска против 2,00–2,25% в сегменте инфраструктурных проектов. Потенциал программы формируется лимитами Минпромторга и зависит от административных факторов их распределения.

ДОМ.РФ обладает преимуществом, работая более оперативно и эффективно по сравнению с другими операторами программ льготного лизинга.

**Сумма выборки портфелей финансирования инфраструктуры, млрд руб.**

Источник: компания, SberCIB

**Размещение инфраструктурных облигаций**

Источник: Эксперт РА, SberCIB

**ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ СЕГМЕНТА**

Потенциал роста портфеля и финансового результата сегмента ограничен объемом лимитов по программам субсидирования инфраструктуры. К концу 1П25 ДОМ.РФ выбрал большую часть этих лимитов, и без их увеличения дальнейший рост портфеля в сегменте финансирования инфраструктуры невозможен, но объем лимитов по программам льгот-

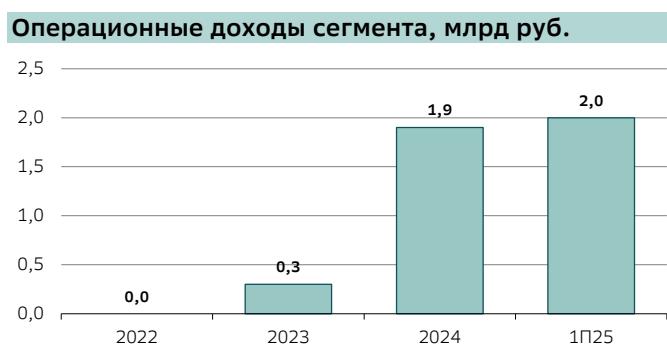


ного лизинга по большей части не использован. Снижение ключевой ставки и уменьшение дефицита бюджета могут привести к увеличению лимитов по льготным программам в этом сегменте.

К концу 2025 года объем профинансированного портфеля может составить 135 млрд руб. при объеме одобренных лимитов около 200 млрд руб., что позволит увеличить операционные доходы от него по итогам года, по нашим оценкам, до 4 млрд руб. При плановом погашении заемов в рамках одобренных лимитов они могут быть перераспределены на новые проекты.

Рост сегмента в основном может быть обеспечен благодаря финансированию программ льготного лизинга, вместе с которыми портфель может вырасти до 580 млрд руб. Чистая процентная маржа с учетом стоимости риска от сегмента льготного лизинга составляет около 4–5%, что при полном использовании лимита, по нашим оценкам, может принести компании 15–19 млрд руб. операционного дохода. При полной выборке всех лимитов общий операционный доход сегмента, по нашим оценкам, может составить 19–23 млрд руб. Дальнейший его рост потребует увеличения лимитов.

На наш взгляд, основные факторы, ограничивающие развитие сегмента, – это потребность в капитале для увеличения портфеля и действующий лимит по госпрограммам.



Источник: компания, SberCIB



Источник: компания, SberCIB

## Проектное финансирование

Сегмент проектного финансирования – один из основных источников доходов для компании, по данным 2024 года обеспечивший 39% операционных доходов группы (без учета межсегментных элиминаций). Проектное финансирование предполагает выдачу кредитов на весь цикл жилищного строительства, который может занимать в среднем около трех лет.

Процесс строительства начинается с покупки земли, на которую банк выдает бридж-кредит по рыночным ставкам, продолжается через поэтапное финансирование проекта с использованием эскроу-счетов и заканчивается погашением задолженности застройщика после раскрытия эскроу-счетов и передачи объектов недвижимости их покупателям.

### Механизм проектного финансирования

Этот механизм решает проблему распределения рисков в строительной отрасли, перенося их с дольщиков-физлиц на профессиональных участников рынка: строительные компании и банки-кредиторы. После введения этого механизма количество банкротств среди застройщиков значительно сократилось.

Механизм предполагает использование эскроу-счетов при долевом строительстве. Средства дольщиков аккумулируются на этих счетах и поступают застройщику только



после полного завершения строительства и ввода объекта в эксплуатацию. Для финансирования строительства застройщик привлекает кредитные средства, которые затем возвращает поэтапно — по мере выполнения ключевых этапов работ и соблюдения условий, согласованных с банком. Банк утверждает финансовую модель проекта и контролирует процесс продаж.

Для каждого объекта создается специальное юридическое лицо (проектная компания), которое привлекает кредит и которому принадлежит строящийся объект. Проектная компания находится в залоге у банка-кредитора. В случае невыполнения застройщиком обязательств банк вправе назначить нового подрядчика для завершения строительства. Это обеспечивает защиту прав дольщиков, позволяет банку минимизировать потери и формирует юридическую, финансовую и физическую независимость проекта.

После получения разрешения на строительство застройщик запускает продажи квартир. Поступления от покупателей зачисляются на эскроу-счета. Объем предпродаж напрямую влияет на условия кредитования: высокая заполняемость эскроу-счетов снижает кредитные риски банка и может уменьшить стоимость фондирования для застройщика.

Средства на эскроу-счетах заблокированы для застройщика до ввода проекта в эксплуатацию. После ввода объекта в эксплуатацию банк погашает задолженность застройщика с эскроу счетов, а оставшиеся средства перечисляет застройщику. Эти средства формируют прибыль застройщика.

Фактор риска для банка в такой схеме — недостаточный уровень продаж, который при завершении проекта и раскрытия эскроу-счетов может не позволить застройщику полностью погасить долг перед кредитором. В таком случае банк забирает проект в операционное управление и самостоятельно реализует нераспроданное жилье. Это ослабляет влияние сквозных рисков снижения кредитоспособности холдинговых девелоперских структур на каждый конкретный проект. Банк — первый на очереди кредитор при реализации жилья, прочие кредиторы значительно субординированы относительно его. Более того, снижается вероятность резкого ухода кредита по схеме ПФ в дефолт за счет одновременного роста задолженности (по мере выборки лимитов). Однако в негативном сценарии реализации имущества банк тоже может понести убытки от проекта.

Схема проектного финансирования создает комплексный механизм продажи банковских продуктов. С одной стороны, банк выдает кредиты застройщику, его подрядчикам и ипотечные кредиты покупателям, а с другой — получает на свои счета фондирование в виде средств, наполняющих эскроу-счета.

## ДОМ.РФ НА РЫНКЕ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Компания играет ключевую роль на рынке проектного финансирования. По итогам 1П25 доля ДОМ.РФ в портфеле проектного финансирования составила 16% (плюс 6 п. п. с 2021) и 12% по объему средств на эскроу-счетах (плюс 3 п. п. с 2021).

Три крупнейших банка на этом рынке занимают более 85% проектного финансирования жилья по объемам строительства. Такая концентрация обеспечивает им доминирующее положение над сегментированными по регионам и в целом по рынку застройщиками. Эти условия позволяют банкам получать хорошую маржинальность бизнеса и лучше контролировать риски.

ДОМ.РФ работает в 76 регионах, уступая по этому показателю только крупнейшему банку страны с присутствием в 87 регионах. По состоянию на 20.08.2025 портфель компании включал 14 млн кв. м в 800 проектах. По данному показателю ДОМ.РФ занимает третье место на рынке, уступая двум крупнейшим банкам.

Компетенции компании исторически связаны со сферой проектного финансирования. Она масштабировала деятельность благодаря созданию центров проектного финансирования в каждом федеральном округе, что позволяет учитывать местную специфику и эффективно контролировать строительные риски. Цифровые сервисы ДОМ.РФ охватывают все строительные проекты в России, предоставляя компании доступ к уникальным данным о жилищном строительстве.

Клиентская база ДОМ.РФ включает более 460 групп застройщиков, обеспечивающих 57% объемов строительства в России. Такой охват позволяет компании формировать воронку проектов, охватывающую свыше 50% всех проектов жилищного строительства в стране по итогам 2024 года. В связи с ограничениями по капиталу компания избирательно подходит к отбору проектов. В 2024 году из 3 164 проектов в России ДОМ.РФ рассмотрел 1 641 и отобрал для финансирования 249.

В среднесрочной перспективе ДОМ.РФ планирует увеличить масштаб бизнеса в данном сегменте, нарастив долю рынка до 20% при сохранении текущих параметров риска и рентабельности. Для этого компания планирует повысить степень цифровизации процессов по кредитованию клиентов и масштабироваться в сегменте ИЖС. Для повышения эффективности компания намерена перевести сопровождение проектов в новый интернет-банк и автоматизировать операционные процессы.



Источник: компания, SberCIB

## ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ СЕГМЕНТА И МЕХАНИКИ МОНЕТИЗАЦИИ

Остатки на эскроу-счетах и ценообразование продуктов проектного финансирования связаны между собой. На часть кредита, не покрытую средствами на эскроу-счетах, начисляется рыночная ставка, как правило, приблизительно соответствующая ключевой ставке ЦБ плюс 4-5%. На покрытую средствами на эскроу-счетах часть кредита начисляется ставка 4-5%, на остаток – ставка без учета эскроу-счетов. Новые поступления денежных средств на эскроу-счета фиксируют процентную маржу ДОМ.РФ.

Если же покрытие эскроу-счетов превосходит объемы кредитов, предоставленных застройщику, то ДОМ.РФ начисляет застройщику депозитную ставку, определяемую договором с клиентом, на сумму превышения. В таком случае для части кредита, покрытой средствами на эскроу-счетах, действует ставка 4-5%. Если же разница между депозитной и специальной (4-5%) ставками становится отрицательной, то начисления по договорам обнуляются.

Мы ожидаем, что в ближайшие годы доходы от проектного финансирования останутся крупным сегментом прибыли компании. Чистая прибыль в этом сегменте в 2024 году выросла до 38 млрд руб. – более чем в два раза на фоне роста портфеля.



## Риски сегмента

Рисками для доходов сегмента в ближайшие годы мы считаем более медленный, чем инфляция, рост цен на жилье и длительный период сохранения высокой ключевой ставки. Эти факторы негативно повлияют на маржинальность строительных компаний и их финансовую устойчивость, что потребует формирования дополнительных резервов по кредитам. Сохранение высокой ключевой ставки при снижении объемов продаж и цен на рынке жилья снизит рентабельность отдельных строительных проектов и приведет к формированию убытков как для строительных компаний, так и в случае невозможности переговоров с застройщиком о реструктуризации – финансовым потерям для банка. Вместе с тем сценарий существенного снижения цен в номинальном выражении на рынке жилой недвижимости и панических распродаж портфелей строящегося жилья и квартир, на наш взгляд, маловероятен.

Тем не менее механизм ПФ предполагает юридическую, финансовую и физическую независимость проекта, что повышает устойчивость данного сегмента. Так, несмотря на риски ПФ, согласно данным Эксперт РА, качество портфеля сегмента очень высокое – доля просроченной задолженности по итогам 2024 года составляет около 0,1% при среднем уровне 2% по корпоративным ссудам.

Крупнейший банк страны по итогам отчетности за 9М25 отмечал, что он активно наращивает кредитование в сегменте проектного финансирования жилой недвижимости. За 9М25 на него пришлось 90% прироста портфеля займов юрлиц, а доля сектора жилой недвижимости в кредитном портфеле за 9М25 достигла 25%.

## Секьюритизация

ДОМ.РФ развивает бизнес по секьюритизации портфелей ипотечных кредитов для банков. Компания занимает 99% рынка ипотечной секьюритизации, что позволяет ей иметь сильные переговорные позиции по отношению к клиентам и обладать уникальным объемом информации и компетенций.

Данный бизнес полностью комиссионный и некапиталоемкий, доходы от него почти не зависят от макроэкономической конъюнктуры. Механизм секьюритизации легко масштабируем за счет уже сформированной инфраструктуры, позволяющей проводить новые выпуски без существенных дополнительных затрат.

## Механизм ипотечной секьюритизации

Дочерняя компания ДОМ.РФ – Ипотечный агент ДОМ.РФ – приобретает портфели ипотечных закладных у банков-оригинаторов. Затем компания выпускает облигации (ИЦБ), размещаемые на рынке для широкого круга инвесторов, и направляет полученные денежные средства продавцу ипотечного портфеля. Банк-оригинатор продолжает обслуживать ипотечные кредиты и перечисляет платежи Ипотечному агенту ДОМ.РФ, который за счет этих средств исполняет обязательства перед инвесторами. ДОМ.РФ предоставляет поручительство по выпущенным ипотечным облигациям и выкупает проблемные закладные у Ипотечного агента ДОМ.РФ. При этом работа с самими проблемными закладными остается на стороне банка, а конечный заемщик не знает, была ли секьюритизирована его ипотека или нет, и обслуживает ее в банке как обычный кредит.

К моменту купонной выплаты ДОМ.РФ перечисляет купон держателю облигации (в большинстве случаев – самому банку-оригинатору). Комиссия ДОМ.РФ удерживается при данном переводе и состоит из двух частей – плата за инфраструктуру и представленное поручительство.

Банк-оригинатор формирует пул ипотечных активов в соответствии с критериями ДОМ.РФ. Отобранный пул проходит проверку (due diligence) со стороны ДОМ.РФ и специализированного депозитария на соответствие законодательным требованиям, достоверность данных и кредитное качество. После успешной проверки активы включаются в покрытие Ипотечным агентом ДОМ.РФ.

Не все ипотечные кредиты подлежат секьюритизации. Программы льготной ипотеки (военной, сельской), кредиты, оформленные без залоговых, а также низкокачественные выдачи с заниженной ставкой и (или) просрочкой платежей свыше 90 дней в течение последних пяти лет исключаются из процесса секьюритизации.

Компания прогнозирует рост доли секьюритизированной ипотеки до 10% от общего объема рынка. При сохранении текущей структуры и качества выдач это может обеспечить рост рынка секьюритизированной ипотеки с 2 трлн руб. по итогам 9M25 до 3 трлн руб. в 2028 году. Текущий объем секьюритизации 1,7 трлн руб. на конец каждого месяца полностью состоит из бездефолтных залоговых, так как дефолтные выкупаются ДОМ.РФ на свой баланс в конце каждого месяца, а объем выкупа последних исторически был незначительным (не более 0,5% от пула дефолтных залоговых в течение двух лет с даты выдачи).



Источник: Эксперт РА, ЦБ РФ, SberCIB

### ПОЧЕМУ НА ЭТОТ ПРОДУКТ ЕСТЬ СПРОС И ПОЧЕМУ БАНКИ ГОТОВЫ ПРОДАВАТЬ ИПОТЕЧНЫЕ ПОРТФЕЛИ?

Рыночные ипотечные продукты создают высокий процентный риск для банков. Ставки по ним фиксированы на весь срок кредита 20-30 лет, обязательства под них формируются краткосрочными средствами, а заемщики имеют право на рефинансирование ипотеки и ее досрочное погашение.

Для банка ипотека создает три вида риска – кредитный, процентный и риск ликвидности. Секьюритизация позволяет их нивелировать.

- Кредитный риск: секьюритизация портфеля снижает риск-веса за счет передачи кредитного риска ДОМ.РФ как поручителю по ипотечным облигациям.
- Ликвидность: неликвидные ипотечные кредиты заменяются торгуемыми стандартизованными ценными бумагами, которые могут учитываться в составе ликвидных активов банка.
- Процентный риск нивелируется за счет его передачи широкому кругу инвесторов, что решает проблему разрыва дюрации активов и обязательств банка, с одной стороны, и риска досрочного погашения – с другой.



Все выпуски ИЦБ ДОМ.РФ включены в первый котировальный список Московской биржи, а 69 из 71 выпуска, находившихся в обращении на конец 2024 года, были включены в Ломбардный список ЦБ.

**Цель банка, передающего ипотечные закладные, – это возможность высвободить капитал и ликвидность, а также получить доступ к РЕПО, т. е. более эффективно управлять своим балансом.** Ставка купона размещенной облигации не столь важна для банка и для ДОМ.РФ. Большая часть выпусков размещается по нерыночным ставкам при цене 100% от номинала. Банк держит выпущенную бумагу в составе своих активов, и поэтому большая часть выпусков имеет нерыночный характер. При снижении процентных ставок, когда ставки по ипотеке могут быть выше ставок на долговом рынке, возможен рост первичных рыночных размещений, однако их уровень все равно останется невысоким.

Таким образом, банки сами формируют предложение ипотеки и большую часть спроса на секьюритизированные ипотечные ценные бумаги. ДОМ.РФ оборачивает секьюритизированную ипотеку, возвращая ее банкам на баланс в виде ценных бумаг. Это позволяет направлять рынок в зависимости от спроса ДОМ.РФ на риск, его возможностей и желания направить капитал в этот сегмент бизнеса, с меньшей опорой на рыночные факторы.

#### **Почему у ДОМ.РФ есть особые конкурентные преимущества на этом рынке?**

ДОМ.РФ занимает 99% рынка ипотечной секьюритизации и не имеет значимых конкурентов на этом рынке. Поддерживать такие позиции, изменения которых мы не ожидаем в будущем, ему позволяет ряд факторов:

- Компания развивает рынок с момента появления ипотеки как класса активов, т. е. более 20 лет. В 2016 году она создала уникальную платформу секьюритизации. С момента запуска и до конца 1П25 через нее было выпущено ценных бумаг на сумму 3 трлн руб. для 1,5 млн ипотечных кредитов. За время работы ДОМ.РФ приобрел знания и опыт, позволяющие обеспечивать высокие объемы выпуска ценных бумаг, не сопоставимые с альтернативными вариантами секьюритизации (например, в сегменте потребительских кредитов). Другим участникам рынка выстраивать такую систему с нуля невыгодно.
- Уникальный регуляторный режим по ипотечным облигациям на основе статуса ДОМ.РФ как компании с государственным участием и с соответствующими полномочиями. ИЦБ ДОМ.РФ имеют особый режим банковского нормативного регулирования и создают меньшую нагрузку в части регуляторных нормативов, чем, например, даже корпоративные кредиты.
- В целом роль системыобразующего игрока на рынке ипотечной секьюритизации позволяет компании активно влиять на его регулирование и развитие биржевой инфраструктуры.

#### **ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ И ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ СЕГМЕНТА**

Бизнес секьюритизации – комиссионный и некапиталоемкий. Он не требует фондирования, поскольку ИЦБ ДОМ.РФ выпускаются под все секьюритизированные закладные и являются частью механизма. Также данный бизнес не чувствителен к изменению процентных ставок и во многом контрциличен, поскольку в кризисные периоды банки повышают спрос на секьюритизацию на фоне давления на их регуляторные нормативы ликвидности и достаточности капитала.

Доходы ДОМ.РФ формируются из денежных потоков от платежей по секьюритизированным кредитам. Примерно половина доходов приходится на страхование кредитного риска, ко-



торое банк может выбирать или не выбирать. Вторая часть доходов – это комиссия управляющего агента за предоставление инфраструктуры. Она включает в себя компенсацию за услуги по выпуску облигаций, наличие управляющей выпуском компании, бухгалтерское сопровождение, услуги расчетного и сервисного агента. Суммарная комиссия составляет около 1,2–1,3% от объема пула секьюритизированных ипотечных закладных.

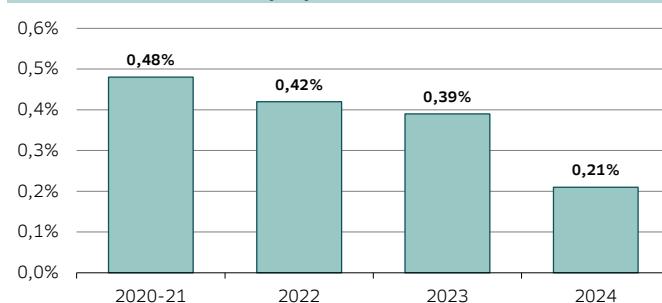
Реальными расходами ДОМ.РФ в этом сегменте являются содержание инфраструктуры, персонала и ИТ.

Из-за особенностей учета по МСФО у компании возникают процентные доходы, получаемые от пула ипотечных закладных от банка-оригинатора, и процентные расходы, выплачиваемые по ипотечным облигациям их владельцам. Мы отразили динамику процентных доходов и расходов по секьюритизированным ипотечным активам по правилам МСФО в наших финансовых прогнозах. На наш взгляд, рост стоимости секьюритизации для банков-оригинаторов не скажется на общей доходности данного сегмента. Мы отмечаем, что учет доходов сегмента секьюритизации по МСФО в качестве процентных скорее имеет умозрительную, чем практическую природу, поскольку не отражает внутренней сути бизнеса секьюритизации (не подвержен процентному риску) и связан с особенностями его представления в отчетности.

### Риски сегмента

Качество секьюритизированной ипотеки высокое. Оно поддерживается низким соотношением кредита к залоговой стоимости (LTV) на уровне 52% из-за консервативных требований к пулу ипотеки, доступной для секьюритизации. Исторически ДОМ.РФ выкупает не более 0,5% от пула дефолтных закладных в течение двух лет с даты выдачи. Потенциальное увеличение объемов выкупа на фоне постепенного ухудшения качества ипотечных кредитов в системе, на наш взгляд, возможно. (Доля просроченных и проблемных ипотечных кредитов выросла с 0,8% на конец 2К24 до 1,4% по итогам 2К25 – подробнее см. в главе «Обзор рынка»). В последние полгода компания выкупает уже 0,6–0,7% от портфеля в годовом выражении. Однако, учитывая низкий уровень потерь при дефолте (LGD) – около 35%, реальные потери компании после взыскания и реализации банком-оригинатором залога оказываются значительно ниже. Мы ожидаем, что в ближайшие один-два года при сохранении тренда на ухудшение качества портфеля негативное влияние на маржинальность сегмента может быть незначительным. Потенциально ДОМ.РФ может перекладывать потенциальное снижение качества секьюритизированных закладных в маржу по новым пулам секьюритизации.

**Доля просроченных секьюритизированных кредитов NPL90+ на горизонте 24 месяцев от даты выдачи от валового портфеля**



Примечание: 13 месяцев для выдач 2024 года

Источник: компания, SberCIB

**Прибыль сегмента, млрд руб.**



Источник: компания, SberCIB

## Стратегия развития ДОМ.РФ

На наш взгляд, общая стратегия группы предполагает развитие текущих бизнес-сегментов и новых направлений (КИБ вне рамок финансирования строительной отрасли, продукты для МСБ, розничный банковский бизнес и т. д.), основа которых была заложена в последние годы. По нашему мнению, компания не ставит сверхамбициозных задач и собирается плавно улучшать существующие направления бизнеса, что может позволить ей выйти на ROE более 21% при позитивном макроэкономическом фоне.

**Ключевые направления стратегии:**

### **Масштабировать маржинальные бизнес линии с высоким потенциалом роста.**

К ним относятся секьюритизация, проектное финансирование и финансирование проектов через облигации.

#### **■ Рост объемов и маржинальности ипотечной секьюритизации**

ДОМ.РФ ставит своей целью увеличение числа банков-клиентов на этом рынке и обеспечение цифровой инфраструктуры для перехода к полному онлайн-цикlu реализации сделок. Помимо этого, масштабирование механизма на пока что несекьюритизируемые типы ипотечных кредитов может позволить увеличить общий доступный объем рынка. По нашим оценкам, объем секьюритизированного портфеля закладных в ДОМ.РФ может вырасти в 1,5 раза по сравнению с концом 2024 года до 3,4 трлн руб. к 2030 году, а операционный доход компании от него – до 42 млрд руб. с 18 млрд руб. в 2024 году.

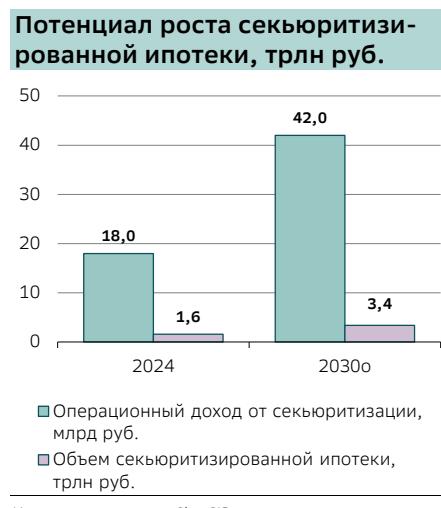
#### **■ Рост доли рынка на рынке проектного финансирования**

ДОМ.РФ стремится увеличить свою долю в этом сегменте с 16% до 20%. Для этого группа намерена улучшить цифровизацию кредитного процесса, увеличить объемы выдач для проектов и масштабировать действующие механизмы проектного финансирования, в том числе в сегменте ИЖС.

#### **■ Рост объемов финансирования проектов через облигации**

Масштабирование уже одобренных лимитов на финансирование текущих проектов и программ льготного лизинга может позволить нарастить одобренные лимиты до 580 млрд руб. При этом из-за постепенного процесса выборки и погашений портфель останется меньше, чем сам объем одобренных лимитов. Рост портфеля будет способствовать увеличению операционных доходов и прибыли данного сегмента в ближайшие годы. Дополнительным стимулом для роста может стать увеличение самих лимитов в случае их одобрения правительством.

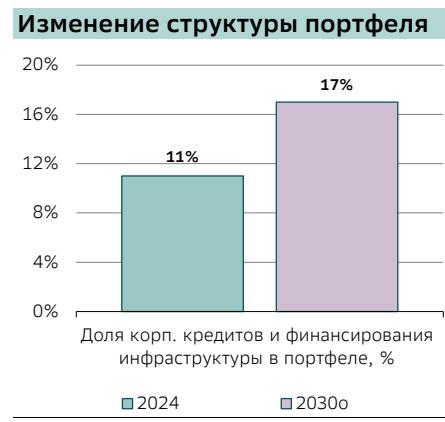
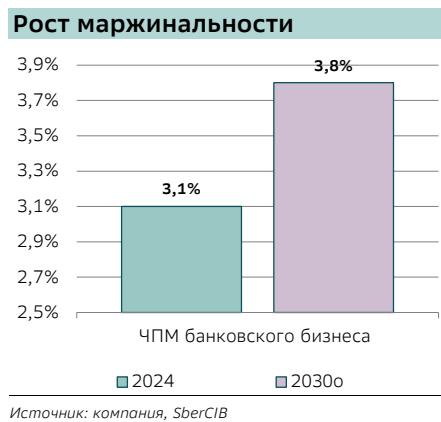




## РАЗВИТИЕ БАНКОВСКОГО БИЗНЕСА В НОВЫХ СЕГМЕНТАХ

Компания стремится усилить синергетический эффект между базой розничных клиентов со счетами эскроу, ипотекой ДОМ.РФ и сегментом корпоративного кредитования. Рост доли пассивов от физических лиц и расширение портфеля проектного финансирования позволят снизить стоимость фондирования, повысить чистую процентную маржу группы и увеличить комиссионные доходы.

Для этого группа расширяет и развивает продуктовую линейку, чтобы обеспечить клиентов полным спектром основных банковских услуг. По оценкам ДОМ.РФ, эти постепенные изменения помогут к 2030 году увеличить число клиентов-физических лиц до 1,5 млн человек, чистую процентную маржу банковского бизнеса – до 3,8%, а долю корпоративных кредитов и финансирования инфраструктуры в общем кредитном портфеле группы – до 17%.



## РАЗВИТИЕ ЦИФРОВОГО БИЗНЕСА

База для успешной конкуренции на банковском рынке, удержания и привлечения новых клиентов, а также для улучшения клиентского опыта – это развитие цифровых продуктов группы. Одновременно цифровизация является приоритетом группы как партнера государства по цифровизации жилищной среды. Решения ДОМ.РФ также используются



государством в качестве инструментов мониторинга, аналитики и реализации механизмов поддержки. Так, например, платформа «Наследие.дом.рф» помогает привлекать инвесторов в объекты культурного наследия (ОКН).

ДОМ.РФ ожидает, что к 2030 году более 80% всех его розничных продуктов будут продаваться через цифровые каналы, а более 70% ипотечных заявок будут одобряться на основе цифрового профиля (включая использование QR-кода). Это будет также способствовать сквозной цифровизации бизнеса ДОМ.РФ и его дочерних компаний и в результате повышать операционную эффективность благодаря внедрению этих сервисов.

Среди стратегических приоритетов ДОМ.РФ в области цифрового бизнеса – создание диверсифицированного набора продуктов, рост доли в области EdTech, электронной коммерции, ИИ, а также запуск новых технологичных направлений бизнеса. Масштабирование и монетизация существующих продуктов в совокупности с запуском новых решений позволяют кратно увеличить финансовый результат цифрового бизнеса – по нашим оценкам, операционные доходы сегмента достигнут 10 млрд руб. к 2030 году, что составит 2% от всех операционных доходов ДОМ.РФ. Развитие цифровых сервисов также будет способствовать увеличению количества ежегодных пользователей решений до 15 млн физлиц и 40 тыс. юрлиц к 2030 году.



## Финансовые результаты и прогнозы

Ниже представлен прогноз финансовых показателей в базовом, на наш взгляд, сценарии развития бизнеса ДОМ.РФ.

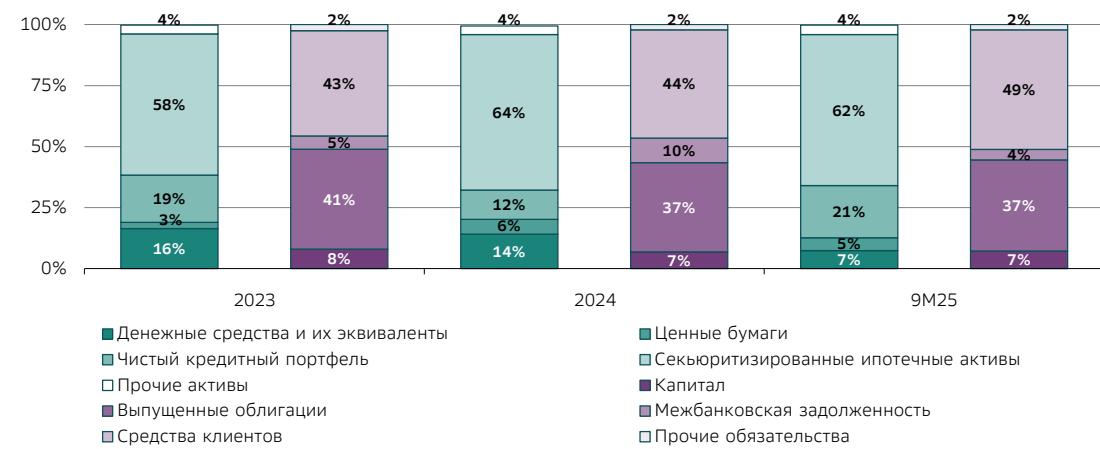
### Структура баланса группы

ДОМ.РФ обладает диверсифицированной структурой баланса, где пассивы разделены между выпущенными ценными бумагами (40% от обязательств по итогам 9M25) и средствами клиентов (53%), а активы представлены чистым кредитным портфелем (83%) и денежными средствами и их эквивалентами (7%), а также портфелем ценных бумаг (5%).

Доля прочих обязательств и активов в пассивах не превосходит 4% от совокупного баланса группы на конец 9M25. На структуру баланса группы в значительной мере влияет наличие секьюритизированных активов и обязательств. Они составляли 30% от ее активов и 32% от ее обязательств по итогам 9M25.

С 2016 года активы ДОМ.РФ выросли в 19 раз с 0,3 трлн руб. до 5,8 трлн руб. по итогам 9M25.

### Структура баланса ДОМ.РФ, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB

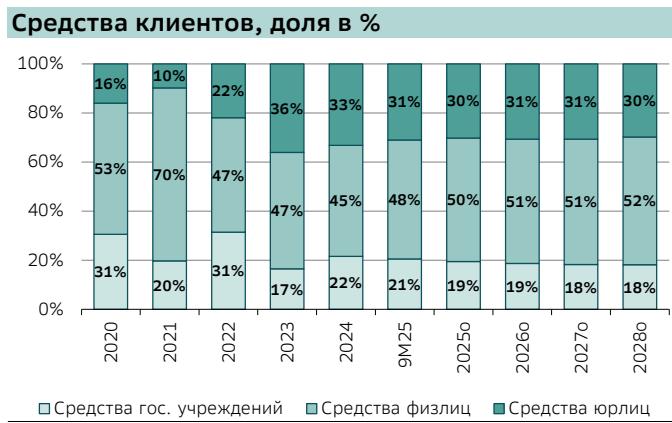
### Фондирование

В структуре фондирования группы преобладают средства клиентов и выпущенные собственные ценные бумаги. Средства клиентов на конец 9M25 представлены средствами физлиц (48%), корпоративных клиентов (31%) и государственных учреждений (21%). По типам продуктов они разделены на срочные депозиты (60%), счета эскроу (31%), а также текущие счета и счета до востребования (8%). Мы ожидаем, что портфель средств клиентов в ближайшие годы продолжит расти быстрее, чем в целом по рынку, и достигнет 4,7 трлн руб. к 2028 году (за счет средств физлиц и корпоративных клиентов).

При этом мы ожидаем увеличения доли физлиц в структуре средств клиентов с 45% в 2024 году до более чем 52% в 2028, что соответствует стратегии компании по диверсификации источников фондирования и активному развитию розничного банковского бизнеса. Данное изменение структуры будет способствовать снижению стоимости фондирования ДОМ.РФ, которая в последние годы была значительно выше, чем у сопоставимых компаний, за счет низкой доли дешевых пассивов – около 1% от средств физлиц и юрлиц в ДОМ.РФ.



Источник: компания, SberCIB



Источник: компания, SberCIB



Источник: компания, SberCIB



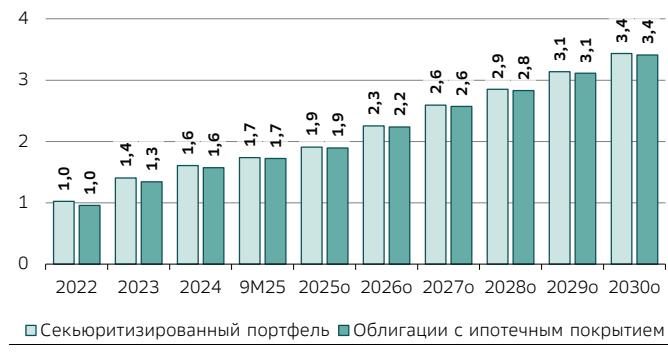
Источник: компания, SberCIB

### СЕКЮРИТИЗИРОВАННЫЕ ИПОТЕЧНЫЕ АКТИВЫ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

Секьюритизированные ипотечные активы возникают у группы при передаче ей прав на доходы по ипотечным закладным от других банков, а секьюритизированные обязательства представлены ценными бумагами, выпущенными и проданными третьим лицам. Мы ожидаем, что объем секьюритизированных активов продолжит увеличиваться по мере роста данного бизнеса и достигнет 3,4 трлн руб. к 2030 году, а объем выпущенных ИЦБ достигнет 3,4 трлн руб.



### Секьюритизированные ипотечные активы и облигации с ипотечным покрытием



### КРЕДИТНЫЙ ПОРТФЕЛЬ ГРУППЫ

Кредитный портфель группы без учета секьюритизированных активов в последние годы рос быстрее сектора в целом, со среднегодовым темпом 53% в 2020–2024 гг. (против 24% у сектора). При этом структура кредитного портфеля оставалась качественной на протяжении всего периода. Доля кредитов 1-й стадии превышала 93% на конец 2024 года – во многом за счет структуры портфеля, смешанной в сторону проектного финансирования и ипотеки, а также учета в ней секьюритизированных ипотечных активов. Просроченные кредиты NPL 90+ с запасом покрыты резервами, уровень их покрытия по итогам 9M25 составлял 189%. Мы ожидаем, что совокупный кредитный портфель группы продолжит расти со среднегодовым темпом 15% в 2025–2028 гг.

### Структура кредитного портфеля группы, млрд руб.



### Качество кредитного портфеля по стадиям, %





### Розничное кредитование

Кредитование физлиц в ДОМ.РФ сосредоточено в сегменте ипотечного кредитования (98% от всего кредитования физлиц без учета секьюритизации). Портфель прочих кредитов физлицам не рос в последние годы, и мы ожидаем его увеличения по мере развития розничного бизнеса группы. Мы полагаем, что ипотечный кредитный портфель группы продолжит увеличиваться темпами выше, чем по сектору в целом, и достигнет 1,2 трлн руб. в 2028 году. Рост ипотечного кредитного портфеля ускорится по мере снижения ставок и увеличения выдач рыночной ипотеки в 2027-2028 гг.

Качество розничного кредитного портфеля (включая секьюритизированные ипотечные активы физлиц) остается высоким. Оно улучшалось в 2020–2023 гг. по мере роста собственных ипотечных выдач группы, а к концу 2024 года доля просроченной задолженности в нем составила лишь 0,5%. К концу 9M25 она выросла до 0,7% на фоне замедления темпа роста портфеля и общего ухудшения качества активов в банковской системе. Мы не ждем, что она существенно превысит 1% по итогам 2025-2026 гг. Мы полагаем, что в дальнейшем доля просроченной задолженности начнет снижаться по мере увеличения темпов роста портфеля и нормализации его качества.



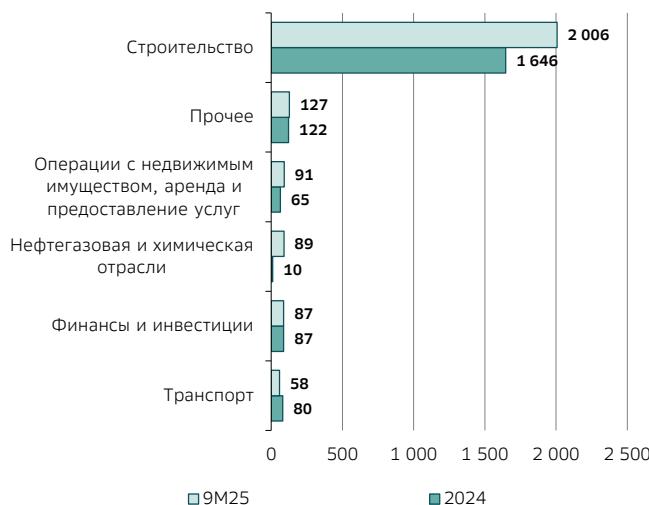
### Корпоративное кредитование

Корпоративный кредитный портфель сосредоточен на финансировании строительной отрасли (82% от портфеля по итогам 9M25), основой портфеля является проектное финансирование.



Мы ожидаем, что рост портфеля в сегментах проектного финансирования, корпоративного кредитования и малого и среднего бизнеса будет выше, чем в целом по сектору. По нашему мнению, в 2025–2030 гг. портфель продолжит увеличиваться в среднем на 16% в год, что опережает динамику сектора в целом, а к 2028 году может достичь 3 трлн руб.

### Кредиты по индустриям, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB

### Структура и динамика валового портфеля, млрд руб. и %



Примечание. ПФ – проектное финансирование

Источник: компания, SberCIB

### УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ И РЕГУЛЯТОРНЫЕ НОРМАТИВЫ

Мы полагаем, что темп роста риск-взвешенных активов в ближайшие годы будет превышать темп роста общих активов группы на фоне увеличения доли корпоративных кредитов, кредитов физлицам и малому и среднему бизнесу в структуре активов. Однако их плотность продолжит оставаться ниже среднего показателя по сектору (53% у ДОМ.РФ по итогам 1П25 против 76% в среднем по сектору) из-за значительной доли ипотечных и секьюритизированных ипотечных портфелей в структуре активов.

Регуляторный капитал группы состоит в основном из нераспределенной прибыли прошлых лет и акционерного капитала. Только 2 млрд руб. из 416 млрд руб. капитала по итогам 9M25 пришлось на субординированную задолженность.

Нормативная достаточность капитала группы определяется в соответствии с федеральным законом № 225-ФЗ. Уровень достаточности капитала должен составлять не менее 11,5%, и все последние годы группа с запасом перекрывала этот порог. Мы ожидаем, что в ближайшие годы группа будет поддерживать запас более 100 б. п. относительно установленного минимума, то есть ее показатель Н1 будет превышать 12,5%, что обеспечит достаточный уровень стабильности бизнеса.

### Отчет о прибылях и убытках

#### ПРОЦЕНТНЫЕ ДОХОДЫ И РАСХОДЫ

Процентные доходы группы формируются в основном благодаря портфелю кредитов клиентам. Ставки по нему в силу его структуры (больших долей льготной ипотеки и корпоративных кредитов) зависят от величины ключевой ставки ЦБ. Далее при расчете показателей чистой процентной маржи, доходности активов и стоимости обязательств, создающих процентные доходы и расходы, мы не учитываем операции с секьюритизированными ак-



тивами. Доходы от секьюритизированных активов, на наш взгляд, стоит оценивать как комиссионные, однако правила учета МСФО относят их к процентным доходам и расходам. Доходность активов, приносящих процентные доходы (без учета секьюритизации), по итогам 9М25 выросла до 17,7% против 13,7% по итогам 9М24. Мы ожидаем, что в дальнейшем она будет постепенно уменьшаться на фоне снижения ключевой ставки, а увеличение процентных доходов будет обеспечиваться ростом активов группы.

Процентные расходы группы приходятся в основном на средства клиентов, а также выпущенные ценные бумаги. Стоимость фондирования (без учета секьюритизации) по итогам 9М25 повысилась до 13,4% против 10,4% по итогам 9М24. Мы полагаем, что далее она будет постепенно уменьшаться на фоне снижения ставок по депозитам, а также диверсификации источников фондирования (в том числе за счет роста доли средств физлиц).

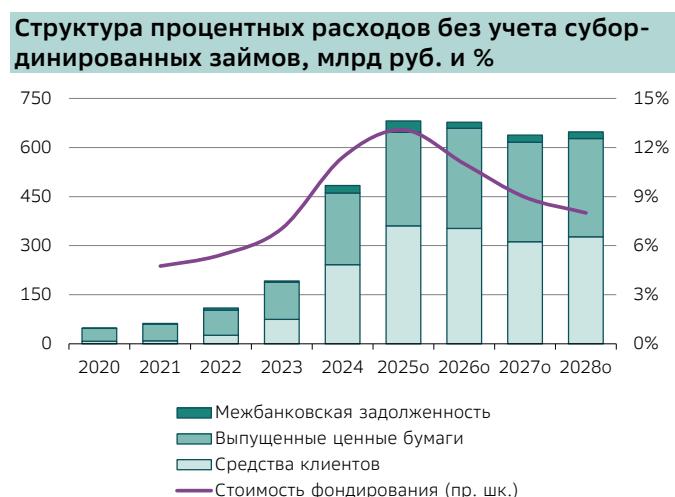
Чистые процентные доходы группы росли со среднегодовым темпом 50% в 2020–2024 гг. за счет увеличения активов и расширения чистой процентной маржи. Мы ждем снижения темпа их роста в 2025–2028 гг. до 20% в год на фоне замедления роста активов, приносящих процентный доход.

В наших прогнозах мы предполагаем снижение среднегодовой ключевой ставки ЦБ с 19% в 2025 году до 10% к 2027.



Примечание. Без учета секьюритизированных ипотечных активов

Источник: компания, SberCIB

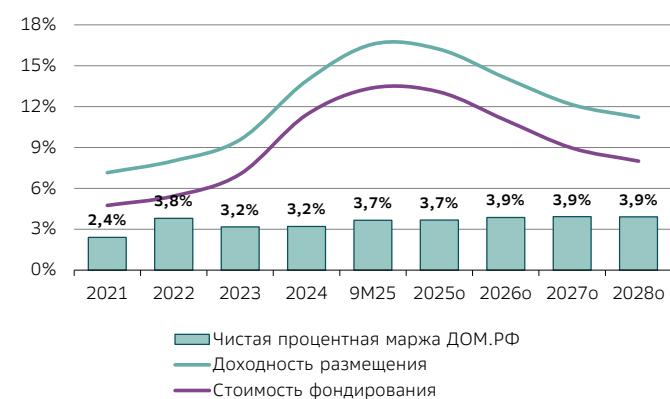


Примечание. Без учета секьюритизированных ипотечных активов

Источник: компания, SberCIB

**Чистая процентная маржа активов ДОМ.РФ малочувствительна к изменению ключевой ставки ЦБ.** В структуре активов и обязательств на конец 1П25 повышение ключевой ставки на 4 п. п. привело бы к снижению чистых процентных доходов на 2 млрд руб. Группа обладает большим запасом ликвидности, а большая часть ее активов выдана по плавающим ставкам. В 1П25 она адаптировала свою структуру активов и обязательств, в результате чего чувствительность чистых процентных доходов к снижению процентных ставок стала положительной.

Мы ожидаем, что чистая процентная маржа группы постепенно повысится до 4% – в первую очередь за счет уменьшения стоимости фондирования, в том числе из-за роста доли средств физлиц в пассивах группы, увеличения доли корпоративных кредитных продуктов и кредитов малому и среднему бизнесу и физлицам в кредитном портфеле.

**Чистая процентная маржа, %**

Примечание. Без учета секьюритизированных ипотечных активов

Источник: компания, SberCIB

**Чувствительность к ключевой ставке ЦБ, млрд руб.**

Примечание. ЧПД – чистый процентный доход, чистая процентная маржа без учета секьюритизированных ипотечных активов, чувствительность к параллельному сдвигу кривой процентных ставок на плюс 4% на горизонте 12 месяцев

Источник: компания, SberCIB

В наших финансовых прогнозах мы отразили динамику доходов и расходов по секьюритизированным ипотечным активам по правилам МСФО. Мы ожидаем, что рост комиссий за секьюритизацию повлияет на валовую маржу доходов от секьюритизации, отображенную в МСФО в составе разницы процентных доходов и расходов.

**Валовые доходы и их доля от портфеля секьюритизированных ипотечных активов, %**

Примечание. График отражает потоки от секьюритизации без учета операционных расходов как чистые процентные доходы от секьюритизации по МСФО.

Источник: компания, SberCIB

**Комиссионные доходы**

По итогам 9M25 комиссионные доходы группы на 37% состоят из доходов по гарантиям, выданным юридическим лицам. На наш взгляд, динамика комиссионных доходов напрямую связана с динамикой кредитного портфеля группы, и мы ждем продолжения их роста вместе с кредитным портфелем со среднегодовым темпом 16% в 2025–2028 гг. Самым быстрорастущим направлением доходов в последние кварталы стали комиссии по кредитным операциям. Их общий объем увеличился с 0,3 млрд руб. по итогам 9M24 до 2 млрд руб. по итогам 9M25. Мы полагаем, что комиссионные доходы продолжат расти в среднем на 26% в год в 2025–2028 гг. за счет развития транзакционных направлений бизнеса (комиссий РКО) и связанных с РКО сервисов для корпоративных клиентов и продуктов для физлиц, повышения комиссий по выдаче гарантий и доходов по кредитным операциям. Запуск продуктов для РКО для малого и среднего бизнеса может привести к продолжению роста комиссионных доходов к 2027-2028 гг.

**Структура комиссионных доходов за 9М25, %**

Источник: компания, SberCIB

**Динамика чистых комиссионных доходов (ЧКД), млрд руб. и %**

Источник: компания, SberCIB

**ПРОЧИЕ НЕПРОЦЕНТНЫЕ ДОХОДЫ**

Мы консервативно предполагаем, что доходы от роли агента РФ будут постепенно увеличиваться в среднем на 6% в год в 2025–2028 гг. на фоне сохранения спроса на эту услугу и роста номинальных цен на объекты недвижимости. При этом мы предполагаем, что маржинальность этих доходов останется на среднеисторическом уровне около 90%.

Доходы от институциональной аренды состоят из доходов от переоценки и доходов от арендных платежей. В своих прогнозах мы предполагаем постепенный рост портфеля институциональной аренды с темпом 13% в год в 2025–2028 гг., в том числе за счет роста арендного портфеля благодаря программе «Доступное арендное жилье в Дальневосточном федеральном округе». Также мы полагаем, что переоценка портфеля и индексация ставок аренды будут немного отставать от инфляции, совокупная доходность портфеля арендного жилья составит 6,5% на валовом уровне, а с учетом операционных расходов будет равна 6%. Исходя из этих предпосылок мы ожидаем роста операционных доходов от институциональной аренды до 11 млрд руб. к 2028 году.

**Динамика доходов от роли агента РФ, млрд руб. и %**

Источник: компания, SberCIB

**Динамика доходов от институциональной аренды, млрд руб. и %**

Примечание: без учета повышенных процентных доходов сегмента, связанных с размещением свободных средств от программы «Доступное арендное жилье в Дальневосточном федеральном округе» в 2023–2024 гг.

Источник: компания, SberCIB

Прочие операционные доходы представлены главным образом сегментом лифтостроения. Мы ожидаем продолжения его роста со среднегодовым темпом 19% в год в 2025–2028 гг. на фоне увеличения продаж в этом направлении бизнеса и сохранения операционной рентабельности около 14%.



Разовые доходы от переоценок и прочих факторов не учитываются в наших прогнозах. Ранее, как правило, они не превосходили 20% от общих операционных доходов группы до вычета резервов.



Источник: компания, SberCIB



Источник: компания, SberCIB

## РЕЗЕРВЫ И СТОИМОСТЬ РИСКА

Исторически большая часть кредитного портфеля группы была связана с ипотечным кредитованием и финансированием инфраструктуры, что позволяло сохранять низкие уровни расходов на резервы и стоимости риска. Мы ожидаем, что этот тренд в целом может сохраниться, но консервативно предполагаем, что стоимость риска в ближайшие годы будет находиться вблизи 1%. На наш взгляд, пик стоимости риска (с учетом отрицательной переоценки кредитов, оцениваемых по справедливой стоимости) может быть достигнут в 2026 году. В дальнейшем мы ожидаем ее снижения с 1% по итогам 2026 года до 0,9% в 2028 с сохранением примерно на том же уровне в последующие периоды.



Примечание. Стоимость риска с учетом переоценки кредитов по справедливой стоимости.

Источник: компания, SberCIB

## ОПЕРАЦИОННЫЕ ЗАТРАТЫ

Группа поддерживает высокую операционную эффективность. Большая часть бизнеса компании сосредоточена в корпоративном сегменте, где благодаря эффекту масштаба требуется меньше сотрудников.

Рост активов и объемов прибыли опережающими темпами позволил ДОМ.РФ значительно снизить соотношение операционных расходов и доходов (с учетом амортизации) – с 38% в 2020 году до 29% в 2024. Мы ожидаем, что данный показатель сохранится вблизи текущих уровней (30%) в ближайшие годы.



## ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ

В 2020–2024 гг. чистая прибыль ДОМ.РФ росла в среднем на 26% в год. Мы ожидаем сохранения органического роста чистой прибыли со среднегодовым темпом 15% в период 2025–2028 гг.

Рентабельность собственного капитала (ROE) группы в 2021–9M25 составляла 19%. При этом показатель ROE увеличился с 15% в 2022 году и 17% в 2023 до 19% в 2024, а за 9M25 составил 21%. Мы ждем дальнейшего роста ROE группы по мере реализации эффекта масштаба, снижения стоимости фондирования, развития высокомаржинальных направлений бизнеса, несмотря на повышение требований к регуляторному капиталу. Мы прогнозируем постепенное увеличение ROE с 21% в 2025 году до 22% к 2027-2028 гг., при этом в долгосрочной перспективе показатель может остаться на уровне 21% в нашем базовом сценарии.

## ПОТЕНЦИАЛ ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ

ДОМ.РФ исторически выплачивал в виде дивидендов 25-50% от чистой прибыли. В среднем в 2010–2024 гг. он выплачивал 45% от чистой прибыли по МСФО. В последние два года объем выплат был меньше – компания реинвестировала прибыль в маржинальные направления на фоне благоприятной рыночной конъюнктуры, что позволило ей превышать заложенные в бизнес-плане целевые показатели. ДОМ.РФ выплачивал дивиденды в денежной и неденежной формах (в виде объектов недвижимости, передаваемых государству).

В октябре 2025 года наблюдательный совет ДОМ.РФ утвердил положение о дивидендной политике в третьей редакции. Согласно ему, базой для расчета дивидендов выступает скорректированная чистая прибыль группы по МСФО, а целевой и минимальный уровень дивидендных выплат составляет 50% от скорректированной чистой прибыли. Чистая прибыль корректируется согласно распоряжению правительства от 29 мая 2006 г. № 774-р. Корректировки могут включать в себя доходы и расходы по курсовым разницам, доходы и расходы, связанные с обесценением основных средств и нематериальных активов, а также их списанием, за исключением продаж, доходов и расходов, связанных с изменением справедливой стоимости финансовых активов.

В своих прогнозах мы ожидаем, что дивидендные выплаты в ближайшие годы останутся на уровне 50% от чистой прибыли, а влияние разовых корректировок будет незначительным. Дивиденды за 2025 год с выплатой в 2026 могут составить 43 млрд руб., за 2026 с выплатой в 2027 – 50 млрд руб.



### Финансовые показатели по МСФО, млрд руб.

	2023	2024	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>								
Чистый процентный доход	79	122	160	207	243	276	306	342
Чистый комиссионный доход	5	7	13	17	21	26	29	31
Чистые непроцентные доходы	18	18	7	3	2	2	1	1
Чистые доходы по прочим видам деятельности	1	1	5	7	8	8	9	10
<b>Чистые операционные доходы до резервов</b>	<b>104</b>	<b>149</b>	<b>185</b>	<b>234</b>	<b>275</b>	<b>311</b>	<b>346</b>	<b>384</b>
<b>Расходы на создание резервов</b>	<b>-15</b>	<b>-31</b>	<b>-26</b>	<b>-41</b>	<b>-43</b>	<b>-47</b>	<b>-51</b>	<b>-58</b>
Операционные расходы	-36	-43	-53	-67	-82	-94	-105	-116
Прибыль до уплаты налога на прибыль	52	75	106	126	150	170	190	211
<b>Чистая прибыль акционеров ДОМ.РФ</b>	<b>47</b>	<b>66</b>	<b>86</b>	<b>101</b>	<b>116</b>	<b>131</b>	<b>146</b>	<b>162</b>
<b>Бухгалтерский баланс</b>								
<b>Активы всего</b>	<b>4 089</b>	<b>5 568</b>	<b>6 266</b>	<b>7 262</b>	<b>8 311</b>	<b>9 347</b>	<b>10 473</b>	<b>11 546</b>
<b>АВР</b>	<b>1 976</b>	<b>2 762</b>	<b>3 196</b>	<b>3 776</b>	<b>4 488</b>	<b>5 141</b>	<b>5 812</b>	<b>6 523</b>
Чистый кредитный портфель	3 159	4 220	5 136	6 023	6 900	7 782	8 742	9 693
Валовый кредитный портфель	3 210	4 288	5 229	6 148	7 059	7 978	8 976	9 970
Розничные займы	512	671	764	872	1 005	1 180	1 370	1 568
Секьюритизированный ипотечный портфель	1 404	1 607	1 902	2 246	2 583	2 842	3 126	3 423
Корпоративные кредиты	1 293	2 010	2 564	3 030	3 471	3 957	4 480	4 979
Ценные бумаги	104	334	311	336	353	371	389	409
Средства клиентов	1 766	2 468	3 072	3 512	4 047	4 668	5 346	6 018
Выпущенные ценные бумаги	1 673	2 036	2 374	2 837	3 261	3 552	3 871	4 129
<b>Капитал</b>	<b>328</b>	<b>380</b>	<b>440</b>	<b>498</b>	<b>563</b>	<b>637</b>	<b>717</b>	<b>806</b>
<b>Ключевые коэффициенты</b>								
<b>Рентабельность</b>								
ROAE	16,9%	18,7%	21,3%	21,7%	21,8%	21,8%	21,6%	21,3%
ROAA	1,5%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
RORWA	2,9%	2,8%	2,9%	2,9%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%
<b>Капитал</b>								
H1	16,1%	13,3%	13,5%	13,0%	12,7%	12,5%	12,5%	12,5%
АВР / Активы	48,3%	49,6%	51,0%	52,0%	54,0%	55,0%	55,5%	56,5%
Активы/капитал	12,5	14,7	14,2	14,6	14,7	14,7	14,6	14,3
<b>Маржа и эффективность</b>								
Доходность приносящих процентный доход активов	9,6%	13,9%	16,2%	14,1%	12,1%	11,2%	10,6%	10,4%
Стоимость привлеченных средств	7,0%	11,4%	13,1%	11,0%	9,0%	8,0%	7,4%	7,2%
NIM*	3,2%	3,2%	3,7%	3,9%	3,9%	3,9%	4,0%	4,0%
Непроцентный доход/средние активы	0,6%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Операционные расходы/средние активы	1,2%	0,9%	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Операционные расходы/операционные доходы	35,1%	29,0%	28,6%	28,6%	29,8%	30,2%	30,3%	30,1%
<b>Risk, ликвидность, качество активов</b>								
Стоимость риска	0,9%	0,6%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Резервы/валовый кредитный портфель	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%
Покрытие просроченной задолженности резервов	233%	256%	183%	184%				
Чистый кредитный портфель/средства клиентов	100%	106%	105%	108%	107%	106%	105%	104%
Чистый кредитный портфель/активы*	43%	47%	52%	52%	52%	53%	54%	54%
Доля просроченной задолженности (NPL 90+)	1%	1%	1%	1%				
<b>Показатели на акцию</b>								
Капитал на акцию	2 025	2 346	2 719	3 079	3 482	3 935	4 434	4 985
Прибыль на акцию	360	406	532	623	715	810	904	1 003
Дивиденд на акцию, выплаченный	93	93	147	266	311	357	405	452

Примечание: чистая процентная маржа без учета секьюритизированных активов.

Источник: компания, SberCIB

## Ограничение ответственности

