

ДОМ.РФ — национальный институт развития жилищной отрасли проводит IPO

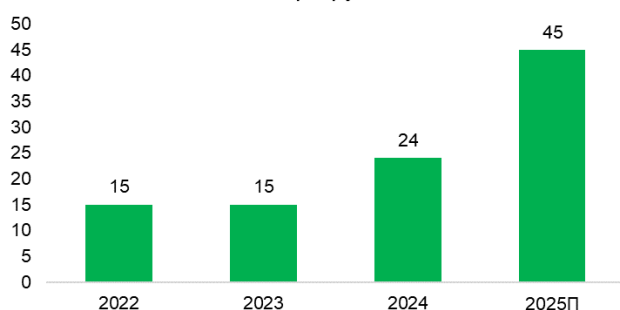
Первичное размещение (IPO) ДОМ.РФ - не просто частичная приватизация, а тест на зрелость российского фондового рынка, символизирующий переход государственных институтов развития в рыночную плоскость. Сделка станет эталоном для будущих публичных размещений госкомпаний и расширит участие частных инвесторов в капитале стратегических финансовых институтов.

ДОМ.РФ
Целевая цена

DOMRF
2350 руб.

Финансовые показатели	2022	2023	2024
Чистый процентный доход, млрд руб.	52	79	122
Чистый комиссионный доход,	4	5	7
Чистая прибыль, млрд руб.	47	66	86
Чистая процентная маржа (NIM)	3,2%	3,7%	3,4%
Доля неработающих кредитов (NPL 90+)	1,8%	1,2%	0,6%
Мультипликаторы	СБЕР	ВТБ	ДОМ.РФ
P/B	0,89	0,34	0,75
P/E	3,9	1,9	3,5
ROE	20,1%	16,5%	21%

Дивиденды (начисленные по итогам года), млрд руб.



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Первичное размещение акций (IPO) ДОМ.РФ на Московской бирже проводится с 14 по 19 ноября 2025 года и станет первым за 18 лет IPO государственного финансового института. Компания намерена разместить около 10% капитала и привлечь 15–30 млрд руб., при этом государство сохранит за собой контрольную долю в капитале (50% + 1 акция). Сделка пройдет в формате *cash-in*, то есть все привлеченные в рамках IPO средства будут направлены на проектное финансирование, развитие инфраструктуры и секьюритизацию ипотечных кредитов — направления, обеспечивающие низкую капиталоёмкость и долгосрочную доходность. Акции получат первый уровень листинга (тикер-код DOMRF), а участие в размещении смогут принять как институциональные, так и розничные инвесторы.

По нашим оценкам, капитализация компании может составить порядка 380 млрд руб. в базовом сценарии, что соответствует цене одной акции в размере 2350,1 руб. Мультипликатор P/BV мы оцениваем на уровне 0,75х—0,83х, что при ROE 21% подразумевает небольшой дисконт к оценке «Сбербанка» (P/BV на уровне 0,89х).

Инвестиционная оценка и дивидендная политика ДОМ.РФ станут ключевыми элементом стратегии частичной приватизации госкомпаний и программы по повышению капитализации российского рынка до 66% ВВП к 2030 году. В октябре 2025 года утверждена новая дивидендная политика, предусматривающая выплату дивидендами 50% от чистой прибыли с возможностью ежеквартальных выплат, что усиливает дивидендный кейс и подчеркивает стабильность денежного потока. При прогнозируемой чистой прибыли 90 млрд руб. и ROE на уровне 21%, ожидаемая дивидендная доходность оценивается на уровне 6–7% годовых, что делает размещение сопоставимым с лидерами банковского сектора по уровню доходности при меньшей волатильности.

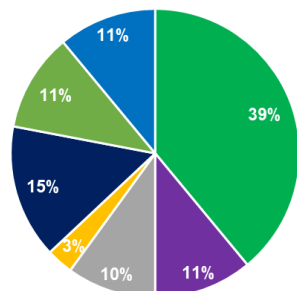
Дополнительные защитные механизмы — lock-up-период 180 дней и стабилизационный период 30 дней после начала торгов — снизят риск краткосрочного всплеска волатильности и обеспечат плавное формирование рыночной оценки. Таким образом, IPO ДОМ.РФ представляет собой сбалансированное сочетание фундаментальной устойчивости, государственной поддержки и рыночного потенциала, а масштабирование секьюритизационного и инфраструктурного бизнеса может стать катализатором роста капитализации компании на горизонте 12–24 месяцев.

ДОМ.РФ: институт развития жилищной инфраструктуры

ПАО «ДОМ.РФ» учреждено правительством Российской Федерации в 1997 году и выступает в роли ключевого института развития, обладающего уникальным регуляторным статусом и стратегическим мандатом на системную трансформацию жилищной сферы. Исторически ДОМ.РФ последовательно формировал фундамент рынка, включая создание ключевых институтов, таких как АИЖК, и разработку законодательной базы. Благодаря значимости в финансовой системе, Банк России в 2025 году обновил список системно значимых кредитных организаций (СЗКО), включив в него банк ДОМ.РФ, а агентство АКРА подтвердило его кредитный рейтинг на уровне AAA(RU) со «Стабильным» прогнозом». Деятельность компании сфокусирована на создании гибкой экосистемы продуктов и услуг для всех участников рынка, от граждан и банков до государственных органов. Это позволяет ДОМ.РФ не только удовлетворять текущие потребности рынка, но и формировать предложение на долгосрочную перспективу.

Банковский бизнес является основным источником прибыли, формируя около 60% операционных доходов группы. Ключевую роль играет корпоративный сегмент, где ДОМ.РФ занимает лидирующие позиции в проектном финансировании застройщиков, на это направление приходится 39% операционного дохода. Банк сохраняет доминирующую долю на рынке по объему установленных лимитов кредитования — 34%, а совокупный объем проектного финансирования по итогам первого полугодия 2025 года достиг почти 7 трлн руб. Ипотечный портфель, формирующий около 11% операционного дохода, по-прежнему зависит от государственных программ, доля которых превышает 80% в совокупном первичном кредитовании. Такая структура обеспечивает устойчивость процентного дохода и снижает чувствительность к колебаниям рыночных ставок.

Структура операционного дохода ДОМ.РФ в 2024 году, %



Источник: данные ДОМ.РФ

Создание стоимости на каждом этапе



Источник: данные ДОМ.РФ

За счет длинного профиля активов и стабильного спроса в сегменте льготной ипотеки ДОМ.РФ поддерживает предсказуемую динамику чистой процентной маржи на уровне 3,7%.

Комиссионный бизнес формирует около 40% операционных доходов и служит стратегическим направлением для долгосрочного роста. Основной фокус этого бизнеса — это секьюритизация и финансовые рынки (совокупно 19% дохода, включая 15% — секьюритизация и 4% — казначейство, где ДОМ.РФ выступает в роли лидера на рынке. Этот сегмент критически важен для финансовой эффективности компании: он не только генерирует значительные комиссионные сборы, но и выступает ключевым инструментом для высвобождения капитала из баланса ДОМ.РФ и всей банковской системы, обеспечивая ликвидность для нового ипотечного кредитования. Вовлечение земельных участков (11% дохода) является конкурентным преимуществом, поскольку благодаря этому эксклюзивному федеральному мандату ДОМ.РФ контролирует начальный этап девелопмента. Это гарантирует компании приток новых, высококачественных и предварительно одобренных проектов для последующего проектного финансирования, тем самым обеспечивая непрерывность бизнеса и минимизируя входные риски. Сегмент арендного жилья (11% дохода), где компания является оператором #1, стратегически важен для диверсификации, поскольку генерирует стабильный, нециклический арендный доход, обеспечивая необходимый буфер против волатильности рынка продаж. Наконец, финансирование инфраструктуры и развитие цифровых сервисов (ТИМ/ВІМ) выполняют функции снижения рисков, обеспечивая финансируемые проекты необходимой инфраструктурой, ДОМ.РФ защищает качество своего обширного кредитного портфеля и повышает общую эффективность всей экосистемы.

Анализ рынка и конкурентная среда

Обзор рынка недвижимости и ипотеки в России

Российский рынок ипотеки демонстрирует значительный структурный потенциал роста, о чем свидетельствует крайне низкий уровень ипотечного долга относительно ВВП, составляющий всего 11%, что резко контрастирует с показателями развитых экономик, таких как США (47%) или Нидерланды (77%). Этот разрыв указывает на устойчивый потенциал для развития рынка за счет неудовлетворенного спроса на улучшение жилищных условий, оцениваемого в 15,6 млн семей в ближайшие пять лет. Текущая рыночная динамика определяется высокой ключевой ставкой, которая временно сдерживает запуски новых проектов (прогнозируемое снижение до 35 млн кв. м. в 2025 году), однако контрциклическую стабилизацию обеспечивают государственные субсидированные программы, критически важные для достижения национальной цели по вводу 120 млн кв. м. жилья к 2030 году. В долгосрочной перспективе стабилизация темпов роста цен на новостройки ожидается после 2027 года, на уровне 4–6%, что близко к уровню инфляции и сигнализирует о структурном насыщении предложения после периода стремительного роста.

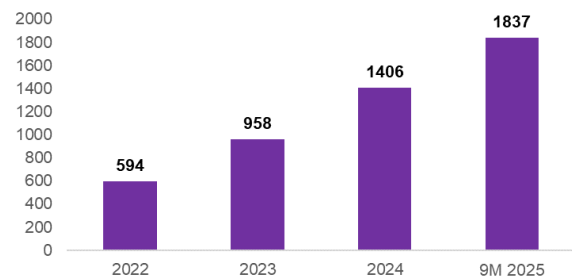


Источники: расчеты ДОМ.РФ на основе данных Росстата, Банка России

Рыночное позиционирование

ДОМ.РФ демонстрирует опережающий рынок рост в сегменте проектного финансирования (ПФ), в котором портфель банка, по прогнозам, достиг 1,5 трлн руб. к I кварталу 2025 года, увеличившись с 0,3 трлн руб. в 2021 году. Такая экспансия позволила банку нарастить долю рынка по объему ПФ с 10% до 16% к I кварталу 2025 года, одновременно удерживая 12% рынка по доле средств на эскроу-счетах, что подтверждает эффективность реформы. В ипотечном сегменте банк ожидает более чем двукратного увеличения портфеля, до 8,5–9,0 трлн руб. к 2030 году, благодаря участию в госпрограммах. Кроме того, лидерство в сегменте секьюритизации ипотечных облигаций (MBS), объем которого прогнозируется свыше 2 трлн руб. к 2030 году, является ключевым механизмом эффективного управления капиталом, позволяющим рециркулировать активы и поддерживать высокие темпы роста.

Портфель проектного финансирования ДОМ.РФ, млрд руб.

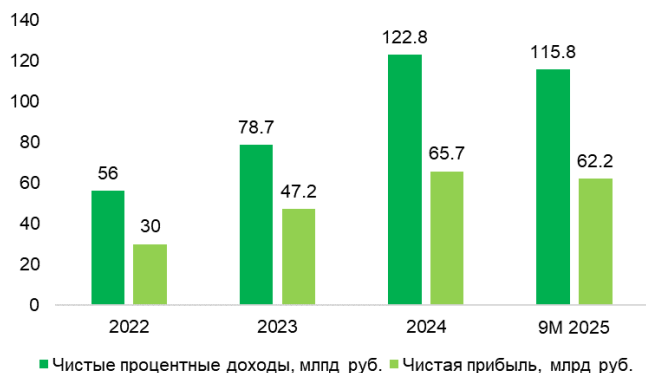


Источник: данные компании

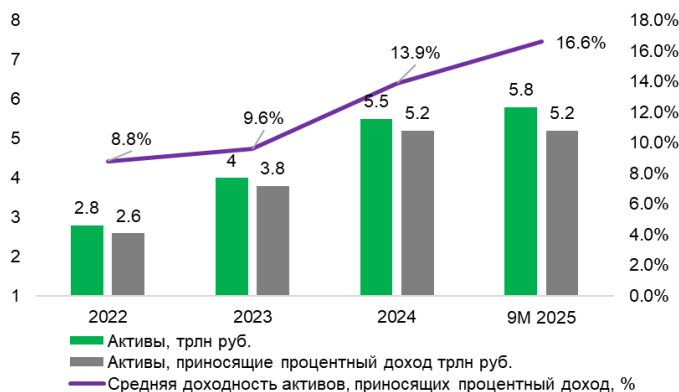
Ключевые конкурентные преимущества

- В отличие от универсальных банков-гигантов (таких как «Сбербанк» или ВТБ), ДОМ.РФ строит свою конкурентную устойчивость на глубокой специализации и широкой региональной диверсификации, не ограничиваясь высокомаржинальными рынками мегаполисов. Банк занимает второе место по объему проектного финансирования в 76 регионах, что обеспечивает системную значимость и уникальную региональную экспертизу в скоринге застройщиков. Такая диверсификация минимизирует кредитный риск, который дополнительно хеджируется высоким прогнозным покрытием задолженности застройщиков эскроу-счетами, на уровне 81% к концу 2025 года. Уникальный некредитный сегмент, отсутствующий у большинства конкурентов — крупнейший институциональный портфель арендного жилья (11,6 тыс. объектов) — обеспечивает стабильный операционный доход с высокой маржинальностью, где показатель NOI (чистый операционный доход) по портфелю составляет 75% при заполняемости 98%.
- Статус государственного института развития гарантирует устойчивый спрос и присутствие во всех классах жилья, охватывая примерно 800 проектов. Эксклюзивные права на реализацию государственных субсидированных программ служат мощным проциклическим драйвером, гарантируя преимущественный приток качественных заемщиков и проектов, а обширная клиентская база (более 460 групп застройщиков) позволяет поддерживать высокий уровень контроля и экспертизы в ПФ.
- Финансовая устойчивость поддерживается высоким уровнем доверия на рынке капитала: банк выступает в роли ведущего организатора выпусков облигаций, портфель группы превышает 2 трлн руб. в обращении.

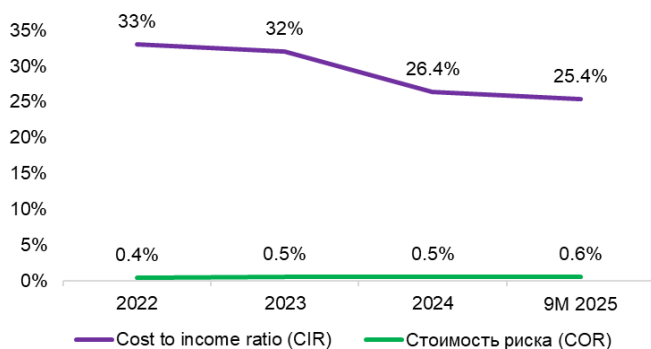
Финансовые результаты



Источник: данные ДОМ.РФ, расчеты «Цифра брокер»



Источник: данные ДОМ.РФ, расчеты «Цифра брокер»



Источник: данные ДОМ.РФ, расчеты «Цифра брокер»

Финансовые результаты ДОМ.РФ за 2023–2024 годы подтверждают качественный рост бизнеса и способность его масштабировать без ущерба для рентабельности. Процентные доходы в 2024 году выросли до 618 млрд руб. с 280 млрд руб. годом ранее, что позволило удвоить чистый процентный доход, который увеличился до 123 млрд руб. Чистая прибыль повысилась до 65,8 млрд руб. (на 39% за год), отражая синергию между ипотечным сегментом, ПФ и секьюритизацией. Капитал также продемонстрировал динамику роста — 380 млрд руб. в 2024 году по сравнению с 328 млрд руб. годом ранее, что укрепляет базу для будущего увеличения активов. Такой профиль результатов показывает, что ДОМ.РФ успешно использует свою институциональную роль, достигая метрик, сопоставимых или превосходящих показатели частных банков аналогичного масштаба.

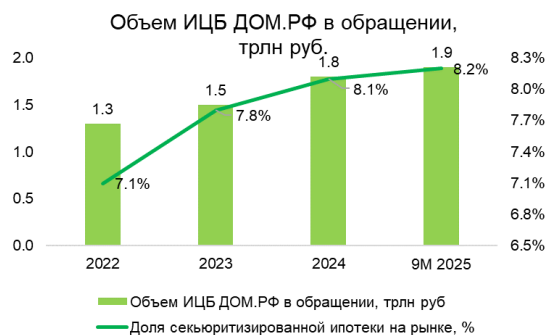
Банковский блок демонстрирует устойчивый рост активов при сохранении консервативного риск-профиля. Активы, приносящие процентный доход, увеличились с 4,09 трлн руб. в 2023 году до 5,57 трлн руб. в 2024 году и далее до 5,81 трлн руб. к сентябрю 2025 года, что соответствует среднегодовому темпу роста (CAGR) на уровне 22%. Кредитный портфель показал опережающие темпы роста, повысившись на 15% за девять месяцев 2025 года, при этом доля NPL 90+ удерживается в диапазоне 0,6–0,7%, что существенно ниже среднерыночного уровня 4,4%. Показатели эффективности продолжают улучшаться: NIM достигла 3,7%, доходность активов поднялась до 16,6%, а CIR сократился до 25,4%. Высокие нормативы достаточности капитала (H1 на уровне 18,8%) формируют дополнительный запас прочности. Совокупно эти параметры подтверждают, что ДОМ.РФ выстраивает масштабируемую модель роста, опираясь на качество портфеля и дисциплинированный риск-менеджмент.

По итогам девяти месяцев 2025 года ДОМ.РФ остался на траектории роста, зафиксировав чистую прибыль на уровне 62,3 млрд руб. (рост на 7% по сравнению с тем же периодом), несмотря на повышение стоимости риска до 0,6%. Процентные доходы выросли до 420 млрд руб. (на 51%), а чистый процентный доход — до 92,6 млрд руб. (на 25%). Наиболее значимое ускорение наблюдается в ипотечном сегменте: компания выдала 55 млрд руб. в III квартале 2025 года (рост на 89% по сравнению с предыдущим кварталом), что увеличило портфель до 2,4 трлн руб. (на 8%). Проектное финансирование также демонстрирует рост — портфель достиг 1,8 трлн руб. (рост на 23%), а общий объем открытых кредитных линий — 7,1 трлн руб. При сохранении ROE на уровне 21% и снижении CIR до 25,4% компания продолжает показывать устойчивую прибыльность даже в условиях высоких ставок и давления на спрос.

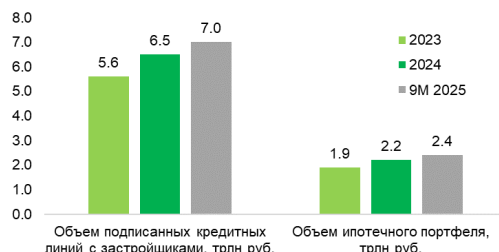
Предпосылки для роста и риски

Предпосылки для роста: устойчивое расширение секьюритизационного, инфраструктурного и комиссионного бизнеса.

- ДОМ.РФ сохраняет потенциал для долгосрочного роста капитализации за счет масштабирования ключевых бизнес-линий с низкой капиталоемкостью — секьюритизации, проектного финансирования и комиссионных операций. К 2030 году объем рынка ипотечных ценных бумаг может превысить 3,4 трлн руб., где ДОМ.РФ является монополистом, занимающим около 99% секьюритизации в стране. Это направление обеспечивает компании стабильные комиссионные доходы при минимальных рисках и создает дополнительную ликвидность для банковской системы, укрепляя ее стратегическую значимость.
- Бизнес в сфере инфраструктурного и проектного финансирования является второй по значимости структурной предпосылкой. Объем кредитных линий по проектному финансированию уже превысил 7 трлн руб. (рост на 8% за девять месяцев 2025 года), а портфель вырос на 23%, достигнув 1,8 трлн руб. Развитие строительной отрасли и госпрограмм по комплексному освоению территорий гарантируют спрос на этот инструмент. Благодаря государственной поддержке и прямому мандату на развитие жилищной инфраструктуры, ДОМ.РФ может конвертировать государственные приоритеты в прибыльные рыночные продукты.
- Третий вектор роста — активное развитие комиссионных направлений. Комиссионный бизнес (включая агентские функции, услуги цифровых платформ и операции с инвестиционной недвижимостью) формирует уже около 40% операционных доходов и имеет потенциал удвоения в среднесрочной перспективе. Масштабирование цифровых сервисов, включая платформу «наш ДОМ.РФ», а также рост клиентской базы в сегменте МСБ (с 30 до 100 тыс. клиентов к 2030 году), обеспечат компании увеличение непроцентных доходов и снижение зависимости от процентной маржи.



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Риски: макроэкономическая волатильность и высокая концентрация в строительном секторе

- Главные риски для ДОМ.РФ связаны с замедлением жилищного рынка, ростом кредитного риска застройщиков и изменением условий господдержки. На 30.09.2025 кредиты строительным компаниям составляли 2 трлн руб., или 33% активов и 4,7х капитала компании. В условиях высоких ставок и возможного спада спроса на новое жилье увеличивается вероятность ухудшения финансового положения застройщиков и замедления ввода новых проектов. Это может привести к росту просрочки и необходимости дополнительного резервирования. Несмотря на то, что большая часть корпоративных кредитов имеет форму обеспеченного проектного финансирования, снижение темпов продаж жилья может оказать давление на качество залогов и чистую прибыль.
- Дополнительным риском выступает ипотечный портфель, на который приходится 40% баланса, и ДОМ.РФ является поручителем по секьюритизированным облигациям. Рост просрочки в ипотеке, особенно при ослаблении льготных программ, может потребовать увеличения резервов и снижению NIM. При этом высокая доля секьюритизированных активов и низкий уровень NPL (0,6–0,7%) частично смягчают эффект, но не исключают давления на прибыльность.
- Регуляторные риски. Возможное сокращение объема господдержки в программах льготной ипотеки или изменение параметров субсидирования может ограничить спрос на кредиты, что напрямую повлияет на динамику портфеля. Кроме того, высокая концентрация бизнеса в строительстве делает ДОМ.РФ уязвимым к изменению политики в отношении девелоперов и землеотвода. При неблагоприятном сценарии стоимость риска может увеличиться до 1,0%, что приведет к снижению ROE на 3–4 п.п.

Тем не менее консервативный подход компании к резервированию и сильные связи с крупнейшими застройщиками снижают вероятность реализации стресс-сценария. Управление качеством портфеля и диверсификация источников фондирования остаются ключевыми мерами защиты, однако инвесторы должны учитывать, что любая пролонгация высокого уровня ставок или коррекция на рынке недвижимости может стать источником давления на оценку акций.

Справедливая оценка и наше мнение

Оценка. Для оценки компании мы использовали классический метод дисконтирования дивидендов.

Оценка данным методом основана на известной стоимости капитала и темпах роста дивидендов. Для оценки стоимости капитала мы используем метод декомпозиции: раскладываем стоимость на базовые компоненты.

Чтобы оценить стоимость капитала компании в качестве безрисковой ставки мы применили 12% (потенциальная доходность трехлетних облигаций на горизонте 12 месяцев) и учли премию за специфические риски инвестирования в IPO (размер компании, ликвидность, первичный выход на рынок акционерного капитала), которая составляет, по нашим оценкам, 2,5% и рыночную премию, которая составляет 6,5%, что является примерной разницей между безрисковой ставкой и потенциалом роста индекса МосБиржи при его оценке по мультипликатору P/E.

Для оценки темпов роста дивидендов мы взяли среднее значение темпа роста дивидендов за последние пять лет, которое составило 13,9%. Поскольку мы оцениваем компанию на горизонте не более трех лет, то мы считаем, что данные темпы роста будут справедливыми на фоне восстановления экономической ситуации, выхода российской экономики из кризиса. Данные факторы спровоцируют активизацию рынков недвижимости и инфраструктурных проектов, что является позитивным фактором для ДОМ.РФ, который позволит компании поддерживать данную планку по дивидендам.

Помимо этого, мы провели анализ чувствительности компании, в котором изменили показатели стоимости капитала и темпов роста на 1% в большую и меньшую стороны. Увеличение темпов роста приводит к получению более высокой оценочной стоимости компании при неизменности второго параметра, а увеличение стоимости капитала приводит к получению более низких оценок стоимости компании при неизменности второго параметра.

	Дивиденд, руб.	Доля от чистой прибыли, %	Количество акций, млн
2020	220,26	53%	63,9
2021	173,67	52%	99,6
2022	93,08	50%	161,8
2023	92,72	32%	161,8
2024	146,5	36%	161,8

Источник: данные ДОМ.РФ

Таким образом, мы оцениваем справедливую оценку ДОМ.РФ на уровне 380,22 млрд руб., что соответствует цене одной акции в размере 2350,1 руб.

Анализ чувствительности нашей модели для стоимости компании и стоимости акций представлен в таблицах ниже.

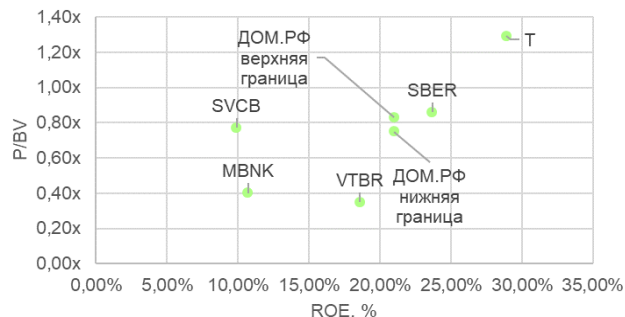
Капитализация, млрд руб.		Темпы роста				
		11,9%	12,9%	13,90%	14,9%	15,9%
Стоимость капитала	19%	373	438	529	664	886
	20%	327	376	442	533	669
	21%	291	330	380	446	538
	22%	262	294	333	383	450
	23%	238	264	296	336	386

Цена одной акции, руб.		Темпы роста				
		11,9%	12,9%	13,9%	14,9%	15,9%
Стоимость капитала	19%	2308	2711	3271	4105	5477
	20%	2023	2329	2735	3300	4141
	21%	1801	2041	2350	2759	3329
	22%	1623	1817	2060	2370	2783
	23%	1476	1637	1833	2078	2391

Источник: расчеты «Цифра Брокер»

Резюме. Мы считаем, что кейс ДОМ.РФ выглядит достаточно интересным для инвестора ввиду уникального положения компании на рынке, ее лидирующих позиций и привлекательной дивидендной политики, предусматривающей выплату дивидендами 50% чистой прибыли по МСФО. Также стоит отметить, что положение компании в финансовом секторе после IPO может выглядеть достаточно привлекательным с учетом текущего ROE на уровне 21%. По нашим оценкам показатель P/BV составит от 0,75x до 0,83x, что с учетом ROE немногим ниже оценки акций «Сбербанка».

Сравнение с сектором



Источник: данные компаний, расчеты «Цифра брокер»

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Юридический адрес

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

Фактический адрес

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

Поддержка клиентов

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

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