



## Девелоперы – бенефициары высокой ставки

### Обзор эмитентов сектора «Недвижимость»

В преддверии ужесточения подхода к выдаче льготной ипотеки мы провели анализ динамики развития отрасли жилищного строительства в РФ в последние годы, а также оценили влияние отраслевых трендов на финансовое положение застройщиков. Ключевые выводы:

- **Прилив больше не поднимает все лодки.** Мы позволим себе не согласиться с популярным сейчас тезисом о том, что снижение ключевой ставки однозначно позитивно отразится на финансовом положении девелоперов жилой недвижимости. Мы принимаем во внимание не только потенциальное снижение стоимости заемных ресурсов для застройщиков, но и то, какое влияние снижение ключевой ставки окажет на восстановление спроса на вторичном рынке недвижимости. За прошедшие 15 лет в эксплуатацию было введено 640 млн кв. м недвижимости в многоквартирных домах, и при нормализации ставок по ипотеке эта недвижимость может составить существенную конкуренцию первичному рынку.
- **Рост цен на первичном рынке практически полностью компенсировал снижение физического объема продаж** в 2024-2025 гг. Разрыв цен на первичном и вторичном рынке достиг внушительных 45 пунктов. Отсутствие конкуренции со стороны вторичного рынка жилья в 2024-2025 гг. на фоне заградительных ставок по рыночной ипотеке при наличии льготной ипотеки на первичном рынке создало благоприятные условия для повышения цен застройщиками. Одновременно, сниженные ставки по проектному финансированию для застройщиков сделали застройщиков менее чувствительными к уровню ключевой ставки. Продажи новостроек в 2025 г. выросли на 8% в денежном выражении до 5,2 трлн руб. и на 1% г/г в натуральном выражении до 25,6 млн кв. м. Несмотря на существенное ужесточение ДКП в 2024-2025гг. объем продаж новостроек в этот период в деньгах не только не снизился по сравнению с 2021-2022 гг., когда ключевая ставка была существенно ниже, но и заметно вырос. Так, по итогам 2025 г. объем продаж новостроек в денежном выражении превысил результат 2021 г. на 63%.
- **Мы видим риски для коммерческих застройщиков в массовом сегменте** (типовом и комфорт). Компетенции, локация, а также концепция новостроек будет иметь важное значение. При снижении ключевой ставки до уровня 10-12% мы ожидаем существенного роста предложения жилья на вторичном рынке, в том числе в связи с накопленным в период высоких ставок 2024-2025 гг. объемом отложенного предложения, что усложнит возможности для повышения цен застройщиками. По мере снижения ключевой ставки и роста доступности рыночной ипотеки мы ожидаем возвращения на рынок первичного жилья привычного до 2020 г. термина «цена квадратного метра» и отход от понятия «размер ипотечного платежа»
- **Фокус на престижный сегмент является фактором поддержки.** Большая часть застройщиков, имеющих публичный долг, в настоящий момент сместила фокус на престижный сегмент недвижимости (бизнес и элит), имеющий меньшую зависимость от доступности ипотеки и конкуренции со стороны вторичного жилья. Потенциальное снижение ставок по рыночной ипотеке при смягчении ДКП окажет поддержку спросу в сегменте бизнес, что может благоприятно отразиться на застройщиках, работающих в данном сегменте.
- **Не ожидаем значительных негативных кредитных событий в секторе недвижимости** в целом, однако при этом мы не исключаем роста M&A активности, а также реализации застройщиками земельных участков для снижения долговой нагрузки. Мы считаем низкими риски дефолта по облигациям ГК Пионер, Сэтл Групп, ГК Эталон и Группы ЛСР. При этом мы ожидаем снижения присутствия застройщиков на рынке облигаций на фоне более выгодных условий по проектному финансированию при высоком наполнении счетов эскроу.
- **Облигации девелоперов торгуются с повышенной доходностью** из-за снижения аппетита к риску со стороны инвесторов к данному сектору в моменте. Негативные кредитные события, в случае реализации на горизонте ближайших месяцев, могут привести к дополнительному росту доходности облигаций застройщиков. Мы, однако, видим инвестиционные возможности в облигациях застройщиков приемлемого кредитного качества для толерантных к риску инвесторов.



## Рынок недвижимости в цифрах

### Размер рынка – более 15 трлн руб.

По данным Дом.РФ в 2024 г. объем продаж квартир и домов в натуральном выражении составил 2,8 млн. кв. м., объем продаж в денежном выражении составил 14,4 трлн руб. По сравнению с 2023 г. продажи в натуральном выражении сократились на 23%, а в денежном выражении снижение продаж составило 20%.

|                                      | 2023 г.     | 2024 г.     | Изм. г/г    |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Число квартир и домов, млн штук      | 3,65        | 2,8         | -23%        |
| <b>Объем продаж всего, трлн руб.</b> | <b>17,9</b> | <b>14,4</b> | <b>-20%</b> |
| Первичка                             | 8,1         | 7,7         | -5%         |
| Вторичка                             | 9,8         | 6,7         | -32%        |
| Доля вторички, %                     | 55%         | 47%         |             |

Источник: Дом РФ

В структуре продаж в денежном выражении доля вторичного жилья в 2024 г. сократилась до 47% по сравнению с 55% в 2023 г. Важно учитывать, что эти данные отражают продажи и в многоквартирных домах, и в индивидуальных жилых домах на первичном и вторичном рынке.

Одной из причин изменения структуры продаж в пользу первичного жилья стала льготная ипотека на первичное жилье и существенный рост ставок по рыночной ипотеке на вторичное жилье в 2024 г. на фоне роста ключевой ставки. Так, доля сделок на рынке жилья с ипотекой по первичному жилью превысила 80%, в то время как в сегменте вторичного жилья упала ниже 40%.

### Доля сделок на рынке жилья с ипотекой, %

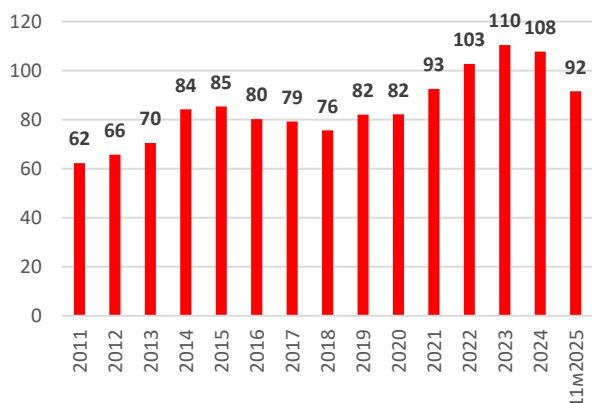


Источник: Дом.РФ

### В каком объеме строят

Объем вводимого в РФ жилья в 2022 г. превысил 100 млн. кв. м. в год и с тех пор сохраняется на этом уровне. По предварительным данным, по итогам 2025 г. объем ввода сохранится на уровне выше 100 млн кв. м. Однако при этом важно иметь в виду, что большая часть вводимого жилья приходится на сегмент ИЖС (часть этого сегмента составляет так называемая «дачная амнистия»), в то время как доля многоквартирных домов сокращается с 2016 г.

Объем ввода в эксплуатацию, млн кв. м



Источник: Дом.РФ

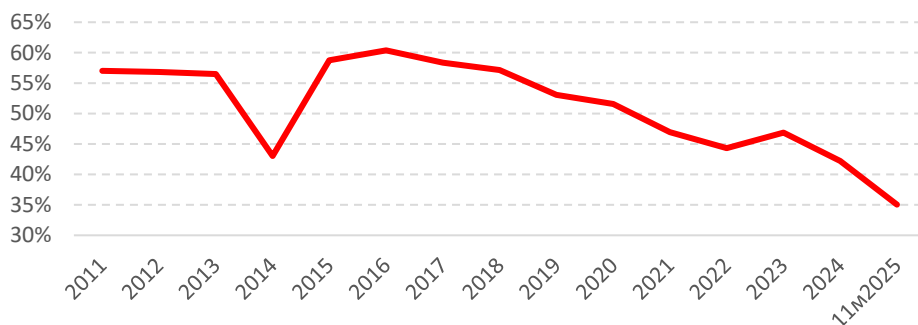
Объем ввода в эксплуатацию по типу домов, млн кв.м



Источник: Дом.РФ

Так, объем ввода в эксплуатацию многоквартирных домов в 2024 г. составил 45 млн кв. м., что составило 42% от общего объема ввода, по итогам 11м25г. доля снизилась до 35%.

Доля многоквартирных домов в общем объеме ввода в эксплуатацию



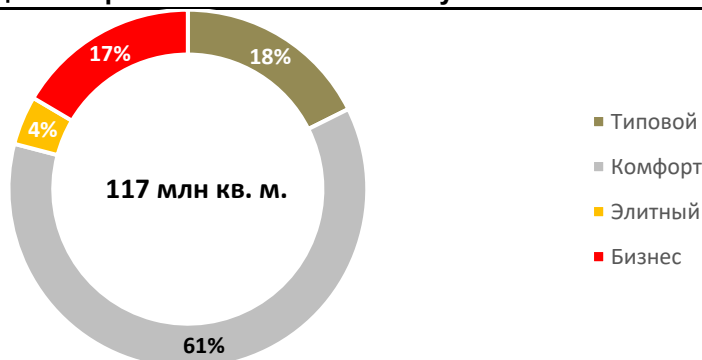
Источник: Дом.РФ, расчет Альфа-Банка

Мы обращаем внимание на то, что за прошедшие 10 лет (2016-2025 гг.) объем ввода многоквартирных домов составил внушительные 440 млн кв. м., а за 5 лет до этого (2011-2015 гг.) было введено 200 млн кв. м. жилья в многоквартирных домах. Таким образом, российский рынок недвижимости за 15 лет получил дополнительные **640 млн кв. м** в многоквартирных домах, которые теперь относятся к вторичному жилью. Мы будем возвращаться к этой цифре далее.

## Что строят и где

Российский рынок девелопмента жилой недвижимости неоднороден. Наиболее заметные отличия от РФ в целом имеет рынок Москвы, что вообще-то является общеизвестным фактом, но детали этих различий заслуживают того, чтобы взглянуть на них подробнее. По данным Дом.РФ на 11 января 2026 г. общий объем жилищного строительства в РФ составлял порядка 117 млн кв. м. Из них на типовое жилье и комфорт-класс пришлось порядка 80%, причем основная доля приходится на сегмент комфорт (61%). Доля жилья бизнес-класса составляла 17% (сопоставимо с типовым), а на элитный сегмент приходилось лишь 4%

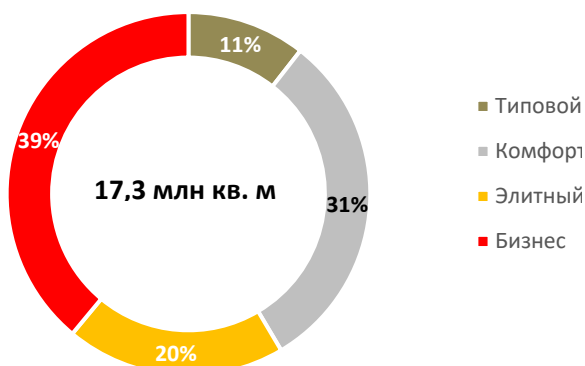
## Структура жилищного строительства в РФ по типу жилья



Источник: Дом.РФ

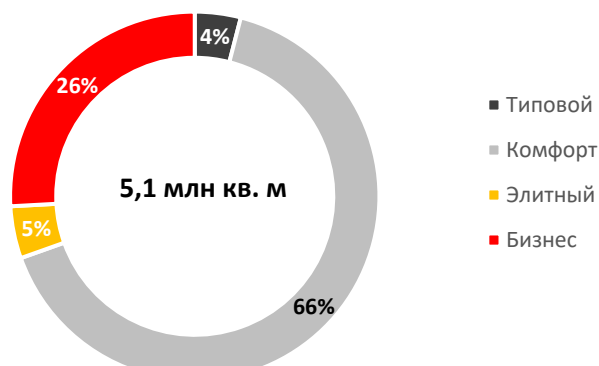
Мы отмечаем, что рынок недвижимости Москвы по структуре заметно отличается от рынка РФ в целом. Так, в Москве основной объем строительства приходится на сегмент бизнес (39%), а сегмент элит занимает 20%. То есть порядка 60% строительства приходится на наиболее дорогие сегменты. Отметим, что объем строительства элитной недвижимости в Москве составляет 66% от общего объема в РФ, то есть большинство элитной недвижимости России на данный момент сосредоточено в Москве. На начало 2026 г. на Москву приходится 15% от общего объема жилищного строительства в РФ.

## Структура жилищного строительства, %, Москва



Источник: Дом.РФ

## Структура жилищного строительства, %, Санкт-Петербург



Источник: Дом.РФ

Рынок Санкт-Петербурга более чем в три раза уступает московскому по объему строительства на начало 2026 г., а также существенно отличается по структуре, которая более близка к структуре рынка РФ в целом. Порядка 66% приходится на комфорт, доля элитного жилья составляет 5%.

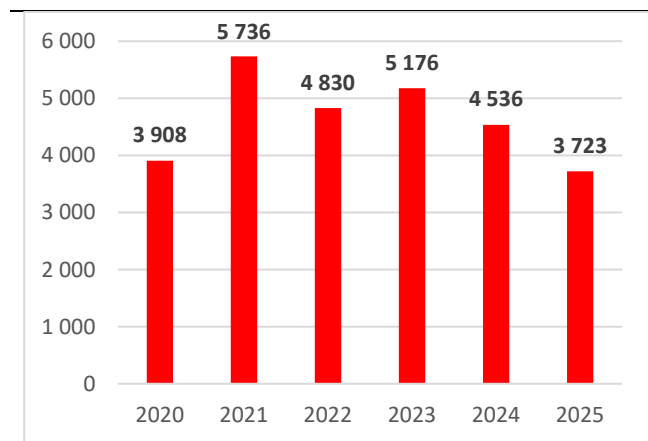
Застройщики, имеющие в обращении облигации, преимущественно оперируют на рынках Москвы и Санкт-Петербурга, поэтому мы приводим более детальное описание рынков этих городов. Примечательно, что по состоянию на январь в Санкт-Петербурге порядка 70% строящихся площадей приходится на квартиры площадью до 45 кв. м., в Москве доля составляет 47%, то есть внушительный объем строительства, поддерживаемый субсидируемой семейной ипотекой, приходится на квартиры относительно небольшой площади.

Мы обращаем внимание на то, что с 2022 г. московский рынок недвижимости претерпел существенную трансформацию. Так, объем ввода в эксплуатацию в Москве в 2025 г. сократился на 18% г/г до 3,7 млн кв. м. Объем ввода недвижимости в Москве



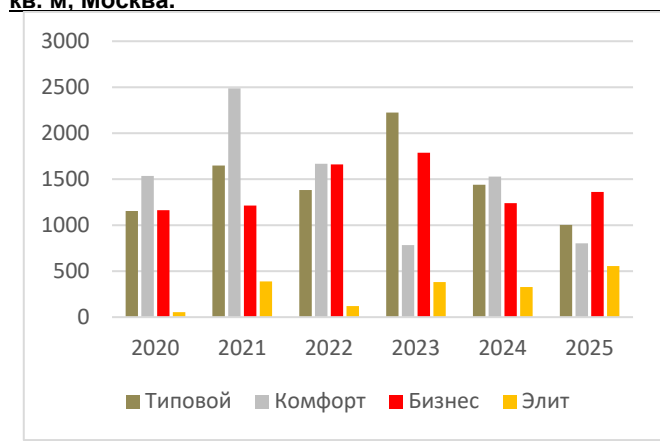
снижается с 2023 г. Кроме того, существенно изменилась структура вводимого жилья. Так, если в 2021 г. на сегменты бизнес и элит пришлось 28% от общего объема ввода, то в 2025 г. доля этих сегментов достигла 51% и, вероятно, продолжит увеличиваться, учитывая, что в структуре текущего строительства в Москве на эти сегменты приходится 60%.

Объем ввода в эксплуатацию, тыс. кв. м, Москва



Источник: Дом.РФ

Объем ввода в эксплуатацию по типу жилья, тыс. кв. м, Москва.



Источник: Дом.РФ

По данным «Единого ресурса застройщиков» (ЕРЗ) по итогам 2024 г. первое место по объему ввода в эксплуатацию (1,12 млн кв. м.) занял Фонд реновации, сместив предыдущего лидера, группу ПИК, на второе место. Изначально программа реновации была рассчитана до 2032 г., однако, судя по публичным комментариям представителей власти города, программа не будет завершена, а станет постоянным процессом обновления жилого фонда в столице. Примечательно, что по данным финансовой отчетности ПИК за 1п25 г. порядка 30% выручки составила выручка от строительных услуг. Мы делаем предположение, что крупные застройщики могут выступать подрядчиками для проектов реновации.

До 2020 г. в Москве новостройки эконом и комфорт-класса занимали 50% рынка первичной недвижимости в старой Москве. По данным на 11 января 2026г. доля строительства типовой недвижимости сократилась до 11%, при этом основную часть строительства в этом сегменте реализует Фонд реновации, в то время как частные застройщики оперируют в более премиальных сегментах.

Фонд реновации уже представлен на рынке с коммерческим предложением квартир, на которые распространяется льготное ипотечное кредитование. На этом фоне мы отмечаем уход коммерческих застройщиков из сегмента типового жилья в Москве и их фокус на премиальном сегменте. Как следствие, значительно изменилась конфигурация московского рынка жилой недвижимости.

## Ипотека и цены

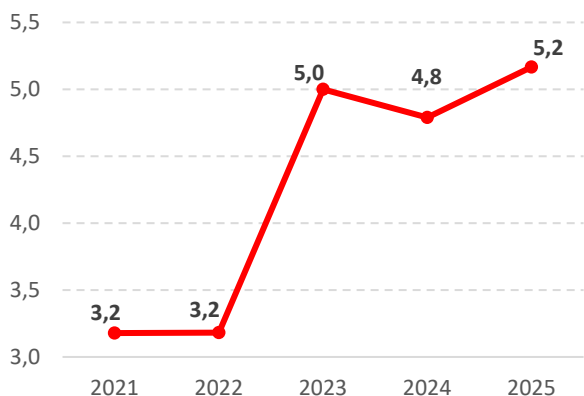
### Рост цен на новостройки в 2024-2025 гг. компенсировал падение продаж в кв. м.

Продажи новостроек в 2025 г. выросли на 1% г/г в натуральном выражении до 25,6 млн кв. м., а в денежном выражении прибавили 8% до 5,2 трлн руб. Примечательно, что несмотря на существенное ужесточение денежно-кредитной политики в 2024-2025 гг. объем продаж новостроек в этот период в денежном выражении не только не снизился по сравнению с 2021-2022 гг. (когда ключевая ставка была существенно ниже, чем сейчас), но и заметно вырос. Так, по итогам 2025 г. объем продаж



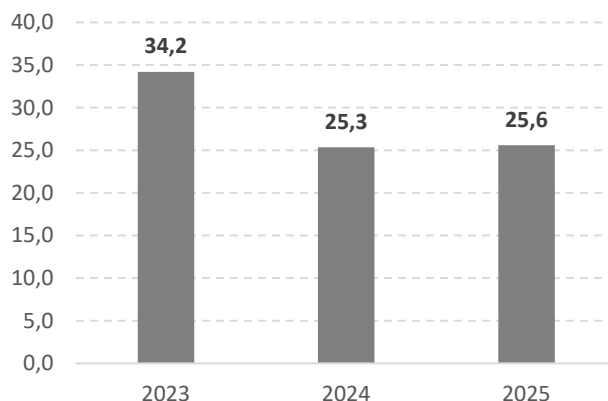
новостроек в денежном выражении превысил результат 2021 г. на внушительные 63% (см. график ниже). Заметим, что существенный рост цен на новостройки произошел в 2024 г. (последний год действия массовой льготной ипотеки): несмотря на падение объема продаж в натуральном выражении на 26% г/г, снижение продаж в денежном выражении составило лишь 4%

Объем продаж в новостройках, трлн руб.



Источник: Дом.РФ

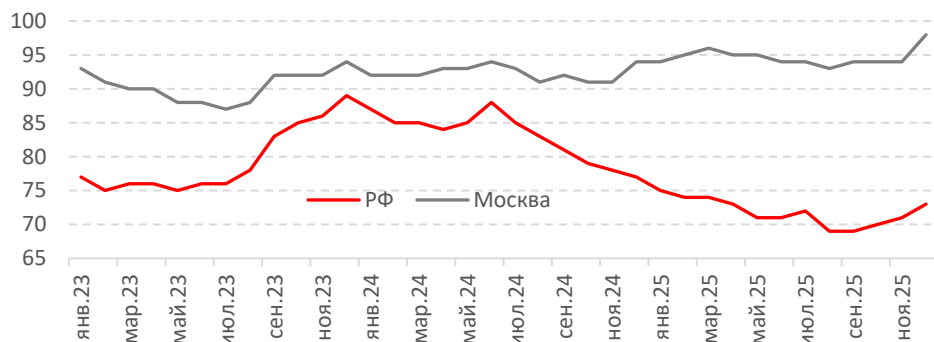
Объем продаж в новостройках, млн кв. м



Источник: Дом.РФ

Рост спроса на новостройки в преддверии закрытия программы массовой льготной ипотеки хорошо характеризует динамика соотношения распроданности и стройготовности на первичном рынке жилья (см. график ниже).

Соотношение распроданности и стройготовности, %



Источник: Дом.РФ

Так, с сентября 2023 г. и вплоть до июля 2024 г. соотношение распроданности и готовности жилья в новостройках выросло с среднего уровня 75% до более 85%. Начиная с июля 2024 г., когда массовая льготная ипотека была отменена, доля стала заметно снижаться, сократившись ниже 70% в сентябре 2025 г. Заметим, что сообщение о планах по ужесточению условий по семейной ипотеке осенью 2025 г. подстегнуло спрос на новостройки, показатель перешел к росту. Далее в разделе, посвященном ипотеке, мы подробнее коснемся темы влияния льготной ипотеки на цены в новостройках в условиях высокой ключевой ставки и фактически запретительных ставок по рыночной ипотеке.

Отметим, что ситуация на рынке новостроек Москвы существенно отличается от ситуации в целом по РФ. Так соотношение распроданности к стройготовности в московских новостройках стабильно превышает 90%, а в декабре 2025 г. показатель достиг значения 98%. Как мы отмечали выше, фокус московского рынка на премиальной недвижимости делает его менее зависимым от условий льготной

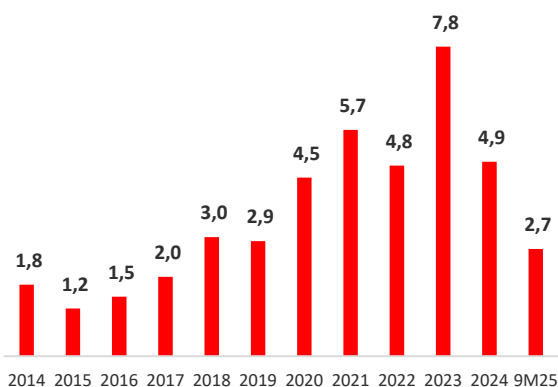


ипотеки, хотя в сегменте комфорт некоторая поддержка фактора льготной ипотеки присутствует.

### Льготная ипотека – драйвер роста цен на первичном рынке.

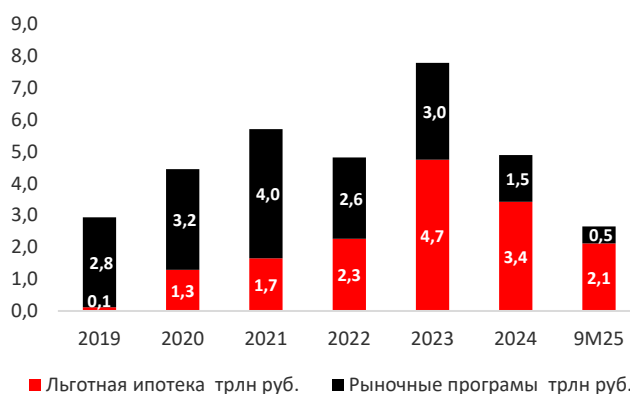
Введение льготных ипотечных программ в 2020 г. значительно увеличило выдачи ипотеки с 2020 г. В 2023 г. объем выдач ипотечных кредитов достиг рекордного уровня 7,8 трлн руб. Это было связано с низким уровнем ключевой ставки в 1п2023 г. и повышением в связи с этим привлекательности рыночной ипотеки, а также в связи с анонсированием отмены массовой льготной ипотеки в 2024 г., что подстегнуло спрос на покупку квартир в новостройках по льготной ипотеке в 2023 г. Объем выдачи льготной ипотеки в 2023 г. вырос до 4,7 трлн руб., что в 3 раза превысило показатель 2021 г. Отмена массовой льготной ипотеки ожидаемо отразилась на объеме выдач льготных ипотечных кредитов, который существенно сократился (см. график ниже), однако семейная ипотека продолжила оказывать существенную поддержку ипотечному рынку в 2024-2025 гг., когда ставки по рыночной ипотеке стали заведомо высокими из-за высокого уровня ключевой ставки.

Объем выдачи ипотечных кредитов по годам, трлн руб.



Источник: Дом.РФ, Альфа-Банк

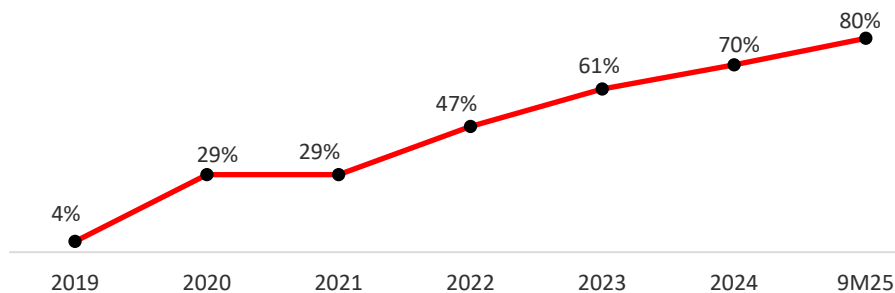
Структура выдач ипотечных кредитов, трлн руб.



Источник: Дом.РФ, Альфа-Банк

По состоянию на 9M25 доля льготной ипотеки в общей структуре выдач достигла 80%. С 1 февраля критерии выдачи льготной ипотеки ужесточатся, что привело к существенному росту спроса на новостройки по льготной ипотеке в 4к25 г.

Доля льготной ипотеки в выдачах, %



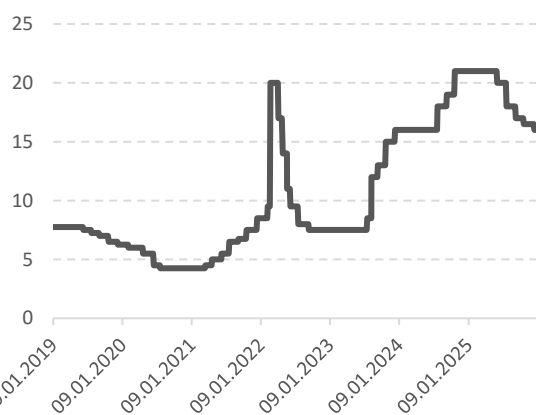
Источник: Дом.РФ, Альфа-Банк

Ниже мы приводим данные по среднему уровню ключевой ставки в 2019-2025 гг. Низкое значение ключевой ставки в 2020-2022 гг. поддерживало спрос на рыночную ипотеку. В структуре выдач ипотечных кредитов в этот период преобладает именно



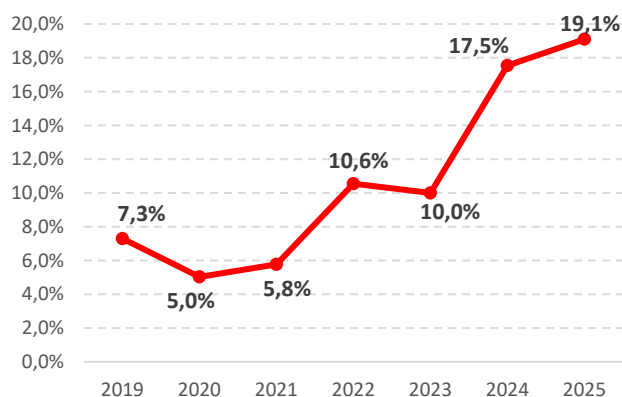
рыночная ипотека. Очевидно, что 2023 г. стал для рынка ипотеки рекордным из-за комбинации факторов, о которых мы написали выше. Маловероятно, что в ближайшее время мы увидим подобную ситуацию на рынке недвижимости, однако к историческому опыту этого периода мы еще вернемся позднее для иллюстрации того, как доступность рыночной ипотеки отражается на ценах на недвижимость на первичном рынке.

#### Динамика ключевой ставки, %



Источник: Минфин, CBonds, Альфа-Банк

#### Среднее значение ключевой ставки по годам, %

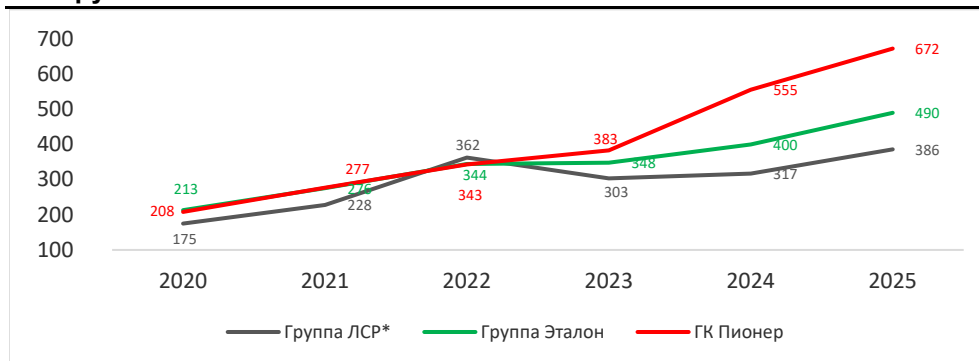


Источник: Минфин, CBonds, Альфа-Банк

В 2024-2025 г. рыночная ипотека существенно подорожала на фоне роста ключевой ставки, что привело к значительному сокращению объема выдач рыночных ипотечных кредитов. По итогам 9м25 г. объем выдач составил скромные 0,5 трлн руб. Учитывая, что рыночная ипотека на вторичном рынке стала фактически недоступна, фокус покупателей практически полностью сместился на первичный рынок.

Ниже мы приводим данные публичных застройщиков по динамике стоимости квадратного метра в Москве и отмечаем существенный рост цен в 2024-2025 гг. Смещение фокуса на премиальную недвижимость у ГК Пионер нашло отражение в опережающей динамике роста цен после 2023 г.

#### Динамика средней цены кв. м. у девелоперов в Московском регионе, тыс. руб/кв. м



Источник: данные компаний, Альфа-Банк

\*расчет Альфа-Банка на основе операционных данных компании





## Разрыв в цене на первичном и вторичном рынке достиг рекордного уровня

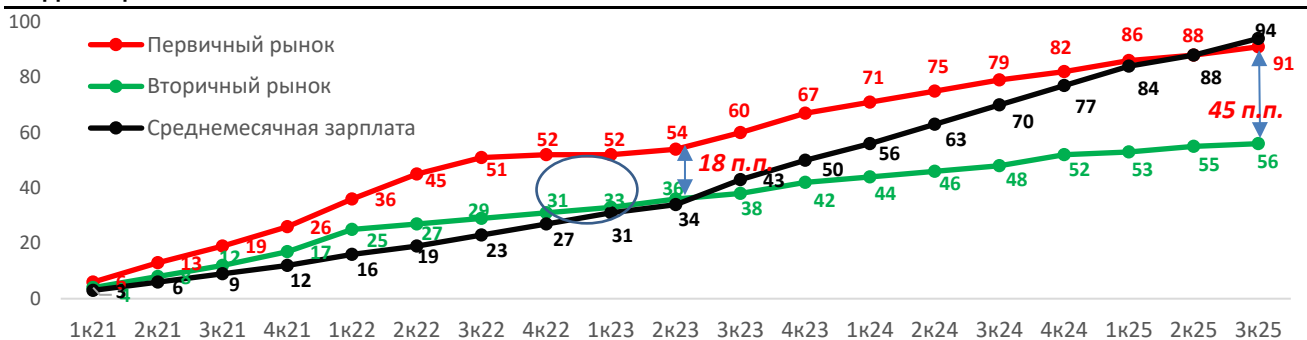
С 2024 года первичный рынок недвижимости живет в условиях практически полного отсутствия конкуренции со стороны вторичного жилья в сегменте покупки недвижимости в ипотеку. Рыночные ставки по ипотеке на вторичное жилье уже более двух лет превышают уровень 20%, в то время как льготная ставка, например, по семейной ипотеке на первичное жилье составляет 6%.

В условиях отсутствия конкуренции со стороны вторичного рынка застройщики конкурируют лишь друг с другом, в то время как значительный объем потенциального предложения жилья (вторичка) остается фактически заблокированным, что поддерживает рост цен на первичном рынке. Постепенное ужесточение льготных программ повышает ажиотаж на первичном рынке. Нагнетанию эмоционального фона также способствует активная реклама в СМИ. Также в СМИ обсуждается тема снижения объемов строительства и потенциальный рост цен на недвижимость из-за дефицита предложения. Интересно что эту точку зрения не разделяет ЦБ РФ. В отчете «О проектном финансировании строительства жилья в 3к25 г.» эксперты ЦБ РФ отмечают, что текущие объемы ввода и запуска жилья позволяют не ждать дефицита предложения жилья в будущем, хотя при этом ситуация может несколько различаться по регионам и зависеть в том числе от типа жилья.

Мы позволим себе назвать спорным распространенный в моменте тезис о том, что снижение ключевой ставки будет однозначно способствовать росту продаж и цен на первичном рынке недвижимости. Мы считаем важным принять во внимание, что снижение ключевой ставки сделает доступной рыночную ипотеку на вторичную недвижимость, а сжатие вторичного рынка в 2024-2025 гг. сформировало отложенное предложение на этом рынке.

В качестве иллюстрации мы приводим график изменения цен на первичном и вторичном рынках недвижимости, а также динамики среднемесячной зарплаты. Мы обращаем внимание на динамику цен на первичку и вторичку в периоде 4к22-2к23гг. и особенно во 2к23 г., когда значение ключевой ставки на протяжении всего квартала составляло 7,5%. В этот период разрыв цен на первичном и вторичном рынке составлял 18 п.п., а цены на первичном рынке менялись незначительно.

### Индекс цен



Источник: ЦБ РФ, Альфа-Банк

## Нормализация ипотечных ставок может охладить первичный рынок жилья

Мы обращаем внимание на то, что во 2к23 г. рост цен на первичном рынке отставал от роста цен на вторичном рынке на фоне увеличения объема нереализованного жилья у застройщиков. Мы полагаем, что низкая ключевая ставка во 2к23 г. (7,5%) и соответственно невысокая ставка по рыночной ипотеке

поддерживали продажи на вторичном рынке жилья, создавая конкуренцию первичному рынку. Комментируя сложившуюся ситуацию, эксперты ЦБ высказали предположение, что сохранение существенной разницы в ценах на первичном и вторичном рынках, вероятно, будет побуждать застройщиков к ограничению роста цен для стимулирования продаж. С момента 2к23 г. разница в цене квадратного метра первичного и вторичного жилья существенно выросла под влиянием наличия льготных программ на первичном рынке и сохранения запретительных ставок по ипотеке на вторичное жилье. В 3к25г. разрыв в динамике цен достиг уровня 45 п.п. Наличие льготной ипотеки сделало рынок массового первичного жилья нечувствительным к уровню ключевой ставки.

Выше мы приводили данные о том, что за период 2011-2025 гг. объем ввода в эксплуатацию многоквартирных домов составил порядка 640 млн кв. м. Вторичное жилье этой категории, по нашему мнению, при снижении ключевой ставки может составить существенную конкуренцию рынку первичного жилья.

Важным аспектом также является то, что в 2024-2025 гг. на рынке новостроек продавалась не просто недвижимость, а комбо-продукт, состоящий из непосредственно квадратных метров и финансовой схемы приобретения квадратных метров (льготная ипотека, ипотека от застройщика, рассрочка). При нормализации ставок по ипотеке отказ от финансовых схем неизбежен, что также должно найти отражение в стоимости непосредственно квадратных метров.

По нашему мнению, фактор роста предложения вторичного жилья при нормализации ипотечных ставок является риском для девелоперов, работающих в сегменте массового жилья (типовой и комфорт), в то время как для премиальной недвижимости данный аспект не несет существенных рисков.

## Проектное финансирование – главный источник долгового капитала застройщиков

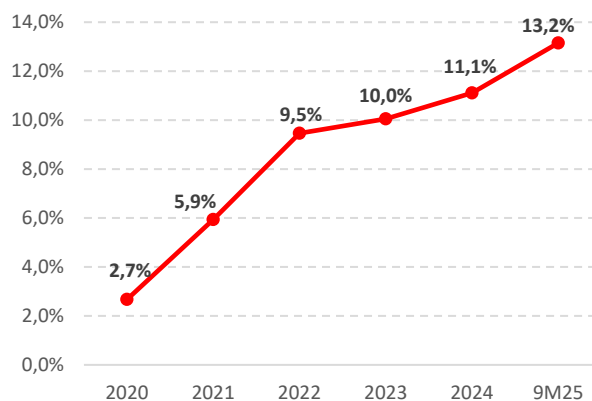
Введение эскроу-счетов внесло существенные изменения в структуру финансирования жилищного строительства. По итогам 3к25 г. объем выданного застройщикам проектного финансирования (ПФ) превысил 10 трлн руб., а общий объем лимитов на ПФ достиг 20 трлн руб. В структуре общего объема кредитов нефинансовым организациям в РФ доля ПФ достигла 13%.

Динамика объема ПФ, трлн руб.



Источник: ЦБ

Доля ПФ в общем объеме кредитов, %



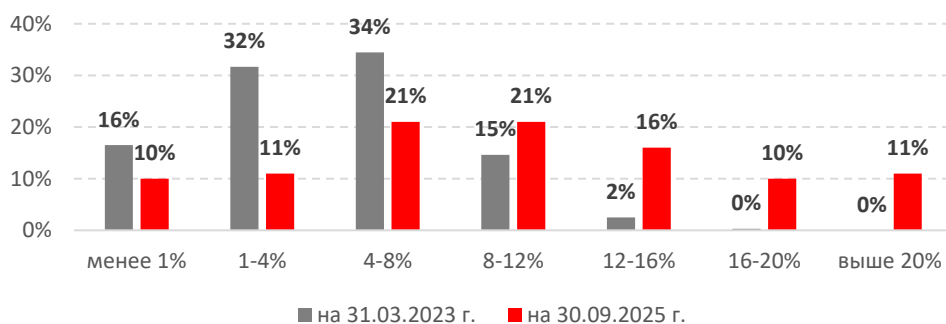
Источник: ЦБ, Альфа-Банк

Мы полагаем, что углубление интеграции банков в финансирование жилищного строительства можно рассматривать как фактор поддержки и для необеспеченных кредиторов застройщиков, к которым мы относим держателей облигаций. Мы

считаем высокой вероятностью поддержки банками-кредиторами застройщиков, имеющих длительную историю успешной работы на рынке недвижимости, в случае наличия у таких компаний временных трудностей. Проектное финансирование формирует более 10% от общего объема кредитования нефинансовых компаний в РФ, и стабильная работа по этому направлению, в том числе репутационная составляющая для недопущения снижения доверия к сектору со стороны покупателей, имеет важное значение для банков-кредиторов. Кроме того, на ипотечное кредитование приходится 55% от общего объема кредитов, выданных физлицам, а общий объем ипотечных кредитов, по данным ЦБ на 30.11.2025 г., составил существенные 21 трлн руб., что дополнительно повышает риски для банковской системы в случае дестабилизации в секторе жилой недвижимости.

Стоимость проектного финансирования зависит от наполнения эскроу-счетов по проекту. Чем выше покрытие проектного кредита средствами покупателей на счетах эскроу, тем ниже ставка по ПФ для застройщика. По итогам 9м25 г. на проектное финансирование со ставкой ниже 12% пришлось 63% от общего объема задолженности по ПФ. Покрытие задолженности по ПФ средствами на счетах эскроу составило 69%. Для сравнения мы привели распределение долга по ставке на конец 1к23 г. Очевидно, что с увеличением ключевой ставки общая стоимость ПФ для девелоперов возросла, однако существенная часть долга по итогам 9м25 г. имеет стоимость заметно ниже текущего значения ключевой ставки. Мы считаем механизм финансирования через ПФ заметным преимуществом девелоперов в текущей ситуации повышенного уровня ключевой ставки по сравнению со стоимостью кредитных ресурсов для компаний прочих отраслей, особенно для тех, кто не получает льгот по кредитному финансированию. Порядка 55% от объема кредитов на ПФ, выданных на конец 3к25 г. (5,2 трлн руб. из 10 трлн руб.) приходится на ЦФО, преимущественно на Московский регион.

#### Распределение задолженности девелоперов по ПФ по ставке



Источник: ЦБ РФ

Мы ожидаем снижения присутствия застройщиков на рынке облигаций. В настоящее время доля облигаций девелоперов в обращении составляет не более 1% от общего объема корпоративных облигаций в обращении. Условия по ПФ выглядят для застройщиков более привлекательно, чем размещение облигаций, т.к. ставка по проектному финансированию снижается по мере увеличения средств на счетах эскроу, что обеспечивает снижение стоимости такого долга для застройщиков ниже уровня ключевой ставки.



## Облигации девелоперских компаний

### Невысокий объем и высокая доходность

Переход от долевого строительства к проектному финансированию с использованием эскроу счетов в 2019 г. заметно снизил активность девелоперов на публичном рынке, т.к. публичный долг утратил значительную часть преимуществ. Условия ПФ позволяют привлечь кредит на покупку земельного участка с последующим снижением процентной ставки по такому кредиту при наполнении эскроу счетов до уровня ниже значения ключевой ставки.

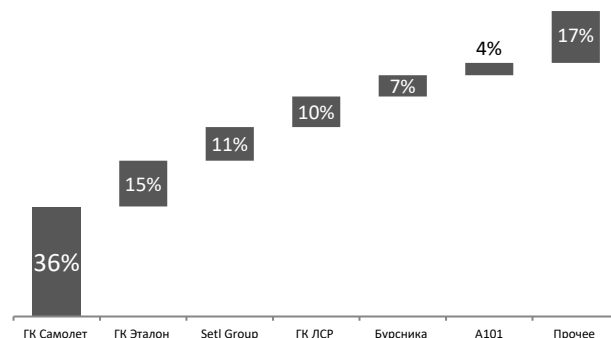
На начало 2026 г. облигации застройщиков составляли лишь около 1% от общего объема корпоративных облигаций в обращении. Крупнейшим эмитентом в секторе является ГК Самолет.

#### Структура российского рынка корпоративных облигаций



Источник: CBonds

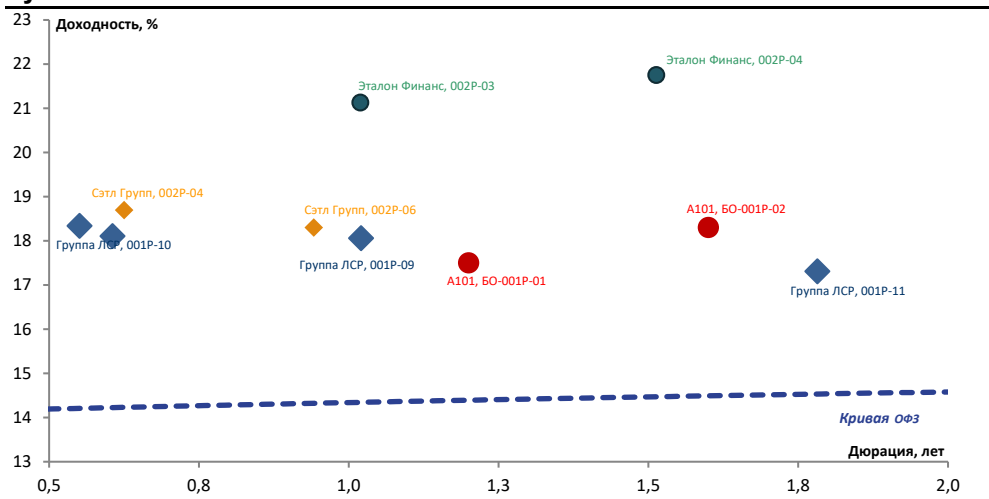
#### Доля эмитентов в общем объеме облигаций сектора, %



Источник: CBonds

В структуре облигаций застройщиков на российском рынке преобладают облигации с фиксированным купоном. Доходность облигаций девелоперов рейтинговой категории «А» находится в диапазоне от 17 до 22% в зависимости от срочности и уровня ликвидности.

#### Карта рынка облигаций некоторых девелоперов с фиксированным купоном на 28.01.2026 г.



Источник: CBonds



### Рейтинговые действия в 2025 г.

Год отмечен умеренной волатильностью в рейтинговых действиях. Большинство компаний рейтинговой категории «А» сохранили свои рейтинги со стабильным прогнозом. Единственное понижение кредитного рейтинга коснулось ГК Самолет, по компаниям Сэтл Групп и Джи-групп были снижены прогнозы по кредитным рейтингам. Две компании (ГК ПИК и ГК А101) улучшили кредитный профиль, что транслировалось в повышение кредитного рейтинга.

По нашему мнению, рейтинговые действия в 2025 г. в целом подтверждают наш взгляд, что жесткая денежно-кредитная политика не оказала негативного влияния на сектор строительства жилой недвижимости. Негативные рейтинговые действия коснулись компаний, оперирующей преимущественно в секторе «комфорт», который мы считаем наиболее уязвимым.

|            | ГК ПИК                            | ГК Самолет                       | Группа ЛСР                      | Сэтл Групп                      | ГК Пионер                        |
|------------|-----------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|
| АКРА       | AA-<br>02.06.2025<br>(стабильный) | A-<br>24.12.2025<br>(стабильный) | A<br>25.03.2025<br>(стабильный) | A<br>16.05.2025<br>(негативный) | A-<br>09.06.2025<br>(стабильный) |
| Эксперт РА | Отозван                           | -                                | A<br>05.12.2025<br>(стабильный) | -                               | A-<br>15.08.2025<br>(стабильный) |
| НКР        | AA-<br>02.10.2025<br>(стабильный) | A+<br>12.02.2025<br>(негативный) | -                               | A<br>29.09.2025<br>(стабильный) | A-<br>13.10.2025<br>(стабильный) |

|            | ГК А101                          | Группа Эталон                    | Джи-групп                        | Брусника                         | АСК                              |
|------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| АКРА       | A+<br>19.11.2025<br>(стабильный) | -                                | A-<br>12.09.2025<br>(негативный) | A-<br>01.12.2025<br>(негативный) | A-<br>17.11.2025<br>(стабильный) |
| Эксперт РА | A+<br>21.11.2025<br>(стабильный) | A-<br>28.04.2025<br>(стабильный) | A-<br>29.04.2025<br>(стабильный) | -                                | -                                |
| НКР        | A+<br>24.03.2025<br>(стабильный) | -                                | -                                | A-<br>17.10.2025<br>(стабильный) | -                                |

### Фокус на кредитное качество и финансовую прозрачность

Среди облигаций девелоперских компаний мы отдаем предпочтение выпускам эмитентов с высоким уровнем финансовой и информационной прозрачности, подробно раскрывающим структуру долга, включая номинальное значение, а также публикующим структуру земельного банка (отчет об оценке земельного банка). Это позволяет сформировать мнение о кредитоспособности компании на основе широкого круга финансовых и операционных показателей.

Мы считаем низкими риски дефолта по облигациям **ГК Пионер, Сэтл Групп, ГК Эталон и Группы ЛСР**. При этом мы ожидаем снижения присутствия застройщиков на рынке облигаций на фоне более выгодных условий по проектному финансированию при высоком наполнении счетов эскроу.



Мы не ожидаем значительных негативных кредитных событий в секторе недвижимости в целом, однако при этом мы не исключаем роста M&A активности, а также реализации застройщиками земельных участков для снижения долговой нагрузки.

Облигации девелоперов торгуются с повышенной доходностью из-за снижения аппетита к риску со стороны инвесторов к данному сектору в моменте. Негативные кредитные события, в случае реализации на горизонте ближайших месяцев, могут привести к дополнительному росту доходности облигаций застройщиков. Мы, однако, видим инвестиционные возможности в облигациях застройщиков приемлемого кредитного качества для толерантных к риску инвесторов.

Ниже мы приводим выпуски облигаций, на которые рекомендуем обратить внимание, в том числе при усилении турбулентности в секторе девелопмента на публичном рынке:

| Выпуск                 | ISIN         | Купон, %  | Дата погашения | Оферта (put) | Доходность, % | Дюрация, лет | Периодичность купона | Объем размещения, млрд руб. |
|------------------------|--------------|-----------|----------------|--------------|---------------|--------------|----------------------|-----------------------------|
| Группа ЛСР, 001P-09    | RU000A1082X0 | 14,75     | 07.03.2027     |              | 17,8          | 1,2          | 12                   | 3,0                         |
| Группа ЛСР, 001P-10    | RU000A10B0B0 | 24,00     | 07.20.2030     | 01.09.2026   | 18,3          | 0,5          | 12                   | 4,0                         |
| Группа ЛСР, 001P-11    | RU000A10CKY3 | 16,00     | 11.08.2028     |              | 17,5          | 1,8          | 12                   | 5,0                         |
| Сэтл Групп, 002P-04    | RU000A10B8M0 | 23,90     | 13.03.2030     | 02.10.2026   | 18,8          | 0,6          | 12                   | 6,0                         |
| Сэтл Групп, 002P-06    | RU000A10C2L4 | 19,50     | 24.06.2029     | 10.02.2027   | 18,3          | 0,94         | 12                   | 5,0                         |
| Эталон Финанс, 002P-03 | RU000A10BAP4 | 25,50     | 1.04.2027      |              | 21,5          | 1            | 12                   | 6,75                        |
| Эталон Финанс, 002P-04 | RU000A10DA74 | 20,00     | 11.11.2027     |              | 21,9          | 1,5          | 12                   | 10,0                        |
| Эталон Финанс, БО-ПОЗ  | RU000A103QH9 | 9,10      | 15.09.2026     |              | 22,9          | 0,4          | 4                    | 10,0                        |
| ГК Пионер, 002P-02     | RU000A10DY01 | Ключ+4,5% | 10.12.2028     |              |               |              | 12                   | 2,3                         |

## Особенности оценки кредитного качества заемщиков

При анализе кредитного качества застройщиков мы отходим от стандартного подхода к анализу показателей отчетности нефинансовых компаний.

Особенность учетной политики застройщиков состоит в том, что показатели выручки и EBITDA в Отчете о прибылях и убытках отражают не поступление денег в отчетном периоде, а денежные средства, полученные ранее, но отраженные в текущем отчетном периоде в связи с вводом объекта в эксплуатацию. Также этот показатель может включать положительную переоценку от экономии на счетах эскроу, что является неденежной статьей. В связи с этим для оценки актуального денежного потока более показательной будет операционная прибыль до учета изменений в оборотном капитале в Отчете о движении денежных средств.

Показатель долга в балансе может не отражать реальный объем ссудной задолженности, поскольку проектное финансирование обеспечено средствами на счетах эскроу и ставка по таким кредитам значительно ниже рыночной. По этой причине часть девелоперов учитывает долг по амортизируемой стоимости с дисконтом к объему ссудной задолженности. При расчете долговой нагрузки мы опираемся на показатель «номинальный долг» отраженный в примечаниях к отчетности, отражающий сумму выбранных кредитных средств.

Структура активов также имеет большое значение. В период высоких процентных расходов сильной стороной компании-застройщика является высокая доля активов, которые генерируют денежный поток (строящиеся и готовые объекты). В случае, если



в структуре активов значительную долю занимают земельные участки, на которых не ведется строительство, при этом источником приобретения этих участков выступили кредитные ресурсы, мы рассматриваем это как источник высокого кредитного риска.

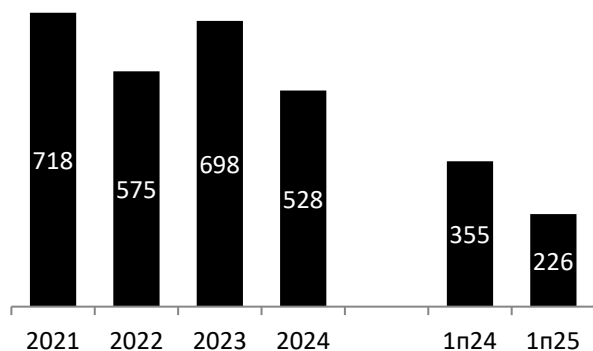
## Кредитный профиль эмитентов

### Сэтл Групп (A(RU); -;-)

Сэтл Групп – крупнейший застройщик в Северо – Западном регионе. Компания реализовала более 7 млн кв. м. жилья. В настоящее время на стадии строительства у группы 18 проектов площадью 1,24 млн. кв. м, порядка 99% выручки приходится на Санкт – Петербург и Ленинградскую область. Доля группы на рынке Санкт – Петербурга составляет около 18%. Ключевым сегментом являются комфорт и высокий комфорт, на которые пришлось 95% всего строительства в 2023 г. Данные сегменты характеризуются большей зависимостью от доступности ипотечного кредитования. Акционерами Сэтл Групп являются Шубарев М.В. с долей в 70%, Изак Я.Л. – 24% и Еременко И.А. – 6%.

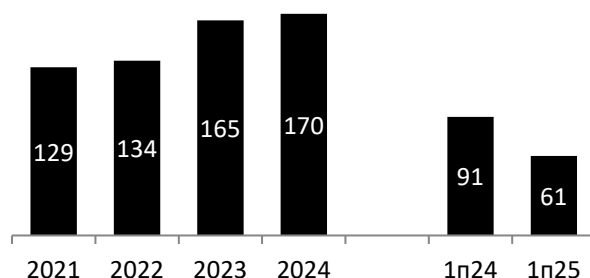
Согласно операционным результатам за 1П25г. у компании наблюдается снижение продаж в натуральном выражении на 36% г.г. с 355 тыс. кв. м. до 226 тыс. кв. м., а в денежном выражении на 33% с 91 млрд руб. до 61 млрд руб., вызванное снижением спроса после отмены льготной ипотеки. Исторически, выручка компании во 2-м полугодии выше из – за большего объема закрытия работ и продаж в конце года.

Динамика продаж Сэтл Групп, тыс.кв.м.



Источник: отчет эмитента

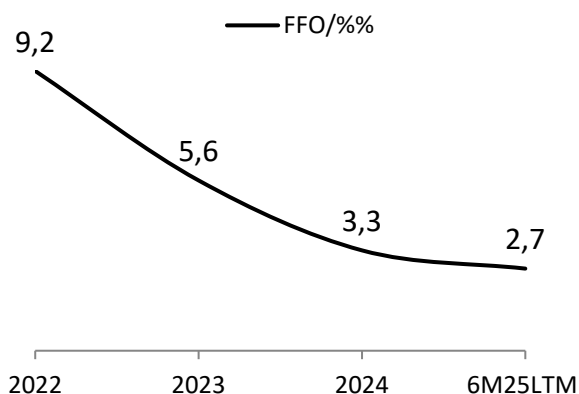
Динамика продаж Сэтл Групп, млрд руб.



Источник: отчет эмитента

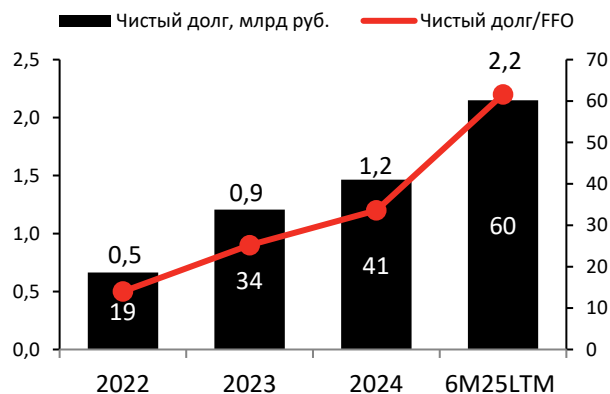
Несмотря на снижение операционных показателей в 1П25 г., финансовое положение эмитента остается стабильным. Кредитные метрики находятся на комфортном уровне. По итогам 1П25 г. долговая нагрузка в терминах Чистый долг (номинальный долг за вычетом денежных средств и средств на счетах эскроу)/FFO LTM до учета изменений в оборотном капитале составил 2,2х. Коэффициент покрытия процентов (FFO/%% уплаченные LTM) скорректировался до 2,7х. Коэффициент покрытия ПФ (номинальные значения) средствами на счетах эскроу в 1П25 г. составил 0,9х – что отражает высокий запас прочности и комфортную динамику продаж относительно выбранных лимитов по проектам.

## Динамика процентной нагрузки



Источник: МСФО отчетность

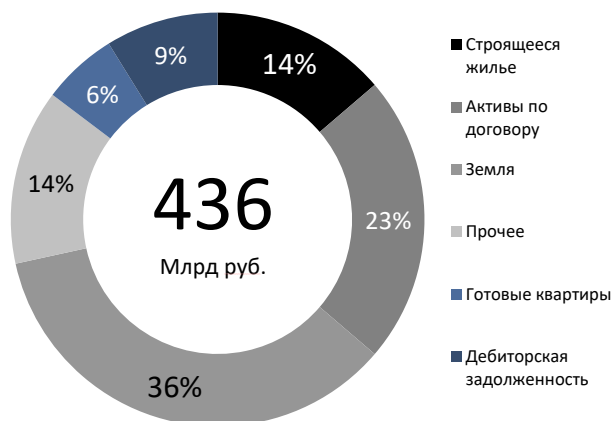
## Динамика долговой нагрузки



Источник: МСФО отчетность

В структуре активов Сэтл Групп весомую долю (36%) занимает земельный банк, однако это не создает избыточного долгового бремени. Около 80% участков куплены за долю в будущих площадях, то есть без значительных затрат на старте проекта, но с условием определения выкупной доли как денежного эквивалента в площади возводимых объектов недвижимости.

## Структура активов Сэтл Групп на 1П25 г.



Источник: МСФО отчетность





## Финансовые показатели Сэтл Групп

| МСФО, млн руб.                                       | 2021          | 2022          | 2023           | 2024           | 6M25           |
|--|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Выручка  | 125 833       | 149 855       | 153 577        | 151 053        | 63 612         |
| EBITDA   | 31 285        | 35 647        | 41 246         | 39 662         | 18 167         |
| <b>FFO (до учета изменений в оборотном капитале)</b> | <b>30 412</b> | <b>34 146</b> | <b>38 375</b>  | <b>32 946</b>  | <b>12 492</b>  |
| Финансовые расходы                                   | 11 065        | 12 296        | 15 631         | 24 450         | 14 205         |
| <b>%% CF</b>   | <b>1 510</b>  | <b>3 704</b>  | <b>6 908</b>   | <b>10 037</b>  | <b>4 434</b>   |
| Чистая прибыль                                       | 16 566        | 18 950        | 20 436         | 19 569         | 2 871          |
| Нематериальные активы                                | 548           | 973           | 1 338          | 2 251          | 2 212          |
| Основные средства                                    | 4 393         | 4 688         | 4 765          | 5 580          | 5 638          |
| Инвестиционная недвижимость                          | 652           | 633           | 617            | 612            | 602            |
| Запасы в т.ч.  | 174 361       | 203 058       | 247 115        | 229 386        | 239 453        |
| Готовое жилье  | 16 661        | 21 870        | 26 432         | 25 319         | 24 632         |
| <b>Земельные участки</b>                             | <b>81 723</b> | <b>87 856</b> | <b>124 149</b> | <b>149 507</b> | <b>155 022</b> |
| Денежные средства                                    | 3 825         | 18 695        | 7 184          | 11 206         | 3 755          |
| Активы по договорам                                  | 23 906        | 38 246        | 71 519         | 65 016         | 98 426         |
| Дебиторская задолженность                            | 40 052        | 46 644        | 47 224         | 66 678         | 67 875         |
| Авансы поставщикам                                   | 23 564        | 25 898        | 24 061         | 23 317         | 28 965         |
| Активы   | 255 766       | 324 237       | 394 560        | 397 374        | 435 877        |
| Капитал  | 29 434        | 41 907        | 51 811         | 63 563         | 59 673         |
| Проектное финансирование                             | 22 184        | 60 470        | 87 034         | 74 053         | 106 626        |
| <b>Проектное финансирование (ном.)</b>               | <b>23 918</b> | <b>64 964</b> | <b>94 181</b>  | <b>87 226</b>  | <b>122 818</b> |
| Обеспеченный долг                                    | 316           | 316           | 193            | 5 837          | 6 572          |
| Корпоративный долг                                   | 23 816        | 31 788        | 33 978         | 45 817         | 49 536         |
| Кредиторская задолженность                           | 101 620       | 108 396       | 143 711        | 143 224        | 146 432        |
| Обязательства по договору                            | 54 731        | 38 522        | 24 991         | 40 141         | 42 963         |
| Обязательства  | 226 332       | 302 330       | 342 749        | 378 401        | 376 204        |
| Эскроу   | 38 688        | 59 811        | 87 329         | 86 687         | 114 961        |
| <i>Коэффициенты</i>                                  |               |               |                |                |                |
| Капитал/Активы                                       | 11,5%         | 12,9%         | 13,1%          | 16%            | 13,7%          |
| Корп. Долг/FFO LTM                                   | 0,8           | 0,9           | 0,9            | 1,4            | 1,8            |
| Чистый долг/FFO LTM                                  | 0,2           | 0,5           | 0,9            | 1,2            | 2,2            |
| FFO/%% LTM   | 20,1          | 9,2           | 5,6            | 3,3            | 2,7            |
| Эскроу/ПФ  | 1,6           | 0,9           | 0,9            | 1,0            | 0,9            |
| FFO/Выручка LTM                                      | 24%           | 23%           | 25%            | 22%            | 19%            |

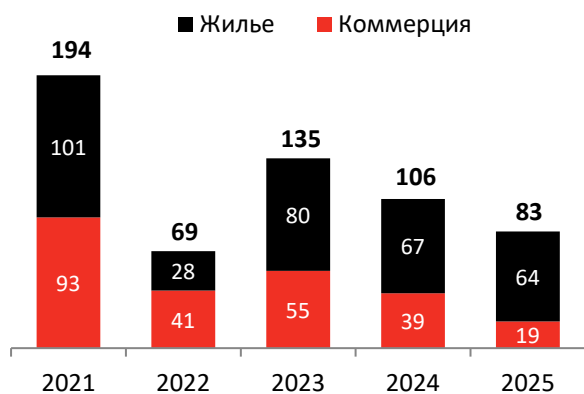


## ГК Пионер (A-(RU);ruA-;A-.ru)

Группа оперирует на рынке недвижимости Москвы 24 года и является одним из ведущих девелоперов в регионе. Компания реализовала 3,1 млн кв. м. жилья и коммерческих площадей. В настоящее время на стадии строительства у группы 9 проектов площадью 607 тыс. кв. м. Ключевым сегментом с 2022 г. является жилой премиум, на него пришлось 79% продаж в денежном выражении в 1П25 г. Данный сегмент характеризуется большей устойчивостью к рыночным шокам, таким как отмена льготных ипотечных программ и ужесточение денежно – кредитной политики, ввиду небольшой доли продаж с использованием ипотечных средств. Также группа реализует коммерческую недвижимость в Москве. Строительство осуществляется с использованием эскроу – счетов и продажами по мере реализации объекта. Московский офисный рынок характеризуется низкой вакансией площадей и стабильным спросом. Акционером ГК Пионер с долей владения 100% является основатель компании Леонид Максимов.

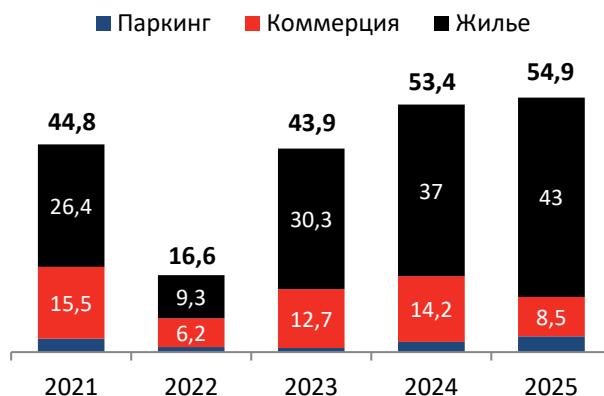
Согласно операционным результатам за 2025 г. у компании наблюдается снижение продаж в натуральном выражении на 5% г.г. (жилье). Однако цены реализации в 2025г. выросли на 22% с 552 тыс. руб. до 672 тыс. руб., что позволило при снижении физического объема продаж увеличить продажи в денежном выражении на 16% с 37 млрд руб. до 43 млрд руб. При этом общие объемы продаж (жилье + коммерция) в натуральном выражении в 2025 г. снизились на 22% г/г с 106 тыс. кв. м. до 83 тыс. кв. м., однако в денежном выражении выросли на 3% с 53 млрд руб. до 55 млрд руб. Резкое снижение продаж в 2022 г. было вызвано в основном низкой степенью готовности большинства проектов, поскольку основной спрос покупателей в премиум сегменте наблюдается при высокой степени готовности объекта.

Динамика продаж ГК Пионер, тыс.кв.м.



Источник: операционный отчет компании

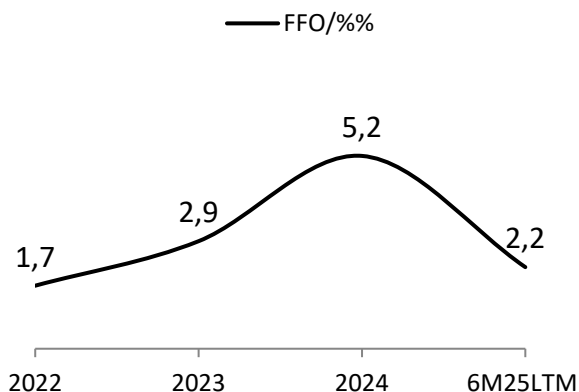
Динамика продаж ГК Пионер, млрд руб.



Источник: операционный отчет компании

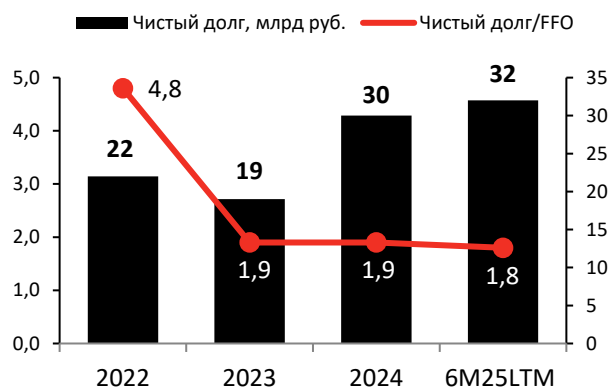
Динамика кредитных метрик стабильная: По итогам 1П25 г. Чистый долг (номинальный долг за вычетом денежных средств и средств на счетах эскроу)/FFO LTM до учета изменений в оборотном капитале составил – 1,8х, мы считаем приемлемым уровнем. Основной объем обязательств сосредоточен в контуре проектного финансирования, соответственно процентная нагрузка растет меньшими темпами, несмотря на ужесточение ДКП, поскольку проектное финансирование обеспечено средствами на счетах эскроу (коэффициент эскроу/номинальный ПФ на 1П25 г. – 1,2х), что снижает процентную ставку по таким кредитам. Коэффициент покрытия процентов (FFO/%% уплаченные LTM) составляет 2,2х) что говорит о способности компании обслуживать текущие обязательства за счет операционной прибыли.

## Динамика процентной нагрузки



Источник: МСФО отчетность

## Динамика долговой нагрузки



Источник: МСФО отчетность

Структура активов сбалансирована в пользу проектов на высокой стадии готовности. Такой профиль поддерживает стабильную генерацию денежного потока, что позволяет финансировать строительство без избыточного наращивания долга.

## Структура активов ГК Пионер на 1П25 г.



Источник: МСФО отчетность



## Финансовые показатели ГК Пионер

| МСФО, млн руб.              | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 6M25          |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Выручка                     | 37 731        | 24 237        | 42 510        | 47 114        | 28 128        |
| EBITDA                      | 10 182        | 4 983         | 8 377         | 14 044        | 8 481         |
| <b>FFO</b>                  | <b>11 563</b> | <b>4 622</b>  | <b>9 987</b>  | <b>15 912</b> | <b>9 967</b>  |
| Финансовые расходы          | 2 757         | 3 982         | 5 862         | 10 241        | 9 021         |
| <b>%% CF</b>                | <b>1 955</b>  | <b>2 693</b>  | <b>3 470</b>  | <b>3 081</b>  | <b>6 037</b>  |
| Чистая прибыль              | 5 657         | 1 465         | 2 190         | 5 153         | 96            |
| Нематериальные активы       | 110           | 113           | 177           | 203           | 217           |
| Основные средства           | 882           | 1 094         | 910           | 851           | 864           |
| Инвестиционная недвижимость | 1 953         | 1 760         | 29            | 28            | 28            |
| Инвестиции                  | 4 689         | 0             | 5 976         | 11 592        | 10 967        |
| Запасы в т.ч.               | 47 660        | 72 680        | 74 727        | 98 102        | 104 278       |
| Готовое жилье               | 2 886         | 3 332         | 810           | 1 156         | 6 622         |
| <b>Земельные участки</b>    | <b>30 242</b> | <b>35 592</b> | <b>29 840</b> | <b>21 151</b> | <b>21 985</b> |
| Денежные средства           | 6 037         | 7 232         | 2 270         | 923           | 4 283         |
| Активы по договорам         | 28 372        | 10 017        | 26 746        | 32 555        | 31 655        |
| Дебиторская задолженность   | 1 151         | 4 695         | 939           | 1 126         | 2 394         |
| Активы                      | 92 540        | 101 014       | 114 546       | 151 124       | 160 341       |
| Капитал                     | 22 126        | 17 799        | 19 989        | 21 669        | 21 788        |
| Проектное финансирование    | 37 987        | 46 542        | 64 426        | 93 296        | 98 397        |
| Корпоративный долг          | 13 035        | 11 379        | 7 489         | 4 637         | 2 946         |
| Кредиторская задолженность  | 4 807         | 7 130         | 6 080         | 6 771         | 6 335         |
| Обязательства по договору   | 5 300         | 7 710         | 8 992         | 15 490        | 22 556        |
| Обязательства               | 70 414        | 83 215        | 94 557        | 129 455       | 138 553       |
| Эскроу                      | 44 149        | 28 387        | 50 846        | 66 796        | 65 306        |
| <b>Коэффициенты</b>         |               |               |               |               |               |
| Капитал/Активы              | 23,9%         | 17,6%         | 17,5%         | 14,3%         | 13,6%         |
| Корп. Долг/FFO              | 1,1           | 2,5           | 0,7           | 0,3           | 0,2           |
| Чистый долг/FFO             | 0,1           | 4,8           | 1,9           | 1,9           | 1,8           |
| FFO/%%                      | 5,9           | 1,7           | 2,4           | 5,2           | 2,2           |
| Эскроу/ПФ                   | 1,2           | 0,6           | 0,8           | 0,7           | 0,7           |
| FFO/Выручка                 | 31%           | 19%           | 16%           | 34%           | 32%           |

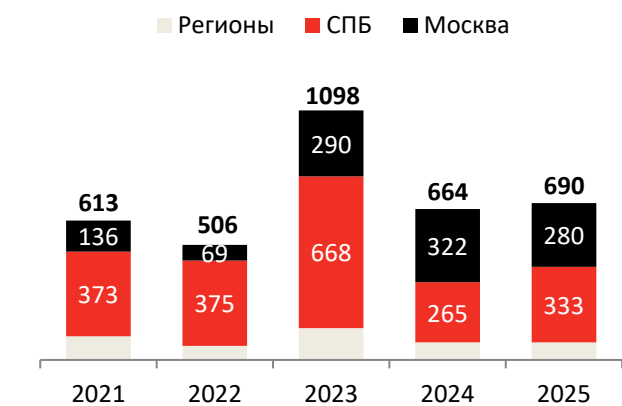


### Группа ЛСР (A(RU);ruA;-)

Группа ЛСР входит в топ-10 крупнейших застройщиков России по объему текущего строительства в России (8-е место) и является вторым крупнейшим застройщиком в Санкт Петербурге. Ключевыми сегментами группы являются масс-маркет и бизнес класс, на долю которых пришлось 52% и 41% чистой продаваемой площади в 2024 г. Группа обладает собственными мощностями (17 заводов) по производству стройматериалов (гранитный щебень, кирпич, песок и газобетон), что позволяет регулировать маржинальность и обеспечивает дополнительные денежные потоки – 10% консолидированной выручки. Акционерами ПАО ЛСР являются Андрей и Егор Молчановы с совокупной долей в 56%, 24% акций находятся в свободном обращении на МосБирже.

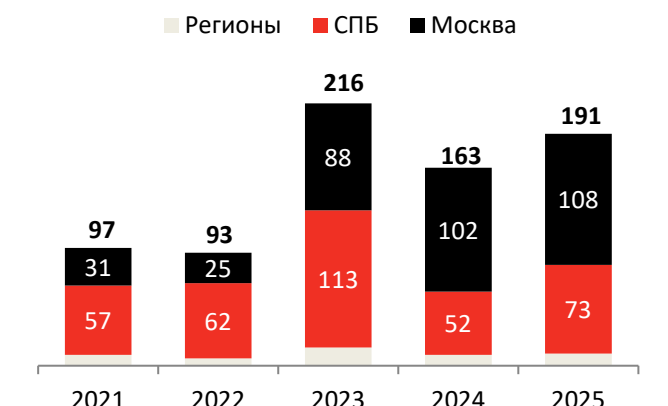
Согласно операционным результатам за 2025 г. совокупные продажи в натуральном выражении выросли на 4% г/г до 690 тыс. кв. м., а в денежном — на 17% до 191 млрд руб., за счет увеличения средней цены реализации на 13%. В региональном разрезе результаты операционной деятельности неоднородные. В Москве объем продаж в натуральном выражении сократился на 13% с 322 тыс. кв. м. до 280 тыс. кв. м., а в денежном вырос на 6% за счет роста средней цены реализации на 22%. В Санкт-Петербурге выросли как площадь, так и стоимость заключенных контрактов на 26% с 265 тыс. кв. м. до 333 тыс. кв. м. и на 40% с 52 млрд руб. до 73 млрд руб. соответственно. В регионах площадь продаж практически не изменилась, а стоимость заключенных контрактов выросла на 11% с 9 млрд руб. до 10 млрд руб.

Динамика продаж Группа ЛСР, тыс.кв.м.



Источник: операционный отчет компании

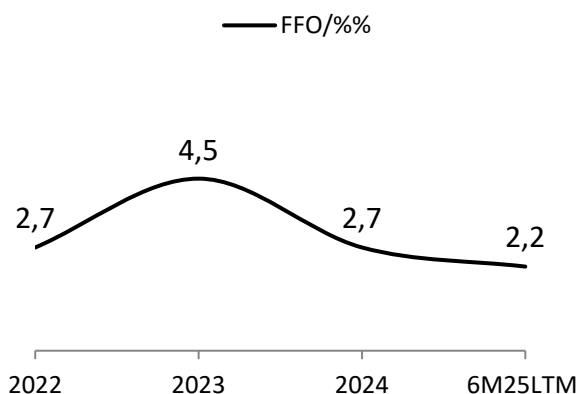
Динамика продаж Группа ЛСР, млрд руб.



Источник: операционный отчет компании

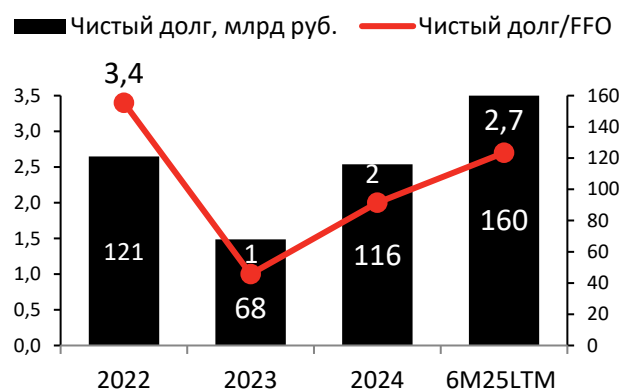
Долговая нагрузка в по итогам 1П2025 г. выросла, но остается в комфортном диапазоне: соотношение Чистый долг (номинальный долг за вычетом денежных средств и средств на счетах эскроу)/FFO LTM до учета изменений в оборотном капитале составило 2,7х Коэффициент покрытия процентов (FFO/%% уплаченные LTM) по итогам 1П25 г. находился на уровне 2,2х. Несмотря на увеличение левериджа, текущего денежного потока достаточно для своевременного обслуживания обязательств. Покрытие проектного финансирования средствами на счетах эскроу составило – 0,9х.

## Динамика процентной нагрузки



Источник: МСФО отчетность

## Динамика долговой нагрузки

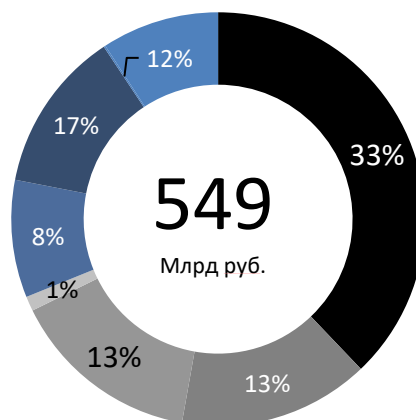


Источник: МСФО отчетность

Оценка доли земельного банка (13%) имеет методологическую особенность, поскольку МСФО не выделяет земельные участки, по которым не началось строительство. Расчет доли земли произведен на основании отчета об оценке проектов. Выделены проекты дженерики – новые проекты на обособленном земельном участке. Мега-проекты с большим количеством очередей в данную категорию не вошли, так как корректно выделить в них долю незадействованных в строительстве земельных участков затруднительно. Согласно данной методологии, структура активов сбалансированная.

## Структура активов на 2024 г.

- Строящееся жилье
- Активы по договору
- Земля
- Прочее
- Готовые квартиры
- Дебиторская задолженность
- Основные средства



Источник: МСФО отчетность, Отчет об оценке портфеля проектов



## Финансовые показатели Группы ЛСР

| МСФО, млн руб.                         | 2021          | 2022          | 2023           | 2024           | 6M25           |
|--|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Выручка                                | 130 515       | 139 662       | 236 197        | 239 227        | 96 404         |
| EBITDA                                 | 33 615        | 36 260        | 64 440         | 67 905         | 19 404         |
| <b>FFO</b>                             | <b>33 316</b> | <b>34 563</b> | <b>71 161</b>  | <b>58 720</b>  | <b>14 363</b>  |
| Финансовые расходы                     | 10 953        | 17 878        | 23 501         | 32 115         | 22 588         |
| <b>%% CF</b>                           | <b>8 061</b>  | <b>13 002</b> | <b>15 981</b>  | <b>21 730</b>  | <b>14 472</b>  |
| Чистая прибыль                         | 16 272        | 13 363        | 28 343         | 28 598         | -2 517         |
| Нематериальные активы                  | 4 264         | 4 252         | 3 585          | 3 644          | 3 674          |
| Основные средства                      | 27 042        | 30 907        | 37 856         | 56 128         | 67 695         |
| Долевые инвестиции                     | 0             | 405           | 2 551          | 2 512          | 1 583          |
| Запасы в т.ч.                          | 195 720       | 244 046       | 243 549        | 297 715        | 300 431        |
| Готовое жилье                          | 30 800        | 35 342        | 43 964         | 44 624         | 45 218         |
| Денежные средства                      | 55 472        | 25 109        | 51 506         | 46 307         | 24 903         |
| Активы по договорам                    | 26 782        | 56 649        | 64 575         | 71 175         | 86 293         |
| Дебиторская задолженность              | 29 360        | 34 459        | 44 562         | 61 011         | 72 895         |
| Активы                                 | 348 876       | 404 658       | 457 565        | 548 721        | 570 971        |
| Капитал                                | 93 007        | 96 801        | 118 674        | 140 472        | 59 673         |
| Проектное финансирование*              | 11 527        | 58 957        | 93 435         | 132 183        | 160 120        |
| <b>Проектное финансирование (ном.)</b> | <b>12 808</b> | <b>66 390</b> | <b>109 656</b> | <b>175 821</b> | <b>183 323</b> |
| Обеспеченный долг                      | 52 622        | 48 736        | 68 422         | 79 985         | 74 947         |
| Корпоративный долг                     | 105 138       | 107 395       | 62 278         | 44 791         | 53 709         |
| Кредиторская задолженность             | 34 648        | 54 218        | 79 582         | 114 416        | 125 946        |
| Обязательства по договору              | 33 797        | 29 827        | 21 589         | 23 964         | 23 833         |
| Обязательства                          | 255 869       | 319 415       | 356 927        | 408 249        | 450 168        |
| Эскроу                                 | 45 017        | 76 529        | 121 024        | 137 899        | 164 447        |
| <i>Коэффициенты</i>                    |               |               |                |                |                |
| Капитал/Активы                         | 26,7%         | 23,3%         | 25,0%          | 25,6%          | 21,2%          |
| Корп. Долг/FFO LTM                     | 3,2           | 3,0           | 0,9            | 0,8            | 0,9            |
| Чистый долг/FFO LTM                    | 2,1           | 3,5           | 0,9            | 2,0            | 2,1            |
| FFO/%% LTM                             | 4,1           | 2,7           | 4,5            | 2,7            | 2,2            |
| Эскроу/ПФ                              | 3,5           | 1,2           | 1,1            | 0,8            | 0,9            |
| FFO/Выручка LTM                        | 26%           | 25%           | 31%            | 25%            | 23,3%          |

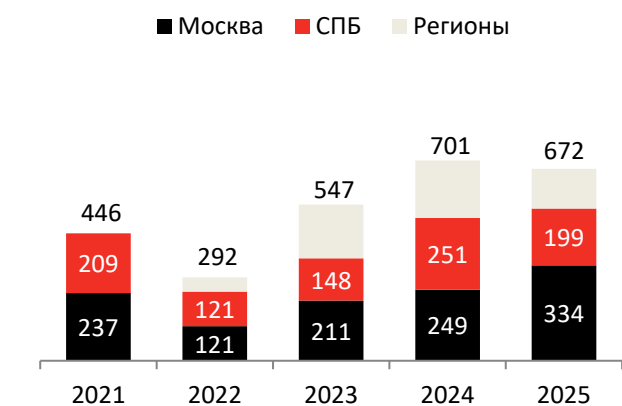


## ГК Эталон (-;ruA;-)

ГК Эталон является одним из крупнейших девелоперов на российском рынке. Компания присутствует на рынке 38 лет и реализовала более 9 млн кв. м. жилья. По объему текущего строительства Эталон занимает 9-е место в РФ. В настоящее время на стадии строительства у группы 1,2 млн кв. м. жилья в 12-ти регионах РФ. Ключевые регионы - Москва, Московская область и Санкт – Петербург, в которых реализуется 16 из 28 проектов группы. ГК Эталон реализует проекты во всех классах жилья от комфорта до премиум: 76% площади портфеля проектов приходится на комфорт, 22% на бизнес и 1% на премиум. Продажи проектов бизнес и премиум-сегмента в 1П25 г. составили около 36% в натуральном выражении, но при этом принесли почти 60% продаж в денежном выражении. Доля продаж с использованием ипотечных средств в 1П25 г. рекордно сократилась до 34%. Ключевым акционером группы является АФК Система с долей в 49%.

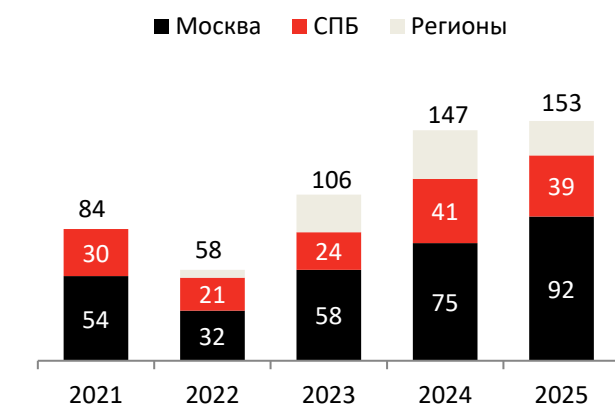
Согласно операционным результатам за 2025г. у компании наблюдается снижение продаж в натуральном выражении на 4% г/г с 701 тыс. кв. м. до 672 тыс. кв. м., а в денежном выражении продажи выросли на 4% с 147 млрд руб. до 153 млрд руб. в связи со увеличением средней цены реализации на 9% с 210 тыс. руб. за кв. м до 228 тыс. руб. за кв. м. В региональном разрезе результаты операционной деятельности неоднородные. В Москве объем продаж в натуральном выражении вырос на 34% с 249 тыс. кв. м. до 334 тыс. кв. м., а в денежном вырос на 23% с 75 млрд руб. до 92 млрд руб. при снижении средней цены реализации на 9%. В Санкт - Петербурге снизились как площадь, так и стоимость заключенных контрактов: на 21% с 251 тыс. кв. м. до 199 тыс. кв. м. и 5% с 41 млрд руб. до 39 млрд руб. соответственно. В регионах площадь продаж также снизилась на 31% с 201 тыс. кв. м. до 139 тыс. кв. м., стоимость заключенных контрактов сократилась на 29% с 31 млрд руб. до 22 млрд руб., при росте средней цены реализации на 3%.

**Динамика продаж ГК Эталон, тыс.кв.м.**



Источник: операционный отчет компании

**Динамика продаж ГК Эталон, млрд руб.**



Источник: операционный отчет компании

Кредитные метрики находятся под существенным давлением: Показатель Чистый долг/FFO вырос до 11,4х. Коэффициент покрытия процентов (FFO/%) снизился до 0,7х. Текущая долговая нагрузка оценивается как высокая и значительно превышает комфортные бенчмарки для операционного денежного потока. Тем не менее, мы положительно оцениваем меры, которые принимает ГК Эталон для улучшения финансового профиля.

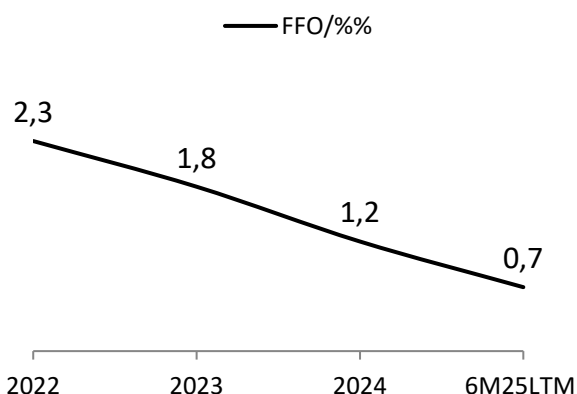
Стратегия ГК Эталон в 2026 г. включает приобретение АО Бизнес-Недвижимость, компанию, в активе которой находятся земельные участки для строительства объектов бизнес и премиум – класса. Оплата сделки в полном объеме предполагается за счет денежных средств, привлеченных в ходе SPO. В портфеле Бизнес –





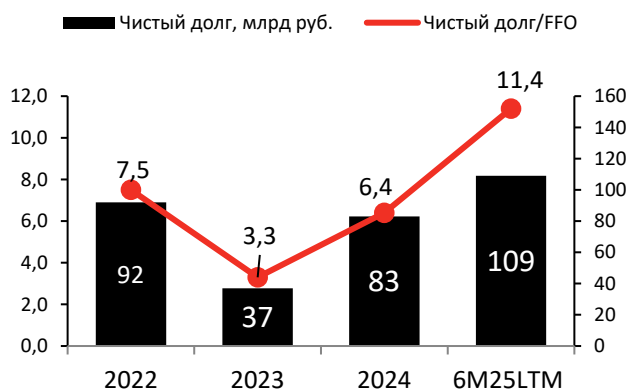
Недвижимости 42 земельных участка, из них 10 жилых проектов в Москве, продаваемой площадью 90 тыс. кв. м, а также 7 коммерческих проектов, продаваемой площадью 95 тыс. кв. м. Увеличение площади премиум сегмента в земельном банке, по нашему мнению, может поддержать спрос, а также позитивно отразиться на динамике цен, поскольку данный сегмент меньше зависит от стимулов, таких как льготная ипотека. Мы полагаем, что в период увеличения присутствия Фонда Реновации Москвы в сегменте жилья эконом и комфорт классов, увеличение доли в премиум сегменте может усилить рыночные позиции компании.

#### Динамика процентной нагрузки



Источник: МСФО отчетность

#### Динамика долговой нагрузки



Источник: МСФО отчетность

Оценка доли земельного банка (5%) имеет методологическую особенность. Расчет произведен на основании оценки проектов. Выделены проекты дженерики – новые проекты на обособленном земельном участке. Мега-проекты с большим количеством очередей в данную категорию не вошли, так как корректно выделить в них долю незадействованных в строительстве земельных участков затруднительно. Согласно данной методологии, структура активов сбалансированная.

#### Структура активов ГК Эталон на 2024 г.

- Строящееся жилье
- Активы по договору
- Земля
- Прочее
- Готовые квартиры
- Дебиторская задолженность



Источник: МСФО отчетность, отчет об оценке активов



## Финансовые показатели ГК Эталон

| МСФО, млн руб.                         | 2021          | 2022          | 2023          | 2024           | 6M25           |
|--|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Выручка                                | 87 138        | 80 556        | 90 652        | 130 946        | 77 413         |
| EBITDA                                 | 13 767        | 25 596        | 12 738        | 24 632         | 15 676         |
| <b>FFO</b>                             | <b>11 719</b> | <b>12 320</b> | <b>11 070</b> | <b>13 066</b>  | <b>5 748</b>   |
| Финансовые расходы                     | 9 909         | 13 120        | 15 776        | 33 411         | 26 479         |
| <b>%% CF</b>                           | <b>4 461</b>  | <b>5 263</b>  | <b>6 015</b>  | <b>10 589</b>  | <b>8 042</b>   |
| Чистая прибыль                         | 3 007         | 13 001        | -3370         | -6 914         | -8 940         |
| Нематериальные активы                  |               | 2 652         | 2 956         | 6 714          | 8 589          |
| Основные средства                      | 4 050         | 4 531         | 6 184         | 7 259          | 7 448          |
| Инвестиционная недвижимость            | 416           | 396           | 3 444         | 154            | 160            |
| Запасы в т.ч.                          | 108 454       | 136 472       | 152 035       | 158 365        | 152 307        |
| Готовое жилье                          | 13 023        | 16 872        | 26 525        | 17 734         | 10 948         |
| Денежные средства                      | 44 587        | 23 811        | 9 724         | 4 320          | 5 644          |
| Активы по договорам                    | 25 332        | 28 733        | 31 252        | 70 852         | 94 317         |
| Дебиторская задолженность              | 26 753        | 30 621        | 27800         | 42 548         | 45 355         |
| Активы                                 | 222 098       | 248 045       | 260391        | 321 906        | 348 169        |
| Капитал                                | 61 360        | 74 189        | 70 891        | 64 785         | 55 845         |
| Проектное финансирование               | 62 249        | 74 936        | 71 848        | 102 965        | 128 221        |
| <b>Проектное финансирование (ном.)</b> | <b>65 244</b> | <b>77 527</b> | <b>80 061</b> | <b>121 321</b> | <b>142 496</b> |
| Обеспеченный долг                      |               |               | 12 583        | 35 570         | 33 779         |
| Корпоративный долг                     | 21 189        | 96 099        | 34 180        | 38 058         | 43 255         |
| Кредиторская задолженность             | 54 922        | 59 924        | 49115         | 41 100         | 37 691         |
| Обязательства по договору              | 14 157        | 12 045        | 8597          | 13 446         | 14 415         |
| Обязательства                          | 160 738       | 173 856       | 189 500       | 257 121        | 292 324        |
| Эскроу                                 | 59 752        | 60 362        | 77 440        | 112 289        | 109 302        |
| <i>Коэффициенты</i>                    |               |               |               |                |                |
| Капитал/Активы                         | 27,6%         | 29,9%         | 27,2%         | 20,1%          | 16,0%          |
| Корп. Долг/FFO LTM                     | 1,8           | 7,8           | 3,1           | 2,9            | 4,5            |
| Чистый долг/FFO LTM                    | -1,5          | 7,5           | 3,3           | 6,4            | 11,4           |
| FFO/%% LTM                             | 2,6           | 2,3           | 1,8           | 1,2            | 0,7            |
| Эскроу/ПФ                              | 0,9           | 0,8           | 1,0           | 0,9            | 0,8            |
| FFO/Выручка LTM                        | 13%           | 15%           | 12%           | 10%            | 6%             |



## Альфа-Банк Долговой рынок

Ул. Каланчевская, 27 Москва, Россия 107078  
+7 (495) 795 3712

**Начальник управления облигаций**  
+7 (495) 783 5103

Владислав Корзан  
[vkorzan@alfabank.ru](mailto:vkorzan@alfabank.ru)

### Продажи

Дмитрий Матвиевский

[dmatvievskiy@alfabank.ru](mailto:dmatvievskiy@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 8831)

Мария Булкова

[mbulkova@alfabank.ru](mailto:mbulkova@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 6968)

Мария Вазанова

[mvazanova@alfabank.ru](mailto:mvazanova@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 4914)

### Долговой рынок

Мария Радченко

[pgoudkov@alfabank.ru](mailto:pgoudkov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 6969)

### Торговые операции, рублевые облигации

Сергей Осмачек

[sosmachek@alfabank.ru](mailto:sosmachek@alfabank.ru)  
+7 (495) 785 7402

### Торговые операции, валютные облигации

Егор Романченко

[eromanchenko@alfabank.ru](mailto:eromanchenko@alfabank.ru)  
+7 (495) 786 4897

### РЕПО

Павел Гудков

[pgoudkov@alfabank.ru](mailto:pgoudkov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 6969)

## © Альфа-Банк, 2026 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.