

МОСКОВСКАЯ БИРЖА

АКТУАЛИЗАЦИЯ ОЦЕНКИ

21 сентября 2023 г.

КОМУ ПРИ ВЫСОКОЙ СТАВКЕ ЖИТЬ ХОРОШО

Мы повышаем целевую цену акций МосБиржи в свете очень сильных финансовых показателей за 2К23, операционных результатов за 8М23 и позитивного влияния повышения ставки ЦБ РФ (суммарно с конца июля — на 550 б. п.). Населению России сейчас доступен довольно узкий спектр инвестиционных инструментов, что выгодно компании, которая в то же время развивает собственную продуктовую линейку, чтобы соответствовать изменившимся условиям работы. Новая целевая цена в 220 руб/акцию предполагает 28%-ный потенциал роста до конца года и прежний рейтинг — «Покупать».

Катализаторы: раскрытие новой стратегии и дивидендной политики (сентябрь); публикация хороших операционных и финансовых результатов за 3К23.

Риски: ужесточение регулирования; введение новых санкций; геополитика.

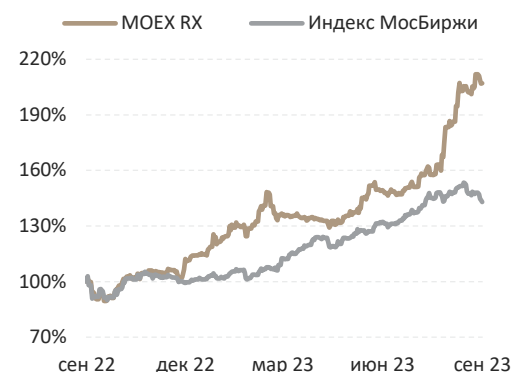
Розничные клиенты заменили иностранцев. Комиссионные доходы МосБиржи полностью восстановились до уровней, предшествовавших 2022 г.: в 2К23 их объем был близок к рекордному благодаря изменению тарифов и росту активности розничных клиентов. В 2022 г. компания потеряла почти всю международную клиентскую базу, которая приносила около 15% комиссий и способствовала повышению ликвидности на ряде рынков. Как показали последние операционные результаты, объемы торгов на большинстве рынков продолжают расти и превосходят уровни до 2022 г. Мы повышаем прогноз роста комиссионных доходов на 2023 г. с +7% до +25% г/г в связи с хорошей динамикой рынка акций и на бирже в целом.

Процентные доходы значительно выше, чем прежде. С конца июля Банк России суммарно повысил ключевую ставку на 550 б. п., соответственно выросли ставки на денежном рынке. Более того, ЦБ РФ прогнозирует длительный период повышенных ставок, ориентир на будущий год — 11,5–12,5%. МосБирже, инвестирующей остатки клиентских средств, которые по-прежнему выше требуемых для торговли сумм, несомненно, выгоден рост ставок. В 2К23 процентные доходы более чем вдвое превысили уровень 2018–2021 гг., в 2023 г. повышение ставок должно приблизить их к 50 млрд руб. против 45,6 млрд руб. в 2022 г. и 15 млрд руб. в среднем в 2018–2021 гг. По отношению к выручке они должны составить около 51% (в 2021 г. — 24%).

Рентабельность в 2023 г. должна побить рекорды. Ожидаем, что чистая прибыль МосБиржи в текущем году увеличится на 60% г/г до рекордных 58 млрд руб. и останется такой же высокой в 2024 г. при умеренном росте комиссионных доходов и высоких процентных ставках. Компания всегда отличалась эффективностью затрат на развитие бизнеса, чего мы ожидаем и в дальнейшем. На сегодня МосБиржа достаточно консервативно относится к операционным расходам; так, в 1П23 затраты уменьшились на 8,7% г/г. В ближайшие несколько недель компания должна представить новую среднесрочную стратегию, а также дивидендную политику. МосБиржа распределила на дивиденды за 2022 г. лишь 30% прибыли, отложив средства на возможные приобретения, но даже при коэффициенте выплаты в 50% против 85–90% в 2017–2020 гг. дивиденд на акцию за 2023 г. в 12,75 руб. станет рекордно высоким.

Видим 28%-ный потенциал роста до конца 2023 г. Пересмотрев финансовые прогнозы в сторону повышения, мы увеличили целевую цену до 220 руб/акцию, сохраняя рейтинг «Покупать». Бумаги МосБиржи сейчас торгуются по P/E 2023П лишь на уровне 6,7, что значительно ниже средних для нее значений. Доходы МосБиржи диверсифицированы, что говорит об относительно низком уровне риска, однако при текущих процентных ставках мы повышаем оценку стоимости капитала по модели DCF на 120 б. п. до 17,9%. Ожидаемые к выплате за 2023 г. дивиденды предполагают дивдоходность в 7,4%.

ДИНАМИКА АКЦИЙ КОМПАНИИ И ИНДЕКСА



Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И КОЭФФИЦИЕНТЫ

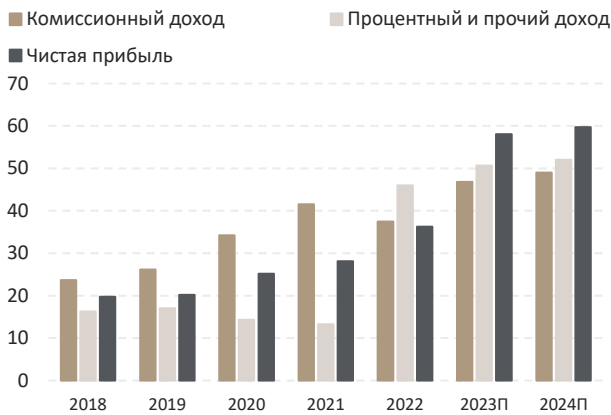
млрд руб.	2021	2022	2023П	2024П
P/E		10,8	6,7	6,6
ROAE	20,1%	22,9%	29,0%	25,0%
ROAA	0,5%	0,6%	0,9%	0,8%
Выручка	54,9	83,5	97,1	100,9
Чистая прибыль	28,1	36,3	58,1	59,7
Прибыль на акцию (г/г)	11%	29%	60%	3%

Источники: данные компании, ИБ Синара

Тикер	MOEX RX
ISIN	RU000A0JR4A1
Цена, руб/акцию	172
Прежняя целевая цена, руб/акцию	150
Целевая цена на конец 2023 г., руб/акцию	220
Рейтинг	Покупать
Рыночная капитализация, млрд руб.	395
Среднедневной оборот (6 мес.), млн руб.	548
Ожидаемая доходность до конца года	28%
Избыточная доходность	28%
Степень риска	●○○○○

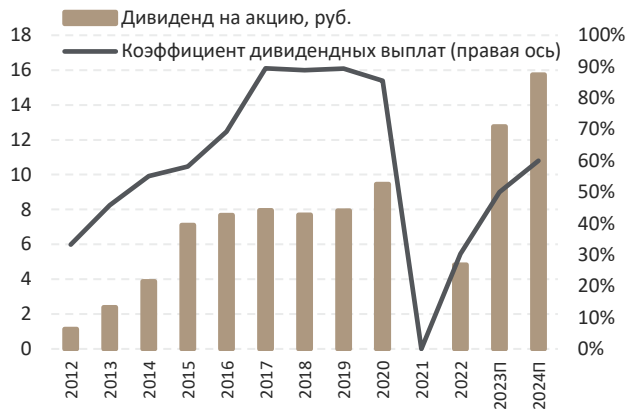
Ольга Найденова
Старший аналитик

ПРИБЫЛЬ РЕЗКО РАСТЕТ НА ФОНЕ УВЕЛИЧЕНИЯ КОМИССИОННЫХ И ПРОЦЕНТНЫХ ДОХОДОВ, МЛРД РУБ.



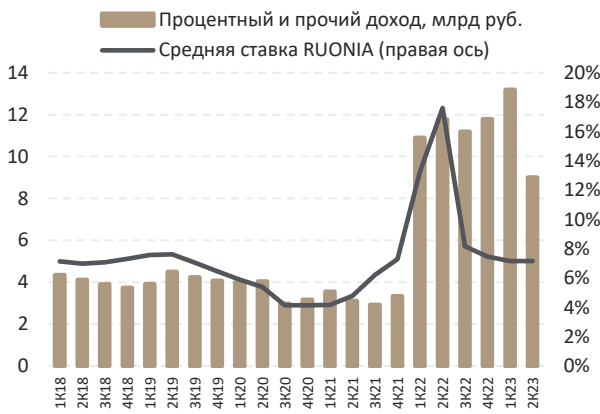
Источники: данные компании, ИБ Синара

ДАЖЕ ПРИ НИЗКОМ КОЭФФИЦИЕНТЕ ВЫПЛАТ ДИВИДЕНДЫ ДОЛЖНЫ БЫТЬ РЕКОРДНО ВЫСОКИ



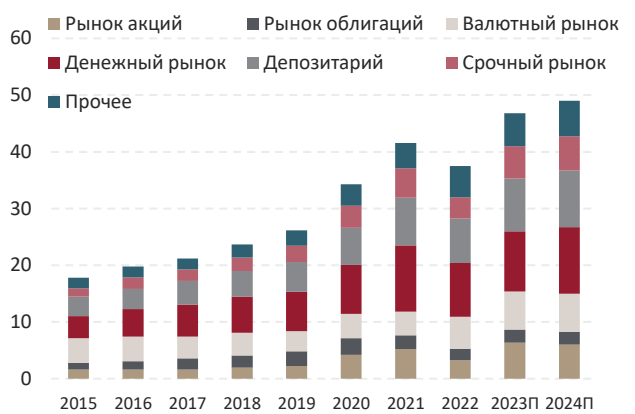
Источники: данные компании, ИБ Синара

В 2К23 МОСБИРЖА ПРЕКРАТИЛА ПОЛУЧАТЬ ДОХОДЫ ПО СЧЕТАМ ТИПА «С», НО ПРОЦЕНТНЫЙ ДОХОД ВСЕ РАВНО ПРЕВЫСИЛ ВДВОЕ ПОКАЗАТЕЛЬ 2018 Г., КОГДА ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ БЫЛИ НА ТАКОМ ЖЕ УРОВНЕ



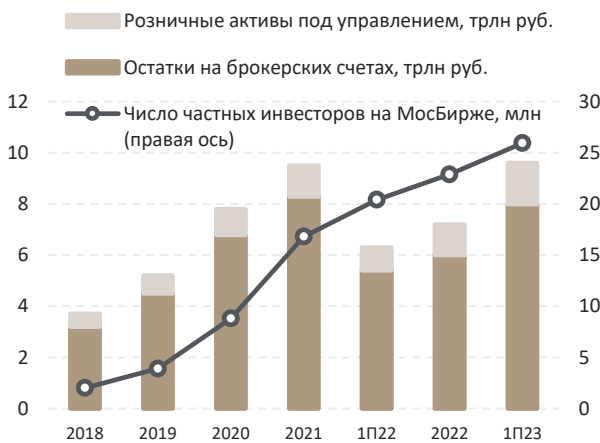
Источники: данные компании, ИБ Синара

ДИВЕРСИФИЦИРОВАННЫЕ ИСТОЧНИКИ ДОХОДОВ: ПРО-И КОНТРАЦИКЛИЧЕСКИХ, ЗАВИСИМЫХ И НЕЗАВИСИМЫХ ОТ ВОЛАТИЛЬНОСТИ, МЛРД РУБ.



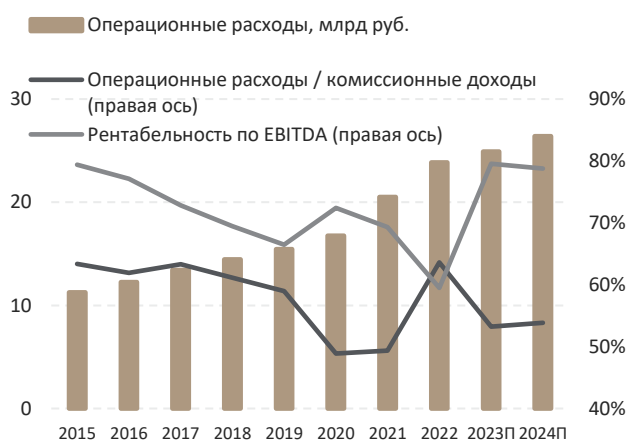
Источники: данные компании, ИБ Синара

КЛИЕНТНАЯ БАЗА ПО-ПРЕЖНЕМУ УВЕРЕННО РАСТЕТ



Источники: данные компании, ИБ Синара

МОСБИРЖА ЭФФЕКТИВНО УПРАВЛЯЕТ РАСХОДАМИ НА РАЗВИТИЕ БИЗНЕСА



Источники: данные компании, ИБ Синара

МОСБИРЖА: ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Балансовый отчет, млн руб.	2018	2019	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П
Денежные средства и эквиваленты	416 391	466 099	471 793	471 283	451 531	428 167	542 470	654 260
Финансовые активы, оцениваемые по справедливой стоимости через прибыль/убыток	4 351	13 695	18 852	15 639	3 154	1 293	1 181	1 108
Финансовые активы, оцениваемые по справедливой стоимости через прочий совокупный доход	210 752	179 313	193 303	237 821	178 023	72 982	66 633	62 524
Средства в финансовых организациях	95 378	60 424	154 815	102 971	1 515 727	1 621 385	1 767 328	2 032 342
Нематериальные активы	17 604	16 989	16 869	16 971	17 249	17 200	17 139	17 076
Гудвил	15 971	15 971	15 971	17 267	16 301	16 301	16 301	16 301
Основные средства	5 974	5 447	6 460	6 896	5 590	6 179	6 600	6 895
Активы центрального контрагента	3 312 020	3 262 671	4 050 838	5 256 071	4 388 473	4 749 867	5 478 385	5 680 180
Прочие активы	4 142	7 880	3 366	18 419	43 106	43 106	43 106	43 106
Итого активы	4 082 585	4 028 594	4 932 596	6 143 438	6 619 280	6 956 607	7 939 270	8 513 919
Средства на счетах участников рынка	606 480	565 923	716 893	718 395	1 112 790	762 500	683 531	656 492
Обязательства центрального контрагента	3 312 020	3 262 671	4 050 838	5 256 071	4 388 473	4 749 867	5 478 385	5 680 180
Кредиторская задолженность по выплатам по ценным бумагам	0	0	0	0	928 064	1 206 484	1 508 105	1 885 131
Прочие обязательства	38 480	68 149	25 576	28 801	13 212	13 965	14 802	15 506
Итого обязательства	3 956 980	3 896 742	4 793 307	6 003 267	6 442 539	6 732 815	7 684 824	8 237 308
Собственный капитал	125 605	131 852	139 290	140 171	176 742	223 792	254 446	276 611
Собственный капитал, относимый на долю материнской компании	125 422	131 668	139 182	140 070	176 646	223 696	254 350	276 515
Доля меньшинства	182	185	107	101	96	96	96	96
Итого обязательства и собственный капитал	4 082 585	4 028 594	4 932 596	6 143 438	6 619 280	6 956 607	7 939 270	8 513 919

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2018	2019	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П
Комиссионные доходы	23 647	26 181	34 268	41 554	37 487	46 818	49 007	51 902
Процентные и иные финансовые доходы	16 061	16 713	14 159	12 902	45 628	49 859	51 442	47 741
Прочие операционные доходы	193	335	164	398	380	399	419	440
Операционные доходы	39 901	43 230	48 591	54 855	83 495	97 076	100 868	100 082
Операционные расходы	-7 941	-8 321	-8 291	-10 633	-11 861	-12 408	-12 789	-13 163
Расходы на персонал	-6 512	-7 114	-8 459	-9 882	-11 982	-12 507	-13 605	-14 446
Итого операционные расходы	-14 454	-15 435	-16 750	-20 515	-23 843	-24 915	-26 394	-27 610
ЕБИТДА	27 712	28 727	35 189	38 029	49 671	77 218	79 431	77 293
Операционная прибыль	25 448	27 794	31 841	34 340	59 652	72 161	74 473	72 473
Прочие доходы (расходы)	-1 075	-2 615	-1	642	-14 342	427	138	0
Прибыль до налогообложения	24 373	25 179	31 840	34 982	45 311	72 588	74 611	72 473
Налоги	-4 652	-4 979	-6 670	-6 884	-9 020	-14 518	-14 922	-14 495
Чистая прибыль	19 720	20 201	25 171	28 098	36 291	58 070	59 689	57 978
Приходящаяся на неконтрольные доли участия	4	12	13	2	20	0	0	0
Приходящаяся на акционеров материнской компании	19 717	20 189	25 158	28 095	36 271	58 070	59 689	57 978
Рентабельность: ключевые показатели								
Рентабельность по ЕБИТДА	69,5%	66,5%	72,4%	69,3%	59,5%	79,5%	78,7%	77,2%
Рентабельность по операционной прибыли	63,8%	64,3%	65,5%	62,6%	71,4%	74,3%	73,8%	72,4%
Рентабельность по ЕВТ	61,1%	58,2%	65,5%	63,8%	54,3%	74,8%	74,0%	72,4%
Рентабельность по чистой прибыли	49,4%	46,7%	51,8%	51,2%	43,4%	59,8%	59,2%	57,9%
ROE	16,0%	15,7%	18,6%	20,1%	22,9%	29,0%	25,0%	21,8%
ROA	0,6%	0,5%	0,6%	0,5%	0,6%	0,9%	0,8%	0,7%
Комиссионные доходы / итого доходы	59%	61%	71%	76%	45%	48%	49%	52%
Расходы/доходы	36%	36%	34%	37%	29%	26%	26%	28%
Расходы / комиссионные доходы	61%	59%	49%	49%	64%	53%	54%	53%
Данные на акцию								
Прибыль, руб.	8,6	8,9	11,2	12,3	15,9	25,5	26,2	25,5
Дивиденд, руб.	7,7	7,9	9,5	0,0	4,8	12,8	15,7	15,3
Коэффициент дивидендных выплат	88,9%	89,4%	85,5%	0,0%	30,4%	50,0%	60,0%	60,0%

МОСБИРЖА: ОСНОВНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

млрд руб.	1П23			2023			2024			2025		
	Факт	Новый	Прежний	Прежний	Δ	Новый	Прежний	Δ	Новый	Прежний	Δ	
Комиссионные доходы	21,9	46,8	40,2	40,2	16,6%	49,0	41,7	17,6%	51,9	44,7	16,2%	
Процентные и прочие доходы	22,2	50,3	31,9	31,9	57,3%	51,9	26,1	98,4%	48,2	25,1	92,3%	
Операционные расходы	-11,3	-24,9	-25,2	-25,2	-1,2%	-26,4	-26,5	-0,4%	-27,6	-27,7	-0,4%	
ЕБИТДА	35,4	77,2	51,9	51,9	48,7%	79,4	46,3	71,7%	77,3	46,8	65,1%	
Чистая прибыль	26,4	58,1	37,5	37,5	54,8%	59,7	33,0	80,7%	58,0	33,6	72,5%	

Источник: ИБ Синара

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин
KonyginSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин
AfoninAK@sinara-finance.ru

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев
VahrameevSS@sinara-finance.ru

Ирина Фомкина
FomkinaI@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов
GorbunovGI@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин
SmolinDV@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин
BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова
NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов
BelovKA@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Девелопмент

Ирина Фомкина
FomkinaI@sinara-finance.ru

Электрэнергетика, транспорт

Матвей Тайц
TaitsMV@sinara-finance.ru

Станислав Захаров
ZakharovSV@sinara-finance.ru

Инна Драч
DrachIG@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт
BarendtSF@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов
GorbunovGI@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов
GorbunovGI@sinara-finance.ru

© 2023, ПАО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операций интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и получатель материала в конечном счете может не получить первоначально инвестированную сумму. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Суждения о финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер, не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в финансовые инструменты, и выражены с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательности в будущем.

Иностранцы финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является офертой, предложение сделать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение и копирование материалов необходимо указание ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникать конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний, и (или) в связи с оказанием Банком услуг по организации размещения выпуска ценных бумаг указанным компаниям (список актуален на дату составления материала): АО «Группа Синара», ПАО «ГК «Самолет», АО «Бизнес-Недвижимость», ОАО «АБЗ-1», ПАО «Селигдар», ООО ВИС-ФИНАНС, ООО «Новые Технологии», Международный банк экономического сотрудничества, Евразийский банк развития, ПАО «ТМК», ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», АО «Синара – Транспортные Машины», ООО «ЛЕГЕНДА», ООО «Промомед ДМ», ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», АО «Экспобанк», ПАО «Сережа Групп», ВЭБ.РФ, ООО «ИА ТБ-1», АО «Южуралзолото Групп Компаний», ООО «Балтийский лизинг», ООО «Борец Капитал», АО «Уральская Сталь», ООО «ОКЕЙ», ПАО «ТК-14», АО «Группа компаний «ЕКС», ПАО «МегаФон», ООО «Сэтл Групп», АК «АЛРОСА» (ПАО), EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Манит», ПАО «ИММ», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, Polymetal International PLC, ПАО «НК «Роснефть», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», ПАО «Система», ПАО «Татнефть», TCS Group Holding PLC, МКПАО «ОК РУСАЛ», PLLC Yandex N.V., АО «ЧТПЗ», АО «ГК «Пионер», ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ОАО «РЖД», ООО ВИС-ФИНАНС, АО «ДЖИ-ГРУПП», ПАО «ЭН-ГРУПП», ПАО «Вуш Холдинг», ПАО «Группа Ренессанс Страхование», ПАО «Росети», ПАО «Флокс», XS Retail Group N.V., ПАО «Транснефть».

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале использованы следующие методы и подходы: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок они назначаются в соответствии со следующим правилом: если ожидаемая доходность до конца текущего года, определяемая как сумма потенциала роста стоимости акции до целевой цены и прогнозируемой дивидендной доходности до конца текущего года, более чем на 5% превышает скорректированную на оставшиеся до конца года количество дней стоимость собственного капитала компании, устанавливается рейтинг «Акукуать», если не превышает, оставляется положительной величиной — «Держать», если является отрицательной — «Продать».

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долговой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторов неопределенности в связи с имеющей место или предполагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплаты дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующие обозначения: ●●●●● (очень высокая), ●●●●○ (высокая), ●●●○ (средняя), ●●○ (низкая), ●○○ (очень низкая).

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России РФ № 705 от 28.02.2022 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России без ограничения срока действия.

Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.