

## Московская биржа: в выигрыше всегда казино

Рынок акций  
**Московская биржа**  
1 ноября 2018 г.

Обзор

Мы возобновляем аналитическое освещение Московской биржи с рекомендации **ВЫШЕ РЫНКА**. Нам нравится диверсифицированный портфель продуктов компании, который обеспечивает устойчивый рост комиссионного дохода независимо от стадии бизнес цикла. Мы также ожидаем, что процентный доход возобновит рост в 2019 году: на наш взгляд, потенциал снижения балансов участников рынка ограничен, в то время как процентные ставки по всему миру растут. Это в сочетании с низкими требованиями по капиталовложениям позволят Московской бирже выплачивать хорошие дивиденды (по нашему прогнозу, дивидендная доходность составит 9-11% в 2018-2020П). Акции компании подешевели примерно на 30% со своих максимумов в середине мая, так как Московская биржа признала разовый убыток в размере 1,7 млрд руб. в 1П18 и приняла решение воздержаться от выплаты промежуточных дивидендов. Мы считаем, что все негативные моменты уже учтены в котировках и сейчас подходящее время для инвестирования. Наша РЦ составляет 110 руб. на акцию, что предполагает потенциал роста 27%.

<b>Bloomberg ticker</b>	<b>MOEX RX</b>
<b>Rating</b>	<b>OW</b>
<b>Closing price, RUB</b>	<b>87</b>
<b>Target price, RUB</b>	<b>110</b>
<b>Return to TP</b>	<b>27%</b>

Дата ценообразования: закрытие рынка 30 октября 2018 г.

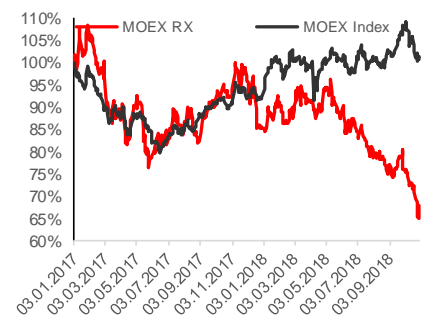
Инвестиционный анализ

**Комиссионный доход: достойная предыстория и диверсифицированный бизнес подтверждают перспективы стабильного роста.** Комиссионный бизнес биржи имеет хорошую репутацию устойчивого роста (среднегодовые темпы роста комиссионного дохода равнялись 13% в 2013-2017 гг.). Нам нравится диверсифицированный бизнес Московской биржи, обеспечивающий возможности для роста комиссионного дохода, независимо от стадии экономического цикла. Мы ожидаем, что комиссионный доход Московской биржи будет расти в среднем на 11% г/г в 2018-2020П. Его поддержат и неорганические факторы, такие как внедрение новых продуктов (особенно в сегментах облигаций, деривативов, валюты и ММ), а также повышение тарифов после введения Единого пула обеспечения (ЕПО).

**Процентный доход: наступает благоприятное время.** Мы считаем, что нормализация клиентских балансов, которая началась в 2016 г. (оказывая давление на процентный доход и чистую прибыль) в целом завершена. Отношение среднего дневного клиентского баланса к среднечасовому объему торгов достигло 17% в 3К18 (против максимума в 55% в 1К15), что почти соответствует уровню докризисного 2013 г. Мы ожидаем лишь ограниченное давление на балансы участников рынка в дальнейшем, связанное, главным образом, с внедрением ЕПО. Благодаря этому, а также росту процентных ставок по всему миру процентный доход сможет возобновить рост (мы ожидаем, что среднегодовые темпы роста составят 3% в 2018-2020 гг.).

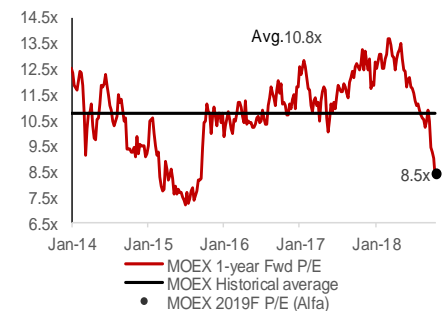
**Низкие требования по капиталовложениям и восстановление роста прибыли поддерживают дивидендную доходность на уровне 9-11%.** Мы ожидаем, что чистая прибыль Московской биржи начнет расти в 2019 г. (в 2018 г., если скорректировать на разовый убыток в 1,7 млрд руб. в 1П18) после двух непрерывных лет спада. Благодаря этому, а также ограниченным требованиям по капиталовложениям Московская биржа сможет продолжить выплачивать дивиденды, как это было в предыдущие годы. Сейчас акции Московской биржи предлагают дивидендную доходность на уровне 9-11% на 2018-2020 гг.

### Динамика акций (относительная)



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

### Исторический P/E



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Оценка и риски

**Оценка.** Сейчас акции Московской биржи торгуются по коэффициенту 2019П EV/EBITDA на уровне 6,2x, а по коэффициенту 2019П P/E – на уровне 8,5x. Это предусматривает дисконт в 21% к историческим средним мультипликаторам и дисконт 50-60% к аналогам с развитых и развивающихся рынков. После недавних распродаж мы считаем, что все негативные моменты отражены в котировках. Мы оцениваем акции Московской биржи на основе двух методов оценки – метода ДДП и по коэффициенту 2019П P/E на уровне 10,8x (в соответствии с историческим средним) – в соотношении 50 к 50. Наша РЦ на 12 месяцев составляет 110 руб. за акцию, что предполагает потенциал роста 27% и рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**.

**Риски.** Ключевые риски понижения инвестиционной привлекательности Московской биржи связаны с 1) ухудшением геополитической ситуации в России, что приведет к сокращению торгов нерезидентов (на них приходится 48% и 15% объемов торгов соответственно на рынке акций и на рынке облигаций); 2) более низкими в сравнении с прогнозами процентными ставками, что приведет к дальнейшему снижению чистого процентного дохода и 3) дополнительными требованиями к капиталу для Национального клирингового центра и Национального расчетного депозитария, а также гораздо большие в сравнении с ожиданиями капиталовложения, что ограничит возможности биржи по выплате дивидендов.

### Финансовые показатели

RUBmn	2017A	2018F	2019F
<b>Operating income:</b>	<b>38,539</b>	<b>40,813</b>	<b>43,785</b>
Cash opex	(10,479)	(11,079)	(11,682)
Other items	0	(1,730)	0
<b>EBITDA</b>	<b>28,060</b>	<b>28,004</b>	<b>32,103</b>
<i>EBITDA margin</i>	73%	69%	73%
<b>Net profit:</b>	<b>20,255</b>	<b>19,832</b>	<b>23,342</b>
ROAE	17%	16%	18%
P / E	9.8x	10.0x	8.5x
EV / EBITDA	7.0x	7.1x	6.2x
P / B	1.6x	1.6x	1.5x
Dividend yield	9.2%	9.0%	10.7%

Источники: данные компании, Альфа-Банк

## Информация

### Альфа-Банк (Москва) Аналитический отдел

Телефон/Факс

Руководитель Аналитического департамента  
Макроэкономика

Металлы и горная добыча  
Потребительский сектор, Интернет  
Банки  
Аналитическая поддержка российских клиентов  
Перевод  
Редактор  
Техническая поддержка

### Торговые операции и продажи

Телефон  
Продажи российским и иностранным клиентам  
Группа продаж Альфа-Директ

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12

(7 495) 795-3676

Борис Красноженов  
Наталья Орлова, Ph.D, Валерия Волгарева, Наталия  
Лаврова  
Борис Красноженов, Юлия Толстых  
Александра Мельникова, Олеся Воробьева  
Евгений Кипнис  
Гельды Союнов, Алан Казиев  
Анна Мартынова  
Джон Волш  
Денис Дорофеев

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522

Константин Шашаров, Александр Зоров  
(7 495) 795-3680

Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев, Ольга Бабина

### © Альфа-Банк, 2018 г, Все права защищены, Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 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. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из 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 и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. 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 и 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 и на территории и 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.