

## Обзор ПАО «Московская Биржа»

Продолжающаяся коррекция рынка после исторических пиков сделала дешевле многие компании на рынке. Одной из них стало ПАО «Московская Биржа». Кроме того, 2 марта компания опубликовала финансовую отчетность за 2016 год. Ее результаты не впечатлили инвесторов. И цена продолжила падение.

Понижительный тренд у Индекса ММВБ начался 27 января.

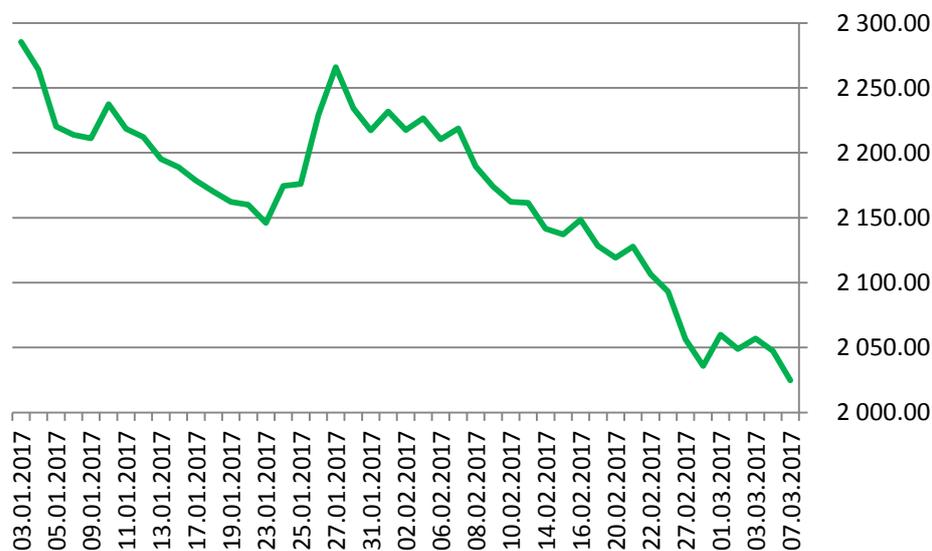


Рисунок 1. Динамика индекса ММВБ с начала 2017 года

В тот же день начали падать котировки и «Московской Биржи».

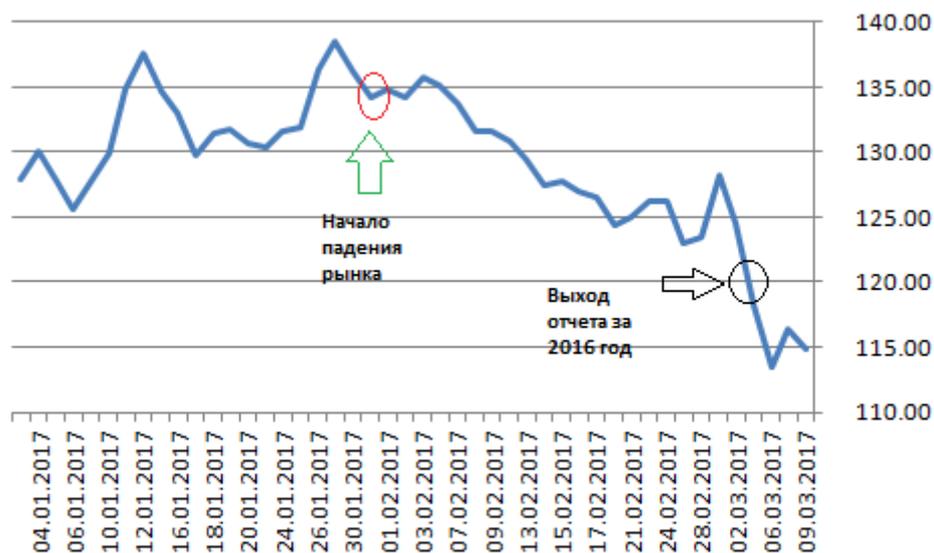


Рисунок 2. Динамика котировок на акции ПАО "Московская Биржа"

«Московская биржа» в результатах показала отрицательную динамику, сократились доходы, размеры операционной и чистой прибыли, а также показатели рентабельности. С момента образования биржи в 2011 году это первое снижение.

В миллионах рублей	2016	2015	Изм.	4к. 2016	4к. 2015	Изм.
<b>Операционные доходы</b>	<b>43 567,2</b>	<b>45 990,0</b>	<b>-5,3%</b>	<b>10 236,2</b>	<b>12 771,1</b>	<b>-19,8%</b>
Комиссионные доходы	19 797,6	17 784,0	11,3%	5 165,1	5 136,4	0,6%
Процентные и прочие финансовые доходы	23 695,0	28 084,9	-15,6%	5 022,9	7 602,3	-33,9%
Прочие операционные доходы	74,6	121,1	-38,4%	48,2	32,4	48,8%
Операционные расходы	12 259,4	11 271,9	8,8%	3 350,6	3 253,5	3,0%
Операционная прибыль	31 307,8	34 718,1	-9,8%	6 885,6	9 517,6	-27,7%
Чистая прибыль	25 182,6	27 852,1	-9,6%	5 505,6	7 667,6	-28,2%
Базовая прибыль на акцию в рублях	11,22	12,51	-10,3%	2,44	3,43	-28,9%
ЕБИТДА	33 602,1	36 519,0	-8,0%	7 566,0	10 020,4	-24,5%
ЕБИТДА margin	77,1%	79,4%	-2,3 пп	73,9%	78,5%	-4,6 пп

Ситуация контрастирует с предыдущим годом, когда результаты резко возросли. Тогда буквально в течение пары недель после их объявления котировки впервые превысили уровень в 100 Р и продолжали рост еще полгода.

Сейчас и в целом рынок падает, и результаты не впечатляют. Но рыночные настроения переменчивы. И, скорее, вынуждают просто переждать падение. А финансовые результаты, в большей степени, требуют анализа для понимания того, что происходит с компанией.

Изначально у «Московской Биржи» упали операционные доходы. Основной причиной этому стало сокращение процентных и прочих финансовых доходов. Они зависят от размера инвестиционного портфеля (собственные средства и остатки клиентских средств), а также от процентных ставок, по которым начисляются доходы портфеля.

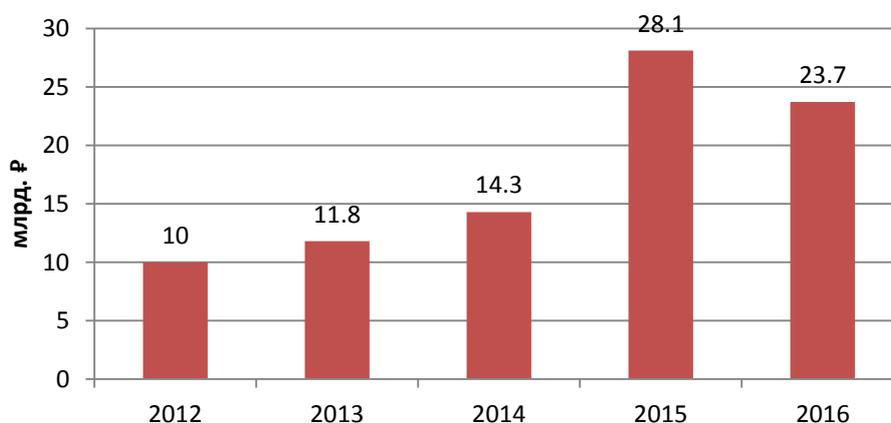


Рисунок 3. Динамика процентных и финансовых доходов

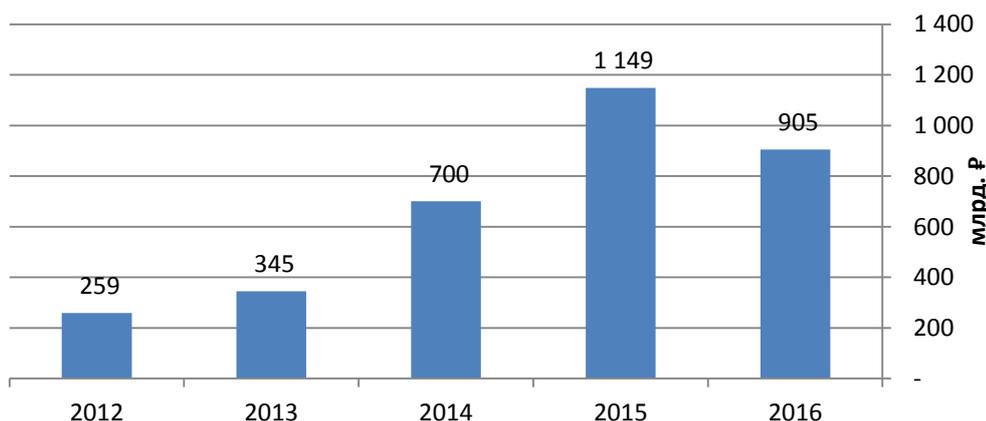


Рисунок 4. Объем инвестиционного портфеля ПАО "Московская Биржа"

В свою очередь, размер портфеля в большей степени состоит из иностранной валюты. Поэтому укрепление рубля в 2016 году отрицательно сказалось на его размере.

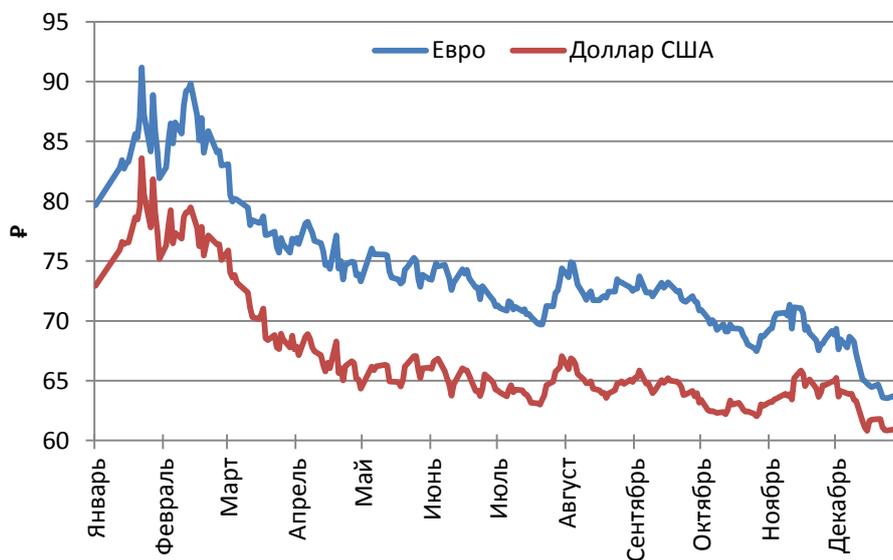


Рисунок 5. Динамика курсов Евро и Доллара

Однако основные процентные доходы начисляются на средства в рублях, поэтому они требуют особенного внимания. Их сокращение произошло по нескольким причинам. В частности, в 2016 году снизились требования по гарантийному обеспечению, которые были повышены в 2014 на фоне санкций и возросшей волатильности. Также расширился список активов, которые Национальный клиринговый центр (НКЦ) готов принимать в качестве обеспечения. Сейчас существенную часть денежных средств участники держат в облигациях и акциях (источник: [Ведомости, "Московская биржа в 2016 году впервые заработала меньше, чем годом ранее"](#)). И на данный момент нет каких-либо предпосылок будущего роста рублевых средств портфеля.

Вместе с тем ожидания по снижению Центральным Банком ключевой ставки позволяют говорить о вероятном сокращении процентных доходов в будущем. С другой стороны, политика компании направлена на то, чтобы комиссионные доходы стали основным источником выручки. Сейчас их доля составляет 45%, а в прошлом году – 39%.

Данное направление продолжает приносить с каждым годом все больше доходов, но в последний год их рост был меньше, чем в предыдущие.



Рисунок 6. Динамика комиссионных доходов

Компания отмечает, что комиссионные доходы диверсифицированы по разным рынкам.



Рисунок 7. Распределение комиссионных доходов

Рост в 2016 году был обеспечен в первую очередь увеличением комиссионных доходов рынке облигаций и на денежном рынке.

Так, на денежном рынке за 2016 год на 56% увеличился торговый оборот. В первую очередь за счет комиссий от РЕПО с ЦК, по этому виду сделок оборот растет ударными темпами.

Такая динамика, вероятно, обеспечена уходом клиентов от операций прямого РЕПО с Банком России, а также междилерского РЕПО. Учитывая наличие залога, данную сделку можно признать близкой по риску к банковскому депозиту, поэтому частично капитал уходит и оттуда. К тому же, в большинстве случаев операций РЕПО с ЦК проведены с залогом в виде облигаций, чья стоимость менее волатильна. В планах Банка России - уменьшить ключевую ставку, поэтому приход нового капитала в данные операции возможен.

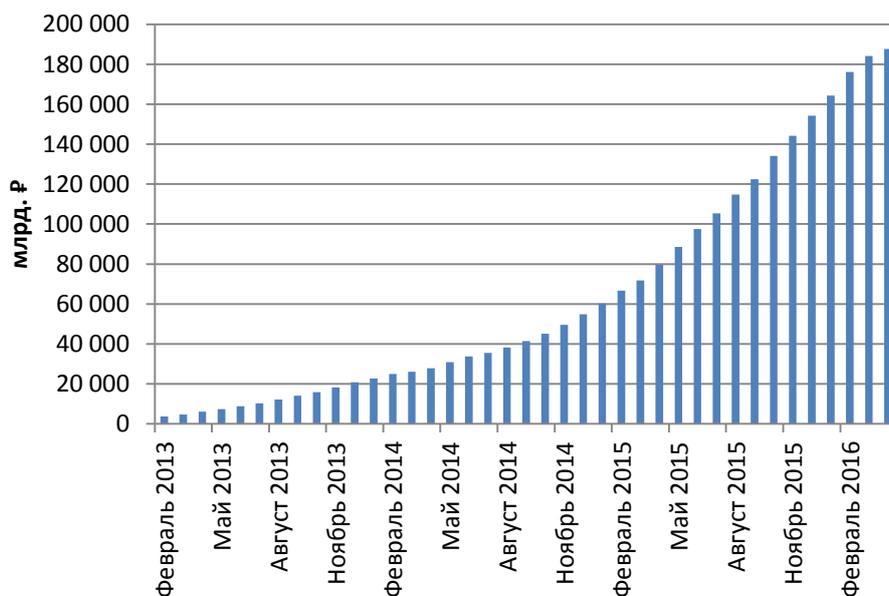


Рисунок 8. Доход от комиссий по сделкам РЕПО с ЦК за 12 месяцев

Доход на рынке облигаций был в первую очередь обеспечен новыми размещениями. В частности, этого удалось добиться за счет выпусков ежедневных выпусков ВТБ однодневных биржевых облигаций. В планах банка было размещать облигации ближайшее 2-3 квартала, большая часть этого времени приходится на 2017 год, так что оборот в рамках него будет больше, чем в 2016 году.

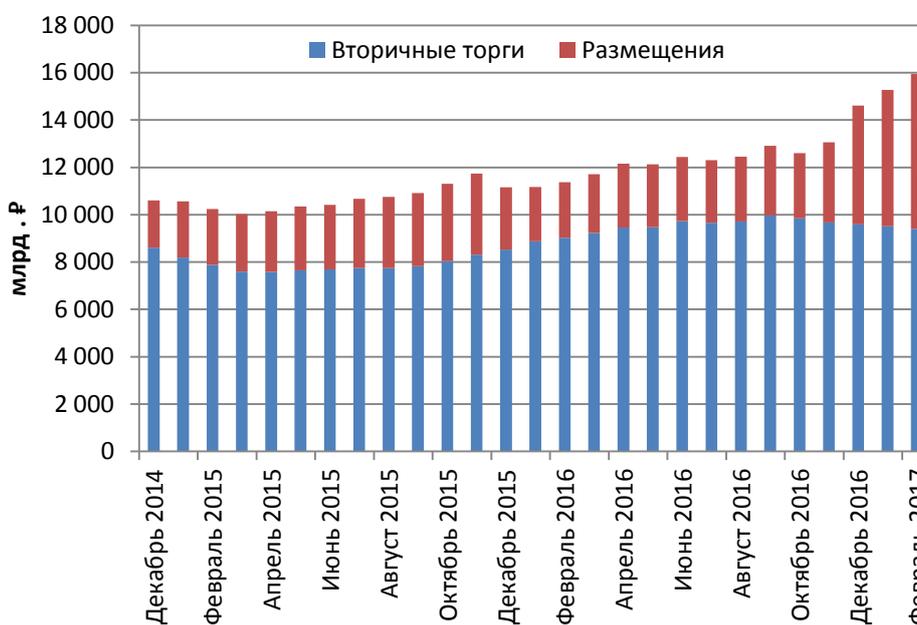


Рисунок 9. Объем комиссий на рынке облигаций

При меньшей ключевой ставке кредитные средства станут дешевле, что увеличит спрос на них, соответственно будет больше выпусков облигаций. Поэтому, возможно, увеличение оборота торговли в данном сегменте.

С другой стороны, за год почти не изменился доход от валютного рынка. Порядка 90% оборота – торговля парой доллар/рубли. В 2014 году резкий рост доллара в конце

года стал причиной больших оборотов на данном рынке. Они сохранились на следующие два года. Низкая волатильность курса в начале 2017 года привела к сокращению объемов.

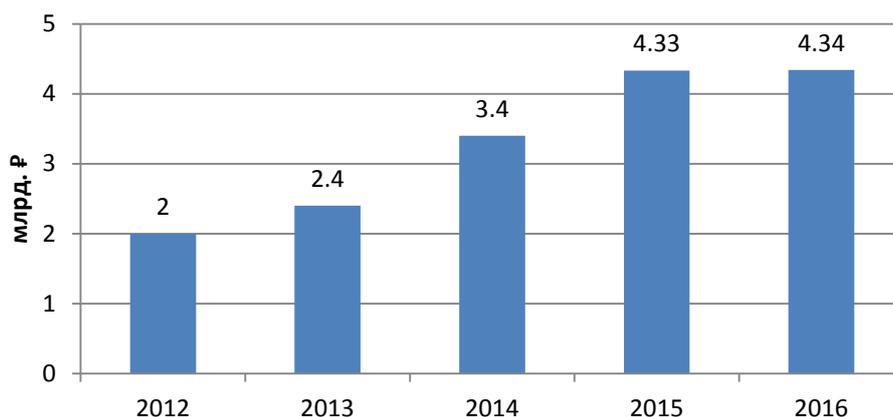


Рисунок 10. Объем комиссий на валютном рынке

В итоге, причин к перелому тенденции роста комиссионных доходов, кажется, нет. В первую очередь, можно рассчитывать на увеличение комиссий по сделкам РЕПО с ЦК. Однако для высоких темпов нужна нестабильность на рынках, которая будет вынуждать инвесторов перекладываться из одних активов в другие, что увеличит комиссию. В этом плане спокойной рынок невыгоден компании.

Как итог, в будущем мы ожидаем, что выручка будет находиться на текущих уровнях.

Схожая с выручкой динамика и у прибыли (операционной и чистой). После бурного роста в 2015 году результаты компании остались практически на таком же уровне при незначительном сокращении.

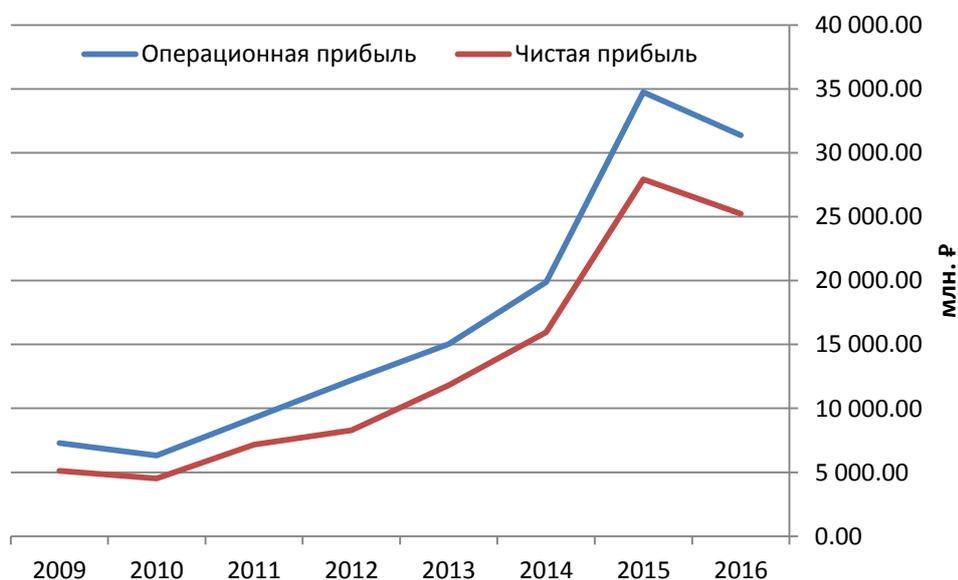


Рисунок 11. Динамика прибыли

Из-за того, что у компании нет долга, операционная прибыль отличается от чистой только на величину налога на прибыль. Поэтому их динамика почти идентична. Маржа операционной и чистой прибыли находятся на высоких для себя значениях.

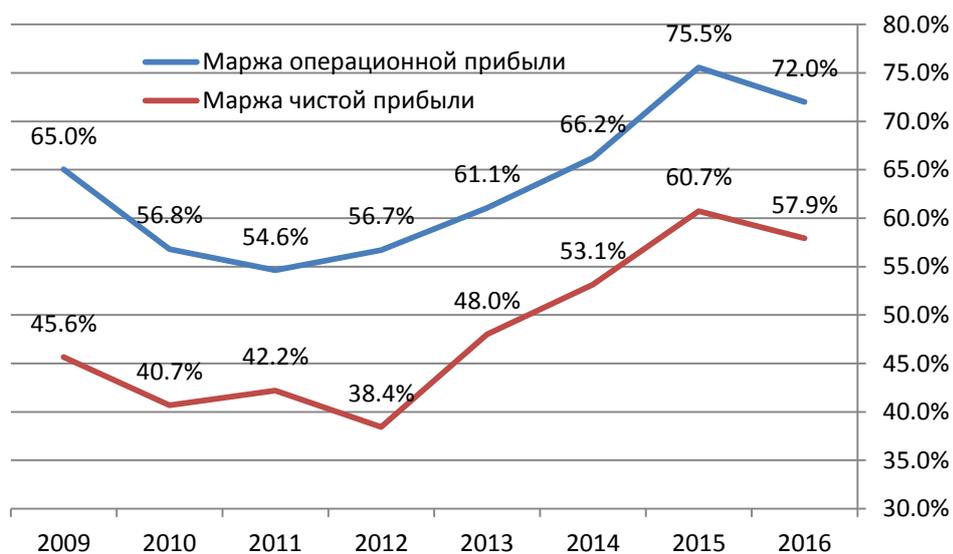


Рисунок 12. Динамика маржи операционной и чистой прибыли

Но с точки зрения рентабельности активов и собственного капитала прошедший год не выглядит столь успешным. Качественное улучшение, сделанное в 2015 году, не продолжилось в предыдущем.



Рисунок 13. Динамика рентабельности

В целом, компания в этом плане стабильна, поэтому прогнозные уровни рентабельности совпадают с текущими.

Также стабильно ежегодно компания выплачивает дивиденды. К тому же, размер выплат постоянно увеличивается. Несмотря на сокращение прибыли в 2016 году, наблюдательный совет рекомендовал направить на дивиденды больше, чем в 2015 году. Таким образом, выплаты на данный предполагают момент вполне неплохую доходность в 6,7%.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
% от чистой прибыли по МСФО	10%	35%	47%	55%	58%	69%
Размер	681.2	2901.76	5423.15	8818.32	16201.11	17500
На одну акцию	0.31	1.22	2.38	3.87	7.11	7.68
Годовой рост		294%	95%	63%	84%	8%

«Московская Биржа» выглядит стабильной и надежной, но при текущем росте цен на продукцию сырьевых компаний, они в краткосрочном периоде смотрятся перспективней.

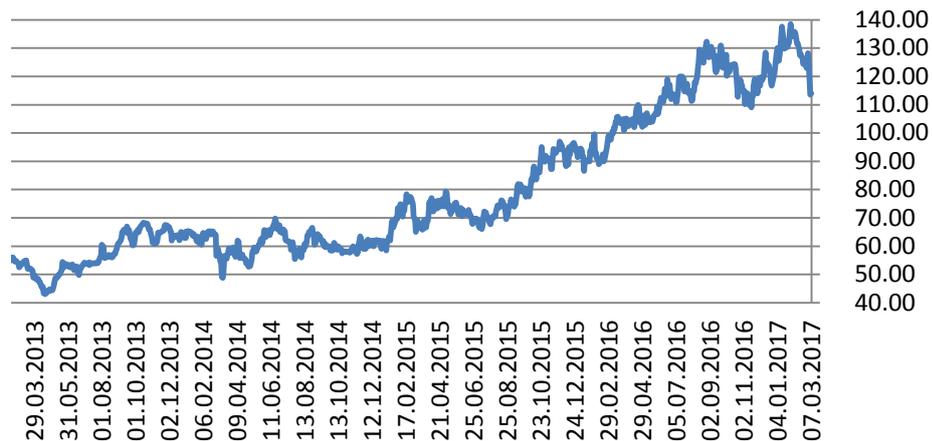


Рисунок 14. Динамика котировок акций ПАО "Московская Биржа"

Сейчас цена находится на исторически высоких для себя значениях. В конце января она приближалась к 140 Р, но затем в течение нескольких недель упала ниже 120 Р.



Рисунок 15. Динамика мультипликатора P/E

Однако по коэффициенту P/E компания не выглядит дорогой. Сейчас компания торгуется по цене 10,5 прибылей, что не самое высокое для нее значение, но в

предыдущие два года она была дешевле. Иностранные аналоги имеют коэффициент P/E выше, но это не говорит о недооцененности «Московской биржи», так как такое соотношение было всегда.

Подводя итог, при текущей дивидендной доходности и стабильности компании она смотрится надежной инвестицией на долгий срок, так как в будущем не ожидается падения прибыли. Но пока не видно значительного потенциала роста. Увеличение показателей достигается за счет постоянного прихода новых клиентов и больших оборотов торговли. Промышленные компании могут инвестировать в новые мощности или увеличить производительность труда. «Московская Биржа» же может предложить новый продукт, но ее доход все равно будет в большей степени зависеть от привлекательности ее рынков, т.е. от макроэкономической ситуации в стране (процентные ставки, валютные курсы). Эти факторы никак не контролируются компанией. За счет этого потенциал роста ограничен. Но есть надежда, что более низкие ставки в экономике приведут к притоку дополнительного капитала из банковских вкладов.

#### **Disclaimer**

Приведенная информация не содержит инвестиционных советов, предоставляется исключительно в информационных целях и не является консультацией, офертой, требованием, просьбой или рекомендацией продать, купить или предоставить (напрямую или косвенно) какие-либо бумаги или производные инструменты. Вся информация получена из открытых источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за достоверность данных, приведенных в данном отчете. Будет также считаться, что любой инвестор, получивший данную информацию, составил собственное мнение относительно перспектив инвестирования в те или иные инструменты, упомянутые выше, и действовал на основании этого мнения. ООО «Пермская фондовая компания» снимает с себя любую ответственность за прямой или косвенный ущерб, потери или издержки, которые могли возникнуть вследствие использования информации, приведенной в данном отчете.

**ООО «Пермская фондовая компания»**

**трейдеры (342) 210-59-64, 210-59-76**