

## Акции Мосбиржи все еще интересны для инвестиций

Из-за падения процентных доходов и продолжающегося быстрого роста операционных расходов чистая прибыль Мосбиржи, вероятно, заметно снизится в этом году по сравнению с рекордным показателем 2024 года. Однако мы сохраняем умеренно позитивный долгосрочный взгляд на компанию, ожидая, что она выиграет от дальнейшего восстановления российской экономики и развития отечественного фондового рынка. Акции компании по-прежнему торгуются с заметным дисконтом по мультипликаторам к аналогам EM, предлагают неплохую дивдоходность, и мы считаем их интересными для среднесрочных инвестиций.

| МОЕХ.ММ                          |       | Покупать     |       |
|----------------------------------|-------|--------------|-------|
| 12М целевая цена, руб.           |       | 237,0        |       |
| Текущая цена, руб.               |       | 193,3        |       |
| Потенциал роста                  |       | 22,6%        |       |
| ISIN                             |       | RU000A0JR4A1 |       |
| Капитализация, млрд руб.         |       | 439,9        |       |
| Количество акций, млн            |       | 2 276,4      |       |
| Free float                       |       | 59%          |       |
| Финансовые показатели, млрд руб. |       |              |       |
| Показатель                       | 2023  | 2024         | 2025П |
| Выручка                          | 104,7 | 145,1        | 131,9 |
| Скорр. EBITDA                    | 80,9  | 104,3        | 83,5  |
| Скорр. чистая прибыль            | 59,7  | 80,1         | 57,3  |
| DPS, руб.                        | 17,4  | 26,1         | 18,9  |
| Показатели рентабельности        |       |              |       |
| Показатель                       | 2023  | 2024         | 2025П |
| Маржа EBITDA                     | 77,3% | 71,9%        | 63,3% |
| Чистая маржа                     | 57,0% | 55,2%        | 43,5% |
| Мультипликаторы                  |       |              |       |
| Показатель                       | LTM   | NTM          |       |
| P/B                              | 1,58  | 1,43         |       |
| P/E                              | 6,07  | 7,57         |       |
| DY                               | 9,00% | 13,51%       |       |

Мы присваиваем рейтинг «Покупать» акциям Мосбиржи с целевой ценой 237,0 руб. на горизонте 12 месяцев, что предполагает потенциал роста на 22,6%. Наша оценка справедливой стоимости данных бумаг основана на сравнении с аналогами по коэффициентам P/B и P/E NTM, с использованием 15%-го странового дисконта, а также на анализе собственных исторических мультипликаторов компании.

Московская биржа — крупнейшая биржевая площадка России, которая проводит торги акциями, облигациями, производными инструментами, валютой, инструментами денежного рынка и товарами, а также обеспечивает клиринг и расчетно-депозитарное обслуживание.

Мосбиржа в целом выигрывает от высоких рублевых процентных ставок в РФ, которые позволяют ей с большей выгодой размещать остатки средств клиентов. Однако в последнее время ситуация существенно изменилась. Еще с конца прошлого года Мосбиржа фиксирует существенное снижение клиентских остатков, в результате чего ее чистый процентный доход в I квартале 2025 г. упал на 48,2% г/г, до 10,1 млрд руб., что было лишь частично компенсировано ростом комиссионных доходов на 27,2%, до 18,5 млрд руб. В сочетании с дальнейшим быстрым увеличением операционных расходов это привело к сокращению скорректированной чистой прибыли на 39,7%, до 11,7 млрд руб. В то же время мы считаем, что текущая структура выручки, в которой превалируют комиссионные доходы (с долей 65% в I квартале), является более устойчивой и сбалансированной.

Дивидендная политика Мосбиржи предполагает направление на выплаты всего свободного денежного потока с учетом необходимых инвестиций и требований по капиталу компаний группы, минимум 50% от чистой прибыли по МСФО. Наблюдательный совет рекомендовал выплатить дивиденды за 2024 г. в размере 26,11 руб. на акцию. Всего на выплаты предполагается направить 59,4 млрд руб. (75% прошлогодней прибыли). Дивидендная доходность может составить довольно высокие 13,5%. Последний день покупки под выплаты — 9 июля.

Мы сохраняем умеренно позитивный взгляд на перспективы бизнеса Мосбиржи, хотя по итогам текущего года прибыль компании, скорее всего, окажется ощутимо ниже, чем в рекордном 2024 году.

Предстоящее начало цикла снижения ключевой ставки в стране приведет к дополнительному давлению на чистый процентный доход компании, однако также будет способствовать улучшению ситуации на фондовом рынке, формированию тенденции перетока средств розничных инвесторов с банковских депозитов на биржу, активизации IPO отечественных эмитентов. Это положительно скажется на активности торгов и комиссионных доходах Мосбиржи. А долгосрочными факторами поддержки финпоказателей Мосбиржи должны стать продолжение восстановления российской экономики и развитие отечественного фондового рынка, что будет способствовать дальнейшему повышению интереса населения к инвестициям, расширение списка доступных для торговли инструментов, в том числе за счет ESG- и ЦФА-продуктов, дальнейшее развитие портала «Финуслуги».

Основные риски связаны с по-прежнему сложной экономической ситуацией в РФ и высокой геополитической напряженностью, что может сдерживать восстановление фондового рынка, с продолжением усиления санкционного давления на экономику страны в целом и финансовый сектор, в частности, например, в случае неблагоприятного исхода переговоров по Украине.

## Описание эмитента

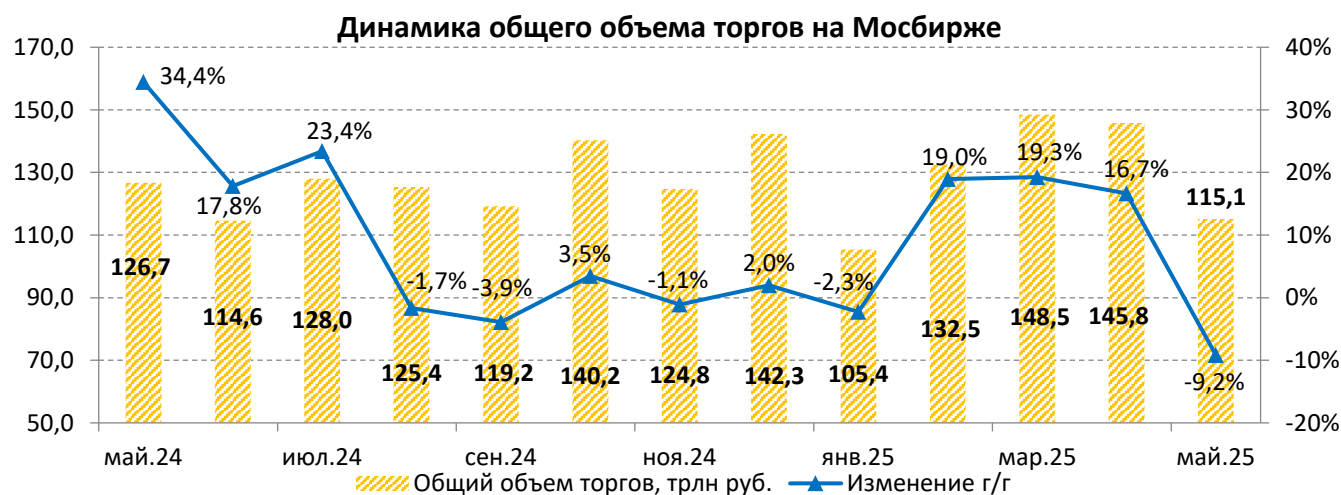
Московская биржа — крупнейшая биржевая площадка России, которая проводит торги акциями, облигациями, производными инструментами, валютой, инструментами денежного рынка и товарами, а также обеспечивает клиринг и расчетно-депозитарное обслуживание. По состоянию на конец мая 2025 года число физлиц, имеющих брокерские счета на Мосбирже, достигло 36,9 млн, увеличившись на 1,8 млн с начала года. В сумме ими открыто 68,8 млн счетов. Число активных розничных инвесторов, совершающих сделки на Мосбирже, в этом году составляет в среднем около 3,8 млн в месяц.

Капитализация Мосбиржи равна 439,9 млрд руб., основными акционерами являются Банк России (11,7%), Сбер (10%), ВЭБ.РФ (8,4%), ЕБРР (5,3%), State Street Bank & Trust Company (5,3%). Доля акций, находящихся в свободном обращении (free float), составляет 59% и является одной из самых высоких для российских публичных компаний.

Операционный доход Мосбиржи складывается в основном за счет комиссий от участников торгов (зависят от объема торгов, суммы сделок и размера комиссионного вознаграждения) и инвестирования остатков денежных средств клиентов, которые компания размещает преимущественно на низкорискованных депозитах. Кроме того, Мосбиржа предлагает значительный объем информационных услуг (подписка на биржевую информацию) и технологические решения, а также в последние годы активно развивает маркетплейс личных финансов «Финуслуги». Пользователи маркетплейса могут открыть банковский депозит, приобрести страховой полис, взять потребительский кредит, пройти бесплатный онлайн-курс начинающего инвестора и т.п. При этом компания планирует расширять спектр услуг маркетплейса за счет прочих кредитных, страховых и инвестиционных продуктов.

## Перспективы и риски

- Благодаря увеличению числа и активности розничных инвесторов, росту количества финансовых инструментов и расширению времени торгов Мосбиржа в этом году демонстрирует в целом весьма неплохие операционные показатели. Так, в январе — мае общий объем торгов на площадках компании вырос на 8,7% г/г, до 647,3 трлн руб. Правда, в мае наблюдалось заметное снижение в годовом и помесечном выражении из-за значительного числа выходных дней и осторожного подхода инвесторов к торговле на фоне повышенной геополитической неопределенности.



- 
- Мосбиржа в целом выигрывает от высоких рублевых процентных ставок в РФ, которые позволяют ей с большей выгодой размещать остатки средств клиентов. Во многом благодаря этому компания продемонстрировала рекордные финпоказатели в 2024 году. Однако в последнее время ситуация существенно изменилась. Еще с конца прошлого года Мосбиржа фиксирует значительное снижение клиентских остатков, которые в последние месяцы, по словам менеджмента, стабилизировались на уровне 50% от среднего значения за 2024 год. По-видимому, это связано с ростом финансовой грамотности розничных инвесторов, все большее число которых сами размещают неиспользуемые в торговле денежные средства, в частности, в инструментах денежного рынка. Как результат, чистый процентный доход Мосбиржи резко снизился в I квартале 2025 г., что было лишь частично компенсировано заметным повышением комиссионных доходов. И в сочетании с продолжающимся довольно быстрым ростом операционных расходов это привело к существенному сокращению показателей прибыли. В то же время мы считаем, что текущая структура выручки, в которой преобладают комиссионные доходы (с долей 65% в I квартале), является более устойчивой и сбалансированной.
  - Дивидендная политика Мосбиржи предполагает направление на выплаты всего свободного денежного потока с учетом необходимых инвестиций и требований по капиталу компаний Группы. Минимальный уровень — 50% от чистой прибыли по МСФО. Ранее наблюдательный совет рекомендовал выплатить дивиденды за 2024 год в размере 26,11 руб. на акцию. Всего на выплаты предполагается направить 59,4 млрд руб., или 75% прошлогодней прибыли. Дивидендная доходность может составить довольно высокие 13,5%. Последний день покупки под выплаты — 9 июля.
  - Мы сохраняем умеренно позитивный взгляд на перспективы бизнеса Мосбиржи. Предстоящее начало снижения ключевой ставки в стране окажет дополнительное давление на чистый процентный доход компании, однако также можно будет ожидать улучшения ситуации на фондовом рынке, формирования тенденции перетока средств розничных инвесторов с банковских депозитов на биржу, активизации IPO отечественных эмитентов. Это положительно скажется на активности торгов и комиссионных доходах Мосбиржи, хотя прибыль компании по итогам текущего года, скорее всего, окажется ощутимо ниже, чем в рекордном 2024 году. Позитивным фактором для Мосбиржи могло бы стать урегулирование конфликта на Украине с последующим снятием или существенным ослаблением западных санкций против финансового сектора страны, что, в частности, позволило бы компании возобновить торги долларом и иностранными финансовыми инструментами. Однако мы пока не закладываем такой сценарий в наши прогнозы.
  - Долгосрочными факторами поддержки финпоказателей Мосбиржи должны стать продолжение восстановления российской экономики и развитие отечественного фондового рынка, который по соотношению капитализации к ВВП все еще существенно отстает от рынков ведущих развитых и развивающихся стран. Отметим, что еще в прошлом году президент РФ Владимир Путин поставил амбициозную цель поднять данный показатель до 66% ВВП к 2030 году (с текущих менее 30% ВВП), в связи с чем следует ожидать новых правительственных мер, направленных на повышение интереса частных инвесторов к фондовому рынку и стимулирование компаний, в том числе с госучастием, к выходу на биржу. И Мосбиржа, будучи ведущей торговой площадкой страны, должна стать основным бенефициаром этих инициатив. Со своей стороны Мосбиржа продолжит инвестировать в финансовую инфраструктуру с целью повышения ее устойчивости и удобства для клиентов, будет далее расширять список торговых инструментов, в том числе за счет ESG- и ЦФА-продуктов, развивать портал «Финуслуги».

- **Основные риски связаны** с по-прежнему сложной экономической ситуацией в РФ и высокой геополитической напряженностью, что может сдерживать дальнейшее восстановление фондового рынка, продолжением усиления санкционного давления на экономику страны в целом и финансовый сектор, в частности, например, в случае неблагоприятного исхода переговоров по Украине.

## Финансовые результаты

Выручка компании в I квартале 2025 г. уменьшилась на 16% г/г, до 28,6 млрд руб., причем драйвером, как отмечалось выше, стало падение чистого процентного дохода на 48,2%, до 10,1 млрд руб., из-за снижения клиентских остатков. При этом комиссионные доходы выросли на 27,2%, до 18,5 млрд руб., в том числе на рынке акций — на 84%, до 3,7 млрд руб. на фоне 86,2%-го подъема объемов торгов. Операционные расходы между тем подскочили на 31,6%, до 12,9 млрд руб., что в основном объясняется ростом маркетинговых расходов и расходов на персонал. Как результат, скорректированный показатель EBITDA упал на 31,5%, до 17,5 млрд руб., при рентабельности по EBITDA на уровне 61%, а скорректированная чистая прибыль – на 39,7%, до 11,7 млрд руб. Компания между тем отметила продолжающийся рост популярности платформы «Финуслуги», доходы которой выросли на 69,5% г/г, превысив отметку в один миллиард и составив 1,3 млрд руб.

### Мосбиржа: основные финпоказатели за 2024 год и 1К 2025 (млн руб.)

|                                                | 1К 2025 | 1К 2024 | Изменение   | 2024    | 2023    | Изменение  |
|------------------------------------------------|---------|---------|-------------|---------|---------|------------|
| Операционная выручка, в т. ч.                  | 28 589  | 34 015  | -16,0%      | 145 093 | 104 661 | 38,6%      |
| комиссионные доходы                            | 18 482  | 14 534  | 27,2%       | 62 983  | 52 242  | 20,6%      |
| процентные и прочие<br>финансовые доходы (net) | 10 063  | 19 412  | -48,2%      | 81 918  | 52 206  | 56,9%      |
| Операционные расходы                           | 12 868  | 9 777   | 31,6%       | 46 251  | 28 663  | 61,4%      |
| Скорр. EBITDA                                  | 17 451  | 25 485  | -31,5%      | 104 314 | 80 863  | 29,0%      |
| Скорр. чистая прибыль                          | 11 659  | 19 340  | -39,7%      | 80 137  | 59 675  | 34,3%      |
| Рентабельность по EBITDA                       | 61,0%   | 74,9%   | -13,9 п. п. | 71,9%   | 77,3%   | -5,4 п. п. |
| Рентабельность по чистой<br>прибыли            | 40,8%   | 56,9%   | -16,1 п. п. | 55,2%   | 57,0%   | -1,8 п. п. |

Источник: данные компании

Объем капитальных затрат составил 1,43 млрд руб., средства в основном были направлены на разработку и приобретение ПО, а также на покупку оборудования. Размер собственного капитала Мосбиржи в конце I квартала равнялся 278,2 млрд руб. (рост на 6,4% с начала года), при этом у компании отсутствовали долговые обязательства.

Руководство Мосбиржи подтвердило прогноз по росту операционных расходов по итогам всего 2025 года на 20–30%, а также прогноз по годовым капзатратам в диапазоне 14–16 млрд руб.

### Мосбиржа: исторические и прогнозные финпоказатели (млн руб.)

|                         | 2020   | 2021   | 2022   | 2023    | 2024    | 2025П   |
|-------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Выручка                 | 48 591 | 54 869 | 83 495 | 104 661 | 145 093 | 131 917 |
| Скорр. EBITDA           | 35 190 | 38 044 | 64 013 | 80 863  | 104 314 | 83 505  |
| Скорр. чистая прибыль   | 25 171 | 27 596 | 47 764 | 59 675  | 80 137  | 57 338  |
| Маржа EBITDA            | 72,4%  | 69,3%  | 76,7%  | 77,3%   | 71,9%   | 63,3%   |
| Чистая маржа            | 51,8%  | 50,3%  | 57,2%  | 57,0%   | 55,2%   | 43,5%   |
| Дивиденд на акцию, руб. | 9,45   | 0,00   | 4,84   | 17,35   | 26,11   | 18,89   |

|             |       |       |       |       |        |        |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Капвложения | 3 419 | 4 147 | 3 612 | 4 134 | 12 500 | 15 000 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|

Источник: данные компании, оценки ФГ «Финам»

## Оценка

Мы оценили акции Мосбиржи методом мультипликаторов. Наша итоговая оценка получается как среднее арифметическое двух оценок, сформированных путем сравнения с аналогами (по коэффициентам P/E NTM и P/B) и по историческим мультипликаторам анализируемой компании. Чтобы учесть повышенные экономические и геополитические риски РФ, мы применили к оценке по аналогам дисконт в размере 15%.

### Оценка сравнением с аналогами

| Эмитент                                               | Кап-я, млн \$  | P/B                           | P/E LTM      | P/E NTM      | DY NTM       |
|-------------------------------------------------------|----------------|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Мосбиржа                                              | 6 929          | 1,58                          | 6,07         | 7,57         | 13,51%       |
| <i>Аналоги</i>                                        |                |                               |              |              |              |
| B3 SA Brasil Bolsa Balcao                             | 13 431         | 2,27                          | 13,93        | 12,46        | 2,18%        |
| Singapore Exchange                                    | 11 604         | 7,35                          | 22,99        | 23,54        | 2,58%        |
| Dubai Financial Market                                | 3 485          | 1,98                          | 30,89        | 33,51        | 2,00%        |
| Boursa Kuwait Securities Company                      | 2 036          | 10,64                         | 15,31        | 12,88        | 2,64%        |
| Tel Aviv Stock Exchange                               | 1 488          | 11,08                         | 50,90        | 45,57        | 0,97%        |
| Bursa Malaysia                                        | 1 447          | 8,38                          | 20,21        | 20,54        | 4,75%        |
| Bolsa Mexicana de Valores                             | 1 217          | 2,32                          | 13,86        | 12,28        | 4,85%        |
| JSE                                                   | 637            | 2,22                          | 12,60        | 10,51        | 6,29%        |
| Gielda Papierow Wartosciowych w Warszawie             | 581            | 1,96                          | 13,69        | 12,18        | 6,05%        |
| <b>Медиана по аналогам</b>                            | <b>1 488</b>   | <b>2,32</b>                   | <b>15,31</b> | <b>12,88</b> | <b>2,64%</b> |
| Показатели для оценки                                 |                | Балансовая стоимость капитала |              | Прибыль NTM  |              |
| Мосбиржа, млн руб.                                    |                | 278 242                       |              | 58 148       |              |
| Целевая капитализация, млн руб.                       |                | 644 466                       |              | 748 817      |              |
| Средняя оценка, млн руб.                              | 696 646        |                               |              |              |              |
| Дисконт                                               | 15%            |                               |              |              |              |
| <b>Оценка по аналогам с учетом дисконта, млн руб.</b> | <b>592 145</b> |                               |              |              |              |

Источник: Reuters, расчеты ФГ «Финам»

Оценка по аналогам с учетом странового дисконта составила 592,1 млрд руб., по историческому мультипликатору P/B (1,75x, медиана за 3 года) — 486,9 млрд руб. Итоговая оценка справедливой стоимости Мосбиржи составила 539,5 млрд руб., или **237 руб.** на акцию, на горизонте 12 месяцев. Потенциал роста равен 22,6%, рейтинг — «Покупать».

## Техническая картина

С точки зрения технического анализа на дневном графике акции Мосбиржи превысили уровень 190 руб. и движутся вблизи верхней границы среднесрочного нисходящего клина. Вероятно, стоит дожидаться выхода из данной фигуры наверх, после чего станет целесообразным открытие длинных позиций в расчете на продолжение роста с первой целью на отметке 210 руб.



Источник: [www.finam.ru](http://www.finam.ru)



\* Цены и другие рыночные данные указаны на время подготовки материала, выпущенного 05.06.2025.

Брокерские и консультационные услуги оказывает АО «ФИНАМ». 127006, г. Москва, пер. Настасьинский, д. 7, стр. 2, комн. 33. Более подробную информацию об услугах ФГ «Финам» на российском и международных рынках вы можете получить на сайте [Finam.ru](http://Finam.ru) или у своего менеджера.

Материал носит информационный характер, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией или предложением приобрести упомянутые ценные бумаги. Приобретение иностранных ценных бумаг связано с дополнительными рисками. Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения подготовлены специалистами ФГ «Финам», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги / другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то что настоящий обзор составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ФГ «Финам» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ФГ «Финам», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ФГ «Финам» категорически запрещено.