

НКР установило некредитный рейтинг акций ПАО Московская биржа на уровне «четыре звезды» (умеренный потенциал роста).

Рейтинг основан на 39-процентном потенциале доходности акций* по отношению к текущей цене и ожидаемом росте в постпрогнозный период в 4%; расчётная цена получена по методу дисконтирования свободного денежного потока на акционерный капитал ([FCFE](#)).

Расчётная цена акции, руб.

226

Рейтинг	★★★★		
Расчёт рейтинга (1+2+3):	4		
1 Доходность, баллы:	4		
	от:	до:	39%
	40	~	5
совокупная потенциальная доходность (TSR), %	20	40	4
	0	20	3
	-15	0	2
	-100	-15	1
2 Защита прав инвесторов, баллы:	0		
	от:	до:	
оценка соответствия рекомендациям в сфере корпоративного управления	-2	0	0
оценка практики соблюдения прав инвесторов			
3 Экспертные корректировки, баллы	0		
	от:	до:	
микро/ макро факторы	-1	1	0

Источники: данные Мосбиржи; расчёты НКР

Некредитный рейтинг акций рассчитан в соответствии с [методологией НКР](#)

* относительно закрытия на Московской бирже 16.01.26

Развитие новых продуктов, диверсификация, сравнительная устойчивость к рискам цикличности. ПАО Московская биржа (далее — «биржа») является ключевой инфраструктурной площадкой российского рынка капитала и остаётся сравнительно устойчивой к рискам цикличности, в том числе благодаря созданию новых сервисов и продуктов. Управление собственными средствами и свободными клиентскими остатками повышает диверсификацию доходов и является дополнительным фактором устойчивости. Даже при относительно медленном снижении ключевой ставки в 2025 году это обеспечивает рост дохода в сегментах денежного и срочного рынков. Если динамика объёмов торгов акциями замедлится, фондовый сегмент поддержат облигации, которые начали активное восстановление на фоне как вероятного дальнейшего ужесточения макропруденциального регулирования корпоративного кредитования, так и ожиданий дальнейшего снижения ключевой ставки.

Проверенная временем дивидендная история. Распределение свободного денежного потока в виде дивидендов поддержит интерес к акциям биржи. Мы ожидаем дивидендную доходность в размере 10,8% за 2025 год (19 руб./акция) при доле дивидендов в чистой прибыли в 75% против 80–90% в 2016–2020 годах. Устойчивость модели бизнеса, его диверсификация и дивидендная политика Московской биржи делают её акции защитными.

Стоимость активов российского фондового рынка вырастет при снижении ставки и росте денежной массы. Хотя плавность снижения ключевой ставки откладывает фундаментальную переоценку активов и приток депозитных денег на фондовый рынок, в среднесрочной перспективе эти тренды станут важными драйверами. Комиссионные доходы биржи зависят от капитализации рынка, стоимости активов. Именно на это может переключиться внимание инвесторов. Снижение процентных доходов биржи в первой половине 2025 года отойдёт на второй план на фоне возможной стабилизации остатков на клиентских счетах. Доля комиссионных доходов будет возрастать, а бизнес — становиться более предсказуемым.

Лидирующее положение на локальном рынке капитала. С 2022 года ограниченность возможностей инвестирования на иностранных рынках, концентрация обращения облигаций и free-float акций сфокусировали интересы инвесторов внутри страны. Объёмы торгов биржи, снизившиеся после ухода иностранных игроков в 2022 году, постепенно восстановились. В целом завершён процесс редомициляции компаний. Пока усиление рыночных позиций биржи не отразилось на её финансах в полной мере из-за санкций, угрозы массовой продажи заблокированных активов и аномально высоких ставок. Однако со временем лидирующее положение может трансформироваться в улучшение операционных и финансовых показателей.

Риски конкуренции и традиционные риски финсектора. Сравнительно новым для биржи является риск развития альтернативных внебиржевых площадок на базе экосистем и маркетплейсов, имеющих прямой доступ к клиентам. Кроме того, сохраняется традиционный для торговой площадки риск: цена акций самой биржи может оставаться под давлением, если фондовый рынок в целом будет менее привлекательным для инвесторов, чем денежный рынок или депозиты.

Высокая оценка фактора защиты прав инвесторов отражает качество корпоративного управления биржи, наличие всех необходимых политик и регламентов. НКР учитывает специфику деятельности биржи как основной инфраструктурной площадки, обеспечивающей функционирование российского рынка ценных бумаг. Биржа соответствует принципам корпоративного управления для российских публичных компаний. Оснований для дополнительных экспертных корректировок не выявлено.

Все материалы, автором которых выступает общество с ограниченной ответственностью «Национальные Кредитные Рейтинги» (далее — ООО «НКР»), являются интеллектуальной собственностью ООО «НКР» и защищены законом. Представленная [на официальном сайте ООО «НКР»](#) в сети Интернет информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях.

Вся информация о присвоенных ООО «НКР» некредитных рейтингах, в том числе о некредитных рейтингах акций, представленная [на официальном сайте ООО «НКР»](#) в сети Интернет, получена ООО «НКР» из источников, которые, по его мнению, являются точными и надёжными. ООО «НКР» не осуществляет проверку такой информации и не несёт ответственности за достоверность и полноту сведений, предоставленных контрагентами или связанными с ними третьими лицами.

Настоящий материал не является инвестиционной рекомендацией, предложением или офертой по покупке каких-либо финансовых инструментов. ООО «НКР» не несёт ответственности за любые прямые и косвенные убытки, затраты, расходы, судебные издержки или иного рода убытки или расходы (включая недополученную прибыль) в связи с любым использованием информации, автором которой является ООО «НКР».

Любая информация, являющаяся мнением кредитного рейтингового агентства, включая некредитные рейтинги акций, является актуальной на момент её публикации, не является гарантией получения прибыли и не служит призывом к действию, носит исключительно информационный характер.

Некредитные рейтинги акций отражают независимое мнение ООО «НКР» относительно справедливой стоимости ценных бумаг и включают ожидания дивидендов и чистой стоимости активов; такое мнение ООО «НКР» не связано с кредитоспособностью эмитента акций или вероятностью его дефолта.

Воспроизведение и распространение информации, автором которой является ООО «НКР», любым способом и в любой форме запрещено, кроме как с предварительного письменного согласия ООО «НКР» и с учётом согласованных им условий. Использование такой информации в нарушение указанных требований запрещено.

Любая информация, размещённая на сайте ООО «НКР», включая некредитные рейтинги акций, аналитические обзоры и материалы, методологии, запрещена к изменению, ранжированию.

Содержимое не может быть использовано для каких-либо незаконных или несанкционированных целей или целей, запрещённых законодательством Российской Федерации.

КРАТКОЕ ОБОСНОВАНИЕ РЕЙТИНГА

Устойчивость бизнес-модели, дивиденды — защитные характеристики

ПАО Московская биржа включает в себя центральный депозитарий (НКО АО «Национальный расчетный депозитарий», НРД) и клиринговый центр (НКО НКЦ (АО)), которые предоставляют полный спектр торговых и пост-трейдинговых услуг. В сравнении с международными торговыми площадками Московская биржа является одной из самых диверсифицированных по разнообразию финансовых инструментов и предоставляемых услуг.

Модель бизнеса биржи основана на двух ключевых источниках доходов: комиссии в виде доли процента от объёма торгов и процентных доходов от управления инвестиционным портфелем, состоящим из собственных средств и свободных остатков клиентских средств. Доля комиссий в структуре операционного дохода упала с 76% в 2021 году до 43% в 2024 году, уступив первенство процентному доходу. Однако в 2025 году процентный доход начал сокращаться. По мере снижения ключевой ставки доля процентных доходов в выручке продолжит сокращаться. Стремление вырастить дополнительное направление бизнеса в виде маркетплейса финансовых услуг позитивно сказалось на выручке (рост на 132% в III квартале 2025 года по сравнению с аналогичным кварталом 2024 года; 9% в структуре доходов), но влияние на прибыль остается негативным из-за значительных маркетинговых расходов.

Биржа подтвердила способность наращивать уровень доходов путём запуска новых продуктов и услуг, увеличения продолжительности торгов в утреннее, вечернее время и выходные дни. Тем не менее, поскольку влияние макрофакторов и внешней среды остаётся значимым, в финансовой части менеджменту важно концентрироваться на управлении операционными затратами и капзатратами.

Мы ожидаем, что уже в среднесрочной перспективе стабильность и предсказуемость бизнес-модели биржи увеличатся. Комиссионные доходы, вновь ставшие основной и наиболее стабильной статьёй операционных доходов, продолжат рост, перекрывающий темпы повышения расходов и капзатрат, которые ускорились в 2024–2025 годах на фоне роста расходов на персонал (в первую очередь вследствие найма) и необходимости технологического перевооружения. Рост комиссионных доходов со II квартала 2025 года уже привёл к нормализации отношения расходы / доходы (или расходы / комиссионные доходы).

Выручка компании росла в среднем на 30% в год в 2019–2024 годах и, по нашим оценкам, в 2025–2032 годах её рост составит 10,7%. Маржа [EBITDA](#), по прогнозам НКР, составит 65,9% в 2028 году (против 71,1% в 2024 году и 78,6% в 2023 году). В 2025–2028 годах EBITDA компании будет повышаться в среднем на 12,1%, чистая прибыль — на 10,6%.

Дивиденды за 2024 год составили 75% чистой прибыли (26 руб./акция), и мы предполагаем, что данный уровень сохранится. По итогам 2025 года НКР прогнозирует дивидендную доходность в размере 10,8% (19 руб./акция).

Начавшееся понижение ставок — среднесрочный драйвер

Быстрое повышение ключевой ставки в 2024–2025 годах ударило по капитализации фондового рынка (а, значит, и по размеру комиссионных доходов). Наблюдается сокращение инвестиционного портфеля на фоне снижения клиентских остатков. Решение Совета директоров Банка России от 28 августа 2024 года ускорило перевод поступающих в НРД средств, причитающихся иностранным держателям, на счета «С» в Агентстве по страхованию вкладов (АСВ); теперь средства переводятся уже на следующий рабочий день. Ранее всё время устанавливались конечных бенефициаров, которое занимает несколько месяцев, данные средства находились в НРД и приносили процентный доход.

В 2025 году влияние указанных регуляторных изменений сменилось экономическими причинами. В условиях высоких доходов на денежном рынке, высоких ставок по банковским депозитам и негативной динамики фондового рынка участники торгов стараются минимизировать остатки на счетах, заставляя средства работать в альтернативных инструментах. Биржа не раскрывает точный объём инвестиционного портфеля на основе клиентских остатков. Однако большую часть инвестиционного портфеля составляют собственные средства биржи, составлявшие 206 млрд руб. в III квартале 2025 года.

(i) Остатки клиентских средств: стабилизация и затем рост

Мы исходим из того, что снижение процентных доходов в годовом выражении, вероятно, продолжилось в IV квартале 2025 года, и может продолжиться в начале 2026 года. Однако в восприятии инвесторов оно перестанет быть определяющим негативным фактором. Неизбежное сокращение процентных расходов вслед за снижением ключевой ставки — ожидаемое событие. Ещё одним следствием снижения ставки в ближайшие кварталы должно стать прекращение падения клиентских остатков и начало их плавного восстановления.

(ii) Комиссионные доходы: продолжение роста

Рост комиссионных доходов продолжится на фоне сохраняющейся высокой волатильности и постепенного восстановления капитализации рынка акций, повышения стоимости облигаций при снижении ключевой ставки.

*Сегменты комиссионных доходов
по итогам III квартала 2025 года*

	Доля в структуре доходов	Рост г/г
акции	14%	1%
облигации	10%	90%
денежный рынок	25%	28%
срочный рынок	16%	42%
комиссии	14%	9%

Акции и облигации. Со второй половины 2025 года появились первые признаки возможности возвращения IPO, которые, впрочем, незначительно влияют на общий объём торгов акциями. При этом средний объём размещения упал на порядок относительно периода до 2022 года, и первичные размещения вряд ли значительно оттянут существенные ресурсы от роста капитализации рынка акций.

Снижение ключевой ставки неизбежно простимулирует и первичный листинг облигаций. Основным движущим мотивом станет необходимость рефинансирования истекающих по срокам выпусков облигаций. Вероятное ужесточение макропруденциальных требований к кредитному портфелю банков в отношении компаний с высокой долговой нагрузкой также будет способствовать ускоренному росту сегмента облигаций. По мере нормализации стоимости кредитования произойдёт переход от бумаг с плавающей ставкой, которые имеют пониженную оборачиваемость, к облигациям с фиксированной ставкой, которые чаще оборачиваются на бирже.

В настоящее время биржа сфокусирована на развитии новых продуктов. В частности, увеличивается количество торгуемых акций, в том числе за счёт ОТС с центральным контрагентом, и число инструментов срочного рынка и облигаций. Тем самым расширяется перечень доступных базовых активов и бенчмарков, к которым предоставляется доступ через деривативы.

Биржа поддерживает регулярное появление и сторонних новых инструментов — паёв паевых инвестиционных фондов (БПИФ, ОПИФ, ИПИФ, ЗПИФ).

Денежный рынок. Потенциальный отток средств из фондов денежного рынка (вслед за снижением процентной ставки) маловероятен ввиду плавности снижения ставки.

Объём сегмента — функция балансов участников: банков, брокеров и нефинансовых компаний. Объём ликвидных средств — это доля баланса, который растёт на фоне увеличения денежной массы.

При снижении ставок вырастет капитализация активов под операции репо, что поддержит обороты торгов денежного рынка.

Срочный рынок. Данный сегмент рынка продолжит развиваться за счёт предоставления в рамках площадки биржи доступа к глобальным фондовым и товарным рынкам, криптовалюте, локальным инструментам.

Комиссии НРД также зависят от объёма средств, хранимых в депозитарии (акций, облигаций, ПИФов), то есть рост капитализации рынков и стоимости активов приведёт к росту комиссионного дохода.

Валютный рынок. Пострадавший после санкций в отношении Московской биржи в середине 2024 года валютный рынок будет постепенно

восстанавливаться благодаря торгам валютами дружественных стран. Однако мы не закладываем существенного влияния валютных торгов на комиссионный доход ввиду параллельного развития межбанковского сегмента этого рынка.

Усилившееся после 2022 года стратегическое положение биржи — долгосрочный драйвер

Если до 2022 года объём торговли некоторыми российскими бумагами за рубежом (прежде всего, OTC, NYSE, LSE, Nasdaq) мог быть сравним с объёмом на Московской бирже, то сейчас биржа стала лидирующей площадкой. Её ведущее положение в России, успешный выбор новых ниш развития (pre-IPO, дополнительные торговые сессии) делает биржу бенефициаром российского рынка капитала. Развитие внутреннего рынка, его рост замедлились в силу внешних причин, но не остановились.

Объёмы торгов на Московской бирже восстановились после значительного падения в 2022 году на фоне ухода иностранных игроков, формировавших около 50% оборота в акциях и деривативах. Сейчас это место занято розничными инвесторами, которые, при прочих равных, торгуют чаще, что отчасти увеличивает волатильность рынка.

Возросшее отношение оборота к капитализации (*velocity*) делает увеличение капитализации акций и стоимости облигаций главными факторами дальнейшего роста комиссионного дохода биржи.

Капитализация имеет и среднесрочные, и долгосрочные основания для роста. Российские активы фундаментально недооценены, что само по себе важно, но не является гарантией роста капитализации. Ограничение возможностей вывода капитала за рубеж и инвестирования в иностранные активы для отечественных инвесторов, а также наблюдаемый в последние годы значительный рост денежной массы — факторы долгосрочного увеличения стоимости активов внутреннего рынка, которым только предстоит проявить себя.

Рост стоимости активов был временно отложен во второй половине 2023 — 2025 годах в связи с аномально высокими ставками и оттоком капитала с фондового рынка в депозиты и фонды денежного рынка. Последние заявили о себе как о значимом классе активов, который окажется под давлением, но уже не исчезнет даже при снижении ставки.

Ещё одним фактором, увеличившим предложение бумаг на внутреннем сегменте фондового рынка, стало увеличение доли предложения бумаг за счёт замещающих облигаций и потока редомициляций в 2022–2024 годах. В результате доля акций в свободном обращении (*free float*) на внутреннем рынке заметно выросла, оказывая давление на цену активов вследствие увеличения предложения. Помимо этого, закрываются «окна» ценового арбитража Euroclear — НРД, замещения облигаций, оттягивающих ресурсы с внутреннего рынка. Однако это не исключает вероятности, что продажа замещенных активов в будущем спровоцирует просадку по капитализации.

Помимо «классических» рисков, возникают риски конкуренции

НКР отмечает риски возникновения альтернативных торговых площадок (например, площадок брокеров для pre-IPO), в том числе в результате развития технологий (торговля криптовалютой).

Развиваются другие биржевые площадки и внебиржевой рынок, в том числе межбанковский; помимо этого, возросла роль брокерской интернализации — режима, в котором брокеры совершают внебиржевые сделки внутри собственной инфраструктуры, не выходя на биржу.

Появляется и растёт риск развития альтернативных внебиржевых площадок на базе экосистем и маркетплейсов, таргетирующих сегмент финансовых услуг и имеющих прямой доступ к клиентам-физлицам.

Существует риск, что цена акций самой биржи может оставаться под давлением, если рынок акций в целом продолжит уступать по привлекательности денежному рынку и депозитам

В силу обновления системы риск-менеджмента кризис финансового рынка 2022 года прошёл без заметных последствий неплатежей для биржи и брокеров. Биржа эффективно купирует кредитный риск центрального контрагента (НКО НКЦ) в контексте возможных убытков вследствие ненадлежащего выполнения контрагентами обязательств перед биржей. Против кредитного риска берётся обеспечение, принимаемое с дисконтом, что лимитирует риск. К рискам также относятся риски некорректной системы

рейтингования при оценке финансового состояния контрагентов, однако за последние два десятилетия не было информации о значимых ошибках системы риск-менеджмента. Рыночный риск и риск ликвидности обычно связаны с трудностями закрытия крупных позиций обеспечения участников клирингового процесса, не исполняющих обязательств.

Риски управления временно свободными денежными средствами биржи и клиентскими остатками включают потенциальные потери в результате неблагоприятного изменения стоимости финансовых инструментов. Однако уровень толерантности биржи к риску длительное время остаётся низким, а уровень обеспеченности капиталом — высоким. Биржа консервативно подходит к выбору инструментов и сроков их удержания.

В операционные риски торговых площадок обычно входит нарушение информационной безопасности управления инфраструктурой финансового рынка; мы отмечаем сохранение вероятности материализации такого риска, несмотря на изолированность торговых систем биржи.

Риски безопасности цепочки хранения активов (кастодиальные риски) для разных активов различны. Для финансовых активов характерна высокая степень контроля, тогда как инфраструктура хранения активов на товарных рынках находится вне контроля биржи. Кроме того, на рынке сохраняются риски в отношении ценных бумаг, связанные с ограниченной прозрачностью цепочек владения с депозитариями дружественных стран. Однако ответственность по допуску дружественных инвесторов лежит на стороне брокеров, а не биржи.

Уровень доходов биржи во многом формируется внешними, не зависящими от неё факторами. Однако внешние факторы влияют и на контролируемые менеджментом внутренние аспекты: операционные и капитальные затраты меняются под давлением инфляции, а необходимость технологического обновления и импортозамещения может приводить к непредвиденным всплескам расходов.

Высокое качество корпоративного управления отражает специфику деятельности биржи

Качество корпоративного управления биржи, по оценкам НКР, находится на высоком уровне, что отражает её уникальную роль на российском финансовом рынке. С одной стороны, ПАО Московская биржа и его дочерние компании формируют трудно заменимую инфраструктуру, обеспечивающую функционирование основных сегментов рынка. С другой стороны, биржа отслеживает в рамках процедуры листинга стандарты корпоративного управления для российских ПАО и сама должна им следовать.

Качество управления биржи соответствует подавляющему большинству принципов Кодекса корпоративного управления, отдельные частичные несоответствия оцениваются НКР как несущественные. Система корпоративного управления развита, в её рамках функционируют необходимые органы управления и контроля.

Дивидендную политику биржи НКР оценивает как прозрачную и последовательную. Решения о дивидендных выплатах основываются на финансовых результатах и стратегии биржи.

НКР отмечает отсутствие акционерных конфликтов, развитую практику подготовки и публикации отчётности и иной важной для инвесторов информации, а также активное взаимодействие биржи с инвесторами, профессиональным сообществом и средствами массовой информации. В силу инфраструктурной значимости степень цифровизации деятельности оценивается как высокая.

В соответствии с методологией НКР, высокое качество корпоративного управления и отсутствие дополнительных негативных экспертных корректировок обуславливают нейтральную оценку фактора «Защита прав инвесторов» по отношению к оценке потенциала роста цены акций.

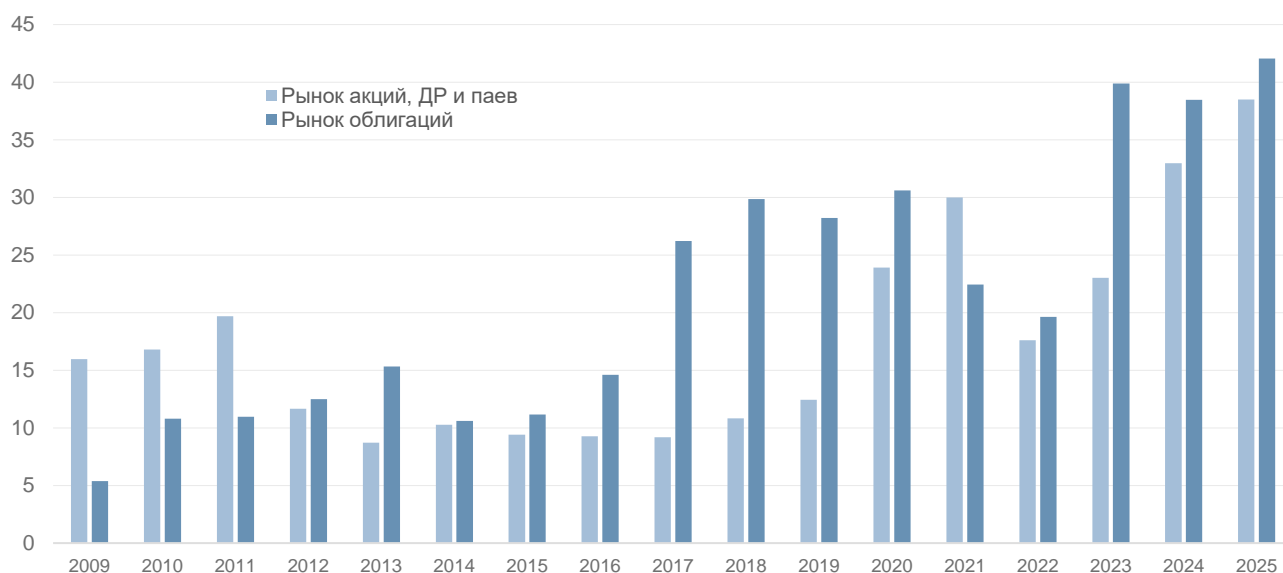
ОБОРОТЫ

Источники: данные ПАО Московская биржа; оценки НКР

1 Общие обороты: плато 2022 года, трлн руб.



2 Акции и облигации: восстановление и рост оборотов после коллапса 2022 года, трлн руб.



3 Рост оборотов денежного рынка и восстановление срочного рынка после 2022 года, трлн руб.



4 Доходы, млн руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Операционные доходы	104 507	144 819	129 625	144 892	161 041	183 925	207 334
Комиссионные доходы	52 089	62 709	79 613	97 945	119 719	142 423	163 678
Процентные доходы, нетто	52 419	82 110	50 012	46 947	41 323	41 501	43 657
Изменение операционных доходов, %	25%	39%	-10%	12%	11%	14%	13%
Комиссионные доходы	39%	20%	27%	23%	22%	19%	15%
Процентные доходы, нетто	14%	57%	-39%	-6%	-12%	0%	5%
Структура доходов, %							
Комиссионные доходы	50%	43%	61%	68%	74%	77%	79%
Процентные доходы, нетто	50%	57%	39%	32%	26%	23%	21%
Комиссионные доходы	52 089	62 709	79 613	97 945	119 719	142 423	163 678
Фондовый рынок	10 900	14 829	20 649	25 360	32 265	40 969	49 286
Акции	6 965	10 077	11 897	14 276	17 845	22 307	26 489
Облигации	3 358	4 174	7 841	9 409	11 738	14 643	17 361
Листинг, прочее	578	578	911	1 674	2 681	4 019	5 435
Срочный рынок	6 704	8 946	13 003	16 254	21 130	26 413	32 025
Депозитарные услуги	9 721	10 152	10 152	12 025	14 647	17 489	20 249
Денежный рынок	11 962	16 202	20 635	25 174	29 328	32 957	36 016
Другие	12 801	12 581	15 174	19 132	22 349	24 596	26 101
Изменение комиссионных доходов, %		20%	27%	23%	22%	19%	15%
Фондовый рынок		36%	39%	23%	27%	27%	20%
Акции		45%	18%	20%	25%	25%	19%
Облигации		24%	88%	20%	25%	25%	19%
Листинг, прочее		0%	58%	84%	60%	50%	35%
Срочный рынок		33%	45%	25%	30%	25%	21%
Депозитарные услуги		4%	0%	18%	22%	19%	16%
Денежный рынок		35%	27%	22%	17%	12%	9%
Другие		-2%	21%	26%	17%	10%	6%
5 P&L, млн руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Операционные доходы	104 507	144 819	129 625	144 892	161 041	183 925	207 334
изменение, %	25%	39%	-10%	12%	11%	14%	13%
Расходы всего	-28 663	-46 251	-51 234	-63 569	-71 216	-77 768	-83 829
изменение, %	20%	61%	11%	24%	12%	9%	8%
Расходы на персонал	-15 265	-25 129	-24 014	-32 848	-37 127	-40 394	-43 495
Общие, админ. расходы	-13 398	-21 122	-27 219	-30 721	-34 089	-37 374	-40 334
вкл. D&A	-4 864	-5 472	-7 754	-10 169	-12 654	-15 082	-17 149
EBITDA	82 078	102 928	86 145	91 492	102 480	121 238	140 655
изменение, %	65%	25%	-16%	6%	12%	18%	16%
маржа EBITDA, %	78,5%	71,1%	66,5%	63,1%	63,6%	65,9%	67,8%
EBT	77 213	97 456	78 391	81 323	89 826	106 156	123 505
Налог на прибыль	-16 597	-18 482	-19 598	-20 331	-22 456	-26 539	-30 876
Чистая прибыль	60 624	78 971	58 795	60 994	67 371	79 619	92 631
Чистая маржа, %	58,0%	54,5%	45,4%	42,1%	41,8%	43,3%	44,7%
Начисленные дивиденды	39 399	59 228	44 097	45 746	53 897	67 676	83 368
Дивиденд выплаченный, руб./акция	5	17	26	19	20	24	30
Дивидендная доходность, %	2,6%	8,7%	14,5%	10,8%	11,2%	13,2%	16,5%
ROE , %	30,3%	32,6%	22,5%	22,6%	23,3%	25,5%	27,4%
ROA , %	0,8%	0,7%	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%
Расходы/ доходы	27,4%	31,9%	39,5%	43,9%	44,2%	42,3%	40,4%
Расходы/ комиссионные доходы	55,0%	73,8%	64,4%	64,9%	59,5%	54,6%	51,2%
Кэш расходы/ доходы	22,6%	28,1%	32,8%	36,8%	36,3%	34,0%	32,1%
Кэш расходы/ комиссионные доходы	45,3%	65,0%	53,5%	54,4%	48,8%	43,9%	40,6%

ОЦЕНКА ПО МЕТОДУ DCF, ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ОЦЕНКИ

Источники: данные ПАО Московская биржа; оценки НКР

6 Ставка дисконтирования	
Основные параметры расчёта	
Безрисковая ставка, %	16,00%
Премия за риск, %	8,00%

Beta 1,07
Стоимость капитала, % 24,52%

7 Расчёт DCF, млн руб.	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П
Чистая прибыль	58 795	60 994	67 371	79 619	92 631	106 264	120 053
Капзатраты	-14 000	-13 302	-14 784	-12 664	-10 707	-10 142	-11 113
Приобретение здания	-6 000	-12 000	-2 000	0	0	0	0
D&A	7 754	10 169	12 654	15 082	17 149	13 248	13 028
Доход на акции	46 550	45 862	63 241	82 037	99 074	109 370	121 969
Дисконтированные потоки	0	45 862	50 788	52 910	51 315	45 493	40 743
Сумма дисконтированных потоков		400 215					
Рост в постпрогнозный период, %		4,0%					
Приведенная терминальная стоимость		1 122					
Доля терминальной стоимости в оценке, %		21,9%					
Расчётная акционерная стоимость		512 399					
Количество акций, млн		2 264					
Расчётная цена, руб./акция		226					
Текущая цена, руб./акция		176					
Потенциал роста, %		28,7%					
Дивидендная доходность, %		10,8%					
TSR, %		39,4%					

8 Расчёт чувствительности оценки								
Рост в постпрогнозный период, %	CoE (%)							
	20,5%	21,5%	22,5%	23,5%	24,5%	25,5%	26,5%	
	2,5%	275	260	246	234	222	212	203
	3,0%	278	262	248	235	224	213	204
	3,5%	281	264	250	237	225	214	205
	4,0%	283	267	252	238	226	215	206
	4,5%	286	269	254	240	228	217	207
	5,0%	290	272	256	242	229	218	208
	5,5%	293	275	258	244	231	219	209

ГЛОССАРИЙ

Beta — бета-коэффициент актива, который определяется как отношение ковариации актива к дисперсии рыночного портфеля. Коэффициент измеряет риск, добавляемый инвестицией к рыночному портфелю

D&A (Depreciation and Amortization) — износ и амортизация

DCF (Discounted Cash Flow) — метод дисконтированного денежного потока

EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) — прибыль до учёта процентных расходов и налогов

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) — прибыль до вычета расходов по выплате процентов, налогов, износа и амортизации

EBT (Earnings Before Tax) — доналоговая прибыль

EV (Enterprise Value) — стоимость компании, бизнеса без учёта структуры капитала

FCF (Free Cash Flow) — свободный денежный поток

FCFE (Free Cash Flow to Equity) — свободный денежный поток на акционерный капитал

OTC (Over-the-Counter) — внебиржевой рынок

P&L (Profit and Loss Statement) — отчёт о финансовом результате

Pre-IPO — процессы привлечения капитала перед первичным публичным размещением акций

ROA (Return on Assets) — рентабельность активов

ROE (Return on Equity) — рентабельность капитала

TSR (Total Shareholder Return) — общая доходность на определённую дату, включающая прирост капитала и полученный дивидендный доход

WACC (Weighted Average Cost of Capital) — средневзвешенная стоимость капитала