

Московская биржа

Стабильный доход в волатильный период

9 МАРТА 2023



Московская биржа – стабильный доход в волатильный период

- **Акции МосБиржи можно рассматривать как защитную инвестицию – уникальное положение компании на рынке позволяет ей получать стабильный доход как в периоды, когда рынок на подъеме, так и во время повышенной волатильности.**
- **В 2021 году, когда рыночная конъюнктура была благоприятной, МосБиржа выплатила рекордные дивиденды за 2020 год: 21 млрд руб. при доходности 5,39%. В 2022 году, несмотря на общую сложную ситуацию, доходы МосБиржи остались стабильными. Хотя были «заморожены» активы нерезидентов, которые обеспечивали до половины объема торгов на отдельных рынках, комиссионный доход биржи уменьшился за год лишь на 6%. Избежать более сильного падения комиссионного дохода удалось за счет повышения тарифов.**
- **МосБиржа занимает уникальное положение на рынке, так как предоставляет возможность торговать в России практически всеми публичными активами. Благодаря этому повышение тарифов не привело к сокращению объема торгов. Кроме того, биржа повысила тарифы асимметрично, а для маркетмейкеров, которые создают ликвидность на рынке, комиссии даже были снижены.**
- **Процентный доход биржи в прошлом году продолжил расти за счет повышения процентных ставок в экономике. По итогам 2022 года МосБиржа может показать рекордную прибыль: 36,6 млрд руб. (на 30% больше, чем в 2021 году). Годовая отчетность компании выйдет 10 марта. Рыночная конъюнктура позволяет рассчитывать на то, что значительный процентный доход сохранится и в будущем на фоне роста процентных ставок. Банк России уже сигнализировал о том, что в ближайшие месяцы может повысить ключевую ставку.**
- **Пока МосБиржа отложила выплату дивидендов за 2021 год и сообщила, что планирует рассмотреть этот вопрос позднее. В то же время ЦБ РФ заявил, что считает «правильным» возврат финансовых компаний к выплате дивидендов.**
- **Акции МосБиржи могут выиграть, если ситуация на рынках нормализуется, а эмитенты вернуться к дивидендным выплатам и регулярному раскрытию отчетности. Минфин рассчитывает, что компании возобновят публикацию отчетности во второй половине 2023 года.**

Как устроен бизнес МосБиржи

Московская биржа – ведущая российская биржевая площадка, которая предоставляет возможность торговать практически всеми категориями активов. Торги на фондовом, денежном, срочном рынках, а также валютном рынке и рынке драгоценных металлов обеспечивает Московская биржа ММВБ-РТС. В группу также входят Национальный расчетный депозитарий (крупнейший в России), Национальный клиринговый центр (центральный контрагент) и Национальная товарная биржа, которая проводит торги на товарном рынке. У МосБиржи нет ключевого акционера, самые большие доли в компании принадлежат ЦБ РФ (11,7%) и Сберу (10%).

Основные категории доходов биржи – комиссионный и процентный. Комиссионный доход группа получает от клиентов, которые платят комиссию от оборота по сделкам. Комиссия зависит от объемов торгов и активности клиентов, а также от тарифной политики. Процентный доход формируется за счет прибыли от размещения остатков средств клиентов в инструментах денежного рынка. Такая схема бизнеса гарантирует стабильный доход, так как в периоды высоких ставок в экономике у биржи растут процентные доходы. При этом в периоды мягкой денежно-кредитной политики возрастает активность на биржевых рынках и увеличивается комиссионный доход площадки.

В 2022 году объем торгов на всех рынках МосБиржи достиг 1 055 трлн руб., что на 4,5% больше, чем годом ранее. Объем торгов вырос в основном за счет денежного рынка (672 трлн руб., рост за год на 40%), где из-за волатильности существенно увеличилась частотность сделок. Объем торгов на наиболее доходном фондовом рынке в 2022 году сократился на 29% до 37,2 трлн руб. по сравнению с 52,4 трлн руб. годом ранее. Это было связано со снижением активности на рынках акций и облигаций из-за блокировки нерезидентов. На срочном рынке объем торгов уменьшился на 50% до 78 трлн руб., на валютном – на 17% до 268 трлн руб.

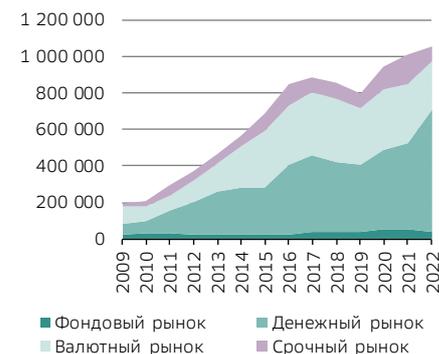
МосБиржа оперативно отреагировала на снижение объемов торгов и перешла к асимметричной модели тарифов для мейкеров (участники рынка, выставляющие лимитные заявки и предоставляющие ликвидность) и тейкеров (участники рынка, выставляющие рыночные заявки, которые забирают ликвидность из стакана). В результате на рынке акций, а также на валютном и срочном рынках комиссии для мейкеров снизились до нуля, а для тейкеров выросли в три раза.

В итоге эффективная комиссия, которую МосБиржа получила за 9М22, снизилась незначительно – на 7% до 27,6 млрд руб. Компания смогла в значительной степени компенсировать снижение объема торгов. С учетом повышения процентных доходов за счет увеличения объема средств на счетах нерезидентов типа «С», это позволило бирже заработать рекордную прибыль в 2022 году. По оценкам аналитиков SberCIB Investment Research, она выросла на 30% по сравнению с 2021 годом до 36 млрд руб.

Рыночная конъюнктура и сигналы ЦБ о том, что он может ужесточить денежно-кредитную политику в ближайшие месяцы, создают условия для сохранения высоких процентных доходов МосБиржи.

В последующие годы может возобновиться рост комиссионных доходов от торгов, однако их динамика будет зависеть от факторов, на которые биржа не может влиять. В частности, улучшение будет возможно, если компании вернуться к регулярной публикации отчетности и выплате дивидендов. Это повысит уровень доверия на рынке, и инвесторы вернуться

Объемы торгов на рынках МосБиржи, трлн руб.



Источник: МосБиржа

Доля рынков МосБиржи в комиссионных доходах, 9М22



Источник: SberCIB, МосБиржа

Эффективные комиссии на основных рынках МосБиржи

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| Рынок акций | 0,18% | 0,18% | 0,17% | 0,17% |
| Рынок облигаций | 0,11% | 0,11% | 0,13% | 0,16% |
| Валютный рынок | 0,01% | 0,01% | 0,01% | 0,02% |
| Денежный рынок | 0,02% | 0,02% | 0,02% | 0,02% |
| Срочный рынок | 0,03% | 0,03% | 0,03% | 0,04% |

Источник: МосБиржа

Объемы торгов и прибыль МосБиржи выросли в 2022 году



* Прогнозная прибыль

Источник: МосБиржа, SberCIB Investment Research

к покупкам публичных активов. Минфин рассчитывает, что компании начнут публиковать отчетности во второй половине 2023 года.

Продолжающийся приток частных инвесторов и политика регулятора, нацеленная на развитие локального финансового рынка, создают благоприятные предпосылки для бизнеса МосБиржи. Количество новых розничных клиентов торговой площадки продолжает увеличиваться, хотя в прошлом году прирост общего количества счетов замедлился с 4,55% в январе до 1% в декабре, а уникальных счетов – с 3,74% до 1,26%. В январе 2023 года рост этих показателей ускорился соответственно до 3,18% и 2,42%. Общее количество счетов, открытых физлицами на МосБирже, составляет 40 млн, а количество активных клиентов в январе достигало 2,3 млн человек.

Пока инвесторы готовы вкладывать средства в российский фондовый рынок лишь в ограниченных объемах. Например, объемы средств на депозитах россиян в банках-нерезидентах по итогам третьего квартала составили 4 трлн руб. (рост на 73% кв/кв и на 90% г/г), а чистые покупки акций в конце 2022 года и начале 2023 года – лишь около 20 млрд руб.

Московская биржа торгуется с существенным дисконтом относительно мировых торговых площадок (P/E МосБиржи составляет 8,8 против 24,2 в среднем для мировых аналогов), что объясняется страновым риском и коррекцией на российском рынке акций.

Ключевые показатели МосБиржи и мировых торговых площадок, \$ млрд

| | Рыночная капитализация | P/E | ROE | Дивидендная доходность за 12 мес. |
|-------------------------------------|------------------------|-------------|-------------|-----------------------------------|
| Московская биржа | 3 522 | 8,8 | 20,1 | - |
| Северная Америка | | | | |
| CME Group | 64 798 | 24,1 | 9,6 | 4,8 |
| ICE | 61 911 | 35,8 | 7,6 | 1,4 |
| NASDAQ | 29 838 | 24,3 | 19,6 | 1,3 |
| Чикагская биржа опционов | 13 691 | 19,1 | 20,2 | 1,5 |
| TMX Group | 5 623 | 19,4 | 10,0 | 2,5 |
| Европа | | | | |
| Лондонская фондовая биржа | 51 639 | 47,4 | 4,3 | 1,3 |
| Deutsche Borse | 34 414 | 21,6 | 18,1 | 1,9 |
| Euronext NV | 8 745 | 17,2 | 13,0 | 2,6 |
| Азия | | | | |
| Гонконгская фондовая биржа | 55 179 | 43,6 | 20,8 | 2,3 |
| Фондовая биржа Сан-Паулу | 14 100 | 16,6 | 20,1 | 4,1 |
| Дубайский финансовый рынок | 3 155 | 77,4 | 1,9 | 2,1 |
| Малайзийская фондовая биржа | 1 295 | 24,2 | 28,3 | 4,7 |
| Саудовская фондовая биржа (Tadawul) | 5 184 | 40,2 | 15,0 | 1,9 |
| Токийская фондовая биржа | 8 041 | 22,0 | 15,3 | 3,7 |
| Сингапурская биржа | 7 488 | 21,7 | 30,8 | 3,5 |
| Среднее | 6 556 | 24,2 | 15,7 | 2,6 |

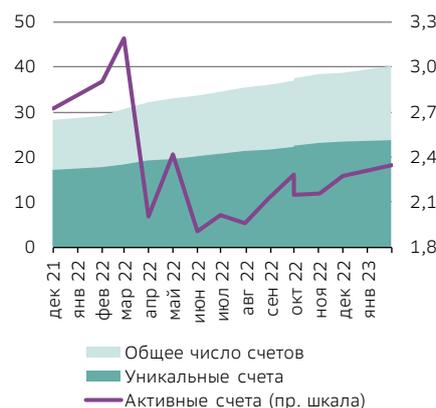
Источник: Investing.com

Открытие новых счетов клиентами МосБиржи замедлялось до января 2023 года, м/м



Источник: МосБиржа

Количество счетов физлиц на МосБирже, млн ед.



Источник: ЦБ РФ

Динамика индекса МосБиржи и ее акций



Источник: Investing

За 2020 год МосБиржа выплатила рекордные дивиденды: 21 млрд руб.



Источник: МосБиржа

Активность физлиц на рынке нестабильна, м/м



Источник: МосБиржа

Обзор структуры фондового рынка МосБиржи

Изменение тарифов на рынке акций поддержало размер комиссий

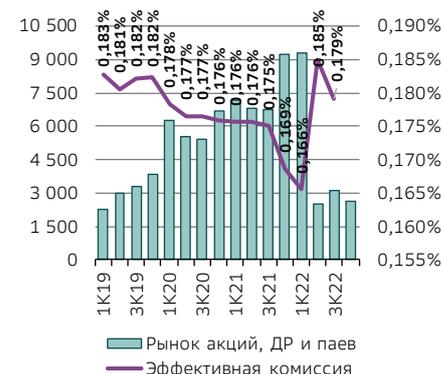
В 2022 году российский рынок акций столкнулся с серьезными трудностями: с конца февраля нерезиденты из «недружественных» стран лишились возможности участвовать в торгах, а с 24 февраля по 28 марта торги на фондовом рынке были приостановлены. Нерезиденты всегда играли существенную роль на российском рынке: по оценкам самой биржи, на их до 2022 года долю приходилось 74% free float всех бумаг, тогда как доля акций в свободном обращении составляет 38%. В результате блокировки принадлежащих нерезидентам активов объемы торгов на рынке акций в 2022 году сократились на 41% до 17,6 трлн руб. После восстановительного роста в первом квартале (на 23% г/г) динамика существенно ухудшилась: в 2К22 объем торгов упал на 63% г/г, в 3К22 – на 54% г/г, в 4К22 – на 71% г/г. При этом поквартальная динамика была неоднородной: в третьем квартале оборот вырос на 23% кв/кв, а в четвертом – упал на 15% кв/кв.

После ухода нерезидентов крупнейшей категорией среди участников торгов стали физические лица. Если в 2021 году они обеспечивали 39% от объема торгов всего рынка акций, то в январе 2023 года уже 80%. Впрочем, в 2022 году объемы торгов физлиц и юрлиц были меньше, чем в 2021 году. Распределение физлиц и юрлиц по разным уровням листинга неравномерно. По данным ЦБ, в марте – октябре 2022 года физлица обеспечили 82% торгов акциями первого уровня, 90% – второго уровня и 95% – третьего уровня.

Комиссионный доход биржи снизился вслед за сокращением объема торгов. После роста в первом квартале на 22% до 1,5 млрд руб., комиссии площадки упали во втором квартале на 61% до 470 млн руб., а в третьем – на 53% до 560 млн руб. В ответ на это уже с октября 2022 года МосБиржа изменила комиссию для мейкеров в течение основных торгов до 0%, а для тейкеров подняла до 0,03% от оборота (ранее комиссия не превышала 0,01% для всех участников торгов). Эффект от повышения комиссий мог заметнее всего проявиться в 1К23, когда активность на рынке акций начала осторожно расти. Например, в январе среднестатистический объем торгов оказался выше чем в декабре, несмотря на сезонность.

По данным ЦБ, во втором и третьем кварталах 2022 года чистые покупки российских акций физлицами были близки к нулю. С тех пор ситуация кардинально не изменилась. В конце осени, когда Газпром выплатил дивиденды, физлица перешли к покупкам российских акций, но в очень ограниченных объемах: в ноябре – декабре розничные инвесторы и НФО по договорам доверительного управления купили акции в общей сложности на 12,5 млрд руб. Продавали акции в основном нерезиденты из «дружественных» стран (7 млрд руб.). В январе физлица купили российские акции на 7,5 млрд руб.

Объемы торгов падают, но эффективная комиссия растет, млрд руб.



Источник: МосБиржа

Физлица доминировали на рынке акций в 2022 году (объем торгов, млрд руб.)



Источник: ЦБ РФ

Объем торгов физлиц на МосБирже в 2022 году, млрд руб.



Источник: ЦБ РФ

Рынок облигаций: быстрое восстановление

На российском рынке облигаций доля нерезидентов была меньше, чем на рынке акций, и после спада в первых трех кварталах это позволило нарастить объемы торгов уже к концу года. Если в первом квартале 2022 года снижение составило 50% г/г, во втором – 70% г/г, а в третьем – 46% г/г, то в четвертом квартале объем торгов на рынке облигаций увеличился на 44% г/г. Поквартальная динамика выглядит лучше и свидетельствует о быстром восстановлении рынка: в третьем квартале объемы торгов выросли на 90%, а в четвертом – на 143%.

Одна из причин роста рынка в третьем квартале – активизация корпоративных эмитентов, которые занимали выжидательную позицию в первой половине года. Уже в начале августа на рынке появились «замещающие» облигации. Необходимость в таком инструменте возникла из-за того, что российские компании, ранее занимавшие деньги за рубежом, лишились возможности обслуживать еврооблигации. По «замещающим» облигациям все платежи проводятся через российскую инфраструктуру. За 2022 год был размещен 21 выпуск таких бумаг на 470 млрд руб.

В четвертом квартале Минфин вышел на рынок ОФЗ с обширной программой заимствований, которая должна покрыть дефицит бюджета, возникший из-за снижения цен на нефть. За три месяца ведомство разместило ОФЗ на 3 трлн руб., и в результате объем торгов в сегменте облигаций в четвертом квартале достиг 6,6 трлн руб.

Комиссия МосБиржи в течение всего года снижалась, но ее снижение было не таким значительным, как падение объема торгов, поскольку тарифы площадки оказалась довольно гибкими. В третьем квартале, когда активизировался вторичный рынок и началось размещение «замещающих» облигаций, снижение комиссий замедлилось до 25%, а их объем составил 485 млн руб. Этот показатель на 99% превысил уровень предыдущего квартала за счет активизации вторичных торгов.

Физлица стали играть значительную роль и на рынке госдолга. Объемы их сделок на рынке ОФЗ в годовом выражении росли с мая, а в сентябре темпы роста достигли 355% г/г. По последним данным ЦБ, в среднем за 10М22 доля физлиц на торгах ОФЗ составила 17%. В целом по рынку этот показатель выше – по данным МосБиржи, в 2022 году физлица обеспечили 24,4% объема торгов облигациями. Для сравнения в 2021 году доля физлиц на этом рынке составила лишь 10%. Как отмечает ЦБ, в третьем квартале наибольшей популярностью у розничных инвесторов пользовались ОФЗ и облигации нефинансовых организаций, прежде всего строительного сектора. Также наблюдался сдержанный интерес населения к облигациям в юанях.

В 2023 году объемы на рынке облигаций будут поддерживаться за счет уже наблюдающихся трендов. Размещения ОФЗ останутся ключевым источником финансирования дефицита бюджета: Минфин планирует разместить бумаги на 2,5 трлн руб. В январе 2023 года размещения ОФЗ выросли на 516% до 173 млрд руб., а прочих облигаций – на 407% до 251 млрд руб. Это отразилось и на денежном рынке, где увеличились объемы депозитных операций и РЕПО с центральным контрагентом.

Кроме того, корпоративные эмитенты продолжают размещать «замещающие» и юаневые облигации.

Физлица не покупали российские акции во втором и третьем кварталах 2022 года, млрд руб.



Примечание. Чистые покупки и продажи

Источник: ЦБ РФ

Комиссия на рынке облигаций выросла, объемы торгов сократились, млрд руб.



Источник: МосБиржа, SberCIB

Физлица обеспечили почти 20% торгов ОФЗ в 2022 году



Источник: ЦБ РФ

Денежный, валютный и срочный рынки МосБиржи

Рост объемов на волатильности

Денежный рынок МосБиржи – это площадка, где компании размещают или привлекают ликвидность в разных валютах у других юрлиц и государственных организаций, в основном Банка России и Минфина. Основные режимы торгов на рынке: сделки РЕПО с центральным контрагентом (ЦК), РЕПО с ЦБ, междилерское РЕПО, депозитные операции с ЦК и т. д.

Следки РЕПО – это фактически кредитное финансирование на бирже. Они подразделяются на прямые и обратные операции: под первыми понимают сделки, когда участник рынка продает, к примеру, ценные бумаги, привлекая ликвидность, и обязуется позднее выкупить их. Если же юрлицо покупает бумаги для того, чтобы позднее их продать, это сделка обратного РЕПО.

В 2022 году объемы торгов на денежном рынке достигли рекордного для МосБиржи уровня: 672 трлн руб. (рост на 40% г/г), причем 80% из них пришлось на операции РЕПО, а остальное на депозиты и кредиты.

Такое резкое увеличение объема торгов связано с тем, что участники рынка уменьшили горизонт планирования и перешли на сделки овернайт, то есть стали привлекать и размещать ликвидность лишь на сутки. Таким образом они снизили риски, возросшие из-за повышенной волатильности, но, чтобы удовлетворять обычные потребности в ликвидности, им пришлось совершать больше сделок.

Причиной увеличения объемов торгов также могли стать санкции западных стран, которые привели к блокировке активов и принудительному закрытию позиций отдельных компаний. Для исполнения возникших требований банкам брокерам и другим участникам рынка могли потребоваться дополнительные средства, которые они могли занять именно на денежном рынке.

Вместе с тем увеличение объемов торгов не привело к сопоставимому росту комиссий МосБиржи. Во-первых, на денежном рынке комиссии относительно небольшие. За операции РЕПО овернайт с ЦК клиенты площадки не платят постоянную часть комиссии. Хотя тариф по таким сделкам самый большой (чем короче срок сделки, тем выше тариф), он составляет лишь 0,0005% в день. Во-вторых, в 2022 году сильно изменилась структура рынка: доля депозитных операций и РЕПО в долларах и евро в структуре денежного рынка упала почти до 0%. По всей видимости, эффективная комиссия от рублевых сделок ниже, чем от валютных. Спрос на юани пока остается небольшим и также близок к нулю.

Валютный рынок: растущая роль юаня и сохраняющиеся риски

Объем торгов на валютном рынке МосБиржи в 2022 году сократился на 17% до 268 трлн руб., но здесь, в отличие от других рынков, комиссия не снизилась, а выросла. В результате эффективная комиссия в третьем квартале повысилась до 0,026%, что вдвое больше, чем годом ранее.

В 2022 году существенно изменилась структура торгов: доля пары USD/RUB в оборотах сократилась с 84% в январе до 43% в ноябре, а доля пары EUR/RUB за тот же период выросла с 12% до 19%. Сокращение объ-

Структура и объемы торгов на денежном рынке, трлн руб.



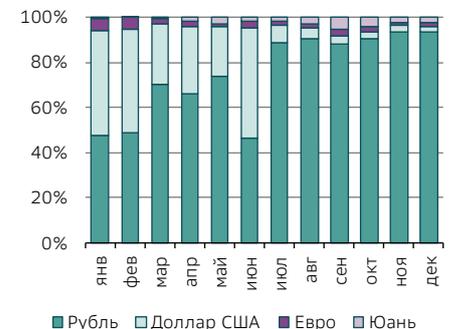
Источник: МосБиржа

Объемы сделок РЕПО овернайт возрастают в периоды повышенной волатильности, 2022, млрд руб.



Источник: МосБиржа

В 2022 году участники рынка почти перестали привлекать доллары и евро (депозитные операции)



Источник: ЦБ

ема торгов долларами удалось частично компенсировать за счет увеличения объемов по паре CNY/RUB с 0% до 25%. В 2023 году эта тенденция сохранится как за счет расширения торговых связей между Россией и Китаем, так и на фоне продаж юаней Минфином на валютном рынке в рамках бюджетного правила. Последний фактор снижает риск, что объем торгов упадет из-за того, что экспортеры уменьшат предложение иностранной валюты вследствие сокращения нефтегазового экспорта.

Мосбиржа с августа повысила стоимость сделок по аналогии с рынком акций. Комиссия для тейкеров на период основной сессии по системным спотовым сделкам выросла до 0,0045% от оборота, а по мелким сделкам – до 0,075%. Для мейкеров комиссия стала нулевой. В итоге в третьем квартале комиссионный доход Мосбиржи составил 1,5 млрд руб., что на 62% больше, чем годом ранее, и на 32% больше, чем в предыдущем квартале.

Валютный рынок остается одним из сегментов, наиболее подверженных санкционным рискам. СМИ писали о возможных новых санкциях против России, которые затронут НКЦ и НРД, что может сделать невозможным долларовые расчеты на бирже. В таком случае торги частично могут перейти на внебиржевой рынок, а курс будет определяться ЦБ. Тем не менее при негативном сценарии не удастся избежать падения объемов торгов.

Рынок фьючерсов – сохранение объемов за счет активности физлиц

Срочный рынок – еще один из сегментов Мосбиржи, где после ухода нерезидентов существенную роль стали играть физические лица. По итогам 2022 года объемы торгов на этом рынке упали на 50% г/г до 78 трлн руб., но доля физлиц достигла 77%. Ранее до 50% оборота торгов срочного рынка обеспечивали нерезиденты.

Почти 60% торгов на этом рынке приходится на фьючерсы на валюту, а два самых популярных контракта – фьючерсы на курсы доллара и юаня. Еще 20% рынка – это индексные фьючерсы (самые популярные инструменты – контракты на индексы PTC, NASDAQ и S&P 500), а 13% приходится на товарные фьючерсы (основной объем торгов обеспечивают фьючерсы на газ). Срочный рынок – один из немногих способов для физических лиц получить доступ на международные рынки через российскую инфраструктуру. Этот сегмент доступен в том числе и неквалифицированным инвесторам после прохождения специального тестирования. Учитывая это, Мосбиржа расширяет список доступных инструментов – в прошлом она запустил торги фьючерсами на акции глобальных биржевых фондов (ETF) Tracker Fund of Hong Kong ETF, а также iShares Core EURO STOXX 50 UCITS ETF EUR (Dist) и iShares Core DAX UCITS ETF (DE).

За девять месяцев 2022 комиссионный доход Мосбиржи на этом рынке составил 2,8 млрд руб., что на 20% меньше, чем годом ранее. Эффективная комиссия в этом сегменте небольшая по сравнению с другими рынками, но в 2022 году она выросла. В среднем за январь – сентябрь эффективная комиссия составила около 0,046%, а в третьем квартале увеличилась до 0,66% за счет повышения тарифов. Если раньше комиссия для мейкеров и тейкеров была одинаковой, то с июня она стала нулевой для мейкеров, а для тейкеров выросла в три раза. В результате за третий квартал комиссии сократились лишь на 15% г/г, в то время как объемы торгов уменьшились на 50%.

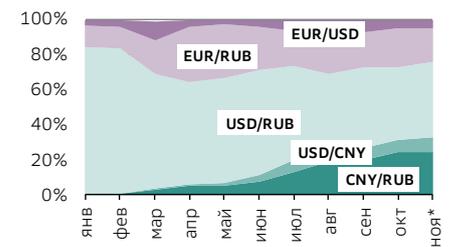
Ограничение ответственности

Динамика объемов торгов на валютном рынке и комиссий Мосбиржи, трлн руб.



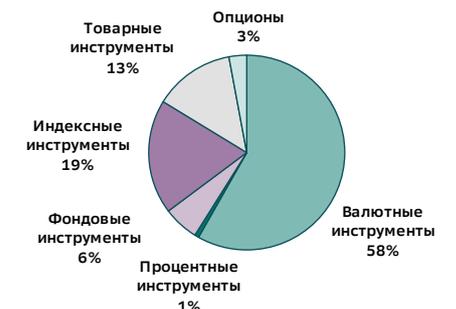
Источник: Мосбиржа

Доля валютных пар в объеме торгов



Источник: ЦБ

Структура срочного рынка по типам инструментов, 2022 год



Примечание. Фьючерсы представлены по типам

Источник: Мосбиржа

Тарифы Мосбиржи позволяют сохранять комиссионный доход то срочного рынка, трлн руб.



Источник: Мосбиржа