Globaltrans
Russia's Leading Private Freight Rail Group

Российские акции / Транспорт

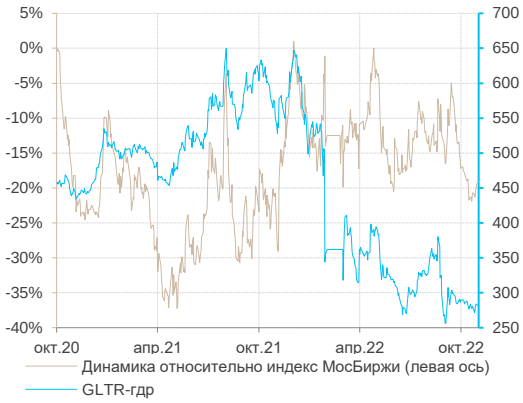
Globaltrans Investment PLC

Тише едешь — дальше будешь

BUY

ФосАгро	GLTR
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	MOEX
Целевая цена	₽480
Цена сделки	₽281
Потенциал роста	71%
Инвестиционный горизонт	24 месяца
Рекомендуемая доля в портфеле	5%
Капитализация	₽50 млрд
Среднедневной оборот	₽0,037 млрд

Динамика котировок



Основные финансовые показатели

Отчётный год	2021	2022П	2023П
Финансовые показатели			
Выручка, ₽ млрд	73,2	89,8	69,4
Выручка, г/г	7%	23%	-23%
EBITDA, ₽ млрд	26,1	45,7	23,7
EBITDA, г/г	16%	75%	-48%
Чистая прибыль, ₽ млрд	15	25	12
Чистая прибыль, г/г	24%	62%	-51%
Коэффициенты и мультипликаторы			
Рентабельность EBITDA	36%	51%	34%
Чистый долг / EBITDA	0,7x	0,8x	0,7x
P/E	8,5x	2,3x	4,3x
EV/EBITDA	5,0x	2,3x	4,3x
Дивиденды			
Дивиденд на акцию, ₽	50,5	--	--
Див. доходность	8%		

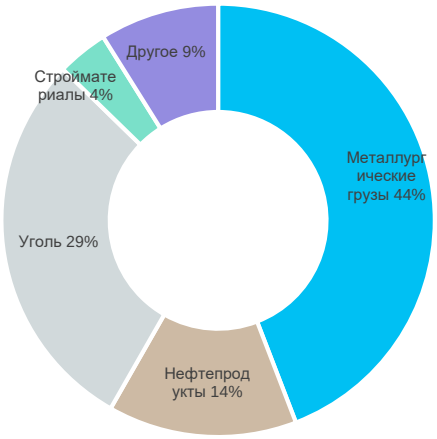
Источники: Данные компании, расчёты Открытие Research

- Globaltrans — один из крупнейших железнодорожных операторов РФ. Вагонный парк компании насчитывает более 67 тыс. единиц, из которых 68% составляют полувагоны и 30% приходится на цистерны. На компанию приходится 7% рынка грузовых перевозок по железным дорогам РФ, её клиентами являются ключевые игроки в металлургическом, нефтегазовом и строительном секторах РФ
- Бизнес Globaltrans показал высокую устойчивость в периоды макроэкономической турбулентности — компания генерировала чистую прибыль и положительный операционный денежный поток даже в кризисные 2009, 2015 и 2020 годы несмотря на падение ставок аренды полувагонов и существенное сокращение грузооборота.
- Компания работает преимущественно по долгосрочным и более маржинальным сервисным контактам (около 60% в выручке), где цены и объёмы могут фиксироваться на много месяцев вперёд. К тому же переориентация экспортных потоков на восточное направление (в том числе транспортировка нефтепродуктов цистернами, где более стабильные арендные ставки) будет способствовать компенсации выбывающих объёмов грузоперевозок на внутреннем рынке
- Несмотря на снижение стоимости фрахта полувагонов во II и III кварталах 2022 г., текущая ставки ещё очень далеки от минимумов ковидного кризиса 2020 г., а наблюдаемая стабилизация негативной динамики в октябре-ноябре может указывать на ограниченный потенциал дальнейшего снижения
- За последние годы компания сократила леверидж (до 0,3x Net Debt/EBITDA) и перешла к щедрой дивидендной политике, направляя акционерам весь FCF и даже больше. И хотя в текущих реалиях дивидендные выплаты представляются нереализуемыми в связи с кипрской пропиской головной структуры, успешное решение данной проблемы может стать мощным драйвером роста для бумаг компании.
- По результатам нашей оценки акционерного капитала Globaltrans методом дисконтированных денежных потоков (DCF), мы устанавливаем целевую цену одной GDR компании на уровне 480 руб. Это подразумевает потенциал роста к текущим котировкам на уровне 71%, что соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ».

О компании

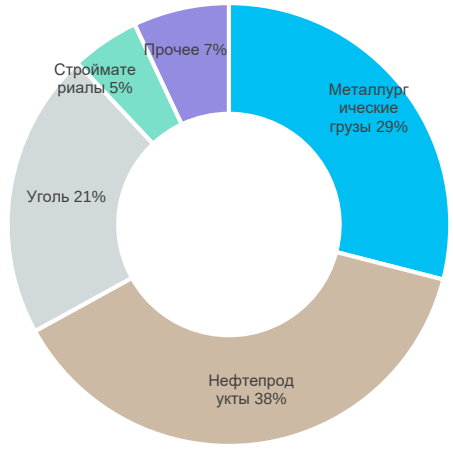
Компания Globaltrans входит в число десяти крупнейших операторов полувагонов и вагонов-цистерн в России по размеру парка и единственный публичный представитель сектора. Структура грузового парка на 30 июня 2022 г. включает 45,6 тыс. полувагонов, 20 тыс. цистерн, 71 локомотив и более 1,6 тыс. единиц прочей техники. При этом 94% парка находится в собственности. Бизнес Globaltrans сосредоточен главным образом вокруг двух сегментов: перевозка насыпных грузов (в

Диаграмма 1. Структура тоннажа перевозимых грузов (I полугодие 2022 г)



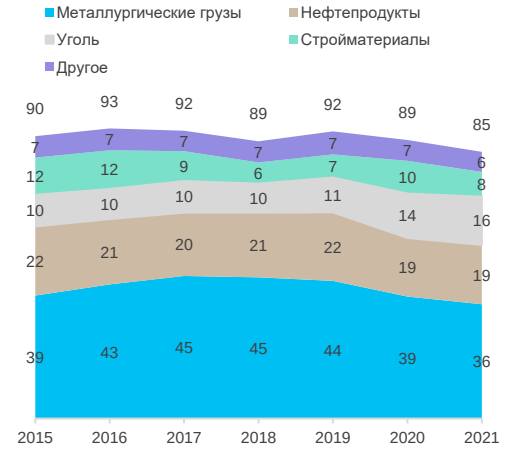
Источники: Данные компании, расчёты Открытие Research

Диаграмма 2. Структура чистой выручки по видам перевозимых грузов (I полугодие 2022 г)



Источники: Данные компании, расчёты Открытие Research

Диаграмма 3. Динамика грузооборота Globaltrans (млн тонн)



Источники: Данные компании, расчёты Открытие Research

основном черные металлы, железная руда, металлолом, а также уголь и строительные материалы) и нефтепродуктов. Клиентами Globaltrans являются такие крупные компании как ММК, «Роснефть», «Металлоинвест», «Газпром нефть», ТМК, «Евраз», на которые совокупно пришлось около 62% выручки в 2021 году.

Globaltrans Investment PLC является юридическим лицом, зарегистрированным на Кипре, и действует как холдинговая структура для всех операционных «дочек» (основные из которых АО «НПК», ООО «Балттранссервис» ООО "ГТИ Менеджмент" и АО «УВК»).

Globaltrans была основана в 2004 г., в 2008 г. провела IPO на Лондонской фондовой бирже (торги бумагами здесь сейчас приостановлены), а в 2020 г. получила листинг и на Московской бирже. По состоянию на 1 марта 2022 г. 56,8% акций компании находились в свободном обращении, тогда как остальной пакет был распределён среди основателей компании и менеджмента.

Финансовые результаты и управление капиталом

За I полугодие 2022 г. Globaltrans показал солидные результаты. Выручка достигла 48,4 млрд руб. (+51% г/г), показатель скорректированной EBITDA вырос почти в 2,5 раза, до 27 млрд руб., с увеличением маржи до 56% с 32% год назад. Сильные результаты в основном обусловлены ростом ставок аренды полувагонов, к тому же поэтапная индексация тарифов РЖД окажет основной эффект на маржу только во второй половине 2022 г. Компания продолжает сокращать долговую нагрузку и также держит в планах возможность оппортунистических M&A, поскольку в текущих условиях это основной вариант размещения избыточной ликвидности, которую невозможно распределить среди акционеров в форме дивидендов.

Грузооборот компании в I полугодии сократился на 3%, до 68,3 млрд т-км, против 70,7 годом ранее, при этом снижение объёмов погрузки было частично компенсировано дальностью рейсов. Поскольку текущий профицит на рынке полувагонов не предполагает активного увеличения парка, Globaltrans, вероятно, будет достаточно консервативно подходить к капитальным затратам на расширение бизнеса. Тем не менее, мы ожидаем некоторого роста затрат на поддержание парка полувагонов и цистерн в связи с удорожанием ремонта и запчастей.

Инвестиционные тезисы

- **Ставки аренды полувагонов по-прежнему на высоком уровне.** Бизнес Globaltrans имеет повышенную чувствительность к динамике ставок аренды на полувагоны (диаграммы 4-5), поскольку данный сегмент имеет основной вес в структуре грузооборота и выручки компании, и в меньшей степени от объёмов грузооборота (в свою очередь, зависящих от макроэкономических факторов – см. диаграммы 8-9). Несмотря на снижение с максимальных исторических уровней в первой половине 2022 г., спотовые ставки аренды полувагонов по-прежнему высоки с точки зрения исторической ретроспективы. Основным фактором, влияющем на динамику спотовых ставок аренды является баланс спроса и предложения на полувагоны: так, к июлю 2022 г. сформировался профицит грузовых вагонов на сети РЖД в размере 180 тыс. единиц (что на 37% выше необходимого заказчикам парка), из которых 81,5 тыс. единиц пришлось на полувагоны (около 15% необходимого парка). Последний раз профицит подобного масштаба наблюдался в 2014–2015 гг. Тем не менее, профицит полувагонов наиболее сильно проявляется на северо-западе и юге РФ, тогда как на востоке он меньше и по мере увеличения отгрузок угля в азиатском направлении будет только сокращаться. При этом тарифы Globaltrans на перевозку навалочных грузов в меньшей степени коррелируют со спотовыми ставками, поскольку компания работает по более долгосрочным и маржинальным сервисным контактам (около 60% в выручке), где цены и объёмы могут фиксироваться на много месяцев вперёд (раз в квартал или раз в полгода). Ставки на перевозку наливных грузов (нефтепродуктов) гораздо менее волатильны в сравнении со ставками на полувагоны, а контракты в данном сегменте могут длится годами. Мы ожидаем, что ставки на полувагоны имеют достаточно ограниченный потенциал для дальнейшего снижения поскольку рост грузооборота при увеличении дальности поездок в совокупности с высокими ценами на сырье (уголь) и наличием узких

мест на восточном направлении железной дороги (правительство и РЖД планируют увеличить пропускную способность дальневосточной железнодорожной сети на 26% к концу 2024 г.) являются сильными факторам роста ставок. К тому же в октябре-ноябре текущего года наметились признаки стабилизации спотовых ставок на полувагоны – прервалась понижательная тенденция с июня, к тому же вступают в роль сезонные факторы зимняя заготовка леса и увеличение транспортировки энергоносителей.

Диаграмма 4. Динамика спотовых ставок аренды полувагонов (за ваг/сут. в руб.)

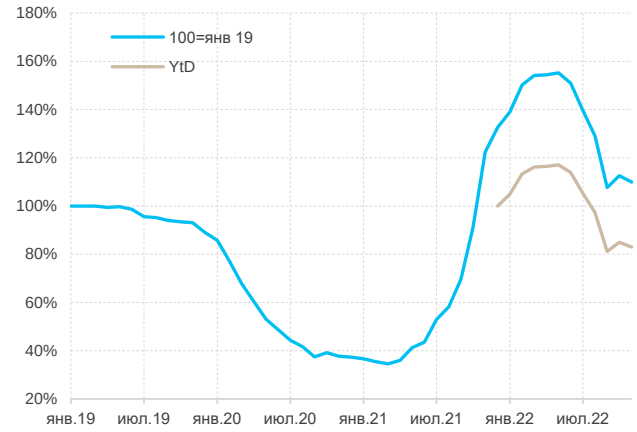
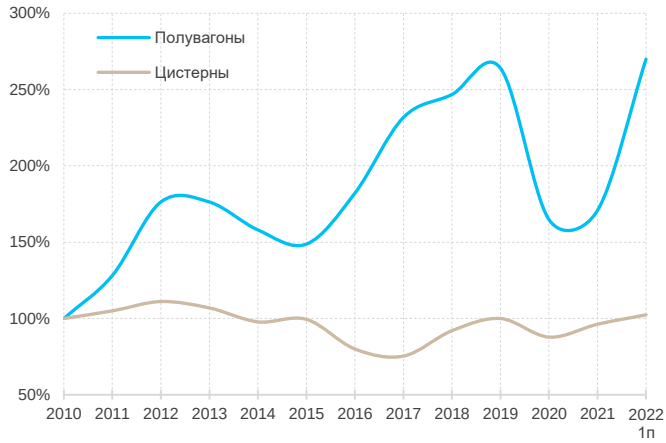


Диаграмма 5. Динамика эффективных ставок аренды полувагонов и цистерн Globaltrans



Источники: RailCommerce, данные компании, расчёты Открытие Research

- **Редомициляция и восстановление выплат дивидендов.** В последние годы Globaltrans последовательно сокращала долговую нагрузку до текущих 0,3x Net Debt/EBITDA и де-факто перешла к щедрой дивидендной политике, направляя акционерам весь FCF (который компания зарабатывала на очень солидном уровне — в среднем более 20% от выручки за последние семь лет). При этом текущая дивидендная политика предполагает распределение не менее 50% свободного денежного потока если Net Debt/EBITDA будет менее 1,0x. Хотя в текущих реалиях дивидендные выплаты представляются нереализуемыми в связи с кипрской пропиской головной структуры, а денежные средства накапливаются на балансе, успешное решение проблемы ограничений на движение капитала может стать мощным драйвером роста бумаг компании. Так, теоретическая дивидендная выплата по итогам рекордного 2022 г. могла бы составить около 150 руб. на расписку (доходность более 50% к текущей цене), и это без учёта пропущенной выплаты за II полугодие 2021 г. Собственно, на наш взгляд, текущий дисконт в оценке акционерного капитала Globaltrans в основном и вызван фактором отсутствием возможности дивидендных выплат, и данную проблему можно решить, например, посредством редомициляции головной холдинговой структуры.

Диаграмма 6. Динамика дивидендных выплат и теоретический дивидендный потенциал на 2022-23 г

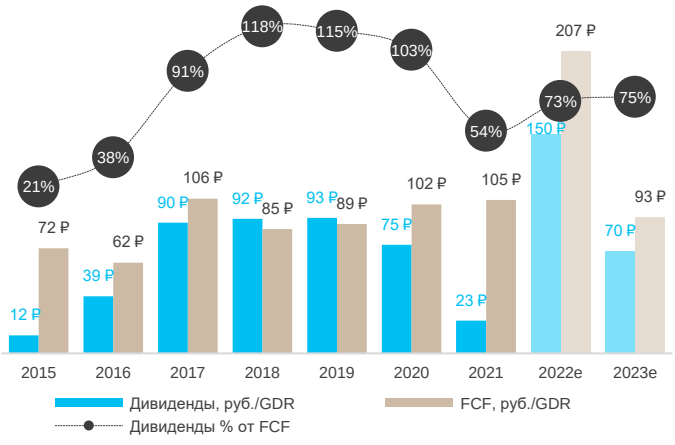
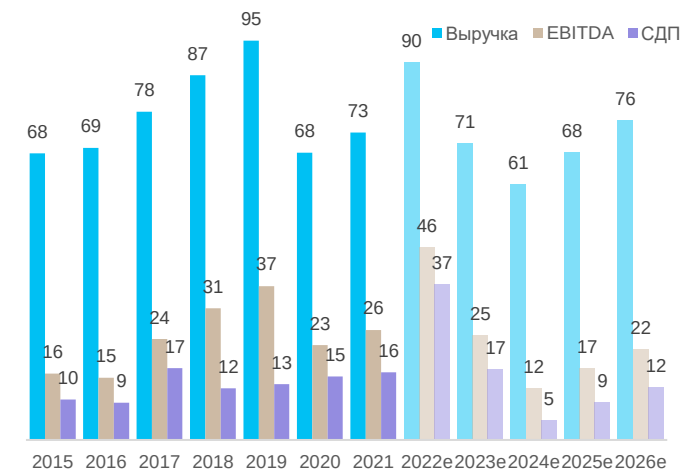


Диаграмма 7. Динамика финансовых результатов, млрд руб.



Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

- **Грузооборот на восток.** В 2021 г. оборот внешней торговли России составил в $798 млрд, в том числе импорт — около $304 млрд. На страны Евросоюза пришлось около 36% оборота, США до 5%, а страны АТЭС – около 33%. При этом даже с учётом резкого падения торговли Европы и США с РФ в связи с украинским конфликтом, возникла острая необходимость переориентировать грузопотоки с северо-запада на восток и юг. Основное увеличение спроса пришлось на восточном направлении (таможни ДФО зафиксировали роста товарооборота на 38% за первые полгода 2022 г.), где развитию грузооборота препятствует недостаточность инфраструктуры, в том числе «узкие места» на железной дороге. В условиях санкционного запрета импорта российского угля и металлургической продукции в страны ЕС, переориентация данных товаров в восточном направлении будет является наиболее вероятным сценарием. С точки зрения экспорта, азиатское направление также несёт большие перспективы — рост ВВП региона в 2023 г. ожидается на уровне 5,6%, и вероятно, превысит общемировые темпы роста в следующие несколько лет и создаст повышенный спрос на энергоносители (нефтепродукты и уголь имеют большой вес в грузообороте Globaltrans). Таким образом, «разворот на Восток» создаёт долгосрочный спрос на услуги транспортных компаний, что будет являться попутным ветром для бизнеса Globaltrans

Оценка стоимости акций

Для определения целевой цены расписок Globaltrans мы используем метод дисконтирования денежных потоков (DCF). Мы считаем, что специфику бизнеса компании, макроэкономические предпосылки и конкурентные преимущества компании наиболее целесообразно отражать с помощью именно этого подхода.

По итогам нашей оценки методом DCF (см. таблицу 1) целевая цена одной расписки Globaltrans на горизонте 18–24 месяцев составляет 480 руб. Это подразумевает потенциал роста к текущим котировкам на уровне 71% и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ».

Риски

- Усугубление геополитических рисков в среднесрочной перспективе может оказать сильное негативное воздействие на российский фондовый рынок в целом и расписки Globaltrans в частности.
- Кипрская прописка головной структуры холдинга на фоне санкций против биржевой инфраструктуры РФ может привести к сложностям реализации некоторых акционерных прав для резидентов РФ в длительном периоде.
- Длительный избыток предложения на рынке полувагонов может оказать негативное влияние на арендные ставки и выручку компании.

Приложение 1

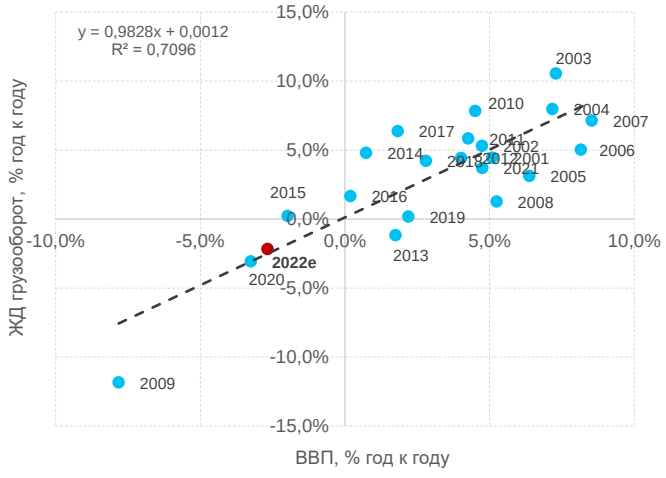
Таблица 1. Модель DCF для оценки стоимости акционерного капитала

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ставка на п-вагоны, руб./день	*2 117 ₽*	*2 593 ₽*	*3 299 ₽*	*3 513 ₽*	*3 759 ₽*	*2 346 ₽*	*2 432 ₽*	*3 466 ₽*	*2 538 ₽*	*1 957 ₽*	*2 305 ₽*	*2 642 ₽*
% год к году		*22,5%*	*27,2%*	*6,5%*	*7,0%*	*-37,6%*	*3,7%*	*42,5%*	*-26,8%*	*-22,9%*	*17,8%*	*14,6%*
Ставка на цистерны, руб./день	*3 988 ₽*	*3 207 ₽*	*3 022 ₽*	*3 690 ₽*	*4 010 ₽*	*3 520 ₽*	*3 860 ₽*	*4 146 ₽*	*3 870 ₽*	*3 860 ₽*	*4 095 ₽*	*4 366 ₽*
% год к году		*-19,6%*	*-5,8%*	*22,1%*	*8,7%*	*-12,2%*	*9,6%*	*7,4%*	*-6,7%*	*-0,2%*	*6,1%*	*6,6%*
грузооборот, млн тон	90	93	92	89	92	89	85	80	78	78	79	81
% год к году		*2,7%*	*-0,7%*	*-3,7%*	*3,5%*	*-3,0%*	*-4,3%*	*-6,1%*	*-2,4%*	*-0,5%*	*2,6%*	*2,5%*
Выручка, млрд руб.	68	69	78	87	95	68	73	90	71	61	68	76
% год к году		*1,9%*	*12,4%*	*11,1%*	*9,5%*	*-28,0%*	*7,0%*	*22,8%*	*-21,4%*	*-13,8%*	*12,3%*	*11,1%*
EBITDA, млрд руб.	16	15	24	31	37	23	26	46	25	12	17	22
% от выручки	*23%*	*21%*	*31%*	*36%*	*39%*	*33%*	*36%*	*51%*	*35%*	*20%*	*25%*	*28%*
СДП, млрд руб.	10	9	17	12	13	15	16	37	17	5	9	12
% от выручки	*14%*	*13%*	*22%*	*14%*	*14%*	*22%*	*22%*	*41%*	*24%*	*8%*	*13%*	*16%*
Дисконт фактор @ wacc								0,98	0,82	0,69	0,58	0,48
ставка дисконтирования								**20,4%**	**19,6%**	**19,7%**	**19,6%**	**19,5%**

метрика	
DCF (2022-26), млрд руб.	64,5
TV, млрд руб.	43,2
EV, млрд руб.	107,7
[-] чистый долг, млрд руб.	-22,1
Стоимость акций, млрд руб.	85,6
кол-во GDR	178
на одну GDR, руб	**480 ₽**
потенциал	71%

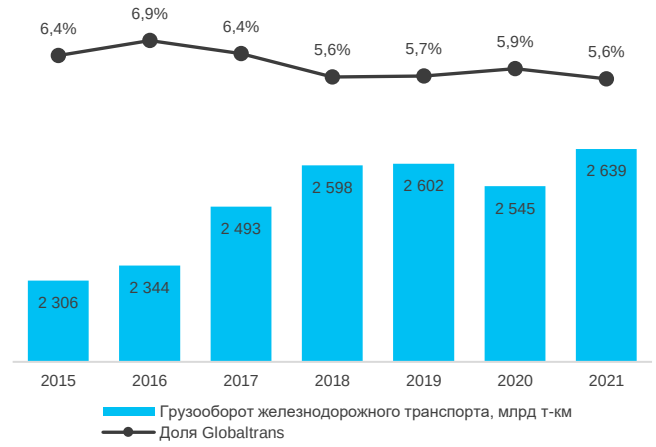
Источники: расчёты Открытие Research

Диаграмма 8. Зависимость ж-д перевозок от деловой активности



Источники: Росстат, расчёты и прогнозы Открытие Research

Диаграмма 9. Динамика грузооборота железнодорожного транспорта РФ



Источники: Росстат, расчёты и прогнозы Открытие Research

МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифах **«Все включено»**, **«Инвестиционный»**, **«Премиальный»** и **«Спекулятивный»** https://open-broker.ru/invest/tariffs/

Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчёте и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф «**Личный брокер**» http://private.open-broker.ru/, и инвестиционного консультирования, тариф **Advisory** https://pb.open.ru/finance-capital/

Otkritie © 2022

АО «Открытие Брокер», лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчёт») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчёта и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчёт основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчёта. Аналитический отчёт не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведённые сведения являются единственно верными. Компания не несёт ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчёте, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчёте. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчёт в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчёте данных действительности. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчёте торговая идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату торговой идеи; оба показателя указаны в торговой идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в торговую идею изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчёт носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчёте.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составлявшего настоящий аналитический отчёт, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении её содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несёт ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчёта и иной информации в отношении акций в определённых юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчёте, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчёт не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчёт адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединённого Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьёй 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьёй 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчёт, либо полагаться на содержащиеся в нём положения.

открытие | Инвестиции

Ближайший офис: http://open-broker.ru/offices/
+7 (495) 232-99-66
8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ
clients@open.ru
vk.com/openbroker
fb.com/openbroker

Личные брокеры
http://private.open-broker.ru/
+7 (495) 777-34-87

Еврооблигации
8 800 500-99-66 – деск облигаций

Структурные продукты
https://open-broker.ru/investing/structural-products/

Управление анализа рынков
research@open.ru

Алексей Павлов, PhD
Начальник управления

Алексей Кокин
Главный аналитик, нефтегазовый сектор

Иван Авсейко
Ведущий аналитик, российские акции

Тимур Хайруллин, CFA
Главный аналитик, электроэнергетика

Алексей Корнилов, CFA
Главный аналитик, рынок акций

Антон Руденок
Ведущий аналитик, стратегия на рынке акций

Марат Беришев
Технический аналитик

Владимир Малиновский
Начальник отдела анализа долгового рынка

Александр Шураков, PhD
Ведущий аналитик, облигации

Осман Алистанов
Младший аналитик, облигации

Михаил Шульгин
Начальник отдела глобальных исследований

Олег Сыроваткин
Ведущий аналитик, глобальные исследования

Оксана Лукичева
Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD
Ведущий аналитик, глобальные исследования