



Российские акции / Потребительский сектор

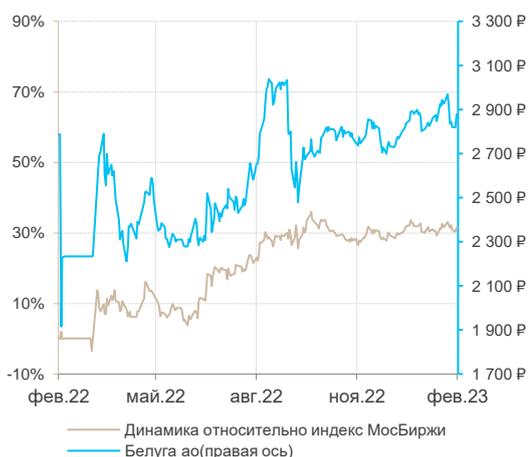
Beluga Group

Возвращение в свет

BUY

Группа Белуга	BELU
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	МОЕХ
Целевая цена	₽4 500
Цена сделки	₽2 925
Потенциал роста	54,0%
Инвестиционный горизонт	12 месяцев
Рекомендуемая доля в портфеле	7%
Капитализация	₽45 млрд
Среднедневной оборот	₽115 млн

Динамика котировок



Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчётный год	2021	2022П	2023П
Финансовые показатели			
Выручка, млрд руб.	74,9	90,6	111,4
Выручка, г/г	18,4%	20,9%	23,0%
ЕБИТДА, млрд руб.	10,5	13,2	16,5
ЕБИТДА, г/г	14%	26%	25%
Чист. прибыль, млрд руб.	3,9	6,4	8,2
Чистая прибыль, г/г	57%	66%	28%
Козэффициенты и мультипликаторы			
Рентабельность ЕБИТДА	14,0%	14,6%	14,9%
Чистый долг / ЕБИТДА	1,3x	1,9x	3,0x
Р/Е	9,9x	4,4x	3,6x
EV/ЕБИТДА	5,0x	4,2x	3,3x
Дивиденды			
Дивиденд на акцию, руб.	120 P	250 P	325 P
Див. доходность	4,9%	8,8%	11,4%

Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

- «Белуга Групп» (BELUGA GROUP) — крупнейший российский производитель алкогольных напитков, входящий в топ-4 ведущих глобальных производителей водки (по данным IWSR за 2021 год). Группа активно развивает собственную специализированную розничную сеть «ВинЛаб», а также входит в тройку ключевых импортёров крепкого алкоголя в России.
- «Белуга» работает на стабильном рынке с минимальной подверженностью негативным макроэкономическим колебаниям, который к тому же покидают иностранные конкуренты. Компания в целом сумела преодолеть логистические сложности и переложить на потребителя возросшие издержки. В результате бизнес продолжает активно развиваться, а отгрузки в 2022 году выросли на 7% в физическом выражении.
- Развитие розничной специализированной сети «ВинЛаб» должно стать локомотивом роста всей группы в обозримой перспективе. В 2023–2025 гг. количество магазинов планируется нарастить примерно в 2,5 раза, а вклад розницы в консолидированный показатель ЕБИТДА должен превысить 50%.
- Растущий бизнес, улучшение маржинальности и умеренный уровень долговой нагрузки позволяют «Белуге» стабильно наращивать дивиденды. В октябре 2022 г. совет директоров компании утвердил обновлённую дивидендную политику, согласно которой акционерам «Белуги» будет ежегодно направляться не менее 50% скорректированной прибыли по МСФО, что обещает держателям двузначную форвардную доходность.
- Исходя из новых макроэкономических предпосылок и промежуточных финансовых результатов за 2022 год, мы обновили оценку справедливой стоимости одной акции «Белуга Групп» до 4500 рублей, что подразумевает потенциал роста котировок в размере 54,0% к рыночным уровням. Рекомендация — «ПОКУПАТЬ».

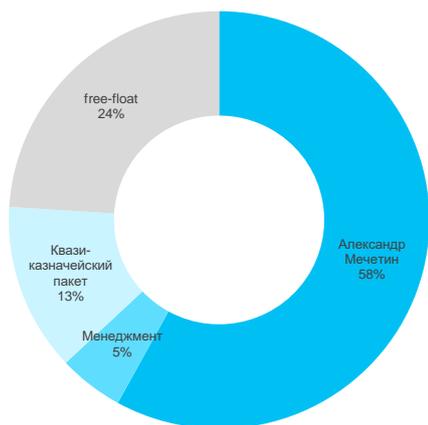
О компании

«Белуга Групп» — крупнейший российский производитель алкогольных напитков, входящий в топ-4 ведущих глобальных производителей водки (по данным IWSR за 2021 год). Группа активно развивает собственную специализированную розничную сеть «ВинЛаб», а также входит в тройку ключевых импортёров крепкого алкоголя в России.

«Белуга Групп» была основана в 1999 г. Александром Мечетиным (первоначальное название — группа «Синергия»), который и сегодня является её председателем правления и ключевым акционером. После последнего SPO доля акций в свободном обращении увеличилась до 28% (см. диаграмму 1).

В настоящий момент группа представляет собой вертикально-интегрированный холдинг с собственной производственной базой,

Диаграмма 1. Структура акционеров



Источники: данные, компании, расчёты Открытие Research

включающей спиртзавод, 5 ликёроводочных заводов и винодельческий комплекс совокупной мощностью более 20 млн декалитров в год, с крупнейшим в РФ дистрибьюторским каналом, через который поставляется продукция более чем в 200 тыс. розничных точек, а также динамично развивающейся розничной сетью, работающей под брендом «ВинЛаб».

Ассортимент собственной продукции группы является очень широким и включает все традиционные категории алкогольных напитков. Портфель собственных брендов насчитывает более 45 наименований. Флагманский бренд портфеля — водка Beluga — является лидером по объёму продаж в России в сегменте «премиум+» (по данным IWSR за 2021 год).

Как импортёр алкогольной продукции BELUGA GROUP сотрудничает с полусотней поставщиков из 15 стран мира, а её импортный портфель в настоящий момент насчитывает свыше 110 брендов.

С 2018 года «Белуга Групп» развивает розничную сеть специализированных магазинов «ВинЛаб», которая стала для группы ещё одним каналом продаж, стабильно наращивающим выручку и прибыль. Наличие собственной розничной сети даёт группе преимущество сравнительно короткого оборота капитала, быстрой оборачиваемости средств, а также возможности оперативно реагировать на изменение курса валют для регулирования цен. По итогам 2022 года сеть насчитывала более 1350 точек против 645 точек на начало 2021 года (см. диаграмму 2). Основными рынками для ритейлера остаются Москва, Санкт-Петербург и Дальний Восток.

В состав «Белуга Групп» также входит компания «ПентАгро», занимающаяся производством продуктов питания. Данный бизнес является непрофильным, его доля в общих продажах группы невелика и потому, в перспективе, велика вероятность деконсолидации данных активов.

Финансовые показатели

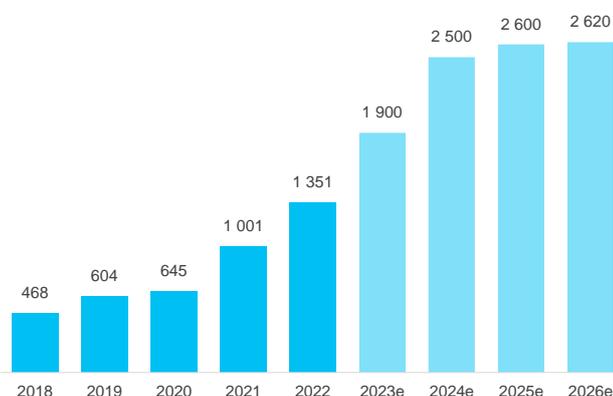
Из года в год финансовые показатели «Белуга Групп» уверенно росли, при этом в последнее время группа существенно улучшила и рентабельность бизнеса. В результате в 2017–2021 гг. консолидированная выручка компании удвоилась, тогда как показатель EBITDA более чем утроился (см. диаграмму 4). Такая динамика была в первую очередь связана с развитием розничного бизнеса и расширением направления продаж импортной продукции. Здесь группа видит основные драйверы роста для дальнейшего развития на горизонте как минимум следующих нескольких лет. Ожидается, что выручка «Белуги» в 2024 году превысит 130 млрд рублей, то есть удвоится по сравнению с 2020 годом. При этом вклад сети «ВинЛаб» в консолидированный показатель EBITDA группы по плану может превысить 50% уже в 2025 году (см. диаграмму 5). Отметим, что рост оборота «ВинЛаб» помимо расширения офлайн-сегмента планируется также за счёт увеличения доли интернет-продаж и создания специализированного маркетплейса.

Исходя из промежуточных финансовых результатов за 2022 год, мы полагаем, что компания в целом адаптировалась к изменившейся операционной среде. Однако изменение логистических цепочек, наращение запасов и изменение структуры расчётов по импортным контрактам потребовали увеличения оборотного капитала. Впрочем, «Белуга» успешно компенсирует возросшие издержки за счёт постоянного роста доли премиальной продукции в структуре продаж, расширения сети магазинов «ВинЛаб» и увеличения отгрузок импортных брендов. В результате по итогам 9 месяцев 2022 года выручка «Белуги» достигла 66,3 млрд руб. (+32% г/г), EBITDA составила 12 млрд руб. (+71% г/г) при рентабельности в 18,1% (против 14% по итогам 2021 года), а чистая прибыль выросла до 5,2 млрд руб. (+87% г/г). С учётом того, что отгрузки алкоголя совокупно за 2022 год выросли на 7%, до 16,8 млн, а расширение розничной сети идёт даже опережающим темпами, мы полагаем, что финансовые результаты и за весь 2022 год окажутся на очень солидном уровне.

На середину 2022 года соотношение чистого долга и LTM EBITDA «Белуга Групп» находилось на уровне 1,8х, что является комфортным уровнем с точки зрения финансовой устойчивости. При этом, несмотря на инвестиции в развитие розничной сети и рост потребности в рабочем капитале, долговая нагрузка «Белуга Групп», по нашим оценкам, и в

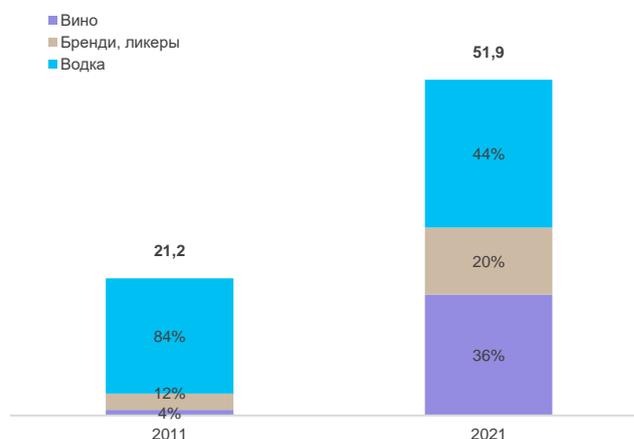
дальнейшем останется под контролем, поскольку основные капитальные затраты на пятилетнем горизонте связаны лишь с расширением розничной сети, а это достаточно скромные величины в масштабах бизнеса всей группы (3,0–3,5 млрд рублей в год прикратно большем чистом денежном потоке). Таким образом, мы не видим никаких препятствий для стабильных дивидендных выплат, на которые, согласно действующей политике, группа планирует направлять не менее 50% скорректированной прибыли по МСФО.

Диаграмма 2. Количество магазинов сети «Винлаб»



Источники: данные, компании, расчёты Открытие Research

Диаграмма 3. Динамика выручки «Белуга Групп» от продаж и дистрибуции в разрезе ключевой продукции, млрд руб.



Инвестиционные тезисы

- Растущий бизнес в защитном секторе экономики.** Потребление алкоголя в РФ остаётся стабильным и даже увеличивается во время негативной фазы экономического цикла. При этом, хотя потребление водки в последние годы в России стагнирует, спрос устойчиво смещается в сторону неводочной продукции и, в первую очередь, вина. Собственно, эволюция потребительских предпочтений стимулировала и трансформацию всего бизнеса «Белуги» из чистого производителя водки в диверсифицированного продавца алкоголя в том числе за счёт запуска дистрибьюторской деятельности (см диаграмму 3). Помимо продаж импортного вина «Белуга», активно развивает собственное винное производство на базе винодельческого комплекса «Помесье Голубицкое» (бренд Golubitskoe Estate). Отдельно отметим, что «Белуга» в 2022 году, в целом, адаптировалась к сложностям с импортными поставками алкоголя (уход американских и австралийских поставщиков не играет большой роли для компании, а Южная Европа и Латинская Америка сохраняют поставки). Более того, «Белуга» занимает долю рынка, которую занимали западные бренды крепкого алкоголя. И хотя расходы на логистику увеличились, перенос издержек на потребителя не сказался на снижении спроса — за 2022 год «Белуга» нарастила отгрузки продукции на 7%, до 16,8 млн декалитров.
- Развитие розницы как дополнительный драйвер роста.** Ещё одним важным драйвером роста для «Белуги» является развитие собственной розничной сети. Благодаря возрастающей коммерческой успешности «ВинЛаб» сегодня является ключевым сегментом в структуре группы, позволяющим раскрывать потенциал собственных и агентских брендов, и способствующим их экспансии на рынке. По итогам 6 месяцев 2022 года на розницу пришлось уже почти 40% консолидированной выручки. И если ориентироваться на стратегию развития «Белуги», то это далеко не предел, и в обозримой перспективе дальнейшее расширение сети «ВинЛаб» должно стать локомотивом роста для всей группы, тогда как в течение ближайших трёх лет количество розничных точек планируется увеличить в 2 раза (см. диаграмму 2).
- Высокий потенциал дивидендных выплат.** Растущий бизнес, улучшение маржинальности и умеренный уровень долговой нагрузки позволяют «Белуге» стабильно наращивать дивиденды. В октябре 2022 г. совет директоров компании утвердил обновлённую

дивидендную политику, согласно которой акционерам «Белуги» будет ежегодно направляться не менее 50% скорректированной прибыли по МСФО (вместо 25%, как было ранее). По нашим консервативным оценкам, дивидендная доходность акций компании по итогам 2023 года может составить более 11% при том, что в дальнейшем выплаты будут только увеличиваться.

- Менеджмент мотивирован долей в бизнесе.** «Белуга» внедрила 5-летний план мотивации для своего топ-менеджмента (50 ключевых управляющих), который вступил в силу 16 февраля 2022 года. Программа предполагает предоставление вознаграждения в виде акций компании при условии прироста капитализации, выраженного в долларах США, в 5-летний период, а также сохранение трудовых отношений. Размер мотивационной программы составляет 3% уставного капитала и зарезервирован из квазиказначейского пакета акций компании (то есть не предполагает размытия акционерного капитала). Исходя из лучших практик мирового опыта корпоративного управления, данный инструмент является одним из наиболее сильных стимулов для топ-менеджмента работать в интересах роста акционерной стоимости компании, а также соблюдать баланс между корпоративными целями и интересами миноритариев.

Диаграмма 4. Основные финансовые показатели «Белуга Групп» (млрд руб.)

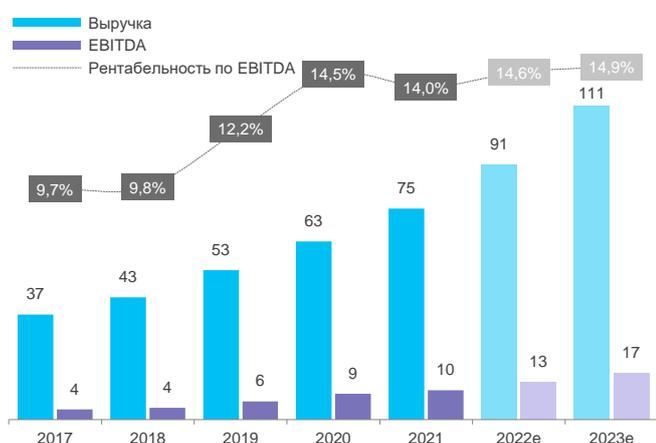
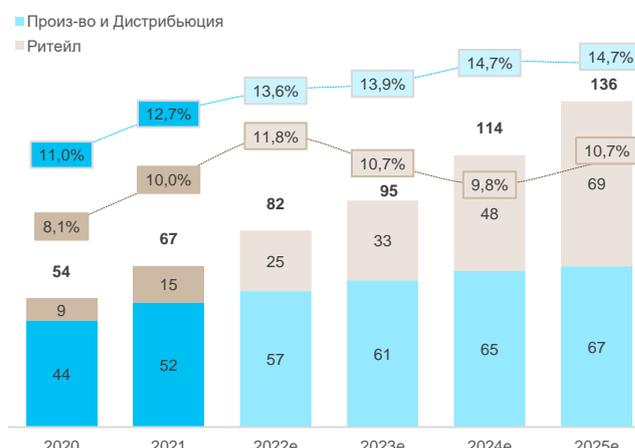


Диаграмма 5. EBITDA (млрд руб.) и рентабельность EBITDA «Белуга Групп» по сегментам



Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

Оценка стоимости

«Белуга Групп» за счёт сочетания производства, дистрибьюторской деятельности и розничной сети является уникальной компанией, у которой нет прямых публичных аналогов среди российских и зарубежных компаний. Поэтому для оценки её справедливой стоимости мы предпочли использовать модель дисконтированных денежных потоков (DCF), а также модель дисконтирования дивидендов (DDM) с совокупным весом 50/50. При этом мы исключили из модели непрофильный сегмент продуктов питания, так как он уже сейчас имеет очень скромный вес, а в перспективе может быть полностью продан. С учётом роста страновых рисков взвешенный коэффициент дисконтирования (WACC) для данного эмитента по нашим оценкам составляет 23,7% в 2023 году, затем мы ожидаем плавное снижение премии за риск в акционерном капитале. Расчёты справедливой стоимости компании представлены в таблице ниже:

Таблица 1. DCF-модель «Белуга Групп»

млрд руб. (иное указано)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Выручка	43,4	53,1	63,3	74,9	90,6	111,4	137,6	156,3	163,8
Рост год к году, %	16,4%	22,3%	19,3%	18,4%	20,9%	23,0%	23,5%	13,7%	4,8%
EBITDA	4,3	6,5	9,2	10,5	13,2	16,5	21,1	25,0	26,8
маржа %	9,8%	12,2%	14,5%	14,0%	14,6%	14,9%	15,4%	16,0%	16,4%
Чистая прибыль	0,9	1,4	2,5	3,9	6,4	8,2	9,9	13,5	15,0
маржа %	2,2%	2,7%	3,9%	5,2%	7,1%	7,4%	7,2%	8,6%	9,1%
Изм. в рабочем капитале	0,5	-2,2	-0,3	-0,2	-13,9	-27,4	15,2	3,9	-4,3
капзатраты	-1,8	-1,7	-1,1	-2,3	-3,0	-3,2	-3,4	-3,5	-3,7

скорр. СДП	2,4	2,3	7,4	8,0	-5,8	-16,6	29,8	21,2	14,1
скорр. СДП на 1 акцию	175 Р	173 Р	596 Р	617 Р	-451 Р	-1 311 Р	2 386 Р	1 721 Р	1 160 Р
дивиденд на 1 акцию		32 Р	100 Р	120 Р	250 Р	325 Р	395 Р	548 Р	617 Р

DCF, на 1 акцию									
DCF (2023-26)	2 110								
TV	5 375								
EV	7 484								
[-] чистый долг	-1 562								
Стоимость 1 акции, руб	5 922								

DDM, на 1 акцию									
DCF (2023-26)	1 149								
TV	1 930								
Стоимость 1 акции, руб	3 079								

50/50, руб	4 500 Р								
потенциал	58%								

Источники: расчёты Открытие Research

Риски

- Усугубление геополитических рисков в среднесрочной перспективе может оказать сильное негативное воздействие на российский фондовый рынок в целом и акции «Белуга Групп» в частности.
- Санкционное давление на российский бизнес в перспективе способно нарушить цепочки экспортно-импортных поставок алкоголя в РФ, что негативно отразится на финансовых результатах группы.
- Сегмент продаж крепкого алкоголя в России стагнирует и характеризуется высокой конкуренцией, что в перспективе может негативно сказаться на загрузке собственных мощностей и на динамике продаж оптовых и розничных продаж группы.
- Алкогольная отрасль традиционно является объектом самого пристального внимания со стороны государства. Возможны регуляторные нововведения, такие как рост акцизов и/или импортных пошлин, которые ухудшат финансовое положение игроков данного рынка.
- Главным локомотивом роста финансовых показателей «Белуга Групп» на горизонте ближайших лет является розничное направление. Если группа будет отставать от плана-графика по вводу новых супермаркетов «ВинЛаб» и развитию онлайн-продаж, финансовые результаты окажутся хуже ожидаемых.

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 расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф **«Инвестиционный советник»**.

Otkritie © 2023

АО «Открытие Брокер» (бренд «Открытие Инвестиции»), 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 отчет») 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 отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в отчет изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет 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 суммы, 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 отчете.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составившего настоящий аналитический отчет, 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 ее 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 определению 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 несет 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 отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Европейском Экономическом Союзе (ЕЭС) аналитический отчет может быть адресован исключительно лицам, являющимся квалифицированными инвесторами в соответствии со статьей 2(е) Закона (EU) 2017/1129 с дополнениями (далее – «Приказ»). В Великобритании аналитический отчет может быть адресован исключительно (1) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), (2) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа, а также (3) лицам, являющимся квалифицированными инвесторами в соответствии со статьей 2(е) Закона (EU) 2017/1129 с дополнениями (далее – «Приказ») в той части, в которой он формирует внутренний Закон Великобритании в силу Закона о выходе Великобритании из ЕЭС от 2018 года. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

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 Берিশев
Технический аналитик

Владимир Малиновский
Начальник отдела анализа долгового рынка

Александр Шураков, PhD
Ведущий 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