



Российские акции / Нефтегазовый сектор

Татнефть АП

Сохраняет привлекательность как дивидендная бумага

UPDATE

Татнефть АП	TATNP
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	МОЕХ
Целевая цена	473,5 руб.
Цена сделки	366,4 руб.
Потенциал роста	29,2%
Инвестиционный горизонт	12 месяцев
Рекомендуемая доля в портфеле	5%
Капитализация	861 млрд. руб.
Среднедневной оборот (АО/АП)	0,12 млрд руб.

Динамика котировок

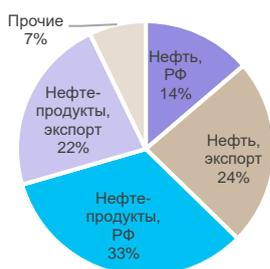


Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчетный год	2021	2022	2023П
Финансовые показатели			
Выручка, млрд руб.	1 205	1 427	1 245
Выручка, г/г	51%	18%	-13%
ЕБИТДА, млрд руб.	283	447	301
ЕБИТДА, г/г	58%	58%	-33%
Чистая прибыль, млрд руб.	198	285	205
Чистая прибыль, г/г	92%	43%	-28%
Коэффициенты и мультипликаторы			
Рентабельность ЕБИТДА	23,5%	31,3%	24,2%
Чистый долг / ЕБИТДА	-32,0%	-34,3%	-40,2%
P/E	4,3x	3,0x	4,2x
EV/ЕБИТДА	2,5x	1,6x	2,3x
Дивиденды			
Дивиденд на акцию, руб.	42,6	61,2	44,1
Див. доходность, ао	11,5%	16,5%	11,9%
Див. доходность, ап	11,6%	16,7%	12,0%

Источники: Московская Биржа, данные компании, расчеты «Открытие Инвестиции».

Структура продаж по МСФО за 2022 г.



Источники: данные компании, расчеты «Открытие Инвестиции»

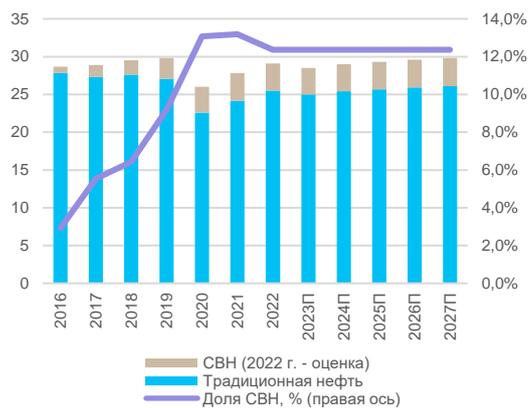
- «Татнефть» – качественная региональная нефтяная компания со сбалансированными активами в добыче и переработке и отрицательным чистым долгом. Компания продолжает раскрывать промежуточную отчетность по РСБУ и МСФО. Минимальные дивидендные выплаты согласно дивидендной политике – 50% от чистой прибыли по МСФО или РСБУ (большее из двух).
- Результаты 2 п/г 2022 г. и всего 2022 г. превысили наши прогнозы как в части добычи и переработки, так и ЕБИТДА и чистой прибыли. Мы повысили оценку дивиденда за 4 кв. 2022 г. на 26% до 21,6 руб. (доходность 5,9%) и прогноз дивиденда за 2023 г. – на 8% до 44,1 руб. (доходность 12,0%). Прогноз дивидендных выплат на ближайшие 12 месяцев – 52,4 руб. (доходность 14,3%).
- Мы повысили прогноз добычи нефти в 2023 г. на 5,8% до 28,5 млн т (0,56 мбс), производства нефтепродуктов – на 10% до 16,0 млн т (0,31 мбс). Тем не менее мы ожидаем, что добыча снизится в 2023 г. на 2% год к году, после чего вернется кресту и превысит показатель 2022 г. в 2025 г. Мы ожидаем, что выпуск нефтепродуктов в 2023 г. сохранится на уровне 2022 г.
- Мы по-прежнему полагаем, что внешние условия для российских НК в 2023 г. будут менее благоприятными, чем в 2022 г. Основные причины – снижение цен на нефть и рост налоговой нагрузки на отрасль, в том числе уменьшение компенсаций поставщикам топлива на внутренний рынок. Преимущество «Татнефти» в этих условиях – современная переработка и сравнительно небольшой размер, дающий гибкость в области сбыта.
- Мы оцениваем справедливую стоимость привилегированных акций «Татнефти» методом дисконтированных дивидендов. Наша новая оценка – 473,5 руб./акция – выше предыдущей на 9% и подразумевает потенциал роста 29%, наша рекомендация – «ПОКУПАТЬ».

О компании

«Татнефть» — вертикально интегрированная нефтяная компания, активы которой в добыче и переработке расположены главным образом в Республике Татарстан. Добыча нефти компанией в 2022 г. – 29,1 млн т, или 0,57 млн барр./сутки – составила 5,4% от общей добычи нефти и газового конденсата в России. Месторождения в Татарстане обеспечили, по нашей оценке, 98%-99% этого объема. Сверхвязкая нефть (СВН) составила в 2021 г. около 13% добытой нефти (по массе).

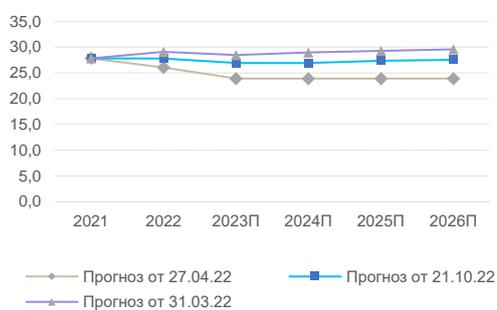
Доказанные запасы нефти компании на конец 2021 г. – 808 млн т, доказанные, вероятные и возможные – 1 123 млн т. Исходя из докризисного уровня добычи 2019 г. (29,8 млн т/г млн), обеспеченность доказанными запасами составляет 27 лет. Основные месторождения – зрелые, с высокой степенью обводненности, находящиеся в поздней стадии эксплуатации. Несмотря на это, добыча «Татнефти» не уменьшалась год к году в течение 20 лет, пока не была снижена в рамках ОПЕК+ со 2 кв. 2020 г.

Добыча нефти, факт и прогноз, млн т/г



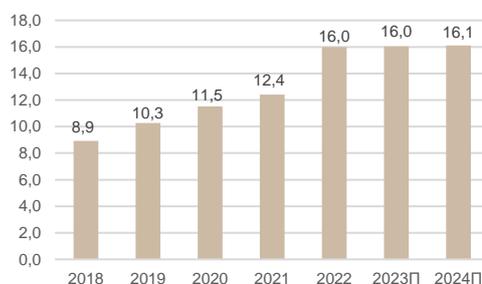
Источники: данные компании, расчеты «Открытие Инвестиции»

Изменение прогноза добычи, млн т/г



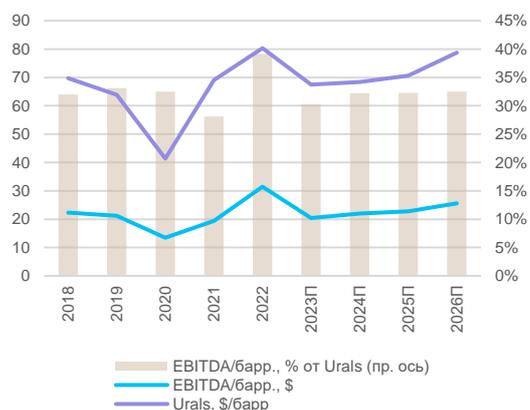
Источники: данные компании, расчеты «Открытие Инвестиции»

Выпуск нефтепродуктов группой «Татнефть», млн т/г



Источники: данные компании, расчеты «Открытие Инвестиции»

Прогноз EBITDA на единицу добычи нефти, \$/барр.



Источники: данные компании, расчеты «Открытие Инвестиции»

Компании принадлежит НПЗ «ТАНЕКО» в Нижнекамске, введенный в эксплуатацию в 2011 и затем расширенный и модернизированный. В 2022 г. он переработал 16,2 млн т нефти (0,32 млн барр./сутки), доля светлых нефтепродуктов в продукции – 82%. «Татнефть» также владеет сетью АЗС – 850 станций в РФ, Беларуси и Узбекистане.

Во 2 кв. 2022 г. компания продала группу предприятий по производству легковых и грузовых шин Kamu Tyres за 35,6 млрд руб. В марте 2023 г. закрыта сделка по приобретению активов производителя шин Nokian в России за €286 млн (23,1 млрд руб.). В 3 кв. 2022 г. завершено приобретение бизнеса по нефтепромысловому сервису за 19,3 млрд руб. Кроме того, с 2016 г. «Татнефть» консолидирует в отчетности банк ЗЕНИТ.

По данным компании, около 34% уставного капитала (36% голосующих акций) принадлежит юридическим лицам под контролем Республики Татарстан, 12,65% задепонировано под программу американских депозитарных расписок (АДР), 3,2% УК – казначейские обыкновенные акции. Привилегированные акции составляют 6,3% выпущенных акций, или 6,6% с учетом казначейских.

Инвестиционный тезис

Результаты «Татнефти» за 2 п/г и весь 2022 г. превзошли наши ожидания. Так, чистая прибыль по МСФО на долю акционеров выросла год к году на 43,4% до 284,6 млрд руб. – на 7,8% выше нашего прогноза (264 млрд руб.). По нашим расчетам, исходя из коэффициента выплат 50%, дивиденд на АО и АП за 2022 г. может составить 61,17 руб. (доходность 16,7%), за 4 кв. 2022 г. – 21,60 руб. (доходность 5,9%). Это на 8% и 26% соответственно выше наших прогнозов.

Добыча нефти компанией в 2022 г. выросла на 4,6% до 29,1 млн т (0,57 мбс) – на 4,7% выше нашего прогноза от 21 октября 2022 г. В 2023 г., согласно материалам к проекту бюджета Татарстана, снижение добычи нефти в регионе составит 0,4 млн т/г. Наш прогноз для «Татнефти» менее оптимистичен – минус 0,6 млн т/г, или 2,1%, до 28,5 млн т (0,56 мбс). Тем не менее это на 5,8% выше предыдущего прогноза.

Мы ожидаем, что с 2024 г. добыча вернется к росту и в 2027 г. превысит уровень 2019 г. (29,8 млн т), в соответствии с этим прогнозы годовой добычи в 2024-27 гг. увеличены на 7%-8%. Стратегия «Татнефти» в редакции 2022 г. предусматривает рост добычи к 2030 г. до 40,5 млн т (в редакции 2018 г. – до 38,4 млн т).

Выпуск нефтепродуктов «Татнефтью» в 2022 г. вырос на 29% до 16,0 млн т (0,31 мбс) – на 10% выше прогноза. Мы полагаем, что этот объем сохранится в ближайшие годы и увеличили прогноз выпуска на 2023-27 гг. на 9-10%. Ввод второго комплекса гидрокрекинга мощностью 1,2 млн т (ожидаем в 2024-25 гг.) может увеличить выход светлых нефтепродуктов с 82% до 87%-89%.

Мы полагаем, что в 2023 г. добыча нефти в РФ снизится меньше ожиданий – в пределах уже объявленного сокращения (на 0,5 мбс), а нефтепереработка может уменьшиться незначительно. Таким образом, динамика добычи и переработки «Татнефти» в 2023 г. будет близка к общей по РФ.

С другой стороны, мы учли в наших прогнозах снижение цен на нефть (в долларах и рублях) и рост налоговой нагрузки в 2023 г. В частности, мы полагаем, что в 2023 г. значительно снизится «возвратный акциз» нефтяным компаниям. В 2022 г. «Татнефть» получила 278,6 млрд руб. «возвратного акциза», то есть \$19,6 на баррель добычи (в 2021 г. – \$5,6/барр.). В основном это выплаты, компенсирующие разницу между ценами внутреннего рынка и экспортным нетбэком на нефтепродукты («демпфер»), а также инвестиционные надбавки для НПЗ. Мы считаем, что в случае необходимости для бюджета механизм «демпфера» будет дополнительно скорректирован в сторону снижения выплат. Также вероятно, что сохранить экспорт нефтепродуктов в 2023 г. удастся ценой глубоких дисконтов, что ухудшит экономику переработки.

Учитывая рост физических показателей и ухудшение внешних условий, мы повысили прогноз дивидендов только на 8,4% за 2023 г. и на 8,6% за 2024 г., а не его рост, поскольку более высокий уровень добычи потребует большего объема капзатрат.

Результаты 2 п/г 2022 г. по МСФО

Выручка за 2 п/г 2022 г. снизилась на 1,7% год к году и на 19,5% к предыдущему полугодю до 636,3 млрд руб. EBITDA (без банковских операций) выросла на 17,5% год к году и снизилась к 1 п/г на 38,5% до 170,3 млрд руб. Чистая прибыль на долю акционеров во 2 п/г увеличилась на 36,3% г/г и на 3,4% к 1 п/г до 144,7 млрд руб. Ключевую роль в росте прибыли во 2 п/г сыграли положительные курсовые разницы – следствие ослабления рубля.

ОДП вырос на 2,7% год к году и снизился на 9,2% к 1 п/г до 170,2 млрд руб. Капзатраты выросли на 16,6% г/г и на 25,3% к 1 п/г до 89,5 млрд руб. Рост капзатрат в основном связан с повышением вложений в добычу с низкой базы 2021 г., обеспечившими ее быстрый рост в 2022 г. Как следствие, СДП во 2 п/г 2022 г. уменьшился на 9,3% г/г и на 30,5% к 1 п/г до 80,7 млрд руб. – 34,7 руб. на акцию.

Оценка стоимости

Мы оценили справедливую стоимость привилегированных акций «Татнефти» методом дисконтированных дивидендов. Мы использовали ставку дисконтирования 15%, темп роста в постпрогнозный период (TGR) -- 1,5%. Мы увеличили его с 1,0%, учитывая повышение компанией своей цели по добыче на 2030 г. Мы прогнозируем финансовые потоки в номинальных рублях, используя долгосрочный прогноз инфляции 4%. В реальном выражении дивиденд в постпрогнозный период снижается, что отражает снижение рентабельности из-за роста издержек на зрелых месторождениях, а затем и добычи. Полученная целевая цена – 473,5 руб./акция, потенциал роста – 29,2% к текущей цене.

Мы также рассмотрели чувствительность целевой цены к ставке дисконтирования и темпу роста в терминальном периоде. При снижении ставки дисконтирования на 1 п.п. до 14% целевая цена привилегированных акций растет на 7,3% до 508,4 руб./акция, а при увеличении TGR на 1 п.п. до 2,5% – на 4,5% до 494,8 руб./акция.

Изменение прогноза дивидендов, руб./акция



Источники: данные компании, расчеты «Открытие Инвестиции»

Оценка акции методом дисконтированных дивидендов

		2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	TV
Выручка	млрд руб.	1427	1245	1353	1438	1662	1723	
ЕБИТДА	млрд руб.	447	301	342	364	424	436	
Чистая прибыль	млрд руб.	285	205	228	243	288	294	
Чистая прибыль на акцию	руб.	122,3	88,1	98,1	104,4	123,9	126,5	
Коэффициент дивидендных выплат	%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	
Дивиденд на акцию (2022 г. - оценка)	руб.	61,2	44,1	49,1	52,2	61,9	63,2	
Дивиденд, объявленный в течение года	руб.	55,7	52,4	47,6	51,3	59,0	62,9	
Ставка дисконтирования	%	-	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	1,5%
Коэфф. дисконтирования	%	-	100%	87%	76%	66%	57%	
Темп роста в постпрогнозный период	%							1,5%
Приведенная стоимость дивидендов в постпрогнозный период	руб.							466
Чистая приведенная стоимость (ЧПД)	руб.	-	52,4	41,4	38,8	38,8	35,9	266,2
Целевая цена акции	руб.	473,5						
Текущая цена акции	руб.	366,4						
Потенциал роста	%	29,2%						

Источник: расчеты «Открытие Инвестиции»

Основные макроэкономические предположения для прогноза

		2019	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Brent, средняя цена	\$/barr.	64,2	43,2	71,0	99,0	84,2	82,0	80,6	83,8	81,8
Urals, средняя цена	\$/barr.	63,9	41,4	69,1	80,3	67,5	68,4	70,6	78,8	79,2
Urals, средняя цена	RUB/бар	4 134	2 986	5 089	5 507	4 909	5 138	5 409	6 187	6 368
Средний курс рубля к доллару США	руб./\$	64,7	72,2	73,7	68,6	72,7	75,1	76,6	78,5	80,4
Курс рубля к доллару на конец года	руб./\$	61,9	73,9	74,3	70,3	74,0	75,9	77,6	79,5	81,4
Инфляция в РФ (СРП), средняя	%	4,5%	3,3%	6,5%	13,8%	5,3%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%
Инфляция накопленная, 2021 =					100%	105%	110%	114%	119%	123%

Источник: расчеты Открытие Research

Чувствительность целевой цены (руб./акция) к стоимости капитала и росту в постпрогнозный период

TGR/WACC	13%	14%	15%	16%	17%
-0,5%	499,7	467,3	439,2	414,5	392,6
0,5%	522,5	486,3	455,2	428,0	404,2
1,5%	549,4	508,4	473,5	443,5	417,3
2,5%	581,3	534,3	494,8	461,2	432,3
3,5%	619,9	565,1	519,8	481,8	449,4

Источник: расчеты «Открытие Инвестиции»

Риски

- Ужесточение ЕС и G7 режима санкций и «ценового потолка», его возможное снижение. Эти меры могут привести к падению объемов добычи и нефтепереработки, а также цен, глубже наших прогнозов.
- Воплощение в реальность идеи банка качества нефти – риск для цены реализации тяжелых сортов «Татнефти».
- Рост налоговой нагрузки, например, путем корректировки параметров режима НДС и выплат по обратному акцизу.
- В условиях технологических ограничений растет вероятность геологических осложнений на зрелых месторождениях, которые приведут к падению добычи или вызовут быстрый рост удельных операционных или капитальных затрат.

**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 **«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 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. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчете 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 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 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 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, предявляемых 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 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 Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) 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), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. 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.ruvk.com/openbrokerfb.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 Руденко

Ведущий аналитик, стратегия на рынке акций

Марат Берিশев

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