



**РСХБ** УПРАВЛЕНИЕ  
АКТИВАМИ

**Комментарий по эмитенту**

**МКПАО «ОК «РУСАЛ»**

26.06.2024





## Ключевые финансовые показатели МКПАО «ОК «РУСАЛ» (МСФО)

Показатель, \$млн	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023/ 2022	CAGR 2017/ 2023
Денежные средства и их эквиваленты	831	844	1 781	2 229	1 984	3 196	2 087	-35%	17%
Запасы	2 414	3 006	2 460	2 292	3 692	4 489	3 599	-20%	7%
Торговая и прочая ДЗ	984	1 102	1 351	1 163	1 646	1 286	1 154	-10%	3%
ОС и инвестиционное имущество	4 323	4 421	4 499	4 855	5 350	5 829	5 806	0%	5%
Нематериальные активы	2 552	2 409	2 557	2 407	2 411	2 605	2 337	-10%	-1%
Инвестиции в АК и СП	4 448	3 698	4 240	3 822	4 014	5 174	4 521	-13%	0%
Активы	15 774	15 777	17 814	17 378	20 906	24 631	21 464	-13%	5%
Капитал	4 444	5 209	6 747	6 543	10 524	12 307	11 016	-10%	16%
Капитал/Активы	28%	33%	38%	38%	50%	50%	51%	-	-
Торговая и прочая КЗ	1 658	1 274	1 770	1 836	2 408	1 439	1 183	-18%	-5%
Краткосрочные кредиты и займы	735	914	548	730	1 894	2 547	1 966	-23%	18%
Долгосрочные кредиты и займы	7 744	7 372	7 699	7 062	4 839	6 910	5 900	-15%	-4%
Совокупный долг	8 479	8 286	8 247	7 792	6 733	9 457	7 866	-17%	-1%
Чистый долг	7 648	7 442	6 466	5 563	4 749	6 261	5 779	-8%	-5%
Чистый долг/ЕБИТДА	3,6	3,4	6,7	6,4	1,6	3,1	7,4	-	-
Скорр. чистый долг/ЕБИТДА	1,8	2,0	3,1	2,8	0,5	1,0	2,7	-	-
ЕБИТДА скорр./% расходы, нетто	3,7	4,6	1,7	2,0	9,4	6,5	2,7	-	-
Текущая ликвидность	1,7	2,2	2,6	2,1	1,8	2,2	2,1	-	-
Выручка	9 969	10 280	9 711	8 566	11 994	13 974	12 213	-13%	3%
ЕБИТДА скорр.	2 120	2 163	966	871	2 893	2 028	786	-61%	-15%
ЕБИТДА скорр. margin	21,3%	21,0%	9,9%	10,2%	24,1%	14,5%	6,4%	-	-
% расходы, нетто	-572	-471	-557	-431	-309	-313	-287	-8%	-11%
Доля в прибыли АК и СП	620	955	1 669	976	1 807	1 555	752	-52%	3%
Чистая прибыль	1 222	1 698	960	753	3 225	1 793	282	-84%	-22%
FFO	1 802	804	1 895	1 134	1 453	-54	1 885	-	1%
CFO	1 702	680	1 652	1 091	1 146	-412	1 760	-	-
CapEx	-842	-834	-848	-897	-1 192	-1 239	-1 056	-15%	4%
FCF	860	-154	804	194	-46	-1 651	704	-	-3%
Конверсия FCF	8,6%	-1,5%	8,3%	2,3%	-0,4%	-11,8%	5,8%	-	-



## Факторы привлекательности

- Высокая значимость Компании на мировом рынке алюминия;
- Высокая самообеспеченность собственным сырьем (глиноземом);
- Широкая диверсификация продаж.

## Основные риски

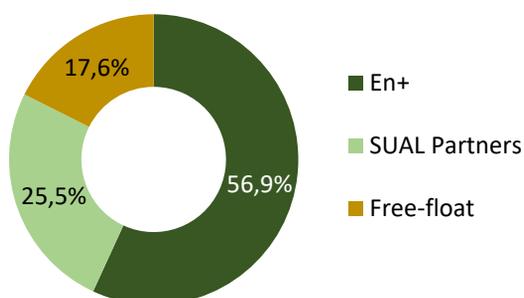
- Геополитические (санкционные) риски. В частности, ввод эмбарго на импорт алюминиевой продукции из РФ в США и страны ЕС;
- Сокращению спроса со стороны потребителей и, как следствие, снижение цен на алюминий, которые привели к падению доходов Группы и рентабельности операционной деятельности;
- Логистические риски: риски срыва поставок продукции в срок по причине сбоев в работе (приостановки работы) операторов морских грузоперевозок;
- Повышенная долговая нагрузка;
- Пересмотр дивидендной политики Норильского Никеля оказывает негативное влияние на платежеспособность РУСАЛа.



## О компании

МКПАО «ОК РУСАЛ» – вертикально интегрированный, относительно низко-затратный производитель алюминия. Активы по добыче бокситов и производству глинозема расположены в России и за рубежом. Основные металлургические заводы, которые выплавляют алюминий, находятся в Сибири (имеют совокупную установленную мощность в 4,2 млн т. алюминия в год), в непосредственной близости к источникам относительно дешевой (в сравнении с другими мировыми производителями алюминия) электроэнергии, вырабатываемой электростанциями на основе возобновляемых источников энергии.

За прошедшие 10 мес. с даты предыдущего аналитического обзора (от 24.08.23) структура акционерного капитала не претерпела изменений:



Источник: <https://rusal.ru/en/investors/equity-capital/>

Основными акционерами Компании являются: En+ Group (основной бенефициар: Дерипаска О.В.) – 56,88%, SUAL Partners (конечные бенефициары: Вексельберг В.Ф., Блаватник Л.В.) – 25,52%, free-float – 17,6%. Персональные санкции в отношении Дерипаски О.В. не должны оказать влияния на деятельность РУСАЛа, поскольку бизнесмен не владеет контрольным пакетом En+ Group.

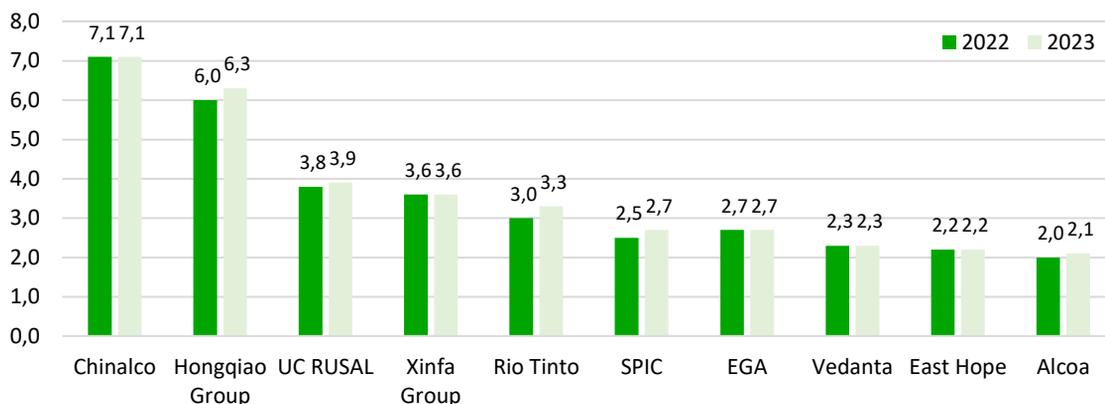
## Рыночные позиции и конкурентная среда

Подтвержденные международным аудитом запасы (доказанные и вероятные) бокситов добывающих компаний Холдинга составляют около 1,9 млрд т., что с учетом достигнутого уровня добычи гарантирует более 100 лет эксплуатационного периода.

Компания является одним из крупнейших производителей алюминия в мире, занимая третье место по итогам 2021г. с объемом производства в 3,8 млн тонн алюминия (доля в мировом производстве – 5,8%).



## Основные производители алюминия в мире, млн т.



Источник: внутренняя корпоративная отчетность РУСАЛа, общественно доступные отчеты и иная информация компаний-аналогов

## Операционные и финансовые результаты

Показатель	Производство, тыс. т			Средняя цена реализации, \$/т			Выручка, \$ млн		
	2022	2023	Δ	2022	2023	Δ	2022	2023	Δ
Реализация первичного алюминия и сплавов	3 896	4 153	7%	2 976	2 439	-18%	11 593	10 129	-13%
Реализация глинозема	1 169	759	-35%	470	448	-5%	550	340	-38%
Реализация фольги и прочей продукции из алюминия	-	-	-	-	-	-	581	550	-5%
Прочая выручка	-	-	-	-	-	-	1 250	1 194	-4%
<b>Итого</b>	<b>5 065</b>	<b>4 912</b>	<b>-3%</b>	-	-	-	<b>13 974</b>	<b>12 213</b>	<b>-13%</b>

Источник: годовой отчет Группы' 2023

Общий объем производства глинозема в 2023 году (далее – отчетный период) составил 5 134 тыс. т (-14% г/г). Снижение объема производства в основном произошло за счет:

- Остановки производства глинозема на Николаевском глиноземном заводе, в связи с введением военного положения на территории Украины;
- Введения санкций со стороны правительства Австралии, повлекшее к отсутствию возможности поставок глинозема с Queensland Alumina Ltd на предприятия Компании;
- Снижение уровня производства глинозема на Aughinish в периоды повышения цен на природный газ в Ирландии.



## Динамика цен на алюминий, \$/т.



Источник: данные cbonds.ru

Под влиянием режима внешних ограничений и снижения мировых цен на алюминий выручка компании по итогам 2023 г. снизилась до \$12 213 млн (-13% г/г).

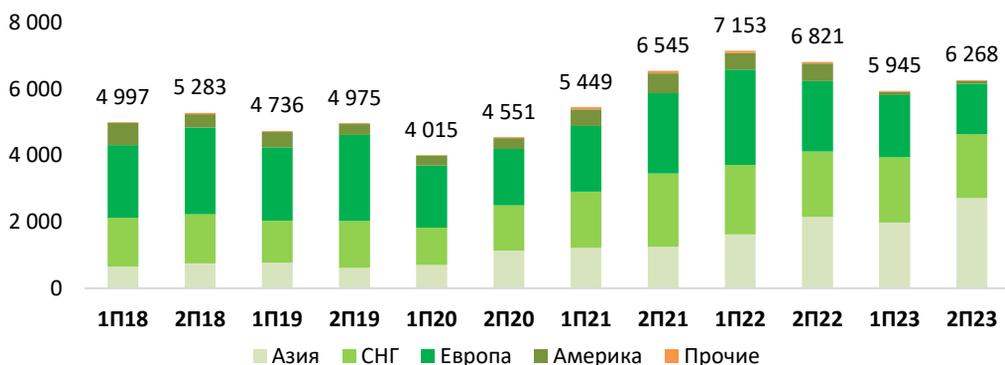
## Основные финансовые показатели, \$ млн

Показатель, \$ млн	1П21	2П21	1П22	2П22	1П23	2П23	▲ г/г
Выручка	5 449	6 545	7 153	6 821	5 945	6 268	-8,1%
Азия	1 213	1 248	1 616	2 146	1 978	2 711	26,3%
СНГ	1 692	2 211	2 103	1 971	1 968	1 923	-2,4%
Европа	1 980	2 421	2 866	2 123	1 870	1 527	-28,1%
Америка	497	590	501	534	95	81	-84,8%
Прочие	67	75	67	47	34	26	-44,7%
Δ выручки, п/п	19,7%	20,1%	9,3%	-4,6%	-12,8%	5,4%	-238,2%
Цена на алюминий, \$/т.	2 084	2 866	3 075	2 339	2 331	2 546	8,8%
Δ цены на алюминий, п/п	16,5%	37,5%	7,3%	-23,9%	-0,3%	9,2%	-
Средняя премия к цене на LME	203	301	342	283	200	174	-38,5%
Себестоимость общая	-3 819	-4 454	-4 762	-6 008	-5 217	-5 228	-13,0%
ЕВИТДА	1315	1578	1807	221	290	496	124,4%
ЕВИТДА margin	24,1%	24,1%	25,3%	3,2%	4,9%	7,9%	
Процентные расходы, нетто	-174	-155	-134	-179	-163	-124	-30,7%
Чистая прибыль	2018	1207	1680	113	206	76	-32,7%

Источник: отчетность МСФО



## Динамика выручки по полугодиям, \$ млн



Источник: отчетность МСФО

С точки зрения влияния на общую выручку географически сильнее всего снижение произошло в Европе и Америке. Согласно нашим ожиданиям и, принимая во внимание актуальную статистику по импорту алюминия в ЕС от Eurostat за 1кв24 (в 1кв24 снижение объема импорта алюминия из РФ в ЕС составило -44% г/г) и рестрикции со стороны США, указанные географические направления будут подвержены наибольшему давлению в 2024 г.

## Динамика выручки по макрорегионам (\$ млн)

Структура выручки по макрорегионам	2020	Доля	2021	▲	Доля	2 022	▲	Доля	2023	▲	Доля	2024П	▲	Доля
Азия	1 829	21%	2 461	35%	21%	3 762	53%	27%	4 689	25%	38%	5 158	10%	47%
СНГ	2 486	29%	3 903	57%	33%	4 074	4%	29%	3 891	-4%	32%	3 891	0%	35%
Европа	3 574	42%	4 401	23%	37%	4 989	13%	36%	3 397	-32%	28%	2 038	-40%	17%
Америка	624	7%	1 087	74%	9%	1 035	-5%	7%	176	-83%	1%	-	-	-
Прочие	53	1%	142	168%	1%	114	-20%	1%	60	-47%	0,5%	60	0%	1%
<b>Итого:</b>	<b>8 566</b>	-	<b>11 994</b>	<b>40%</b>	-	<b>13 974</b>	<b>17%</b>	-	<b>12 213</b>	<b>-13%</b>	-	<b>11 147</b>	<b>-9%</b>	-

Источник: отчетность МСФО, расчеты ООО «РСХБ Управление Активами»

При сегментном анализе данных по итогам 2023 г. оба дивизиона Группы показали негативную динамику, что привело к существенной просадке финансовых результатов по Группе в целом.

Результаты деятельности по сегментам, \$ млн	Алюминий			Глинозем		
	2022	2023	▲	2022	2023	▲
Тыс. т.	3 693	3 972	8%	5 373	4 340	-19%
Выручка	10 962	9 682	-12%	2 620	1 926	-26%
ЕБИТДА	2 872	1 052	-63%	2	88	x44
ЕБИТДА margin	26,2%	10,9%	-	0,1%	4,6%	-
Чистая прибыль	2 526	685	-73%	-77	34	-
Net margin	23,0%	7,1%	-	-2,9%	1,8%	-
CapEx	-768	-682	-11%	-311	-249	-20%

Источник: Годовой отчет Группы' 2023



В продуктовом разрезе наибольшее с точки зрения объемов произошло снижение в сегменте продаж первичного алюминия и сплавов.

Уменьшение выручки от реализации первичного алюминия и сплавов в 2023 г. связано в первую очередь со снижением на средневзвешенной цены реализации алюминия за т. на -18% г/г, что обусловлено снижением цены алюминия на LME. Снижение цен было частично компенсировано увеличением объема продаж первичного алюминия и сплавов на 7% г/г

Выручка от реализации глинозёма в 2023 г. снизилась как за счёт значительного снижения объемов реализации – на -35,0% г/г, так и за счет коррекции средней цены реализации на -5% г/г.

Выручка от реализации фольги и прочей алюминиевой продукции, а также выручка от реализации прочей продукции, бокситов и электроэнергии, изменилась несущественно относительно аналогичного периода предыдущего года (на -5% и -4% г/г соответственно).

Общая себестоимость не претерпела значимых изменений, снизилась на 3% г/г, до \$10 445 млн. Ее динамика была обусловлена главным образом ростом объема закупок глинозёма, а также повышением средних тарифов на электроэнергию и транспорт.

Себестоимость, \$ млн	2022	2023	▲	Доля
Затраты на электроэнергию	2 658	2 288	-14%	22%
Затраты на приобретение глинозема	1 847	2 029	10%	19%
Затраты на приобретение прочего сырья и прочие расходы	3 835	3 074	-20%	29%
Расходы на персонал	781	667	-15%	6%
Затраты на приобретение первичного алюминия у СП	940	656	-30%	6%
Амортизация	481	513	7%	5%
Ремонт и техническое обслуживание	532	455	-14%	4%
Затраты на приобретение бокситов	331	235	-29%	2%
Прочая себестоимость	-635	528	-183%	5%
<b>Себестоимость, итого</b>	<b>10 770</b>	<b>10 445</b>	<b>-3%</b>	<b>-</b>

Источник: отчетность МСФО' 2023

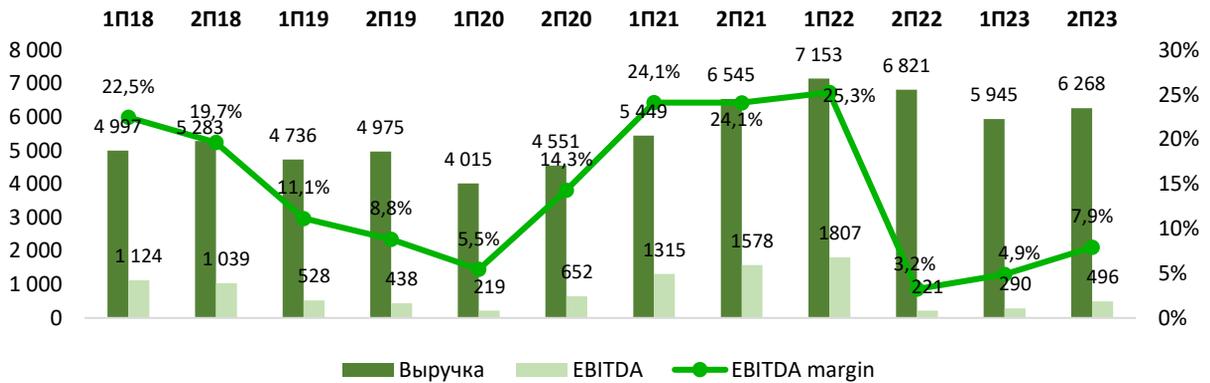
Так, рост затрат на приобретение глинозема (+10% г/г), был обусловлен увеличением объема закупок глинозёма на 12% г/г, что было частично компенсировано снижением закупочной цены глинозёма.

Снижение затрат на приобретение прочего сырья (за исключением глинозёма и бокситов) и прочих расходов связано с уменьшением закупочных цен на сырьё (цены на сырьевой пековый кокс – на -38% г/г, пек – на -16%, анодные блоки – на -28%, каустическую соду – на -29%).

Уменьшение затрат на электроэнергию уменьшились вызвано снижением на 14% г/г среднего тарифа на электроэнергию: 3,18 цента США/кВтч против с 3,69 цента США/кВтч в 2022 г., что было обусловлено ослаблением курса российского рубля по отношению к доллару США.



## Динамика выручки, EBITDA и EBITDA margin (\$ млн) по полугодиям



Источник: отчетность МСФО

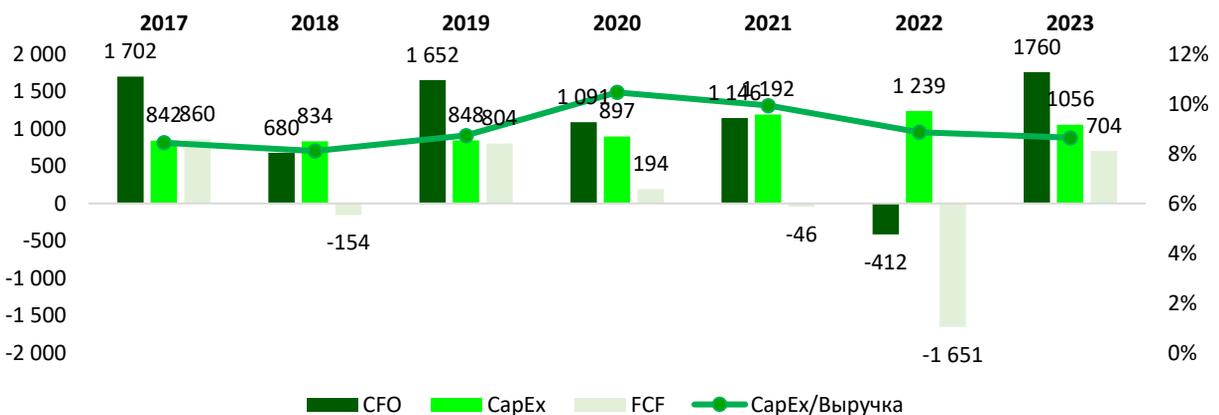
EBITDA снизилась до \$786 млн (-61% г/г), EBITDA margin – до 6,4% (в 2022 г.: 14,5%). Снижение данных показателей произошло за счет сокращения продаж и увеличения удельной себестоимости.

Процентные расходы (нетто) за 2023 г. снизились на 8% г/г, составив \$287 млн. Это, в первую очередь, обусловлено снижением средней ставки по кредитному портфелю, поскольку среднегодовой размер задолженности по кредитам и займам в течение отчетного периода вырос до \$8 662 млн (+7% г/г).

Чистая прибыль по причинам, описанным выше сократилась на 84% г/г до \$282 млн. Кроме того, на динамику финансового результата Группы повлияло прекращение дивидендного потока от ПАО «ГМК «Норильский Никель» (в 2022 г.: \$1 639 млн).

## Cash flow

### Динамика основных показателей денежного потока, \$млн



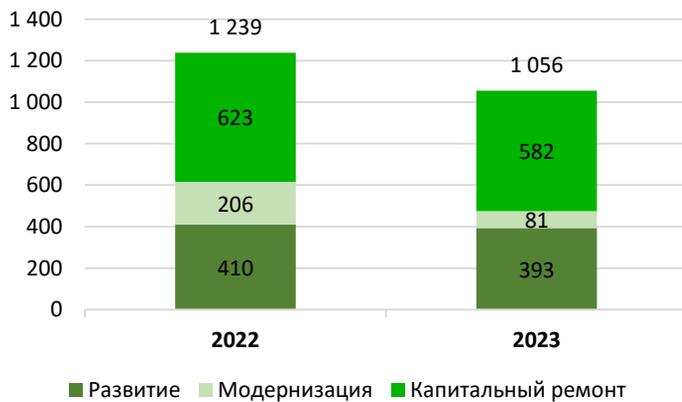
Источник: отчетность МСФО



По итогам 2023 объем средств от операционной деятельности (CFO) вырос до \$1 760 млн (в 1П23: -\$412 млн) за счёт значительного высвобождения оборотного капитала и резервов.

Объем капитальных затрат (CapEx) в отчетном периоде составил \$1 056 млн (-15% г/г), или 9% от общей выручки. Капитальные затраты были преимущественно направлены на поддержание действующих производственных мощностей.

Динамика и структура CapEx, \$ млн



Источник: отчетность МСФО' 2023

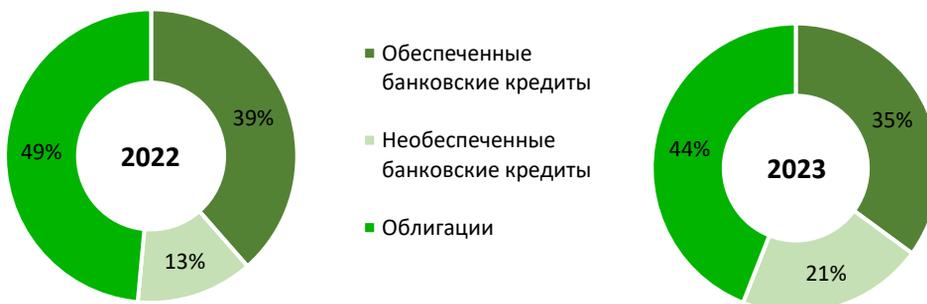
## Долг и долговая нагрузка

Согласно отчетности МСФО, составленной по состоянию на 31.12.23 (далее – отчетная дата), объем задолженности по кредитам и займам (далее – долг) составил \$7 866 млн (-17% с начала года), при этом средний размер задолженности в течение 2023 г. вырос в сравнении с аналогичным периодом прошлого года до \$8 662 млн (+7% г/г).

Долг имеет преимущественно долгосрочный характер:

- Долгосрочный: \$5 900 млн (-15% с начала года), 75% долга
- Краткосрочный: \$1 966 млн (-23% с начал года), 25% долга.

## Источники заимствований

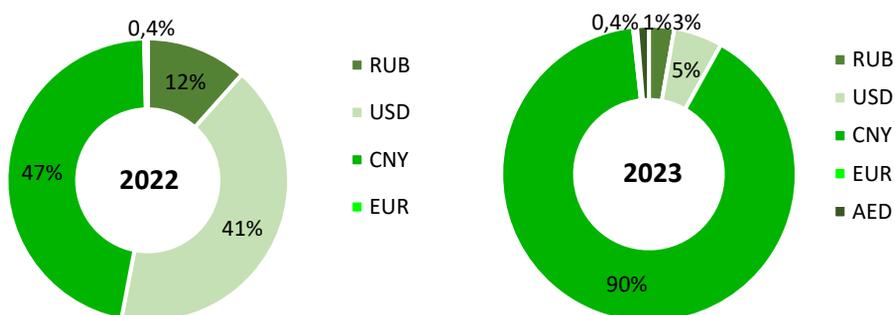


Источник: отчетность МСФО' 2023



По состоянию на отчетную дату, долг компании (за исключением некоторых необеспеченных кредитов и облигаций) обеспечен, в частности, переуступкой прав по некоторым контрактам, залогом акций и долей в капитале ряда дочерних компаний, уступкой счетов, акциями ПАО «ГМК «Норильский никель» (25% + 1 акция от общего номинального выпущенного акционерного капитала ПАО «ГМК «Норильский никель»).

## Валютная структура долга



Источник: отчетность МСФО' 2023

По состоянию 31.12.23 большая часть долга (78%) была привлечена под фиксированную ставку процента. Под плавающую ставку процента привлечены/размещены следующие банковские кредиты и облигации:

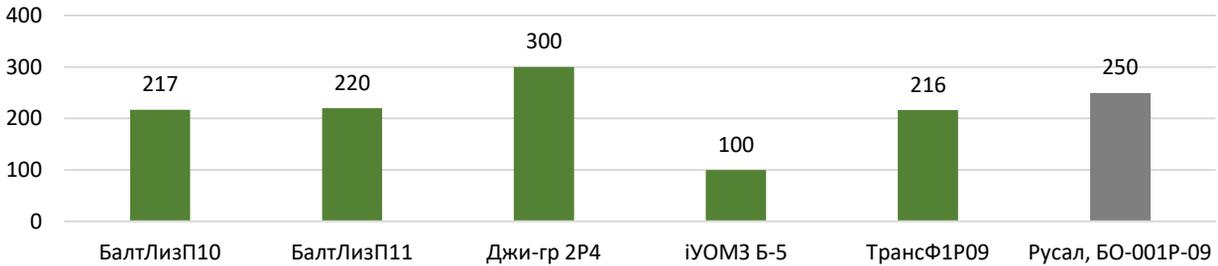
- Кредиты, номинированные в USD с привязкой к SOFR + 1,7-21% (совокупно на \$364 млн);
- Кредиты в RUB с привязкой к KC + 3,0-3,15% (экв \$212 млн);
- Кредиты в CNY с привязкой к LPR1Y + 1,6-2,75% (экв \$728 млн);
- Кредит в EUR с привязкой к Euribor 6M + 0,45-0,67% (экв \$35 млн);
- Облигационный выпуск (сер. БО-001P-03, ISIN: RU000A105Q06), номинированный в китайском юане с привязкой к LPR1Y + 0,2% (на отчетную дату эквивалент \$421 млн).

27.06.24 Эмитент планирует собрать книгу заявок на участие в размещении облигационного выпуска сер. БО-001P-09 с плавающим купоном с привязкой к KC Банка России. Планируемый объем размещения: будет объявлен позднее, срок обращения: 3 года, купонный период: 30 дней. Предварительный ориентир по ставкам купонов: KC Банка России + спред не выше 250 б.п.

По нашему мнению, принимая во внимание условия по уже действующим привлеченным рублевым банковским кредитам РУСАЛа с плавающей ставкой (под KC + 300-315 б.п.) и премии к KC по эмитентам рублевых облигации из рейтинговой категории «А», ориентир по премии к KC по предстоящему выпуску выглядит нейтральным.



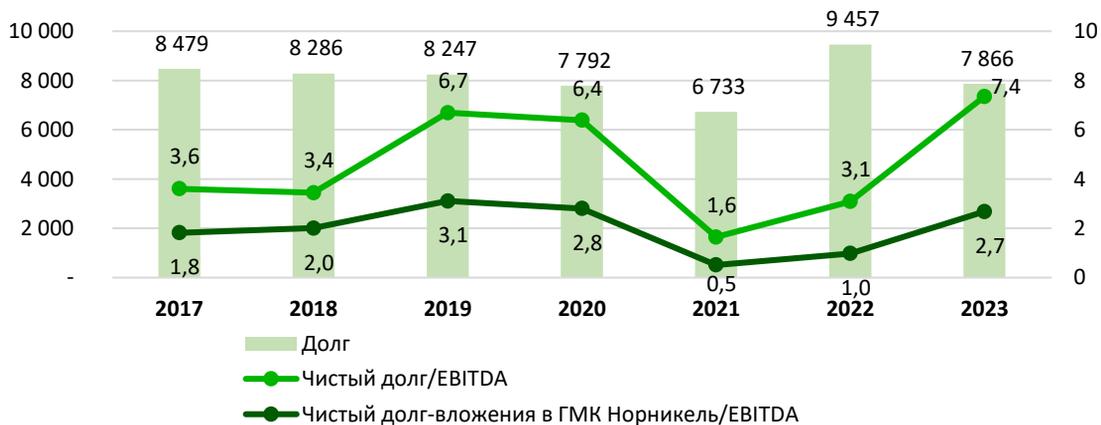
Премия корпоративных флоатеров к КС (с учетом рыночной цены), б.п.



Источник: данные cbonds.ru

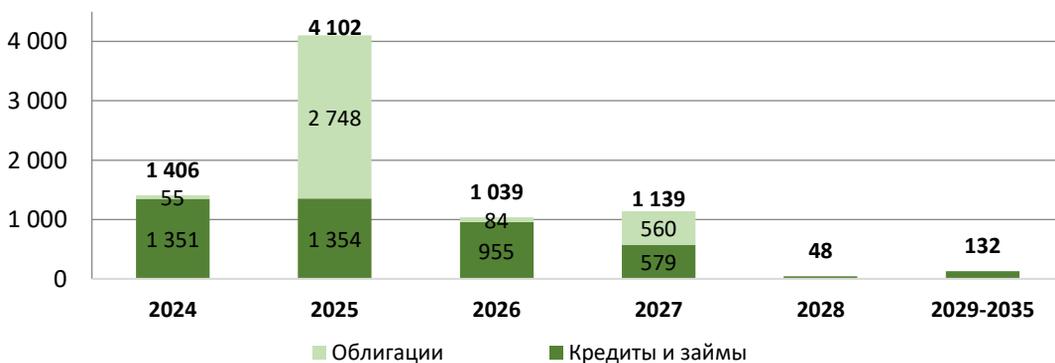
Долговая нагрузка в метриках Долг/ЕБИТДА и Чистый долг/ЕБИТДА на отчетную дату значительно выросла с начала года, составив 10,0х и 7,4х соответственно (на 31.12.22: 4,7х и 3,1х соответственно). С учетом наличия вложений Группы в акционерный капитал ПАО «ГМК «Норильский Никель» скорректированная долговая нагрузка (с учетом корректировки чистого долга на величину балансовой стоимости пакета акций ПАО «ГМК «Норильский Никель») составит 5,0х (на 31.12.22: 1,0х).

Динамика долга и долговой нагрузки, \$ млн



Источник: отчетность МСФО

График погашения долга



Источник: Годовой отчет Группы' 2023

# Ограничение ответственности

Общество с ограниченной ответственностью «РСХБ Управление Активами». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00943 от 22.11.2012, выдана ФСФР России без ограничения срока действия. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 045-13714-001000 от 22.11.2012, выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Инвестирование в представленные финансовые инструменты сопряжено с принятием рисков. Стоимость инвестиционных паев и других ценных бумаг может увеличиваться и уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, Государство и ООО «РСХБ Управление Активами» не гарантируют доходность инвестиций. Услуги, предоставляемые ООО «РСХБ Управление Активами», не являются услугами по открытию банковских счетов и приему вкладов. Денежные средства, передаваемые по договору доверительного управления, не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года N 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации».

Правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами, предусмотрены надбавки и скидки к расчетной стоимости инвестиционных паев при их приобретении и погашении, взимание данных надбавок и скидок уменьшает доходность инвестиций в инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Получить информацию о фондах и ознакомиться с Правилами доверительного управления фондами, а также сведениями о местах приема заявок на приобретение, погашение или обмен инвестиционных паев и иными документами, предусмотренными Федеральным законом от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» и нормативными актами Банка России, можно по адресу ООО «РСХБ Управление Активами»: 123112, г. Москва, Пресненская наб., дом 10, стр.2, тел. +7 (495) 660-47-65; на сайте [rshb-am.ru](http://rshb-am.ru), у агентов по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев фонда (со списком агентов можно ознакомиться на сайте [rshb-am.ru](http://rshb-am.ru)).

ООО «РСХБ Управление Активами» не осуществляет деятельность по инвестиционному консультированию, не является инвестиционным советником и не предоставляет индивидуальных инвестиционных рекомендаций. Информация, размещенная в данном материале, не должна рассматриваться как предложение по покупке или продаже финансовых инструментов или оказание услуг какому-либо лицу. Финансовые инструменты, продукты и услуги, описанные в данном материале, могут не соответствовать инвестиционному профилю клиента и его инвестиционным целям и ожиданиям. Вы должны самостоятельно определить соответствует ли финансовый инструмент, продукт или услуга Вашим инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска. ООО «РСХБ Управление Активами» не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия Вами решений в отношении финансовых инструментов, продуктов и услуг, представленных в информационных материалах.