

# Эн+ Груп Против течения

17 МАЯ 2024



## Эн+ Групп: против течения

Эн+ Групп объединяет металлургические активы РУСАЛа и энергетические активы ЕвроСибЭнерго. Спрос на электроэнергию стабилен даже в кризисные периоды, поэтому энергетические активы балансируют бизнес группы, делая его более устойчивым. Вместе с тем группа не выплачивает дивиденды акционерам, а энергетический сегмент находится в начале инвестиционного цикла.

- **Металл и вода.** В состав Эн+ Групп входят два дивизиона: энергетический (ЕвроСибЭнерго) и металлургический (представлен РУСАЛом). В портфеле энергетического дивизиона 5 ГЭС и 15 ТЭЦ – общей установленной мощностью 19,5 ГВт. При этом РУСАЛ – один из крупнейших производителей алюминия в мире (до 4,2 млн т алюминия в год). Группа вертикально интегрирована на всем протяжении операционного цикла.
- **Перспективы металлургического бизнеса мы оцениваем осторожно.** Бизнес РУСАЛа отличается повышенной волатильностью из-за зависимости от цены на алюминий и изменения курса доллара. Оценка РУСАЛа SberCIB Investment Research сейчас не предполагает существенного потенциала роста. Долговая нагрузка компании все еще велика, и без заметного роста цен на алюминий она будет снижаться долго, поскольку капиталовложения будут высокими, а дивиденды от Норникеля – низкими. Поэтому мы считаем целесообразным обратить внимание на энергетический сегмент группы.
- **Стабильная гидрогенерация.** В 2023 году скорректированная EBITDA энергетического сегмента Эн+ Групп увеличилась на 27% г/г до 110 млрд руб., превысив аналогичный показатель РУСАЛа. Рентабельность по EBITDA энергетического сегмента группы вернулась к историческому значению 36% и в прогнозном периоде останется около этого уровня.
- **Энергосегмент в начале инвестиционного цикла.** Реализация масштабных инвестиционных проектов не позволит энергетическому сегменту группы быстро снижать долговую нагрузку. Мы ожидаем, что в 2024–2028 годах капитальные затраты сегмента будут в диапазоне 50–70 млрд руб., что более чем вдвое превышает 15–30 млрд руб. в 2019–2023 годах. Свободный денежный поток (СДП) для акционеров в прогнозном периоде будет под давлением: показатель снизится до 10 млрд руб. в 2024 году и восстановится до уровня 2023 года только к концу прогнозного периода.
- **Оценка инвестиционной привлекательности группы.** В условиях отсутствия дивидендных выплат и значительной программы инвестиций энергетического сегмента мы не видим существенного потенциала роста в акциях Эн+ Групп.

## Описание компании

Эн+ Групп – один из ведущих мировых вертикально интегрированных производителей низкоуглеродного алюминия и гидроэлектроэнергии. Бизнес компании делится на два сегмента: металлургический (РУСАЛ) и энергетический.

- Металлургический и энергетический сегмент обладают существенными доступными мощностями.** Бизнес компании делится на два сегмента: металлургический (РУСАЛ) и энергетический. РУСАЛ – крупнейший в мире производитель алюминия за пределами Китая с производственными мощностями 4,2 млн т в год. Энергетический сегмент представлен 5 ГЭС и 15 ТЭЦ, общая установленная мощность которых равна 19,5 ГВт (78% установленной мощности составляют ГЭС).
- Географическая близость активов.** Активы генерации Эн+ Групп сосредоточены во 2-й ценовой зоне. В частности, ГЭС группы по установленной мощности составляют 60% от мощности ГЭС Сибири. Всего Эн+ Групп принадлежит три станции Ангарского каскада (Иркутская, Братская и Усть-Илимская) и Красноярская ГЭС. ТЭЦ группы расположены в Иркутской области (за исключением Автозаводской ТЭЦ, находящейся в Нижегородской области). Четыре из 11 российских алюминиевых заводов РУСАЛа расположены также в Иркутской области и Красноярском крае. Более подробное описание компании представлено в нашем обзоре, вышедшем в мае 2023 года (ссылка на обзор).
- Энергия для РУСАЛа.** Ключевым потребителем электроэнергии, производимой ГЭС группы, являются сибирские заводы РУСАЛа. По условию договора между компаниями, энергетический сегмент группы поставляет предприятиям металлургического сегмента не менее 37,6 млрд кВт-ч электроэнергии в год (фактически этот показатель больше). Цена поставки формируется как цена на рынке на сутки вперед (РСВ) со скидкой 3,5%. Предприятия РУСАЛа практически полностью обеспечены гидроэлектроэнергией ГЭС группы.
- Энергетический сегмент отличается высокой рентабельностью.** Финансовый результат генерирующего сегмента Эн+ Групп, по сути, представляет собой финансовый результат ГЭС. В 2023 году скорректированная EBITDA сегмента составила 110 млрд руб. Доля ГЭС в совокупной скорректированной EBITDA составила 88%, при этом рентабельность ГЭС по EBITDA составила 84%. ТЭЦ и прочие направления обеспечили соответственно 5% и 7% совокупной скорректированной EBITDA за 2023 год. Прочие направления включают алюминиевый завод КРАМЗ (занимается переработкой сплавов алюминия) и производство ферромолибдена.
- Генерация электроэнергии на ГЭС не предполагает переменных издержек (помимо водного налога), а постоянные издержки с ростом выработки не увеличиваются.** Рост выработки на ГЭС непосредственно способствует увеличению EBITDA. Выработка ГЭС зависит от уровней водности, которые могут быть волатильными.
- Значимость энергетического сегмента в составе группы.** С даты IPO Эн+ Групп в 2017 году и по 2023 год на энергетический сегмент приходилось в среднем 25% выручки группы, 45% скорректированной EBITDA и 38% чистого долга без учета корректировок и элиминаций.

### Операционные показатели РУСАЛа



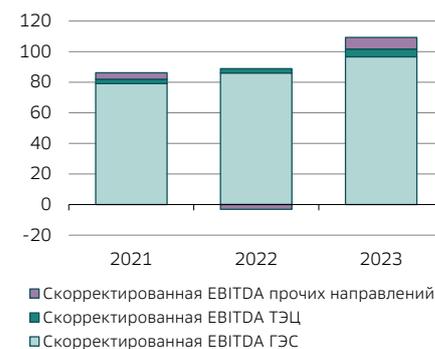
Источник: компания, SberCIB Investment Research

### Операционные показатели энергетического дивизиона



Источник: компания, SberCIB Investment Research

### Разбивка EBITDA энергетического сегмента, млрд руб.

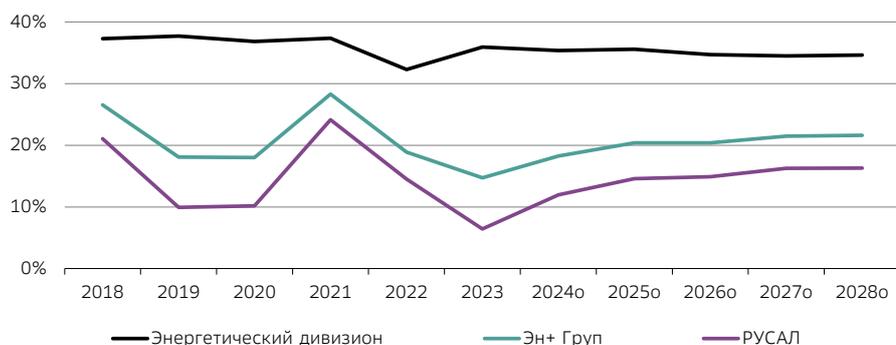


Источник: компания, SberCIB Investment Research

В 2023 году доля энергосегмента в скорректированной EBITDA группы впервые достигла 60% без учета корректировок. В абсолютном выражении этот показатель энергосегмента составил 110 млрд руб., а у РУСАЛа – 67 млрд руб. Как мы ожидаем, уже в 2025 году ситуация изменится, и EBITDA РУСАЛа вновь превысит аналогичный показатель энергетического дивизиона из-за роста цен на алюминий и ослабления рубля.

С учетом прошлых периодов энергетический сегмент оказался более стабильным: его рентабельность по скорректированной EBITDA находилась в диапазоне 32–38%.

**Рентабельность по скорректированной EBITDA группы и ее сегментов**



Источник: компания, SberCIB

**Группа уделяет большое внимание экологической повестке.** В прошлом году Эн+ Групп представила дорожную карту по декарбонизации: группа планирует достичь нулевого баланса выбросов парниковых газов к 2050 году, основное снижение выбросов должно начаться после 2030 года. Ключевым проектом по снижению выбросов энергетического сегмента должен стать перевод ТЭЦ на газ, однако его реализация зависит от темпов газификации Газпромом Иркутской области и Красноярского края. Металлургический сегмент планирует перевести алюминиевые заводы на технологию обожженного анода.

Из текущих проектов по снижению углеродного следа можно отметить то, что металлургический сегмент группы уже реализует алюминий марок Allow и Allow Inerta с низким углеродным следом. Генерирующий сегмент, в частности, модернизирует действующие ГЭС и планирует строить новые малые станции, чтобы повысить выработку низкоуглеродной энергии и заместить выработку ТЭЦ.

**Структура акционеров сформировалась после санкций.** В отношении En+ и РУСАЛ санкции США были введены в апреле 2018 года. В декабре ограничения были сняты по соглашению между Управлением Минфина США по контролю за иностранными активами (OFAC) и компаниями группы, которое определило текущую структуру акционеров группы. 44,95% в акционерном капитале Эн+ Групп принадлежит Олегу Дерипаске (по условиям соглашения с OFAC его доля не может превышать 44,95%, а право голоса – 35%), 10,55% принадлежит Glencore.

Казначейский пакет акций Эн+ Групп (21,37%) в 2023 году был продан Специализированному финансовому обществу (СФО), которое зарегистрировано в РФ и не связано с группой.

**Выручка Эн+ Групп по сегментам, млрд руб.**



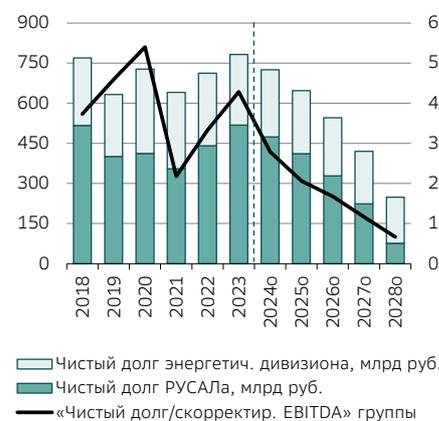
Источник: компания, SberCIB

**Доля энергетического дивизиона в EBITDA Эн+ Групп, млрд руб.**



Источник: компания, SberCIB

**Долговая нагрузка Эн+ Групп**



Источник: компания, SberCIB

Право голоса Олега Дерипаски в компании по условиям соглашения с OFAC составляет 35%, а право голоса по остальным акциям, принадлежащим бизнесмену, реализует независимый трасти.

**Доли в РУСАЛе, Норникеле и дивиденды.** Эн+ Групп принадлежит 56,9% акционерного капитала РУСАЛа. Доля РУСАЛа в Норникеле составляет 26,39%, а эффективная доля Эн+ Групп в Норникеле равна 15,01%. Дивидендная политика Эн+ Групп предполагает выплату акционером 100% от дивидендов, полученных от РУСАЛа, и 75%, но не менее \$250 млн от СДП генерирующего сегмента. Эн+ Групп не платит дивиденды с 2018 года. В 2022 году группа получила \$173 млн дивидендов от РУСАЛа за 1П22 (это была первая выплата дивидендов за пять лет). Эн+ Групп не выплатила дивиденды акционерам.

### Структура акционеров Эн+ Групп



Источник: компания, SberCIB Investment Research

### Структура голосующих прав Эн+ Групп



Источник: компания, SberCIB Investment Research

## Анализ финансовых показателей энергетического сегмента

В 2023 году рентабельность по скорректированной EBITDA в энергетическом сегменте улучшилась, а СДП для акционеров стал положительным. Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе СДП окажется под давлением из-за существенного роста капитальных затрат.

**Выручка.** Выручка энергетического сегмента Эн+ Групп формируется за счет продаж электричества оптовым потребителям (30% от выручки за 2023 год), розничных продаж электроэнергии (18%), а также поставок мощности (16%) и тепла (12%). Прочие направления включают передачу электроэнергии, реализацию сплавов алюминия и ферромолибдена.

В 2023 году выручка энергетического сегмента достигла 304 млрд руб. (плюс 14% г/г) благодаря увеличению выработки электроэнергии (плюс 1,5% г/г до 85,2 млрд кВт-ч) и росту цен на электроэнергию и мощность во 2-й ценовой зоне.

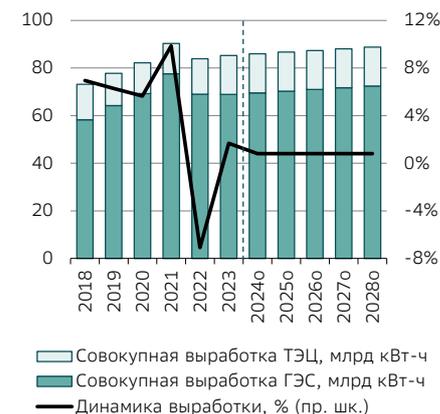
Мы ожидаем роста цен на РСВ во 2-й ценовой зоне на 12% г/г в 2024 году, что в первую очередь связано с повышением цен на уголь в Сибири (основное сырье для ТЭЦ). В дальнейшем динамика цен будет близкой к индексу потребительских цен. Среднегодовые темпы роста индекса РСВ во второй ценовой зоне в 2023–2028 годах составят 6%. Мы ожидаем, что индекс РСВ во 2-й ценовой зоне вырастет на 12% в 2024 году и далее стабилизируется на уровне инфляции.

Выручку розничного направления и поставок тепла поддержит индексация тарифов на ЖКХ в пределах до 9,8% с 1 июля 2024 года. Мы ожидаем, что в дальнейшем динамика цен электроэнергии для розничных потребителей будет близкой к инфляции.

**Прогноз.** Рост выработки ГЭС группы на 1% ежегодно и индексация тарифов обеспечат энергетическому сегменту Эн+ Групп среднегодовые темпы роста выручки в прогнозном периоде (2023–2028 гг.) на уровне 5%. В 2023 году компания начала получать плату за поставку мощности по договорам КОММод, однако пока мы не ожидаем существенного влияния этих платежей на выручку.

**Затраты.** К основным компонентам себестоимости энергетического сегмента в 2023 году, по нашим расчетам, относятся электроэнергия и мощность, приобретенные для перепродажи на розничном рынке (связано с деятельностью сбытовых компаний, 28% от совокупных затрат), расходы на персонал (19%), стоимость сырья и топлива (преимущественно газ и дизтопливо, 11%), амортизация и износ (10%), алюминий (закупки у металлургического дивизиона), а также расходы на транспортировку электроэнергии (7%) и прочие статьи (14%).

### Динамика выработки энергетического сегмента



Источник: компания, SberCIB

### Динамика индекса РСВ во второй ценовой зоне и цен на мощность



Источник: компания, SberCIB

### Динамика индекса РСВ во 2-й ценовой зоне с начала 2022 года



Источник: компания, SberCIB

Энергетическому сегменту принадлежит угледобывающее предприятие («Востсибуголь»), которое полностью обеспечивает сырьем ТЭЦ группы.

В 2023 году себестоимость росла медленнее выручки (плюс 9% г/г), что стало следствием более низких закупочных цен на сырье.

**Прогноз.** В нашей модели затраты растут с темпом, сопоставимым с ростом выручки. Среднегодовые темпы роста затрат в 2023–2028 годах составят 5%.

- **Скорректированная EBITDA.** Скорректированная EBITDA энергетического сегмента в 2023 году повысилась на 27% г/г и впервые превысила 100 млрд руб. Рост показателя связан с увеличением выработки и повышением цен и более медленными темпами роста себестоимости. Рентабельность по показателю повысилась на 4 п. п. до 36% и вернулась на уровень прошлых периодов.

Цены на российском рынке электроэнергии устанавливаются таким образом, чтобы компенсировать переменные издержки наименее эффективных генерирующих компаний. Поэтому рост спотовых цен на электроэнергию приводит к росту EBITDA ГЭС (как и рост выработки, учитывая, что ГЭС практически не несут переменных издержек). Угольные ТЭЦ, напротив, несут значительные переменные расходы на закупку сырья, поэтому их рентабельность всегда остается скромной.

**Прогноз.** Мы ожидаем, что рентабельность по скорректированной EBITDA энергетического сегмента в прогнозном периоде будет в пределах 35–36% (в среднем 36% с даты IPO и до 2022 года), отражая сопоставимые темпы роста выручки и себестоимости.

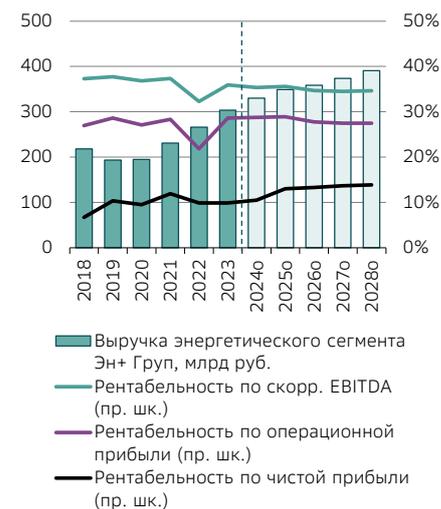
- **Капитальные затраты.** Энергетический сегмент группы реализует сразу несколько проектов развития.

► **Программа модернизации «Новая энергия».** Программа предполагает замену гидроагрегатов на ГЭС в срок до 2026 года. Из запланированных на реализацию программы 21 млрд руб. уже проинвестировано 17 млрд руб. Предполагается, что реализация этой программы позволит с 2026 года увеличить выработку электроэнергии на 2,4 млрд кВт-ч.

► **Модернизация ТЭЦ.** Эн+ Групп участвует в программе модернизации теплоэнергетики (КОММод), которая предусматривает гарантированный возврат инвестиций. В рамках КОММод Эн+ Групп модернизирует 33,6% установленной мощности ТЭЦ, а инвестиции в проект на начало 2024 года оценивались в 26,4 млрд руб. до 2026 года. В среднесрочной перспективе повышение платежей за мощность по программе КОММод может стать фактором роста выручки и EBITDA энергетического сегмента. В 2024 году компания планирует модернизировать шесть объектов (ТЭЦ-6, ТЭЦ-9, ТЭЦ-10, ТЭЦ-11, Ново-Иркутской ТЭЦ и Усть-Илимской ТЭЦ).

► **Проекты малой энергетики.** Еп+ отобрала ряд проектов малой гидроэнергетики общей мощностью 200 МВт, которые могут быть реализованы в будущем. Уже сейчас компания возводит малую ГЭС

### Выручка и рентабельность энергетического сегмента



Источник: компания, SberCIB

### Структура затрат энергетического сегмента, 2023 год



Источник: компания, SberCIB

### Динамика капитальных затрат энергетического сегмента на поддержание и развитие



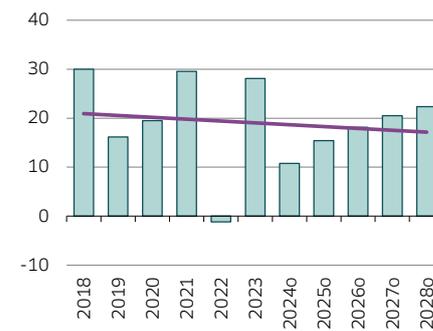
Источник: компания, SberCIB

«Сегозерская» в Карелии. Инвестиции в возведение «Сегозерской» ГЭС оцениваются в 3 млрд руб.

- ▶ **Разработка Зашуланского угольного месторождения.** Разрезуголь – совместное предприятие Эн+ с китайской CHN Energy (в равных долях) – планирует разработку Зашуланского месторождения угля в Забайкальском крае. Стоимость проекта оценивается в 50 млрд руб., а выход на полную мощность – добычу 5 млн т угля – запланирован на конец 2027 года. Сейчас компания находится на первом этапе строительства инфраструктуры: проектируются электроподстанция и линии электропередачи. Также группа построит дорогу для перевозки угля и железнодорожную станцию общего пользования для погрузки топлива, а также очистные сооружения.
- ▶ **Строительство ветропарка.** En+ Group планирует построить ветропарк мощностью 1,058 ГВт в Амурской области (будет самым мощным в России). Оценочная стоимость проекта составляет 100 млрд руб. Предполагается, что в проекте будет участвовать China Energy Investment Corporation. Компании прорабатывают привлечение возможных технологических партнеров для реализации проекта. Также сообщалось, что обсуждался вариант локализации производства компонентов для ветряков в России.
- ▶ **Строительство новых ГЭС.** Компания также анонсировала программу строительства четырех новых ГЭС (рассчитана до 2042 года и оценивается в 500 млрд руб.)

Помимо этого, генеральный директор группы Михаил Хардилов в марте 2024 года сообщил о том, что компания будет претендовать на модернизацию непокрытого дефицита мощностей в Сибири в объеме 700 МВт и участвовать в конкурентном отборе мощности новых объектов генерации на Дальнем Востоке.

### СДП восстановился в 2023 году, но далее будет под давлением, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB

### Долговая нагрузка энергетического сегмента плавно снижается



Источник: компания, SberCIB

### Проекты строительства ГЭС Эн+ Групп

Станция	Регион	Энергетическая мощность, МВт	Год ввода
Сегозерская ГЭС	Республика Карелия	8,1	2024
Тельманская ГЭС	Иркутская область	450	2031
Нижнебогучанская ГЭС	Красноярский край	660	2032
Крапивинская ГЭС	Кемеровская область	345	2030
Мотыгинская ГЭС	Красноярский край	1 082	–

Источник: компания, SberCIB

**Прогноз.** Учитывая активную стадию модернизации ТЭЦ и прочие проекты, мы ожидаем, что капитальные затраты Эн+ Групп в 2024 году вырастут на 60% г/г до 53 млрд руб. и в прогнозном периоде будут в диапазоне 50–70 млрд руб. Это вдвое больше, чем инвестиции в 2018–2023 годах (10–30 млрд руб.).

### Среднесрочные инвестиционные проекты Эн+ Групп

Проект	Описание проекта	Оценочная стоимость, млрд руб.	Срок реализации
Ветропарк в Амурской области	Строительство ветропарка мощностью 1,058 ГВт	100	2028
Зашуланское месторождение	Разработка угольного месторождения в Забайкальском крае	50	2027
КОММод	Модернизация 33,6% установленной мощности ТЭЦ группы	26	2026
"Новая энергия"	Модернизация гидроагрегатов ГЭС	4	2024
Проекты малой энергетики	Строительство Сегозерской ГЭС	3	2024

Источник: компания, SberCIB

**■ Свободный денежный поток, доступный для выплаты дивидендов.**

СДП для акционеров энергетического сегмента в 2023 году стал положительным и составил 28 млрд руб. (после минус 1 млрд руб. в 2022), отражая снижение процентных расходов. Коэффициент СДП/ЕБИТДА составил 26%, что соответствует уровню 2018–2021 годов.

Дивидендная политика предусматривает распределение среди акционеров в виде дивидендов 75% СДП, но не менее \$250 млн, а также 100% дивидендов от РУСАЛа. Однако компания не возобновила выплату дивидендов после 2018 года.

**Прогноз.** В прогнозном периоде СДП для акционеров энергетического сегмента будет под давлением из-за существенных инвестиций. Показатель, по нашим прогнозам, снизится на 50% в 2024 году (до 10 млрд руб.) и будет ниже уровня 2023 года в течение всего прогнозного периода. К 2028 году, по нашей оценке, он восстановится до 20 млрд руб.

**■ Долговая нагрузка.** В 2023 году рублевый долг энергетического сегмента Эн+ Групп снизился с 270 млрд руб. до 211,5 млрд руб. Компания за прошлый год разместила дополнительные облигации в юанях и увеличила юаневый долг до эквивалента \$800 млн (25% долгового портфеля). Совокупный долг энергетического сегмента Эн+ Групп по итогам года практически не изменился и составил 283 млрд руб. (против 292 млрд руб. годом ранее). Показатель «чистый долг/скорректированная ЕБИТДА» впервые с 2018 года опустился ниже 3, что стало следствием роста ЕБИТДА.

**Прогноз.** В модели мы прогнозируем дальнейшее снижение долговой нагрузки Эн+ Групп, которое будет происходить постепенно. Поддержание рентабельности по ЕБИТДА на уровне прошлых периодов и снижение ключевой ставки позитивно повлияют на долговую нагрузку энергетического сегмента. Мы ожидаем снижения показателя «чистый долг/скорректированная ЕБИТДА» до 2 в 2024 году и до 1,3 в 2028.

**Финансовые и операционные показатели энергосегмента Эн+ Групп, млрд руб.**

	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о
<b>Выработка электроэнергии, млрд кВт-ч</b>	<b>85</b>	<b>86</b>	<b>87</b>	<b>87</b>	<b>88</b>	<b>89</b>
Индекс РСВ, руб./МВт-ч	1 173	1 308	1 370	1 426	1 483	1 542
<b>Выручка</b>	<b>304</b>	<b>330</b>	<b>349</b>	<b>358</b>	<b>374</b>	<b>391</b>
<b>ЕВИТДА</b>	<b>109</b>	<b>117</b>	<b>124</b>	<b>124</b>	<b>129</b>	<b>135</b>
Рентабельность	36%	35%	36%	35%	34%	35%
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>82</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>98</b>	<b>101</b>	<b>106</b>
Чистые процентные расходы	-20	-37	-30	-23	-21	-21
Капитальные затраты	-33	-53	-54	-57	-59	-62
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>28</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>22</b>
<b>Чистый долг</b>	<b>264</b>	<b>251</b>	<b>236</b>	<b>217</b>	<b>196</b>	<b>172</b>
<b>Чистый долг/ЕВИТДА</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>

Источник: компания, SberCIB

**Финансовые показатели Эн+ Групп, млрд руб.**

	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о
<b>Выручка</b>	<b>1 240</b>	<b>1 426</b>	<b>1 540</b>	<b>1 596</b>	<b>1 678</b>	<b>1 733</b>
<b>ЕВИТДА</b>	<b>183</b>	<b>260</b>	<b>314</b>	<b>326</b>	<b>360</b>	<b>374</b>
Рентабельность	15%	18%	20%	20%	21%	22%
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>230</b>	<b>271</b>	<b>244</b>	<b>270</b>	<b>300</b>	<b>316</b>
Чистые процентные расходы	-58	-90	-74	-59	-50	-42
Капитальные затраты	-123	-148	-153	-163	-184	-191
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>50</b>	<b>33</b>	<b>17</b>	<b>48</b>	<b>66</b>	<b>83</b>
<b>Чистый долг</b>	<b>782</b>	<b>725</b>	<b>647</b>	<b>545</b>	<b>420</b>	<b>248</b>
<b>Чистый долг/ЕВИТДА</b>	<b>4,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>

Источник: компания, SberCIB

**Мультипликаторы российских генерирующих компаний и Эн+ Групп**

	EV/ЕВИТДА			Цена/прибыль			Дивидендная доходность	
	2024о	2025о	Среднее (2019-2023)	2024о	2025о	Среднее (2019-2023)	2024о	2025о
РусГидро	4,6	4,5	4,7	4,4	5,0	5,7	7%	10%
Мосэнерго	3,5	3,4	3,7	17,5	17,5	11,4	5%	5%
ОГК-2	2,8	8,3	3,4	3,3	59,8	3,6	13%	1%
ТГК-1	3,1	2,7	2,9	5,8	4,8	4,6	9%	11%
ЭЛС-Энерго	2,9	2,1	4,2	3,7	3,1	5,2	0%	0%
Юнипро	1,0	1,5	3,9	3,5	5,8	6,6	14%	9%
<b>Медиана</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>
<b>Среднее</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>6,4</b>	<b>16,0</b>	<b>6,2</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>
<b>Эн+ Групп</b>	<b>4,5</b>	<b>3,6</b>	<b>5,9</b>	<b>2,6</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>

Источник: компания, SberCIB

---

## Риски

- Ухудшение финансового положения РУСАЛа из-за снижения цен на алюминий и изменения курса рубля.
- Повышение налоговой нагрузки.
- Снижение цен на электроэнергию.
- Удорожание оборудования, необходимого для реализации инвестиционной программы.
- Штрафы за срыв сроков реализации инвестиционных проектов (программа КОММод предполагает штрафы за непроведение модернизации).
- Санкции или штрафы со стороны регулирующих органов в случае загрязнения окружающей среды из-за производственных инцидентов.

## Ограничение ответственности