

En+ Group

Алюминий и энергия – два по
цене одного

19 МАЯ 2023



Алюминий и электроэнергия – два по цене одного

- En+ Group – один из ведущих мировых вертикально интегрированных производителей низкоуглеродного алюминия и гидроэлектроэнергии. Бизнес компании делится на два сегмента: металлургический (РУСАЛ) и энергетический. Конкурентное преимущество En+ Group – полная интеграция электроэнергетических активов с мощностями по производству алюминия.
- Металлургический сегмент En+ Group представлен РУСАЛом, на его долю пришлось 78% совокупной выручки компании за 2022 год до внутригрупповых элиминаций. Спрос на алюминий на мировом рынке в 2023 году может увеличиться на фоне восстановления экономической активности в Китае (он обеспечивает более 50% мирового спроса на алюминий), и цены на этот металл могут вырасти.
- Энергетический сегмент в 2022 году обеспечил 22% суммарной выручки En+ Group до внутригрупповых элиминаций и 40% скорректированной EBITDA. Активы сегмента включают 16 угольных ТЭЦ, а также пять ГЭС, из них три входят в пятерку крупнейших в России. Генерирующие активы расположены в основном в Сибири. Цены на электроэнергию в Сибири в 2022 году выросли на 24%, это больше, чем по России в целом. В 2023 году ожидается стабилизация цен в регионе.
- Выручка En+ Group в 2022 году уверенно выросла на фоне повышения цен на алюминий в первом полугодии. В 2023 выручка может немного сократиться из-за снижения продаж глинозема и полуфабрикатов, а также стабилизации цен на алюминий. Ожидается, что в 2024 году алюминий снова будет дорожать и выручка компании начнет расти. EBITDA En+ Group в 2023 году, по нашим оценкам, может сократиться на 1%. Падение EBITDA РУСАЛа на 3% на фоне снижения выручки и повышенных затрат отчасти будет компенсировано за счет роста EBITDA энергетического сегмента на 3%.
- При покупке акций En+ Group на 10 тыс. руб. инвестор косвенно становится владельцем акций РУСАЛа примерно на 15,6 тыс. руб. Такой дисконт может быть связан с тем, что РУСАЛ и En+ Group долгое время не выплачивали дивиденды. Кроме того, РУСАЛ больше, чем En+ Group, выиграет от возможного улучшения конъюнктуры на мировом рынке алюминия. Мы считаем, что столь значительный дисконт не оправдан в долгосрочной перспективе, несмотря на размер чистого долга энергетического сегмента. Дисконт может начать сокращаться, если РУСАЛа и En+ Group вернутся к выплате дивидендов.
- Бизнес En+ Group более диверсифицирован и потому менее волатилен, чем у РУСАЛа. Таким образом, акции En+ Group лучше защищены в период внешней турбулентности. У компании относительно невысокий санкционный риск, поскольку она уже попадала под полные блокирующие санкции США и с тех пор соблюдает все договоренности, достигнутые в переговорах с OFAC в 2018-2019 годах. En+ Group владеет 21,4% своих акций, поэтому у нее есть возможность в будущем расширить базу инвесторов и увеличить ликвидность ценных бумаг.
- Основные риски En+ Group связаны с РУСАЛом. В их числе – неопределенность относительно дивидендов Норникеля, возможное снижение цен на алюминий в случае глобальной рецессии, а также перебои в цепочках поставок в связи с запретом экспорта глинозема из Австралии и приостановкой работы Николаевского глиноземного завода.

En+ Group – краткий обзор

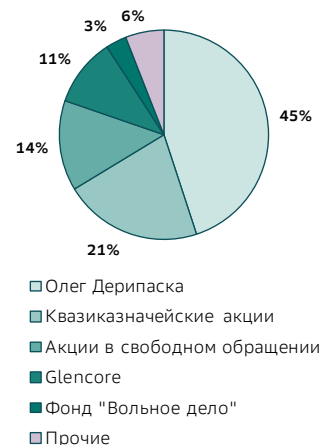
En+ Group – один из ведущих мировых вертикально интегрированных производителей низкоуглеродного алюминия и гидроэлектроэнергии. Бизнес компании делится на два сегмента: металлургический (РУСАЛ) и энергетический. РУСАЛ – крупнейший в мире производитель алюминия за пределами Китая с производственными мощностями 4,2 млн т в год. Энергетический сегмент представлен пятью ГЭС и 16 ТЭЦ, общая установленная мощность которых составляет 19,4 ГВт. Конкурентное преимущество En+ Group – полная интеграция энергетических активов с мощностями по производству алюминия. Это позволяет эффективно планировать полный цикл деятельности и получать преимущества от экономии на масштабе.

■ **Двадцатилетняя история.** En+ Group была основана в 2002 году для объединения алюминиевых и глиноземных активов. В 2003 году компания приобрела первый энергетический актив: 64% Красноярской ГЭС с установленной мощностью 6 ГВт. Впоследствии группа наращивала базу активов путем стратегических сделок слияния и поглощения. Доля En+ Group в РУСАЛе составляет 56,88%. В 2008 году РУСАЛ приобрел 25% плюс 1 акцию Норникеля. В дальнейшем доля РУСАЛа в Норникеле увеличилась до 26,4%. С апреля 2018 года до января 2019 года En+ Group и ее дочерние компании находилась под полными блокирующими санкциями США. Первичное публичное размещение РУСАЛа на МосБирже состоялось в 2015 году, а технический листинг акций En+ Group – в 2020 году (ранее торговались лишь расписки группы).

■ **Уникальная база интегрированных активов.** Активы En+ Group можно разделить на два сегмента: металлургический и энергетический. Первый представлен РУСАЛом – крупнейшим производителем алюминия за пределами Китая. Совокупная установленная мощность активов энергетического сегмента компании – 19,4 ГВт, из них 15,1 ГВт приходится на пять ГЭС и 4,3 ГВт – на 16 ТЭС. Электроэнергия, вырабатываемая на этих станциях, используется для производства алюминия на предприятиях в Сибири, а также поставляется внешним покупателям.

■ **Присутствие на пяти континентах.** Активы En+ Group находятся на пяти континентах. РУСАЛ владеет 11 алюминиевыми заводами: 9 предприятий в России, одно – в Швеции и один законсервированный завод в Нигерии. Основной производственный кластер компании (он выпускает 93% алюминия) расположен в Сибири, где сконцентрировано большинство генерирующих активов энергетического сегмента. У компании 9 заводов по производству глинозема (это промежуточный продукт для получения алюминия), из них 7 действующих. РУСАЛ управляет семью бокситовыми и нефелиновыми рудниками (это сырье для производства глинозема) в четырех странах (в России, Гвинее, на Ямайке и в Гайане, где находится один законсервированный рудник). РУСАЛ обеспечивает свою потребность в бокситах и нефелинах более чем на 85%.

Структура акционеров En+ Group



Источник: En+ Group

Структура выручки En+ Group, \$ млн



Источник: En+ Group, SberCIB

Металлургический сегмент



* Кроме БЭМО

Источник: En+ Group

■ Первичный алюминий и сплавы – основная статья выручки.

На них приходится почти 70% консолидированных продаж En+ Group, или 83% выручки металлургического сегмента. Более 10% консолидированной выручки группы обеспечивают продажи электроэнергии и приблизительно 3% – тепловой энергии.

■ **Широкая география продаж.** Почти 40% совокупной выручки En+ Group приходится на покупателей из СНГ. Экспортную выручку генерирует только металлургический сегмент. Крупнейшие страны – потребители продукции РУСАЛа за рубежом – Южная Корея (7% совокупной выручки En+ Group за 2022 год), Китай (6,8%), Турция (6,1%) и Япония (5,8%).

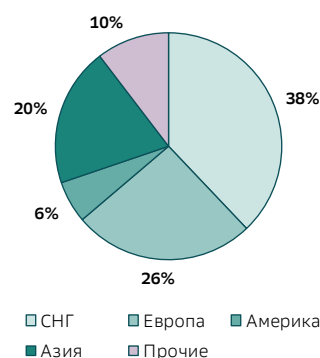
■ **Стратегические инвестиции.** РУСАЛу на конец 2022 года принадлежало 26,4% акций Норникеля с эффективной долей владения En+ Group 15%. Норникель – крупнейший в мире производитель палладия и рафинированного никеля и один из ведущих производителей платины, меди и кобальта с капитализацией более 2,2 трлн руб. Кроме того, РУСАЛу принадлежит 50% акций (эффективная доля владения – 28,44%) совместного с РусГидро проекта БЭМО (Богучанское энергометаллургическое объединение). БЭМО – крупнейший энергометаллургический проект в мире, в него входит алюминиевый завод мощностью почти 600 тыс. тонн алюминия в год, а также ГЭС мощностью 3 тыс. МВт. Кроме того, РУСАЛу принадлежит 9,7% в РусГидро, российском энергетическом холдинге с установленной мощностью электростанций 38,4 ГВт.

Энергетический сегмент



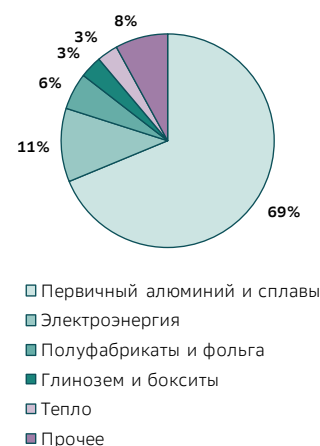
Источник: En+ Group

Географическая структура выручки En+ Group в 2022 году



Источник: En+ Group

Структура выручки En+ Group по видам продукции в 2022 году



Источник: En+ Group

География активов En+ Group



Источник: En+ Group

Металлургический сегмент

Металлургический сегмент En+ Group представлен РУСАЛом, он обеспечивает 78% совокупной выручки группы. Спрос на алюминий на мировом рынке в 2023 году может увеличиться на фоне восстановления экономической активности в Китае (больше 50% мирового спроса на алюминий), и этот металл может подорожать.

Обзор мирового рынка алюминия

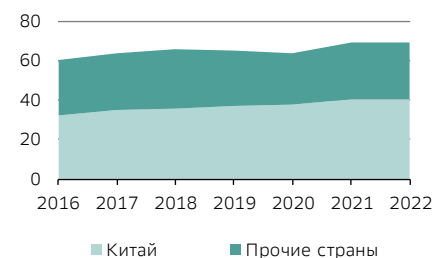
■ **Что такое алюминий?** Алюминий – цветной металл, который используется в строительном, транспортном, аэрокосмическом, потребительском и энергетическом секторах. Он нужен для производства самолетов, автокомплекующих, кабелей для ЛЭП, фольги и банок для напитков. По объему потребления алюминий занимает второе место в мире после стали. Сырье для его производства получают из горных руд: бокситов и нефелинов.

■ **Рост спроса на алюминий замедлился, но в будущем может восстановиться.** По данным En+ Group, спрос на алюминий на мировом рынке в 2022 году остался на уровне 2021 года – 69 млн тонн. Увеличение потребления алюминия почти остановилось после роста на 9% в 2021 году. Это произошло на фоне замедления роста глобальной экономики: по данным МВФ в 2022 году его темпы составили 3,4% против 6% в 2021. Китай занимает первое место в мире по потреблению алюминия – он обеспечивает почти 60% глобального спроса на этот металл. В 2022 году потребление алюминия в Китае осталось примерно на уровне 2021 года (40,6 млн тонн) из-за ужесточения антиковидных мер. Однако в конце 2022 года Китай начал отменять карантинные ограничения. В результате в КНР начала восстанавливаться экономическая активность, что может привести к повышению спроса на алюминий. По оценкам МВФ, в 2023 году ВВП Китая может вырасти на 5,2% против 3% в 2022 году. Помимо восстановления китайской экономики, уровень спроса на алюминий в 2023 году также будет зависеть от денежно-кредитной политики ФРС США.

■ **Производство алюминия в Китае – главный фактор для роста предложения.** Мировой выпуск алюминия в 2022 году, по оценкам En+ Group, вырос на 1,4% до 68,1 млн тонн. В то время как Европа и США сократили производство алюминия, Китай нарастил его выпуск на 3,3%, или 1,26 млн тонн. Сокращение производства в Европе и США было вызвано резким повышением цен на электроэнергию, тогда как в Китае оно было более плавным. При этом Китай снижал выпуск на заводах, которые потребляют «грязную» электроэнергию, и наращивал производство с использованием электроэнергии ГЭС.

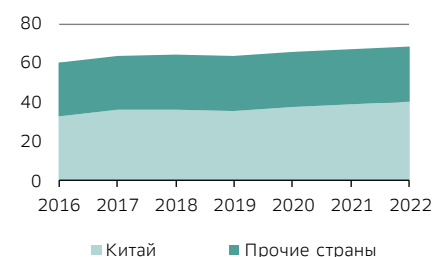
■ **Четыре из десяти крупнейших производителей алюминия – китайские компании.** На четырех крупнейших китайских производителей алюминия в 2022 году пришлось 28% производства алюминия в мире и 48% – в КНР. Доля РУСАЛа в мировом производстве этого металла по итогам 2022 года достигла 5,6%, а в России – 93%.

Глобальное потребление алюминия, млн т



Источник: En+ Group, SberCIB

Глобальное производство алюминия, млн т



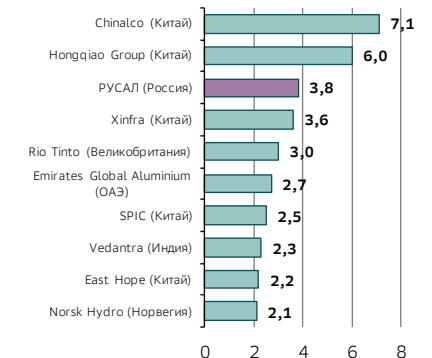
Источник: En+ Group, SberCIB

Баланс спроса и предложения на рынке алюминия, млн т



Источник: En+ Group, SberCIB

Ведущие производители алюминия в 2022 году, млн т



Источник: En+ Group, SberCIB

■ **Цены на алюминий в 2023 году могут восстановиться.** В 2022 году цена алюминия на Лондонской бирже металлов (LME) упала на 15,3% г/г. Если в течение первых трех кварталов на этом рынке преобладал боковой тренд, то в 4К22 он сменился умеренным повышением котировок. В конце 2022 и начале 2023 года оптимизма инвесторам добавила умеренно мягкая риторика ФРС США. Кроме того, в декабре власти КНР стали ослаблять карантинные ограничения, и в начале января 2023 года позитивная тенденция усилилась. Однако говорить об устойчивом росте цен пока рано. Базовый сценарий аналитиков SberCIB Investment Research предполагает, что средняя цена алюминия в 2023 году составит \$2 500/т, а в 2024 – \$2 975/т.

Обзор бизнеса РУСАЛа

■ **РУСАЛ обеспечен собственными бокситами и нефелинами более чем на 85%.** Бокситы и нефелины – сырье для производства глинозема, получаемое из горных руд. Около 75% мировых запасов бокситов приходится всего на пять стран: Гвинею, Австралию, Вьетнам, Бразилию и Ямайку. En+ Group управляет шестью предприятиями по добыче бокситов в четырех странах: тремя – в России, тремя – в Гвинее и одним – на Ямайке. В 2022 году группа добыла 12,3 млн тонн бокситов (на 18% меньше, чем в 2021). РУСАЛ в 2022 году произвел 4,36 млн тонн нефелинов (минус 0,6% г/г). Группа почти не поставляет бокситы и нефелины третьим сторонам и обеспечивает свою потребность в этом сырье более чем на 85%.

■ **Наличие больших мощностей по производству глинозема.** Глинозем (оксид алюминия) – промежуточный продукт, который получают из бокситов и используют для производства алюминия. Глиноземные заводы не обязательно должны находиться в непосредственной близости от бокситовых рудников. РУСАЛ управляет семью глиноземными предприятиями, в числе которых один завод в Ирландии, один – на Ямайке, один – в Гвинее и четыре – в России. В 2022 году общий объем производства глинозема компании сократился на 28,3% г/г до 5,95 млн тонн. Причина такого снижения – приостановка работы Николаевского завода (Украина) и санкции со стороны Австралии, где находится завод QAL, в котором РУСАЛу принадлежит 20%.

■ **РУСАЛ – один из наиболее эффективных производителей алюминия в мире.** Конечный продукт производственной цепочки, первичный алюминий, обеспечивает около 70% выручки En+ Group. РУСАЛ владеет десятью алюминиевыми заводами, из них девять – в России и один – в Швеции. Основной производственный кластер компании находится в Сибири, где сосредоточены энергетические активы En+ Group. В Сибири производится более 90% всего алюминия РУСАЛа. Более половины этого объема выпускают Братский и Красноярский заводы. В 2022 году РУСАЛ произвел 3,84 млн тонн первичного алюминия, что на 2% больше, чем в 2021 году. Компания является одним из наименее затратных и наиболее эффективных производителей алюминия в мире.

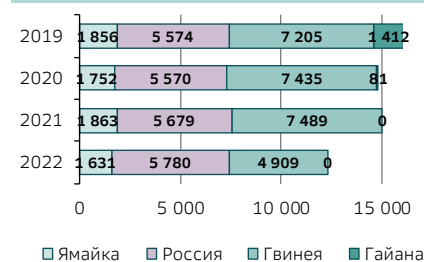
■ **Перспективные проекты.** С 2015 года РУСАЛ развивает Богучанское энергометаллургическое объединение (БЭМО). Это производственно-

Прогноз цены алюминия, \$/тонна



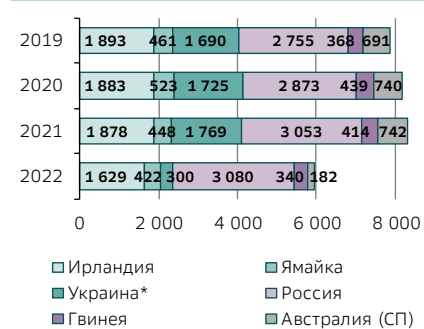
Источник: Investing.com, SberCIB Investment Research

Производство бокситов РУСАЛОм, тыс. т



Источник: En+ Group

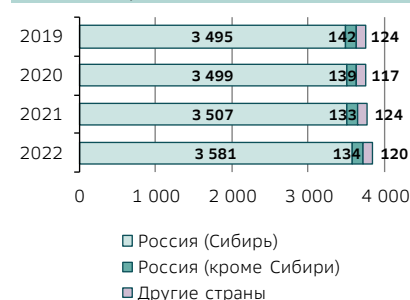
Производство глинозема РУСАЛОм, тыс. т



* Работа Николаевского завода приостановлена в 2022 году

Источник: En+ Group

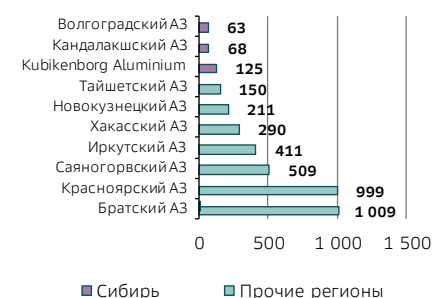
Производство алюминия РУСАЛОм, тыс. т



Источник: En+ Group

энергетический кластер в Красноярском крае, который включает Богучанскую ГЭС мощностью 3 тыс. МВт и Богучанский алюминиевый завод (БоАЗ) годовой мощностью 600 тыс. тонн. РУСАЛ рассматривает возможность строительства второй очереди БоАЗ совместно с Рус-Гидро. Богучанская ГЭС – часть Ангарского каскада ГЭС, крупнейшего комплекса ГЭС в России. В 2017 году РУСАЛ возобновил строительство Тайшетского алюминиевого завода (ТАЗ) в Иркутской области. Его проектная мощность составляет 428 тыс. тонн в год. Первая очередь завода введена в опытную эксплуатацию в конце 2021 года. Решение по строительству второй очереди пока не принималось.

Структура производства алюминия по заводам РУСАЛа в 2022 году, тыс. т



Источник: En+ Group

Процесс производства алюминия

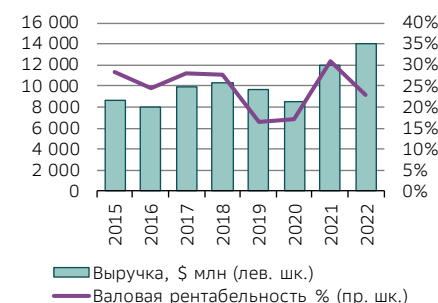


Источник: SberCIB

Финансовые показатели РУСАЛа

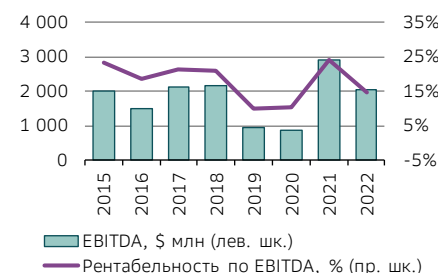
- **Продажи растут на фоне удорожания алюминия.** В 2022 году выручка РУСАЛа выросла на 17% почти до \$14 млрд. Выручка от реализации первичного алюминия и сплавов в 2022 году (83% продаж РУСАЛа) увеличилась на 16% до \$12 млрд. В основном этому способствовало повышение цены реализации алюминия с \$2 553/т в 2021 году до \$2 976/т в 2022. Кроме того, выручку поддержало высвобождение накопленных запасов в 1П22. Во втором полугодии выручка РУСАЛа упала на 5% по сравнению с первым на фоне снижения цен на алюминий.
- **Себестоимость в 2022 году повысилась.** Себестоимость проданной продукции РУСАЛа в 2022 году выросла на 30% – значительно больше, чем выручка. Затраты на закупку сырья (глинозема, бокситов и прочих материалов), на которые приходится 50% общей себестоимости продаж, повысились на 45%. Это в основном было связано с укреплением рубля, ростом цен на энергоносители и сырье на фоне высокой инфляции, а также с увеличением логистических затрат на фоне санкций со стороны Австралии и приостановки поставок с Николаевского глиноземного завода. Себестоимость тонны алюминия у РУСАЛа выросла на 32% до \$2 190. Алюминий РУСАЛа продается с премией к мировым ценам, она включает две составляющие: продуктовую и страновую. В 2022 году совокупная премия в цене алюминия РУСАЛа составила \$309/т, что на 24% больше, чем в 2021 году.
- **EBITDA и чистая прибыль под давлением из-за роста затрат.** В 2022 году скорректированная EBITDA РУСАЛа упала на 30% до \$2 млрд. Рентабельность по EBITDA снизилась на 10 п. п. до 14,5%. Нормализованная чистая прибыль (с учетом инвестиций в Норникель) в 2022 году упала на 34% до \$2,2 млрд. Около 70% доналоговой прибыли за этот период – доля прибыли Норникеля, в котором РУСАЛу

Выручка и валовая рентабельность РУСАЛа



Источник: En+ Group, SberCIB

EBITDA и рентабельность по EBITDA РУСАЛа



Источник: En+ Group, SberCIB

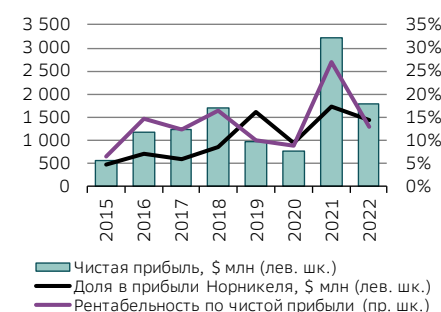
принадлежит 26,4%. Давление на EBITDA и чистую прибыль РУСАЛа оказало увеличение затрат.

■ **Чистый долг РУСАЛа вырос на фоне сокращения денежного потока.** За 2022 год свободный денежный поток¹ компании оказался отрицательным (минус \$616 млн) – в основном из-за наращивания оборотного капитала. В 2П22 РУСАЛу удалось высвободить \$0,2 млрд оборотного капитала, но за весь год отток составил \$2,4 млрд. Отрицательный свободный денежный поток РУСАЛа был отчасти компенсирован дивидендным доходом на сумму \$1,7 млрд. Чистый долг увеличился до \$6,3 млрд, соотношение «чистый долг/EBITDA» повысилось с 1,7 в 1П22 до 3,1.

■ **Инвестиции в РусГидро.** В 2022 году РУСАЛ продолжил увеличивать свою долю в РусГидро и приобрел 10,89 млрд акций компании. По состоянию на конец 2022 года доля РУСАЛа в РусГидро составляла 9,7%. РУСАЛ – третий по величине акционер этой компании после государства и ВТБ. РУСАЛ будет получать дивиденды РусГидро, доходность которых, по оценкам аналитиков SberCIB Investment Research, может составить около 6% в 2023 году и 9% в 2024 году. С учетом капитализации РусГидро (370 млрд руб.) РУСАЛ может получить 2,15 млрд руб. в 2023 году и 3,23 млрд руб. в 2024.

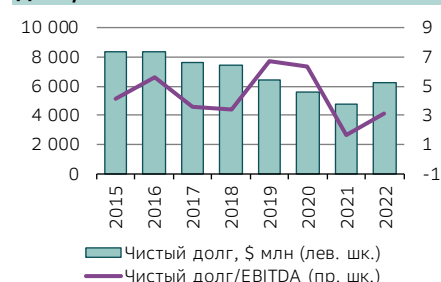
■ **Дивиденды за первое полугодие.** В сентябре 2022 года на общем собрании акционеров РУСАЛа впервые с 2017 года было принято решение выплатить дивиденды по результатам 1П22 в размере \$0,02 на акцию, или \$304 млн. Дивидендная политика предполагает выплату дивидендов в размере не более 15% от скорректированной EBITDA за год, включая дивиденды от Норникеля, однако сейчас ее применимость остается под вопросом.

Чистая прибыль, рентабельность по чистой прибыли РУСАЛа и доля в прибыли Норникеля



Источник: En+ Group, SberCIB

Чистый долг и «чистый долг/EBITDA» РУСАЛа



Источник: En+ Group, SberCIB

¹ Здесь и далее: свободный денежный поток = денежные потоки (использованные для или полученные от операционной деятельности) – уплаченные проценты + полученные проценты – капитальные затраты – расходы, связанные с рефинансированием долга, – расчеты по производным финансовым инструментам + дивиденды, полученные от ассоциированных компаний и совместных предприятий.

Энергетический сегмент

На энергетический сегмент приходится примерно 22% суммарной выручки и 40% скорректированной EBITDA En+ Group. Активы сегмента включают пять ГЭС (три из них входят в пятерку крупнейших в России) и 16 угольных ТЭЦ. Генерирующие активы расположены в основном в Сибири – регионе, где в 2022 году больше всего увеличилось потребление электроэнергии. Цены на электроэнергию в Сибири выросли на 24%, что выше, чем по России в целом. В 2023 году ожидается стабилизация цен в регионе на фоне увеличения доли гидрогенерации. Доля En+ Group на российском рынке электроэнергетики – 7,4%. Рентабельность по EBITDA энергетического сегмента выше, чем у РУСАЛа, а у ГЭС она превышает 80%.

Обзор российского рынка электроэнергетики

■ **Энергетический сектор РФ – один из крупнейших в мире.** По состоянию на конец 2022 года установленная мощность электростанций Единой энергетической системы (ЕЭС) России составляла 247,6 ГВт, что на 0,4% больше, чем на конец 2021 года. Россия занимает четвертое место в мире по производству электроэнергии. По данным Системного оператора, в 2022 году выработка электроэнергии в ЕЭС России выросла на 0,6% до 1 121,5 млрд кВт-ч. Потребление электроэнергии в ЕЭС России в 2022 году составило 1 106,3 млрд кВт-ч, что на 1,5% больше, чем годом ранее.

■ **Сибирь – лидер по росту потребления электроэнергии.** Больше всего в ЕЭС в 2022 году потребление электроэнергии увеличилось в Сибири (на 3,4%) и на Дальнем Востоке (3,8%). Этот показатель также вырос в энергосистемах Юга (плюс 2,6%), Урала (плюс 1,7%) и Центра (плюс 0,4%). В объединенных энергосистемах Средней Волги и Северо-Запада потребление электричества снизилось с уровня 2021 года примерно на 0,4%. Такая динамика объясняется запуском новых производственных мощностей в Сибири и на Дальнем Востоке, частичным смещением грузопотоков и активности с запада на восток, а также тем, что зима в европейской части России была теплее, чем в 2021 году.

■ **Потребление электроэнергии в текущем году может вырасти.** Системный оператор ЕЭС ожидает, что в 2023 году потребление по ЕЭС и в России в целом увеличится на 1,5%. Аналитики SberCIB Investment Research предполагают, что в текущем году потребление электроэнергии не изменится, а промышленное производство останется на уровне 2022 года.

■ **Две ценовые и четыре неценовые зоны.** Из-за большой географической удаленности российский оптовый рынок электроэнергии разделен на две ценовые и четыре неценовые зоны. Первая охватывает европейскую часть России и включает в себя объединенные энергосистемы (ОЭС) Северо-Запада, Центра, Средней Волги, Урала и Юга. Вторая охватывает ОЭС Сибири. В неценовые зоны включают Кали-

Ведущие страны – производители электроэнергии



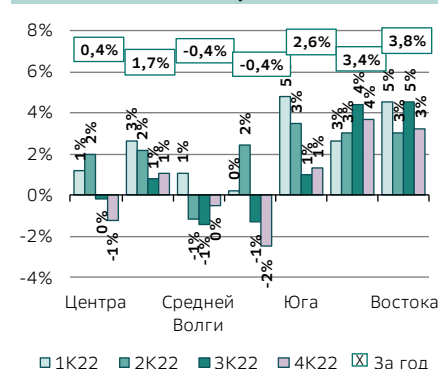
Источник: EnerData, SberCIB

Выработка электроэнергии в ЕЭС России



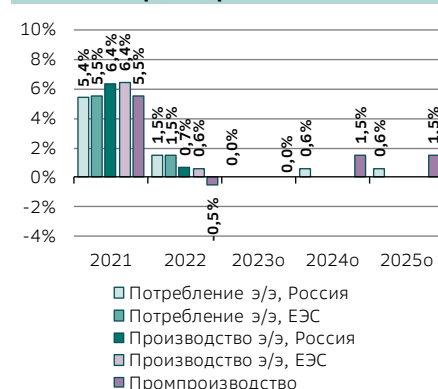
Источник: Системный оператор, SberCIB

Динамика потребления по кварталам по ОЭС в 2022, %



Источник: Росстат, SberCIB

Прогноз потребления и производства электроэнергии в России



Источник: Росстат, SberCIB

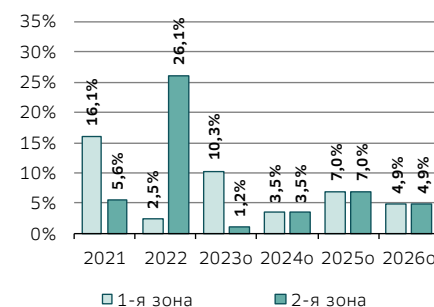
нинградскую область, Архангельскую область, Республику Коми и регионы Дальнего Востока – здесь ценообразование происходит по особым правилам, а не на рыночных условиях.

- **В 2022 году цены на электроэнергию выросли, в 2023 году во второй ценовой зоне ожидается стабилизация.** В 2022 году средняя спотовая цена на рынке на сутки вперед (PCB) в первой ценовой зоне повысилась на 2,5%, а во второй – на 24% на фоне индексации регулируемых тарифов. В 2023 году аналитики SberCIB Investment Research прогнозируют рост цен на PCB в первой ценовой зоне на 10,3% в соответствии с повышением среднегодового тарифа на газ с уровня 2022 года. Во второй ценовой зоне, по мнению экспертов, в 2023 году цены начнут стабилизироваться на фоне увеличения доли более дешевой энергии ГЭС, поэтому повышение цен составит всего 1,2%. За 1К23 средние цены на PCB во второй ценовой зоне выросли на 26% г/г. Текущая динамика во второй зоне пока существенно отличается годового прогноза аналитиков SberCIB Investment Research – в основном из-за эффекта низкой базы в 1П22.

Обзор бизнеса энергетического сегмента

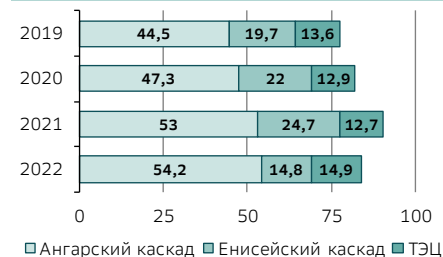
- **Доля En+ Group на российском рынке электроэнергетики – 7,4%.** По состоянию на конец 2022 года суммарная мощность электроэнергетических активов группы составляла 19,4 ГВт, а тепловая мощность – 15 Гкал/ч. Около 78% установленной электрической мощности En+ Group приходится на ГЭС, остальные 22% – это ТЭЦ (по большей части угольные) и одна солнечная электростанция (СЭС). В 2022 году объем производства электроэнергии En+ Group составил 83,9 млрд кВт-ч, что составляет 7,4% от общероссийской выработки. Основные генерирующие мощности группы сосредоточены в ОЭС Сибири. РУСАЛ закупает у En+ Group около 60% необходимой ему электроэнергии по трем контрактам, которые предполагают дисконт около 3,5% к рыночным ценам.
- **Гидроэнергетика – ключевое направление энергетического сегмента.** En+ Group управляет пятью ГЭС (включая Ондскую ГЭС в европейской части РФ, которая находится в аренде у РУСАЛа), три из них входят в пятерку крупнейших в России. В 2022 году ГЭС En+ Group произвели 69 млрд кВт-ч электроэнергии, что составляет 82% от общего объема выработки электроэнергии группой. Три ГЭС расположены в Иркутской области – Братская ГЭС (30% от совокупной установленной мощности ГЭС), Усть-Илимская ГЭС (26%) и Иркутская ГЭС (4%). В Красноярском крае находится крупнейший энергетический актив En+ Group – Красноярская ГЭС (40%).
- **Тепловые активы вырабатывают электричество и тепло.** В 2022 году 18%, или 14,9 млрд кВт-ч выработанной электроэнергии пришлось на ТЭЦ. Совокупная установленная мощность электрогенерации на ТЭЦ группы – 4,3 ГВт (22% от общего показателя). Крупнейшие ТЭЦ расположены в Иркутской области (87% от общей мощности ТЭЦ). Суммарная установленная мощность выработки тепла на ТЭЦ En+ Group – 16 тыс Гкал/ч. В 2022 году отпуск тепла составил 27,6 млн Гкал, что на 3,2% меньше, чем годом ранее, в связи с высокой среднемесячной температурой.

Исторические и прогнозные цены на рынке на сутки вперед (PCB)



Источник: SberCIB

Общая выработка электроэнергии En+ Group, млрд кВт-ч



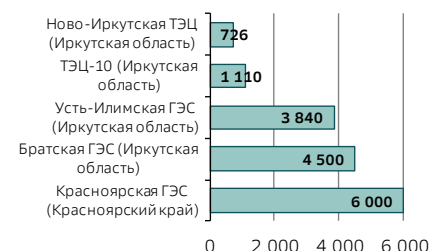
Источник: En+ Group, SberCIB

Объем тепловой генерации En+ Group, млн Гкал



Источник: En+ Group, SberCIB

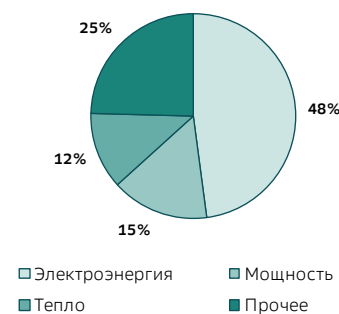
Крупнейшие энергогенерирующие активы En+ Group по установленной мощности, МВт



Источник: En+ Group, SberCIB

- **En+ Group продает энергию непосредственно конечным потребителям.** Компания закупает электроэнергию как у предприятий группы, так и на внешнем рынке, и перепродает ее конечным потребителям – как промышленным клиентам, не имеющим доступа к оптовому рынку, так и напрямую бытовым потребителям.
- **Собственная система распределения электроэнергии.** Общая протяженность распределительной системы En+ Group по состоянию на конец 2021 года составляла 41,6 тыс. км ЛЭП с годовым полезным отпускком около 50,5 млрд кВт-ч. Эта система используется для передачи электроэнергии оптовым и розничным потребителям, а также алюминиевым заводам РУСАЛа.
- **En+ Group полностью обеспечена углем.** Группа добывает уголь в достаточном объеме, чтобы покрыть потребности собственных ТЭЦ. Излишки добываемого угля продаются внешним потребителям в России и за рубежом.
- **«Новая энергия» – масштабная программа модернизации ГЭС.** Она предполагает реконструкцию и замену оборудования на крупнейших ГЭС компании: Красноярской, Братской, Иркутской и Усть-Илимской. Программа была запущена в 2007 году, она предполагает инвестиции в объеме 21 млрд руб. до 2026 года, включая уже вложенные средства. В 2022 году программа позволила увеличить производство электроэнергии на 1,9 млрд кВт-ч (2,2% от общего объема производства электроэнергии в 2022 году). Программа может быть продлена, это решение будет зависеть от ее вклада в выработку электроэнергии.

Структура выручки энергетического сегмента за 2022 год



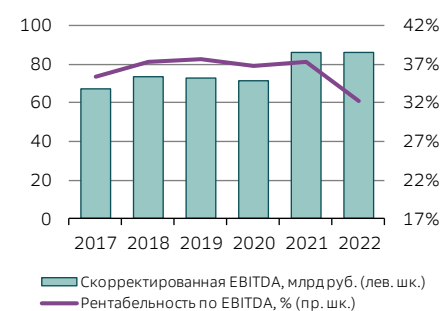
Источник: En+ Group, SberCIB

Динамика выручки энергетического сегмента



Источник: En+ Group, SberCIB

EBITDA и рентабельность по EBITDA энергетического сегмента



Источник: En+ Group, SberCIB

Чистая прибыль и рентабельность по чистой прибыли энергетического сегмента



Источник: En+ Group, SberCIB

Статус программы «Новая энергия»

Братская ГЭС	Усть-Илимская ГЭС	Красноярская ГЭС	Иркутская ГЭС
18 гидроагрегатов	16 гидроагрегатов	12 гидроагрегатов	8 гидроагрегатов
ТЕКУЩИЕ И РЕАЛИЗОВАННЫЕ ПРОЕКТЫ			
Заменены 14 из 18 рабочих колес (2007–2022 годы).	Заменены 4 из 16 рабочих колес (2014–2018 годы).	Заменены 4 из 12 рабочих колес (2016–2022 годы).	В 2019–2022 годах заменены 3 гидроагрегата.
4 оставшихся рабочих колеса подлежат замене до 2026 года.	100% запланированных работ выполнено.	4 из 12 рабочих колес подлежат замене до 2025 года.	1 из 8 гидроагрегатов подлежит замене до конца 2023 года.
Доп. производство на новом оборудовании: 1 204 194 МВтч	Доп. производство на новом оборудовании: 345 161 МВтч	Доп. производство на новом оборудовании: 253 496 МВтч	Доп. производство на новом оборудовании: 123 861 МВтч

Источник: En+ Group, SberCIB

Финансовые показатели энергетического сегмента

- **Продажи продолжили расти.** В 2022 году выручка энергетического сегмента в рублевом выражении выросла на 15,2% до 266,3 млрд руб. Снижение выработки электроэнергии было более чем компенсировано ростом цен на нее во второй ценовой зоне. Средние цены на РСВ в этой зоне в 2022 году выросли на 24,4% до 1 162 руб./МВт-ч. Генерация на ГЭС группы снизилась на 11,2% до 69 млрд кВт-ч на фоне ухудшения гидрологической обстановки.
- **Рентабельность по EBITDA снизилась.** EBITDA энергетического сегмента в 2022 году осталась на уровне 2021 года – 86 млрд руб. Рентабельность по EBITDA энергетического сегмента в 2022 году снизилась

на 5 п. п. до 32,3% из-за повышения цен на материалы и роста расходов на персонал. Тем не менее рентабельность по EBITDA энергетического сегмента остается выше, чем у РУСАЛа, у которого по итогам 2022 года она составила 14,5%, что на 17,8 п. п. ниже, чем у энергетического сегмента.

- **Чистая прибыль немного снизилась.** В 2021 году чистая прибыль энергетического сегмента снизилась на 4% до 26,3 млрд руб. Рентабельность по этому показателю была на уровне 10%, что на 2 п. п. ниже, чем в 2021 году. В энергетическом сегменте рентабельность по чистой прибыли ниже, чем в металлургическом. Это обусловлено тем, что чистая прибыль РУСАЛа увеличивается за счет доли в чистой прибыли в Норникеле, которая зачастую выше, чем у РУСАЛа.
- **Свободный денежный поток был отрицательным, дивидендов, скорее всего, не будет.** Хотя в 2022 году операционный денежный поток энергетического сегмента составил \$986 млн, свободный денежный поток был отрицательным – минус \$17 млн. Дивидендная политика En+ Group предполагает распределение среди акционеров 100% дивидендов, получаемых от РУСАЛа, и 75% свободного денежного потока энергетического сегмента. Несмотря на то что РУСАЛ выплатил дивиденды за 1П22, мы не ожидаем дивидендов от En+ Group из-за отрицательного свободного денежного потока энергетического сегмента. Чистый долг энергетического сегмента в 2022 году остался на уровне 2021 года (\$3,9 млрд). В основном долг энергетического сегмента номинирован в рублях.

Прогноз финансовых показателей En+ Group

Выручка En+ Group в 2022 году уверенно выросла на фоне повышения цен на алюминий в первом полугодии. Однако в 2023 выручка группы может немного сократиться из-за снижения продаж глинозема и полуфабрикатов и стабилизации цен на алюминий. В 2024 году рост выручки должен возобновиться на фоне повышения цен на алюминий. EBITDA En+ Group в 2023 году, по нашим оценкам, может сократиться на 1% – падение EBITDA РУСАЛа на 3% на фоне снижения выручки и увеличения затрат будет частично компенсировано ростом EBITDA энергетического сегмента на 3%. В 2024 году EBITDA, как мы ожидаем, восстановится, поскольку должна стабилизироваться ситуация с поставками глинозема для производства алюминия. Из-за роста чистого долга РУСАЛа долговая нагрузка En+ Group увеличилась в 2022 году, но в дальнейшем она, вероятно, стабилизируется после реализации накопленных запасов РУСАЛа.

■ **В 2023 году выручка En+ Group может снизиться, но затем восстановится.** По нашим оценкам, в 2023 выручка группы немного снизится (на 2%) из-за сокращения выручки РУСАЛа (на 2,5%) на фоне уменьшения продаж глинозема и полуфабрикатов. В 2024 году выручка En+ Group, как мы ожидаем, вырастет на 7% – продажи РУСАЛа начнут восстанавливаться вслед за ценами на алюминий. Выручка энергетического сегмента, по нашему мнению, в 2023 и 2024 годах почти не изменится из-за стабилизации цен РСВ на электроэнергию во второй ценовой зоне и пониженной водности.

■ **В 2023 году EBITDA En+ Group, вероятно, повысится.** По нашему мнению, в 2023 году EBITDA РУСАЛа снизится на 3% из-за роста затрат на фоне высокой инфляции в мире, а в 2024 году – вырастет на 16% по мере стабилизации ситуации. В 2023 году EBITDA энергетического сегмента может увеличиться всего на 3% – выручка стабилизируется вслед за ценами на электроэнергию после значительного роста в 1К23, а затраты останутся высокими. Тем не менее даже такой скромный рост EBITDA энергетического сегмента в 2023 году замедлит снижение совокупной EBITDA группы до 1%. Если на фоне восстановления деловой активности в Китае и более мягкой, чем предполагалось ранее, монетарной политики в США цена алюминия в 2023 году окажется выше, чем ожидалось (в среднем \$2 500/тонну), это может привести к значительному росту финансовых показателей компании. Повышение цены алюминия на \$100/т увеличит EBITDA РУСАЛа примерно на 20%. Ослабление российской валюты на 5 руб. за доллар может обеспечить потенциал роста EBITDA РУСАЛа примерно на 25%.

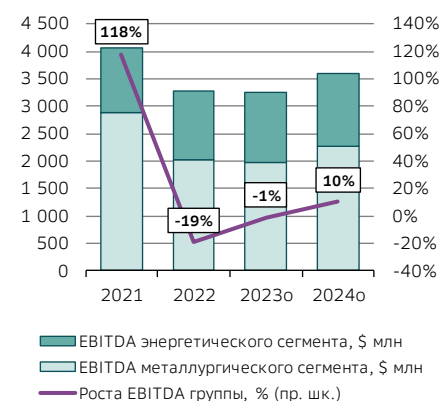
■ **Капитальные затраты En+ Group будут умеренно расти на фоне запуска новых проектов и модернизации существующих активов.** По нашим оценкам, капитальные затраты РУСАЛа в долларовом выражении увеличатся в 2023 году на 2%, а энергетического сегмента – на 4%, а в 2024 году – соответственно на 9,4% и 2,5%. В рублевом выражении капиталовложения энергетического сегмента будут расти

Прогноз выручки En+ Group на 2023–2024 годы



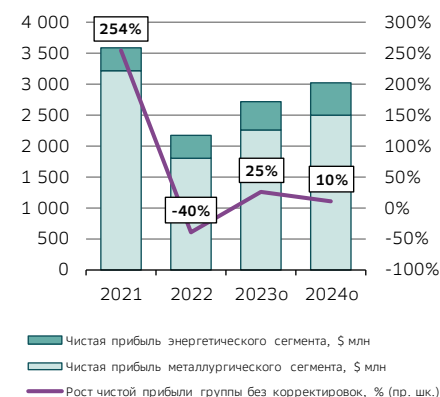
Источник: En+ Group, SberCIB

Прогноз EBITDA En+ Group на 2023–2024 годы



Источник: En+ Group, SberCIB

Прогноз чистой прибыли En+ Group на 2023–2024 годы



Источник: En+ Group, SberCIB

на уровне темпов инфляции (6% в 2023 году и 4% в 2024 году). Капитальные затраты РУСАЛа повысятся в основном за счет инвестиций в новые проекты (ТАЗ, БоАЗ), а расходы энергетического сегмента – в связи с продолжающейся модернизацией ГЭС по программе «Новая энергия». В будущем темпы роста капиталовложений энергетического сегмента могут превышать темпы инфляции на фоне запуска новых проектов. Среди них Крапивинская ГЭС, вторая очередь БЭМО, Ковыктинская ТЭС и – в долгосрочной перспективе – возможные проекты в области водородной энергетики.

- **Свободный денежный поток En+ Group в 2023 году, скорее всего, вновь станет положительным.** В 2023 году операционный денежный поток РУСАЛа, вероятно, вновь станет положительным на фоне сокращения оборотного капитала и может составить \$2,3 млрд. Хотя совет директоров Норникеля рекомендовал не выплачивать дивиденды за 2022 год, за счет роста операционного денежного потока свободный денежный поток En+ Group, как мы полагаем, увеличится до \$910 млн. В 2024 году, по нашей оценке, могут возобновиться дивидендные выплаты Норникеля, что поспособствует росту свободного денежного потока En+ Group на 47% до \$1,3 млрд.

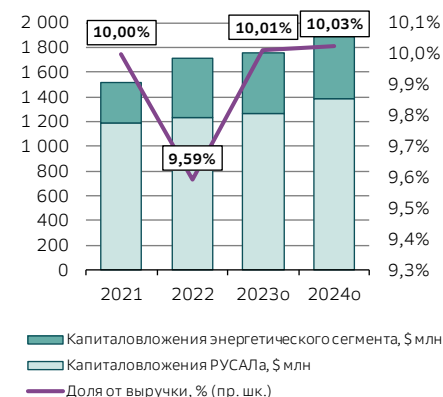
- **В 2022 году долговая нагрузка En+ Group выросла, но в будущем, вероятно, будет снижаться.** Чистый долг En+ Group в 2022 году вырос на 18% до \$10,1 млрд, в основном за счет увеличения чистого долга РУСАЛа из-за. Это произошло на фоне отрицательного операционного денежного потока и роста заимствований. Однако в 2023 и в 2024 годах долговая нагрузка обоих сегментов, по нашему мнению, начнет сокращаться на фоне реализации накопленных запасов. Согласно нашим расчетам, уже в 2023 году коэффициент «чистый долг/EBITDA» En+ Group составит около 2,8, несмотря на отсутствие дивидендов Норникеля, поскольку новых привлечений долга в будущем не ожидается.

Прогноз основных финансовых показателей En+ Group

	2021	2022	2023о	2024о
Выручка, \$ млн	14 126	16 549	16 217	17 502
EBITDA, \$ млн	4 065	3 119	3 091	3 419
Рентабельность по EBITDA, %	29%	19%	19%	20%
Чистая прибыль, \$ млн	3 534	1 846	2 321	2 573
Рентабельность по чистой прибыли, %	25%	11%	14%	15%
Свободный денежный поток, \$ млн	284	-633	910	1 342
Чистый долг/EBITDA	2,15	3,25	2,84	2,02

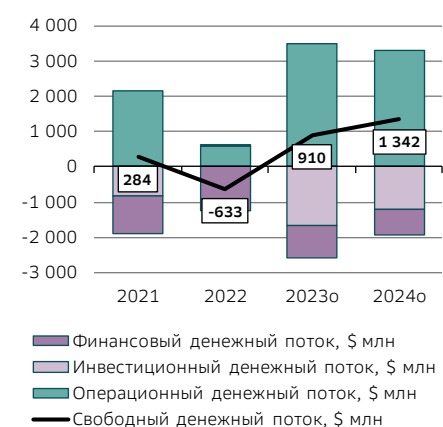
Источник: En+ Group, SberCIB.

Прогноз капитальных затрат En+ Group на 2023–2024 годы



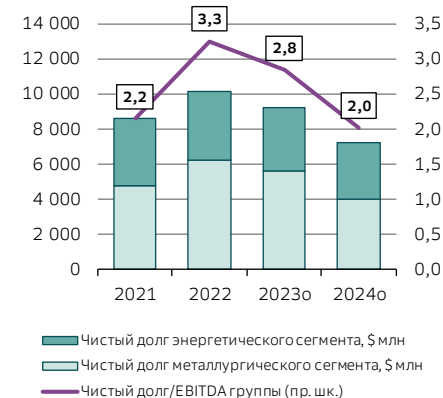
Источник: En+ Group, SberCIB

Прогноз денежного потока En+ Group на 2023–2024 годы



Источник: En+ Group, SberCIB

Прогноз долговой нагрузки En+ Group на 2023 – 2024 год



Источник: En+ Group, SberCIB

Почему En+ Group торгуется с дисконтом к доле в РУСАЛе?

При покупке акций En+ Group на 10 тыс. руб. инвестор становится косвенным владельцем акций РУСАЛа примерно на 15,6 тыс. руб. Этот дисконт может быть связан с тем, что РУСАЛ и En+ Group долгое время не выплачивали дивиденды. Кроме того, РУСАЛ больше, чем En+ Group, выиграет от возможного улучшения конъюнктуры на мировом рынке алюминия. Мы считаем, что столь значительный дисконт не оправдан в долгосрочной перспективе, несмотря на размер чистого долга энергетического сегмента. Дисконт может начать сокращаться, если РУСАЛ и En+ Group вернутся к выплате дивидендов согласно своей дивидендной политике.

■ **Капитализация En+ Group меньше, чем стоимость ее акций РУСАЛа.** En+ Group принадлежит 56,88% акций РУСАЛа, капитализация которого по состоянию на начало мая составляла 612 млрд руб. Таким образом, рыночная стоимость доли En+ Group в РУСАЛе – 348 млрд руб. Несмотря на это, капитализация En+ Group (без учета квазиказначейских акций) равна всего 224 млрд руб., что предполагает дисконт около 35% к стоимости ее доли в РУСАЛе. Такой дисконт впервые появился в мае 2021 года, и с тех пор он растет. Даже с учетом чистого долга энергетического сегмента En+ Group столь значительный дисконт, по нашему мнению, выглядит неоправданным.

■ **Приобретая акции En+ Group на 10 тыс. руб., инвестор косвенно становится владельцем акций РУСАЛа на 15,6 тыс. руб.** Общее количество обыкновенных акций En+ Group без учета квазиказначейского пакета составляет 502 млн штук, а у РУСАЛа – 15 193 млн штук. С учетом доли En+ Group в РУСАЛе (56,88%) владелец одной акции En+ Group становится косвенным владельцем 17,2 акции РУСАЛа ($15\,193/502 \times 56,88\%$). Одна акция РУСАЛа в начале мая стоила 40,4 руб., а En+ Group – 445 руб. Таким образом, если инвестор приобретает 22 акций En+ Group на 10 тыс. руб., то он становится косвенным владельцем 385 акций РУСАЛа, рыночная стоимость которых – около 15,5 тыс. руб.

Почему существует дисконт?

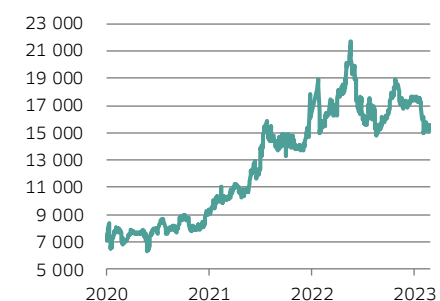
- Во-первых, с 2018 года РУСАЛ не выплачивал акционерам дивиденды. Это было связано с включением компании в санкционный список США в 2018 году. Затем РУСАЛ решил не выплачивать дивиденды на фоне пандемии COVID-19, но сообщил, что принято решение распределить дивиденды за 1П22. Из-за столь длительного отсутствия дивидендов РУСАЛа и En+ Group, инвесторы, вероятно, не видят преимуществ от владения долей в РУСАЛе, поскольку материнская компания не получала дивидендов от дочерней.
- Во-вторых, если конъюнктура на мировом рынке алюминия начнет улучшаться, владельцы акций РУСАЛа получат больше преимуществ, чем акционеры En+ Group, у которой бизнес диверсифицирован.

Сейчас капитализация En+ Group на 35% меньше, чем стоимость ее доли в РУСАЛе



Источник: МосБиржа, SberCIB

Стоимость акций РУСАЛа, косвенным владельцем которых становится инвестор, купивший акции En+ Group на 10 тыс. руб.



Источник: МосБиржа, SberCIB

Сильные стороны En+ Group

Бизнес En+ Group более диверсифицирован и потому менее волатилен, чем бизнес РУСАЛа. Таким образом, акции En+ Group лучше защищены в период внешней турбулентности. У компании относительно невысокий санкционный риск, поскольку она уже попадала под полные блокирующие санкции США и с тех пор соблюдает все договоренности, достигнутые в переговорах с OFAC в 2018-2019 годах. En+ Group уже провела редомициляцию в 2019 году – это дает ей возможность беспрепятственно платить дивиденды российским акционерам. Группа владеет 21,4% своих акций, поэтому у нее есть возможность в будущем расширить базу инвесторов и увеличить ликвидность ценных бумаг. Кроме того, даже в тяжелых экономических условиях компания не отказывается от планов в области устойчивого развития и инвестирует в «зеленые» проекты

■ Волатильность бизнеса En+ Group в целом ниже, чем у РУСАЛа.

Показатели бизнеса РУСАЛа сильно зависят от внешней конъюнктуры – на них влияет состояние глобальной экономики, курс рубля, а также баланс спроса и предложения на мировом рынке алюминия. Энергетический бизнес менее волатилен и более защищен от внешних факторов. Такая диверсификация бизнеса позволяет En+ Group демонстрировать более стабильные финансовые показатели, чем у РУСАЛа. В случае ухудшения внешней конъюнктуры акции En+ Group лучше защищены, чем бумаги РУСАЛа.

■ Пониженные санкционные риски. En+ Group и РУСАЛ уже попадали под полные блокирующие санкции США в 2018 году. Однако в 2019 году эти санкции сняли – компании достигли договоренностей с OFAC (американским органом, регулирующим санкции) и с тех пор следуют им. На наш взгляд, с учетом этого фактора, а также важности стабильных поставок алюминия для глобальной экономики En+ Group или РУСАЛ вряд ли попадут под полные блокирующие санкции США. На энергетический сегмент санкции, даже в случае их введения, повлияют лишь ограниченно. Это связано с тем, что все активы энергетического сегмента находятся в России и поставляют электроэнергию лишь российским покупателям.

■ En+ Group уже провела редомициляцию. В 2019 году En+ Group сменила регистрацию с о. Джерси на РФ. Вскоре после этого, в 2020 году, компания провела технический листинг обыкновенных акций на МосБирже с одновременным делистингом ГДР, которые до этого обращались на площадке. В текущих условиях редомициляция особенно важна, поскольку зарегистрированная в РФ компания имеет меньше инфраструктурных ограничений. Например, она сможет беспрепятственно платить дивиденды российским акционерам, если такое решение одобрит совет директоров и собрание акционеров. Зарегистрированные в «недружественной» юрисдикции компании сейчас сталкиваются с трудностями при распределении дивидендов.

■ Возможное раскрытие стоимости квазиказначейского пакета.

En+ Group владеет 21,4% своих акций, поэтому у нее есть возможность

в будущем расширить базу инвесторов и увеличить ликвидность ценных бумаг. Сейчас этот пакет можно рассматривать как «подушку безопасности». Компания выкупила эти акции у ВТБ в 2020 году по \$11,57, что эквивалентно примерно 750 руб. по курсу на дату сделки. Это значит, что в ближайшее время акции вряд ли будут проданы, поскольку их рыночная цена сейчас составляет всего 460 руб.

- **Компания не отказывается от планов устойчивого развития.** Несмотря на тяжелые экономические условия, En+ Group не отказывается от планов в области устойчивого развития. Компания ставит перед собой цель достичь нулевого баланса выбросов к 2050 году, а также сократить выбросы парниковых газов как минимум на 35% к 2030 году. Программа модернизации ГЭС «Новая энергия», например, позволит сократить долю угольных ТЭЦ в выработке электроэнергии, что существенно понизит уровень выбросов. РУСАЛ производит 99% алюминия с помощью электроэнергии, вырабатываемой ГЭС – то есть с использованием возобновляемого источника. En+ Group – мировой лидер в производстве низкоуглеродного алюминия (марка ALLOW), при производстве которого выбросы в 5 раз ниже, чем в среднем по отрасли.

Риски En+ Group

Основные риски En+ Group связаны с РУСАЛом. В их числе – неопределенность относительно дивидендов Норникеля, возможное снижение цен на алюминий в случае глобальной рецессии, а также перебои в цепочках поставок в связи с запретом экспорта глинозема из Австралии и приостановкой работы Николаевского глиноземного завода

- **Неопределенность с дивидендами Норникеля.** Совет директоров Норникеля рекомендовал не выплачивать дивиденды за 2022 год. Менеджмент назвал ряд причин для такого решения: растущие геополитические и санкционные риски, масштабная программа капиталовложений, увеличение долговой нагрузки, ожидаемый рост налоговой нагрузки и расходов на обслуживание долга, снижение цен на сырье. Руководство компании с осторожностью оценивает ситуацию и перспективы в текущем году. Если денежный поток окажется положительным, а уровень долга – комфортным, совет директоров, возможно, рассмотрит вопрос о выплате промежуточных дивидендов. Мы считаем, что это разовое решение, но не ожидаем значительных дивидендов в ближайшие годы. В прошлом году у РУСАЛа был отрицательный свободный денежный поток, и отсутствие дивидендов от Норникеля в этом году может привести к увеличению долговой нагрузки компании (с учетом текущих спотовых цен на алюминий и курса рубля). РУСАЛ считает, что отсутствие дивидендов Норникеля не скажется на операционной деятельности компании, но может повлиять на будущие инвестиционные проекты.
- **Снижение цен на алюминий.** В случае ухудшения глобальной макроэкономической конъюнктуры на фоне высокой инфляции и ключевых ставок в развитых странах цены на сырьевые товары могут оказаться под давлением. Цена алюминия, как промышленного металла, зависит от уровня деловой активности в мире, которая может снизиться при глобальной рецессии. Аналитики SberCIB Investment Research считают, что при реализации этих рисков в 2023 году средняя цена алюминия на LME может составить \$2 100/т, что на 16% меньше, чем в базовом прогнозе.
- **Проблемы с цепочками поставок.** В 2022 году Австралия запретила экспорт в Россию глинозема и алюминиевых руд. В этой стране находится глиноземный завод QAL, в котором РУСАЛу принадлежало 20% (их взяла под свой контроль Rio Tinto). С этого предприятия на заводы РУСАЛа в России поступало примерно 20% глинозема для производства алюминия, и теперь компании пришлось искать новых поставщиков. Кроме того, в 2022 году остановились поставки глинозема с Николаевского глиноземного завода РУСАЛа на Украине. Все это может создать риски для стабильности поставок в среднесрочной перспективе, что сопряжено с ростом транспортных и прочих затрат на покупку сырья для производства алюминия у третьих сторон. Если РУСАЛ решит построить новый собственный глиноземный завод в России, капитальные затраты могут сильно вырасти, что отдалит возврат к дивидендной политике.

Ограничение ответственности