

Русал представил ожидаемо слабые операционные и финансовые [результаты](#) за 1-е полугодие 2024 г. Компания значительно сократила себестоимость благодаря ослаблению рубля и росту производства собственного глинозема, однако низкие мировые цены на алюминий продолжают оказывать давление на выручку и свободный денежный поток. В то же время мы позитивно смотрим на долгосрочные перспективы мирового рынка алюминия и ожидаем новый циклический подъем на горизонте нескольких лет, обусловленный оживлением мировой экономики благодаря снижению ставок ведущими мировыми центробанками. **Мы подтверждаем рекомендацию «Покупать» для бумаг Русала с целевой ценой 67,3 руб.**

Операционные показатели. В 1-м полугодии 2024 г. производство алюминия Русала выросло на 2,3% г/г, до 1 957 тыс. т. В то же время продажи алюминия сократились на 2,9% г/г, до 1 879 тыс. т. Отдельно стоит отметить рост добычи бокситов и производства глинозема на 17,6% и 18,9% г/г соответственно, так как после потери ряда сырьевых активов в 2022 г. Русал был вынужден закупать глинозем у третьих лиц в Китае, что приводило к резкому росту себестоимости. В целях замещения утраченных активов Русал в апреле 2024 г. завершил покупку 30%-й доли в китайском глиноземном заводе HWNM за 264 млн долл. Мощность HWNM составляет 4,8 млн т глинозема, т.е. на долю Русала придется около 1,4 млн т при том, что в 2023 г. компания произвела 5,1 млн т глинозема. И хотя потерянные активы Русала (Николаевский завод на Украине и совместное предприятие Queensland Alumina в Австралии) обеспечивали выпуск 2,2 млн т глинозема, благодаря приобретению доли в HWNM проблема дорогого стороннего сырья во многом оказалась решена. В 1-м полугодии 2024 г. себестоимость алюминия Русала сократилась на 14,0% г/г, до 1 975 долл. на т.

Финансовые результаты. По итогам 1-го полугодия 2024 г. Русал сократил выручку на 4,2% г/г, до 5 695 млн долл., на фоне более низких продаж и мировых цен на алюминий. В то же время EBITDA выросла в 2,7 раз, до 786 млн долл., с рентабельностью 13,8% против 4,9% годом ранее благодаря снижению себестоимости вследствие ослабления рубля и удешевления глинозема. Свободный денежный поток алюминиевого сегмента Русала (с учетом процентных расходов) ушел в отрицательную зону и составил -1 103 млн долл. на фоне роста CAPEX (+23,7% г/г) и оттока средств в оборотный капитал. Частично это оказалось компенсировано 416 млн долл. дивидендов Норникеля, полученных в начале 2024 г.

Долговая нагрузка. На конец июня 2024 г. чистый долг Русала вырос на 1,2% г/г, до 6 365 млн долл., со значением чистый долг/EBITDA 5,0x против 12,3x годом ранее. Несмотря на то, что общий долг остался практически неизменным, процентные расходы Русала в 1-м полугодии 2024 г. сократились на 24,2% г/г, до 160 млн долл.

Дивиденды. Мы отмечаем, что долговая нагрузка Русала по-прежнему высокая, свободный денежный поток основного бизнеса отрицательный, мировые цены на алюминий остаются низкими, а поступление выплат Норникеля во 2-м полугодии не предвидится, в связи с чем мы не ожидаем объявления ни промежуточных, ни финальных дивидендов за 2024 г.