

3 года до перепроизводства

	Lynas	Molycorp
EV/EBITDA, 2012e	-65,86	5,09
EV/EBITDA, 2013e	3,63	2,26
P/E 2012e	-29,11	7,11
P/E 2013e	5,45	3,66
EV/резервы (за 1 кг)	2,17	2,89

	Lynas	Molycorp
текущая цена (\$/акция)	1,15	28,6
справедливая цена (\$/акция)	2,16	66,66
Рекомендация	Покупать	Покупать

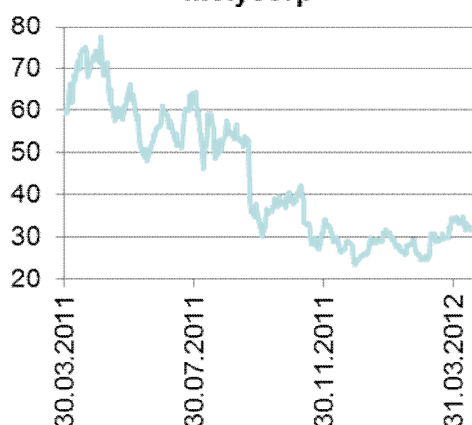
Мы начинаем покрытие сектора редких металлов с рекомендаций ПОКУПАТЬ по лидерам отрасли: Molycorp и Lynas с целевыми справедливыми ценами 66,66\$ и 2,16\$ и потенциалами роста 133% и 88% соответственно.

•Мы считаем, что компании обладают привлекательным потенциалом роста, обусловленным как ожидаемым резким ростом производства оксидов и продуктов переработки в ближайшие 1-2 года, так и позитивной конъюнктурой на рынке редких металлов, обусловленной дефицитом в краткосрочном периоде ряда редкоземельных элементов на мировом рынке (кроме КНР).

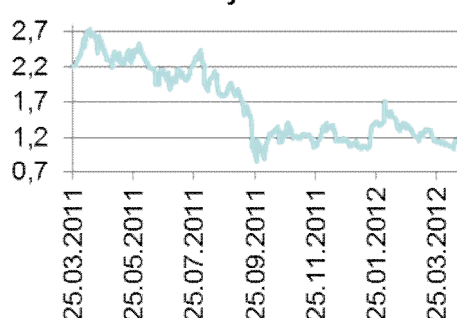
•Мы считаем, что на рынке РЗЭ (редкоземельных элементов) наступил долгосрочный бычий рынок. Это обусловлено как резким ростом в использовании РЗЭ в промышленности и еще более высокими оценками по использованию в будущем, так и реструктуризацией отрасли в Китае и тем, что после первой волны введения новых мощностей по добыче в 2013-2017 годах, наиболее богатые и доступные месторождения кончатся, что приведет со временем к движению в экстремальные области, что неизбежно увеличит маржинальные издержки.

•Тем не менее, несмотря на долгосрочный бычий взгляд, мы считаем, что в среднесрочном периоде (2015-2018 года) ценовой фон на РЗЭ в целом будет находиться около величины маржинальных издержек китайских производителей при экспорте продукции, что приведет к снижению величины EBITDA по сравнению с оценочными значениями при конъюнктуре 2010-2011 годов в среднем в 2 раза. Однако стоит отметить, что обе компании имеют огромный запас по себестоимости. Так, Molycorp, например, обладает операционными издержками даже сейчас в 1,5 раза меньшими, чем у китайских конкурентов, а в перспективе разница будет только нарастать. В результате, едва ли вышеобозначенные компании в обозримой перспективе придут к убыткам от основной деятельности, т.к. обе компании (Molycorp в большей степени, Lynas в меньшей) инвестируют в силу своих финансовых возможностей в углубление переработки своей продукции, что должно поддержать их финансовые показатели, когда на рынке РЗЭ будет переизбыток предложения.

Molycorp



Lynas



Что такое редкие металлы?

Редкие металлы – 15 элементов в группе Лантанидов и двух других элементов с похожими химическими свойствами в таблице периодических элементов. Лантаниды состоят из следующих элементов: лантан (La), церий (Ce), празеодим (Pr), неодим (Nd), прометий (Pm – создается искусственно), самарий (Sm), европий (Eu), гадолиний (Gd), тербий (Tb), диспрозий (Dy), холмий (Ho), эрбий (Er), тулий (Tm), иттербий (Yb), and лютеций (Lu). 2 других: иттрий (Y) и скандий (Sc). В целом, несмотря на название, они относительно широко распространены в земной коре, но экономически оправданные для добычи концентрации найдены всего на нескольких месторождениях в мире. Базовый продукт для продажи в отрасли – оксиды металлов (REO), которые могут быть переработаны в металлы и сплавы.

H																	He																												
Li	Be											B	C	N	O	F	Ne																												
Na	Mg											Al	Si	P	S	Cl	Ar																												
K	Ca	Sc	Ti	V	Cr	Mn	Fe	Co	Ni	Cu	Zn	Ga	Ge	As	Se	Br	Kr																												
Rb	Sr	Y	Zr	Nb	Mo	Tc	Ru	Rh	Pd	Ag	Cd	In	Sn	Sb	Te	I	Xe																												
Cs	Ba	La	Hf	Ta	W	Re	Os	Ir	Pt	Au	Hg	Tl	Pb	Bi	Po	At	Rn																												
Fr	Ra	Ac	Unq	Unp	Unh	Uns	Uno	Une	Unn																																				
<table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tr> <td>Ce</td><td>Pr</td><td>Nd</td><td>Pm</td><td>Sm</td><td>Eu</td><td>Gd</td><td>Tb</td><td>Dy</td><td>Ho</td><td>Er</td><td>Tm</td><td>Yb</td><td>Lu</td> </tr> <tr> <td>Th</td><td>Pa</td><td>U</td><td>Np</td><td>Pu</td><td>Am</td><td>Cm</td><td>Bk</td><td>Cf</td><td>Es</td><td>Fm</td><td>Md</td><td>No</td><td>Lr</td> </tr> </table>																		Ce	Pr	Nd	Pm	Sm	Eu	Gd	Tb	Dy	Ho	Er	Tm	Yb	Lu	Th	Pa	U	Np	Pu	Am	Cm	Bk	Cf	Es	Fm	Md	No	Lr
Ce	Pr	Nd	Pm	Sm	Eu	Gd	Tb	Dy	Ho	Er	Tm	Yb	Lu																																
Th	Pa	U	Np	Pu	Am	Cm	Bk	Cf	Es	Fm	Md	No	Lr																																



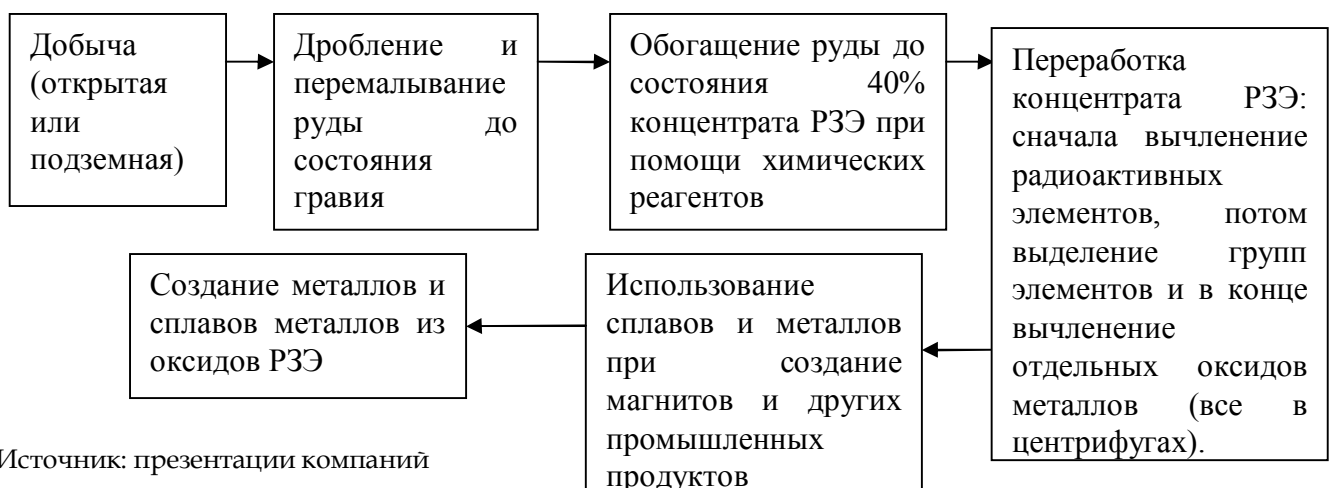
Редкие элементы – Лантаниды

Редкие элементы – Другие элементы

Источник: Википедия

Редкие элементы делятся на 2 группы: легкие (лантан, цезий, неодим, празеодим и самарий) и тяжелые редкие металлы (европий, гадолиний, тербий, диспрозий, холмий, эрбий, тулий, иттербий, and лютеций). В целом, тяжелые редкие металлы (ТРМ) стоят гораздо дороже легких редких металлов (ЛРМ), в силу более низкой концентрации ТРМ на месторождении.

Технологическая цепочка

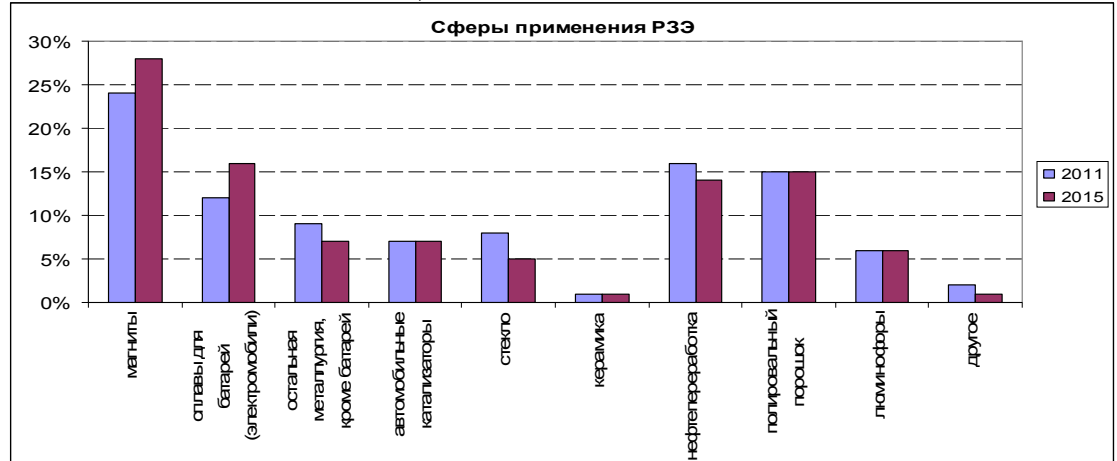


Источник: презентации компаний

Основная сфера применения РЗЭ в производстве высокотехнологических товаров

РЗЭ используются в основном в производстве высокотехнологических товаров, причем часто, чем более высокий передел производства продукции, тем больше объем использования редкозема.

График 1: Сферы применения РЗЭ (в % от общей величины использования)



Источник: IMCOA Roskill

Основные сферы использования РЗМ можно разделить на следующие части: **Металлические сплавы.** В основном металлические сплавы редких металлов используются в производстве электрических батарей гибридных автомобилей (10 кг. разных РЗЭ на 1 автомобиль в среднем), легирующие добавки к стали и цветным металлам.

Таблица 1: прогноз по производству гибридных автомобилей

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
прогноз по производству гибридных автомобилей (млн. автомобилей в год)	4,9	8,8	11,9	15,1	17,4	18,9
доля от общего пр-ва автомобилей	8%	13%	16%	19%	21%	22%

Источник: IMCOA Roskill

Катализаторы. Используются в нефтепереработке, химической промышленности, при очистке промышленных отходов и как добавка к дизелю и бензину, которая уменьшает загрязнение от выбросов.

Электроника. Основное использование для лазеров, волоконной оптики, температурных сенсоров, сложной медицинской техники, а также для создания цветной картинки для всех видов телевизоров.

Магниты. Используются для увеличения эффективности и уменьшения размеров моторов для автомашин и кондиционеров и электрических генераторов, особенно таких как ветряные турбины (на 1 МВт мощности требуется 300 кг. сплава неодим-железо-бора или порядка 100кг неодима). Кроме того, магниты из РЗМ широко используются для производства современной компьютерной техники, а также смартфонов и мобильных телефонов.

График 2: прогноз по производству ветряных турбин в мире



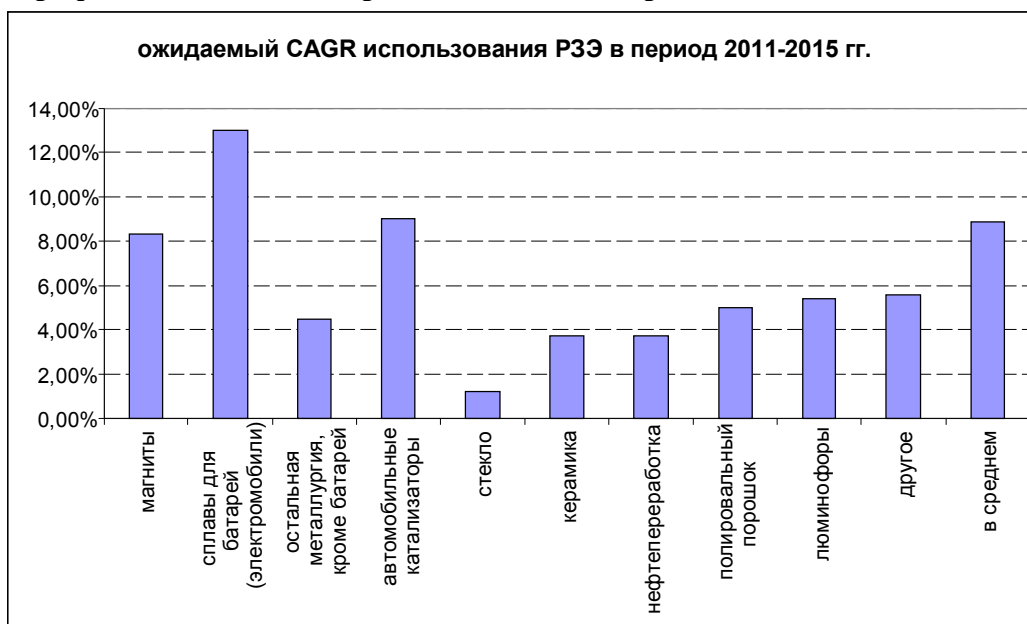
Источник: IMCOA Roskill

ВПК. Используются для производства таких современных систем вооружения как ракеты, военные самолеты 5-го поколения, радары и “умные” бомбы.

Прочее. Среди прочих видов использования РЗМ стоит отметить применение при производстве энергосберегающих лампочек (люминесцентные лампы), очистке воды и производстве удобрений.

Что касается перспективных способов использования, то стоит отметить, что в основном они связаны с началом новой технологической революции, связанной с энергосбережением, телекоммуникациями, переводом газа и угля в дизель и энергетикой (МГД-двигатели, ВТСИ)

График 3: ожидаемый среднегодовой темп роста использования РЗЭ



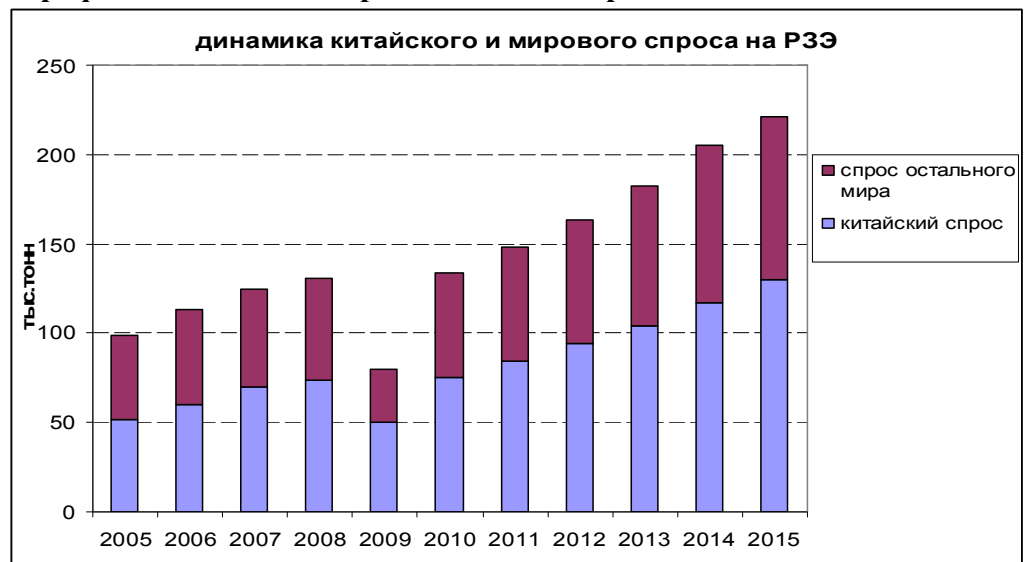
Источник: IMCOA Roskill

РЗЭ в целом будут иметь такую же роль в рамках новой технологической революции, как и кремний сейчас при производстве компьютеров

Благодаря высокотехнологичному фокусу спроса, как последние 7 лет, так и следующие 4 года, спрос на РЗЭ ожидается будет расти гораздо быстрее мирового ВВП. Так, средний темп роста спроса на РЗЭ как в 2012-2015 годах, так и в 2005-2011 годах, посути, не изменился и находится на уровне порядка 9-10%, несмотря на кризис в развитых странах и замедление роста в Китае. При этом стоит отметить, что в большинстве случаев РЗЭ или незаменимы или заменимы, но на другой РЗЭ, что ограничивает возможности перехода потребителей с использования РЗЭ на другие элементы.

С региональной точки зрения, основной спрос на РЗЭ сосредоточен в КНР (55% мирового спроса), что логично, учитывая, что там собирается львиная доля всей мировой промышленной продукции. Мы считаем, что в перспективе до 2015 года китайский спрос на рынке останется доминирующим. Что касается более дальней перспективы, то ближе к концу десятилетия мы ожидаем резкого всплеска роста спроса на РЗЭ из-за намечающейся технологической революции, что может вызвать рост доли остального мира в спросе на РЗЭ.

График 4: динамика спроса на РЗЭ в мире



Источник: IMCOA Roskill

Предложение.

До конца 1980-х годов, на мировом рынке РЗЭ основными поставщиками были США и отчасти Канада. Это время характеризовалось весьма высокими ценами на РЗЭ, до которых цены (в реальном исчислении) дошли только в ходе установления прошлогодних максимумов.

Конец эры высоких цен на РЗЭ пришелся на начало 1990-х годов, что было связано с тем, что Китай начал разрабатывать гигантское месторождение Байан-Обо. В результате, массивные поставки из Китая привели к падению цен на мировом рынке в среднем на 80% к 2005 году и вытеснению всех конкурентов с рынка.

Китайская эра на рынке РЗЭ разбилась о желание китайского руководства развивать высокотехнологическое производство внутри страны, ограничивать экологический ущерб и браконьерство

В период с 2015 по 2018 год стоит ожидать затоваривания рынка как ответа на высокий уровень цен сейчас

В свою очередь, китайская эра на рынке редкозема начала заканчиваться во второй половине 2000-х годов, что было обусловлено несколькими обстоятельствами, а именно: началом резкого роста спроса на РЗЭ из-за совпадения трендов на увеличение использования РЗЭ на рынках электроники и магнитов, а также сначала введением экспортных квот Китаем в 2004 году, а затем и введением ряда экспортных пошлин в 2006-2008 годах в рамках реструктуризации отрасли.

В результате, если раньше (до 2008 года) Китай контролировал до 95% рынка РЗЭ, то ожидается, что к концу этого десятилетия его доля сократится до 40-45%.

В целом, в новой эре на рынке РЗЭ в этом десятилетии основными с точки зрения предложения будут следующие факторы: ввод в 2015-2016 гг. огромного количества новых проектов и окончание экспорта Китаем РЗЭ с возможным началом импорта в конце десятилетия.

Ввод новых проектов.

Политика Китая в конце 2000-х и начале 2010-х годов, которая привела к ценовому шоку в 2010-2011 годах, взметнувшему цены на РЗЭ на порядок, также привела и к появлению большого количества желающих (вне Китая) войти на этот рынок. В результате, сейчас заявлены проекты (вне Китая, в основном в США, Австралии и Канаде) совокупной мощностью порядка 140-150 тыс. тонн РЗЭ в год, что сопоставимо с текущим мировым годовым объемом спроса. В результате, в моменте, а именно где-то в диапазоне 2015-2018 годов следует ожидать перепроизводство РЗЭ в мире.

Таблица 2: проекты по добыче РЗЭ вне Китая

название компании	название проекта	Месторасположение	Величина ресурсов (миллион тонн REO)	средняя концентрация (%)	Ежегодный объем производства (тонн REO/год)	Ожидаемая дата запуска
Molycorp	Mountain Pass	USA	1,8	9,20%	40500	2013
Lynas	Mt. Weld	Australia	1,2	9,70%	21000	2014
Alkane	Dubbo Zirconia	Australia	0,6	0,80%	2580	2013
Arafura	Nolans	Australia	0,8	2,80%	20000	2015
Avalon	Nechalacho	Canada	2,5	1,40%	10000	2015
Great western mineral gr.	Hodas lake	Canada	0,06	2,40%	5000	2016
Kvanefjeld	greenland min&energy	Greenland	4,9	1%	43729	2016
Rare element res	bear lobge	USA	0,6	3,50%	-	-

Политика Китая.

Со второй половины 2000-х годов Китай начал переходить от политики экспорта сырья и первичных продуктов передела любой ценой к осмысленному углублению переработки своего сырья в Китае. Результатом этой политики в отношении РЗЭ стало сначала квотирование экспорта, создание совместных предприятий с иностранными компаниями на льготных условиях и введение экспортных пошлин, а затем и искусственная консолидация компаний, работающих в этом сегменте, в 3 национальных чемпиона под крылом государства с массовым закрытием нелегальных шахт на юге Китая, закрытием ряда мелких шахт и перерабатывающих фабрик и созданием единого национального ценового механизма как для поставок внутрь Китая, так и вовне.

В целом, мы ожидаем, что на волне реструктуризации редкоземельной отрасли в Китае будут закрыты мощности производительностью не менее 20000 тонн в год в течение 2012-2014 годов, что вызовет напряженность поставок на международный рынок в течение означенного периода с возможным падением величины экспорта до 0. В дальнейшем, мы ожидаем, что Китай будет удовлетворять только собственный редкоземельный спрос и либо перестанет, либо сократит до минимума экспорт отдельных элементов РЗЭ. Скорее всего, экспорт отдельных элементов РЗЭ плавно перетечет в экспорт магнитов, турбин и электронных плат на совместных предприятиях.

График 5: ожидаемый объем пр-ва РЗЭ в Китае



Источник: Roskill, расчеты ИК Проспект

Ценовая ситуация.

Окончание китайской эры на рынке РЗЭ, в целом, привело, с одной стороны, к окончанию периода сверхнизких, демпинговых цен, а с другой стороны, и к сверхволатильности этих самых цен.

В целом, мы считаем, что на рынке РЗЭ после 16-ти летнего медвежьего тренда начался долгосрочный бычий тренд. Однако, мы считаем, что ценовую перспективу нужно разделить на краткосрочную (2012-2014 года), среднесрочную (2015-2018) и долгосрочную.

В долгосрочной перспективе стоит ожидать возвращения цен на РЗЭ на уровень реальных цен 1980-х годов

В краткосрочной перспективе следует ожидать высокой волатильности цен на высоком ценовом уровне (существенно выше маржинального уровня издержек в отрасли (cost of good sold)), т.е. продолжения динамики 2010-2011 годов, в силу как продолжающегося роста спроса на мировом рынке, так и сильной ограниченности предложения за пределами Китая и маловероятности увеличения экспортных квот в Китае.

В среднесрочной перспективе, стоит ожидать резкого снижения общего уровня цен на РЗЭ, в силу как резкого ввода большого количества проектов по добыче РЗЭ за пределами Китая, так и из-за окончания реструктуризации отрасли в Китае и потенциального ввода новых месторождений в Сычуани, а также расширения добычи на крупнейшем месторождении Байань-Обо во внутренней Монголии. В этот промежуток времени мы ожидаем “прижимания” общего уровня цен к уровню китайских маржинальных издержек^[1].

График 6: динамика цен на РЗЭ в реальных ценах (за вычетом инфляции)



Источник: Bloomberg

^[1]Мы ожидаем, что из-за нового экологического, отраслевого и трудового регулирования, а также резко растущих внутренних издержек на удобрения, электричество и рабочую силу и возможно маржинальные издержки китайских производителей существенно повысятся, с 6-7\$ за кг. типичной средней корзины РЗЭ до 25-30\$ в 2015 году. Однако, цена продажи РЗЭ скорее всего будет все-таки выше, благодаря созданию единого ценового механизма для китайских производителей, что позволит в любом случае продавать с некоторой маржой. Так что в целом можно ожидать, что уровень цен в 2015-2018 годах будет на уровне 30-40\$ за кг. смеси.

В долгосрочной перспективе (2019-...), как мы считаем цены на РЗЭ будут расти гораздо быстрее уровня как издержек, так и мировой промышленной инфляции, благодаря, с одной стороны, ожиданиям по разворачиванию новой технологической революции в развитых странах, а, с другой стороны, из-за того, что в этом десятилетии уже будут задействованы наиболее доступные месторождения, соответственно, для удовлетворения потребностей придется осваивать экстремальные области, что не может не сказаться на уровне конечных цен (мы считаем, что реальные цены в конечном итоге уйдут на уровни 1980-х годов и даже выше). Кроме того, потребители вполне способны в долгосрочной перспективе приспособиться к высокому уровню цен на РЗЭ, так как их доля в себестоимости конечной продукции обычно составляет меньше 1%, притом, что возможности по замене РЗЭ на другие элементы обычно технологически ограничены.

Предположения модели.

- Предполагается что терминальный темп роста денежных потоков: 4%
- Производственные данные были взяты из стратегий компаний
- При оценке Molycorp учитывались данные Neo technologies
- При оценке чувствительности акций и финансовых расчетах бралась типичная корзина РЗЭ, сформировавшаяся на текущий момент времени
- Доля переработки оксидов РЗЭ в металлы и сплавы признавалась константой и распространялась и на будущие стадии проектов
- Доля концентрата при переработке и химическом выделении отдельных РЗЭ признавались константами приблизительно соответствующими текущим значениям.
- Предполагалось, что величина концентрации РЗЭ на месторождениях равнялась средней.
- Предполагается что после окончания ввода 2 фазы в обеих компаниях обе компании будут производить только поддерживающие инвестиции в геологоразведку в размере 50 млн. \$ каждая.
- Предполагается, что Lunas сохранит свои налоговые преференции в Малайзии.

Драйверы роста	Риски
Интегрированность проектов. Проекты компаний, включают как downstream, так и upstream направления, что позволяет, с одной стороны, контролировать существенную часть переменных издержек, а, с другой стороны, позволяет повысить стабильность выручки.	Временные задержки по проектам и рост цен на материалы. Временные задержки по проектам могут быть из-за внезапных изменений в концепции проектов, проблем с поставщиками оборудования и контракторами. Временная задержка также способна привести и к удорожанию проектов.
Среднесрочное сокращение квоты по экспорту оксидов РЗЭ из Китая до 0 вкуче с изменением ценового механизма поставок в пользу увеличения является существенным драйвером для роста капитализации компаний сектора в ближайшие 2-3 года	Ввод новых ресурсных налогов, аналогичному супер-налогу в Австралии (40% от прибыли), может существенно снизить потоки для акционеров от реализуемых проектов.
Опережающий рост спроса на РЗЭ, связанный с их применением в новейших технологиях, является долгосрочным драйвером для всего рынка РЗЭ.	Волна ввода новых редкоземельных проектов, намечающаяся на 2015-2017 гг., которая, как ожидается, приведет к среднесрочному затовариванию рынка и сильному снижению цен.
Создание совместных предприятий по углубленной переработке РЗЭ с такими компаниями как Siemens и Mitsubishi, способны сильно уменьшить волатильность выручки, так как магниты и порошки из РЗЭ имеют меньшую волатильность цены, чем цены на конкретные РЗЭ.	Валютный риск, который, в основном, характерен для Lynas и который связан с повышением стоимости австралийского доллара и малазийского ринггита и соответственно увеличением операционных издержек в долларах.
	Второе обрушение рынка РЗЭ китайскими экспортерами в случае изменения текущей политики руководства КНР

Обзор по компаниям.

Molycorp.

данные по компании	
тикер	MCP US
цена (\$ за акцию)	28,6
справедливая цена (\$ за акцию)	66,66
Потенциал роста (%)	133%
Текущая рыночная капитализация (млн.\$)	2816
кол-во акций в обращении (млн. акций) (включая конвертируемые привилегированные акции)	98,5

в млн. \$	2012(e)	2013(e)
total revenue	1431	2227
ЕБИТДА (без Neo)	538	1110
ЕБИТДА	752	1325
Net income	457	888

• Molycorp – крупнейший производитель РЗЭ за пределами Китая (компания на текущий момент удовлетворяет порядка 15% от мирового спроса), базирующийся на одном из крупнейших в мире месторождений Mountain Pass в Калифорнии.

• Mountain Pass имеет весьма высокий (8,9%) по сравнению с конкурентами на рынке уровень концентрации РЗЭ в руде с запасами РЗЭ на уровне 1,176 млн. тонн, т.е. при полной загрузке мощностей на уровне 40000 тонн в год только резервов хватит на 28 лет.

• Mountain Pass обладает выгодным местоположением, характеризующимся наличием вблизи одного из крупнейших мировых рынков и расположением на территории с относительно развитой инфраструктурой. Кроме того, компания контролирует основную часть переменных издержек (компания имеет собственную электростанцию и завод по производству химических реагентов), что позволяет говорить о Molycorp, как о производителе с наименьшими переменными издержками в отрасли.

• Molycorp уже провела основную массу капиталовложений в Фазе 1 (порядка 20000 тонн REO в год с выходом на полную мощность в конце этого года) и уже ведет работы по расширению производства в 2 раза в рамках Фазы 2 (наши ожидания по выходу на полную мощность конец 2013-начало 2014 года).

• Компания имеет достаточно разветвленную сеть договоров на поставки с потребителями по всему миру, в которых фиксируются средние рыночные значения, что сглаживает волатильность цен, присущую рынкам отдельных РЗЭ.

• Molycorp продолжает расширять свое присутствие в downstream сегменте. Так, сейчас компания продает в виде оксидов металлов только 40% продукции, в то время как 15% продукции приходится на более маржинальные металлы РЗЭ и сплавы металлов и магниты, используемые при производстве гибридных автомобилей и ветряков и производимые на совместных с Mitsubishi и Daido steel предприятиях в Японии, а также на собственных металлургических заводах в Эстонии и США. Компания, кроме того, инвестирует деньги в венчурные проекты, которые могут помочь в увеличении масштаба использования РЗЭ (Boulder Wind company-ветряные турбины), а также компания реализует проекты по использованию цезия и лантана в качестве сырья для производства водяных фильтров и удобрений соответственно.

• Компания недавно заявила о покупке Neo materials, которая занимается производством порошков из редких металлов для промышленного использования за 1350 млн. \$. Мы считаем, что это приобретение неоднозначно с точки зрения создания стоимости для акционеров, так как ожидаемая доходность от этого приобретения сравнима с требуемой доходностью акционерного капитала компании.

Ключевые драйверы:

• Ввод в работу 1-ой фазы проекта в Mountain Pass во второй половине 2012 года и динамика по вводу 2-ой фазы

• Создание новых совместных предприятий по глубокой переработке РЗЭ

• Рост цен на РЗЭ и операционных издержек у основных конкурентов

Ключевые риски:

• Изменение политики Китая в сфере РЗЭ

• Ввод мощностей конкурентами

• Глобальная рецессия

Однако, в качестве бонуса компания получает синергетический эффект в виде более стабильной выручки и EBITDA в среднесрочном периоде.

• Компания в прошлом году выпустила конвертируемые (1 Марта 2014 года) в обыкновенные привилегированные акции с гарантированным дивидендом на уровне 5,5\$ на акцию в год (7,8% годовых исходя из текущей цены акций). Коэффициент конвертации в обыкновенные акции составляет равен 2, если на момент исполнения цена обыкновенной акции будет ниже 50\$, и 1,66, если цена будет больше 60\$. В диапазоне между 50\$ и 60\$, коэффициент равен 100/стоимость обыкновенной акции. Мы уверены, что компания будет проводить платежи, так как они составляют всего около 1% от ожидаемой EBITDA в 2012-2013 годах.

• Наша рекомендация по обыкновенным акциям Molycorp ПОКУПАТЬ с целевой справедливой ценой на уровне 66,66\$ и потенциалом роста 126%. Привилегированные акции имеют рекомендацию также ПОКУПАТЬ с целевой ценой 118\$ за акцию и потенциалом роста 75%.

Изменение справедливой цены акции относительно изменения WACC компании и долгосрочной цены корзины РЗЭ

	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
30 \$/kg	12,02	10,52	8,93	8,18	7,23	6,38	5,60
40 \$/kg	41,36	34,20	27,41	24,53	21,11	18,28	15,90
50 \$/kg	70,70	57,88	45,88	40,88	34,98	30,18	26,20
60 \$/kg	100,05	81,56	66,66	57,23	48,86	42,08	36,50
70 \$/kg	129,39	105,24	82,84	73,58	62,73	53,98	46,79
80 \$/kg	158,74	128,92	101,32	89,93	76,61	65,88	57,09
90 \$/kg	188,08	152,59	119,80	106,28	90,48	77,78	67,39

Изменение справедливой цены акции относительно изменения WACC (по вертикали) компании и долгосрочного темпа роста спроса (по горизонтали)

	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
1%	67,62	57,79	47,76	43,31	37,85	33,24	29,29
2%	75,73	63,95	52,22	47,11	40,91	35,73	31,35
3%	86,15	71,66	57,64	51,67	44,52	38,64	33,73
4%	100,05	81,56	66,66	57,23	48,86	42,08	36,50
5%	119,51	94,76	72,93	64,19	54,15	46,20	39,77
6%	148,69	113,25	84,22	73,14	60,78	51,25	43,70
7%	197,34	140,98	99,77	85,08	69,29	57,55	48,50

Отчет о прибылях и убытках (в млн. \$)	2012(e)	2013(e)	2014(e)	2015(e)	2016(e)	2017(e)
Выручка	1969	3337	4419	2974	3020	3041
Амортизация	45	43	45	46	46	46
Операционная прибыль	707	1282	1652	847	779	684
ЕВИТДА	752	1325	1697	893	825	730
Чистые процентные расходы	40	0	0	0	0	0
Прибыль до налогов	667	1282	1651	847	779	684
Налог на прибыль	200	385	495	254	234	205
Чистая прибыль	457	888	1153	593	545	479
Баланс						
Денежные средства	420	260	1400	2000	2540	3000
Текущие активы	853	994	2372	2654	3204	3669
Основные средства	895	850	908	912	917	921
Не текущие активы	895	850	908	912	917	921
Общие активы	1748	1844	3280	3567	4121	4590
Краткосрочный долг	0	0	0	0	0	0
Текущие обязательства	433	734	972	654	664	669
Долгосрочный долг	997	7	-2	9	8	-7
Капитал	318	1103	2310	2903	3449	3927
Общие обязательства	1748	1844	3280	3567	4121	4590
Операционные денежные потоки	502	930	1199	639	591	525
CAPEX	1285	100	50	50	50	50
Денежные потоки от финансовых действий	0	-990	-9	11	-1	-15
FCFF	-783	830	1149	589	541	475

WACC calculations		DCF оценка (в млн.\$)	
безрисковая ставка (YTM 10-year Treasuries)	2%	Величина дисконтированных денежных потоков за период 2012-2017	1695
величина рыночного риска	5,50%	Терминальная стоимость	6385
особый риск эмитента	1,25%	Стоимость компании	8079,937
целевая доля долга	30,00%	Чистый долг	997
бета (без долга)	1,76	Справедливая стоимость акционерного капитала	7083
бета (с долгом)	2,18	Количество акций в обращении (млн.)	98,5
Требуемая доходность акционерного капитала	15,25%	цель на конец 2012 года (\$)	71,91
стоимость долга	7,00%	справедливая текущая стоимость	66,64
налог на прибыль	30,00%	потенциал роста	133%
стоимость долга (включая экономию на налоге)	4,92%		
WACC	12,15%		

Lynas

данные по компании

тикер	LYC AU
цена (\$ за акцию)	1,15
справедливая цена (\$ за акцию)	2,16
Потенциал роста (%)	88%
Текущая рыночная капитализация (млн.\$)	2178
кол-во акций в обращении (млн. акций) (включая конвертируемые облигации)	1894

в млн. \$	2012(e)	2013(e)
выручка	0	830,9624
EBITDA	-35	581,458
чистая прибыль	-74,8125	399,7091

Ключевые драйверы:

- Ввод в работу 1-ой фазы проекта в Mt. Weld в первой половине 2013 года и динамика по вводу 2-ой фазы
- Создание новых совместных предприятий по глубокой переработке РЗЭ
- Рост цен на РЗЭ и операционных издержек у основных конкурентов

Ключевые риски:

- Изменение политики Китая в сфере РЗЭ
- Ввод мощностей конкурентами
- Глобальная рецессия
- Налоговые ставки в Австралии и возможность потери льгот в Малайзии
- Технологические риски

• Lynas- производитель РЗЭ, базирующийся на месторождении Mt. Weld на юго-западе Австралии и экстракционной фабрике в Малайзии.

• Mt. Weld – одно из крупнейших и богатейших месторождений редких металлов в мире, имеющее среднюю концентрацию РЗЭ на уровне 8% и резервы и ресурсы РЗЭ на уровне 0,32 и 1,89 млн. тонн соответственно, т.е. при полной загрузке мощностей (22000 тонн в год) резервов/ресурсов хватит на 14,5/68 лет соответственно.

• Месторождение расположено всего в паре сотен километров от крупного порта Перт, что позволяет минимизировать издержки по транспортировке концентрата РЗЭ в Малайзию на обработку.

• Австралийское правительство ввело в 2010 году налог на сверхдоходы корпораций, который составляет порядка 40% от прибыли до уплаты налогов. Однако величина налога смягчается наличием обрабатывающей фабрики в Малайзии, где местным правительством было дано освобождение от налога на прибыль до 2022 года. Таким образом, мы оцениваем, что в целом компания будет оплачивать порядка 25-30% от EBT.

• Большая часть капиталовложений в первую фазу уже проведено (11000 тонн в год - ввод мощности в эксплуатации в конце 2012-начале 2013 года), а для второй фазы (11000 тонн в год- ввод мощности в эксплуатацию в конце 2013 года) уже в апреле 2011 года было получено фондирование.

• Компания, идя путем Molycorp., по мере возможностей расширяет свое присутствие в downstream сегменте. Так, в 2011 году было подписано соглашение о создании совместного предприятия с Siemens (45% у Lynas) по производству магнитов и сплавов.

Компания имеет месторождение в Малави с обозначенными ресурсами на уровне 107000 тонн РЗЭ и средней концентрацией 4,24%. Потенциально это месторождение может дать порядка 5000 тонн оксидов РЗЭ в год, однако процесс передачи лицензии и получения разрешений пока до конца не закончен, также как и план по вводу месторождения, что в результате заставляет нас не читать это месторождение и его потенциальные денежные потоки в оценке.

• Наша рекомендация по обыкновенным акциям Lynas ПОКУПАТЬ с целевой справедливой ценой на уровне 2,16\$ и потенциалом роста 88%.

Изменение справедливой цены акции относительно изменения WACC (по вертикали) компании и долгосрочного темпа роста спроса (по горизонтали)

	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
1%	2,23	1,97	1,72	1,55	1,39	1,25	1,13
2%	2,43	2,12	1,84	1,65	1,47	1,32	1,19
3%	2,67	2,31	1,99	1,77	1,57	1,40	1,26
4%	2,98	2,54	2,16	1,92	1,69	1,49	1,33
5%	3,36	2,83	2,38	2,09	1,82	1,60	1,42
6%	3,88	3,20	2,64	2,29	1,98	1,73	1,52
7%	4,61	3,69	2,98	2,55	2,18	1,89	1,65
8%	5,69	4,38	3,43	2,89	2,43	2,07	1,79
9%	7,50	5,41	4,06	3,33	2,75	2,31	1,97
10%	11,13	7,13	5,00	3,96	3,17	2,61	2,20

Изменение справедливой цены акции относительно изменения WACC компании и долгосрочной цены корзины РЗЭ

	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
30 \$/kg	0,60	0,55	0,50	0,47	0,44	0,40	0,38
40 \$/kg	1,08	0,95	0,84	0,76	0,69	0,62	0,57
50 \$/kg	1,55	1,35	1,17	1,05	0,94	0,84	0,76
60 \$/kg	2,03	1,75	1,50	1,34	1,19	1,06	0,95
70 \$/kg	2,50	2,14	1,83	1,63	1,44	1,28	1,14
80 \$/kg	2,98	2,54	2,16	1,92	1,69	1,49	1,33
90 \$/kg	3,45	2,94	2,50	2,21	1,94	1,71	1,52
100 \$/kg	3,92	3,33	2,83	2,49	2,19	1,93	1,71
110 \$/kg	4,40	3,73	3,16	2,78	2,44	2,15	1,91
120 \$/kg	4,87	4,13	3,49	3,07	2,69	2,37	2,10

Отчет о прибылях и убытках (в млн. \$)	2012(e)	2013(e)	2014(e)	2015(e)	2016(e)	2017(e)
Выручка	0	831	1454	1047	1050	1053
Амортизация	45	43	53	53	53	52
Операционная прибыль	-80	539	1092	646	606	561
ЕБИТДА	-35	581	1145	698	659	613
Чистые процентные расходы	20	6	6	6	6	0
Прибыль до налогов	-100	533	1086	640	600	561
Налог на прибыль	-25	133	272	160	150	140
Чистая прибыль	-75	400	815	480	450	421
Баланс	2012(e)	2013(e)	2014(e)	2015(e)	2016(e)	2017(e)
Денежные средства	210	5	850	1230	1570	1870
Текущие активы	210	188	1170	1460	1801	2102
Основные средства	895	850	1058	1055	1052	1050
Нетекущие активы	895	850	1058	1055	1052	1050
Общие активы	1105	1038	2228	2515	2853	3151
Краткосрочный долг	0	0	0	0	0	0
Текущие обязательства	0	183	320	230	231	232
Долгосрочный долг	337	-60	-33	-135	-248	-371
Капитал	768	915	1940	2420	2870	3290
Общие обязательства	1105	1038	2228	2515	2853	3151
Операционные денежные потоки	-30	442	867	532	503	473
CAPEX	250	250	50	50	50	50
Денежные потоки от финансовых действий	0	-397	28	-102	-113	-123
FCFF	-280	192	817	482	453	423

WACC calculations	
безрисковая ставка (YTM 10-year Treasuries)	3,90%
величина рыночного риска	5,50%
особый риск эмитента	1,50%
целевая доля долга	30,00%
бета (без долга)	1,76
бета (с долгом)	2,159947
Требуемая доходность акционерного капитала	17,28%
стоимость долга	9,00%
налог на прибыль	25%
стоимость долга (включая экономию на налоге)	6,75%
WACC	14,1%

DCF оценка (в млн.\$)	
Величина дисконтированных денежных потоков за период 2012-2017	1162
Терминальная стоимость	3639
Стоимость компании	4801,208
Чистый долг	337
Справедливая стоимость акционерного капитала	4464
Количество выпущенных акций (млн.)	1894
цель на конец 2012 года (\$)	2,36
справедливая текущая стоимость	2,16
потенциал роста	88%

Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363

Потавин Александр
Начальник отдела, рыночный анализ

Самарец Ольга
Потребительский сектор

Солодин Дмитрий
Ситуационный анализ

Егишянц Сергей
Макроэкономика, мировые рынки

Наумов Александр
Электроэнергетика

Трейдинг + 7 (495) 937 3363

Лобанов Александр
Начальник отдела
lobjr@prsp.ru

Кузнецова Ирина
kuznetsova@prsp.ru

Хмельник Михаил
hop@prsp.ru

Билялов Энвер
bilyalov@prsp.ru

Зуев Дмитрий
zouev@prsp.ru

Бохин Александр
abokhin@prsp.ru

Сильвестров Кирилл
ksilvestrov@prsp.ru

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ»

119180, Москва, 1-й Голутвинский пер., д. 6

Тел.: +7 (495) 937 3363

Факс: +7 (495) 937 3360

www.prsp.ru

www.itinvest.ru

www.prospect.com.ua

www.plasma-prospect.com

Представленная информация базируется на достоверных источниках.

Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях. Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» не несет ответственности за точность представленных данных.

Данный документ не является предложением на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг.

Он также не является рекомендацией на покупку или продажу ценных бумаг, упомянутых в отчете.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» и ее сотрудники, включая тех, кто готовил этот отчет, могут иметь позиции, а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний.

Инвестирование в странах СНГ является исключительно рискованным, поэтому инвесторы должны самостоятельно тщательно проработать свое решение.

Все права на данный аналитический отчет принадлежат Брокерской группе «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ».

Перепечатка целиком или отдельными частями без письменного разрешения Брокерской группы «Ай Ти Инвест - Проспект» не допускается.