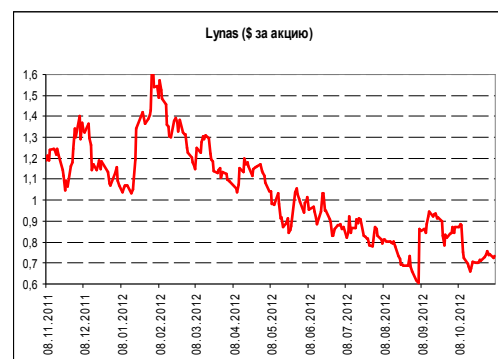


Окрыление от успехов

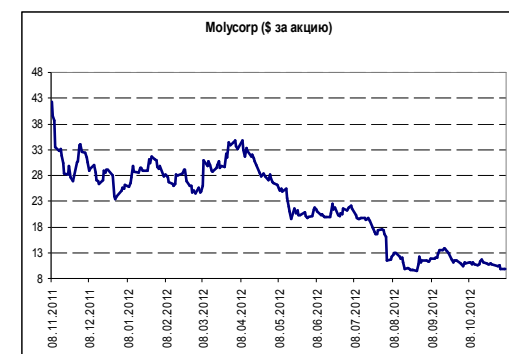
Мы пересмотрели наши оценки справедливых цен по компаниям сектора редких металлов (Molycorp, Lynas), оставив рекомендацию ПОКУПАТЬ. Основные причины пересмотра связаны с ухудшением экономической ситуации в Китае и задержками в запуске первых фаз проектов.

	Lynas	Molycorp
EV/EBITDA, 2013e	-85,00	5,37
EV/EBITDA, 2014e	6,06	4,35
P/E 2013e	-16,84	21,60
P/E 2014e	14,35	6,43
EV/reserves (за 1 кг)	1,44	1,69

	Lynas	Molycorp
текущая цена (\$/акцию)	0,7	9,94
справедливая цена (\$/акция)	1,5	30,3
Рекомендация	Покупать	Покупать



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

• В рамках замедления мировой экономики и соответственно роста спроса на РЗЭ, а также ожиданий роста поставок со стороны Molycorp и Lynas в ближайшие кварталы, цены на РЗЭ (редкоземельные элементы) упали за последний год-полтора в несколько раз. Уровень падения цен, в целом, превысил наши ожидания, так как сказался «эффект маятника». Иными словами, цены продолжают падать, хоть и с меньшей скоростью, благодаря созданным на пике цен запасам у потребителей, несмотря на приближение сверху к уровням безубыточности экспорта для китайских производителей. Мы считаем, что падение цен находится уже на излете, благодаря росту издержек и введению повышенных налогов на китайских производителей, а также продолжению роста мирового спроса на РЗЭ в целом. При этом, мы продолжаем считать, что объемы китайского экспорта продолжат сокращаться, и в результате в 2016-2017 годах Поднебесная начнет импорт ряда РЗЭ. Все эти факторы будут поддерживать на текущем уровне цены на РЗЭ, несмотря на слабость в развитии глобальной экономики и выход проектов Molycorp, Lynas и, вероятно, некоторых других небольших производителей на производство в ближайшие годы.

• И Moly, и Lynas в последнее время объявили о проблемах с вводом мощностей и о недостатке денежных средств, что резко негативно отразилось на котировках компаний. Несмотря на то, что в результате реализации этого риска справедливая цена каждой из компаний прилично упала, мы считаем, что падение было неоправданно глубоким.

• Как результат увеличения краткосрочных-среднесрочных проблем у Moly и Lynas в последний год, на рынке наблюдался массивный набор коротких позиций, который существенно усугубил падение котировок. В частности, величина коротких позиций по акциям Moly превысила 35% от общего торгуемого на текущий момент количества обыкновенных акций. Учитывая уровень волатильности акций и наклон нисходящего тренда последних кварталов, можно ожидать, что если текущий боковик переломит негативный тренд последних кварталов в акциях Moly, то возможен среднесрочный рост на закрытии этих позиций.

• В итоге, мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции обеих компаний, но понижаем справедливые уровни цен с 66,6\$ и 2,16\$ до 30,3\$ и 1,5\$ за акцию Moly и Lynas соответственно, что подразумевает потенциал роста к справедливой цене в 204% для Moly и 114% для Lynas.

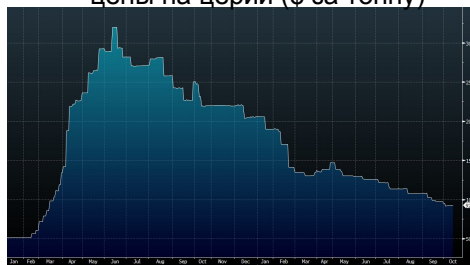
Цены на РЗЭ продолжают замедляясь падать

Международные цены на РЗЭ (за пределами Китая) продолжают падать. Так, за последний год 3 наиболее популярных РЗЭ (церий, лантан и неодим) упали в цене с 150 \$, 140\$ и 370\$ за кг в июле 2011 года до 19\$, 20\$ и 80\$ соответственно в октябре 2012 года, что означает падение с максимальных отметок в 5-7 раз. При этом, цены на эти металлы в июне 2010 года (до начала спровоцированной Китаем ценовой истерией) составляли 6,85\$, 8\$, 33\$ соответственно.

Основное падение цен уже прошло. Тем не менее, по инерции цены еще продолжают падать, по крайней мере, до весны 2013 года по причине “эффекта маятника”

В целом, мы считаем, что основное падение цен уже прошло. Тем не менее, по инерции цены еще продолжают падать, по крайней мере, до весны 2013 года по причине “эффекта маятника”, т.е. благодаря созданным на пике цен запасам у потребителей, которые судя по всему сохраняются еще на достаточном уровне. Кроме того, часть потребителей дожидается пока на рынок не выйдут полноценно объемы Lynas и Molycorp, чтобы на конкуренции между ними попытаться выбить себе максимально низкие цены по долгосрочным контрактам, пользуясь тем, что в 2013 году совокупные мощности этих двух компаний, превысят спрос почти в полтора раза (60 тыс. тонн после выхода на проектную мощность вторых фаз и порядка 40 тыс. тонн спроса за пределами Китая в 2013 году).

График 1 Внутрикитайские цены на церий (\$ за тонну)



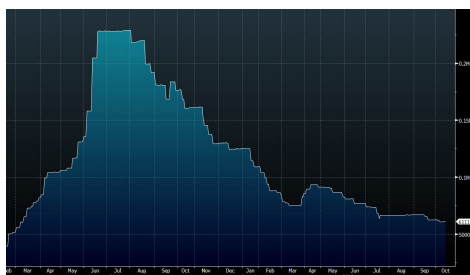
Источник: Bloomberg

График 2 Внутрикитайские цены на лантан (\$ за тонну)



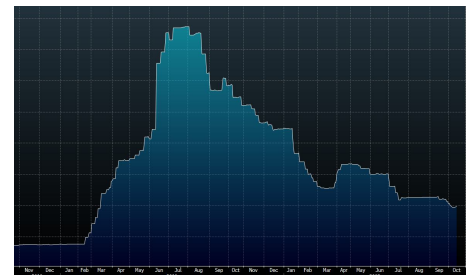
Источник: Bloomberg

График 3 Внутрикитайские цены на неодим (\$ за тонну)



Источник: Bloomberg

График 4 Внутрикитайские цены на празеодим (\$ за тонну)



Источник: Bloomberg

Таблица 1. Изменение прогноза по ценам на корзины РЗЭ

	2012(е)	2013(е)	2014(е)	2015(е)	2016(е)	2017(е)	2018(е)
было цена корзины оксидов (\$ за кг) Molycorp	70	70	60	40	40	40	60
было цена корзины оксидов (\$ за кг) Lynas	91	94	81	54	54	52	78
стало цена корзины оксидов (\$ за кг) Molycorp	45	35	35	35	40	50	60
стало цена корзины оксидов (\$ за кг) Lynas	56	44	44	44	48	60	72

Источник: расчеты ИК Проспект

В пользу ограничения падения цен выступают действия китайских властей по “наведению порядка” в местной отрасли добычи РЗЭ

Мы считаем, что ответом обоим поставщикам будет существенный недовыпуск РЗЭ относительно потенциала в 2013-2015 годах. В частности, по нашим оценкам, Lynas достигнет своего потенциального выпуска только в 2016 году, в то время как Molycorp только в 2018 году (разница в сроках из-за того у Molu больше мощности производства и более легкая корзина металлов).

Также в пользу ограничения падения цен выступают действия китайских властей по “наведению порядка” в местной отрасли добычи РЗЭ. В частности, эти меры выражаются, как мы уже писали ранее в обзоре “3 года до перепроизводства” в закрытии мелких небезопасных шахт на юге Китая ряда перерабатывающих фабрик(объемом порядка 20-25 тыс. тонн в ближайшие 2-3 года) и, в борьбе с незаконной добычей (по разным оценкам 15-20 тыс.тонн), в объединении всех оставшихся производителей в 3 конгломерата, а также в создании единого ценового механизма (биржа). Кроме того, были серьезно повышены налоги и ужесточено природоохранное законодательство (что повысило себестоимость добычи в КНР), а также введены существенные экспортные пошлины (в сумме порядка 25-30% от стоимости). В целом, эти меры привели к тому, что даже, несмотря на то, что квоты на этот год по сути остались на прошлогоднем уровне, экспорт китайских РЗЭ за 8 месяцев упал на 32% до 26000 тонн. Конечно, при этом возросли объемы контрабанды, но, мы верим, что планомерная работа по закрытию мелких и нелегальных шахт и консолидации отрасли приведет к минимизации этого явления в среднесрочной перспективе.

В целом, все вышеперечисленные факторы говорят о том, что минимальная устойчивая цена предложения повысилась с 2010 года и продолжит повышаться в дальнейшем. Тем не менее, как мы писали выше, в моменте (до середины 2013 года) цены продолжат умеренное снижение.

Зависимость от рыночных цен на РЗЭ у производителей постепенно будет ослабевать, по причине развития переработки своих РЗЭ и продажи уже некоего полуфабриката, а иногда и готового продукта

В то же время, стоит отметить, что зависимость от рыночных цен на РЗЭ у производителей постепенно будет ослабевать, по причине развития переработки своих РЗЭ и продажи уже некоего полуфабриката, а иногда и готового продукта. Особенно такая ситуация характерна для нашего фаворита в отрасли Molycorp. Компания в последнее время даже слишком активно вовлечена в покупку и развитие производств последующих переделов. Ярким примером этой политики служит злополучное (обернувшееся проведением масштабных допэмиссий и существенным падением акций в последние месяцы) поглощение канадской компании по производству полировочных порошков Neo materials, потребляющей значительное количество церия и частично других РЗЭ (в сумме 11100 тонн в 2011 году). Кроме того, компания развивает ряд СП с японцами и теперь (благодаря поглощению Neo) китайцами. Также компания развивает и собственный R&D. Так, например, компания уже начала продавать линейку продуктов Sorbx - продукты по эффективной очистке воды, использующие церий. При этом цена продажи церия (уже в продукте) находится на уровне 50-90\$ вместо текущих 20\$ за кг. Все это позволяет нам говорить, что на рынок выйдет не так уж и много свободных легких РЗЭ (непереработанных в продукт или полуфабрикат), тем более учитывая более тяжелую структуру добычи у Lynas. Что же касается тяжелых РЗЭ, то здесь наблюдается традиционный дефицит, поэтому практически любой объем будет встречен на ура.

Проблемы с запуском первых фаз нервируют инвесторов...

Рост предложения акций резко снизил уровень справедливой цены акций компаний сектора

Излишняя самоуверенность менеджмента Molycorp и Lynas в своих силах, спровоцированная фантастическим ростом цен на РЗЭ в 2010-2011 годах и достаточностью средств на окончание строительства, как для первой, так и для второй очереди обоих месторождений, привела к тому, что вроде бы логичное поглощение Neo Moly привело (наравне с небольшой отсрочкой в запуске первой очереди месторождения и продолжением снижения цен на РЗЭ) к нехватке платежеспособности в компании, что привело к масштабным допэмиссиям акций, выпуску конвертируемых облигаций и выпуску облигаций с высоким купоном.

Таблица 2. Изменение количества акций у Molycorp в ближайшие годы

	Млн. акций
Базовое кол-во акций на начало 2012 года	98,5
Привилегированные акции (конвертация в обычн. в 2014 году)	4
Допэмиссия акций (август 2012 г.)	10
Акции, доставшиеся акционерам Neo	13,5
Конвертируемые облигации (конвертация в 2016 г.)	34,5
Итого обыкновенных акций на конец 2016 года	148,5

Источник: Bloomberg

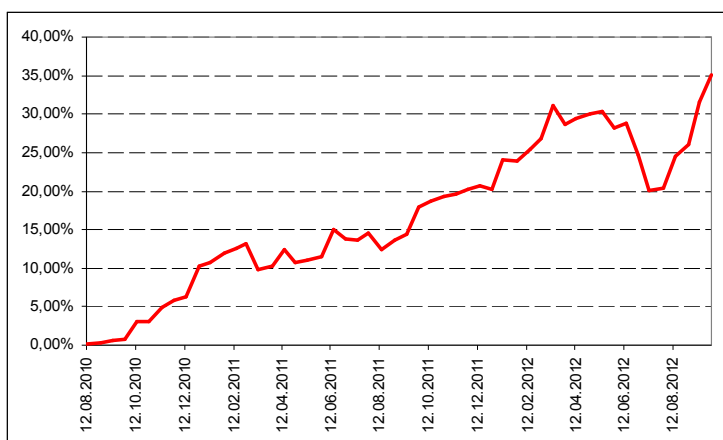
В случае с Lynas ситуация приняла несколько иной оборот. А именно, здесь свою роль сыграли риски географического расщепления месторождения, расположенного в Австралии, и фабрики по переработке концентрата в РЗЭ, построенной в Малайзии. Местные экологические активисты, поддержанные рядом политиков, смогли, дойдя до верховного суда добиться невыдачи постоянного разрешения на работу фабрики. В результате, с опозданием в несколько месяцев компания получила временное разрешение на работу, что позволит открыть фабрику в течение октября. Мы считаем, что едва ли компания вынуждена будет закрыть завод и перенести его в другую страну, так как это в том числе и политический проект нынешних малайзийских властей. В то же время мы не исключаем проблем, связанных с временностью разрешения на работу. В частности, в среднесрочной перспективе возможны моменты времени, когда компания вынуждена будет закрывать завод и сокращать производство, пока будут идти судебные препирательства. В результате, в 2013 году, (во время выхода на проектную мощность) есть высокая вероятность либо допэмиссии, либо выпуска очередных конвертируемых облигаций на сумму порядка 100 млн.\$.

Возникшая за период падения последнего года шортовая подушка может стать отличным подспорьем для роста в среднесрочной перспективе

Как результат увеличения краткосрочных-среднесрочных проблем у Moly и Lynas в последний год, на рынке наблюдался массивный набор коротких позиций, который существенно усугубил падение котировок. В частности, величина коротких позиций по акциям Moly и Lynas превысила 35% и 14% соответственно от общего торгуемого на текущий момент количества обыкновенных акций. Учитывая уровень волатильности акций и наклон нисходящего тренда последних кварталов, можно ожидать, что если текущий боковик переломит негативный тренд последних кварталов в акциях Moly, то возможен среднесрочный рост на закрытии этих позиций вплоть до нашей справедливой цены в перспективе ближайших кварталов.

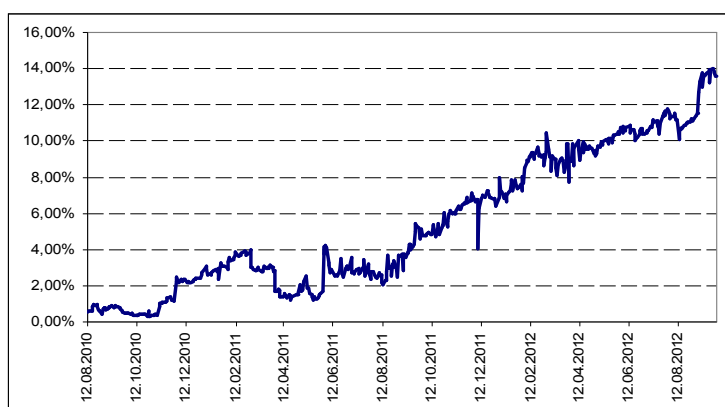
Что касается ситуации в акциях Lynas, то здесь набор коротких позиций не исключено еще не закончен и соответственно, тренд вверх если и будет, то менее выраженный, чем в акциях Moly.

График 5. Изменение величины коротких позиций в % от величины free-float (Molycorp)



Источник: Bloomberg

График 6. Изменение величины коротких позиций в % от величины free-float (Lynas)



Источник: Bloomberg

Отчет о прибылях и убытках (в млн. \$) (molycorp)	2012(e)	2013(e)	2014(e)	2015(e)	2016(e)	2017(e)
Выручка	693	1366	1489	1776	1860	2417
Амортизация	55	53	80	79	77	76
Операционная прибыль	1	319	343	471	334	642
ЕБИТДА	86	477	523	655	521	834
Чистые процентные расходы	100	100	80	60	45	20
Прибыль до налогов	-69	324	363	516	399	738
Налог на прибыль	0	97	109	155	120	221
Чистая прибыль	-69	227	254	361	279	516
Баланс	2012(e)	2013(e)	2014(e)	2015(e)	2016(e)	2017(e)
Денежные средства	452	125	410	800	1110	1252
Текущие активы	868	535	738	1120	1445	1639
Основные средства	1107	1052	1605	1575	1546	1519
Нетекущие активы	1107	1052	1605	1575	1546	1519
Общие активы	1975	1587	2343	2694	2991	3158
Краткосрочный долг	0	0	0	0	0	0
Текущие обязательства	208	205	164	160	167	193
Долгосрочный долг	1050	1050	1050	1050	1054	653
Капитал	717	332	1128	1484	1770	2311
Общие обязательства	1975	1587	2343	2694	2991	3158
Операционные денежные потоки	-14	279	334	440	357	592
Денежный поток от инвест. деятельности	-1017,89	-608,92	-91,18	-53,96	-42,42	-24,02
CAPEX	-810	-606	-50	-50	-50	-50
Денежный поток от финансовой деятельности	852	0	0	0	0	-400,3
FCFF	-1031,94	-323,60	325,30	394,09	299,07	516,31

Примечание: финансовый год заканчивается в декабре

WACC calculations

безрисковая ставка (YTM 10-year Treasuries)	1,70%
величина рыночного риска	5,50%
особый риск эмитента	1,50%
целевая доля долга	30,00%
бета (без долга)	1,25
бета (с долгом)	1,65
Требуемая доходность акционерного капитала	14,27%
стоимость долга	10,00%
налог на прибыль	30,00%
стоимость долга (включая экономию на налоге)	7,03%
WACC	12,10%

DCF оценка (в млн.\$)

Величина дисконтированных денежных потоков за период 2012-2018	77
Терминальная стоимость	5109
Стоимость компании	5186,382
Чистый долг	598
Справедливая стоимость акционерного капитала	4588
Количество акций в обращении (млн.)	148,5
цель на конец 2012 года (\$)	30,90
справедливая текущая стоимость	30,32
потенциал роста	175,59%

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

	10%	11%	12,1%	13%	14%	15%	16%
40 \$/kg	11,30	8,05	5,38	3,68	2,14	0,88	-0,17
50 \$/kg	29,88	23,23	17,84	14,43	11,38	8,90	6,85
60 \$/kg	48,46	38,42	30,30	25,18	20,62	16,92	13,87
70 \$/kg	67,04	53,60	42,76	35,93	29,85	24,94	20,90
80 \$/kg	85,62	68,79	55,22	46,68	39,09	32,96	27,92

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

	10%	11%	12,1%	13%	14%	15%	16%
1%	30,42	25,13	20,47	17,33	14,38	11,89	9,76
2%	34,93	28,57	23,10	19,47	16,12	13,31	10,93
3%	40,73	32,88	26,30	22,04	18,16	14,97	12,29
4%	48,46	38,42	30,30	25,18	20,62	16,92	13,87
5%	59,29	45,80	35,42	29,11	23,62	19,27	15,74
6%	75,53	56,13	42,23	34,16	27,37	22,14	17,99
7%	102,60	71,63	51,69	40,89	32,19	25,72	20,73

Отчет о прибылях и убытках (в млн. \$) (Lynas)	2012(e)	2013(e)	2014(e)	2015(e)	2016(e)	2017(e)
Выручка	0	163	530	692	894	1117
Амортизация	2	25	42	42	42	42
Операционная прибыль	-88	-46	220	297	408	575
EBITDA	-86	-20	263	338	450	617
Чистые процентные расходы	15	25	18	15	7	0
Прибыль до налогов	-103	-71	202	282	401	575
Налог на прибыль	0	0	51	70	100	144
Чистая прибыль	-103	-71	152	211	301	431
Баланс	2012(e)	2013(e)	2014(e)	2015(e)	2016(e)	2017(e)
Денежные средства	150	30	30	70	350	1000
Текущие активы	150	59	125	195	511	1201
Основные средства	700	848	848	830	839	847
Нетекущие активы	700	848	848	830	839	847
Общие активы	850	907	973	1025	1350	2048
Краткосрочный долг	0	0	0	0	0	0
Текущие обязательства	0	15	48	62	80	101
Долгосрочный долг	450	535	391	228	0	0
Капитал	400	357	534	734	1279	1955
Общие обязательства	850	907	973	1025	1350	2048
Операционные денежные потоки	-101,00	-22,15	250,86	327,10	301,11	403,77
Денежный поток от инвест. деятельности	-250	-293,9	-148,9	-93,98	-104,3	-110,32
CAPEX	250	250	50	50	50	50
Денежные потоки от финансовых действий	191	85	-144	-163	-238	0
FCFF	-351	-339,41	45,16	158,92	238,64	363,26

Примечание: финансовый год заканчивается в июне

WACC calculations	
Безрисковая ставка (YTM 10-year Treasuries)	2,90%
Величина рыночного риска	5,50%
Специфический риск эмитента	3,00%
Целевая доля долга	30,00%
Бета (без долга)	1,20
Бета (с долгом)	1,67
Требуемая доходность акционерного капитала	17,12%
Стоимость долга	8,50%
Налог на прибыль	25%
Стоимость долга (включая налог на прибыль)	6,38%
WACC	13,9%

DCF оценка (в млн.\$)	
Величина дисконтированных денежных потоков за период 2012-2017	452
Терминальная стоимость	2979
Стоимость компании	3431,53 3264
Чистый долг	193
Справедливая стоимость ак ционерного капитала	3238
Количество выпущенных ак ций (млн.)	1953
цель на конец 2012 года (\$)	1,66
справедливая текущая стои мость	1,50
потенциал роста	138,71%

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

	12%	13%	13,9%	15%	16%	17%	18%
1%	1,48	1,29	1,15	1,01	0,89	0,80	0,71
2%	1,62	1,41	1,25	1,08	0,96	0,85	0,76
3%	1,81	1,55	1,36	1,18	1,03	0,91	0,81
4%	2,03	1,72	1,50	1,28	1,12	0,99	0,87
5%	2,32	1,94	1,67	1,41	1,23	1,07	0,94
6%	2,71	2,22	1,89	1,57	1,35	1,17	1,02
7%	3,25	2,59	2,16	1,77	1,50	1,29	1,12

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

	12%	13%	13,9%	15%	16%	17%	18%
40 \$/kg	0,40	0,34	0,30	0,25	0,22	0,19	0,16
50 \$/kg	0,91	0,77	0,67	0,57	0,50	0,44	0,38
60 \$/kg	1,42	1,21	1,05	0,90	0,78	0,69	0,60
72 \$/kg	2,03	1,72	1,50	1,28	1,12	0,99	0,87
80 \$/kg	2,44	2,07	1,80	1,54	1,35	1,19	1,05
90 \$/kg	2,95	2,50	2,18	1,87	1,63	1,44	1,27
100 \$/kg	3,45	2,93	2,56	2,19	1,92	1,69	1,50

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**
hnp@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.ruwww.itinvest.ruwww.prospect.com.uawww.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.