

Пульс рынка

- **Ни шатко, ни валко.** Публикация сильной отчетности Microsoft и IBM удержала рынки на достигнутых ранее ценовых уровнях. Греция, которая все еще не может договориться с частными кредиторами о размере списания долга, остается ключевым источником негатива. В рамках "добровольного" дефолта Греция хочет списать до 70% чистой приведенной стоимости госдолга, что сократит его на 100 млрд евро.
- **Куда могут быть инвестированы средства ЕЦБ?** После безуспешной попытки преодолеть отметку 1,30 долл. евро снизился до 1,288 долл. Снижение корреляции между евро/долл. и рисковыми активами привело к возникновению на рынке идеи о том, что ожидание сохранения стоимости заимствований в еврозоне (у ЕЦБ) на низком уровне в течение продолжительного времени способствует активизации стратегии carry-trade: инвестирование в развивающиеся страны при фондировании в Европе. Стоит отметить, что за последние два дня объем депозитов в ЕЦБ сократился почти на 100 млрд евро (до 420 млрд евро), что косвенно может указывать на инвестирование этих средств в долговые рынки развивающихся стран, которые демонстрируют умеренно позитивную ценовую динамику. Очевидно, что реализация этой стратегии будет способствовать дальнейшему ослаблению евро и, скорее всего, снижению цен на рынке суверенного европейского долга.
- **В связи с налогами давление на ликвидность банковского сектора усилилось**, что уже сопровождается заметным снижением остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ - до 881,4 млрд руб. в пятницу с 1,08 трлн руб. накануне. Учитывая практически неизменный уровень задолженности банков перед регуляторами и паузу в интервенциях ЦБ, столь существенное сокращение объясняется исключительно налогами. По нашим оценкам, за последние несколько дней бюджет изъят из системы ~280 млрд руб., из которых только на завершение уплаты 1/3 НДС за 4 кв. 2011 г. в пятницу пришлось ~200 млрд руб. Чистый отток ликвидности, скорее всего, продолжится и в ближайшие дни: до среды предстоит уплатить НДС и акцизы (всего ~225 млрд руб.), а также погасить 170 млрд руб. депозитов перед Минфином, что может привести к заметному повышению уровня ставок аукционного и междилерского РЕПО, и умеренному росту коротких ставок денежного рынка, которые за предыдущую неделю в среднем поднялись на 30 п.п. Мы полагаем, что недостаток рублевых средств банки будут преимущественно компенсировать за счет недельного РЕПО (лимит пока неизвестен), а также предлагаемых завтра Минфином 100 млрд руб. под мин. 6,15% на 28 дней, которые могут стать последним "подарком" ведомства банкам в этом месяце. Скорее всего, эти средства будут востребованы практически в полном объеме.
- **Не все размещения облигаций идут в рынок.** В ходе недавнего размещения облигаций Аэроэкспресса номиналом 3,5 млрд руб. Сбербанк приобрел бумаги в объеме 1,22 млрд руб., или 35% от выпуска, при этом общий объем размещения составил 1,3 млрд руб. (или 37% выпуска). Ставка купона была определена на уровне 11% годовых, что соответствует УТМ 11,3% к погашению через 5 лет. Как мы уже отмечали, для бумаг такого кредитного качества спред 350 б.п. к кривой ОФЗ является слишком низкой компенсацией за риск и длинную дюрацию.

Темы выпуска

- **ЕвроХим: покупка газового актива снизит давление растущих тарифов на газ**
-

ЕвроХим: покупка газового актива снизит давление растущих тарифов на газ

ЕвроХим приобрел газового производителя за 12,7 млрд руб.

ЕвроХим объявил о завершении приобретения 100% акций ООО Севернефть-Уренгой, добывающей компании из Ямало-Ненецкого АО с общими запасами 50 млрд куб. м природного газа и 32 млн тонн газового конденсата и ежегодной мощностью добычи 1,1 млрд куб. м газа и 220 тыс. тонн конденсата. Сумма сделки, очищенная от долга, составила 12,7 млрд руб., что является, на наш взгляд, справедливой ценой, исходя из мультипликаторов сделок M&A Новатэка.

Собственное производство может покрыть 25% потребностей компании в газе

Таким образом, компания планирует покрывать около 25% потребностей в природном газе за счет собственной добычи. Схема поставок предполагает продажу добытого газа Газпрому при входе в «трубу», а не своп добытых объемов (когда Газпром получал бы только плату за транспортировку газа, а не разницу между ценой покупки на входе и ценой продажи на азотные заводы), что значительно улучшило бы экономику проекта.

Экономия может составить до 10% от стоимости потребляемого газа

Тем не менее, с учетом постоянного роста тарифов на газ, приобретение собственного производителя газа, по нашим оценкам, позитивно для компании, так как поможет снизить себестоимость производства аммиака из газа, хотя итоговая выгода зависит от цены продажи газа при «входе» в трубу, а также от себестоимости добычи. Исходя из среднеотраслевых данных, суммарная экономия может составить до 10% от стоимости потребляемого газа.

Активная деятельность M&A приведет к росту долга в этом году

ЕвроХим не раскрывает, за счет каких источников была профинансирована данная сделка. Напомним, что осенью 2011 г. было подписано кредитное соглашение со Сбербанком на сумму 20 млрд руб. сроком на 5 лет, средства которого планируется использовать, помимо прочего, для реализации потенциальных приобретений. Также в настоящее время завершается приобретение активов BASF по выпуску удобрений суммарной мощностью 2,5 млн тонн в Бельгии и Франции за 705 млн евро. Ранее сообщалось, что сделка будет закрыта в 1 кв. 2012 г.

Но увеличение долговой нагрузки не будет критично

Очевидно, что реализация этих сделок, а также осуществление капзатрат (в разработку Гремячинского и Верхнекамского месторождений калийных солей) обусловят повышение долговой нагрузки ЕвроХима в этом году. По состоянию на 30 сентября 2011 г., отношение Чистый долг/LTM EBITDA составляло 1,15x. Мы полагаем, что компания имеет достаточный запас прочности по ковенантам. Новый синдицированный кредит содержит ограничение на Чистый долг/EBITDA на уровне 3,0x.

Новость о приобретении газовых активов была ожидаемой: компания подала заявку о приобретении данного актива в ФАС еще в октябре прошлого года. Значительного эффекта на котировки облигаций ЕвроХима она не окажет, учитывая их низкую ликвидность.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.