

Российские корпоративные облигации

18 июля 2007 г.

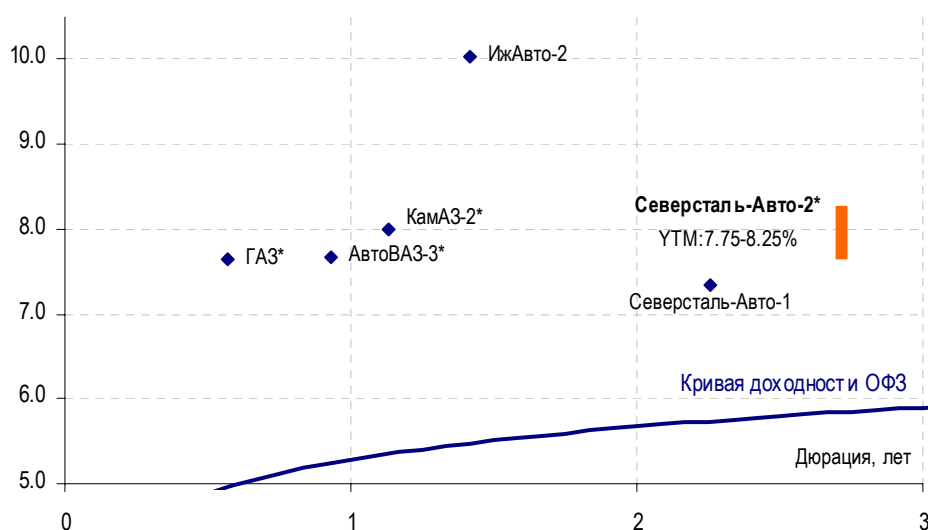
Специальный обзор

Северсталь-авто: SsangYong на трассе А1

- Северсталь-авто входит в тройку крупнейших российских производителей легковых автомобилей. Компания специализируется на производстве внедорожников (доля рынка — 12,5%) и коммерческих автомобилей (доля рынка 15%). Кроме того, Северсталь-авто — крупнейший в России производитель бензиновых двигателей объемом более 2л.
- Стратегия Северсталь-авто направлена на дальнейшее закрепление доли на рынке внедорожников и коммерческих автомобилей. Основной упор Компания делает на развитии производства иностранных автомобилей SsangYong, FIAT, ISUZU, увеличении уровня локализации производства и создании собственной дилерской сети. Кроме того, Северсталь-авто производит внедорожники UAZ Patriot и Hunter.
- В 2005 г. Северсталь-авто первой среди российских автомобилестроителей провела IPO на российском рынке, также акции Компании в форме GDR обращаются на внебиржевом рынке в Лондоне. В свободном обращении находится 42% акций Компании. Текущая рыночная капитализация превышает 1,1 млрд долл.
- По итогам 2006 г. выручка Северсталь-авто составила 33,5 млрд руб. (+26% к 2005 г.), EBITDA увеличилась до 4,4 млрд руб. (+21%), чистая прибыль возросла до 2,5 млрд руб. (+29%). Компания является наиболее эффективной среди российских автомобилестроителей: рентабельность по EBITDA превышает 13%.
- Долговая нагрузка Северсталь-авто — минимальная среди российских автопроизводителей. По итогам 2006 г. Долг/EBITDA составил 0,8х, чистый долг/EBITDA — 0,5х. С учетом реализации инвестпрограммы, в т.ч. строительства нового завода, стоимостью 7,3 млрд руб. в 2007 г. объем долга к концу года должен увеличиться, однако, по нашим оценкам, уровень Долг/EBITDA не превысит 1,5-1,8х.
- Первый выпуск облигаций Северсталь-авто включен в котировальный список ММВБ А1. Компания также планирует включение второго выпуска в этот список в ближайшее возможное [по процедуре листинга] время.

Оценка доходности облигационного займа
Северсталь-авто-2й серии на 17.07.2007

Оценка справедливой
доходности



На наш взгляд, при оценке «справедливой» доходности бумаг Северсталь-авто 2 необходимо исходить из следующих факторов:

- Сравнение с крупнейшими российскими автопроизводителями.
- Бумаги 1го выпуска Компании включены в котировальный список А1.
- «Справедливая доходность» Северсталь-авто 2: 7,75-8,25% год при 3-хлетней оферте.

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

История и акционеры

УАЗ, ЗМЗ и ЗМА - основные активы ОАО «Северсталь-авто»

ОАО «Северсталь-авто» было создано в 2002 г. с целью консолидации автомобилестроительных активов группы «Северсталь» и выделения этого направления в отдельный бизнес. Изначально в уставный капитал Компании были переданы контрольные пакеты акций Ульяновского автомобильного и Заволжского моторного заводов (УАЗ и ЗМЗ, соответственно).

Впоследствии у КАМАЗа было приобретено 99,66% акций Завода микролитражных автомобилей (ЗМА). На сегодняшний день именно эти три завода являются основными производственными активами группы «Северсталь-авто»:

- УАЗ осуществляет производство внедорожников UAZ Patriot и Hunter, а также легких коммерческих автомобилей под собственной маркой и по лицензии ISUZU;
- ЗМЗ на данный момент является крупнейшим в России производителем 4- и 8-цилиндровых бензиновых двигателей для автомобилей класса Е, внедорожников, автобусов и пр.
- ЗМА осуществляет лицензионную сборку автомобилей корейского концерна SsangYong (Rexton, Kyron, Actyon) и итальянской компании FIAT (Albea, Doblo).

Новый проект Компании - завод «Северсталь-ЕЛАБУГА»

В настоящий момент ведется строительство еще одного завода – ООО «Северстальавто-ЕЛАБУГА», который станет производственной площадкой для сборки коммерческих автомобилей FIAT Ducato.

До января 2007 г. основным акционером Северсталь-авто являлся контролирующий акционер Северстали г-н Мордашов А.А., которому принадлежало порядка 49% акций Компании, генеральный директор Северсталь-авто г-н Швецов В.А. владел пакетом около 9% акций. В феврале 2007 г. г-н Мордашов продал свою долю г-ну Швецову. Таким образом, в настоящий момент г-н Швецов является контролирующим акционером ОАО «Северсталь-авто», ему принадлежит 58% акций Компании.

«Северсталь-авто» - публичная компания

Остальные 42% акций находятся в свободном обращении. В 2005 г. ОАО «Северсталь-авто» первой среди российских автомобилестроителей провела IPO на российском рынке, также акции Компании в форме GDR обращаются на внебиржевом рынке в Лондоне. Текущая рыночная капитализация Компании превышает 1,1 млрд долл.

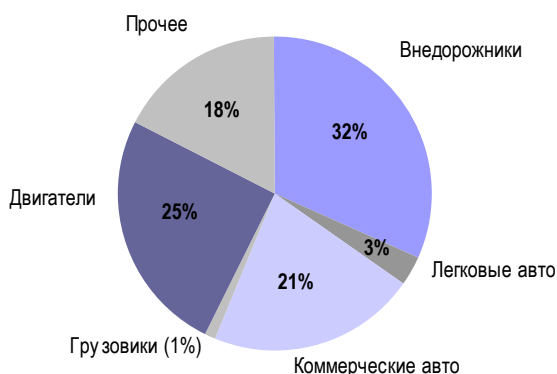
65% продаж обеспечивает автомобильный сегмент, 35% - двигательный сегмент

Операционная деятельность

Операционную деятельность Северсталь-авто можно условно разделить на два крупных сегмента:

- автомобильный сегмент (производство и реализация автомобилей, комплектующих и запчастей), который обеспечил около 65% продаж Компании в 2006 г.
- двигательный сегмент (производство и реализация двигателей и их компонентов), обеспечивший 35% продаж;

Стоимостная структура продаж Северсталь-авто в 2006 г.



Источник: Северсталь-авто

Автомобили

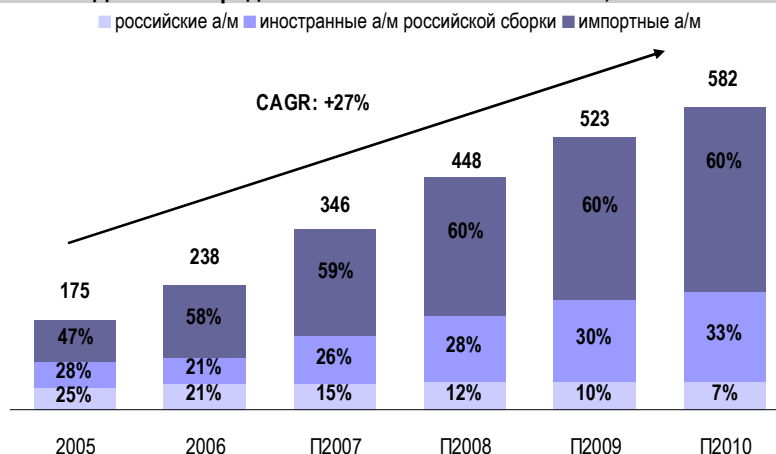
**Основной интерес
Компании – сегмент
внедорожников и
малотоннажных
коммерческих автомобилей**

Стратегия Компании в автомобильном сегменте сконцентрирована на завоевании лидирующих позиций в секторе:

- внедорожников (SUV – sport utility vehicle);
- малотоннажных коммерческих автомобилей (LCV – light commercial vehicle)

Внедорожники (SUV)

Динамика продаж SUV в России в 2005-2010 гг., тыс. шт.



Источник: Association of European Business

**Рост спроса на
внедорожники ожидается
на уровне 18% в год...**

В общем объеме российского рынка легковых автомобилей на долю SUV пришлось порядка 14% продаж. За 2006 г. продажи этого сегмента возросли на 36% в сравнении с 2005 г. и составили 238 тыс. автомобилей. По прогнозам экспертов, в ближайшие 4 года сегмент SUV будет расти темпами, опережающими средний темп роста рынка: в среднем на 19% в год против 11% в среднем в год по рынку.

**... и связан с ростом
привлекательности
сегмента для российского
потребителя**

Такая динамика во многом связана с изменением предпочтений российских потребителей: полный привод, высокая посадка, большая вместимость, и, соответственно, широкие утилитарные возможности внедорожников делают их более привлекательными в сравнении с автомобилями С и D класса.

**Сегмент внедорожников
приносит 32% продаж
Компании**

Доля Северсталь-авто в сегменте SUV в настоящий момент составляет порядка 12,5%, в дальнейшем Компания ориентируется на закрепление лидирующих позиций и рост своей доли на этом сегменте. Доля SUV в общем объеме продаж Компании в 2006 г. составила около 32%.

Стратегия Компании на сегменте SUV основана на:

- развитии и совершенствовании собственного модельного ряда (UAZ Patriot и UAZ Hunter);
- партнерстве с SsangYong Motor Co. (Rexton, Kyron и др.)

На наш взгляд, сочетание в модельном ряде автомобилей низкой, средней и высокой ценовой категории дает Компании конкурентное преимущество, обеспечивая наличие стабильного спроса.

**Пикап UAZ — дело
недалекого будущего**

После завершения программы обновления модельного ряда UAZ начался серийный выпуск внедорожников UAZ Hunter и UAZ Patriot. Ежегодно эти модели модернизируются. Дальнейшее развитие модельного ряда предполагает расширение семейства автомобилей на базе имеющейся платформы, в частности, производства пикапов.

В настоящий момент на рынке SUV сформировалась устойчивая тенденция снижения доли продаж автомобилей российских марок. По итогам 2006 г. их доля составила 21% в общем объеме продаж, в 2007 г. ожидается снижение доли до 15%. Прогнозируется,

что наиболее динамичными темпами будет расти сегмент автомобилей иностранных марок российской сборки (по 2-3% ежегодно), тогда как доля импортных автомобилей стабилизируется на уровне 60%.

Одно из преимуществ SsangYong — сравнительно низкая цена на внедорожники

В связи с этим сотрудничество Северсталь-авто с SsangYong дает Компании существенные преимущества в сравнении с российскими производителями. Относительно невысокая цена на внедорожники корейской марки (от 29 тыс. долл.) делает их все более привлекательными для российских покупателей. В первом полугодии 2007 г. было продано 5 645 авто на общую сумму свыше 4 млрд руб.

Сотрудничество с SsangYong началось в конце 2004 г. с подписания соглашения о производстве в России внедорожника SsangYong Rexton. Запуск серийного производства этой модели начался в конце 2005 г. В 2006 г. Северсталь-авто приступила к сборке нового внедорожника SsangYong Kyron, в 2007 г. – SsangYong Actyon. С середины 2007 г. планируется выпуск новых модификаций внедорожников SsangYong.

Северсталь-авто - лучший дистрибьютор SsangYong

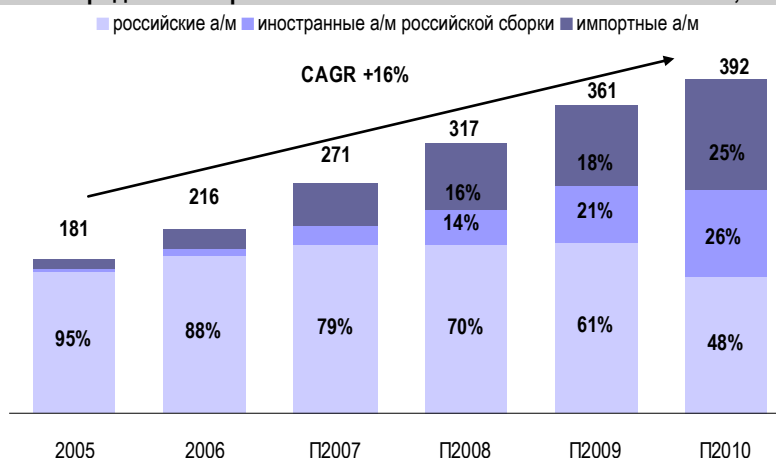
Северсталь-авто также получила статус официального дистрибьютора автомобилей этой марки в России. По итогам 2006 г. Компания была признана лучшим среди мировых дистрибьюторов SsangYong.

Малотоннажные коммерческие автомобили (LCV)

Рост сегмента «коммерческие автомобили» ожидается на уровне 11% в год

Вторым приоритетным сегментом для компании является сегмент коммерческих автомобилей (CV, commercial vehicles), т.е. автомобилей, предназначенных для перевозки товаров и пассажиров в коммерческих целях. Объем продаж этого типа автомобилей увеличился в 2006 г. в сравнении с 2005 г. на 17%. Ожидается, что в дальнейшем этот сегмент также будет расти в среднем на 16% в год.

Динамика продаж коммерческих автомобилей в России в 2005-2010 гг., тыс. шт.



Источник: Association of European Business

88% рынка коммерческих автомобилей контролируют российские производители

В настоящий момент на рынке коммерческих автомобилей, в отличие от легковых пассажирских автомобилей, преобладают российские производители: их доля в общем объеме продаж в 2006 г. составила около 88%. Однако, по прогнозам экспертов, их доля будет постепенно снижаться и к 2010 г. сократится до 48%. Данная тенденция связана с общим улучшением макроэкономической ситуации в стране, и, соответственно, ростом доходов компаний. Кроме того, при принятии решения о приобретении коммерческого автомобиля значительную роль для покупателя играет стоимость владения – то есть расход топлива, затраты на обслуживание, остаточная стоимость автомобиля. Учитывая вышесказанное, предприниматели предпочитают более дорогие и качественные автомобили либо иностранного производства, либо автомобили иностранных марок российской сборки.

По итогам 2006 г. доля Северсталь-авто в сегменте CV составила порядка 15%. Также как и в сегменте SUV конкурентным преимуществом Северсталь-авто является наличие моделей практически во всех ценовых категориях. Подобная диверсификация обеспечивает стабильные объемы продаж.

Стратегия Северсталь-авто на этом рынке ориентирована на закрепление позиций в сегменте LCV. Доля LCV в общем объеме продаж Компании в 2006 г. составила около 21%. На данный момент позиции Компании на рынке обеспечивает производство:

- LCV и автобусов под собственной маркой UAZ;
- автомобилей марок ISUZU и FIAT в рамках соглашений о лицензионной сборке.

UAZ — машина высокой проходимости по очень низкой цене

Модельный ряд UAZ включает в себя микроавтобусы, автомобили специального назначения (например, санитарные), грузопассажирские автомобили и пр. Дальнейшее развитие производства под собственной маркой связано с модернизацией и расширением модельного ряда. По нашим оценкам LCV UAZ еще долгое время будут пользоваться стабильным спросом: в условиях типичного российского бездорожья автомобили повышенной проходимости по низкой цене обеспечены гарантированным спросом.

Автомобили ISUZU и FIAT занимают более высокую ценовую нишу в сравнении с маркой UAZ. На наш взгляд, наиболее перспективным для Компании является сборка LCV FIAT Ducato. По соотношению «цена-качество» этот автомобиль должен пользоваться высоким спросом.

Инвестиции в проект Северсталь-ЕЛАБУГА - 130 млн долл.

Под этот проект Северсталь-авто строит новый завод – ООО «Северстальавто-ЕЛАБУГА», которое выступает поручителем по займу. Общий объем инвестиций в строительство завода составляет около 130 млн долл. Старт производства запланирован на начало 2008 г. Общая проектная мощность завода – 105 тыс. автомобилей в год.

Северсталь-ЕЛАБУГА – резидент особой экономической зоны

Конкурентным преимуществом завода является то, что он – резидент особой экономической зоны Алабуга (г. Елабуга, Татарстан). Деятельность компании не облагается налогом на имущество, транспортным и земельным налогом, а также имеет льготную ставку по налогу на прибыль.

Легковые автомобили

Также Северсталь-авто в рамках диверсификации направлений деятельности выходит на рынок легковых автомобилей класса В (малый класс) и С (гольф-класс) наиболее популярной ценовой категории 10-20 тыс. долл. Это направление основано на сотрудничестве с FIAT. В 2006 г. началась лицензионная сборка автомобиля класса В – FIAT Albea, в 2008 г. планируется начать сборку автомобиля класса С – FIAT Linea.

Двигатели

Самый рентабельный сегмент – двигатели

Производство двигателей обеспечило Северсталь-авто порядка 25% продаж в 2006 г. В целом на долю двигательного сегмента (включая запчасти и комплектующие) пришлось 35% продаж Компании в 2006 г. При этом двигательный сегмент является самым рентабельным направлением деятельности.

Эффективность

Помимо закрепления лидирующих позиций на рынке и роста продаж Северсталь-авто намерена поддерживать высокий уровень эффективности за счет:

- локализации компонентной базы;
- увеличения производственной эффективности;
- развития дилерской сети.

Эффективность — результат высокой степени локализации

При сборке иностранных автомобилей по технологии CKD (complete knocked down, т.е. по полному производственному циклу, включающему сварку, окраску и пр.) важным

конкурентным преимуществом компании-производителя становится высокая степень локализации компонентной базы. Уровень локализации рассчитывается исходя из процентного соотношения необходимых для сборки узлов и агрегатов отечественного производства. Высокая степень локализации снижает риски, связанные с поставками импортных комплектующих, а также обеспечивает конкурентоспособность выпускаемых автомобилей за счет меньших логистических издержек.

**Степень локализации
повысится**

В настоящий момент на разных стадиях находятся проекты по лицензионному производству в России сидений для внедорожников SsangYong Rexton и UAZ Patriot, крупных штампованных деталей кузова для ряда моделей Северсталь-авто, дизельных двигателей для автомобилей Fiat Ducato и UAZ Patriot.

**Проекты по увеличению
эффективности
производства уже
приносят плоды**

Другим направлением роста эффективности является совершенствование производственного процесса за счет управления складскими запасами, снижения издержек и уровня брака. В этом направлении компания ориентируется на опыт крупнейших мировых производителей. В 2006 г. была введена новая система, которая позволила сократить остатки незавершенного производства в среднем на 40%, время простоя конвейера — на 80% на ЗМЗ и на 21% на УАЗе, производительность труда увеличилась на 15%.

Наличие подконтрольных дилерских сетей обеспечивает стабильные каналы сбыта. Развитие собственной дилерской сети, которое было начато в этом году, также позволит Компании контролировать всю цепочку создания стоимости от производственной составляющей до розничной наценки.

**В планах Компании –
дальнейшее расширение
собственной дилерской
сети**

С 2007 г. Северсталь-авто в качестве приоритетного направления развивает собственную дилерскую сеть. К 2009 г. планирует открыть 16 крупных мультибрендовых дилерских центров, в которых будут представлены как легковые, так и коммерческие автомобили собственного производства. Центры будут объединены общей инфраструктурой, что также снижает инвестиционные затраты. На данный проект планируется направить около 139 млн долл. (3,6 млрд руб.).

Анализ финансового состояния

**Северсталь-авто –
финансово прозрачная
компания**

ОАО «Северсталь-авто» характеризуется одним из самых высоких уровней финансовой прозрачности среди российских автомобилестроителей. Отчетность по МСФО ОАО «Северсталь-авто» составляет каждое полугодие, начиная с 2001 года.

Финансовые результаты Северсталь-авто, млн руб. (аудированная отчетность по МСФО)

| Период | Выручка | Валовая маржа | ЕБИТДА | Рентабельность ЕБИТДА | Чистый долг | Чистый Долг / ЕБИТДА, раз | ЕБИТДА / Проценты, раз |
|--------|---------|---------------|--------|--------------------------|----------------|---------------------------------|------------------------------|
| 2004 | 23 029 | 24,2% | 3 362 | 14,6% | 1 630 | 0,48 | 8,0 |
| 2005 | 26 541 | 23,3% | 3 626 | 13,7% | 2 156 | 0,59 | 10,3 |
| 2006 | 33 462 | 23,5% | 4 394 | 13,1% | 2 175 | 0,50 | 13,1 |

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост выручки в 2006г.
составил 26%...**

В 2006 г. выручка Северсталь-авто составила 33,5 млрд руб., автомобильный сегмент обеспечил 65% продаж, двигательный сегмент – 35% продаж. За год темп роста выручки составил 26%, основной прирост был обеспечен увеличением продаж автомобильного сегмента (+37%). Темп роста продаж двигательного сегмента составил 10%. Опережающая динамика продаж автомобилей связана с:

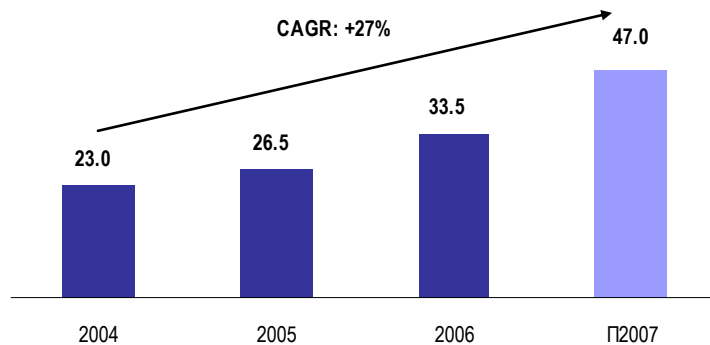
**... и связан с началом сборки
и продаж автомобилей
иностраннных марок и
ростом цен**

- изменением продуктового набора (увеличение объема продаж а/м SsangYong и UAZ Patriot, начало продаж автомобилей FIAT);
- инфляционным ростом цен.

**Ожидаемый прирост
выручки за 2007 г. – не менее
40%**

За счет начала сборки новых моделей SsangYong, FIAT и ISUZU, а также за счет увеличения продаж а/м собственной марки UAZ Patriot и двигателей ЗМЗ, выручка по итогам 2007 г. должна увеличиться не менее чем на 40%.

Динамика выручки Северсталь-авто в 2004-2007 гг., млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Северсталь-авто – самый
рентабельный
автопроизводитель в
России**

По итогам 2006 г. EBITDA увеличилась на 21% до 4,4 млрд руб. Некоторое отставание роста EBITDA в сравнении с ростом выручки связано в первую очередь с проведенной реструктуризацией ЗМА, связанной с прекращением производства автомобилей ОКА и оптимизацией численности персонала. Кроме того, Компания увеличила расходы на продвижение своих продуктов в связи с выводом на рынок а/м UAZ Patriot, SsangYong и FIAT (в 2,1 раза до 346 млн руб.).

Тем не менее, по уровню эффективности Северсталь-авто остается самым рентабельным российским автопроизводителем. Рентабельность EBITDA по итогам 2006 г. составила 13,1% (для сравнения у ГАЗа данный показатель составляет 10,6% у АвтоВАЗа – 10,4%, а средний показатель для мирового автомобилестроения не превышает 8-9%).

**Ожидаемая
рентабельность в 2007г. –
12-13%**

По нашим оценкам, по итогам 2007 г. рентабельность EBITDA должна сохраниться на высоком уровне – 12-13%. Некоторое снижение рентабельности по EBITDA в 2007 году может быть вызвано затратами на запуск новых проектов (start up costs): производство автомобиля Ducato в ООО «Северстальавто-ЕЛАБУГА» и развитие собственной дилерской сети; а также ростом расходов на рекламу по брендам FIAT и SsangYong. По мере выхода новых проектов на полную мощность, ситуация нормализуется, и также ожидается рост рентабельности.

**Компания характеризуется
минимальным уровнем
долговой нагрузки**

Северсталь-авто также характеризуется минимальным уровнем долговой нагрузки. По итогам 2006 г. общий размер долга составлял 3,6 млрд руб., чистый долг, с учетом денежных средств и их эквивалентов, составил около 2,2 млрд руб. При этом за счет роста бизнеса относительная долговая нагрузка даже сократилась (Долг – с 0,95x EBITDA до 0,8x EBITDA; Чистый долг - с 0,6x EBITDA до 0,50x EBITDA).

В 2006 г. объем инвестиций составил около 1,8 млрд руб. На 2007 г. Компанией запланирована более масштабная инвестиционная программа (около 7,3 млрд руб.), которая частично финансируется за счет привлеченных средств:

- Северсталь-авто привлекла бридж-финансирование перед выпуском облигаций в размере 3 млрд руб., которое будет рефинансировано этим выпуском. Т.е. фактически средства облигационного займа будут направлены на инвестиционные проекты.
- Также Компания планирует привлечь кредитов в объеме около 60 млн евро (2,1 млрд руб.) в рамках финансирования под гарантию экспортного кредитного агентства Hermes.

Основными направлениями инвестиций станут:

- создание производства FIAT Ducato на базе ООО «Северстальавто-ЕЛАБУГА» (46% инвестиций);
- организация производства новых марок FIAT, SsangYong на базе ЗМА (26%);
- создание собственной дилерской сети (около 10%);

Долговая нагрузка останется на консервативном уровне в среднесрочной перспективе

По состоянию на начало июля общий объем финансового долга Северсталь-авто составлял 7,6 млрд руб., в т.ч. бридж-кредит – 3 млрд руб. По нашим оценкам, к концу года долг Компании может увеличиться до 9,7 млрд руб. При этом относительная долговая нагрузка будет оставаться на достаточно консервативном уровне – до 1,5-1,8x в терминах Долг/ЕБИТДА.

В дальнейшем Компания не планирует столь существенных инвестиций: программа на 2008 г. предусматривает инвестиции в размере 1,8 млрд руб., в 2009 г. – 0,8 млрд руб. Таким образом, в перспективе ближайших трех лет уровень долговой нагрузки будет уменьшаться с учетом прогнозируемого роста финансовых результатов.

Оценка справедливой доходности

Северсталь-авто – сильнейший по финансовым параметрам автопроизводитель России

На российском облигационном рынке в настоящий момент представлены практически все крупные автопроизводители (АвтоВАЗ, ГАЗ, КАМАЗ, Северсталь-авто, Ижавто). По финансовым параметрам (эффективность, долговая нагрузка) Северсталь-авто, на наш взгляд, является сильнейшей среди российских автомобилестроительных компаний. Однако существует ряд нефинансовых факторов, которые оказывают влияние на оценку «справедливой» доходности отечественных производителей.

Финансовые показатели крупнейших российских автомобилестроительных компаний в 2006 г., млрд руб.

| Показатель | Северсталь-авто* | ГАЗ* | АвтоВАЗ** |
|-----------------------|------------------|-------|-----------|
| Выручка | 33,5 | 118,8 | 152,4 |
| ЕБИТДА | 4,4 | 12,6 | 15,8 |
| Рентабельность ЕБИТДА | 13,1% | 10,6% | 10,4% |
| Чистый долг | 2,2 | 19,5 | 21,9 |
| Чистый долг/ЕБИТДА | 0,5x | 1,5x | 1,4x |

*МСФО

**РСБУ

Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

На «справедливую» оценку российских автопроизводителей влияют нефинансовые факторы

На доходность облигаций АвтоВАЗа существенное влияние оказывает фактор государственной поддержки: завод находится под управлением команды Рособоронэкспорта. При этом бизнес компании несет в себе существенные потенциальные риски, связанные со снижением спроса на продукцию компании. Однако, учитывая высокий уровень господдержки, в случае возникновения необходимости, вероятность получения помощи со стороны государства мы оцениваем как весьма высокую.

Преимущество ГАЗа – масштаб бизнеса и поддержка со стороны Базового Элемента

На профиль ГАЗа положительно влияют большой масштаб бизнеса и поддержка со стороны Группы Базовый Элемент. В настоящий момент спрэд облигаций ГАЗа к ОФЗ составляет около 270 б.п. Однако бумага имеет короткую дюрацию (около полугода), поэтому сравнение с ней представляется не вполне правильным.

Первый выпуск Северсталь-авто включен в котировальный список А1

На наш взгляд, при оценке «справедливой» доходности второго выпуска Северсталь-авто необходимо учитывать, что первый выпуск облигаций включен в котировальный список А1, что существенно влияет на текущую доходность этого выпуска (доходность к погашению составляет 7,24% год. при сопоставимой со вторым выпуском дюрацией). Компания планирует включение второго выпуска в список А1 в течение нескольких месяцев после завершения первичного размещения.

**«Справедливая»
доходность Северсталь-
авто – 7,75-8,25%**

С учетом всех этих факторов, по нашим оценкам «справедливый» спрэд к ОФЗ составляет порядка 190—240 б.п., т.е. доходность Северсталь-авто 2 должна составлять 7,75-8,25% год. при 3-х летней оферте.

Доходность рублевых облигаций на 17 июля 2007г.

| Выпуск | Доходность к оферте/погашению, % | Цена, % от номинала | Дюрация, лет | Объем эмиссии, млн руб. | Ставка купона, % | Спрэд к кривой ОФЗ, б.п. |
|-------------------|--|------------------------|-----------------|----------------------------|---------------------|-----------------------------|
| АвтоВАЗ 3 | 7,58% | 100,22 | 0,9 | 5 000 | 7,70% | 227 |
| АвтоВАЗ 4* | 7,95% | 100,00 | 1,8 | 5 000 | 7,80% | 230 |
| ГАЗ 1 | 7,83% | 100,44 | 0,6 | 5 000 | 8,49% | 279 |
| Камаз 2 | 8,09% | 100,55 | 1,1 | 1 500 | 8,45% | 268 |
| Северсталь-авто 1 | 7,24% | 102,00 | 2,3 | 1 500 | 8,00% | 147 |

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

* — на дату первичного размещения (29/05/07)

Описание облигационного займа

| Основные характеристики облигационного займа | |
|---|---|
| Эмитент | ОАО «Северсталь-авто» |
| Поручитель | ООО «Северстальавто-ЕЛАБУГА» |
| Номинал выпуска | 3 млрд руб. |
| Срок до оферты | 3 года |
| Срок до погашения | 6 лет |
| Купонный период | 182 дня |
| Организатор | ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» |
| Предварительная дата размещения | 25 июля 2007 г. |
| Использование средств | Средства, полученные за счет размещения облигаций, будут направлены на рефинансирование текущих кредитов, которые были в свою очередь направлены на развитие предприятий, входящих в группу «Северсталь-авто» |

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

| | |
|---------|------------------------------------|
| Адрес | 129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1 |
| Телефон | (+7 495) 721 9900 |
| Факс | (+7 495) 721 9901 |

Аналитика

| | | |
|------------------|--------------------------|-------------------|
| Максим Раскоснов | mraskosnov@raiffeisen.ru | (+7 495) 981 2893 |
| Михаил Никитин | mnikitin@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9924 |
| Алексей Чекушин | achekushin@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9900 |

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

| | | |
|-----------------|-------------------------|-------------------|
| Наталья Пекшева | npekcheva@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 3609 |
| Андрей Бойко | aboiko@raiffeisen.ru | (+7 495) 775 5231 |

Торговые операции

| | | |
|-----------------|----------------------|-------------------|
| Александр Лосев | alosev@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9976 |
|-----------------|----------------------|-------------------|

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

| | | |
|-----------------|--------------------------|-------------------|
| Никита Патрахин | npatrakhin@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 2834 |
|-----------------|--------------------------|-------------------|

Выпуск облигаций

| | | |
|---------------------|----------------------------|-------------------|
| Олег Гордиенко | ogordienko@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 2845 |
| Олег Корнилов | okornilov@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 2835 |
| Екатерина Михалевич | emikhalevich@raiffeisen.ru | (+7 495) 775 5297 |
| Дмитрий Румянцев | droumiantsev@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 2817 |
| Анастасия Байкова | abaikova@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9900 |

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.