



**ЦЕНТР ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ
ОЦЕНКИ**

Отчет № 26-О

**об определении рыночной стоимости
1 (Одной) обыкновенной акции
ОАО Концерн «КАЛИНА»**

по состоянию на 31 декабря 2011 года

Москва - 2012

«Утверждаю»

Генеральный директор

ЗАО «Центр профессиональной оценки»



А.А. Кушель

« 10 » марта 2012г.

Отчет № 26-О

**об определении рыночной стоимости
1 (Одной) обыкновенной акции
ОАО Концерн «КАЛИНА»**

по состоянию на 31 декабря 2011 года

Москва - 2012

СОДЕРЖАНИЕ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ И ВЫВОДЫ	3
1. ВВОДНАЯ ЧАСТЬ	8
1.1. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ЗАДАНИЯ НА ОЦЕНКУ	8
1.2. СВЕДЕНИЯ О ЗАКАЗЧИКЕ И ОБ ОЦЕНЩИКЕ	9
1.3. СЕРТИФИКАЦИЯ ОЦЕНКИ	10
1.4. ДОПУЩЕНИЯ И ОГРАНИЧИТЕЛЬНЫЕ УСЛОВИЯ	11
1.5. ПРИМЕНЯЕМЫЙ СТАНДАРТ СТОИМОСТИ	12
1.6. ПРИМЕНЯЕМЫЕ СТАНДАРТЫ И ПРАВИЛА ОЦЕНКИ.....	12
1.7. ИСПОЛЬЗУЕМАЯ ТЕРМИНОЛОГИЯ ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ	12
1.8. ПЕРЕЧЕНЬ ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ПРИ ПРОВЕДЕНИИ ОЦЕНКИ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ ДАННЫХ С УКАЗАНИЕМ ИСТОЧНИКОВ ИХ ПОЛУЧЕНИЯ.....	14
1.8.1. Перечень документов, устанавливающих количественные и качественные характеристики объекта оценки.....	14
1.8.2. Информация об экономическом развитии страны и отрасли	14
1.8.3. Законодательство и нормативные акты.....	15
1.8.4. Монографии, методологические материалы и другие источники информации.....	15
1.9. ЭТАПЫ ПРОВЕДЕНИЯ ОЦЕНКИ.....	15
2. ОБЩАЯ ЧАСТЬ	16
2.1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ЭКОНОМИКИ.....	16
2.2. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ПАРФЮМЕРНО-КОСМЕТИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ	30
2.3. ТОЧНОЕ ОПИСАНИЕ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ	39
3. ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ ОАО КОНЦЕРН «КАЛИНА»	53
3.1. ИСХОДНАЯ ИНФОРМАЦИЯ ДЛЯ ПРОВЕДЕНИЯ АНАЛИЗА	53
3.2. МЕТОДИКА ПРОВЕДЕНИЯ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА.....	53
3.3. ГОРИЗОНТАЛЬНЫЙ И ВЕРТИКАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ БАЛАНСА И ОТЧЕТА О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ.....	53
3.4. КОЭФФИЦИЕНТНЫЙ АНАЛИЗ.....	61
3.5. ДРУГИЕ МЕТОДЫ ДИАГНОСТИКИ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ОБЩЕСТВА.....	64
3.6. ИТОГОВЫЕ ВЫВОДЫ И ЗАКЛЮЧЕНИЯ.....	68
4. ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОАО КОНЦЕРН «КАЛИНА»	70
4.1. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД. МЕТОД ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ	70
4.1.1. Обоснование выбора метода доходного подхода	70
4.1.2. Метод дисконтированных денежных потоков	70
4.1.3. Определение длительности прогнозного периода и вида денежного потока.....	71
4.1.4. Прогнозирование валовых доходов, расходов и инвестиций компании.....	72
4.1.5. Расчет ставки дисконтирования.....	81
4.1.6. Расчет денежного потока для прогнозного и постпрогнозного периодов.....	86
4.1.7. Расчет текущей стоимости денежных потоков	86
4.1.8. Внесение поправок и определение стоимости	88
4.2. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД.....	89
4.2.1. Основные принципы сравнительного подхода к оценке	89
4.2.2. Метод рыночной (прямой) капитализации	93
4.2.3. Метод сделок с собственными акциями Компании.....	94
4.2.4. Анализ отечественного фондового рынка.....	95
4.2.5. Метод рынка капитала (иностранные аналоги)	96
4.3. ЗАТРАТНЫЙ (ИМУЩЕСТВЕННЫЙ) ПОДХОД	102
4.3.1. Обоснование выбора метода	102
4.3.2. Расчет стоимости оцениваемого бизнеса методом чистых активов	103
4.4. ВЫВЕДЕНИЕ ИТОГОВОЙ ВЕЛИЧИНЫ (СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ).....	105
5. КВАЛИФИКАЦИЯ ИСПОЛНИТЕЛЕЙ	109
ПРИЛОЖЕНИЕ	110

Основные факты и выводы

Резолютивная часть (Резюме) отчета об определении рыночной стоимости 1 (Одной) обыкновенной акции ОАО Концерн «КАЛИНА»

В соответствии с Договором № 24 от «26» марта 2012г. на оказание услуг по оценке специалисты ЗАО «Центр профессиональной оценки» провели расчет рыночной стоимости 1 (Одной) обыкновенной акции ОАО Концерн «КАЛИНА».

Оценка проведена в соответствии с требованиями Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 года №135-ФЗ в действующей редакции, Федеральных стандартов оценки (ФСО №1, ФСО №2, ФСО №3), утвержденных приказами Минэкономразвития России от 20 июля 2007 года №256, №255, №254, а также иных нормативно-правовых актов федеральных органов управления РФ.

Разделы данного Отчета не могут трактоваться отдельно, а только в связи с полным текстом, принимая во внимание все содержащиеся допущения и ограничения.

Данное резюме является неотъемлемой частью Отчета и подтверждает основные факты и выводы, сделанные в Отчете об оценке.

Дата оценки – 31 декабря 2011г.

1. Информация об объекте оценки

Объект оценки – 1 (Одна) обыкновенная акция ОАО Концерн «КАЛИНА»; регистрационный номер выпуска акций 1-05-30306-D.

Все акции, выпущенные Обществом, являются обыкновенными именными бездокументарными.

Уставный капитал Компании составляет 450 684 360 (Четыреста пятьдесят миллионов шестьсот восемьдесят четыре тысячи триста шестьдесят) рублей и разделен на 6 438 348 (Шесть миллионов четыреста тридцать восемь тысяч триста сорок восемь) обыкновенных именных акций номинальной стоимостью 70 рублей каждая.

Развернутая характеристика объекта оценки приведена в Отчете об оценке.

2. Структура акционерного капитала

По состоянию на 31.12.2011г. основным акционером ОАО Концерн «КАЛИНА» является ООО «Юнилевер Русь», которому вместе с его аффилированными лицами принадлежит 84,98% акционерного капитала ОАО Концерн «КАЛИНА», что составляет 5 471 599 (Пять миллионов четыреста семьдесят одну тысячу пятьсот девяносто девять) обыкновенных именных бездокументарных акций Общества.

Остальные акции Общества находятся в свободном обращении и принадлежат широкому кругу институциональных и частных инвесторов, находящихся как в России, так и за рубежом.

3. Краткая информация о компании

Полное фирменное наименование: Открытое акционерное общество Концерн «КАЛИНА» (далее - Общество, Компания).

Сокращенное фирменное наименование: ОАО Концерн «КАЛИНА».

Полное фирменное наименование на английском языке: Open Joint Stock Company Concern «KALINA».

Сокращенное фирменное наименование на английском языке: OJSC Concern «KALINA».

Дата государственной регистрации: 27.11.1992г.

Номер свидетельства о государственной регистрации: №00550 серия I-ЕИ.

Орган, осуществивший государственную регистрацию: Управление государственной регистрации г. Екатеринбург.

Юридический адрес: 620138, Россия, г. Екатеринбург, ул. Комсомольская, д. 80.

Место нахождения: 620138, Россия, г. Екатеринбург, ул. Комсомольская, д. 80.

ИНН: 6608000083. КПП: 660850001.

ОГРН: 1026605387665. Дата присвоения: 18.07.2002г.

Интернет-сайт: <http://www.kalina.org/>.

ОАО Концерн «КАЛИНА» осуществляет производство и реализацию парфюмерно-косметической продукции в следующих сегментах:

- Средства по уходу за кожей лица.
- Средства по уходу за кожей тела.
- Средства по уходу за волосами.
- Средства по уходу за полостью рта.
- Детская косметика.
- Мужская косметика.
- Мыло.

Ассортимент продукции состоит из более 300 наименований и включает парфюмерию, косметику для лица и тела, шампуни, бальзамы, маски для волос, декоративную косметику, зубные пасты, мыло и бытовую химию. Среди наиболее известных брендов компании: косметические серии «Черный жемчуг», «Чистая линия», «100 рецептов красоты», «Бархатные ручки», «Phyto expert», зубные пасты «32 норма» и «Лесной бальзам», детские серии «Дракоша» и «Маленькая фея».

4. Финансовое положение ОАО Концерн «КАЛИНА» (с учетом дочерних обществ)

Проведенный анализ бухгалтерских балансов, отчетов о финансовых результатах Общества, составленных в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО), и расчет финансовых коэффициентов и показателей позволяют сделать следующие выводы и обобщения:

1. Анализ динамики статей консолидированного баланса ОАО Концерн «КАЛИНА» и его дочерних обществ, составленного по международным стандартам финансовой отчетности, показал, что размер имущественного комплекса по итогам 2011г. (по сравнению с 2008г.) уменьшился на 35,52%. При этом с 2008г. по 2010г. величина активов изменилась незначительно, прирост показателя за 3 года составил 1,35%. Однако в 2011г. наблюдается существенное сокращение величины активов Группы (-36,38% по сравнению с 2010г.).

2. Горизонтальный и вертикальный анализ актива баланса показал, что размер внеоборотных активов за рассматриваемый период сократился на 20,95%. Изменение внеоборотных активов в основном вызвано снижением величины основных средств Группы. При этом наибольшее уменьшение статьи наблюдается в 2010г. и 2011г., что связано с продажей в ноябре 2010г. компании Dr. Scheller Cosmetics AG группе компаний Coty.

3. Величина оборотных активов сократилась за анализируемый период на 18,6%. Динамика оборотных активов на протяжении анализируемого периода нестабильна, основное влияние на динамику оказывало изменение величины дебиторской задолженности.

4. В структуре активов на протяжении анализируемого периода преобладали оборотные активы. Их доля увеличилась с 56,66% по итогам 2008г. до 71,52% по итогам 2011г.

5. За анализируемый период объем собственных средств Группы сократился на 77,27%. Наибольшее сокращение наблюдается в 2011г., которое составило (72,46%) по сравнению с предыдущим годом, что связано с уменьшением уставного капитала и снижением эмиссионного дохода в результате сокращения количества акций ОАО Концерн «КАЛИНА».

6. Источники заемных средств с 2008г. по 2011г. уменьшились на 10,87%. Соотношение долгосрочной и текущей задолженности Группы существенно изменялось на протяжении анализируемого периода. Так в 2009г. преобладали текущие обязательства с долей в 53,56% от валюты баланса по сравнению с долей долгосрочных обязательств в 11,41% от валюты баланса, а по итогам 2011г. доли составляли 31,26% и 55,65% соответственно.

7. На протяжении всего рассматриваемого периода величина выручки от реализации была выше себестоимости. Наименьшая доля себестоимости в выручке была достигнута в 2010г. и составила 47%. По итогам 2011г. аналогичный показатель составил 51%.

8. Чистая прибыль была положительной на протяжении 2008-2010гг. По итогам 2011г. убыток Группы составил (-431 млн. руб.), что связано с существенным единовременным ростом административных расходов в 2011г.

9. ОАО Концерн «КАЛИНА» и его дочерние компании обладают высокой степенью ликвидности и платежеспособности. Соотношение собственных и заемных средств в 2011г. свидетельствует о возросшей зависимости Группы от заемных средств.

10. Показатели деловой активности Группы и их динамика свидетельствуют о

стабильном управлении активами ОАО Концерн «КАЛИНА» и его дочерних компаний.

11. Показатели рентабельности Группы на протяжении анализируемого периода были высокими, кроме 2011г.

Таким образом, по результатам проведенного анализа финансовое положение оцениваемого Общества можно охарактеризовать как стабильное (устойчивая динамика активов и доходов, стабильные относительно высокие показатели ликвидности и платежеспособности).

5. Методология оценки (применяемые методы) и основные предположения, сделанные при оценке акций ОАО Концерн «КАЛИНА»

Для оценки рыночной стоимости ОАО Концерн «КАЛИНА» применялись методы оценки стоимости бизнеса в рамках доходного, сравнительного и затратного подходов. При выведении итоговой величины стоимости проводилось согласование полученных результатов с учетом целей и задач оценки, а также интерпретации результатов применения различных методов.

Для оценки ОАО Концерн «КАЛИНА» в рамках доходного подхода был использован метод дисконтированного денежного потока.

В целях оценки ОАО Концерн «КАЛИНА» был использован номинальный денежный поток для инвестированного капитала и соответствующая ему ставка дисконтирования (также номинальная).

Прогноз основных элементов денежного потока ОАО Концерн «КАЛИНА» строился на основании анализа ретроспективного финансового состояния предприятия, отраслевых темпов роста с учетом макроэкономических тенденций, оказывающих непосредственное влияние на деятельность предприятия, а также с учетом предоставленного Оценщику плана реализации продукции на 2012 год.

Выручка по основной деятельности ОАО Концерн «КАЛИНА» была спрогнозирована на основе данных об объемах реализации различных видов готовой продукции (объемы реализации на 2012г. предоставлены Заказчиком, далее зафиксированы на уровне 2012г.) и цен реализации, спрогнозированных Оценщиком на базе фактических цен реализации, сложившихся по итогам 2011г., с учетом индекса инфляции. Прогноз выручки осуществлялся по группам продукции, реализуемой предприятием.

Прогнозирование расходов осуществлялось по элементам затрат в разбивке на себестоимость, коммерческие и административные расходы.

Переменные расходы (по статьям расходов) спрогнозированы в зависимости от прогнозов изменения выручки на основании показателя средней доли данных видов затрат в выручке в ретроспективном периоде.

Постоянные расходы (по статьям расходов) спрогнозированы на основе фактически достигнутых результатов (по итогам 2011г.) и прогнозных ожиданий относительно рублевой инфляции.

Определение величины амортизационных отчислений проводилось отдельно для существующих основных средств и нематериальных активов (НМА) и планируемых капитальных вложений.

При прогнозировании величины амортизации основных средств и НМА использовались данные о справедливой стоимости этих объектов согласно отчетности, составленной в соответствии с МСФО.

При расчете амортизации использовался линейный способ начисления в соответствии с предполагаемыми сроками экономической жизни и значениями ставок амортизации по группам.

Капитальные вложения в прогнозном периоде рассчитаны исходя из условия своевременной замены выбывающих основных средств и НМА по стоимости их замещения. Величина капитальных вложений в каждый год прогнозного периода определялась как величина амортизационных отчислений за предыдущий год прогнозного периода с учетом темпов инфляции.

Величина требуемого собственного оборотного капитала (СОКа) для оцениваемого предприятия определена на основе данных о соотношении «Неденежный СОК/Выручка» для предприятий отрасли.

Ставка дисконтирования рассчитана по модели WACC.

Рыночная стоимость 1 (Одной) обыкновенной акции ОАО Концерн «КАЛИНА», рассчитанная в рамках метода дисконтированных денежных потоков, составила с округлением 1 630 рублей.

Сравнительный (рыночный) подход основан на текущем состоянии фондового рынка и информации о сделках с акциями предприятий, функционирующих в данной отрасли.

В рамках сравнительного подхода были использованы метод рыночной (прямой) капитализации и метод рынка капитала (метод компании-аналога) по иностранным аналогам.

Метод рыночной (прямой) капитализации

По состоянию на дату оценки акции ОАО Концерн «КАЛИНА» котировались на ММВБ-РТС, а также на внебиржевом рынке (ОТС) за рубежом в виде американских и глобальных депозитарных расписок.

Рыночная стоимость 1 (Одной) обыкновенной акции ОАО Концерн «КАЛИНА», рассчитанная в рамках метода рыночной (прямой) капитализации, лежит в диапазоне 1 471 – 2 861 рубль.

Ключевое влияние на рост стоимости акций Компании в 2011 году оказала информация о приобретении бизнеса со стороны ООО «Юнилевер Русь». В целом, с учетом низкой ликвидности котировок акций ОАО Концерн «КАЛИНА» и наличия информации о сделке приобретения, существенно повлиявшей на уровень котировок, Оценщик принял решение не опираться на результат, полученный в рамках метода прямой капитализации, при выведении итоговой стоимости объекта оценки.

Метод сделок с собственными акциями компании

По данным Заказчика в период с 01.07.2011г. по 31.12.2011г. были осуществлены 5 сделок с акциями Компании. На основе представленной информации о сделках, была определена средневзвешенная цена 1 акции ОАО Концерн «КАЛИНА», которая составила 3 601 рубль.

Стоимость 1 (Одной) обыкновенной именной акции ОАО Концерн «КАЛИНА», определенная на основе информации о сделках с акциями Компании, составляет с округлением 3 601 рубль.

Оценщик предполагает, что цена сделки отражает стоимость приобретения стратегического контрольного пакета акций и с высокой долей вероятности может включать в себя стратегическую премию. Таким образом, цена сделки представлена в Отчете для сведения.

Метод рынка капитала (отечественный фондовый рынок)

По результатам проведенного анализа рынка Оценщик принял решение отказаться от использования метода рынка капитала по российским аналогам ввиду отсутствия необходимого для расчета массива информации, поскольку акции крупных отечественных парфюмерно-косметических компаний не котируются на отечественном фондовом рынке.

Метод рынка капитала (иностранное аналого)

Расчеты в рамках метода рынка капитала проводились на основе информации по 9 иностранным аналогам. Финансовая отчетность выбранных компаний была предоставлена сайтами компаний-аналогов. Котировки по выбранным компаниям были предоставлены NYSE, PSM.

Для расчета итоговой величины рыночной стоимости бизнеса оцениваемой компании методом рынка капитала по иностранным аналогам было применено медианное значение мультипликатора EV/EBITDA.

Рыночная стоимость 1 (Одной) обыкновенной акции ОАО Концерн «КАЛИНА», рассчитанная в рамках метода рынка капитала по иностранным аналогам, составляет 1 494 рубль.

Однако на основе проведенного анализа Оценщик принял решение не использовать результат, полученный по методу рынка капитала по иностранным аналогам, при выведении итоговой стоимости по ряду причин:

- компании, выбранные в качестве аналогов, не являются достаточно сопоставимыми с оцениваемой компанией по номенклатуре выпускаемой продукции и финансовым показателям;
- анализ корреляции, проведенный при осуществлении расчетов, выявил высокую изменчивость показателей, что не позволяет рассматривать полученный результат при выведении итоговой стоимости (разброс стоимости, полученной при использовании различных мультипликаторов достаточно велик).

В рамках затратного подхода применялся метод расчета стоимости чистых активов. Оценка стоимости методом чистых активов проводилась на основе данных консолидированной бухгалтерской отчетности, составленной в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности за 2011 год.

Рыночная стоимость 1 (Одной) обыкновенной акции ОАО Концерн «КАЛИНА», рассчитанная в рамках метода чистых активов, составила с округлением 142 рубля.

Результаты расчетов по методу стоимости чистых активов статичны. Метод чистых активов не позволяет объективно учесть нематериальную составляющую стоимости компании: репутацию, фирменное наименование, торговые марки и т.д., которые являются одним из основных активов данного бизнеса. Таким образом, Оценщик принял решение не использовать результат затратного подхода при выведении итоговой стоимости.

б. Выведение результатов оценки.

Оценщик считает, что на дату оценки результат, полученный по методу дисконтированных денежных потоков в рамках доходного подхода, наиболее адекватно отражает рыночную стоимость объекта оценки.

Отказ от использования результатов сравнительного и затратного подходов приведен ранее.

С учетом анализа результатов, полученных на основе имеющейся в распоряжении Оценщика информации, можно сделать заключение о том, что рыночная стоимость 1 (Одной) обыкновенной акции ОАО Концерн «КАЛИНА», составила с округлением 1 630 (Одну тысячу шестьсот тридцать) рублей по состоянию на дату оценки – 31 декабря 2011г.

Следует отметить, что согласно ст. 84.8. (п.4) ФЗ «Об акционерных обществах»:

«Выкуп ценных бумаг осуществляется по цене не ниже рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг, которая должна быть определена независимым оценщиком. При этом указанная цена не может быть ниже:

- *цены, по которой ценные бумаги приобретались на основании добровольного или обязательного предложения, в результате которого лицо стало владельцем более 95 процентов общего количества акций открытого общества с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам;*
- *наибольшей цены, по которой лицо или его аффилированные лица приобрели либо обязались приобрести эти ценные бумаги после истечения срока принятия добровольного или обязательного предложения, в результате которого лицо стало владельцем более 95 процентов общего количества акций открытого общества, с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам».*

Оценщику представлена информация о сделках с акциями ОАО Концерн «КАЛИНА», осуществленных в течение 6 месяцев до даты оценки. Средняя цена 1 (Одной) акции ОАО Концерн «Калина» по сделкам составила 3 601,07 рублей. Цена 1 акции ОАО Концерн «КАЛИНА» в рамках приобретения 66,4% пакета акций со стороны ООО «Юнилевер Русь» составила 4 267,92 рублей.