



Инвестиционная оценка предприятия

Объект: Группа «Агрос»

Дата выполнения: 2007 год

2007

1. Результат оценки

В зависимости от цели приобретения предприятий возможны три варианта оценки:

- Для непрофильного инвестора, положительно оценивающего перспективы рынка макаронных изделий - оценка основана на информации об аналогичных сделках исходя из показателя «цена / производственная мощность» = **65 – 70 млн.долл.**
- Для профильного инвестора, ориентированного на стратегическое увеличение доли рынка, а не на получение прибыли в краткосрочной перспективе – оценка основана на рыночной стоимости «чистых активов» (активы минус обязательства) = **50 – 55 млн.долл.**

Минимальная граница стоимости определена исходя из затрат ГК «Агрос» на приобретение в 2003 году трех оцениваемых фабрик + премия за долю рынка = **от 40 млн. долл.**, в том числе:

- ОАО «Экстра М» 35-40 млн. долл. США
- ОАО «1-я Петербургская макаронная фабрика» 15-20 млн. долл. США
- ОАО «САОМИ» 10-15 млн. долл. США

	мин	Макс	30	40	50	60	70	80	90
Доходный	\$ 63 460 000	\$ 87 692 000							
Сравнительный	\$ 62 541 867	\$ 68 763 924							
Затратный	\$ 51 269 478								
Рыночная стоимость	\$ 62 000 000								

Таким образом, наиболее вероятная цена трех оцениваемых макаронных фабрик, входящих в Группу «Агрос», может составлять **60 ± 5 млн. долл. США.**

Стоимость брендов фабрики – 3-5 млн. долларов США.

2. Введение

Настоящая оценка проводилась на основе бухгалтерской отчетности за 2000-2005 гг., данных СПАРК, а также общедоступной публичной информации, с учетом следующих допущений и ограничений: топ-менеджмент и квалифицированный кадровый состав будет сохранен, приобретение общества сторонними инвесторами не окажет влияния на взаимоотношения предприятий с муниципальными и федеральными властями, основными заказчиками. Тенденции в показателях деятельности будут соответствовать отраслевому прогнозу развития с учетом особенностей функционирования объекта оценки

Объектом оценки в рамках данного отчета являются три макаронные фабрики, входящая в Группу «Агрос» и управляемые ЗАО «1-ая Макаaronная компания» (далее по тексту «Агрос»), в том числе:

- ОАО «Экстра М» (г.Москва),
- ОАО «1-ая Петербургская макаронная фабрика»,
- ОАО «САОМИ» (г.Смоленск).

3. Выводы

Потребление макарон снижается и будет сокращаться за счет роста потребления продуктов быстрого приготовления и овощей до 5,6-5,4 кг на человека в год (население РФ на 01.06.2006 – 142,4 млн. чел).

Рост возможен только за счет перераспределения долей - сокращения сегмента «весовых» макарон и макарон из мягкой пшеницы. В целом, в долгосрочной перспективе вероятен рост рынка как в денежном выражении (быстрее), так и в тоннаже за счет роста доли продукта из твердых сортов пшеницы. Так, в Италии среднедушевое потребление макаронных изделий составляет около 20 кг (практически вся продукция производится из твердых сортов пшеницы).

Цены на «дорогие» российские макароны уже превышают европейские цены.

Цена продукции и объем рынка в деньгах на 60% зависят от колебания цен на сырье (твердые сорта пшеницы). Одним из основных сдерживающих факторов является то, что большая часть пшеницы твердых сортов, выращиваемой на территории РФ, уходит на экспорт. Можно говорить о возможном перераспределении товарооборота пшеницы в сторону местного потребления, что позволит производителям увеличить долю продукции из твердых сортов.

Существующие на сегодня российские производственные мощности (всего 1200 тыс. тонн в год, в т.ч. современное оборудование 770 тыс. тонн в год - позволяют полностью покрыть потребность 825 тыс. тонн в год)

В краткосрочной перспективе – предпочтительнее работать на аутсорсинге, в долгосрочной – необходимо приобретать активы, чтобы контролировать качество.

Через 2-3 года приобретение существующих мелких и средних производителей-конкурентов будет бессмысленно из-за морального устаревания оборудования, а также в связи с перспективой снижения потребления наиболее дешевой продукции.

Наиболее целесообразным шагом будет покупка хозяйств, занимающихся выращиванием пшеницы твердых сортов, что в целом позволит поддерживать более стабильную ценовую политику.

По данным многочисленных полевых исследований рынка, покупатели не разбираясь, как правило, во вкусовых отличиях макаронных изделий, при выборе изделий ориентируются в основном, на имиджевые показатели. Это означает, что и существующие в настоящее время марки и будущие участники рынка находятся в равных условиях. Таким образом, основным фактором успешности при увеличении доли рынка становится рекламный бюджет производителя, на который более охотно идут новые игроки. В связи с этим, можно констатировать, что без значительных рекламных затрат, доля исследуемого игрока в среднесрочной перспективе будет неуклонно снижаться.

• Объем всего рынка макарон, тонн	825 +/- 5 тыс. тонн в год
• Объем всего рынка макарон, USD	385 +/- 5 млн. долл. США в год (зависит от цен на пшеницу)
• Объем рынка фасовки	41% (до 400 тыс. тонн)
• Объем производства "Агрос"	123 тыс. тонн в год
• Выручка «Агрос» за 2005 год, USD	48,6 (28,9) млн. долл. США
• Доля рынка «Агрос» в общем объеме макарон (тонн)	14,9% (15-16%)
• Доля рынка «Агрос» в фасовке (тонн)	21,8%

4. Рынок макаронных изделий

4.1. Тенденции развития рынка

В 90-е годы рынок макаронных изделий в России был одним из самых растущих: темпы роста на нем составляли 25-30% в год. Благодаря небольшим затратам (построить цех по производству макарон в то время можно было всего за несколько тысяч долларов), простоте технологий и небольшим срокам окупаемости, рентабельность макаронного бизнеса достигала 70-80%. Отечественные производители смогли полностью занять этот рынок после дефолта в 1998 году – их доля составила около 98%.

В послекризисное время количество игроков на рынке ежегодно увеличивалось в 2-3 раза, в основном, за счет предприятий мукомольной отрасли – стагнирующий рынок муки заставлял их развивать параллельные производства. В результате объемы производства быстро превзошли объемы потребления, составляющие 450 млн. долларов в год, и в 2004 году на рынке начался кризис перепроизводства макаронной продукции – около 30% производственных мощностей оказались явно избыточными.

Вот уже второй год темпы роста на некогда динамичном макаронном рынке падают, и сегодня это всего лишь 2-5% в год. Дальнейшему развитию рынка мешают также спросовые ограничения: по данным маркетинговых исследований компании «Комкон», потребление макарон в России составляет около 5-7 кг. на человека в год – в разы меньше, чем в Европе.

В ближайшее время на рынке ожидается ужесточение конкуренции, которое будет сопровождаться вытеснением слабых игроков и улучшением качества продукции сильных. Некоторые специалисты утверждают, что через несколько лет на российском рынке останется 3-5 российских торговых марок, остальные 150 наших макаронных фабрик будут вынуждены свернуть производство. Возможно, они несколько ступают краски, однако, существуют некоторые макроэкономические тенденции, которые к этому могут привести. Заключаются они в следующем.

Постепенный рост благосостояния населения (а рост реальных располагаемых доходов населения только за 2005 год составил 17,3%)¹ приводит к тому, что потребители стали более разборчивы в товарах, которые они покупают. В первую очередь, в продуктах питания. Постепенно растет потребление дорогих продуктов и сокращается потребление дешевых. В рамках рынка макаронных изделий, это означает перераспределение спроса в сторону более дорогих макарон из твердых сортов пшеницы и, в первую очередь, импортного (чаще итальянского) производства. В последние 2 года потребление импортных макаронных изделий в российских мегаполисах выросло в десятки раз. Специалисты прогнозируют, что уже в этом году соотношение макарон группы А и группы В на рынке изменится – доля более качественных достигнет 50%.

А это означает сокращение спроса на макаронные изделия группы В на 25% (исходное соотношение 75:25). В результате, пропорциональная часть продукции упомянутых 150 российских макаронных фабрик (которые в абсолютном своем большинстве выпускают макаронные изделия группы В – из мягких сортов пшеницы) не найдет своего покупателя.

¹ По данным Росстата

Одним из немногих выходов из этой ситуации является завоевание лояльности, приверженности потребителя к своей марочной продукции (создание и продвижение привлекательных для покупателя торговых марок).

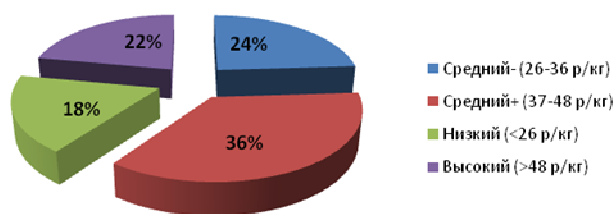
По оценке "Экспресс-Обзор", рынок макаронных изделий в 2005 году вырос на 2,4% в натуральном выражении и составил 860 тыс. тонн. Реальный рост рынка в денежном выражении составил 16% (в рублях).

Основными причинами роста рынка в стоимостном выражении в 2005 году стали: изменение соотношения весовых и фасованных макарон (69% всего изменения рынка), общее удорожание макаронных изделий (14% от изменения рынка), изменения внутри сегмента фасованных макарон в сторону более дорогой продукции (14%).

Средняя цена на макаронные изделия в 2005 году выросла на 11%. К концу 2007 года она достигнет 1 долл. за 1 кг макаронных изделий.

Среднедушевое потребление макаронных изделий выросло в 2005 году на 2,9% и составило 6 кг на человека в год. Среднедушевое потребление фасованных макарон более чем в 4 раза превысило потребление весовых в стоимостном выражении.

Структура рынка по ценовым сегментам в стоимостном выражении



В структуре рынка по ценовым сегментам в стоимостном выражении лидирует сегмент "средний-плюс" (19-24 руб./пачка 500 г), он занимает 36% рынка, на втором месте — "средний-минус" (13-18 руб./пачка 500г) — 24% рынка. Третье место занимает низкий сегмент весовой продукции — 18% рынка.

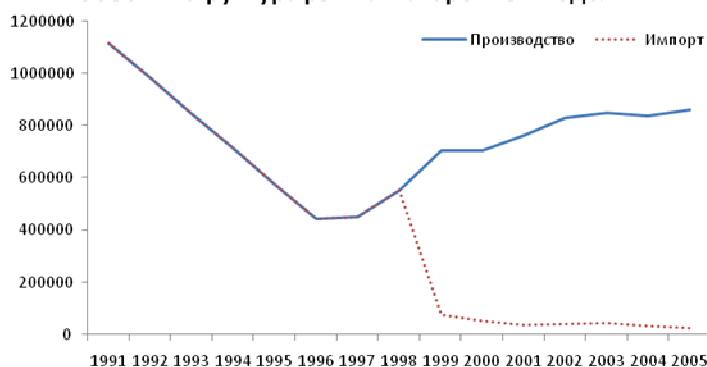
По типу используемой муки пока первенство за макаронными изделиями из мягких сортов пшеницы — 59% рынка в натуральном выражении. Но к

концу 2008 года макароны из твердых сортов пшеницы будут занимать половину рынка макаронных изделий.

Как показали результаты исследования, макаронные изделия — это продукт, который неизменно остается в рационе российских потребителей.

Российский рынок макаронных изделий достаточно насыщен. Эксперты отмечают, что емкость отечественного рынка макаронных изделий стабилизировалась на уровне 800-850 тыс. т. (более \$400 млн. в денежном выражении). Следует отметить, что несколько лет назад даже самые оптимистичные прогнозы по росту отечественного рынка макарон шли не дальше 1 млн. т. В

Объем и структура рынка макаронных изделий



течение 2005 года сразу несколько компаний, в том числе и иностранные производители, заявили о своих планах по наращиванию производства и увеличению собственных долей, ориентируясь на долгосрочную перспективу.

Кроме того, рынок макаронных изделий имеет сезонную зависимость: объем потребления увеличивается весной и достигает своего пика в мае-июне, далее следует

стабилизация и незначительное снижение. Минимальные продажи наблюдаются в начале осени. Сезонные колебания спроса связаны с уборкой овощей, которые успешно заменяют макаронные изделия.

4.2. Спрос

В течение последних нескольких лет емкость российского рынка макарон в натуральном выражении практически не менялась. Рынок макаронных изделий на текущий момент стабилен. В ближайшее время не приходится ожидать каких-то серьезных изменений в сторону роста самого рынка. С развитием конкурирующих рынков (овощные и крупяные гарниры) и при такой же низкой культуре потребления макаронных изделий в России, исследуемый рынок развиваться не будет. На сегодняшний день здесь можно констатировать застой. Среднедушевое потребление в течение последних лет колеблется возле отметки 6 кг в год на человека. Наибольшей популярностью макаронные изделия пользуются в Казани, там ежегодный объем потребления составляет 9,6 кг на одного человека, наименьшей — в Уфе (3,9 кг на человека).

По данным специалистов ROMIR Monitoring, общее число потребителей макарон в настоящее время составляет 94% населения России старше 18 лет.

Макаронные изделия, являясь предметом повседневного спроса, не формируют у покупателей каких-либо стойких привязанностей. Изобилие видов, а также торговых марок как отечественных, так и импортных производителей макарон, приводит к тому, что 55% респондентов затруднилось назвать хотя бы одну марку макаронных изделий. Скорее всего, при покупке изделий такого рода, люди больше ориентируются на вид макаронных изделий, их упаковку и цену, а не на марку. Поэтому из общего числа респондентов, назвавших хотя бы одну марку макаронных изделий, наибольшее количество (80%) упомянули «спагетти» как название марки макаронных изделий. Также относительно часто упоминались марки «Макфа» и «Экстра-М».

Причем такой критерий, как высокое качество, наиболее актуален для покупателей макарон более молодого возраста, а также для людей с более высоким уровнем дохода и образования. Доступная цена больше всего определяет поведение потребителей с низким уровнем образования и дохода, по социальному положению такие ответы чаще всего дают пенсионеры и домохозяйки. По социальному положению потребители, которых цена волнует меньше всего, чаще представлены предпринимателями и военнослужащими. Высокое качество важнее всего для студентов, а наименьшее значение этому уделяют безработные. На вкусовые предпочтения меньше всего обращают внимание руководители.

Диетические макароны, макароны с витаминными добавками и цветные занимают небольшой сегмент рынка, который, по оценкам экспертов, не превышает 1%. Это "нишевый" рынок, открывающий возможности для небольших компаний. Развитие данного сегмента происходит постепенно, так как зависит от большого количества факторов: уровня жизни населения, культуры потребления, конкуренции, количества игроков на рынке, цен на сырье.

Участники рынка отмечают, что потребители отдают предпочтение более качественным изделиям: полупрозрачным, стекловидным и не разваривающимся при приготовлении. По мнению специалистов, сокращается нижний ценовой сегмент, представленный, как правило, дешевыми весовыми и фасованными макаронами, и происходит перемещение покупательского спроса в средний (премиум) и дорогой ценовой (суперпремиум) сегменты. Покупатели все более ориентируются на бренд и на качество, и одним из основных критериев оценки качества для них является цена продукта.

4.3. Предложение

Сегодня к крупнейшим игрокам российского рынка макаронных изделий относятся упоминавшиеся выше ОАО «Челябинская макаронная фабрика Макфа», ОАО «Экстра М», ОАО «1-ая Петербургская макаронная фабрика», ОАО «Русский продукт», ЗАО Самарская макаронная фабрика «Верола», ОАО «Вермани», ОАО Комбинат хлебопродуктов им. Григоровича, ЗАО НПФ «Алтан». Среди

иностранных брендов наиболее известны *Pasta Zara, Semolina, Federici*, однако они занимают сегмент класса «премиум».

Средний ценовой сегмент сегодня, по экспертным оценкам, занимает около 50% рынка. Среди производителей среднего ценового сегмента наиболее популярны широко известные (национальные) марки «Макфа», «Экстра-М» и «Галина Бланка». Остальные производители, особенно дешевого сегмента, популярно представлены регионально.

Дорогой ценовой сегмент представлен, в основном, импортными макаронами: итальянскими *Pasta Zara, Federici, Agnesi, Adriana, Montegrello*, немецкими *3 Glocken, Birkel*. Основными потребителями дорогой макаронной продукции являются супермаркеты и рестораны, причем в супермаркетах продажи макарон класса "суперпремиум" растут. Конкуренция в данном классе довольно низкая, недорогие, широко разрекламированные бренды вытесняют продукцию класса «суперпремиум» на узкую целевую группу потребителей.

Производители также отмечают хоть и медленный, но все же стабильный рост доли фасованной продукции (на сегодняшний день по разным подсчетам составляет от 45% до 60% всего рынка в натуральном выражении) и постепенное смещение потребительских предпочтений в сторону более качественной (и, соответственно, более дорогой) продукции. В случае с макаронами это продукция из твердых сортов пшеницы (*durum*). К этому располагает и рост доходов, и миграция населения в более крупные населенные пункты. «Рынок стагнирует в тоннах, а в рублях растет на 4-5% в год. Это объясняется как раз постепенным развитием культуры потребления – люди переходят на потребление более дорогих макаронных изделий из твердых сортов пшеницы. Эксперты считают, что рынок вообще не растет. Он остается на уровне 820-840 тыс. т, и если изменения и происходят, то только за счет перераспределения внутри сегментов: рост фасованных и сокращения весовых макарон. Подобная конъюнктура заставляет операторов соответствующим образом расставлять приоритеты.

«Премиальность» макарон набирают с каждым днем, - это очевидно. Однако повсеместным процесс смещения предпочтений россиян к брендированному продукту назвать нельзя. Все еще сильны в регионах позиции дешевого весового продукта.

Некая слабоположительная динамика присутствует на «высоком» и «премиум» сегментах, и то за счет двух-трех лидеров рынка. «Средний» и «экономичный» сегменты, если и растут сегодня в объемах (что не бесспорно), то съедаемые ценовой конкуренцией падают в денежном выражении. И если можно говорить о некоей положительной динамике, то только у ряда крупных производителей, а не у рынка в целом, считают специалисты «Инфо-Линка». Изменения будут связаны, в первую очередь, с развитием ритейла в регионах.

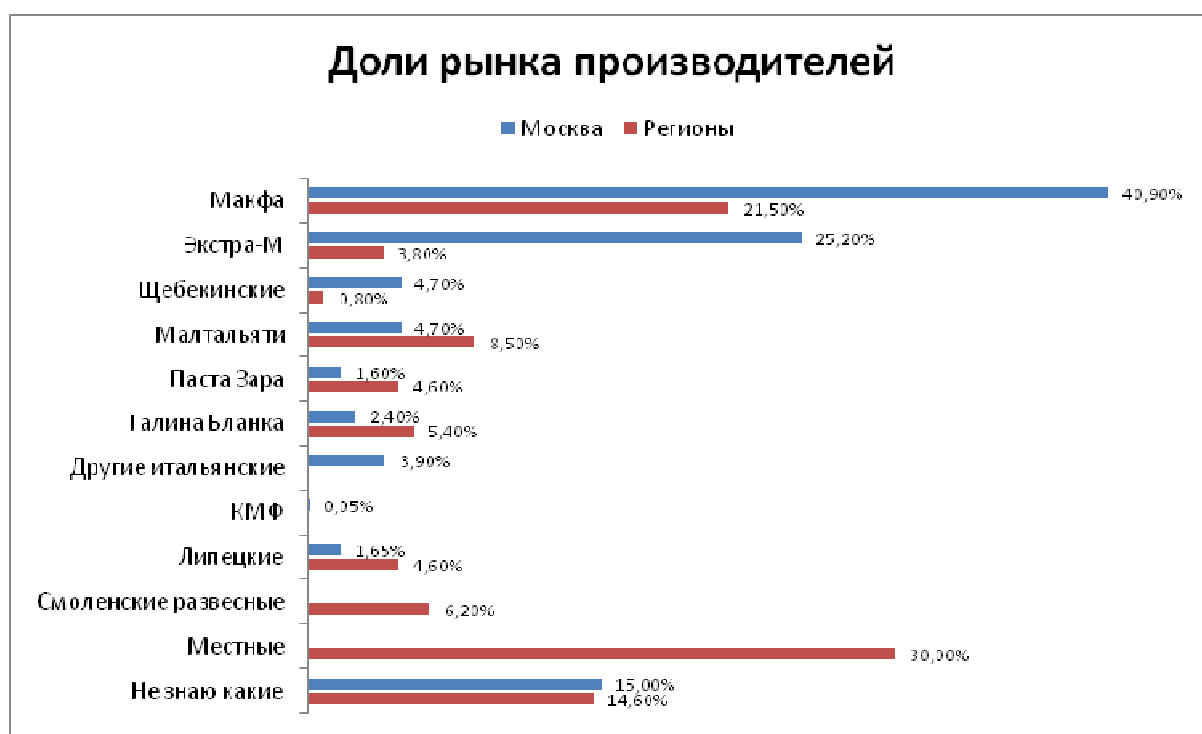
Увеличится доля технологичных компаний, де-факто, крупных производителей и технологичного продукта – фасованных макаронных изделий. В регионах появляются, пока в небольшом количестве, национальные сети. Растут и региональные операторы. И неизменно повышается привлекательность этого формата торговли. Поэтому доля фасованной продукции, конечно, должна вырасти. Но не многие региональные производители способны отвечать требованиям сетей, поэтому, видимо, если какие-то сливки в работе с сетями и есть, то снимут их только максимум пять-шесть ведущих производителей. В последние годы с разумным повышением требований покупателя к качеству, в первую очередь был «съеден» сегмент «низкий-низкий» (кустарные макароны). Года 3-4 назад они занимали около 25%. Сегодня уже порядка 7%. За их счет росли продажи, прежде всего, несколько более дорогих весовых макарон экономичного сегмента. Но существуют и противоположно направленные вектора – перепроизводство зерна (муки) и перепроизводство макарон, что периодически снижает цены и рынок в целом, как например, летом 2005 года, когда рынок в денежном выражении уменьшился на 8-10%.

Несколько «подрастала» в последние годы верхняя граница. Высокий ценовой сегмент и сегмент «премиум» растут почти сами по себе, по сути, в соответствии с ростом покупательской способности. Но вряд ли это продолжится и далее. Должна произойти некая фиксация цен (с точностью до очень существенных колебаний цен на сырье), поскольку уже сегодня цены на

«дорогие» российские макаронные изделия выше (например, на уровне цен фабрик), чем в Европе, как оценивают эксперты «Инфо-Линк».

Более динамичному развитию рынка, по мнению экспертов, препятствует относительно невысокая покупательская способность населения. Особенно это заметно в регионах. Также свою роль играют и особенности российской культуры потребления макаронных изделий. Соотечественники традиционно воспринимают их как дешевый гарнир. В общем, около 50% (доля весовой продукции) рынка остаются мало освоенными крупными производителями макарон. Дело в том, что рынок макаронных изделий во многом локальный и пока мало консолидированный. Наряду с крупными операторами на рынке функционирует множество относительно небольших производителей. В такой ситуации предложение, естественно, превышает спрос. Да и качество у местных производителей, как выясняется, не такое уж плохое. Сегодня десяток ведущих фабрик имеют самое современное или просто современное оборудование. И фабрик 20-30 обладают достаточно современным оборудованием, как комментирует ситуацию «Инфо-Линк». При этом загруженность производственных мощностей в целом по стране не такая уж и высокая. Средний показатель, по мнению операторов рынка, не превышает 60-75%. Выше только у самых крупных операторов рынка. Объясняется это тем, что рынок не растет, объемы растут только у основных игроков, соответственно у небольших производителей объем снижается, помимо этого увеличивается объем импорта.

Тем не менее, зайти в регионы крупным производителям оказывается не так просто. По оценке специалистов «Байсад», существующие на сегодняшний день мощности для производства макаронных изделий позволяют полностью покрыть потребность. Но развитие производственной базы интересно крупным операторам, так как производство на аутсорсинге не позволяет контролировать качество продукта, что может иметь негативные последствия для марки.



Участники рынка по-разному оценивают долю импортной продукции на российском рынке. Так, специалисты компании «Байсад» полагают, что она составляет около 10-20%. В компании «Агрос» ее оценивают в 1-2%. По данным аналитиков компании «ИнфоЛинк», в натуральном выражении доля импортных макарон из Италии и других европейских стран не превышает 3% (около 16 тыс. тонн в натуральном выражении). Из Казахстана ввозится ежегодно еще порядка 8-

10 тыс. т. При этом, как отмечает глава «ИнфоЛинка» Андрей Гуров, мотивации к расширению своего присутствия на российском рынке у иностранцев пока нет.

В ближайшей перспективе, иностранные компании не придут на российский рынок макарон. Это признают все эксперты. Зарубежные инвесторы появятся только тогда, когда процесс консолидации завершится или будет близок к этому. По разным данным, здесь можно говорить о сроках от 4 до 6 лет. Другим поворотным моментом станет вступление России в ВТО, что, несомненно, облегчит доступ к российскому рынку иностранного капитала. При этом существующие игроки будут, естественно, двигаться в сторону фасованной продукции. Мелкие, специализирующиеся на дешевых и весовых макаронах, постепенно покинут рынок.

Как считают участники этого рынка, последний резерв его роста заключается в создании сильных российских и продвижении наиболее интересных иностранных брендов. Несмотря на то, что само понятие бренда пришло в этот сегмент продовольственного рынка всего несколько лет назад, потребительские предпочтения уже сместились в сторону известных торговых марок среднего и дорогого ценового сегментов.

Краткое описание основных игроков рынка дано ниже. В списке не указаны Липецкхлебмакаронпром и Байсад, а также имеются некоторые пропуски в виду того, что оценщики были сильно ограничены во времени составления материала. Однако, таблица дает общее понимание рынка и динамики основных игроков на нем.

Наименование игрока	Макфа	Инфолинк	Первая макаронная компания	Алтан	Аркада	Юроп Фудс ГБ
Доля рынка к началу 2005 года	29,2	14,5	23,6			6,4
Доля рынка в 2006 году	28,1	21,5	17,9		6%	4,4
Стратегия	первый и единственный федеральный бренд макарон из твердой пшеницы. Пример успешной вертикальной интеграции.	развитие импорта, ориентация на высококачественные сегменты.	создание наиболее инвестиционно привлекательного актива в отрасли.	развитие логистики, использование местных сортов твердой пшеницы, управление затратами	Увеличение выручки за счет производства продукции с высокой добавленной стоимостью	продвижение собственной продукции в рамках международного зонтичного бренда Gallina Blanca.
Тактика	грамотная ставка на агрессивный маркетинг и развитие федеральной дистрибуции: регулярная рекламная поддержка бренда и работа с розничными сетями. Готовность выходить в новые ниши — компания кроме макарон муки и круп, выпускает пельмени, вареники и полуфабрикаты. «Макфу» знают как игрока, готового скупать перспективные активы.	изначально занимаясь импортом, компания добилась тесных отношений с поставщиками и даже участвовала в организации расширения итальянского производства Maltagliati с целью обеспечения своих заказов. Сейчас на долю компании, по ее собственным данным, приходится около 62,2% поставок в Россию макарон из дальнего зарубежья, она также контролирует до 75% поставок итальянских макарон. Однако еще с 1997 года компания искала возможность открыть производство в России. Сейчас «Инфолинк» владеет Шебекинской и Тульской макаронными фабриками.	начав с построения вертикально-интегрированного холдинга, где макароны завершали цепочку, начинающуюся хранением и переработкой зерна, холдинг «Агро» перешел к тактике формирования максимально структурированного и прозрачного бизнеса. Приоритет отдается наиболее рентабельной — фасованной — продукции. Ориентация на формирование брендов с целью повысить рентабельность производства и как следствие — капитализацию.	изначальная ставка на качественный продукт из твердых сортов пшеницы до сих пор себя полностью не оправдала, между тем, несмотря на "местный" статус некрутного игрока, холдинг продолжает наращивать производство и присутствие в других регионах, в немалой степени благодаря энергии основного владельца - Покорняка.	скупка региональных активов (Россиянка, Вермани, Ленди). Одновременное присутствие на соседних рынках - гречиха.	: в производство в Нижегородской области вложено \$40 млн. Широкая представленность в рознице благодаря системе дистрибуции, отработанной на других товарах бренда. Позиционируется как «эксперт в области кулинарии в целом».
Проблемы	новые ниши осваиваются без использования зонтичного бренда, из-за чего компания расширяет свои маркетинговые усилия. Наличие в «материнском» регионе целого ряда крупных игроков, таких как «Союзпищепром», «Алтан» и др. Зависимость бизнеса от административного ресурса (фактический владелец компании — мэр Челябинска Михаил Юревич).	бизнес зависит от импорта, а следовательно, и от колебаний валютного курса. Собственный бренд известен на рынке гораздо меньше, чем бренды западных партнеров. «Инфолинк» пока уступает конкурентам в дистрибуции — ее продукция лучше представлена в крупных городах, чем в глубинке.	попытка запуска федерального бренда «Ты и я» не удалась, в итоге компания в течение последних трех лет теряет рынок, последовательно перейдя с первого на третье место, а компания так и осталась региональной.			в категориях бульонных кубиков и приправ, где представлена основная масса продукции Gallina Blanca, понятие премиум-сегмента отсутствует — там можно позиционироваться как «товар идеального качества», не боясь ценовой конкуренции. Для подтверждения «идеальности» макарон приходится устанавливать более высокую цену, но относительно дорогие макароны слабо ассоциируются с таким дешевым продуктом, как бульонные кубики.
Результат	отрыв в 1,5–2 раза от ближайшего преследователя как в денежном, так и в натуральном выражении.	наилучшая динамика продаж по рынку, лидерство среди импортеров.	: уверенное второе место по объемам производства в России и третье, с большим отрывом от преследователей, — по общим объемам.			хотя по объему производства в России Gallina Blanca даже не попадает в десятку лидеров, в денежном исчислении ее продажи вплотную приближаются к лидерам импорта — Maltagliati и Pasta Zara.
Новые цели	развитие премиального бренда Grand di Pasta и экспорта (доля поставок на Украину достигает уже 4% от общего объема производства, в текущем году на экспорт планируется поставить не менее 10% от общего объема производства макаронных изделий. В прошлом году доля экспорта в общем объеме продукции составила 7%). К 2008 г. "Макфа" планирует занять до 15% в сегменте "премиум" рынка макаронных изделий	компанию постоянно называют в качестве потенциального покупателя кого-либо из игроков первой десятки, в том числе и «Первой макаронной компании».	выведение регионального бренда «Знатные» на федеральный уровень.		Вывод нового федерального бренда "Антонов-Макаронов". Желание занять с ним 10-11% российского рынка.	достижение второго места в среднеценовом сегменте. Формирование восприятия всей линейки продуктов как единого «кулинарного» бренда.

5. Объект оценки

ГК «Агрос» включает в себя два основных актива - «1-ю Макаронную Компанию» (управляет московской макаронной фабрикой «Экстра М», «1-ой Петербургской макаронной фабрикой» и смоленской «САОМИ») и компанию по производству мяса птицы «Ставропольский бройлер» (три бройлерных комплекса, племенное хозяйство, инкубатор, комбикормовый завод и два мясоперерабатывающих комбината).

По данным «Бизнес Аналитики», ГК «Агрос» занимает 21,2% российского рынка макаронных изделий в стоимостном выражении и более 18% рынка мяса птицы в ЮФО. Оборот группы на рынке FMCG в 2005 году составил \$150 млн.

ЗАО «1-ая Макаронная Компания», входящая в ГК «Агрос», управляет тремя фабриками Группы:

- ОАО «Экстра М» в Москве (лидирует в отрасли по уровню автоматизации),
- ОАО «1-ая Петербургская макаронная фабрика»,
- ОАО «САОМИ» в Смоленске.

Доля продаж «1МК» в 23 городах-миллионниках в прошлом году составила 17% на рынке фасованных макаронных изделий. В 2007 г. компания планирует занять 24% этого рынка.

5.1. Описание группы компаний Агрос

Группа "Агрос" – одна из крупнейших в России индустриальных агропродовольственных компаний. Группа была создана компанией "Интеррос" в октябре 2001 года. Предприятия "Агроса" находятся в Москве, Санкт-Петербурге, Ставропольском крае, Самарской и Смоленской областях.

Агрос рассчитывает выйти на технические мощности по производству 200-220 тыс. тонн макаронных изделий в год. Всего на развитие бизнеса компании в 2007 году планируется направить от \$10 до \$20 млн. Эти средства будут использованы на покупку и развитие активов, а также на запуск и продвижение нового федерального бренда макаронных изделий «Знатные».

В 2007 г. «1МК» осуществит интегрированную кампанию по запуску и поддержке вывода бренда «Знатные» на федеральный уровень. Начнется она с мотивационных программ для построения дистрибуции и мерчендайзинга, ориентированных на торговые сети, а с марта продолжится глобальной рекламной кампанией на центральном телевидении и в федеральной прессе, а также в московском и петербургском метрополитене. На продвижение «Знатных» «1МК» планирует потратить порядка \$5 млн.

Портфель «1МК», помимо «Знатных», включает такие бренды: «Экстра М», «Ты и Я», «САОМИ». Доля продаж «1МК» в 23 городах-миллионниках в прошлом году составила 17% на рынке фасованных макаронных изделий. В 2007 г. компания планирует занять около 30% этого рынка.

ЗНАТНЫЕ



В 2007 бренд вышел в новой упаковке и продается по всей России – бренд «Знатные» приобрел статус федерального. До настоящего момента макаронные изделия под торговым знаком «Знатные» производились на «1-ой Петербургской макаронной фабрике» и занимали по данным исследований MEMRB порядка 50% рынка макаронных изделий в Санкт-Петербурге последние несколько лет и 4% в 23 городах-миллионниках. В 2007 к производству «Знатные» присоединилась московская фабрика «Экстра М», чтобы обеспечить производство макаронных изделий «Знатные» в федеральном масштабе.

Макаронные изделия «Экстра М» производятся ОАО «Экстра М» - одним из старейших предприятий российской макаронной промышленности, основанным еще в 1883 году.

На протяжении последних нескольких лет предприятие

постоянно расширяло ассортимент продукции под торговой маркой "Экстра М": в настоящее время помимо традиционных синих пачек на полках магазинов можно найти и макароны "Экстра М" из твердых сортов пшеницы в ярко-красных пачках, и маленькие весом всего 150 г упаковки, предназначенных в основном для заправки первых блюд, и большие красочные пакеты по 3 кг и по 5 кг, которые удобно взять с собой, отправляясь с семьей на дачу.



«Ты и Я» - незаменимые макароны для тех, кто любит готовить творчески и с душой. Они изготавливаются исключительно из твердых сортов пшеницы дурум под строгим контролем качества лучших специалистов макаронной отрасли.

На упаковках «Ты и Я» Вы найдёте оригинальные рецепты макаронных блюд, популярных в разных странах мира, в том числе и рецепты самой полезной и здоровой средиземноморской кухни. (Бренд в настоящее время снимается с производства).

Широкий ассортимент макаронных изделий (более 20 видов), выпускаемых Смоленской макаронной фабрикой под торговой маркой «Саоми», традиционно пользуется огромной популярностью среди покупателей как в самом Смоленске, так и прилегающих областях России, а также в Республике Беларусь.

Профильным направлением деятельности Смоленской макаронной фабрики является выпуск высококачественных макаронных изделий из муки-крупки из твердых сортов пшеницы (дурум), в фасовке по 450 и 900 г. Кроме того, в последние годы на предприятии налажен также выпуск макарон из хлебопекарной муки высшего сорта.

Широкий ассортимент макаронных изделий производства ОАО "1-ая Петербургская макаронная фабрика" на протяжении многих лет пользуется неизменной популярностью у потребителей в Санкт-Петербурге, области и соседних регионах. Макароны фасованные в фасовке по 1кг и 1,5кг с говорящим само за себя названием "Дачные" уже нашли своего покупателя. И вот недавно на рынке появились макароны "Дачные" в самой популярной "стандартной" фасовке - 400г и 500г. Их основные преимущества - традиционно высокое качество продукции, прочная красивая упаковка и конкурентная цена.

Объем российского рынка фасованных макаронных изделий в 2006 г. составил порядка 400 000 тонн (по данным сайта ЗАО «1-ая Макаaronная Компания»)

Высока доля весовой продукции в ассортименте компании – 58%. В то же время, темп роста сегмента фасованной продукции опережает темп роста сегмента весовой продукции. В сегменте фасованной продукции опережающими темпами растет фасованная продукция из твердых сортов пшеницы.

- Темп роста рынка макаронных изделий 2003 – 2005 в натуральном выражении - 27%.
- Темп роста сегмента фасованной продукции - 48%.
- Темп роста сегмента весовой продукции - 14%.

- Темп роста рынка макаронных изделий 2003 – 2005 в денежном выражении - 64%.
- Темп роста сегмента фасованной продукции - 81%.
- Темп роста сегмента весовой продукции - 44 %.
- Наиболее привлекательным с точки зрения маржинальности является сегмент фасованной продукции из твердых сортов пшеницы:
- Маржинальность весовой продукции – (1 – 3) руб./кг
- Маржинальность фасованной продукции из мягких сортов пшеницы – (5 – 8) руб./кг.
- Маржинальность фасованной продукции из твердых сортов пшеницы – (8 - 11) руб./кг.

5.2. ОАО «ЭКСТРА М»

История создания ОАО «ЭКСТРА М» начинается с 19 века, на протяжении более ста лет основным направлением деятельности макаронной фабрики является производство макаронных изделий.

На протяжении многих лет макаронная фабрика претерпела преобразования и переименования. В процессе приватизации в 1992 году Московская макаронная фабрика № 1 была преобразована в Открытое Акционерное Общество «ЭКСТРА М» (свидетельство о регистрации от 17.12.1992 г. № 050.145).

Площадь земельного участка, где располагается ОАО «ЭКСТРА М», составляет 17 165 кв.м. На данной площади имеется шесть зданий: главный производственный корпус; котельная; административный корпус, имеющий статус памятника истории и культуры; две весовые, которые осуществляют проезд автотранспорта и взвешивание продукции, административно-бытовой корпус (гараж).

На производстве имеются три линии по производству макаронных изделий: Брайбанти, Фава, Паван. Для обеспечения бесперебойного производства имеется котельная, мощное электротехническое оборудование.

Основным видом деятельности ОАО «Экстра М» является:

- производство и реализация собственной готовой продукции (макаронные изделия) – 54% от общей выручки;
- производство макаронных изделий по договору переработки давальческого сырья – 33% от выручки;
- реализация покупных товаров на экспорт – 10% от выручки;
- реализация работ/услуг по хранению товаров – 2% от выручки.

В 2005 году ОАО «ЭКСТРА-М» осуществляло свою деятельность в рамках группы компаний АПРОС, в которую входят, наряду с другими обществами, еще два предприятия по производству макаронных изделий: ОАО «1-ая ПЕТЕРБУРГСКАЯ МАКАРОННАЯ ФАБРИКА», ОАО «САОМИ».

По данным годового отчета ОАО «Экстра М» за 2005 год, все макаронные компании проводят единую производственную, маркетинговую и сбытовую политику под организационным руководством ЗАО «1-я Макаронная Компания».

В 2005 году общая реализация ЗАО «1-я МК» составила 123 тысячи тонн, что позволило компании занять 12 % рынка (вся Россия) и 14% на объединенной территории России и Белоруссии. Общая выручка составила 1,4 миллиарда рублей.

Результаты по сравнению с 2004 годом:

- Увеличение объема реализации на 11%
- Увеличение доли рынка на 1%
- Прирост в загрузке мощностей с 63% до 70% паспортной мощности
- Увеличение географии сбыта и повышение качества дистрибуции

Бренды компании занимают стабильные позиции в наиболее приоритетных городах – совокупная доля в 14 городах миллионниках России на конец года была 18,47%. Сохраняется лидерство в столицах за счет исторически сильных брендов Экстра М и Знатные – 69% рынка в Санкт-Петербурге и 39% в Москве (в натуральном выражении). Компания достигла высокой представленности в оптовом канале (по сравнению с другими игроками) – второе место после Макфы.

Показатели производства макаронных изделий ОАО «Экстра М» за 2005 год:

- Фактический объем выпускаемой продукции составил 60 тыс. тн., из них:
 - макаронные изделия фасованные – 20 тыс. тн.,
 - макаронные изделия весовые – 40 тыс. тн.,

Анализируя объемы производства за предыдущие годы, можно сделать вывод, что резких падений объемов производства макаронных изделий не наблюдается.

- Объем реализации макаронных изделий за 2005 год составил 59 тыс. тн.
- Выручка за макаронные изделия составила 309 млн. 601тыс. руб.
- Расходы ОАО «Экстра М» на персонал предприятия и социальные выплаты в 2005г. составили 54 млн.767тыс. руб., в том числе:
 - фонд оплаты труда - 53 млн. 491тыс. руб.
 - договоры гражданско-правового характера - 1млн.065 тыс. руб.
 - материальная помощь - 211 тыс. руб.
- Среднесписочная численность работающих на предприятии по данным Годового отчета в 2005г. составила 289 человек (а согласно «пояснительной записке к балансу» 410 человек). Средняя заработная плата работников списочного состава в месяц составила 14 908 руб.

По итогам финансовой деятельности ОАО «Экстра М» за 2005г. получены следующие результаты:

- Доходы предприятия составили – 316 271 рублей.
- Расходы по производству готовой продукции 1 368 929 рублей.
- Убыток за 2005 год составил 42 127 тыс. рублей.
- Обеспечения, выданные на конец отчетного периода, обеспеченные залогом имущества 853 481 тыс.руб.:
 - стоимость имущества, переданного в залог АКБ «Росбанк» в обеспечение по кредиту, выданному ЗАО «АПК Агрос» 349,787 тыс. руб.,
 - поручительства перед АКБ «Росбанк» по кредиту, выданному ЗАО «АПК Агрос» 503,694 тыс. руб.
- В связи с ликвидацией кредитной организации ОАО АБ «Инкомбанк», о чем внесена запись в Книгу государственной регистрации №22, списана дебиторская задолженность ОАО «АБ «Инкомбанк» 52 млн.руб (денежные средства Общества на расчетных счетах банка), числящаяся на балансе Общества с 1998 года..

5.3. ОАО «1-ая Петербургская макаронная фабрика»

Соотношение стоимости чистых активов на 01 января 2006 года (81 047 000 рублей) к уставному капиталу составляет 880,9.

Средневзвешенное количество обыкновенных акций, находившихся в 2005 году в обращении, составляет 919 880 штук.

Базовая прибыль, приходящаяся на одну акцию, равна 00,00 руб/шт.

Приоритетными направлениями деятельности Общества являются:

- производство и реализация макаронных изделий (основная деятельность)
- закупка и оптовая торговля товарами
- общественное питание (фабричная столовая для работников фабрики)

Основными конкурентами Фабрики на рынке Санкт-Петербурга из отечественных производителей являются:

- Агропромышленное Объединение «Макфа» (Смак)
- Липецкхлебмакаронпром (г.Липецк)
- Объединение «Союз-Пищепром» (комбинат им.Григоровича)
- ТД Алтан г. Барнаул (Гранмулино)
- Байсад

Производственные результаты. В 2005 году фабрика выпустила 38441 тонн макаронных изделий.

Основные виды продукции, выпускаемые фабрикой – макаронные изделия:

- длинные весовые и фасованные 1 кл. (гр. А, В),
- короткие весовые и фасованные 1 кл. (гр. А, В).

Динамика производства продукции за период с 2002 по 2005 годы

Ассортиментные группы	2002	2003	2004	2005
Макаронные изделия весовые	12461	12133	19896	23718
- длинные вес.	9714	7585	7283	5847
- короткорезанные вес.	2747	4548	12613	17871
Макаронные изделия фасованные	15584	15605	15707	14723
- длинные фас.	4276	4387	4929	4195
- короткорезанные фас.	11308	11218	10778	10528
Всего макаронных изделий	28045	27738	35604	38441

Общий объем выпуска макаронной продукции в 2005 году увеличился по сравнению с предыдущим 2004 годом на 2837 тн. Изменения произошли в структуре выпускаемой продукции.

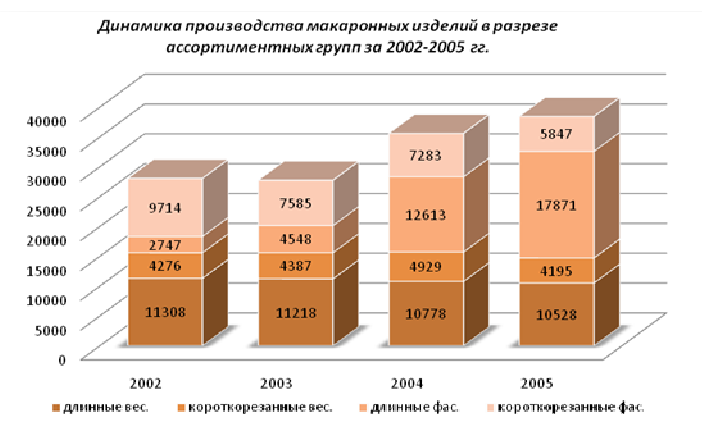
- Объем короткорезанной весовой продукции вырос в 1.4 раза, объем длинной весовой, напротив, снизился.
- Производство длинных фасованных изделий по отношению к 2004 уменьшилось на 15%, короткорезанных фасованных - на 2.4%.

На приведенной диаграмме представлена динамика объемов выпуска готовой продукции за 5 последних лет в разрезе ассортиментных групп.

Качество выпускаемой продукции

Качество выпускаемых макаронных изделий контролируется

специалистами отдела контроля качества и сертификации. Продукция проходит контроль в лаборатории «Центр испытаний и сертификации – С. Петербург» (ФГУ «ТЕСТ-С.-Петербург») и Филиале №1 ФГУЗ «Центр гигиены и эпидемиологии в городе Санкт-Петербург». На фабрике осуществляется входной контроль основного и дополнительного сырья (оценка



качества: муки пшеничной, муки макаронной из твердой пшеницы в/с и яичного порошка). Осуществляется контроль качества вспомогательных материалов: полипропиленовой пленки, ящиков из гофрированного картона, бумажных мешков, полиэтиленовых мешков и т. д.

Техническое перевооружение и реконструкция оборудования.

В 2005 году основное внимание служб фабрики было сосредоточено на поддержании направления на техническое перевооружение и реконструкцию действующих мощностей в свете современных технических и технологических достижений, обеспечения экологичности действующего оборудования.

В продолжение работ по вводу в действие линии по производству короткорезанных макаронных изделий фирмы «FAVA» проведено обследование устойчивости машинного корпуса и инструментальное наблюдение за осадками фундамента, экспертизы по линии органов Роспотребнадзора и инспекции условий труда. В октябре 2005 года линия сдана рабочей комиссии с подписанием соответствующего акта. В рамках данного направления для обеспечения должного функционирования линии, проведено кондиционирование 1-го этажа корпуса, смонтирована вытяжная вентиляция, проведены другие вспомогательные работы.

Среднесписочная численность работников в 2005 году составила 202 человека, в т.ч.:

- на основном производстве – 166 человек;
- в не основном производстве – 36 человек.

В отчетном 2005 году фонд оплаты труда составил 36 649 000 рублей, что на 1 235 000 рублей меньше, чем в 2004 году.

5.4. ОАО «Саоми»

ОАО «САОМИ» создано 1 июля 1956 года и осуществляло свою деятельность под названием Смоленская макаронная фабрика. Срок существования эмитента не определен. Основная деятельность эмитента с момента создания и по настоящее время направлена на производство макаронных изделий.

За 2005 год выпущено 19166 тн макаронных изделий (за 2004 год – 17748 тн), что составляет 108 % к уровню 2004 года. В том числе:

- Длинных–5500тн (за 2004год–6238тн), что составляет 88% к уровню 2004г;
- Коротких–13666тн (за 2004год–11510тн), что составляет 119% к уровню 2004г.

Общий объем услуг за данный период составил сумму 7.7 млн.руб., выпуск макаронных изделий 2727 тонн. С 1 марта по 31 декабря 2005 года ОАО «САОМИ» отгрузило 16439 тонн макаронных изделий по средней цене 8.87 руб за 1 кг . В том числе:

- Длинных – 4646 тн;
- Коротких – 11793 тн.

Производственная мощность на конец 2005 года составила 23 тыс.тн/год макаронных изделий в год. На начало периода производственная мощность составляла 20.5 тыс.тн/год. Таким образом, за счет осуществления организационно-технических мероприятий на технологическом оборудовании, рост производственного потенциала в отчетном периоде составил 12 %, что в натуральном выражении характеризуется возможностью дополнительного выпуска 2.5 тыс. тонн в год. Загрузка производственных мощностей в 2005 году составила 88%.

Средняя производительность трех линии в 2005 году составила 3 тн/час (за 2004 год – 2.8 тн/час), что составляет 107 % к уровню 2004 года.

Среднесписочная численность работающих на предприятии в 2005 году составила 141 чел. (за 2004 год – 159 чел.), что составляет 89 % к уровню 2004 года.

Расходы на персонал предприятия и социальные выплаты в 2005 году составили 16562 тыс.руб. в том числе:

- фонд оплаты труда 16038 тыс.руб.

- внешние совместители 55 тыс.руб.
- договоры гражданско-правового характера 102 тыс.руб.
- оплата обедов 294 тыс.руб.
- материальная помощь 65 тыс.руб.
- новогодние подарки 8 тыс.руб.

Средняя заработная плата работников списочного состава в месяц составила 9479 руб. (в 2004 году – 8128 руб.), рост среднемесячной заработной платы составил 17 %.

Каждым работником списочного состава произведено продукции в среднем в месяц 11.3тн, за 2004 год этот показатель был 9.3 тн, рост производительности труда в 2005 году составил 22 %.

Деятельность компании не носит сезонный характер.

6. Основные конкуренты

ОАО «Макфа» – российское предприятие с полным циклом производства. У компании имеются собственные поля, перерабатывающий комплекс, производственные и упаковочные линии. Совокупные мощности предприятия позволяют выпускать более 13000 тонн макаронных изделий в месяц. На сегодняшний день компания является лидером в России на рынке макаронных изделий (16% общего рынка макарон и более 30% рынка макарон из твердых сортов пшеницы).

АПК «Аркада» – управляющая компания группы «Аркада-Интер», владеющей шестью элеваторами, двумя макаронными фабриками («Ленди» и «Вермани»), пивоваренным и ликероводочным заводами в Оренбургской области. Консолидированная выручка группы в 2005 г. – 4,4 млрд руб., ЕВИТДА – 214 млн руб. (РСБУ). По данным «Бизнес Аналитики», в феврале – марте 2006 г. крупнейшим продавцом макарон была челябинская «Макфа» – 29,4%.

7. Затратный подход

СВОДНЫЙ РАСЧЕТ	2002, RUR	2003, RUR	2004, RUR	2005, RUR	Рыночная стоимость на 31.12.2006
АКТИВЫ					
Нематериальные активы	200 000	214 000	37 000	49 000	49 000
Основные средства	302 390 000	300 483 000	226 174 000	197 340 000	1 380 381 250
Незавершенное строительство	33 716 000	40 501 000	29 165 000	16 860 000	10 116 000
Доходные вложения в материальные ценности	0	0	250 000	250 000	250 000
Долгосрочные финансовые вложения	48 558 000	267 000	17 000	14 000	14 000
Прочие внеоборотные активы	0	0	0	0	0
Запасы	69 223 000	57 837 000	17 166 000	58 503 000	58 503 000
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	9 192 000	10 127 000	5 461 000	6 278 000	6 278 000
Дебиторская задолженность	149 026 000	270 121 000	119 327 000	72 246 000	47 587 500
Краткосрочные финансовые вложения	90 897 000	119 171 000	31 409 000	31 402 000	31 402 000
Денежные средства	16 800 000	39 430 000	352 000	692 000	692 000
Прочие оборотные активы	0	4 882 000	3 121 000	6 533 000	6 533 000
ИТОГО активы	720 002 000	843 033 000	432 479 000	390 167 000	1 541 805 750
ПАССИВЫ	0	0	0	0	0
Целевые финансирование и поступления	1 262 000	0	0	0	0
Заемные средства	231 580 000	256 074 000	20 767 000	23 628 000	23 628 000
Кредиторская задолженность	60 831 000	154 470 000	39 881 000	42 514 000	42 514 000
Расчеты по дивидендам	902 000	902 000	902 000	0	0
Резервы предстоящих расходов и платежей	0	0	0	0	0
Прочие пассивы	0	0	0	0	0
ИТОГО пассивы, исключаемые из стоимости активов	294 575 000	411 446 000	61 550 000	66 142 000	66 142 000
Стоимость чистых активов	425 427 000	431 587 000	370 929 000	324 025 000	1 475 663 750

Тыс.долл. США	2003	2004	2005	2006
Основные средства	10 201,6	8 150,8	6 856,2	47 959,0
Экстра М	8 587,6	6 142,1	4 677,6	37 066,0
1-я Петербургская макаронная фабрика	698,0	1 128,9	1 473,8	7 369,2
Саоми	916,0	879,8	704,8	3 523,8
Активы	28 621,5	15 585,6	13 555,7	53 567,5
Экстра М	18 025,4	10 386,5	8 093,8	40 035,3
1-я Петербургская макаронная фабрика	8 282,2	3 838,0	4 191,9	9 479,5
Саоми	2 313,9	1 361,1	1 270,0	4 052,6
Обязательства	13 968,9	2 218,1	2 298,0	2 298,0
Экстра М	6 907,6	598,2	487,9	487,9
1-я Петербургская макаронная фабрика	5 485,3	1 043,8	1 376,6	1 376,6
Саоми	1 575,9	576,1	433,5	433,5
ЧИСТЫЕ АКТИВЫ	14 652,7	13 367,4	11 257,7	51 269,5
Экстра М	11 117,8	9 788,3	7 605,9	39 547,4
1-я Петербургская макаронная фабрика	2 796,8	2 794,1	2 815,3	8 103,0
Саоми	738,1	785,0	836,5	3 619,1

Таким образом, с учетом корректировок, рыночная стоимость чистых активов составила **\$51 270 000**.

8. Сравнительный подход

Наименование (сокращенное)	Регион	Отрасль (ОКОНХ)	Выручка от продажи (за минусом НДС, акцизов ...)			Доля рынка
			2003, USD	2004, USD	2005, USD	
ОАО "МАКФА"	Челябинская область	Мукомольная промышленность	98 008 081	155547387	147879917	34,22%
ОАО "ЛИПЕЦКХЛЕБМАКАРОНПРОМ"	Липецкая область	Макаронная промышленность	49 402 343	69 190 919	64 125 087	14,84%
ООО "ДАРЬЯ"	Санкт-Петербург	Макаронная промышленность	18 696 265	32 270 234	36 614 246	8,47%
ООО "КОЯ"	Московская область	Макаронная промышленность		4 346 811	35 640 549	8,25%
ЗАО "БАЙСАД" Г.КИСЛОВОДСК	Ставропольский край	Макаронная промышленность	8 684 432	13 014 018	15 024 461	3,48%
ООО "АЛЕКСАНДРА И СОФЬЯ ПРОДУКТ"	Рязанская область	Макаронная промышленность	18 278 438	15 350 054	14 237 352	3,29%
ОАО "СМАК"	Свердловская область	Хлебопекарная промышленность	6 661 800	8 944 288	9 725 747	2,25%
ОАО "ОМСКАЯ МАКАРОННАЯ ФАБРИКА"	Омская область	Макаронная промышленность	7 010 120	8 195 564	9 510 459	2,20%
ОАО "Алмак"	Алтайский край	Макаронная промышленность	6 433 888	11 745 261	9 470 222	2,19%
ООО "ПОСПЕЛИХИНСКАЯ МАКАРОННАЯ ФАБРИКА"	Алтайский край	Макаронная промышленность	7 509 372	8 802 270	9 447 672	2,19%
ЗАО "ВПЗ"	Владимирская область	Макаронная промышленность		2 371 712	7 604 204	1,76%
ЗАО "МИСАНГА"	Рязанская область	Макаронная промышленность	5 433 718	4 967 063	5 659 416	1,31%
ОАО "САРАТОВСКАЯ МАКАРОННАЯ ФАБРИКА"	Саратовская область	Макаронная промышленность	1 604 618	3 701 117	5 631 098	1,30%
ООО "ВАВИЛОН"	Чувашская республика	Макаронная промышленность	2 174 383	4 239 856	4 853 892	1,12%
ОАО "КМФ"	Калужская область	Макаронная промышленность	4 938 404	5 430 126	4 817 755	1,11%
ОАО "ИЖЕВСКИЙ ХЛЕБОМАКАРОННЫЙ КОМБИНАТ"	Удмуртская Республика	Макаронная промышленность	3 604 244	4 489 838	4 133 912	0,96%
ЗАО СМФ "ВЕРОЛА"	Самарская область	Макаронная промышленность	6 120 713	5 837 333	4 008 965	0,93%
ОАО "ВЕРМАНИ"	Нижегородская область	Макаронная промышленность	5 450 968	5 193 333	3 761 605	0,87%
ООО "МИЛАНА ФУД"	Московская область	Макаронная промышленность	1 692 632	3 123 964	3 747 255	0,87%
ОАО "Новочебоксарская макаронная фабрика "Россиянка"	Чувашская республика	Макаронная промышленность	2 841 562	2 495 207	3 728 666	0,86%
ОАО "Владмакароны"	Владимирская область	Макаронная промышленность	2 035 076	4 256 360	3 591 869	0,83%
АГРОС всего			41 401 155	14 343 532	28 936 484	6,70%
СУММА			297982211	387856249	432150834	100,00%

Наименование (сокращенное)	Рентабельность продаж, %			Рентабельность капитала (ROE), %			Рентабельность активов (ROA), %		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
ОАО "МАКФА"	10,790	18,780	21,410	28,790	49,374	41,190	14,060	27,550	25,690
ОАО "ЛИПЕЦКХЛЕБМАКАРОНПРОМ"	10,150	11,990	13,180	21,800	25,570	22,610	10,510	11,490	10,550
ООО "ДАРЬЯ"	6,510	8,280	6,910	39,020	30,638	8,810			
ООО "КОЯ"		7,570	7,390				2,040	1,680	1,480
ЗАО "БАЙСАД" Г.КИСЛОВОДСК	2,950	2,230	1,740	7,696	9,101	8,960	3,320	3,120	2,460
ООО "АЛЕКСАНДРА И СОФЬЯ ПРОДУКТ"	5,350	5,460	5,460		153,441		10,470	34,930	
ОАО "СМАК"	9,550	8,080	13,370				13,920	7,290	33,880
ОАО "ОМСКАЯ МАКАРОННАЯ ФАБРИКА"	10,840	8,170	13,940	20,849		15,230	11,930		9,090
ОАО "Алмак"	1,300	4,700		36,057	14,326		12,170	3,850	
ООО "ПОСПЕЛИХИНСКАЯ МАКАРОННАЯ ФАБРИКА"	9,220	7,270	4,630	2,686			1,370		
ЗАО "ВІЗ"		1,190	3,770					5,030	12,770
ЗАО "МИСАНГА"	3,480	2,860	2,320	18,297	12,084	10,790	9,610	4,200	3,520
ОАО "САРАТОВСКАЯ МАКАРОННАЯ ФАБРИКА"	9,380	5,200	3,280	36,886	4,001	2,100	10,880	0,530	0,270
ООО "ВАВИЛОН"	6,630	2,150	2,620	59,857	4,198	3,160	39,530	2,730	2,020
ОАО "КМФ"	6,750	5,670	8,140	12,078	9,060	12,600	10,110	7,500	9,370
ОАО "ИЖЕВСКИЙ ХЛЕБОМАКАРОННЫЙ КОМБИНАТ"			2,080						
ЗАО СМФ "ВЕРОЛА"	3,900			1,695			1,450		
ОАО "ВЕРМАНИ"	7,280			0,821			0,100		
ООО "МИЛАНА ФУД"	4,090	3,700	6,140	26,379	3,099	55,160	14,010	1,260	20,800
ОАО "Новочебоксарская макаронная фабрика "Россиянка"	5,490	11,380	12,090						
ОАО "Владмакароны"	0,270	1,430	1,840		2,595	1,830		0,940	0,790
АГРОС всего									
Медиана	6,570	5,565	5,800	21,325	10,593	10,790	10,490	4,025	9,090
среднее	6,329	6,451	7,239	22,351	26,457	16,585	10,343	8,007	10,207

Среди наиболее вероятных активов, которые может купить "Агрос", гендиректор компании "Инфолинк" (крупнейший импортер итальянских макарон, владеет Шебекинской и Тульской макаронными фабриками) Андрей Гуров называет "Алтан", "Веролу" и "Вермани".

"Вермани" Гуров оценивает в \$5 млн без учета долгов, которые, по его словам, могут превышать \$10 млн, "Веролу" - в \$5-7 млн.

Стоимость "Алтана", по словам Покорняка, составляет \$19-21 млн. (Во столько его оценил Росбанк.)

Среди других российских макаронных фабрик, которые могли бы стать интересными для "Агроса", Покорняк, как и Гуров, называет "Вермани" и "Веролу".

8.1. Информация о сделках

Вермани – Аркада-Интер			
Предмет и объект сделки	51% акций ОАО "Вермани"	Компания-покупатель	Группа "Аркада-Интер"
Собственник объекта	Менеджмент	Собственник покупателя	М. Антонов
Место нахождения	Нижегородская обл.	Место нахождения	г. Москва
Отрасль		Тип сделки	

Пищевая	Купля-продажа акций
Степень завершенности	Цена сделки \$млн.
Завершена	Оценочно 5.0
<p>Подробности, комментарии: Группа "Аркада-Интер" в августе завершила сделку по приобретению контрольного пакета акций ОАО "Вермани" – крупного производителя макаронных изделий из твердых сортов пшеницы. Финансовым консультантом сделки выступил Импексбанк. Владельцы "Аркады" хотят консолидировать макаронный бизнес для перепродажи транснациональным игрокам.</p>	

Саратовская макаронная фабрика — покупатель неизвестен			
Предмет и объект сделки	Контроль ОАО «Саратовская макаронная фабрика»	Компания-покупатель	Покупатель неизвестен, по некоторым данным, это группа бывших акционеров саратовского Жирового комбината
Собственник объекта	ГК «Букет»	Собственник покупателя	-
Место нахождения	Саратовская обл.	Место нахождения	-
Отрасль		Тип сделки	
Пищевая		Купля-продажа акций	
Степень завершенности		Цена сделки \$млн.	
Завершена		Оценочно 6.4	
<p>Подробности, комментарии: В конце мая стало известно, что ГК «Букет» продала контрольный пакет акций Саратовской макаронной фабрики. По некоторым данным, покупателем выступила группа бывших акционеров саратовского Жирового комбината. Решение о продаже макаронной фабрики было связано с началом реструктуризации масложировой части бизнеса группы. В рамках этой программы будет выделен масложировой холдинг с новым названием «Солнечные продукты». ОАО «Саратовская макаронная фабрика» входило в состав «Букета» с 1998 года. Производительность предприятия составляет более 12 тыс. тонн продукции в год.</p>			

Алмак — Энерготопкомплекс			
Предмет и объект сделки	95,2% акций ОАО «Алмак»	Компания-покупатель	ЗАО ИК «Энерготопкомплекс»
Собственник объекта	52% акций — директор ФПП «Сибма», алтайский предприниматель А.Баных; 26% — Г.Морозов; 10% — гендиректор НПФ «Алтан» В.Покорняк	Собственник покупателя	Менеджмент
Место нахождения	Алтайский край	Место нахождения	г. Москва
Отрасль		Тип сделки	
Пищевая		Купля-продажа акций	
Степень завершенности		Цена сделки \$млн.	
Завершена		Оценочно 6.5	
<p>Подробности, комментарии: В мае стало известно, что известный алтайский предприниматель Анатолий Баных продал принадлежавший ему контрольный пакет (52% акций) ОАО «Алтайские макароны» («Алмак») московской фирме «Энерготопкомплекс». По словам господина Баных, продажа вызвана необходимостью привлечения крупных инвестиций, которыми ФПП «Сибма» не располагает. Однако, по мнению представителей алтайских бизнес-кругов, господину Баных приходится избавляться от алтайских активов потому, что у него не сложились отношения с новой краевой администрацией, которую месяц назад возглавил Михаил Евдокимов. ОАО «Алмак» входит в десятку ведущих предприятий отрасли в России. В настоящее время «Алмак» выпускает более 13 тыс. тонн продукции в год. Около 75% продаж компании приходится на Дальний Восток, Новосибирск, Томск, Барнаул и Кемерово. Инвестиционная компания «Энерготопкомплекс» является учредителем алтайского ООО АПК «Русское поле», кроме того, компания финансировала строительство мельничного комплекса в Топчихе. Новым директором ОАО «Алмак» стал Борис Беньковский, руководитель АПК «Русское поле», принадлежащей «Энерготопкомплекс».</p>			

ОАО «Экстра-М» – АПК «Агрос»			
Предмет и объект сделки	100% ОАО «Экстра-М»	Компания-покупатель	АПК «Агрос»
Собственник объекта	Концерн «Нефтяной»	Собственник покупателя	Холдинг «Интеррос»
Место нахождения	г. Москва	Место нахождения	г. Москва
Отрасль		Тип сделки	
Пищевая		поглощение	
Степень завершенности		Цена сделки \$млн.	
в стадии завершения		не разглашалась, по мнению экспертов 25.0	
<p>Подробности, комментарии:</p>			

Крупный пакет фабрики был приобретен Концерном «Нефтяной» еще в июле 2001 года, а впоследствии доведен до 100%. Эта сделка носила чисто спекулятивный характер и в целом была очень удачной: в 2001 году экспертами эта фабрика оценивалась в \$12 млн. Для Агрос это также хорошее приобретение: российский рынок макарон оценивается в \$300 млн., крупнейшими производителями являются фабрики «Макфа», «Экстра-М» и 1-я Петербургская макаронная фабрика, контроль над которой «Агрос» получил в ходе конфликта с питерской группой «ЛенСтро» (см. обзор за май). С приобретением второй макаронной фабрики холдинг становится крупнейшим производителем макарон в России.

АКХ им. С.М. Кирова — ЛенСтро

Предмет и объект сделки	44% ОАО «Ленинградский комбинат хлебопродуктов им. С.М. Кирова»	Компания-покупатель	Группа «ЛенСтро»
Собственник объекта	АПК «Агрос»	Собственник покупателя	Александр Аладушкин
Место нахождения	г. Санкт-Петербург	Место нахождения	г. Санкт-Петербург
Отрасль		Тип сделки	
Пищевая		обмен акциями	
Степень завершенности достигнуто соглашение		Цена сделки \$млн.	
		90% ОАО «1-я Петербургская макаронная фабрика» цена пакета оценочно 7.0	

Подробности, комментарии:

Закончился начавшийся в феврале 2003 года конфликт вокруг Ленинградского комбината хлебопродуктов. На начало года акционерный капитал был распылен среди работников предприятия, в том числе у членов Совета Директоров чуть более 20% (по словам Андреева, генерального директора предприятия, менеджмент контролировал более 30%). Акции у работников скупали две компании: ИК АВК, в интересах АПК «Агрос», и близкая ЛенСтро брокерская фирма «Ленстройматериаль». В результате первой удалось консолидировать более 40%, второй – около 10%. Однако, зайти Агросу на предприятие помешала договоренность между Аладушкиным и Андреевым об объединении пакетов (что давало в совокупности также около 40%) и присоединении комбината к принадлежащему Аладушкину Петербургскому мельничному комбинату. Патовая ситуация разрешилась вполне цивилизованно и к обоюдной выгоде: конкурирующие компании договорились об обмене активами: 90% 1-ой Петербургской макаронной фабрики, принадлежавшей Аладушкину, были обменены на 44% Ленинградского комбината хлебопродуктов. В результате ЛенСтро консолидировала контрольный пакет Ленинградского комбината, который удачно встраивается в производственную цепочку с Петербургским мельничным комбинатом, а Агрос получил макаронную фабрику, занимающую третье место на российском рынке.

Сводная таблица

Наименование (сокращенное)	Объем выпуска, тонн/год	Пакет	Цена сделки, тыс.долл.	Дата	Мультипликатор
ОАО "Алмак"	13 000	52%	6 500	2004, май	2,00
ООО "ПОСПЕЛИХИНСКАЯ МАКАРОННАЯ ФАБРИКА"	24 200		19 500	прогноз	1,24
ОАО "САРАТОВСКАЯ МАКАРОННАЯ ФАБРИКА"	12 000	96%	6 400	2004, май	1,88
ЗАО СМФ "ВЕРОЛА"			6 000	прогноз	
ОАО "ВЕРМАНИ"		51%	5 000	2005, август	
ОАО "ЭКСТРА М"	59 000	100%	25 000	2003, май	2,36
ОАО "1-АЯ ПЕТЕРБУРГСКАЯ МАКАРОННАЯ ФАБРИКА"	39 100	90%	7 000	2003, апрель	5,59
ОАО "САОМИ"	19 166				
медиана					1,875
среднее					1,705
Рыночная стоимость АГРОС	117 266		62 541,87		
Рыночная стоимость АГРОС	117 266		68 763,92		

9. Доходный подход

Тыс. долл. США

	2003	2004	2005 (нормализованная)
ВЫРУЧКА по балансу	41 394,8	14 344,2	28 934,0
Экстра М	23 881,0	5 764,0	10 756,6
1-я Петербургская макаронная фабрика	11 389,4	5 728,4	12 773,4
Саоми	6 124,4	2 851,8	5 404,0
СЕБЕСТОИМОСТЬ	36 428,8	13 012,0	25 861,7
Экстра М	20 131,7	5 394,8	10 027,3
1-я Петербургская макаронная фабрика	10 629,9	5 564,5	11 201,1
Саоми	5 667,2	2 052,7	4 633,3
ПРИБЫЛЬ ДО НАЛОГОВ	-950,7	-119,5	450,0
Экстра М	-869,3	-17,6	-19,1
1-я Петербургская макаронная фабрика	507,5	-103,4	378,7
Саоми	-588,9	1,5	90,4
ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ	-1 123,4	-225,8	686,0
Экстра М	-900,2	-47,4	346,7
1-я Петербургская макаронная фабрика	365,8	-166,8	278,4
Саоми	-588,9	-11,6	60,9

Результаты расчетов

	Вариант 1	Вариант 2	Вариант 3
Прогнозируемая выручка за 2006г., тыс.долл.	55 000	65 000	76 000
Рентабельность по аналогам	15%	15%	15%
Прибыль, тыс.долл.	8 250	9 750	11 402
Ставка дисконтирования	16%	16%	16%
Темп роста	3%	3%	3%
Ставка капитализации	13%	13%	13%
Стоимость, тыс.долл.	63 460	75 000	87 692

Таким образом, с учетом корректировок, усредненная максимальная рыночная стоимость бизнеса составляет **\$75 300 000**.

10. Анализ сценариев возможной реализации актива

Представленная оценка имеет смысл лишь в контексте ситуации, сложившейся на рынке в связи с возможной продажей актива. Авторы оценки напоминают основные выводы, сделанные в ходе исследования, которые определяют фон возможной сделки:

1. Рынок достиг уровня 820-860 тыс. тонн в год и не растет в физическом объеме, немного прирастая (3-4% в год) в денежном. Позиции основного конкурента макарон – картофеля – незыблемы.
2. На рынке избыток производственных мощностей – по различным оценкам, от 40 до 60%. При этом основная часть мощностей приспособлена к производству дешевых, низкокачественных, но все еще пользующихся спросом макарон из мягких сортов пшеницы. Но даже, несмотря на такую картину, основные игроки продолжают наращивать мощности! И Макфа, и Алтан, и Липецкхлебмакаронпром в последние два года вводили в производство новые линии.
3. На рынке имеется единственный федеральный игрок – Макфа, но, по оценкам аналитических изданий, сила даже его брендов относительно невелика. Потребитель не ориентируется на марку, на нее в основном обращают внимание дистрибьюторы.
4. В целом на рынке присутствует проблема логистики, которую до сих пор не решил до конца ни один из игроков. Не в последнюю очередь проблема вывода брендов на федеральный уровень связана именно с этим.
5. Производители макарон чрезвычайно зависят от цен на муку, поскольку затраты на нее составляют 65-70% в цене товара. Таким образом, в низшем ценовом сегменте рост цен на пшеницу и муку заставляет бороться за каждую копейку.
6. Доля импорта на внутреннем рынке пока еще невысока (2-3% по массе), однако растет и в 2007 году прогнозируется в объеме 4-5% рынка. С вступлением в России в ВТО может быть достаточно быстро увеличена до 10%.
7. На рынке до сих пор присутствует до 150 мелких производителей, готовых «бороться до последнего» за право на жизнь.
8. По общему мнению игроков, сегодня горизонтальная интеграция уже не принесет ощутимых дивидендов – поскольку у всех игроков рынка «одни и те же проблемы». Мощности фабрик избыточны, качество низко. Любопытными остаются 5-6 фабрик.
9. Рассматриваемый актив владеет подавляющей долей на рынке крупнейших российских городов, что одновременно является и плюсом и минусом. Дело в том, что именно в Москве и СПб потребитель быстрее всего переориентируется на новые тенденции. Горожане стали больше потреблять высококачественных макарон и одновременно – меньше макарон вообще, замещая их другими гарнирами. Это привело к резкому спаду доли 1-ой МК по России в целом.
10. Следует отметить, что некоторые (но не все) наблюдатели связывают дурные тенденции развития продовольственного направления Интерроса с менеджментом Агроса. Не зря, видимо, в настоящее время выставлен на продажу и другой актив Агроса – «Ставропольский бройлер», который также испытывает проблемы. Кроме того, имеются основания полагать, что предприятие занижает за счет трансферного ценообразования и выручку, и прибыль, и рентабельность, что в свою очередь сказывается на неверной оценке рынком его возможностей.
11. Российские игроки, помимо того, что не заинтересованы в приобретении актива, еще и очевидно не обладают достаточным финансовым ресурсом для его приобретения. Иностранцы – вообще не проявляют видимого интереса к российскому рынку, сосредоточившись на районах традиционного потребления высококачественных макарон (Европа, Америка). Такие гранды, как Barilla или De Sessa до сих пор не заявлялись в качестве производителей в РФ.

Таким образом, если абстрагироваться от возможной продажи актива или части актива как недвижимости, наиболее вероятны два сценария его бизнес-развития: плохой (А) и совсем плохой (Б).

А. Стабилизация доли на рынке. Это означает, что компания будет продавать не меньше, чем сегодня, по тем же ценам, при медленно уменьшающейся рентабельности. Стоимость бизнеса при этом будет иметь тенденцию к падению и может быть переломлена только успешным введением федерального бренда, и последующей покупкой более мелких игроков.

Б. Продолжение падения доли на рынке. В этой ситуации, сначала московское, а затем – питерское отделение компании выйдут за пределы положительной рентабельности и начнут генерировать убыток. При этом, с каждым годом затраты на возможно требующуюся ликвидацию основного производства будут возрастать.

Очевидно, что покупатель актива, имея в виду использовать его в качестве бизнес-единицы, будет ориентироваться на первый сценарий и при этом должен иметь ресурс по его улучшению, который сводится к наличию:

- федерального бренда (Макфа),
- собственной логистики (Макфа, Инфолинк, Алтан),
- долгосрочного, стратегического капитала (только иностранные игроки),
- возможностью вертикальной интеграции (Разгуляй, Настюша, ЛКХП, Алтан).

При этом видим, что ни один из игроков - вероятных приобретателей объекта не владеет не только неоспоримым преимуществом по отношению к остальным, но и, как правило, имеет свою «слабину». Игроков, обладающих возможностью и интересом приобрести актив, на рынке фактически нет. При этом, каждый из них в той или иной мере выиграет от ухода 1-ой МК с рынка – имея собственные фабрики в МО и других областях центрального региона.

Но, учитывая, что объект имеет все еще сильные позиции в главных городах страны, очевидно, что любой из указанных игроков будет заинтересован в приобретении бренда – на который и у Макфы, и у Инфолинка, и даже у более мелких игроков достаточно финансового ресурса.

В отсутствие сильных брендов и практики реализации брендов на данном рынке, оценщики в определении цены бренда могут ориентироваться только на мировую практику и опыт. В пищевых отраслях бренды стоят от нуля (соль, спички) до 70% от приносимой прибыли (кока-кола). Наиболее показателен пример пивной отрасли, где стоимость бренда составляет до 30% прибыли. Учитывая, что после реализации бренда фабрика, производившая продукцию под его эгидой, будет закрыта, что повлечет «растаскивание» рынка другими игроками, следует делить данную ставку роялти минимум вдвое, а период действия бренда ограничить одним-двумя годами.

В этой связи, возможный экономически обоснованный коридор для оценки стоимости брендов объекта составляет 3-5 млн. долларов США.