



«Ламбумиз»: справедливая стоимость компании 3 млрд руб.

Дата подготовки: 25 октября 2024 года

Лидер на рынке неасептической картонной упаковки, ПАО «Ламбумиз», объявил о IPO 30 октября 2024 года.

Аналитики провели подробный анализ бизнеса с целью дать свою оценку стоимости компании.

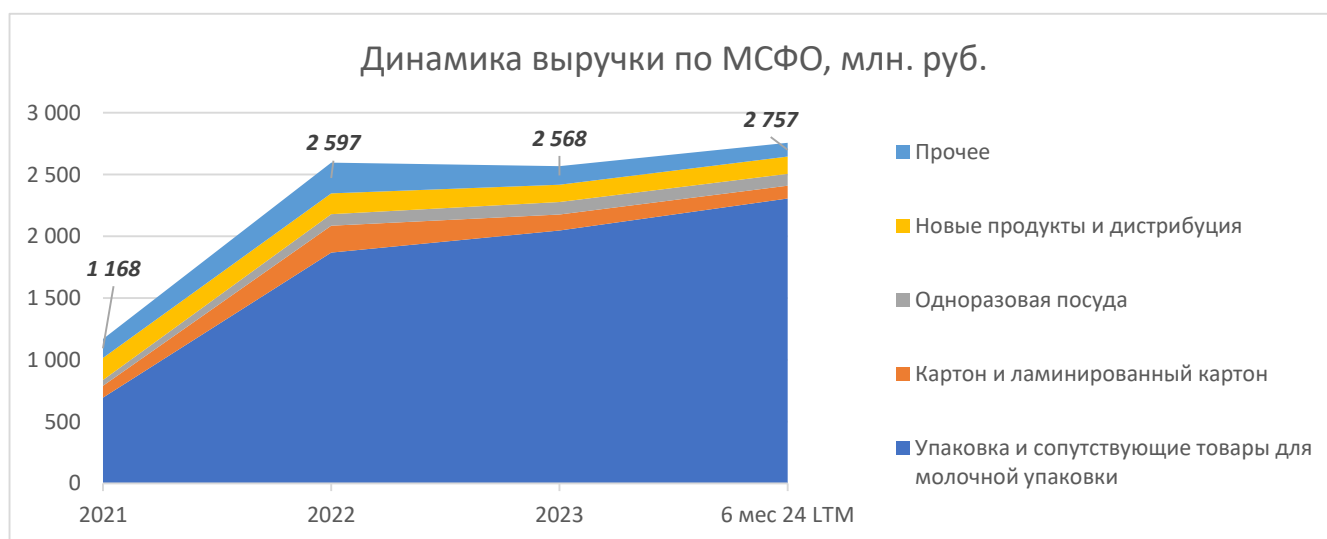
Оглавление

«Ламбумиз»: справедливая стоимость компании 3 млрд руб.	1
Ключевые факты о компании	2
Российский рынок упаковки.....	3
Основные участники рынка	4
Прогноз развития рынка упаковки	7
Финансовые показатели компании по МСФО	8
Прогнозные показатели	9
Оценка стоимости компании.....	11

Ключевые факты о компании

- Производитель картонной упаковки в России: запуск линии производства картонной упаковки Tetra Classic в форме пирамиды на заводе «Мосламбумиз» состоялся в 1972 году, с 1986 года завод выпускает упаковку формата Gable Top (в форме параллелепипеда с гребешком).
- В настоящее время является лидером на рынке неасептической картонной упаковки для молочных продуктов (с коротким сроком хранения) с долей рынка порядка 35%.
- Компания полностью российская: 96% продаж происходит на территории РФ (4% — страны СНГ). На производстве используется только отечественное сырьё, — и именно этот факт позволил компании после введения санкций со стороны ЕС увеличить выручку более чем в два раза и подняться со второго места на первое, став лидером рынка.
- Завод расположен в Москве, общая площадь производственных и складских помещений составляет более 20 тыс. м².
- В планах компании на 2025-2026 годы — строительство нового цеха общей площадью порядка 14 тыс. м² и значительное расширение производства, в том числе запуск линий по изготовлению асептической картонной упаковки (с длительным сроком хранения).
- Помимо картонной упаковки компания развивает направления одноразовой посуды, оказывает услуги по ламинированию картона.

Динамика выручки по основным направлениям деятельности

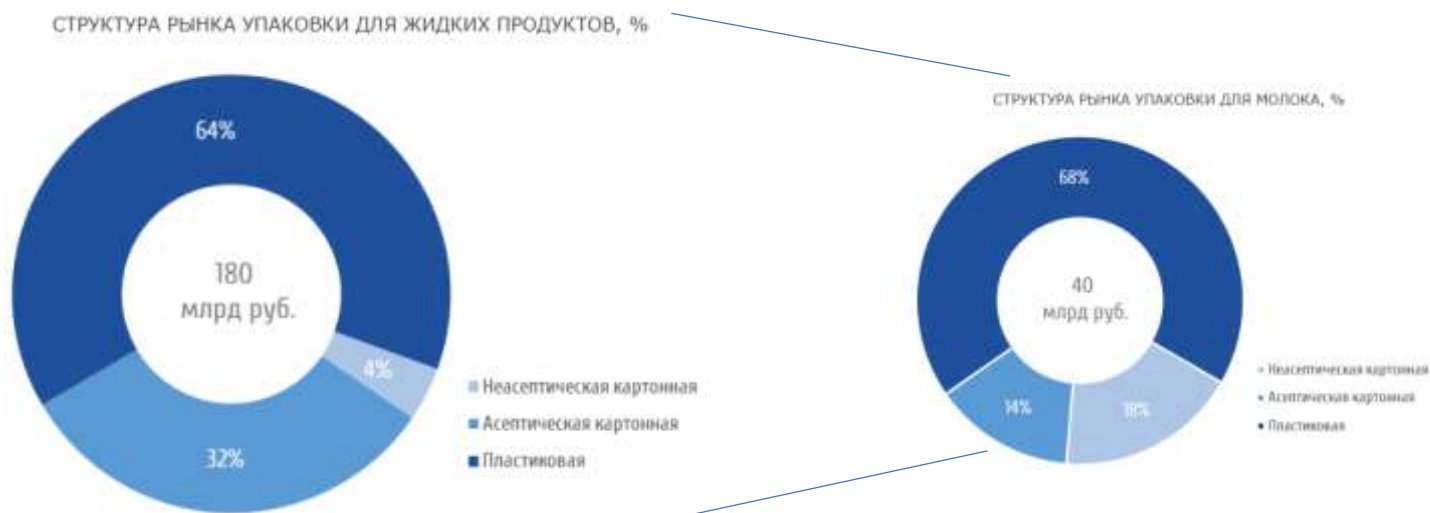


Доля основной продукции по итогам 6 месяцев 2024 г. выросла до 83,6%. Стоит отметить рост продаж основного драйвера — картонной неасептической упаковки — на 27% относительно 6 месяцев 2023 года. Всего компания продала в первом полугодии 2024 г. этого вида упаковки на 1,22 млрд рублей против 960 млн рублей за аналогичный период прошлого года (АППГ).

Российский рынок упаковки

Основным рынком сбыта ПАО «Ламбумиз» является рынок картонной неасептической упаковки для молочных продуктов.

Общий объём рынка упаковки для жидких продуктов составляет порядка 180 млрд руб., из них 40 млрд руб. приходится на молочную продукцию, в том числе 68% — на пластиковую упаковку (ПЭТ и гибкая упаковка), 18% на неасептическую упаковку (Pure Pak) и 14% — на асептическую упаковку (Tetra Pak).



Источник: unipack.ru

Разница между неасептической и асептической упаковкой заключается в сроках хранения: упаковки Pure Pak предназначена для хранения кисломолочной продукции и молока с коротким сроком годности (как правило, до 21 дня), а упаковка Tetra Pak предназначена для длительного хранения до 180 суток, что связано с различным количеством слоев в упаковке.

В упаковке короткого срока хранения (Pure Pak) два слоя картона с обеих сторон покрываются тремя слоями полиэтилена. Асептическая упаковка (Tetra Pak) похожа по своему составу: слой картона покрывается четырьмя слоями полиэтилена. Основное отличие между упаковками для короткого срока хранения и длительного — наличие фольги, которая позволяет хранить молоко до года без холодильника.

Pure-Pak (5 слоев)



Tetra Pak (6 слоев)



Завод «Ламбумиз» до 2023 года производил только неасептическую упаковку, в 2024 году завод приступил к тестированию производства асептической упаковки (аналог SIG Combibloc). Об этом рассказал директор по развитию завода «Ламбумиз» Сергей Новиков в [интервью](#) для RosUpack Connect.

Основные участники рынка

Рынок картонной упаковки для жидких продуктов имеет достаточно высокие барьеры входа: первоначальные инвестиции составляют не менее 1 млрд руб., включая строительство заводских помещений, поскольку оборудование и производственный процесс требуют не менее 8-10 тыс. кв.м. площади. Кроме того, переход от одного поставщика упаковки к другому требует обязательной трудоемкой доработки линий розлива. В связи с этим до 2022 года на рынке были представлены всего семь производителей.

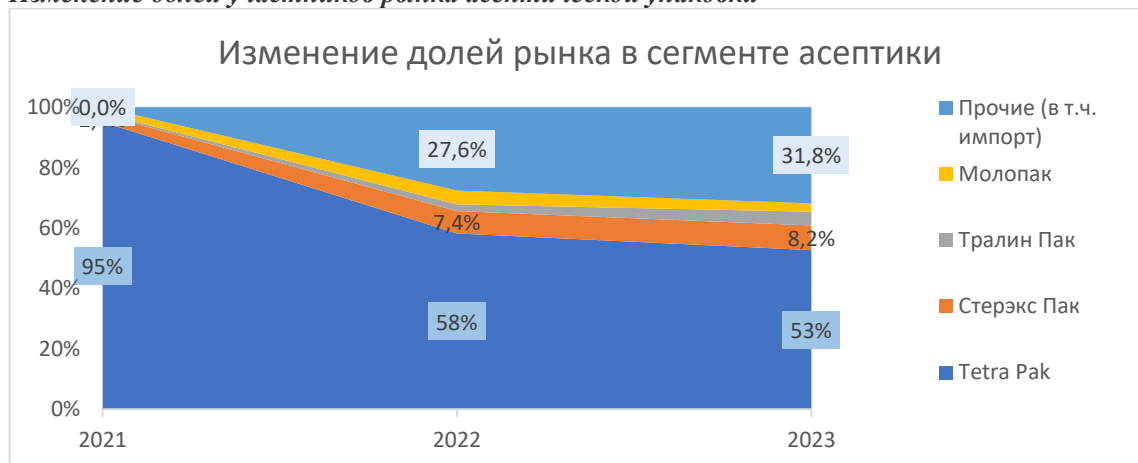
- Дочерняя компания шведско-швейцарской транснациональной корпорации Tetra Pak (сейчас АО «Упаковочные системы» перешло под управление местного менеджмента) – основной производитель асептической упаковки, работал на импортном сырье.
- Дочерняя компания норвежской группы Elopak (была продана местному руководству и сменила название на АО «ПраймКартонПак») — производитель неасептической упаковки, также полностью зависел от поставок из-за рубежа.
- ПАО «Ламбумиз» – старейший производитель упаковки для молока в России (начал работу в 1972 г.) В 2010 г. занял второе место в России на рынке производства неасептической упаковки для молока с долей 26%.
- ООО «Молопак» стало первой российской компанией, которая начала производить асептическую упаковку для жидких пищевых продуктов с долгим сроком хранения. Ранее в производстве использовался финский картон, но сейчас российский. Мощность производства – до 1,2 млрд упаковок Brik Aseptic (6-слойная асептическая) и Gable Top в год, в том числе в категории Gable Top выпускается около 240 млн единиц продукции в год.
- ООО «Роспак» — является производителем неасептической упаковки, занимает порядка 10% рынка.
- ООО «Стерэкс Пак» - изготавливает асептические пятислойные прямоугольные пакеты под розлив напитков. Заявленная производственная мощность – 1,8 млрд штук в год. До недавнего

времени в качестве сырья компания использовала переработанный финский картон Stora Enso, сейчас используется пищевой картон производства Mondi (российского производителя «Монди Сыктывкарский ЛПК») (Монди СЛПК).

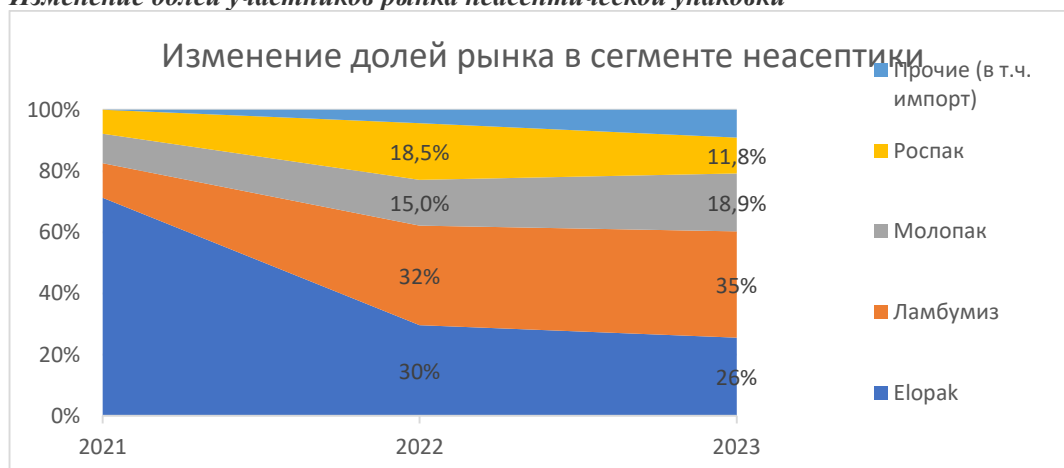
- Группа компаний «Тралин Пак» — эксклюзивный дистрибьютор многонациональной компании Greatview Aseptic Packaging Company Limited с головным офисом в Пекине (Китай). Tralin Pak первой смогла разрушить монополию существующей упаковочной системы «Брик» для асептического розлива на международном рынке упаковки и предложить свою собственную запатентованную брик-упаковку.

В 2022 году после отказа европейских поставщиков мелованного картона от экспорта в РФ, доли основных производителей картонной упаковки для жидких продуктов — Tetra Pak и Elopak — значительно сократились. Часть их клиентов перешла к российским производителям, а часть рынка отошла импортерам из Китая.

Изменение долей участников рынка асептической упаковки



Изменение долей участников рынка неасептической упаковки



Таким образом, «Ламбумиз» смог значительно укрепить свои рыночные позиции, победив во внутренней конкурентной борьбе с другими российскими производителями и став лидером в сегменте неасептической упаковки. Главный козырь компании — самый большой в России ассортимент продукции и форм упаковки. Еще одним немаловажным конкурентным преимуществом эмитента является уникальное оборудование: завод обладает наиболее технологичной на отечественном рынке печатной машиной, а также одним из нескольких в России специализированных промышленных ламинаторов, который позволяет делать очень востребованный на рынке полуфабрикат — ламинированный картон, из которого производится упаковка для молока.

Кроме того, эмитент планирует расширение производственных площадей более, чем в два раза для запуска линий по сборке асептической упаковки, на рынке которой он планирует занять до 10%.

Также компания намерена наращивать обороты на рынке одноразовой посуды, емкость которого в разы превышает рынок картонной упаковки для жидких продуктов (порядка 475 млрд руб.). Правда, и конкуренция на нем намного сильнее, так как барьеры входа существенно ниже. В то же время, у компании имеются преимущества в сегменте упаковки для крупнейших пищевых производителей, так как там требования к поставщикам более жесткие: необходимо иметь собственные мощности по ламинации картона и оборотные средства в размере, позволяющем приобретать крупнооптовые партии сырья для минимизации закупочных цен. «Ламбумиз» удовлетворяет всем этим требованиям в полной мере, поэтому свое развитие компания видит именно в этом сегменте.



Источник: презентация ПАО «Ламбумиз»

Прогноз развития рынка упаковки

В целом [эксперты дают](#) скромные оценки роста рынка упаковки: +5,5% в 2024 году и далее — по 8-10% в год. Основное развитие рынка упаковки для жидких продуктов связано с возможным экспортным потенциалом, а также с инфляцией.

Прогноз объёма рынка упаковки из картона для жидких продуктов, млрд руб.



Прогноз объёма рынка одноразовой упаковки из картона и бумаги, млрд руб.



Источник: unipack.ru

Значительного расширения объёмов рынка, связанного с ростом спроса на одноразовую упаковку при развитии продаж еды навынос, а также развитии продаж на пищекомбинатах – не предполагается. Но с учетом планов компании по выходу на новые сегменты рынка, прогнозная выручка компании может увеличиться в два и более раз за счет расширения производственных мощностей.

Финансовые показатели компании по МСФО

Отчетность по МСФО у ПАО «Ламбумиз» является индивидуальной, так как эмитент не имеет дочерних и зависимых обществ, а все активы и операционная деятельность ведутся от одного юридического лица. Основные показатели отчетности по международным стандартам в целом совпадают с показателями отчетности по РСБУ, с небольшими корректировками на различия в методике.

За последние 3 года компания значительно нарастила выручку – рост выручки LTM на 30.06.2024 к значениям за 2021 год составил 2,4 раза, что положительно сказалось на всех финансовых показателях компании:

- Чистая прибыль увеличилась с 265 тыс. руб. до 319 млн руб. – более чем в 1000 раз
- EBITDA выросла в 5,8 раз – с 85,3 млн руб. до 497 млн руб.
- Финансовый долг сократился с 490,7 млн руб. до 128,2 млн руб., а с учетом денежных средств чистый финансовый долг компании – практически нулевой.
- Собственный капитал компании увеличился с 858,7 млн руб. до 1,4 млрд руб. (+65%).

Балансовые показатели ПАО «Ламбумиз» по МСФО, тыс. руб.

Строка баланса	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.06.2024	Рост к 31.12.2021
АКТИВЫ	1 696 800	1 618 458	1 905 239	2 001 423	18%
Основные средства	516 107	501 616	697 861	700 435	36%
Долгосрочные активы к продаже	119 103	121 295	133 743	130 711	10%
НМА	29 436	8 981	23 440	23 535	-20%
Запасы	502 364	210 969	181 536	378 602	-25%
Дебиторская задолженность	482 422	620 417	580 322	596 870	24%
Денежные средства	8 719	121 112	256 111	123 055	1311%
ПАССИВЫ	1 696 800	1 618 458	1 905 239	2 001 423	18%
Собственный капитал	858 713	929 224	1 241 441	1 412 883	65%
Кредиторская задолженность	223 048	272 544	244 430	303 073	36%
Финансовый долг	490 702	258 913	259 572	128 169	-74%
долгосрочный	487 832	258 913	141 472	128 169	-74%
краткосрочный	2 870		118 100		-100%
Чистый долг	481 983	137 801	3 461	5 114	-99%

Показатели отчета о прибылях и убытках ПАО «Ламбумиз», тыс. руб.

	2021 год	2022 год	2023 год	30.06.24 LTM	Рост к 2021 году
Выручка	1 168 328	2 597 237	2 567 704	2 756 748	136,0%
Рост АППГ, %		122%	-1,1%	7,4%	
Валовая прибыль	186 838	455 303	701 086	771 929	313,2%
Валовая рентабельность	16,0%	17,5%	27,3%	28,0%	+12,0%
Операционная прибыль	38 453	194 457	417 746	454 325	1081,5%
Операционная рентабельность	3,3%	7,5%	16,3%	16,5%	+13,2%
Чистая прибыль	265	82 192	301 322	319 327	> 1000%
Рентабельность деятельности	0,0%	3,2%	11,7%	11,6%	+11,6%
EBITDA	85 271	200 925	465 296	496 979	482,8%
Рентабельность EBITDA	7,3%	7,7%	18,1%	18,0%	+10,7%

И если в 2022 году резкий скачок выручки связан с переключением клиентов от основного конкурента Елорак, работавшим на импортном сырье, то сохранение уровня выручки в 2023 году и её рост в 2024 году свидетельствует о том, что новые клиенты не стремятся вернуться к своим старым поставщикам, а ПАО «Ламбумиз» успешно прошло «кризис роста», который иногда наступает быстрорастущие компании. Эмитент смог нарастить мощности полностью за счет собственных средств, сократив при этом чистый финансовый долг практически до нуля.

Прогнозные показатели

Для прогноза показателей ПАО «Ламбумиз» были взяты следующие предпосылки из заявлений руководства компании:

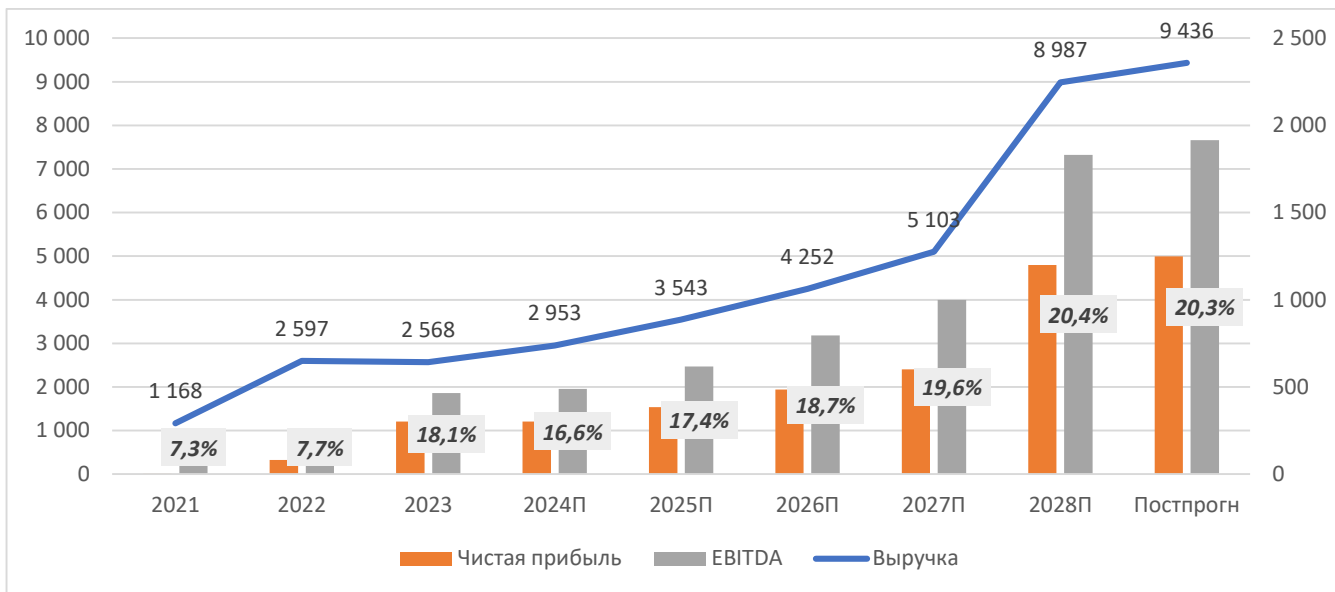
1. Строительство нового производственного цеха общей площадью более 14 тыс. м² для размещения нового производства асептической упаковки в 2025-2027 годах.
2. Общий объем инвестиционных вложений более 1,5 млрд руб.
3. Рост выручки к 2028 году – в 3,5 раза.

Ключевые предпосылки построения прогноза

- ❖ Период прогноза показателей — 2024-2028 гг.
- ❖ Темп роста выручки в 2025-2027 гг. заложен с учетом планов компании по увеличению объемов продаж за счет Ролл Топ и одноразовой посуды по 20% в год (на 2024 год оставлен достигнутый в уже первом полугодии рост к АППГ в 15%), с 2028 года заложен рост выручки за счет запуска нового цеха по производству асептической упаковки в 3,5 раза к значениям 2023 года.
- ❖ Валовая прибыль спланирована на уровне достигнутых показателей за последние 12 месяцев — это осторожный прогноз, так как все новые развиваемые направления, со слов руководства, имеют более высокую маржинальность, но оценить их влияние на общую маржинальность без более глубокого анализа не представляется возможным.
- ❖ Оборотные активы спрогнозированы от текущих значений оборачиваемости.
- ❖ Капитальные вложения разбиты равными частями на три года (2025-2027гг.), и далее по 200 млн руб. в год (отталкиваясь от факта предыдущих годов), финансируются за счет средств, привлеченных в рамках IPO, и собственных.

На основе вышеуказанных предпосылок аналитиками были спрогнозированы основные показатели для расчета свободного денежного потока компании и оценки ее стоимости. Выручка компании после запуска нового производственного цеха достигнет порядка 9 млрд рублей к 2028 г., а при сохранении маржинальности на уже достигнутом уровне за счет эффекта масштаба рентабельность по OIBDA достигнет значений порядка 19,5-20% (факт на 30.06.2024 LTM – 18%).

Графики роста финансовых показателей



Оценка стоимости компании

Оценка компании была проведена с помощью доходного подхода.

Расчет стоимости компании проведен методом дисконтированных потоков. Ставка дисконтирования является плавающей. На 2024 год базовая ставка дисконтирования определена в размере 23% до постпрогнозного периода, в постпрогнозный период ставка 22%, а темп роста свободного потока — 5,0%.

Оценка стоимости компании методом дисконтированных потоков, млн руб.

	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	Постпрогн
Выручка	2 953	3 543	4 252	5 103	8 987	
ОIBDA	463	618	795	999	1 831	
Рентабельность	15,7%	17,4%	18,7%	19,6%	20,4%	
Налог на прибыль	100	128	161	200	400	
Капитальные затраты		-500	-500	-500	-200	
Изменения в ОК	-10	-29	-27	-33	-183	
FCFF	353	-38	107	265	1 048	1 101
Ставка дисконт	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	22,0%
Период	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5
Дисконт фактор	0,90	0,73	0,60	0,48	0,39	0,33
dFCFF	318	-28	64	129	413	369
Сумма FCF	895					
Терминальная стоимость	2 169					
Стоимость компании	3 064					
Чистый долг	-					
Акционерная стоимость	3 064					

Таким образом, стоимость компании можно оценить в размере 3 млрд руб.

Расчетные коэффициенты

EV / EBITDA (LTM 6 мес 2024)	5,84
P / E (LTM 6 мес 2024)	7,68