

АО «Ламбумиз»: картонные крылья IPO

АО «Ламбумиз» - крупнейший отечественный производитель картонной упаковки для жидких продуктов (соки, вино, молочная продукция). Производство расположено в Москве и действует с 1972 года. Эмитент осуществляет полный цикл создания упаковки. Оценка рыночной стоимости имущества компании более 4,5 млрд. руб., а площадь производственных и складских помещений превышает 20 тыс. кв. м.

АО «Ламбумиз» планирует провести первичное размещение акций в 4К2024 года. **Формат IPO предполагает схему «cash-in».** Согласно дивидендной политике эмитента объем выплат составляет минимум 10% от чистой прибыли по РСБУ, при этом долговой коэффициент «Общий долг/операционная прибыль LTM» по РСБУ **меньше 3х.**

Компания предлагает своим клиентам одноразовую посуду, ламинированный картон и ключевой продукт – упаковка Gable Top*. Последний продукт занимает большую часть в структуре выручки, а именно 76% в 2023 году, 83,6% в 1П24. **Эмитент реализует товар не только в России, но и в странах СНГ (экспорт 4% в общей выручке).** Ламбумиз старается развивать свой продуктовый ряд: в 2024-м году завод запустил линии новой упаковки Tetra Top (с пластиковой крышкой) и начал тестирование изготовления упаковки SIG Combibloc (срок хранения продукта в таких до 12 мес.).

В 2022 году рынок упаковки жидких пищевых продуктов кардинально изменился. Крупные иностранные бренды ушли из страны, некоторые продали бизнес российским подразделениям. Так, например, лидер в сегменте Gable Top норвежская компания Elopak провела сделку с российским менеджментом, и теперь активы норвежской компании принадлежат ООО «ПРАЙМКАРТОНПАК». **До 2022 года Elopak занимал 48% рынка Gable Top, на втором месте находился Ламбумиз с 26%.** Отечественным производителям удалось нарастить присутствие в резко освободившейся нише. Общая политика в мире, направленная на экологию, стимулирует спрос на картонную упаковку. **Многие производители переходят с ПЭТ** на картон, более того, типа упаковки Gable Top позволяет экономить складское помещение на 30%, а в логистике повысить оптимизацию до 5% по сравнению с ПЭТ.** По прогнозам, мировой рынок картонных упаковок для жидкостей к 2029 году достигнет \$15,9 млрд., что составит рост на 4,9% относительно 2024 года (источник: Mordor Intelligence).

Факторы инвестиционной привлекательности АО «Ламбумиз»:

1. **Компания заняла 40%-ю долю на рынке упаковки Gable Top для молока в РФ в 2023 году.** В большей степени на это повлияла остановка деятельности конкурента Elopak в 2022 году. До этого Ламбумиз удерживал долю в 26-28% около 11 лет.

*Gable Top - это картонная коробка в форме параллелепипеда с верхом в форме гребешка.

**ПЭТ – материал полиэтилентерефталат для создания различных тар.

2. Планы увеличения производственных мощностей. Эмитент планирует увеличить мощности производства с 32 млн. шт. упаковки до 42 млн. шт. до конца года. В дальнейшем будет построен новый производственный цех площадью более 14 тыс. кв. м. , а общий объем инвестиций составит 1,5 млрд. руб. в 2025-2026 годах. По нашему мнению, налаживание процесса изготовления SIG Combibloc поможет расширить рынок сбыта, поскольку Ламбумиз сможет получить часть клиентов ушедшей иностранной компании SIG Combibloc.

3. Высокая рентабельность. Компании удалось сильно повысить рентабельность бизнеса в 2023 году за счет сокращения операционного цикла. Менеджмент диверсифицировал ассортимент, приобрел новые линии производства.

4. Низкая долговая нагрузка. Основной источник финансирования компании – собственный капитал. Долговой портфель состоит только из кредитных средств от ПАО «СДМ-Банк», а выпуск биржевых облигаций был погашен в июне 2024 года. Коэффициент «долг/ЕБИТДА» в 2023-м году составил 0,3х.

Факторы инвестиционного риска АО «Ламбумиз»:

1. Замедление роста выручки. Доходы компании в 2023 году не изменилась относительно 2022 года, в 1П24 LTM рост составил 7,4%. Эмитент в 2023-м году был нацелен на увеличение производства и снижение себестоимости, чтобы удовлетворить резко выросший спрос и покрыть новую занимаемую долю на рынке, но вместе с тем объемы запасов сокращались, что говорит о риске невозможности долгосрочного органического роста.

2. Зависимость от иностранного оборудования и красок. Как и другие игроки на рынке, АО «Ламбумиз» частично зависим от иностранных поставщиков. Оборудование ключевого сегмента (Gable TOP) было закуплено из Италии, причем даже после модернизации часть оборудования (до 40%) используется компанией в производственном цикле.

3. Растущая конкуренция на внутреннем рынке. Исторически доли компаний практически оставались неизменными, но главный конкурент компании – ООО «ПРАЙМКАРТОНПАК» (бывший Elopak) возобновил свою деятельность после 7-месячного перерыва, сохраняя те же технологии, но заменив иностранное сырье отечественным (доля на рынке Gable TOP 20%).

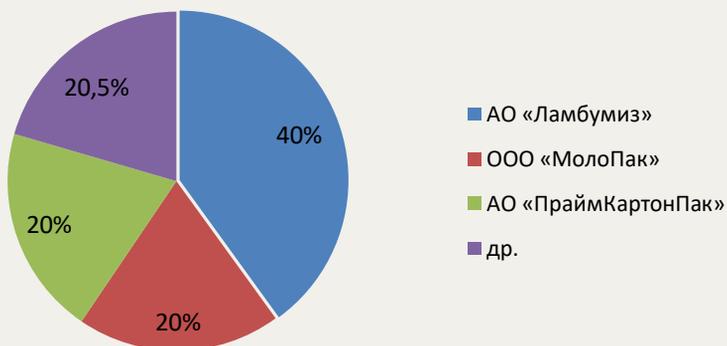
Мы видим вероятность роста бумаг на 5-10% - на горизонте 2П24, так как :

- ✓ Долгосрочная глобальная тенденция на сохранение окружающей среды повысит спрос на картонную упаковку;
- ✓ Освоение новых видов продукции (Tetra Top, SIG Combibloc, и др.) поможет заполучить новых клиентов, тем самым отразиться на выручке за 2024 год;

Из рисков, с которыми может столкнуться инвестор в бумаги Ламбумиз, стоит отметить следующие:

- ✓ Высокая конкуренция в данном сегменте, что усложняет увеличение доли на рынке;
- ✓ Существует риск возвращения иностранных компаний в долгосрочной перспективе.

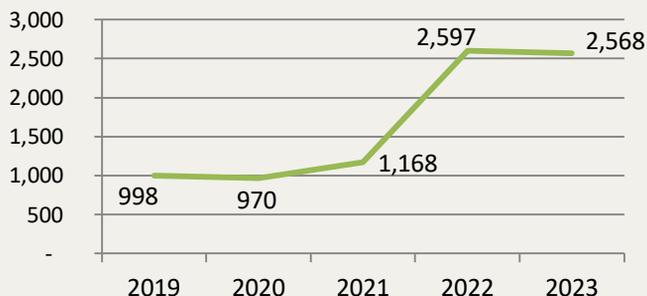
Рынок картонной упаковки Gable Top в РФ 2023 г.



Структура акционерного капитала



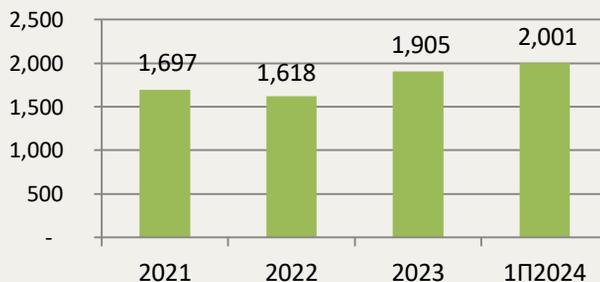
Выручка, млн. руб.



ЕБИТДА, млн. руб.



Активы компании, млн. руб.



Расчет по мультипликаторам

	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Elopak (Норвегия)	13,9	3,1	0,9	7,3
Amcor (Австралия)	22,0	4,1	1,2	12,2
Sig Combibloc Group (Швейцария)	26,0	2,3	2,1	10,9
Greatview Aseptic Packaging (Китай)	12,1	1,0	0,9	6,6
Uflex (Asepto Индия)	11,6	0,7	0,4	12,3
Pactiv Evergreen (США)	27,8	1,6	0,4	8,6
Медиана	18,0	1,9	0,9	9,7
Стоимость компании, млрд. руб.	5,7	2,7	2,4	4,7
Цена акции, руб.	303,8	144,2	125,7	250,0
Средняя цена акции, руб.	206			

Параметры для расчета DCF

млн.руб.	2021	2022	2023	2024п	2025п	2026п	2027п	2028пп
Выручка	1 168	2 597	2 568	2 953	3 136	3 330	3 537	3 714
Амортизация	39	65	71	82	87	92	98	103
EBITDA	89	216	484	557	592	628	667	701
CAPEX	0	50	180	115	750	750	115	77
Cash flow (FCFF)	0	260	245	290	-186	-188	355	473
DCF поток CAPM	-	-	-	240	-127	-107	166	184

Темп роста на прогнозный период		-среднегодовой рост международного рынка асептической упаковки в 2023-2033 г.
Ставка роста tax	6,2%	
Ставка дисконтирования CAPM	20,82%	
Бета (CAPM)	0,651	-бета Elopak (норвежский производитель картонной упаковки)

CAPM		
Безрисковая ставка	15,78%	- доходность ОФЗ 10 лет на 23.09.2024
Бета	0,651	-бета Elopak (норвежский производитель картонной упаковки)
Индекс	-1,33%	- доходность Индекс МосБиржи за 1 год
Премия за риск	5%	
Премия за страновой риск	11,18%	- Damodaran Average of Equity Risk Premium Russia

Стоимость 1 акции, руб./акцию	192
По расчету DCF, руб./акцию	161 30%
По расчету мультипликаторами, руб./акцию	206 70%

Стоимость компании, млрд. руб.	3,6
---------------------------------------	------------

Настоящая информация не может быть воспроизведена, повторно распространена или опубликована целиком или частично в каких-либо целях без письменного разрешения АО ИК «РИКОМ-ТРАСТ». Сведения, содержащиеся в настоящем документе, предоставляются исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как оферта или приглашение сделать оферту по покупке или продаже финансовых инструментов или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. АО ИК «РИКОМ-ТРАСТ» уведомляет, что использование представленной информации не обеспечивает защиту от убытков или получение прибыли. АО ИК «РИКОМ-ТРАСТ» и его сотрудники не несут ответственности за последствия использования предоставленной информации, в том числе за прямые или косвенные убытки или ущерб, возникающие в результате ненадлежащего использования настоящего документа целиком или какой-либо его части, и оставляют за собой право пересмотреть его содержание в любой момент без предварительного уведомления.