

ПАО «ЛАМБУМИЗ»: из чего формируется стоимость.

Дата отчета: 29.10.2024

В начале октября стало известно, что ПАО «ЛАМБУМИЗ» станет новой историей на нашем пока еще не большом рынке IPO.

Время для выхода на IPO получилось не самое удачное, но, по заверения эмитента, почти весь объем заявок к началу открытия книги уже был собран.

Чтобы оценить справедливую стоимость актива и то, как на её оценку смотрит топ-менеджмент и акционеры, мы, в том числе, изучили и само производство в деталях.

«Ламбумиз» (МОЕХ: LMBZ) — крупнейший в России производитель упаковки для молока и молочной продукции. Предприятие работает в Москве с 1972 года и ранее называлось «Московский завод ламинированной бумаги и полимерных изделий» — сокращенно «Мосламбумиз».

Ключевой продукт компании — неасептическая упаковка из ламинированного картона для молока и молочных продуктов краткосрочного хранения. По итогам 6 месяцев 2024 года это направление обеспечило 84% выручки, при этом показав рост выручки в 27% относительно 6 месяцев 2023 года.

Также «Ламбумиз» выпускает ламинированный картон для сторонних производителей и одноразовую посуду. Оказывает технические услуги по обслуживанию оборудования для производства упаковки и дизайн-услуги по разработке упаковки. Кроме того, компания продает оборудование для розлива молока. На эти направления по итогам первого полугодия 2024 пришлось 16% выручки.

Рост направления одноразовой посуды с 2021 года составил почти 120%. Сейчас «Ламбумиз» занимает на рынке одноразовой посуды 0,04%, но благодаря развитию производства планирует нарастить долю до 0,2%, что обеспечит 20-процентный прирост выручки компании.

Бизнес компании получил импульс благодаря санкциям и импортозамещению. Если в 2021 году выручка «Ламбумиза» составила 1,2 млрд рублей, то по итогам 2022 выросла в 2,2 раза — до 2,6 млрд. По итогам первого полугодия 2024 выручка выросла на 16% год к году — до 1,4 млрд рублей.

У компании практически отсутствует долговая нагрузка. В июне 2024 года был погашен облигационный заем в размере 118 млн рублей, а размер долгосрочных кредитов сократился с 142 до 128 млн рублей. В итоге чистый финансовый долг компании остался на околонулевом уровне — порядка 5 млн рублей, или 0,01 по мультипликатору «Чистый долг / EBITDA».

Ключевые финансовые показатели компании по МСФО, руб.

Показатели, в млн. руб.	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.06.2024
Валюта баланса	1 697	1 618	1 905	2 001
Основные средства	516	502	698	700
Долгосрочные активы к продаже	119	121	134	131
Запасы	502	211	182	379
Дебиторская задолженность	482	620	580	597
Денежные средства	9	121	256	123
Собственный капитал	859	929	1 241	1 413
Кредиторская задолженность	223	273	244	303
Финансовый долг	491	259	260	128
долгосрочный	488	259	141	128
краткосрочный	3	0	118	0
	2021	2022	2023	30.06.24 LTM
Чистый финансовый долг	482	138	3	5
Чистый долг/EBITDA	5,65	0,69	0,01	0,01
Выручка	1 168	2 597	2 568	2 757
EBITDA	85	201	465	497
Чистая прибыль	0	82	301	319
Валовая рентабельность	16,0%	17,5%	27,3%	28,0%
Рентабельность по чистой прибыли	0,0%	3,2%	11,7%	11,6%
Рентабельность EBITDA	7,3%	7,7%	18,1%	18,0%
Долг/Выручка	0,42	0,10	0,10	0,05
Долг/Собственный капитал	0,57	0,28	0,21	0,09
Собственный капитал/Активы	0,51	0,57	0,65	0,71
ICR	1,67	4,60	15,28	17,97
КТЛ	4,73	3,59	2,87	3,51
ROA	0,02%	5,08%	15,82%	15,95%

Среди главных не финансовых преимуществ компании мы выделим производственный комплекс завода – это один из 44 промышленных комплексов в городе Москва, который пользуется соответствующими дополнительными льготами и по налогу на прибыль, и по аренде и ряду других.

Само производство – на достойном уровне. По-настоящему уникальное оборудование (основное – в штучных экземплярах в России).



Экспертная оценка стоимости всего промышленного комплекса завода, вместе с уникальным оборудованием, производственными и складскими площадями общей площадью более 20 тыс. кв.м., землей 2.5ГА оценивается от 4.5 до 6 млрд руб.

На наш взгляд - это объективная рыночная оценка.

В планах дальнейшее развитие площадки.

Земельный участок позволяет компании построить еще один цех площадью 14 тыс. кв.м. в котором компания планирует разместить новую линию уже асептической упаковки.

Здесь скажем немного о рынке.

Объем рынка неасептической упаковки не так уж велик – около 8-10 млрд руб. на котором компания уверенно занимает 35% и выручка с 2022 года постоянно растет.

До 2022 года лидирующим игроком на рынке неасептической упаковки в России была норвежская компания Elorak. В 2022 году она на время прекратила деятельность в России, оставив очень многие молочные заводы без упаковки, ПАО «ЛАМБУМИЗ» же нарастил выпуск и обеспечил клиентов необходимым объемом упаковки. В 2022 году

Еlorак сократил выручку на 68% — с 7,4 до 2,4 млрд рублей и ни в 2023, ни в 2024 году не смог вернуть даже части утерянных позиций – выручка продолжает сокращаться.

Но есть более объемный рынок – асептической упаковки – для жидких продуктов долгого хранения в том числе соков. Его объем уже минимум 50 млрд руб. и ПАО «ЛАМБУМИЗ» пока еще представлен на нем слабо – не хватает производственных линий.

Общий объем рынка по оценке выручки основных конкурентов (асептика и не асептика)

	2019	2020	2021	2022	2023
Упаковочные системы (Tetra Pak), асептика	36 540 167	41 778 255	49 362 091	29 118 361	26 354 978
ПРАЙМКАРТОНПАК (Еlorак), не асептика	5 961 582	7 260 655	7 387 413	2 374 451	1 891 885
Молопак, асептика и не асептика	348 523	1 584 801	2 062 868	3 485 643	2 791 216
Стерэкс Пак, асептика	9 538	505 458	1267608	3 693 761	4 088 751
Ламбумиз, не асептика	997 844	969 502	1 168 328	2 597 237	2 567 704
Тралин Пак, асептика	175 920	167 696	212 296	1 106 742	2 245 578
Роспак, не асептика	813 517	820 507	811 374	1 481 695	870 913
Всего	44 847 091	53 086 874	62 271 978	40 164 129	40 811 025

На асептическом рынке сейчас большая доля (до 30%) приходится на импорт из Китая: это не удобно и в части расчетов, и в части логистики, и в части работы с браком. Компания планирует занять до 10% и за счет этого удвоить выручку.

Но для этого нужны инвестиции в размере 1.5 млрд руб. на строительство нового цеха и установку новых линий. За этими инвестициями компания выходит на IPO.

Сбор заявок на участие в IPO начался 23 октября и продлится до 29 октября. Торги акциями на Мосбирже начнутся 30 октября под тикером LMBZ.

Планируемый объем размещения составит от 800 млн до 1 млрд рублей. Сделка пройдет в формате cash-in — привлеченные деньги пойдут на развитие бизнеса. Доля бумаг в свободном обращении по итогам размещения может составить около 10—12%.

Индикативный ценовой диапазон IPO установлен на уровне от 425 до 460 руб. за одну акцию, что соответствует рыночной капитализации компании в диапазоне 8—8,7 млрд рублей без учета средств, привлеченных в рамках IPO.

На сколько оправданной видится данная оценка и какова может быть реальная справедливая оценка стоимости акций?

Ответ на этот вопрос, если рассматривать теперь доходный подход, лежит исключительно в оценке перспектив WACC – стоимости капитала.

Компания планирует существенный рост показателей лишь в 2027 году – после запуска новой линии завода, а до 2027 года – весь умеренная оценка темпов роста.

	2022	2023	2024	2025	2026
Выручка	2 597 237	2 567 704	3 260 998	4 009 971	4 993 943
OIBDA	285 205	477 133	538 740	678 453	775 330
Рентабельность операционная	11,0%	18,6%	16,5%	16,9%	15,5%
FCFF	449 164	389 030	384 585	453 858	549 895

Прогноз не учитывает предполагаемые M&A сделки.

Мы также не будем принимать во внимание потенциал будущих сделок, опираемся на органический рост.

Компания имеет постоянные стабильные операционные денежные потоки, которые и позволили с 2020 года погасить долговую нагрузку на почти 500 млн руб. В рамках прогноза FCFF мы не будем включать планируемые инвестиции, поскольку хотим оценить стоимость компании без этого долгосрочного плана.

Итак, основываясь на прогнозе компании, мы можем спрогнозировать, что FCFF останется положительным (без учета инвестиций в строительство), будет расти вслед за OIBDA.

Как же будет меняться оценка стоимости при различных вариантах оценки WACC для компании?

Для текущего года оцениваем WACC классически: безрисковая доходность 21%, рыночная для риска компании по аналогам – 26%, beta по данным [damodaran](#) получается 0.84, значит расчетный WACC с учетом почти нулевого долга – 24.2%

Собственный капитал	1 241 385
Заемный капитал	126 682
Доля меньшинства	0,00
Стоимость собственного капитала	25,20%
Стоимость привлечения заемного капитала	18,86%
WACC	24,20%
Rf (безрисковая ставка)	21,00%
Rm (рыночная ставка)	26,00%
Beta	0,84

Если мы предположим, что безрисковая ставка снизится к 10% в постпрогнозном периоде (2027 год и далее), то стоимость компании составит чуть более 5 млрд руб. (в предположении, что компания не ведет инвестиционной деятельности, и операционная прибыль существенно не растет).

Показатель, тыс. руб.	2024	2025	2026	Пост пр.
FCFF	377 888	440 472	543 786	570 976
Динамическая ставка дисконтирования	24,20%	24,20%	24,20%	13,20%
Дисконтированные потоки	304 258	285 545	283 833	4 240 509
Дисконтированные потоки прогнозного периода	873 636			
Терминальная стоимость	4 240 509			
Итого стоимость компании	5 114 145			

Если же мы заложим снижение безрисковой ставки до 8%, то текущая стоимость компании (без учета реализации инвестиционного проекта) составит уже 6.9 млрд руб.

Показатель, тыс. руб.	2024	2025	2026	Пост пр.
FCFF	377 888	440 472	543 786	570 976
Динамическая ставка дисконтирования	24,20%	24,20%	24,20%	11,20%
Дисконтированные потоки	304 258	285 545	283 833	6 022 914
Стоимость 2024-2026	873 636			
Терминальная стоимость	6 022 914			
Итого стоимость компании	6 896 550			

Таким образом, справедливая текущая стоимость компании во многом зависит от предположения безрисковой ставки через 2 года и может составлять широкий диапазон от 5.1 до 6.9 млрд руб.

Вместе с тем, если мы в соответствии с планом компании внесем инвестиции в 2025-2026 годах, а в 2027 выйдем на запланированную OIBDA более 1 млрд руб., то FCFF будет уже выше 1 млрд руб. в пост прогнозном периоде и тогда терминальная стоимость компании составит уже более 7.3 млрд руб. при безрисковой ставке на постпрогнозный период 10% (ставке дисконтирования 13.2%), а общая стоимость – 7.9 млрд руб.

Показатель, тыс. руб.	2024	2025	2026	2027	Пост пр.
FCFF	377 888	-359 528	-256 214	985 444	1 034 716
Динамическая ставка дисконтирования	24,20%	24,20%	24,20%	24,20%	13,20%
Дисконтированные потоки	304 258	-233 072	-133 733	600 131	7 318 674
Стоимость 2024-2026	537 584				
Терминальная стоимость	7 318 674				
Итого стоимость компании	7 856 258				

Есть и третий метод оценки стоимости – по рыночным аналогам.

И здесь важно выбрать наиболее подходящие аналоги.

Российские компании, которые уже торгуются на бирже, учитывают в текущих котировках текущую безрисковую ставку на уровне не менее 21% годовых, поэтому, оценивая **справедливую** стоимость компании, логично обратиться к зарубежным аналогам, тем более, в особенности, к группе ELOPAK, ближайшем конкуренте, которая в 2022 году ушла из России.

Мультипликаторы «Ламбумиза» и мировых аналогов

Компания	P / E	P / S	Чистый долг / EBITDA	Рентабельность чистой прибыли	Операционная рентабельность
«Ламбумиз»	20,5	2,9	0,01	14,1%	18,6%
Elopak	15,2	0,9	2,2	5,5%	9,37%
Mondi	14,5	0,9	1,7	5,3%	6,86%
Stanpack	16,3	0,3	6,8	2,1%	3,43%
Ball Corp	29,9	1,6	1,2	5,1%	10,11%
Среднее,	20,2	1,3	2,4	5,9%	9,67%

Среди мировых аналогов ПАО «ЛАМБУМИЗ» заметно выделяется своей высокой рентабельностью (уровень держится и растет с 2022 года), а также отсутствием долга.

С одной стороны, при сравнении с мировыми аналогами, необходимо продисконтировать оценку на величину дифференциала ставок, с другой стороны – необходимо учитывать разницу в уровне рентабельности.

И хотя, учитывая эти два соотношения, сравнительная ставка P / E для ПАО «ЛАМБУМИЗ» может составлять 31.8х, уровень P / E равный 20 кажется высоким, в сравнении с прямым конкурентом ELOPAK, даже если учитывать планы развития.

В качестве аналога, с учетом дифференциала ставок и рентабельности, можно использовать мультипликаторы ELOPAK.

В этом случае, справедливая стоимость компании ПАО «ЛАМБУМИЗ» может составить 5 861 370 тыс. руб. (по чистой прибыли за 6 месяцев 2024 LTM).

В качестве послесловия

Оценка **справедливой** стоимости компании, особенно только выходящей на IPO, достаточно художественный процесс.

Есть объективные данные – это реальная рыночная стоимость материальных активов – то, что можно достаточно быстро продать.

Компания обладает материальными активами на сумму не менее 5 млрд руб.

Дальнейшие оценки – это вопрос веры в развитие, в стратегию компании, в pipeline рассматриваемых ближайших M&A сделок и, что немаловажно, в динамику безрисковой ставки.

В зависимости от этих параметров формируется и добавочная ценность к тем материальным активами, которые предлагает эмитент.

Объективный взгляд показывает, что доходный и сравнительный подход также соответствуют оценке материальных активов компании.

Если мы учтем планы строительства завода и долгосрочный прогноз на 2027-2028 год с безрисковой ставкой 10% (и соответствующим снижением WACC), выходом на OIBDA в размере 1 млрд руб., то справедливая текущая стоимость компании может вырасти до 7.9 млрд руб.