

Ламбумиз

Картонная упаковка, железные
амбиции

28 ИЮЛЯ 2025



Инвестиционное резюме

ПАО «Ламбумиз» – ведущий производитель неасептической картонной упаковки для молока и молочных продуктов с долей рынка 35%. Также компания реализует проект по строительству нового завода для выхода на более премиальный и маржинальный рынок асептической упаковки. Котировки компании, на наш взгляд, уже учитывают будущий прогресс в инвестиционном проекте и возможные темпы роста бизнеса: сейчас акции торгуются с прогнозными мультипликаторами EV/EBITDA и P/E на 2025 год на уровнях соответственно 14 и 19,9.

- **Ламбумиз лидирует в сегменте неасептической упаковки в России.** После ухода иностранных производителей из РФ компания заняла около 35% рынка картонной неасептической упаковки.
- **Ключевой драйвер роста - начало производства асептической упаковки.** Компания уже начала строительство нового производственного комплекса для выпуска асептической упаковки. Это премиальный сегмент с более высокой маржой и длительным сроком хранения продукции, что дает доступ к качественно новому рынку с перспективой масштабирования бизнеса. Суммарные инвестиции для реализации проекта оцениваются в 2 млрд руб. Они могут быть профинансированы без привлечения заемного капитала.
- **В планах компании увеличить масштаб бизнеса более чем вдвое к 2028 году.** Ламбумиз в 2024 году произвел почти 450 млн единиц одноразовой посуды и упаковок для молока. Выручка составила 2,75 млрд руб., а чистая прибыль - 269 млн руб. Строительство нового завода позволит компании выйти на более крупный и премиальный рынок асептической упаковки и расширить производственные возможности по выпуску готовой продукции более чем в два раза.
- **Капитал для экспансии.** Размещение акций на МосБирже осенью 2024 года принесло компании более 800 млн руб. Большая часть средств пока хранится на депозитах и может быть оперативно направлена в инвестиционные проекты.
- **Устойчивый баланс и отрицательный чистый долг.** Благодаря операционному денежному потоку и IPO финансовый долг был снижен до 108 млн руб., а чистый долг стал отрицательным - минус 495 млн руб.; собственный капитал покрывает примерно 75% активов. Такой запас ликвидности позволяет финансировать развитие компании без привлечения дорогого заемного капитала.
- **Дивиденды.** Компания объявила о первых дивидендах в статусе публичной компании. Они составят 3,5 руб. на акцию за 2024 год. Устойчивый денежный поток и низкие капзатраты на поддержание мощностей после завершения текущих инвестиций создают потенциал для регулярных выплат и повышения их коэффициента.
- **Основной риск - возвращение международных конкурентов на российский рынок упаковки.** Если международные конкуренты или их дочерние структуры возобновят активную деятельность на российском рынке упаковки, Ламбумиз столкнется с конкурентным давлением. Иностранные компании могут привнести новейшие технологии, практиковать агрессивный маркетинг или демпинг цен, что затруднит удержание доли рынка.
- **Оценка.** Прогнозные мультипликаторы EV/EBITDA и P/E на 2025 год на уровнях соответственно 14 и 19,9 подразумевают премии 43% и 26% по сравнению с международными аналогами. Помимо этого, P/E Ламбумиза на 2025 год более чем в четыре раза превышает прогнозный P/E индекса МосБиржи на 2025 год.

■ Успешная реализация всех планов будет означать для инвесторов:

- ▶ Увеличение выручки в четыре раза к концу 2028 года относительно 2024.
- ▶ Рост рентабельности на всех уровнях: валовой - до 32% (плюс 1,7 п. п.), операционной - до 25,3% (плюс 12,3 п. п.), по EBITDA - до 28% (плюс 9,6 п. п.).
- ▶ Увеличение чистой прибыли в 7,3 раза по итогам 2028 года относительно 2024.

Российский рынок пищевой упаковки из бумаги и картона

Российский рынок пищевой упаковки является одной из ключевых отраслей, которые обеспечивают бесперебойное снабжение населения продуктами питания. Эта отрасль играет стратегическую роль, так как от качества и характеристик упаковки зависят сохранность продуктов, удобство их транспортировки и соответствие современным экологическим требованиям.

На протяжении последних лет этот рынок демонстрирует устойчивый рост в денежном выражении, что связано с увеличением объемов производства продуктов питания, развитием технологий упаковки, а также изменениями в потребительских предпочтениях. Сложившиеся экономические условия, включая санкционное давление и необходимость импортозамещения, стали катализатором для активного развития отечественных производителей. Так, средний годовой темп роста объема рынка пищевой упаковки составил 7,3% в год в период с 2019 по 2024 гг.

В целом рынок пищевой упаковки можно разделить на следующие виды:

- упаковка из бумаги и картона;
- упаковка из пластика;
- упаковка из стекла;
- упаковка из металла;
- другие виды упаковки.

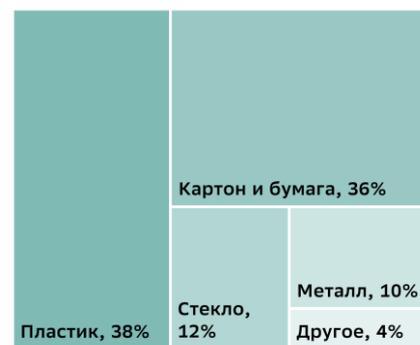
По нашим оценкам, рынок пищевой упаковки в РФ в ближайшем будущем сохранит исторический темп роста (7,3% в год) и достигнет 1,85 трлн руб. в 2027 году.

Сегмент бумажной и картонной пищевой упаковки. Сегмент пищевой упаковки из бумаги и картона является одним из самых динамично развивающихся в отрасли. Бумажная и картонная упаковка активно набирает популярность благодаря экологическим трендам и растущему спросу на биоразлагаемые и перерабатываемые материалы. Сегмент пищевой упаковки из картона и бумаги занимает 36%, или 540 млрд руб. от всего российского рынка пищевой упаковки.

В свою очередь, сегмент пищевой упаковки из бумаги и картона подразделяется на два подсегмента:

- упаковка для жидких пищевых продуктов (молочные продукты, соки и другое):
 - ▶ асептическая упаковка (срок хранения до 180 дней)
 - ▶ неасептическая упаковка (срок хранения до 30 дней)
- одноразовая посуда, одноразовая упаковка

Структура рынка пищевой упаковки по итогам 2024 года



Источник: RosUpack, SberCIB

Объем рынка пищевой упаковки, трлн руб.



Источник: RUPEC, RosUpack, SberCIB

РЫНОК УПАКОВКИ ИЗ БУМАГИ И КАРТОНА ДЛЯ ЖИДКИХ ПИЩЕВЫХ ПРОДУКТОВ

Структура рынка. Рынок упаковки для жидких пищевых продуктов на бумажной основе в России имеет стратегическое значение для молочной и соковой отраслей. Он в высокой степени олигополизирован: производство асептической упаковки сконцентрировано у нескольких компаний. Объем рынка асептической упаковки на бумажной основе в России составляет примерно 59 млрд руб., а неасептической (продукция с коротким сроком хранения) – всего 8 млрд руб. Таким образом, около 89% стоимостного объема рынка упаковки для жидких пищевых продуктов на бумажной основе приходится на асептические пакеты с длительным сроком хранения, и примерно 11% – на неасептические.

Ограниченная доля упаковки на бумажной основе на фоне доминирования пластика. Если смотреть шире на весь рынок тары (включая пластик, стекло и т. д.) для жидких пищевых продуктов, упаковка на бумажной основе имеет лишь второстепенную долю. Пластиковая упаковка по-прежнему доминирует: она обеспечивает более 60% рынка упаковки для жидких пищевых продуктов.

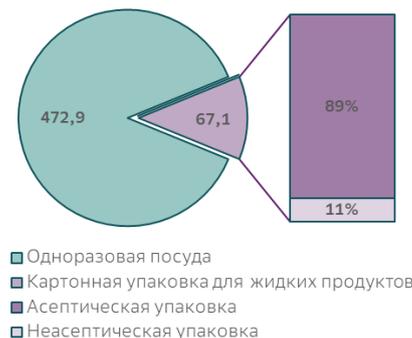
Перераспределение рынка асептической упаковки после ухода международных компаний. Исторически на российском рынке асептической упаковки преобладали международные компании, доминирующую долю имела компания Tetra Pak. После 2022 года ситуация начала меняться: Tetra Pak объявила об уходе из России, ее локальные мощности были переданы российскому юридическому лицу (АО «Упаковочные системы»), которое продолжает выпускать асептическую тару, но уже с полной локализацией сырья (картон, краска, фольга). Параллельно отечественные производители начали наращивать инвестиции в это направление. По итогам 2024 года половину рынка занимало АО «Упаковочные системы», а 33% рынка - импорт.

Лидеры и структура конкуренции в направлении неасептической упаковки для молока. В направлении неасептической упаковки для молока конкуренция ограничена несколькими компаниями. Лидером является ПАО «Ламбумиз» – давний производитель картонной упаковки для молочных продуктов. В 2010 году Ламбумиз занимал примерно 26% рынка неасептической упаковки для молока, а по итогам 2022–2024 гг. укрепил лидерство с долей 35%. Вторым крупным игроком традиционно была международная компания Елорак (сейчас - АО «ПраймКартонПак»). В данный момент на двух крупнейших производителей приходится более 60% рынка неасептического упаковочного материала на бумажной основе. Остальную часть рынка занимают несколько более мелких заводов.

Мы выделяем следующие ключевые факторы роста рынка упаковки для жидких пищевых продуктов на бумажной основе:

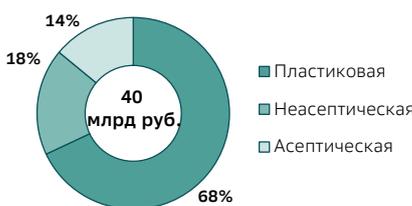
- **Молочная отрасль является одним из ключевых потребителей картонной упаковки для жидких пищевых продуктов и обеспечивает стабильный спрос на данный сегмент.** Учитывая устойчивый рост потребления молока и молочной продукции в России, можно

Структура рынка пищевой упаковки из бумаги и картона, млрд руб.



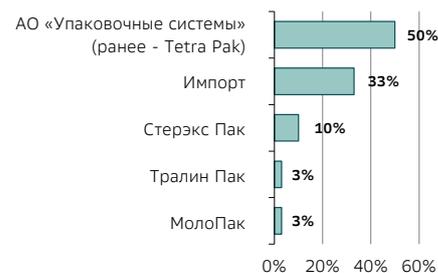
Источник: RosUpack, SberCIB

Структура рынка упаковки для молока в 2024 году



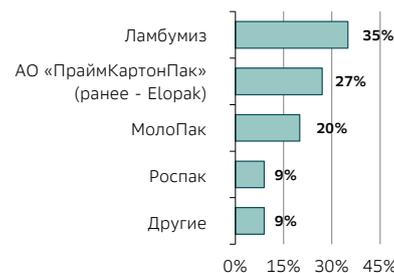
Источник: RosUpack, SberCIB

Структура рынка асептической упаковки по компаниям по итогам 2024 года, %



Источник: компания, SberCIB

Структура рынка неасептической упаковки по компаниям по итогам 2024 года, %



Источник: компания, SberCIB

ожидать соответствующего увеличения потребности в качественной и удобной упаковке для их хранения и транспортировки. Это делает рынок упаковки для жидких пищевых продуктов на бумажной основе чувствительным к динамике молочной отрасли и создает предпосылки для его дальнейшего расширения.

■ **Картонная упаковка постепенно вытесняет пластиковую благодаря перерабатываемости, безопасности для окружающей среды и соответствию трендам устойчивого развития.** Ее многослойная структура эффективно защищает продукт от света, кислорода и влаги, продлевая срок хранения и сохраняя качество продукта.

■ **Производство товарного молока в России продолжает расти**, и, по прогнозам Минсельхоза, к 2030 году оно достигнет 31,3 млн т в год. Это позволит стране выйти на уровень самообеспеченности молоком в 88,2%, что почти соответствует ориентиру Доктрины продовольственной безопасности (90%). Увеличение объемов производства обусловлено как модернизацией действующих предприятий, так и реализацией новых инвестиционных проектов, что способствует укреплению позиций России на внутреннем и внешнем рынках молочной продукции.

Также с 2019 года в России наблюдается устойчивый рост потребления молока и молочной продукции на душу населения со среднегодовым темпом роста 1,3%. По итогам 2024 года этот показатель достиг 250 кг, однако он все еще остается значительно ниже рекомендованной нормы Минздрава в 325 кг и среднеевропейского уровня в 400 кг. Такой разрыв свидетельствует о том, что у российского рынка молочной продукции остается значительный потенциал для дальнейшего роста. Учитывая текущие темпы увеличения потребления, можно ожидать продолжения этого тренда в ближайшие годы, особенно при поддержке отрасли и повышении доступности качественной молочной продукции.

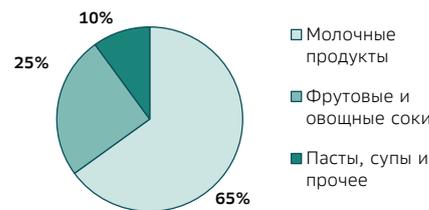
■ **Экспортный потенциал** – для успешного вывоза молочной продукции на внешние рынки требуется надежная упаковка, сохраняющая качество при транспортировке.

■ **Рост цен на сырье и инвестиции в производство** – расширение мощностей российских производителей усиливает внутренний рынок.

■ **Импортозамещение** – санкции и ограничения на импорт стимулируют локальное производство картонной упаковки, укрепляя отрасль.

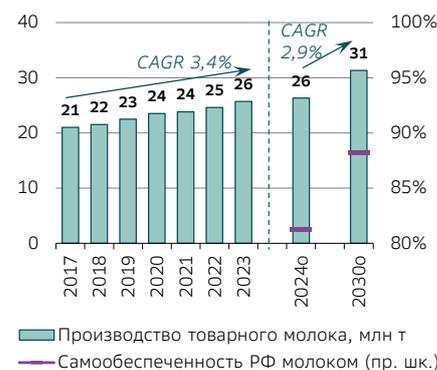
Мы полагаем, что прирост объемов будет обусловлен во многом за счет импортозамещения (замены тары производства иностранных компаний на отечественную) и некоторого расширения экспортного потенциала (российские компании могут начать поставки картонной упаковки за рубеж, особенно на рынки развивающихся стран). В то же время взрывного роста внутреннего спроса не предвидится: потребление молока и соков в стране растет постепенно, а значительная часть жидкой продукции (например, свежего молока) по-прежнему будет разливаться в пластик. **К 2028 году объем рынка картонной упаковки для жидких пищевых продуктов**

Структура потребления асептической упаковки в пищевой индустрии в РФ



Источник: RosUpack, SberCIB

Производство товарного молока в РФ и самообеспеченность РФ молоком



Источник: RosUpack, Минсельхоз, SberCIB

Потребление молока и молочной продукции на душу населения по итогам 2024 года, кг



Источник: Минздрав, milknews.ru, SberCIB

Прогноз роста рынка картонной упаковки для жидких пищевых продуктов, млрд руб.



Источник: RosUpack, boomin.ru, SberCIB

может превысить, по нашей оценке, 90 млрд руб. (с доминированием асептической упаковки). Перспективной нишей остается именно асептическая упаковка – по мере локализации технологий все больше российских молокозаводов и соковых производств смогут позволить себе длительное хранение продукции, что расширит долю картонной асептики в общей структуре упаковки для напитков.

РЫНОК ОДНОРАЗОВОЙ ПОСУДЫ И УПАКОВКИ ИЗ БУМАГИ И КАРТОНА

Одноразовая посуда и упаковка на бумажной основе – крупнейший подсегмент рынка, оцениваемый почти в 0,5 трлн руб. Он включает различные виды продукции: стаканы для горячих и холодных напитков, крышки, тарелки, миски, коробки для еды навынос, упаковочные стаканчики для мороженого, коробки для бургеров, упаковки для попкорна, пищевые обертки и т.д. Структуру потребления в этом подсегменте условно можно разграничить по основным каналам использования:

- обезличенная упаковка (стаканы, салатницы, wok)
- гостинично-ресторанный бизнес (HoReCa)
- упаковка для крупнейших производителей («Доширак», торговые сети, крупные ресторанные сети)

Таким образом, основными драйверами подсегмента являются промышленная фасовка продуктов питания и сектор общественного питания/доставки. Крупнейшие заказчики – сети фастфуда, производители напитков (кофе навынос), сервисы доставки (например, Delivery Club, Яндекс.Еда). Они ежегодно расходуют миллионы единиц картонных коробок, бумажных стаканов и пакетов.

Всплеск и стабилизация спроса на одноразовую посуду и упаковку после пандемии. В 2020–2021 гг. подсегмент одноразовой посуды и упаковки значительно вырос. Это было обусловлено пандемией COVID-19. Ограничения на работу ресторанов и переход населения на доставку и еду навынос заметно увеличили потребление одноразовой посуды. По данным РБК, продажи тары и упаковки в штуках росли рекордными темпами: в 2020 году - на 9,5%, в 2021 - на 12,4%. Этот всплеск был напрямую связан с активным развитием сервисов доставки и e-commerce. В 2022 году темпы роста несколько замедлились, однако объем рынка остался большим. На сегодняшний день потребление одноразовой посуды на бумажной основе в РФ находится на историческом максимуме, и рынок вступил в фазу более устойчивого инерционного роста. **Мы не ждем существенного расширения объемов рынка, связанного с дальнейшим ростом спроса на еду навынос – этот спрос во многом уже реализован.** То есть объемы рынка будут расти, но преимущественно вслед за общим увеличением оборота в секторе общественного питания и пищевой индустрии, а не за счет открытия какого-либо нового направления сбыта.

Рост спроса на одноразовую посуду и упаковку на бумажной основе за счет отказа от пластика. Тем не менее некоторые направления внутри подсегмента будут развиваться опережающими темпами. В

Структура рынка пищевой одноразовой упаковки из бумаги и картона в 2024 году



частности, переход от пластиковой одноразовой посуды к бумажной создает дополнительный импульс к росту. Многие кафе и сети быстрого питания сейчас переходят на трубочки и стаканчики из перерабатываемого картона вместо пластиковых, картонные лотки вместо пенопластовых. Этому способствуют как законодательное регулирование, так и запрос потребителей на экологичность. **За счет такого замещения пластика ежегодный прирост в подсегменте может быть на 1–2 процентных пункта больше, чем рост самого сектора общественного питания и пищевой индустрии.**

Отставание России по доле биоразлагаемой посуды и потенциал роста. По итогам 2023 года в России биоразлагаемая посуда занимала только 30% рынка, в то время как 70% приходилось на пластиковую. Для сравнения, в экологически ответственных странах (Скандинавия, Северная Европа, Япония и т.д.) доля биоразлагаемой посуды составляет около 60%. Тем не менее в России также наблюдается рост доли экологичной посуды. Так, за прошедшие 10 лет доля биоразлагаемой посуды в РФ выросла в шесть раз с 5% до 30%. По мере удешевления технологий производства тарелок и приборов из бумаги и растительных волокон российский рынок может увеличивать общий выпуск бумажной продукции разового использования.

Стоит отметить, что рынок одноразовой посуды на бумажной основе почти полностью обеспечивается отечественным производством. Импорт одноразовой посуды из бумаги минимален и в последние годы сократился (по данным NeoAnalytics, в 2023 году 95% биоразлагаемой одноразовой посуды на российском рынке произведено внутри страны). Это означает, что дальнейший рост спроса будет покрываться в основном за счет наращивания местных мощностей. Ряд предприятий целлюлозно-бумажной отрасли уже запустили линии по выпуску стаканчиков и другой бумажной тары.

Мы ожидаем, что спрос на биоразлагаемую посуду будет расти более быстрыми темпами, чем общий спрос на одноразовую посуду, что, следовательно, увеличит долю биоразлагаемой посуды в общей структуре спроса.

Объем потребления биоразлагаемой посуды в РФ, млн шт.



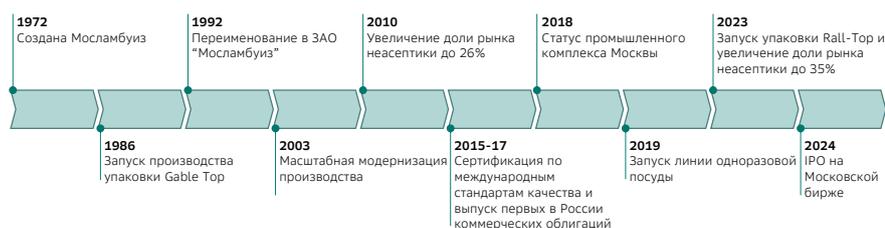
Источник: NeoAnalytics, SberCIB Investment Research

Ламбумиз: в перспективе двукратный рост производства

ЛАМБУМИЗ СЕГОДНЯ

Ламбумиз – ведущий производитель картонной упаковки для молока и молочных продуктов с коротким сроком годности. Компания обладает статусом промышленного комплекса Москвы и предлагает молочным заводам регионов России и стран СНГ заготовки пакетов типов Gable Top и Roll-Top. Среди производителей неасептической упаковки Ламбумиз является лидером с долей рынка 35%.

История компании

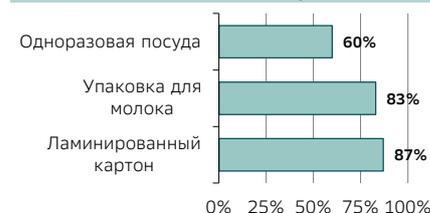


Источник: компания, SberCIB

Высокая загрузка мощностей и необходимость расширения производства. Компания располагает 18,5 тыс. кв. м производственных площадей, на которых производится около 400 млн единиц упаковки для молока и молочных продуктов ежегодно. Производственные мощности компании по некоторым направлениям бизнеса загружены почти полностью, и компании требуется расширение текущих мощностей. Так, по итогам 2024 года загрузка по производству ламинированного картона находится на уровне 87%, что позволяет изготавливать до 60 т ежемесячно. По упаковке для молока – 83%, или около 40 млн единиц упаковок в месяц. Самым незагруженным направлением является производство одноразовой посуды с загрузкой 60%, или более 2 млн единиц в месяц.

Фокус на Gable Top и расширение продуктовой линейки. Основной продукт компании – картонная неасептическая упаковка для жидких пищевых продуктов, в первую очередь упаковка типа Gable Top – классическая упаковка с «гребешком» сверху. Кроме того, компания выпускает упаковку Roll-Top – картонную тару с пластиковой крышкой, аналог Tetra Top, а также одноразовую посуду из ламинированного картона и сам ламинированный картон как упаковочный материал. В 2024 году компания начала тестировать линию по производству асептической упаковки, аналогичной SIG Combibloc и Tetra Pak Aseptic. Также компания располагает техническим центром, поставяет оборудование для розлива и оказывает услуги дизайн-студии для разработки внешнего вида упаковки.

Загрузка производственных мощностей в 2024 году



Источник: компания, SberCIB

Упаковка Gable Top



Упаковка Roll-Top



Одноразовая посуда

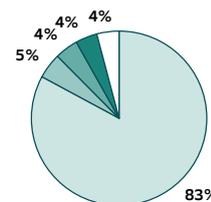


Источник: компания, SberCIB

Первичное размещение и структура собственности. ПАО «Ламбумиз» в октябре 2024 года провело первичное публичное размещение (IPO). Капитализация при IPO составила 8,8 млрд руб., компания привлекла 802 млн руб. (примерно 9,8% акционерного капитала). ООО «Ламбумиз Инвест» владеет 90,23% ПАО «Ламбумиз». Остальные 9,8% акций находятся в свободном обращении.

Концентрация на ключевых продуктах при минимальных рисках клиентской концентрации. Значительная доля выручки компании формируется за счет реализации неасептической упаковки Gable Top и Roll-Top (82,9% выручки в 2024 году). У компании диверсифицированная клиентская база, которая насчитывает более 400 заводов. Пять самых крупных клиентов обеспечивают не более 20% общей выручки. Поставки продукции Ламбумиза осуществляются почти во все федеральные округа и распределяются в соответствии с объемами мощностей молокозаводов в этих округах. В 2024 году компания продавала продукцию в Казахстан, Беларусь, Узбекистан, Киргизию, Армению и Таджикистан.

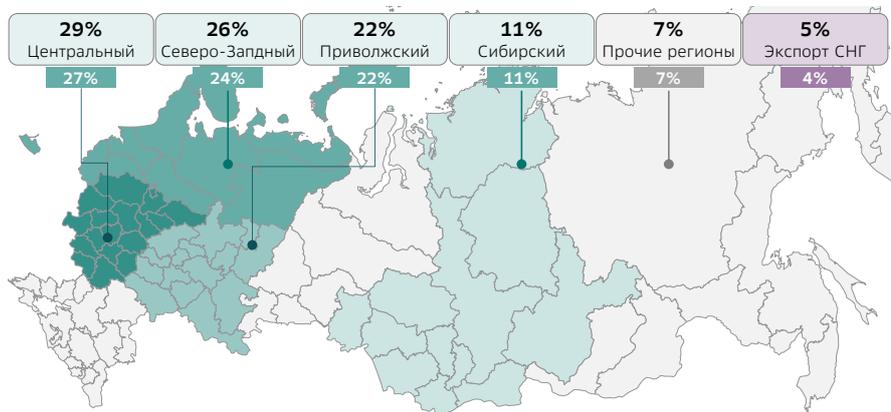
Структура продаж, 2024 год



- Упаковка Gable Top и Roll-Top
- Одноразовая посуда
- Картон и ламинированный картон
- Новые продукты и дистрибуция
- Прочее

Источник: компания, SberCIB

География продаж компании за 2023 и 2024 гг.



Источник: компания, SberCIB

СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ

Основной пункт среднесрочного стратегического плана развития – строительство на базе имеющейся территории дополнительного **производственного комплекса** площадью более 14 тыс. кв. м **для размещения нового производства асептической упаковки и расширения производственных мощностей в рамках текущего ассортимента.** Планируемый общий объем инвестиций - свыше 2 млрд руб.

Дополнительный производственный комплекс позволит нарастить производственные мощности более чем в два раза. Реализация инвестиционного проекта стартовала в начале 2025 года. В настоящее время проводятся проектные работы и необходимые процедуры согласования. Запуск линий, размещенных на новых производственных площадях, запланирован на четвертый квартал 2026 года.

В целях повышения текущей эффективности деятельности Ламбумиз планирует:

- **привлечь новых клиентов**, в том числе за счет расширения регионального присутствия и экспорта, а также за счет работы с клиентами со средним и малым тиражом заказов;
- **увеличить объемы продаж действующим клиентам** за счет расширения ассортимента выпускаемой продукции и повышения ее качества;
- **проводить мероприятия по снижению себестоимости продукции** за счет системного учета и контроля потерь на всех участках производства продукции, контроля соблюдения норм расхода сырья и материалов, недопущения их перерасхода, сокращения непроизводственных затрат, недопущения нарушений технологического цикла производства, а также за счет сокращения отходов производства;
- **продолжать работы по поддержанию системы «бережливого производства»**, по повышению технического и организационного уровней производства, по модернизации действующего оборудования, а также по поддержанию его работоспособности, в том числе силами технического центра самой компании;
- продолжать **развивать производство одноразовой посуды** из картона собственной ламинации;

Прогноз объемов производства продукции

После ухода иностранных компаний с рынка упаковки для жидких пищевых продуктов на бумажной основе компания смогла нарастить выпуск неасептической упаковки с 221 млн единиц в 2021 году до 407 млн единиц в 2024. **Мы ожидаем роста объема выпуска неасептической упаковки темпами, соразмерными с ростом рынка. По нашим прогнозам, объем выпуска составит 515 млн единиц в 2029 году, а среднегодовой темп роста составит 4,8%. Таким образом, компания сохранит свою долю на рынке на уровне 35-40%.**

Выпуск одноразовой посуды по итогам 2024 года составил 38 млн единиц, что на 40% больше показателя 2021 года. **Мы ожидаем, что на фоне регуляторных ограничений на использование пластиковой продукции упаковка и посуда на бумажной основе будут становиться все более востребованными.**

Строительство производственного комплекса по выпуску асептической упаковки позволит компании диверсифицировать свой бизнес и выйти

Капитальные затраты Ламбумиза, млн руб.



Источник: компания, SberCIB

Объем производства неасептической упаковки компанией «Ламбумиз»



Источник: компания, SberCIB

на более крупный и более быстрорастущий рынок асептической упаковки. Компания планирует занять на нем 10%. Этому будут способствовать следующие факторы:

- **Компания имеет готовый рынок сбыта**, состоящий из действующих клиентов, использующих неасептическую упаковку ПАО «Ламбумиз».
- **Спрос на асептическую упаковку превышает предложение российских производителей**, и потребитель вынужден импортировать ее. Доля импорта составляет 33%. ПАО «Ламбумиз», имея локализованных поставщиков сырья, может предложить стабильные поставки, снижая риски для клиентов.
- **Правительство РФ активно поддерживает отечественных производителей** путем предоставления налоговых льгот, доступа к субсидиям и госзаказам.

Объем производства одноразовой посуды компанией «Ламбумиз»



Источник: компания, SberCIB

Объем производства асептической упаковки компанией «Ламбумиз»



Источник: компания, SberCIB

Анализ и прогноз финансовых показателей Ламбумиза

ВЫРУЧКА

Рост выручки обеспечивается сочетанием ценовой динамики готовой продукции и увеличения объемов продаж. Помимо изменения объемов производства и продаж упаковки, на динамику выручки сильно влияет цена реализации. Так, за период с 2021 по 2024 гг. среднегодовой темп роста (CAGR) отпускной цены готовой упаковки для жидких пищевых продуктов составил 21,2%. Совокупное влияние роста объемов продаж и повышения цен обеспечило CAGR выручки на уровне 33% за тот же период.

2022 год стал переломным для компании в части масштабов бизнеса: выручка выросла более чем в два раза. Основными драйверами роста стали уход зарубежных конкурентов с российского рынка и последующее перераспределение их долей в пользу отечественных производителей упаковки. Ламбумиз, будучи лидером в сегменте картонной неасептической упаковки, привлек новых клиентов — российских молокопереработчиков, перешедших с импортной тары на отечественную. Дополнительный вклад в рост выручки внес запуск в 2022 году всех форматов упаковки Gable Top, а также расширение линейки объемов (1,5 и 0,75 л). Эти упаковки обладают более высокой добавленной стоимостью, что положительно сказалось на маржинальности.

Стабилизация темпов роста. В 2024 году компания продолжила развиваться, хотя динамика ее показателей оказалась смешанной. С одной стороны, выручка выросла на 7,1% до 2,75 млрд руб. — это относительно скромные темпы после резких скачков предыдущих лет, что может свидетельствовать о насыщении спроса на основном рынке при текущих производственных мощностях. С другой стороны, продажи ключевого продукта — неасептической упаковки для молока — увеличились на 12,7% г/г, то есть основной вклад в рост выручки обеспечило базовое направление бизнеса.

По нашим прогнозам, в 2025–2029 гг. цена на картонную упаковку для жидких пищевых продуктов будет расти в среднем на 4,6% в год, что совпадает с нашими ожиданиями по росту индекса потребительских цен в России. Такой динамике будут способствовать повышение конкуренции на внутреннем рынке и перспективы роста импорта в силу снижения логистических ограничений.

Таким образом, прогнозируемый рост цен на картонную упаковку в совокупности с ростом продаж будет увеличивать выручку.

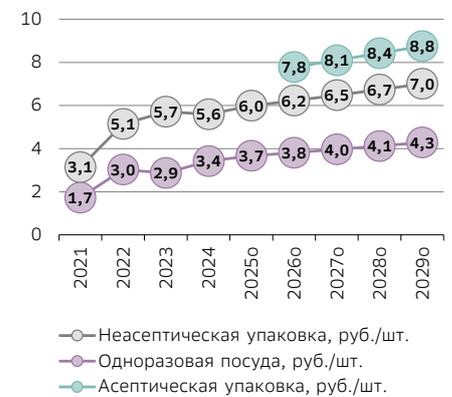
По нашей оценке, CAGR выручки компании в 2025–2029 гг. составит 34%. Однако наибольшее ускорение роста выручки мы увидим только в 2026–2027 гг., когда будут запущены мощности по выпуску асептической упаковки. Мы ждем, что в следующие пять лет за счет повышения цены на картонную упаковку на 25%, объемов

Динамика выручки компании



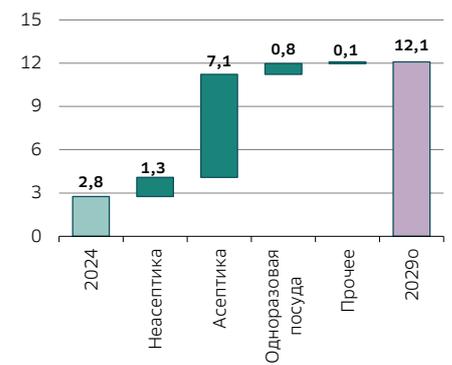
Источник: компания, SberCIB

Средняя выручка с единицы готовой продукции, руб./шт.



Источник: компания, SberCIB

Факторы роста выручки в 2024–2029 гг., млрд руб.



Источник: компания, SberCIB

продаж неасептической упаковки на 27%, объемов продаж одно-разовой посуды в 5,5 раза, а также запуска производства асептической упаковки выручка компании увеличится в 4,4 раза по сравнению с уровнем 2024 года до 12,1 млрд руб.

СТРУКТУРА РАСХОДОВ И РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ

■ **В структуре себестоимости продукции ПАО «Ламбумиз» преобладает сырьевая составляющая** – около 70%, причем основную долю занимает картон-основа. Расходы на фонд оплаты труда, групповую упаковку и логистику формируют незначительную часть себестоимости. Поставки материалов полностью локализованы: картон-основу поставляют НПАО «Светогорский ЦБК» и АО «СЛПК», а полимерные компоненты – ПАО «Сибур Холдинг».

■ **Валовая рентабельность** в 2021–2024 гг. увеличилась почти вдвое – с 16% до 30,3%, отражая трансформацию производственного процесса. Ключевыми факторами роста стали переход на полностью локализованное сырье, оптимизация технологических процессов, а также рост доли более маржинальной продукции. Это позволило компании существенно сократить себестоимость продукции, при том что цены на продукцию на рынке росли умеренными темпами.

■ **Рентабельность по EBITDA** за тот же период увеличилась с 7,6% до 18,4% благодаря эффекту масштаба и стабильной загрузке мощностей. Наиболее заметный прирост пришелся на 2023 год, то есть на период после выхода компании на лидирующие позиции в сфере неасептической упаковки. Поддержку показателю также оказали автоматизация производства и снижение удельных затрат на фоне роста объемов выпуска.

■ **Рентабельность по чистой прибыли** увеличилась с 0,1% в 2021 году до 9,8% в 2024. Основной вклад в рост чистой прибыли внесли структурные улучшения: снижение финансовых расходов за счет сокращения долга, повышение операционной эффективности и рост процентных доходов на фоне накопления денежных средств на балансе. Тем не менее в 2024 году чистая прибыль снизилась на 11,3% г/г, а рентабельность - на 2 п. п. на фоне разовых расходов, связанных с проведением IPO, однако без этих разовых затрат прибыль выросла бы на 14,7% г/г, а рентабельность - на 0,8 п. п.

Мы ожидаем, что компания продолжит оптимизировать затраты на производство путем автоматизации производственных процессов, а запуск направления асептической упаковки положительно повлияет на рентабельность на всех уровнях в 2025–2029 гг. К концу 2027 года, когда производство асептической упаковки выйдет на полную мощность, дополнительную поддержку также начнет оказывать эффект масштаба.

Структура себестоимости в 2024 году



Источник: компания, SberCIB

Основные поставщики



Источник: компания, SberCIB

Динамика показателей рентабельности компании



Источник: компания, SberCIB

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА

Финансовый долг на конец 2021 года составлял 506,6 млн руб. К концу 2023 года долг сократился до 259,6 млн руб., то есть почти вдвое (минус 49% за два года). В июне 2024 года компания полностью выплатила облигационный заем в размере 118,1 млн руб., а также частично сократила задолженность по банковским кредитам. В результате на конец 2024 года финансовый долг снизился до 108 млн руб.

Способность обслуживать процентные платежи улучшилась в ходе сокращения долга. В 2021 году, при относительно высоком долге (примерно 507 млн руб.), процентные расходы существенно давили на прибыль, и коэффициент покрытия процентов операционной прибылью составлял 1. К 2023 году, благодаря снижению долга до 108 млн руб. и росту EBITDA до 505 млн руб., коэффициент покрытия процентов вырос до 7,2.

За период с 2021 по 2024 гг. компания накопила существенную сумму на балансе в виде денежных средств и их эквивалентов. Она выросла с 3,1 млн руб. до 602,6 млн руб. Чистая денежная позиция компании по итогам 2024 года составила минус 495 млн руб., а коэффициент «чистый долг/EBITDA» - минус 0,96.

Мы не ждем увеличения совокупного долга компании, несмотря на строительство нового комплекса для производства асептической упаковки. Накопленных денежных средств, а также операционного денежного потока хватит для реализации планов. Таким образом, долговая нагрузка, по нашей оценке, сохранится почти на нулевых уровнях.

ДИВИДЕНДЫ

Дивидендная политика компании предусматривает выплаты не менее 10% от чистой прибыли по РСБУ и зависит от ее финансово-хозяйственных планов на последующие периоды, структуры оборотных средств и долговой нагрузки на конец соответствующего периода.

Компания объявила о первой выплате дивидендов качестве публичной компании за 2024 год. Коэффициент выплат составил 25,2% от чистой прибыли по РСБУ, или 27% от чистой прибыли по МСФО, а дивидендная доходность на момент объявления дивидендов составляла 0,7%.

Мы полагаем, что, несмотря на масштабные инвестиции, текущий уровень ликвидности и накопленная денежная подушка, скорее всего, позволят компании и дальше выплачивать дивиденды. По мере выхода нового комплекса на проектную мощность и достижения положительного СДП (в 2027 году) компания получит потенциал для поэтапного повышения коэффициента выплат. Мы ожидаем, что Ламбумиз может довести его до уровня 40%.

Долговая нагрузка, млн руб.



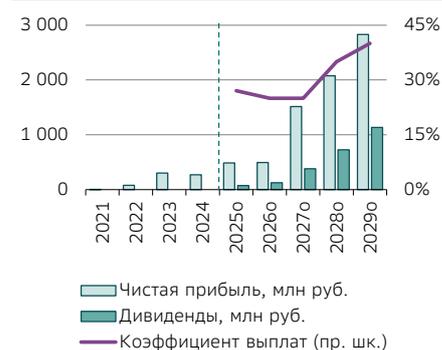
Источник: компания, SberCIB

Свободный денежный поток и дивиденды, млн руб.



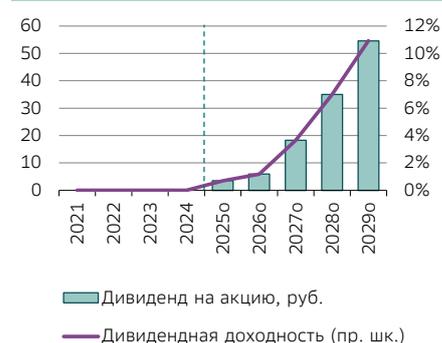
Источник: компания, SberCIB

Коэффициент дивидендных выплат, % от чистой прибыли



Источник: компания, SberCIB

Дивиденд на акцию и дивидендная доходность



Источник: компания, SberCIB

Ламбумиз уникален для российского рынка, но оценен дорого по сравнению с международными аналогами

В данный момент акции Ламбумиза торгуются с мультипликаторами, существенно превышающими показатели сопоставимых компаний, что отражает как малый объем и низкую ликвидность бумаг, так и высокие ожидания по росту бизнеса.

При текущей цене около 470 руб. за акцию (капитализация примерно 9,7 млрд руб.) Ламбумиз оценен рынком примерно в 14 по мультипликатору EV/EBITDA 2025o и 19,9 – по P/E 2025o. Для сравнения, крупные международные производители упаковки торгуются заметно дешевле: средний EV/EBITDA 2025o равен 9,8, а средний P/E 2025o – 15,8. Даже с учетом более высоких темпов роста выручки Ламбумиза и его лидерства на нишевом рынке премия в оценке выглядит значительной. На российском рынке прямых аналогов компании нет (ни одна другая компания – производитель упаковки на бумажной основе не торгуется на бирже).

Ламбумиз обладает редким сочетанием: нециклический стабильный бизнес (упаковка для базовых продуктов питания) и возможность скачка роста за счет выхода в новое направление. В связи с этим в котировки закладываются высокие мультипликаторы (учитывается потенциал удвоения масштабов компании и повышения ее прибыли в будущем). Если компания реализует стратегию, ее финансовые показатели улучшатся, и мультипликаторы нормализуются. В ином случае котировки могут скорректироваться к более консервативным уровням, ближе к среднеотраслевым. **Дальнейшая динамика акций будет во многом зависеть от прогресса инвестиционного проекта и фактического улучшения финансовых результатов. Текущая цена акций уже отражает будущие темпы роста.**

Показатели международных производителей упаковки для жидких пищевых продуктов

Название	Страна	Текущая капитализация, \$ млн	Средние темпы роста за 2021-2024 гг.			Среднее за 2021-2024 гг.		Дивидендная доходность, LTM	Коэффициент выплат
			Выручка	ЕБИТДА	Чистая прибыль	Валовая рентабельность	Рентабельность по ЕБИТДА		
UPM-Kymmene Oyj	Финляндия	14762	-1,4%	3,0%	-32,4%	15,8%	18,0%	5,9%	266%
Stora Enso Oyj	Финляндия	8749	-6,8%	-24,8%	-	38,1%	12,0%	1,9%	-
Amcor plc	Швейцария	22740	2,0%	-2,4%	-8,0%	19,8%	14,2%	3,2%	90%
International Paper Company	США	27623	-1,3%	-10,1%	-31,7%	28,4%	12,8%	2,6%	183%
Sealed Air Corporation	США	4826	-0,9%	-0,5%	-19,5%	30,5%	19,5%	2,4%	40%
Smurfit Westrock Plc	Ирландия	24931	20,9%	16,7%	-26,5%	22,9%	15,4%	3,5%	171%
Graphic Packaging Holding Company	США	6870	7,2%	17,3%	47,8%	20,0%	17,6%	1,8%	20%
Sonoco Products Company	США	4702	-1,7%	65,3%	-	21,1%	13,5%	4,4%	134%
Packaging Corporation of America	США	18534	2,7%	-0,7%	-1,4%	23,0%	21,4%	2,4%	52%
Ball Corporation	США	16283	-5,1%	-5,6%	65,9%	19,1%	14,5%	1,5%	47%
Среднее		15002	1,6%	5,8%	-0,7%	23,9%	15,9%	3,0%	111%
Медиана		15523	-1,1%	-0,6%	-13,8%	22,0%	15,0%	2,5%	90%
Ламбумиз	Россия	124,2	33,0%	78,0%	468,0%	22,8%	13,0%	0,7%	27,0%

Источник: koufin, SberCIB

Рыночные мультипликаторы международных производителей упаковки для жидких пищевых продуктов

Название	Текущая капитализация, \$ млн	P/S			EV / ЕБИТДА			P/E		
		Среднее за 2021-2024 гг.*	2025о	2026о	Среднее за 2021-2024 гг.*	2025о	2026о	Среднее за 2021-2024 гг.*	2025о	2026о
UPM-Kymmene Oyj	14 762	1,6	1,2	1,1	10,5	9,3	7,3	22,0	16,0	10,9
Stora Enso Oyj	8 749	1,0	0,8	0,7	10,2	9,3	7,6	8,8	21,5	13,7
Amcor plc	22 740	1,2	1,5	1,0	10,6	13,6	7,6	19,9	13,8	11,9
International Paper Company	27 623	0,7	1,0	1,0	6,8	10,4	8,4	23,7	24,1	15,5
Sealed Air Corporation	4 826	1,3	0,9	0,9	9,8	8,1	7,8	17,0	10,6	9,9
Smurfit Westrock Plc	24 931	0,9	0,8	0,8	7,2	7,6	6,9	13,4	16,2	13,1
Graphic Packaging Holding Company	6 870	0,8	0,8	0,8	7,8	8,3	7,6	17,4	10,9	9,3
Sonoco Products Company	4 702	1,0	0,6	0,6	13,9	9,0	8,8	15,1	7,9	7,4
Packaging Corporation of America	18 534	1,6	2,1	2,0	8,0	11,1	10,5	15,4	20,2	18,6
Ball Corporation	16 283	1,7	1,3	1,3	15,2	11,4	10,9	36,2	16,5	14,7
Среднее	15 002	1,2	1,1	1,0	10,0	9,8	8,3	18,9	15,8	12,5
Медиана	15 523	1,1	1,0	1,0	10,0	9,3	7,7	17,2	16,1	12,5
Ламбумиз	124,5	3,5	3,0	2,4	18,2	14,0	11,5	36,2	19,9	19,7

Источник: koufin, SberCIB

* для ПАО «Ламбумиз» вместо средних значений за 2021-2024 гг. используется значение на конец 2024 года

SWOT-анализ компании «Ламбумиз»

СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

- Лидерство на российском рынке неасептической упаковки для молока и молочной продукции.
- Значительный рост прибыльности бизнеса на всех уровнях.
- Баланс компании к концу 2024 года крайне устойчив: собственный капитал составляет примерно 85% пассивов, объем заемных средств минимален (чистый долг отрицательный). Коэффициенты ликвидности значительно выше нормативных значений, что указывает на способность компании выдержать неблагоприятные условия и инвестировать в развитие без угрозы для платежеспособности.
- Рекордное сокращение срока оборачиваемости запасов (до 28 дней) свидетельствует об эффективном управлении цепочкой поставок и производством. Компания сумела обеспечить непрерывную работу даже при перебоях с сырьем, быстро адаптировавшись к местным поставкам.

СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

- Продуктовая линейка компании отличается низкой диверсификацией по направлениям. Компания сосредоточена на производстве неасептической упаковки (83% выручки в 2024 году).
- После взрывного роста 2022 года компания столкнулась со стагнацией выручки: в 2023 году продажи не увеличились, а в 2024 году их рост составил лишь 7%. Это может указывать на насыщение текущих производственных мощностей или рынка в краткосрочной перспективе.
- Ограниченная географическая диверсификация. В случае экономических спадов в РФ или снижения спроса на внутреннем рынке Ламбумиз может пострадать, т. к. у компании нет выхода на иностранные рынки, которые могли бы «компенсировать» ее потери.

ВОЗМОЖНОСТИ

- Расширение продуктовой линейки компании. Планируемый выход в направление асептической упаковки для молока (например, ультрапастеризованного молока с длительным сроком хранения) откроет для Ламбумиза новый крупный рынок.
- Ламбумиз может использовать свой научно-производственный потенциал для разработки новых видов упаковки (в том числе экологических, биоразлагаемых материалов) или сопутствующих товаров для пищевой промышленности.
- Стабильный спрос на упаковку в странах СНГ или других регионах может стать драйвером роста. Освоение зарубежных рынков диверсифицирует риски и увеличит выручку в твердой валюте.

Риски

- Если международные конкуренты или их дочерние структуры возобновят активную деятельность на российском рынке упаковки, Ламбумиз столкнется с конкурентным давлением. Иностранные компании могут привнести новейшие технологии, практиковать агрессивный маркетинг или демпинг цен, что затруднит удержание доли рынка.
- Производство упаковки зависит от ситуации с сырьем (картон, полимеры для ламинации). Рост цен на материалы может снижать маржу, если не удастся своевременно переложить издержки на потребителей.
- Строительство нового завода для асептической упаковки – сложный проект. Возможны риски превышения бюджета, задержка ввода в эксплуатацию, проблемы с освоением новой технологии. Если реализация проекта затянется или новый комплекс не даст ожидаемого качества продукции, компания может понести убытки или иметь упущенную выгоду.

Ограничение ответственности