

1 квартал 2019

ЦЕЛЛЮЛОЗНО-БУМАЖНАЯ
ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

АНАЛИТИЧЕСКОЕ ПОКРЫТИЕ

ЗАО «ЛАМБУМИЗ»

Выпуск 1

Наименование выпуска
ЛАМБУМИЗ КО-П01Состояние выпуска
в обращенииНачало размещения
23.08.2017Дата погашения
13.08.2019Объем эмиссии
60 млн руб.

Выпуск 2

Наименование выпуска
ЛАМБУМИЗ БО-П01Состояние выпуска
готовится

Начало размещения

Дата погашения

Объем эмиссии
120 млн руб.

Аналитики

Денис Видяйкин dv@uscapital.ru**Иван Рожков** ir@uscapital.ru

Ключевые тезисы

- «Ламбумиз» является одним из лидеров, занимая четверть рынка молочной упаковки. Конкуренция ограничена 5 компаниями-производителями. Выход на рынок конкурентов затруднен существенными инвестиционными затратами.
- Потенциал роста молочного рынка и упаковки высокий, однако он ограничен растущими ценами на молочную продукцию при падающих доходах населения.
- «Ламбумиз» имеет существенные производственные активы, которые в 4,6 раза покрывают долг.
- Рисками служат растущая долговая нагрузка при стабильной выручке: для успешной конкуренции на рынке компания вынуждена предлагать клиентам хорошие условия по оплатам.
- Компания планирует наращивать объем производства и развивать направление ламинированной упаковки.

Олигопольный рынок

По оценке ФАС, российский рынок картонной упаковки для жидких пищевых продуктов формируют 5 компаний. У каждой из них своя ниша и ключевые покупатели, с которыми заключаются долгосрочные контракты.

Рынок имеет значительный потенциал: рекомендуемая Минздравом РФ норма потребления молочных продуктов — 325 кг на человека в год, фактическая — лишь 225 кг. Ограничения представляют растущие цены при падающих доходах населения.

Российский рынок картонной упаковки

48%
ЗАО «Элопак»



26%
ЗАО «Ламбумиз»

11%
ООО «Роспак»

11%
ООО «Пром-Упак» («Молопак»)*

4%
АО «Тетра Пак»

Молочная отрасль в России

Производство молочных продуктов млн т



Потребление молочных продуктов кг на чел.



Реальные располагаемые доходы населения в процентах



Цена молока жирностью 2,5-3,2% руб. за 1 л



* Выкупленный инвестором из Индии завод «Молопак» работает под брендом «Пром-Упак»
<https://www.dairynews.ru/interview/intervyu-s-timurom-gushchinym-generalnym-direktoro.html>

ЗАО «Ламбумиз» специализируется на производстве упаковки Gable Top

Основную выручку компании приносит изготовление картонной упаковки Gable Top. До 10% приходится на дополнительные проекты — гибкую и комбинированную тару.

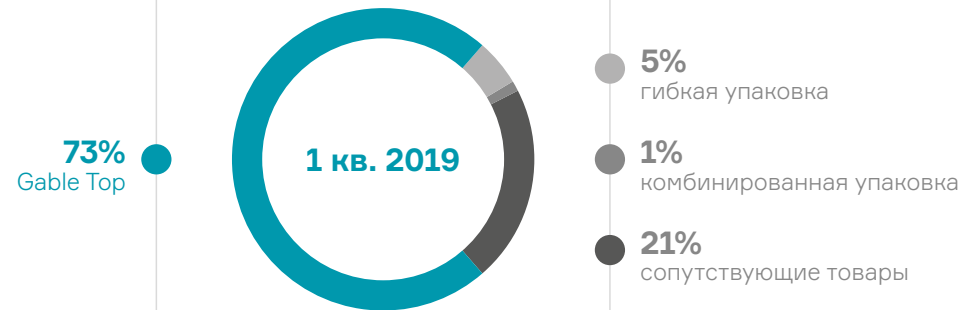
В 2019 г. «Ламбумиз» будет развивать направление ламинированного картона и продукции из него, а также направление гибкой упаковки.

Ключевым драйвером роста для сегмента молочной упаковки является шестицветная упаковка.

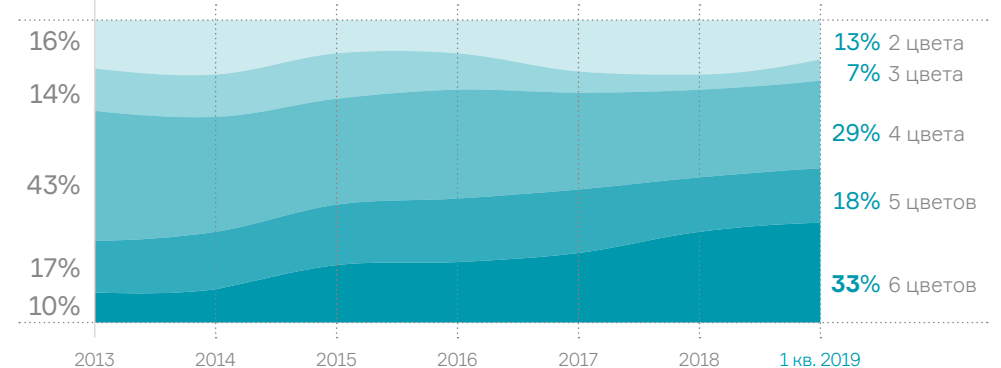
Ее доля с 2013 г. выросла с 10% до 33% на конец первого квартала 2019 г.

Четырехцветный вид упаковки — второй по популярности среди клиентов.

Структура продаж



Доли продаж многоцветной упаковки Gable Top



«Ламбумиз» — один из крупнейших производителей упаковки для молока в России

Компания располагает производственными линиями, размещенными на собственной площадке. Рыночная стоимость всех активов оценивается в 2 млрд руб.

Компания осуществляет полный цикл производства — от обработки картона до нанесения дизайна.

Активы компании

млрд руб.



2,0
Рыночная стоимость активов



0,4
Кредитный долг



Производственное оборудование

- 2 шестицветные машины
- 1 четырехцветная машина
- 3 линии фальцесклейки
- 2 линии ламинации
- Линии резки и прочее оборудование

Основные финансовые показатели компании

Финансовое положение компании устойчивое, однако основные риски заключаются:

- в растущем финансовом долге при постоянной выручке;
- в низкой операционной рентабельности и рентабельности по чистой прибыли;
- в увеличении срока оборачиваемости запасов.

Кредитный портфель вырос на фоне снижения кредиторской задолженности и выручки в 2017 году. В 2018 году компания нарастила оборотный капитал (отсрочки клиентам и запасы) и выручку до 1,1 млрд руб.

В 2017 году основной поставщик «Ламбумиз» — завод Mondi — переориентировал производство в России на другой тип бумаги и снизил объем отгрузок. В результате компания сменила основного поставщика и в настоящее время работает с пулом из 4 основных производителей бумаги, однако значительный объем долга перед прежним поставщиком был погашен за счет привлечения банковского финансирования.

Показатели

тыс. руб.

	2015	2016	2017	1 кв. 18	2 кв. 18	3 кв. 18	4 кв. 18	1 кв. 2019
Валюта баланса	648 525	1 007 028	1 053 233	1 085 670	1 020 887	1 083 578	1 135 548	1 135 690
Основные средства	56 076	83 689	71 212	67 872	69 992	66 430	62 896	60 727
Собственный капитал	388 121	410 416	418 966	422 093	427 274	430 781	434 350	437 981
Запасы	232 762	254 147	248 357	266 499	243 093	299 331	327 912	345 274
Дебиторская задолженность	114 086	140 756	203 847	224 231	254 205	278 336	308 040	293 466
Кредиторская задолженность	228 333	227 162	150 507	184 478	119 593	161 045	169 746	195 644
Финансовый долг	28 707	360 273	416 230	408 748	405 251	425 795	463 744	433 181
долгосрочный	22 500	305 000	295 550	295 000	318 000	396 000	390 000	382 500
краткосрочный	6 207	55 273	120 680	113 748	87 251	29 795	73 744	50 681
Выручка	1 138 529	1 224 936	985 137	255 485	552 260	835 671	1 129 745	284 957
Валовая прибыль	156 906	183 692	130 789	36 128	75 564	112 773	152 536	48 718
ЕБИТДА	46 666	64 947	24 699	8 913	19 929	31 225	43 826	10 201
Чистая прибыль	16 450	22 292	8 551	3 126	8 308	11 814	15 383	3 631
Долг / Выручка	0,03	0,29	0,42	0,41	0,39	0,38	0,41	0,37
Долг / Капитал	0,07	0,88	0,99	0,97	0,95	0,99	1,07	0,99
Долг / ЕБИТДА	0,62	5,55	16,85	16,03	10,97	10,85	10,58	9,60
Валовая рентабельность	13,78%	15,00%	13,28%	14,14%	13,68%	13,49%	13,50%	17,10%
Рентабельность по ЕБИТДА	4,10%	5,30%	2,51%	3,49%	3,61%	3,74%	3,88%	3,58%
Рентабельность по чистой прибыли	1,44%	1,82%	0,87%	1,22%	1,50%	1,41%	1,36%	1,27%

Основные контрагенты

Кредиторы эмитента — поставщики картона, которые предоставляют отсрочку по оплатам.

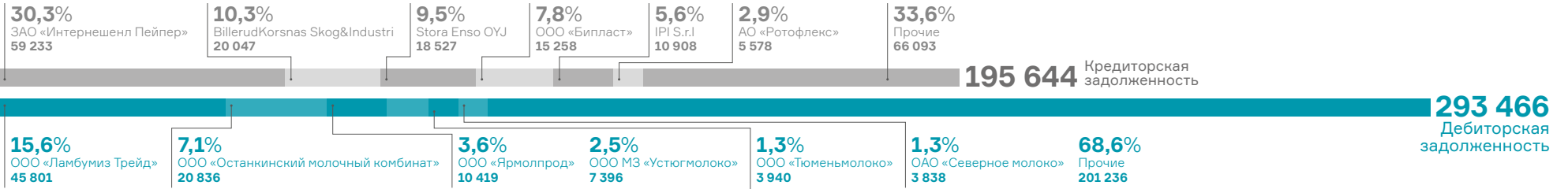
Наиболее крупными дебиторами являются клиенты «Ламбумиз». Преимущественно это молочные заводы.

С 2012 года при росте выручки с 0,6 до 1,1 млрд руб. у компании увеличились:

- запасы в 3,6 раза;
- дебиторская задолженность в 3 раза;
- кредиторская задолженность в 5 раз.

Основные кредиторы и дебиторы

тыс. руб.



Операционные показатели



Долговая нагрузка

Несмотря на рост долговой нагрузки в абсолютном выражении, относительные показатели демонстрируют стабильную динамику.

Риск вызывает отношение долга к EBITDA: темпы роста долга значительно выше, чем прибыли, при этом долг в выручке в последние 3 года стабилен.

Относительно оборотного капитала долг показывает положительную динамику: он покрывается ликвидным капиталом на 135%.

Долговая нагрузка

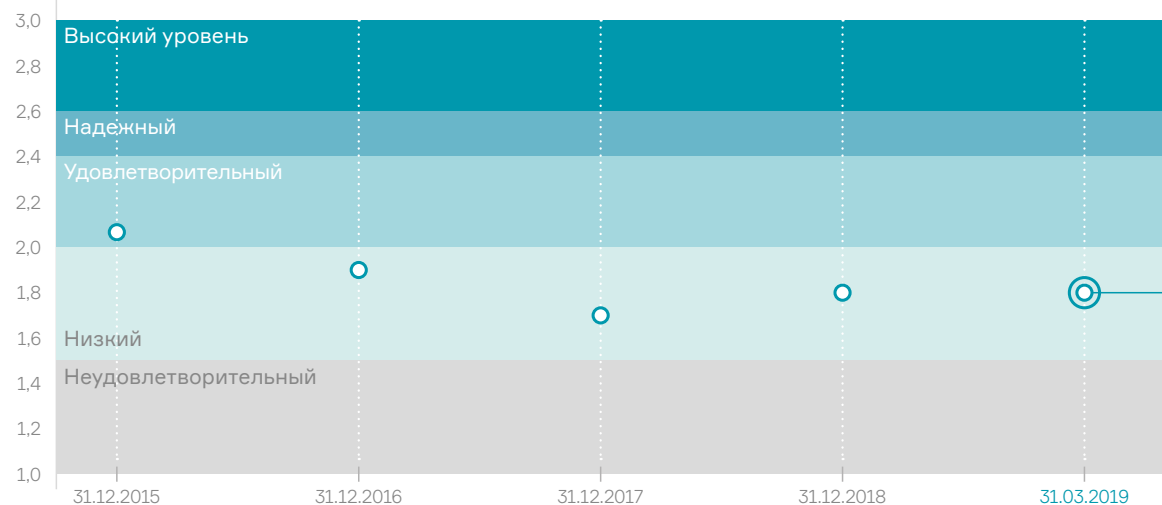
тыс. руб.

Финансовый долг	Тип	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.03.2019
ПАО «СДМ-Банк»	Кредит	250 000	346 900	390 000	382 500
ПАО «СДМ-Банк»	Овердрафт			28 157	23 284
ООО КБ «Преодоление»	Кредит	75 000	69 330		
Прочие		35 273		45 587	27 397
Кредиты и займы		360 273	416 230	463 744	433 181
Облигации	Коммерческие		60 000	60 000	60 000
Всего		360 273	476 230	523 744	493 181
Долг / Выручка		0,29	0,42	0,41	0,37
Долг / Капитал		0,88	0,99	1,07	0,99
Долг / EBITDA		5,55	16,85	10,58	9,60
Долг / Оборотный капитал		0,90	1,03	0,80	0,75

Согласно разработанной оценке USC, финансовое состояние компании — низкое

Рейтинг USC упал и находится на низком уровне из-за растущего долга при сохранении выручки на одном уровне, а также ухудшении показателей оборачиваемости.

Оценка финансового состояния «Ламбумиз»



Совокупная оценка бизнеса «Ламбумиз» в 1 кв. 2019 г.

1,28 Качественные
показатели

0,51 Количественные
показатели

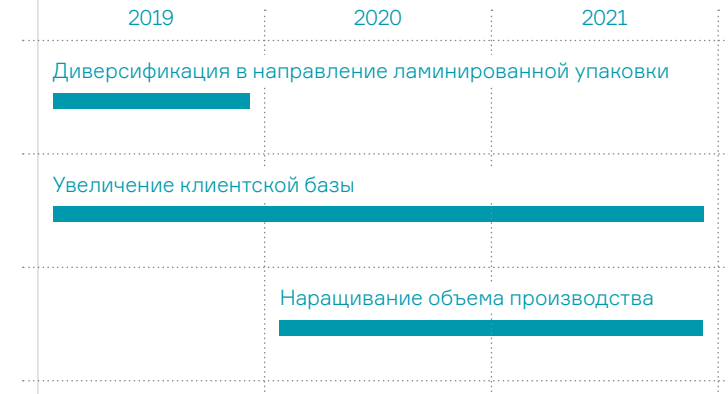
Ключевыми направлениями стратегии для «Ламбумиза» являются наращивание объема производства и диверсификация продуктовой линейки

Ограничения и риски



- 1 Растущая долговая нагрузка.**
«Ламбумиз» имеет существенные производственные активы, которые в разы покрывают долг.
- 2 Сбои и ошибки в поставках.**
Компания постоянно формирует страховой запас.
- 3 Стагнация на рынке молока.**
Компания имеет возможность поддерживать своих ключевых клиентов за счет оборотного капитала.
- 4 Усиление конкуренции.**
«Ламбумиз» — один из лидеров на рынке молочной упаковки с долей 26%.

Стратегия развития



- Серьезный риск
- Умеренный риск
- Незначительный риск

Отчетность по РСБУ

Баланс

Форма №1

	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.12.18	31.03.19
Нематериальные активы	76	1 068	1 019	19 941	18 908
Основные средства	56 076	83 689	71 212	62 896	60 727
Долгосрочные финансовые вложения	160 965	519 818	505 748	396 084	397 669
Прочие внеоборотные активы	40 536	3 643	11 594	0	
Итого внеоборотные активы	257 653	608 218	589 573	478 921	477 304
Запасы	232 762	254 147	248 357	327 912	345 274
НДС	818	341	2 539	11 305	10 354
Дебиторская задолженность	114 086	140 756	203 847	308 040	293 466
Денежные средства	1 987	2 079	7 639	2 522	3 963
Прочие оборотные активы	1 169	1 485	1 229	6 848	5 329
Итого оборотные активы	390 872	398 808	463 611	656 627	658 386
Уставный капитал	47	47	47	47	47
Добавочный капитал	22 896	22 896	22 896	22 896	22 896
Резервный капитал	9	9	9	9	9
Нераспределенная прибыль	365 169	387 464	396 014	411 398	415 029
Итого капитал	388 121	410 416	418 966	434 350	437 981
Займы и кредиты	22 500	305 000	295 550	390 000	382 500
Прочие долгосрочные пассивы			60 000	60 000	60 000
Итого долгосрочные обязательства	22 500	305 000	355 550	450 000	442 500
Займы и кредиты	6 207	55 273	120 680	73 744	50 681
Кредиторская задолженность	228 333	227 162	150 507	169 746	195 644
Резервы предстоящих расходов и платежей	3 364	9 177	7 530	7 708	8 884
Итого краткосрочные обязательства	237 904	291 612	278 717	251 198	255 209
Баланс	648 525	1 007 028	1 053 233	1 135 548	1 135 690

	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.12.18	31.03.19
Выручка	1 138 529	1 224 936	985 137	1 129 745	284 957
Себестоимость	981 623	1 041 244	854 348	977 209	236 239
Валовая прибыль	156 906	183 692	130 789	152 536	48 718
Коммерческие расходы	15 942	13 746	15 483	18 345	13 772
Управленческие расходы	93 731	114 954	104 790	97 965	26 607
Прибыль (убыток) от реализации	47 233	54 992	10 516	36 226	8 339
Операционные доходы и расходы					
Проценты к получению	9 524	15 880	71 021	61 903	13 184
Проценты к уплате	8 676	27 779	53 828	58 858	14 971
Прочие операционные доходы	38 354	54 787	23 890	31 374	12 906
Прочие операционные расходы	66 127	69 608	40 373	49 812	14 964
Прибыль до налогообложения	20 308	28 272	11 226	20 833	4 494
Отложенные налоговые активы					
Отложенные налоговые обязательства					
Налог на прибыль	3 858	5 980	2 675	5 450	863
Чистая прибыль	16 450	22 292	8 551	15 383	3 631

Приложение 1

Методология оценки USC

Составляющие качественной оценки

Концепция и инфраструктура компании
Оценка рынка сбыта и отрасли
Чувствительность бизнеса и менеджмент
Исполнение обязательств
Юридическая структура

Количественные показатели

Показатели рентабельности: по чистой прибыли, активов, инвестиций в компанию и т. п.
Финансовый долг к EBITDA/EBIT
Отношение долга к активам
Коэффициент автономии
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами
Коэффициент текущей ликвидности
Показатели оборачиваемости и др.

Оценка количественных показателей основана на сравнительном анализе с усредненными показателями компаний-представителей отраслей, в которых функционирует анализируемая компания.

По результатам сравнения каждому показателю присваивается оценка, полученная эмпирически, которая умножается на вес, обозначающий вклад каждого показателя в общую платежеспособность.

Оценка качественных показателей происходит через присвоение баллов за многие аспекты деятельности компании, которые мы считаем важными при анализе платежеспособности, основываясь на опыте реализации долговых программ.

Таким образом формируется интегральная оценка, отражающая финансовое состояние эмитента с учетом отраслевой специфики и компаний-конкурентов. В нашей классификации используются 5 категорий уровней платежеспособности:

ВЫСОКИЙ

Компания-лидер в своем сегменте с высоким уровнем платежеспособности и низкими рисками для инвестиций.

НАДЕЖНЫЙ

Промежуточный уровень, когда компания является устойчивой на рынке, но имеет ряд недостатков: низкая рентабельность, высокое соотношение долга к активам либо к показателям прибыли.

УДОВЛЕТВОРИТЕЛЬНЫЙ

Компания платежеспособна, но имеет ряд недостатков, связанных с операционной деятельностью: в последнее время наблюдалось падение показателей, рост долговой нагрузки, рост срока оборачиваемости и т.п.

НИЗКИЙ

Компания может испытывать проблемы с платежеспособностью, инвестиции являются рисковыми.

НЕУДОВЛЕТВОРИТЕЛЬНЫЙ

Компания находится на пороге банкротства и отражает финансовые показатели не в полной мере.



Представленная информация в виде аналитического отчета под названием «Аналитическое покрытие» подготовлена аналитиками «Юнисервис Капитал» (общество с ограниченной ответственностью, именуемое в дальнейшем Компания) на основе открытых источников, заслуживающих доверия, по нашему мнению, а также информации, которую предоставляют компании, упомянутые в отчете. Мы рекомендуем использовать информацию, размещенную в отчете, исключительно в ознакомительных целях, так как мы не можем гарантировать точности и полноты представленных данных из-за того, что Компания не ведет аудита или иной проверки предоставляемой информации. Данная информация должна рассматриваться исключительно как личное мнение аналитиков, чьи имена указаны на начальной странице текущего отчета, относительно организаций, рынков, описываемых событий и их взаимосвязей, но стоит учитывать, что мнение Компании может отличаться от мнения аналитиков. Мы настоятельно рекомендуем не принимать инвестиционных или любых иных решений, руководствуясь лишь данным отчетом. Пользователи должны принимать решения самостоятельно или с помощью привлеченных независимых консультантов, если сочтут нужным, на основе собственного анализа, где данный отчет может выступать лишь одним из факторов, влияющих на принятие решения. Ни Компания, ни аналитики не несут ответственности за действия, совершенные на основе информации, изложенной в настоящем отчете. Информация, изложенная в отчете, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов, при этом единственным источником опубликования текущей информации выступает сайт Компании — uscapital.ru. Информация, содержащаяся в отчетах, может изменяться в дальнейшем по усмотрению Компании без уведомлений, если иное не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении.

ООО «Юнисервис Капитал»
Россия, 630007, Новосибирск, ул. Спартака, 12/1, 11 этаж

uscapital.ru

info@uscapital.ru

+7 (383) 349-57-76

8 (800) 301-38-31

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ

Евгений Белогуров

be@uscapital.ru
+7 (383) 349-57-76, доб. 216

ОТДЕЛ ПО СВЯЗЯМ С ОБЩЕСТВЕННОСТЬЮ

Артём Иванов

as@uscapital.ru
+7 (383) 349-57-76, доб. 209