

9 месяцев 2019

## АНАЛИТИЧЕСКОЕ ПОКРЫТИЕ

ЦЕЛЛЮЛОЗНО-БУМАЖНАЯ  
ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

## ЗАО «ЛАМБУМИЗ»

## Выпуск 1

Наименование выпуска  
**ЛАМБУМИЗ КО-П01**Состояние выпуска  
**погашен**Начало размещения  
**23.08.2017**Дата погашения  
**25.07.2019**Объем эмиссии  
**60 млн руб.**

## Выпуск 2

Наименование выпуска  
**ЛАМБУМИЗ БО-П01**Состояние выпуска  
**в обращении**Начало размещения  
**17.07.2019**Дата погашения  
**20.06.2024**Объем эмиссии  
**120 млн руб.**

## Ключевые тезисы

### Показатели ЗАО «Ламбумиз»

9 мес. 2019

Выручка (млн руб.) **772,3**

Рентабельность по EBIT (%) **3,5 (+0,9% Y/Y)**

Рентабельность по чистой прибыли (%) **1,3 (-0,2 Y/Y)**

Долг/Выручка (раз) **0,49x (+0,11% Y/Y)**

Долг/Капитал (раз) **1,19x (+0,2% Y/Y)**

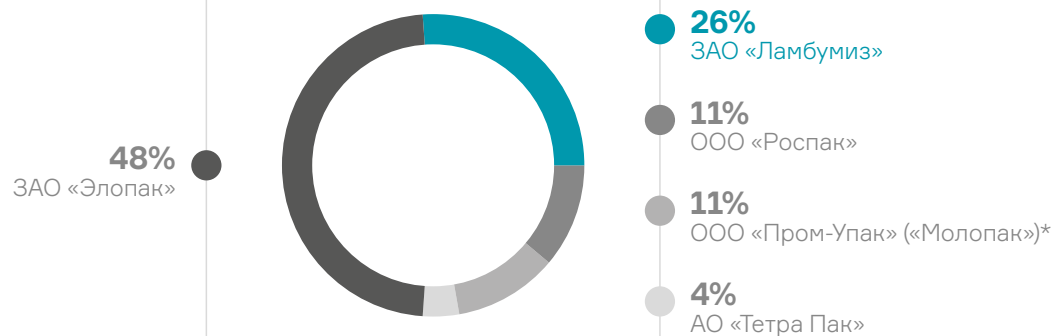
Долг/EBIT (раз) **12,82x (-4,22 Y/Y)**

## 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



### 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-timuro-m-gushchinym-generalnym-direktoro.html>

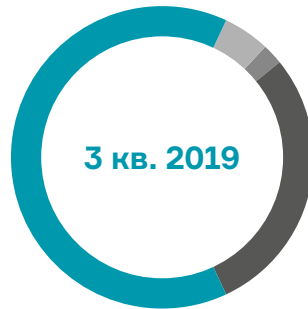
## ЗАО «Ламбумиз» специализируется на производстве упаковки Gable Top

Основную выручку компании приносит изготовление картонной упаковки Gable Top. До 10% приходится на дополнительные проекты — гибкую и комбинированную тару. В 2019 г. «Ламбумиз» активно развивал направление ламинированного картона и продукции из него, а также направление гибкой упаковки.

В структуре продаж многоцветной упаковки Gable Top наибольшую долю продолжают занимать пакеты объемом 1 литр. В третьем квартале 2019 г. «Ламбумиз» запустил производство тары типа Б объемом 0,25 л.

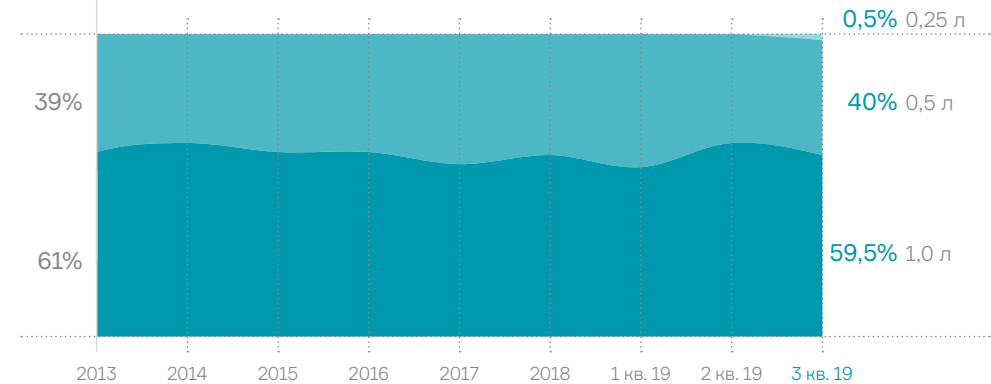
### Структура продаж

63,6%  
Gable Top



- 5,1%  
гибкая упаковка
- 1,9%  
комбинированная упаковка
- 29,4%  
сопутствующие товары

### Доли продаж 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

0,5  
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

Кредитный портфель вырос на фоне снижения кредиторской задолженности и выручки 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.

В третьем квартале 2019 г. «Ламбумиз» продолжил работу над повышением эффективности: валовая рентабельность в сравнении с 2018 годом выросла на 2%, до 15,5%. Рентабельность по EBIT увеличилась до 3,5%. В связи с ростом долга увеличилась долговая нагрузка: долг в выручке — на уровне 49%, долг / EBIT — 12,82х.

### Показатели

тыс. руб.

	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.03.18	30.06.18	30.09.18	31.12.18	31.03.19	30.06.19	30.09.19
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	1 104 322	1 206 034
Основные средства	56 076	83 689	71 212	67 872	69 992	66 430	62 896	60 727	58 688	55 032
Собственный капитал	388 121	410 416	418 966	422 093	427 274	430 781	434 350	437 981	440 909	444 094
Запасы	232 762	254 147	248 357	266 499	243 093	299 331	327 912	345 274	316 625	364 864
Финансовые вложения	201 015	519 818	505 748	506 748	437 180	395 614	396 084	397 669	388 905	162 470
Дебиторская задолженность	114 086	140 756	203 847	224 231	254 205	278 336	308 040	293 466	302 638	588 365
Кредиторская задолженность	228 333	227 162	150 507	184 478	119 593	161 045	169 746	195 644	171 540	228 962
Финансовый долг	28 707	360 273	416 230	408 748	405 251	425 795	463 744	433 181	424 815	527 825
Выручка	1 138 529	1 224 936	985 137	255 485	552 260	835 671	1 129 745	284 957	544 980	772 337
Валовая прибыль	156 906	183 692	130 789	36 128	75 564	112 773	152 536	48 718	83 353	120 090
Прибыль от реализации (EBIT)	47 233	54 992	10 516	5 484	13 524	21 846	36 226	8 339	17 443	26 804
Проценты к уплате	8 676	27 779	53 828	14 723	29 148	43 824	58 858	14 971	26 197	42 185
Операционная прибыль	19 460	40 171	-5 967	2 129	6 028	10 331	17 788	6 281	7 572	14 288
Чистая прибыль	16 450	22 292	8 551	3 126	8 308	11 814	15 383	3 631	6 559	9 744
Долг / Выручка	0,03	0,29	0,42	0,41	0,39	0,38	0,41	0,37	0,38	0,49
Долг / Капитал	0,07	0,88	0,99	0,97	0,95	0,99	1,07	0,99	0,96	1,19
Долг / Прибыль от реализации (EBIT)	0,61	6,55	39,58	21,98	17,69	17,04	12,80	11,08	10,58	12,82
Валовая рентабельность	13,8%	15,0%	13,3%	14,1%	13,7%	13,5%	13,5%	17,1%	15,3%	15,5%
Рентабельность по реализации (EBIT)	4,1%	4,5%	1,1%	2,1%	2,4%	2,6%	3,2%	2,9%	3,2%	3,5%
Рентабельность по чистой прибыли	1,4%	1,8%	0,9%	1,2%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,2%	1,3%

## Основные контрагенты

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

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

При росте выручки с 0,6 млрд руб. в 2012 г. до 1,1 млрд руб. по итогам 2018 г. 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

**Динамика выручки**  
млн руб.



**Динамика запасов**  
млн руб.



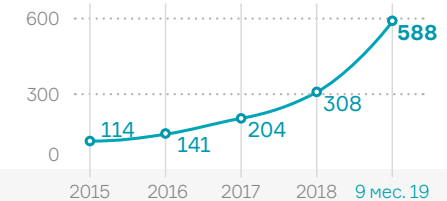
**116**  
дней  
Оборот запасов

**Кредиторская задолженность**  
млн руб.



**128**  
дней  
Оборот кредиторской задолженности

**Дебиторская задолженность**  
млн руб.



**66**  
дней  
Оборот дебиторской задолженности

## Долговая нагрузка

В 3 квартале 2019 года финансовый долг компании вырос до 527,8 млн рублей, что повлияло на показатели долговой нагрузки. Соотношение долг/ЕБИТ увеличилось до 12,82х, что соответствует уровню 2018 года. Выручка компании превосходит долг более чем в 2 раза. Оборотный капитал покрывает задолженность на 184%.

### Долговая нагрузка

тыс. руб.

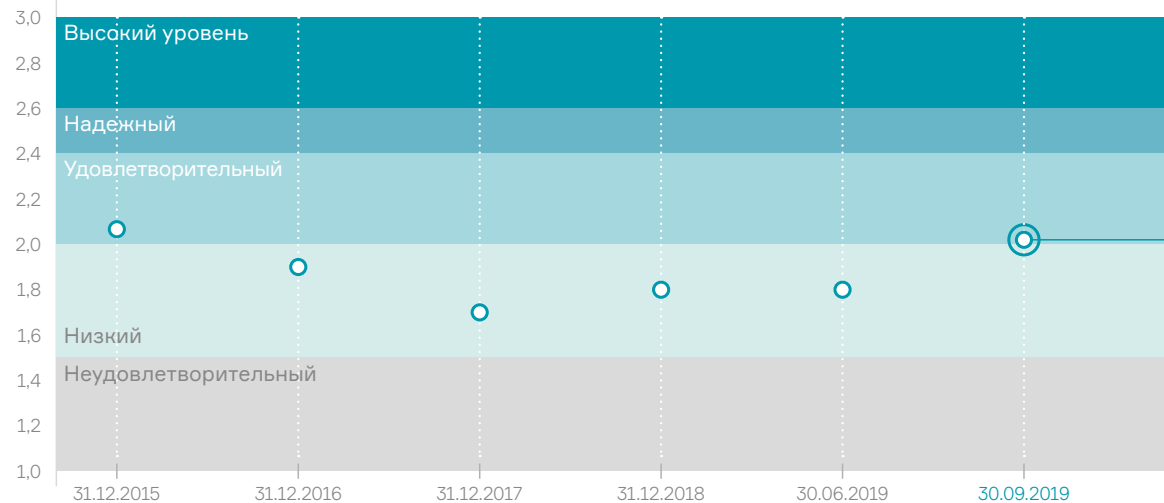
	Тип	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.03.2019	30.06.2019	30.09.2019
<b>Кредиты и займы</b>		<b>360 273</b>	<b>416 230</b>	<b>463 744</b>	<b>433 181</b>	<b>346 815</b>	<b>407 825</b>
Облигации	Коммерческие		60 000	60 000	60 000	60 000	0
	Биржевые	—	—	—	—	—	120 000
<b>Всего</b>		<b>360 273</b>	<b>476 230</b>	<b>523 744</b>	<b>493 181</b>	<b>424 815</b>	<b>527 825</b>
Долг / Выручка		0,29	0,42	0,41	0,37	0,38	0,49
Долг / Капитал		0,88	0,99	1,07	0,99	0,96	1,19
Долг / ЕБИТ		6,55	39,58	12,80	11,08	10,58	12,82
<b>Долг / Оборотный капитал</b>		<b>0,90</b>	<b>0,90</b>	<b>0,71</b>	<b>0,66</b>	<b>0,66</b>	<b>0,54</b>



## Согласно разработанной оценке USC, финансовое состояние компании — удовлетворительное

Интегральная оценка по итогам 9 месяцев 2019 г. улучшилась. Мы относим эмитента к средней, т. е. удовлетворительной, категории платежеспособности. На положительную динамику влияет увеличение прибыли и рост стоимости активов.

### Оценка финансового состояния «Ламбумиз»



### Совокупная оценка бизнеса «Ламбумиз» в 3 кв. 2019 г.

**1,25** Качественные  
показатели

**0,77** 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%.

- Серьезный риск
- Умеренный риск
- Незначительный риск

### Стратегия развития

	2019	2020	2021
Диверсификация в направление ламинированной упаковки	■		
Увеличение клиентской базы	■	■	■
Наращивание объема производства		■	■

### Планируемые результаты

- Повышение устойчивости бизнеса.
- Выход в новые регионы за счет расширения каналов сбыта.
- Увеличение выручки на 3% в год.

## Отчетность по РСБУ

### Активы

тыс. руб.

	30.06.18	30.09.18	31.12.18	31.03.19	30.06.19	30.09.19
<b>I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>						
Нематериальные активы	956	20 975	19 941	18 908	17 875	16 842
Основные средства	69 992	66 430	62 896	60 727	58 688	55 032
Незавершенное строительство						
Доходные вложения в материальные ценности						
Долгосрочные финансовые вложения	437 180	395 614	396 084	397 669	388 905	162 470
Отложенные налоговые активы						
Прочие внеоборотные активы	6 621	0	0			
<b>Итого по разделу I</b>	<b>514 749</b>	<b>483 019</b>	<b>478 921</b>	<b>477 304</b>	<b>465 468</b>	<b>234 344</b>
<b>II ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>						
Запасы	243 093	299 331	327 912	345 274	316 625	364 864
НДС	2 276	12 100	11 305	10 354	10 354	10 361
Дебиторская задолженность долгосрочная						
Дебиторская задолженность краткосрочная	254 205	278 336	308 040	293 466	302 638	588 365
Краткосрочные финансовые вложения						
Денежные средства	5 636	7 420	2 522	3 963	3 866	4 525
Прочие оборотные активы	927	3 372	6 848	5 329	5 371	3 576
<b>Итого по разделу II</b>	<b>506 137</b>	<b>600 559</b>	<b>656 627</b>	<b>658 386</b>	<b>638 854</b>	<b>971 691</b>
<b>БАЛАНС</b>	<b>1 020 886</b>	<b>1 083 578</b>	<b>1 135 548</b>	<b>1 135 690</b>	<b>1 104 322</b>	<b>1 206 034</b>

## Отчетность по РСБУ

## Пассивы

тыс. руб.

	30.06.18	30.09.18	31.12.18	31.03.19	30.06.19	30.09.19
<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>						
Уставный капитал	47	47	47	47	47	47
Собственные акции, выкупленные у акционеров						
Добавочный капитал	22 896	22 896	22 896	22 896	22 896	22 896
Резервный капитал	9	9	9	9	9	9
Нераспределенная прибыль	404 322	407 829	411 398	415 029	417 957	421 142
<b>Итого по разделу III</b>	<b>427 274</b>	<b>430 781</b>	<b>434 350</b>	<b>437 981</b>	<b>440 909</b>	<b>444 094</b>
<b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>						
Займы и кредиты	318 000	396 000	390 000	382 500	371 100	479 434
Отложенные налоговые обязательства						
Прочие долгосрочные пассивы	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000	
<b>Итого по разделу IV</b>	<b>378 000</b>	<b>456 000</b>	<b>450 000</b>	<b>442 500</b>	<b>431 100</b>	<b>479 434</b>
<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>						
Займы и кредиты	87 251	29 795	73 744	50 681	53 715	48 391
Кредиторская задолженность	119 593	161 045	169 746	195 644	171 540	228 962
Задолженность учредителям						
Доходы будущих периодов						
Резервы предстоящих расходов и платежей	8 769	5 957	7 708	8 884	7 058	5 153
Прочие краткосрочные пассивы						
<b>Итого по разделу V</b>	<b>215 613</b>	<b>196 797</b>	<b>251 198</b>	<b>255 209</b>	<b>232 313</b>	<b>282 506</b>
<b>БАЛАНС</b>	<b>1 020 887</b>	<b>1 083 578</b>	<b>1 135 548</b>	<b>1 135 690</b>	<b>1 104 322</b>	<b>1 206 034</b>

## Отчетность по РСБУ

### Отчет о прибылях и убытках, форма №2

тыс. руб.

	6 мес. 18	9 мес. 18	2018	3 мес. 19	6 мес. 19	9 мес. 19
<b>Выручка (нетто) от реализации товаров, продукции, работ, услуг</b>	<b>552 260</b>	<b>835 671</b>	<b>1 129 745</b>	<b>284 957</b>	<b>544 980</b>	<b>772 337</b>
Амортизация						
Себестоимость	476 696	722 898	977 209	236 239	461 627	652 247
Валовая прибыль	75 564	112 773	152 536	48 718	83 353	120 090
Коммерческие расходы	7 523	12 280	18 345	13 772	23 470	35 487
Управленческие расходы	54 517	78 647	97 965	26 607	42 440	57 799
<b>Прибыль (убыток) от реализации</b>	<b>13 524</b>	<b>21 846</b>	<b>36 226</b>	<b>8 339</b>	<b>17 443</b>	<b>26 804</b>
<b>II Операционные доходы и расходы</b>						
Проценты к получению	33 779	48 449	61 903	13 184	26 387	39 637
Проценты к уплате	29 148	43 824	58 858	14 971	26 197	42 185
Доходы от участия в других организациях						
Прочие операционные доходы	13 764	23 831	31 374	12 906	18 337	24 809
Прочие операционные расходы	21 260	35 346	49 812	14 964	28 208	37 325
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>10 659</b>	<b>14 956</b>	<b>20 833</b>	<b>4 494</b>	<b>7 762</b>	<b>11 740</b>
Отложенные налоговые активы						
Отложенные налоговые обязательства						
Налог на прибыль	2 351	3 142	5 450	863	1 203	1 996
<b>Чистая прибыль</b>	<b>8 308</b>	<b>11 814</b>	<b>15 383</b>	<b>3 631</b>	<b>6 559</b>	<b>9 744</b>

## 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 не можем гарантировать точность и полноту представленных данных ввиду отсутствия с нашей стороны 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](http://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](http://uscapital.ru)

[info@uscapital.ru](mailto:info@uscapital.ru)

+7 (383) 349-57-76

8 (800) 301-38-31

#### ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ

**Евгений Белогуров**

[be@uscapital.ru](mailto:be@uscapital.ru)

+7 (383) 349-57-76, доб. 216

#### ОТДЕЛ ПО СВЯЗЯМ С ОБЩЕСТВЕННОСТЬЮ

**Артём Иванов**

[as@uscapital.ru](mailto:as@uscapital.ru)

+7 (383) 349-57-76, доб. 209