

Петрокартон и рынок гофроупаковки: не только крупным тиражом.

АО «Петрокартон» — производитель гофрокартона и гофроупаковки (гофрокороба, самосборные короба, гофролотки и др.), ориентированный на B2B-заказы малых и средних партий. Компания поставяет упаковочные решения для широкого круга отраслей — от пищевой промышленности до химии и автокомпонентов — через упаковочные/типографские компании и конечных потребителей.

ИНСТРУМЕНТ

PRE-IPO
ОБЫКНОВЕННЫЕ
АКЦИИ | 100% CASH-IN

ПЛОЩАДКА РАЗМЕЩЕНИЯ

ИНВЕСТИЦИОННАЯ
ПЛАТФОРМА
«MOEX START»

ДИАПАЗОН СПРАВЕДЛИВОЙ
СТОИМОСТИ (DCF)

7,5-9,4
руб./акция

Инвестиционный тезис

- Нишевое позиционирование: фокус на малых и средних партиях (гибкость, быстрые переналадки, отсутствие жесткого минимального размера заказа), при этом крупные игроки сегментно не конкурируют из-за необходимости частых переналадок и работы со множеством небольших клиентов.
- Конкурентное преимущество по себестоимости: газопаровое оборудование обеспечивает более низкую себестоимость по сравнению с малыми производителями на электрооборудовании; дополнительное давление на малых игроков оказывает рост налоговой нагрузки.
- Диверсифицированная клиентская база: >1 000 клиентов; на топ-10 приходится 40% выручки (9М2025).
- Рост через инвестпрограмму: от повышения эффективности к масштабированию:
 - Этап 1: раскрытие потенциала действующего комплекса — строительство дополнительных производственно-складских площадей, доукомплектование и автоматизация ЛГК и отдельных линий гофрокоробов; внедрение ПО для интеграции производства и склада.
 - Этап 2: увеличение производственных мощностей на базе улучшенного комплекса — закупка дополнительного оборудования (новая ЛГК и линии гофрокоробов) + строительство дополнительных производственных площадей на текущей промплощадке.
- Понятная финансовая траектория: 2025: выручка 909 млн руб., скорр. EBITDA 94 млн руб., маржа EBITDA 10,3%; прогноз до 2030: выручка 5 204 млн руб., EBITDA 967 млн руб.

Ключевые риски

- Риск: замедление спроса на гофроупаковку:
 - Потенциальное замедление потребительского спроса может снизить объемы производства/отгрузок в FMCG и e-commerce и, как следствие, спрос на гофроупаковку.
 - На фоне контроля издержек у клиентов возможна оптимизация упаковки (упрощение конструкций, снижение "перепакровки", уменьшение расхода гофроматериалов на единицу продукции), что способно сдерживать рост рынка и давить на загрузку мощностей/ ценообразование.
- Конкурентное давление / профицит мощностей → риск маржи EBITDA: избыточные мощности на рынке и высокая доля небольших производителей усиливают конкуренцию и давят на рентабельность.
- Сырьевой риск + регуляторика → риск спреда (цена/сырьё) и себестоимости:
 - Сырьевой риск: волатильность цен на бумагу/картон и прочие материалы;
 - Регуляторный риск: изменения в сфере расширенной ответственности производителей и импортеров товаров и упаковки (РОП) / экологического сбора могут повышать издержки отрасли.
- Стабильность ценового спреда, заложенного в прогнозе: в 2025 спред гофрокартона 6,7 руб./кв.м, гофрокороба 15 руб./кв.м; в прогнозе предполагается сохранение уровня 2025, но отмечена вероятность изменения при смене макро-фона.
- Коммерческий риск масштабирования → риск недозагрузки/отставания продаж от ввода мощностей: при реализации инвестпрограммы возможны риски расширения клиентской базы и отставания темпов продаж.
- CAPEX-инфляция / сроки → риск превышения бюджета инвестпрограммы: рост цен на оборудование и зарплат повышает риск превышения бюджета и сдвига сроков.

Обзор бизнеса

АО «Петрокартон» — производитель гофрокартона и гофроупаковки (Ленинградская область / СЗФО); в октябре 2025 г. проведена реорганизация (объединение ООО «Петрокартон» и ООО «Петропак» в АО «Петрокартон»).

Продуктовая линейка

Текущая продуктовая линейка включает:

- Гофрокартон (трехслойный) профиля В, который используется преимущественно для изготовления транспортной тары в силу оптимальности, экономичности и компактности;
- Гофроупаковка (короба, лотки).

Новые продукты:

После реализации инвестпрограммы Компания получит возможность расширить предложение в сегментах:

- пятислойный гофрокартон — более прочный материал, применяемый в том числе для упаковки дорогостоящей техники и перевозки крупногабаритных грузов;
- микрогофрокартон (профиль Е) — используется для компактной упаковки потребительских товаров (косметика, аксессуары и др.).

Основная клиентская база

Клиентская база превышает 1 000 заказчиков, портфель отличается высокой диверсификацией. Компания ориентируется на клиентов, размещающих заказы малыми и средними партиями.

Основные группы заказчиков:

- производители упаковки,
- промышленные предприятия и
- торговые компании.

В сегменте малых и средних партий Компания выстраивает стратегию, опираясь на два ключевых источника конкурентных преимуществ:

- Низкая конкуренция со стороны крупных производителей. Крупные игроки ориентированы на экономию масштаба и не фокусируются на заказах малыми партиями. Производственный процесс Компании адаптирован под частые переналадки, что позволяет быстро выполнять заказы с нестандартными параметрами.
- Сокращение числа небольших производителей. За счет использования газопарового оборудования Компания формирует более низкую себестоимость по сравнению с малыми предприятиями, которые чаще работают на электрооборудовании (массово установленном в период роста спроса, в т.ч. со стороны маркетплейсов). Дополнительное давление на малых игроков оказывает рост налоговой нагрузки (в т.ч. на компании, использующие упрощенные режимы налогообложения).

Текущая продуктовая линейка



Гофрокартон



Гофрокороб



Гофролоток



Самосборный короб



Вспомогательные
упаковочные средства

Добавятся при реализации инвестиционной программы

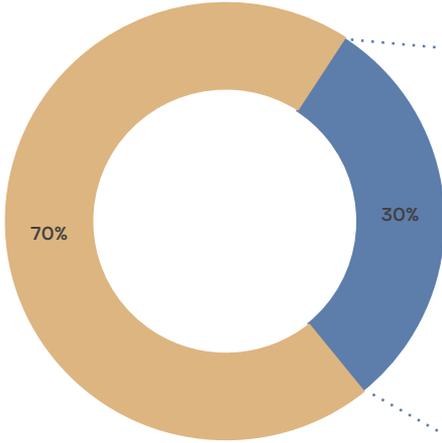


Пятислойный
гофрокартон



Микрогофрокартон
(профиль Е)

График 1. 30% выручки приходится на ТОП-6 крупнейших клиентов



Источник: данные Компании

Таблица 1. ТОП-6 крупнейших клиентов

Клиент	Описание	Выручка компании, 2024 г.	Доля в портфеле Петрокартон
SABOS	Производитель гофроупаковки	1 339	10,3%
ТИПОГРАФИЯ ИНДУСТРИЯ ЦВЕТА	Производитель упаковки с нанесением печати	3 752	5,8%
ГофрПрайм	Производитель гофрокартона и гофрокоробов	220	4,6%
ПТК КАРТОН	Производитель пластиковых флаконов и гофрокоробов	223	3,4%
RWL	Производство каменной ваты	4 733	3,2%
КАРТОН	Производитель гофрокор. и бумажных пакетов	477	2,7%

История компании

2000	Основание ООО «Петрокартон» (Е.Э. Астреинов), старт операционной деятельности.
2006	Основание ООО «Петропак».
2008–2020	Формирование производственной базы: регистрация прав на ЗУ на промплощадке (~38 тыс. кв. м), расширение парка оборудования, запуск полного цикла производства.
2021	Новые акционеры: приобретение ООО «Петрокартон» и ООО «Петропак» В.В. Шумилиным (60%) и О.А. Горбольским (40%); начало обновления оборудования, расширение линейки продукции/услуг.
2022–2024	Расширение производства (приобретение ЗУ ~4 тыс. кв. м, закупка линий/оборудования, модернизация ЛГК); рост производства гофрокоробов +17% и гофрокартона +19% к 2023 г.; переход в категорию среднего бизнеса (выручка >800 млн руб. в 2024 г.).
2025	Подготовка инвестпрограммы 2026–2030 и участие в нацпроекте; подготовка к pre-IPO; создание АО «Петрокартон» (объединение ООО «Петрокартон» и ООО «Петропак»).
2026–2030	Биржа и масштабирование: Компания планирует профинансировать 1-й этап инвестпрограммы через pre-IPO на MOEX Start, реализовать программу масштабирования бизнеса, а после достижения целевых параметров масштаба в 2028–2030 гг. рассмотреть выход на основную площадку Московской биржи.

Развитие с новым составом акционеров и менеджмента

Структура владения

Доли владения (на 20 октября 2025):

- В.В. Шумилин — 48,8%
- О.А. Горбольский — 32,5%
- 5 физических лиц с долями не более 4%.

Итого доля двух ключевых акционеров (Шумилин + Горбольский): 81,3%.

Структура управления

Совет директоров состоит из 7-ми действующих акционеров и 2-х независимых членов совета директоров. Независимыми экспертами являются:

- А.В. Сухов (25 лет опыта в корпоративном управлении), консультирует по вопросам реструктуризации и модернизации активов.
- С.Н. Пушкин (30-летний стаж в банковском секторе и промышленности), оказывает экспертную поддержку по подготовке к процедурам биржевых размещений и прочим инструментам привлечения финансирования.

Стратегия развития

Операционная деятельность

Инвестиционная программа

Инвестпрограмма 973 млн руб. реализуется в 2 этапа (2026 г. и 2027–2029 гг.) и направлена на наращивание производственных мощностей. Реализация программы позволит усилить позиции в нише малых и средних партий картонной упаковки на фоне постепенного ухода небольших производителей.

1

Производственная мощность и производительность труда

К 2030 г. производственная мощность планируется к увеличению в 4 раза — за счет устранения «узких мест» на действующей инфраструктуре и масштабирования через инвестиции. Это должно обеспечить рост производительности труда.

2

Оптимизация производственных и вспомогательных процессов

Фокус на малых и средних партиях требует эффективной работы с широкой клиентской базой (тысячи заказчиков) и высокой операционной эффективности, чтобы минимизировать издержки регулярных переналадок оборудования — ключевое конкурентное преимущество.

3

Финансовая деятельность

Выпуск акций в формате pre-IPO

В начале 2026 г. планируется дополнительный выпуск акций (pre-IPO) — как этап корпоративного развития и источник финансирования 1-го этапа инвестпрограммы без увеличения долговой нагрузки.

4

Сохранение долговой нагрузки на низком уровне

На конец 2025 г. долговая нагрузка составляет 2,9x EBITDA^[1]. При реализации 1-го этапа инвестпрограммы рост оборотов должен позволить профинансировать 2-й этап за счет текущей деятельности; долговая нагрузка — не выше 1,0x EBITDA.

5

Подготовка к выходу на основную площадку Мосбиржи

После привлечения капитала в формате pre-IPO Компания продолжит мероприятия по корпоративному развитию и подготовке к выходу на основную площадку Московской биржи. Выход планируется при достижении целевых параметров масштаба бизнеса в 2028–2030 гг.

6

[1] Чистый долг/скорр. EBITDA

Рынок гофроупаковки в РФ → СЗФО → ЛО

Основные положения

В 2021–2025 гг. российский рынок упаковки рос в среднем темпом в 9,1% год и составил 1,7 трлн руб. по итогам 2025 г. Основными драйверами роста рынка в 2022–2024 гг. выступили уход с рынка международных игроков и запуск инвестиционных проектов российскими компаниями (более 12 крупных проектов на сумму 70 млрд руб.). В структуре общего рынка упаковки рынок бумаги и картона занимает около 36% и составляет ~0,6 трлн руб.

В 2022–2024 гг. российский рынок гофрокартона и гофропродукции демонстрировал умеренный рост с 11 до 13 млрд кв. м. Доля импорта в структуре российского рынка продолжает оставаться невысокой – на уровне 40–50 млн долл. США в год – при этом основной импорт (~90%) ведется из Южной Кореи и Китая. Основными потребителями импортной продукции являются регионы Сибири и Дальнего Востока, для которых импорт из Южной Кореи и Китая является экономически более выгодным, чем внутрироссийские поставки.

СЗФО по состоянию на 2025 г. занимает 3-е место в РФ по объемам производства гофрокартона и гофрокоробов с долей в 9%. При этом в регионе наблюдается высокая динамика роста производства: CAGR в 2022–2024 гг. составил 10% против среднероссийского темпа роста производства (5%).

Рынок СЗФО характеризуется длинным логистическим плечом из стран Азии, что существенно снижает давление импортной продукции.

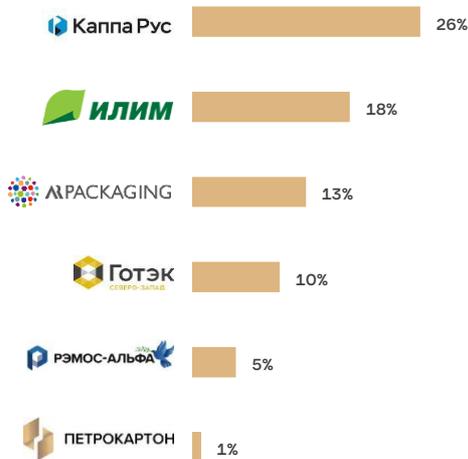
Рынок Ленинградской области является высококонсолидированным: на топ-5 производителей приходится более 70% рынка в Ленинградской области. Основной фокус крупнейших производителей – крупные стандартизированные заказы.

График 3. Объем производства гофроупаковки в разрезе регионов за 8 мес. 2025 г.



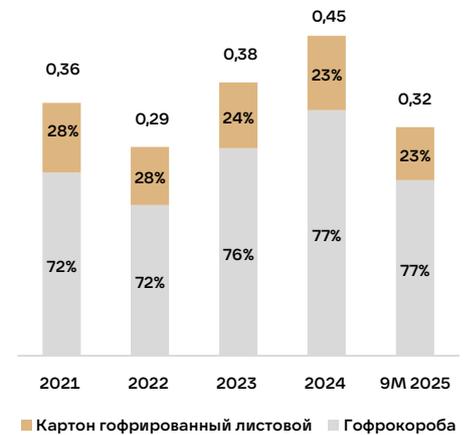
Источник: Росстат, анализ ФБК

График 4. Основные производители гофропродукции в ЛО, %



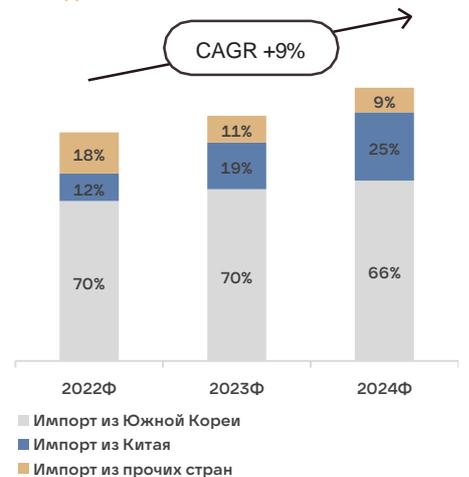
Источник: СПАРК, анализ ФБК

График 2. Динамика российского рынка гофрокартона и гофрокоробов, трлн руб.



Источник: Росстат, анализ ФБК

График 5. Динамика импорта гофропродукции в РФ в 2022–2024 гг., млн долл. США



Источник: ИТС, анализ ИФК «Солид»

Ключевые финансовые показатели

Выручка

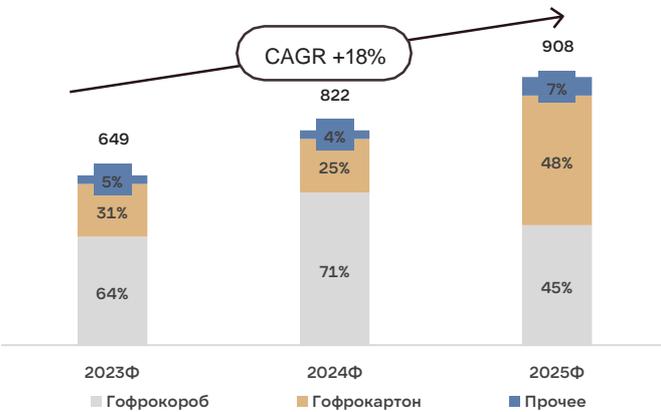
Основной источник выручки Компании — продажи гофропродукции: гофрокартон, гофрокороба и их элементы (в среднем 95% выручки). Прочие доходы формируются за счет аренды помещений, услуг по упаковке и нанесению надписей на гофрокороба, а также в 2025 г. — выручки от перепродажи синтепона.

В 2023–2025 гг. выручка выросла в 1,4 раза (CAGR +18%), что обусловлено увеличением объемов реализации собственной продукции и ростом цен. В структуре реализации за 2023–2025 гг. в среднем 63%/37% приходится на гофрокартон/гофрокороба соответственно, при этом доля гофрокоробов растет.

За анализируемый период цены реализации гофрокартона и гофрокоробов увеличились на 59% и 66% соответственно; цены на гофрокороба в среднем на 28% выше, чем на гофрокартон.

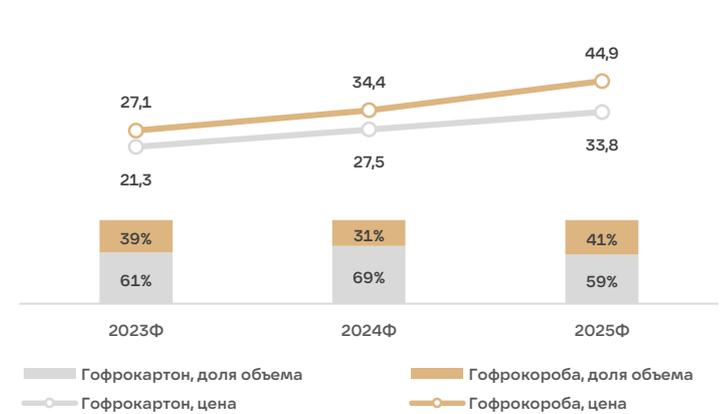
Выручка диверсифицирована по покупателям: портфель включает более 1 тыс. клиентов, из которых около 300 — постоянные (по данным 2025 г.). На 10 крупнейших клиентов приходится 40% выручки (по данным 9М 2025 г.).

График 6. Динамика структуры выручки по продуктам



Источник: данные Компании

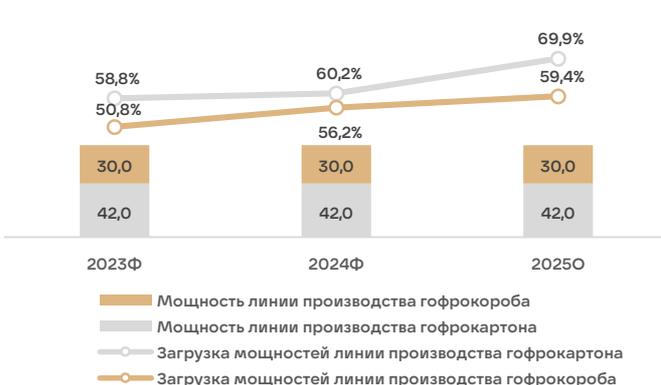
График 7. Динамика объемов реализации (млн кв. м) и цен (руб./кв. м) основных видов продукции^[1]



[1] Цена реализации является расчетной и определена путем деления выручки на объем реализации

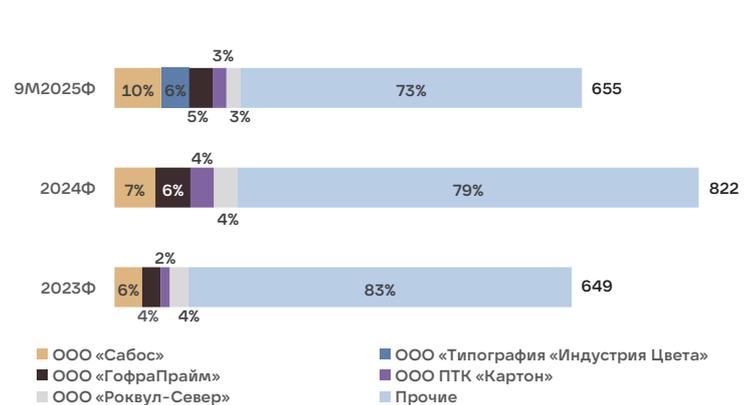
Источник: данные Компании

График 8. Динамика мощностей (млн кв. м / год) и загрузки мощностей (%) основных производственных линий



Источник: данные Компании

График 9. Структура выручки по покупателям



Источник: данные Компании

Операционные расходы

Операционные расходы Компании включают себестоимость (без амортизации) и управленческие расходы. Их структура остается стабильной: на себестоимость в среднем приходится 83%. В 2023–2025 гг. среднегодовой рост операционных расходов составил +18%, что на уровне темпа роста выручки (+18%).

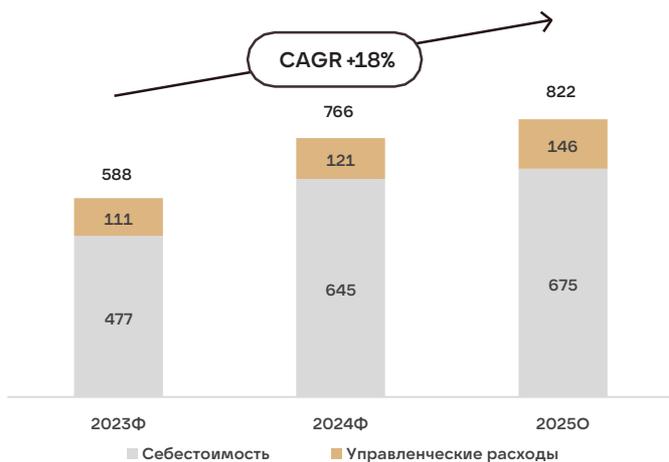
Ключевая статья себестоимости — материальные расходы (86%), что типично для производственного бизнеса. В структуре управленческих расходов наибольшую долю занимают услуги (57% — транспорт и коммунальные расходы) и ФОТ (28%).

Основные материальные затраты связаны с сырьем для производства — бумага и картон. Более 70% объема сырья обеспечивают 6 ключевых поставщиков, сосредоточенных в СЗФО.

Удельные материальные затраты в 2025 г. (на основе факта за 9М 2025 г.) составили 21,0 руб./кв. м гофрокартона; среднегодовой рост в 2023–2025 гг. — 13%.

Средний спред между ценой реализации и материальными затратами (по основному сырью) в 2023–2025 гг. составил: по гофрокартону — 5,6 руб./кв. м, по гофрокоробам — 12,6 руб./кв. м.

График 10. Динамика операционных расходов в 2023–2025 гг., млн руб.



Источник: данные Компании

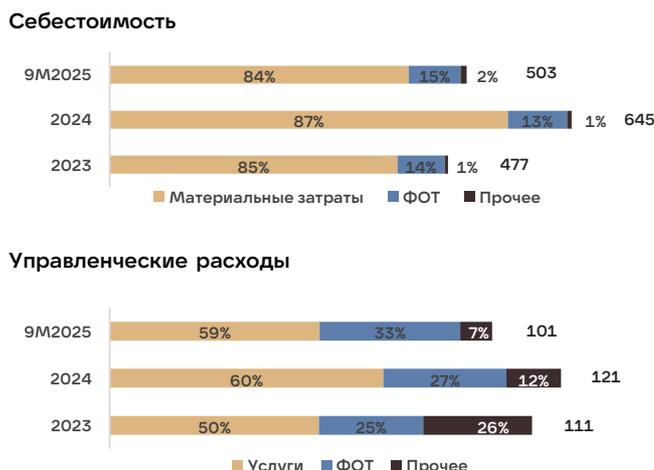
Таблица 2. Удельные материальные затраты [1] и ценовой спред в 2023–2025 гг., руб./кв. м

Показатель	2023Ф	2024Ф	2025О
Удельные материальные затраты	16,4	22,2	21,0
Цена реализации			
Гофрокороб	27,1	34,4	36,0
Гофрокартон	21,3	27,5	27,7
Спред цена реализации - цена сырья			
Гофрокороб	10,7	12,2	15,0
Гофрокартон	4,9	5,2	6,7

[1] Цена реализации является расчетной и определена путем деления выручки на объем реализации

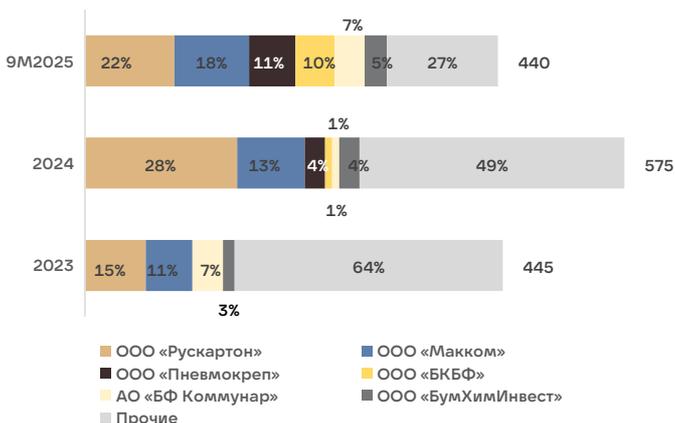
Источник: данные Компании

График 11. Структура себестоимости и управленческих расходов в 2023 г.-9М 2025 г., млн руб.



Источник: данные Компании

График 12. Структура материальных затрат в разрезе поставщиков в 2023 г.-9М 2025 г., млн руб.



Источник: данные Компании

Валовая прибыль и EBITDA

Показатели Компании за 2025 г.: валовая прибыль — 220 млн руб., скорректированная EBITDA — 94 млн руб.

В течение анализируемого периода валовая рентабельность снижается, что связано с ростом материальных затрат, амортизационных отчислений и расходов на ФОТ. При этом маржа по скорр. EBITDA в 2025 г. находится примерно на уровне 2024 г., демонстрируя лишь небольшое улучшение.

Рост материальных затрат и ФОТ обусловлен увеличением объемов производства и повышением цен на ключевое сырье. Увеличение амортизационных отчислений связано с начислением амортизации по НМА (ноу-хау Компании), принятым к учету в декабре 2024 г.

График 13. Динамика валовой прибыли (млн руб.) и рентабельности (%)

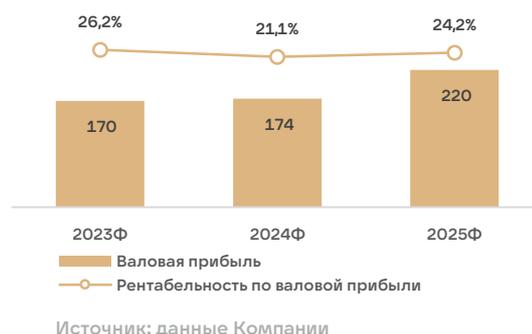


Таблица 3. Отчет о финансовых результатах Компании за 2023-2025 гг., млн руб.

Показатель	2023Ф	2024Ф	9М2025Ф	2025Ф
Выручка	649	822	655	909
Себестоимость	(479)	(649)	503	(689)
Валовая прибыль (убыток)	170	174	151	220
Рентабельность по валовой прибыли, %	26,2%	21,1%	23,1%	24,2%
Управленческие расходы	(114)	(125)	101	(146)
Прибыль (убыток) от продаж	56	49	50	74
Рентабельность прибыли от продаж, %	8,6%	6,0%	7,6%	8,2%
Проценты к получению	1	4	5	7
Проценты к уплате	(13)	(30)	(42)	(56)
Прочие доходы	4	141	4	4
Прочие расходы	(4)	(7)	(10)	(14)
Прибыль (убыток) до налогообложения	43	156	7	14
Налог на прибыль	(9)	(5)	(1)	(4)
Чистая прибыль (убыток)	35	151	6	10
Амортизация	(5)	(7)	(11)	(13)
EBITDA до корректировок	61	56	61	88
Рентабельность по EBITDA, %	9,4%	6,8%	9,3%	9,6%
Корректировки:				
Операционные прочие доходы (расходы)	(1)	(2)	(6)	(23)
Списание дебиторской задолженности	-	(5)	(4)	(4)
Консультационные услуги	9	23	26	34
Итого корректировки	8	16	16	6
Скорректированная EBITDA	69	72	77	94
Рентабельность по скорр. EBITDA, %	10,7%	8,8%	11,7%	10,3%

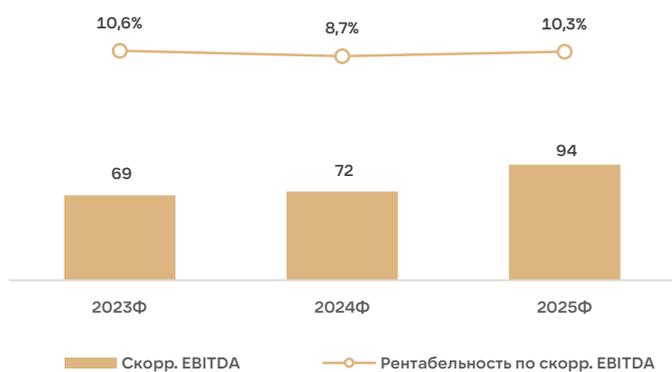
ЕВITDA до корректировок рассчитана как прибыль от продаж по консолидированной отчетности минус амортизация и составила: 61 млн руб. (2023), 57 млн руб. (2024) и 88 млн руб. (2025).

В корректировки к ЕВITDA включены:

- Прочие доходы/расходы, которые сформированы не операционными статьями — -2 млн руб. (2024), -23 млн руб. (2025).
- Списание дебиторской задолженности без движения — -5 млн руб. (2024), -4 млн руб. (2025).
- Консультационные (оптимизация издержек, увеличение рентабельности, привлечение новых инвестиций и новых партнеров и т.д.) в т.ч. консультационные услуги для целей IPO, которые носят разовый характер — +23 млн руб. (2024), +34 млн руб. (2025).

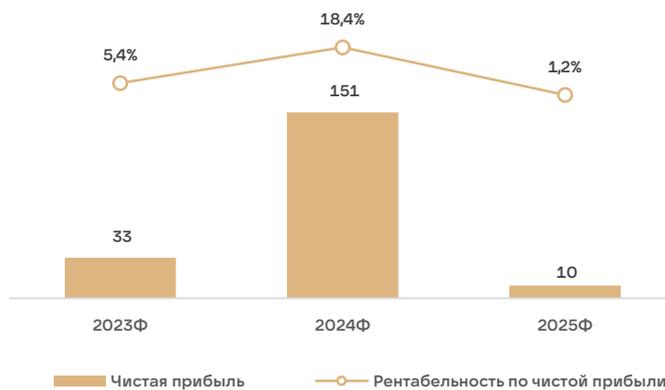
С учетом корректировок скорректированная ЕВITDA составила: 69 млн руб. (2023), 72 млн руб. (2024) и 94 млн руб. (2025Ф).

График 14. Динамика скорректированной ЕВITDA (млн руб.) и рентабельности (%)



Источник: данные Компании

График 15. Динамика чистой прибыли (млн руб.) и рентабельности (%)



Источник: данные Компании

Оценка стоимости

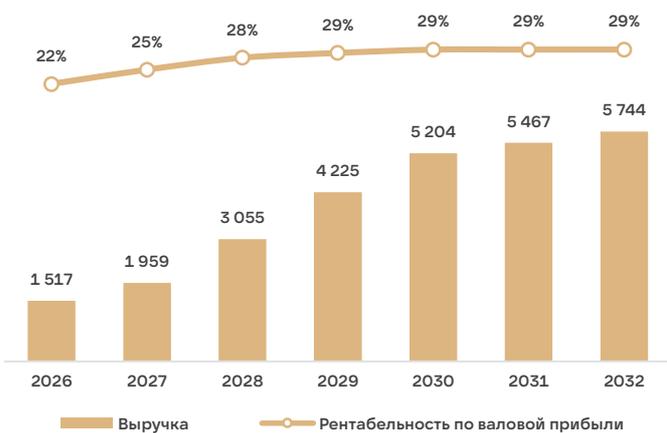
Доходный подход

Мы считаем, что работа компании в секторе по производству гофропродукции в сочетании с планами по кратному наращиванию производственных мощностей обуславливает использование способа оценки бизнеса Компании методом дисконтированных денежных потоков (DCF) как наиболее оптимального.

В оценке методом DCF мы исходили из следующих предпосылок:

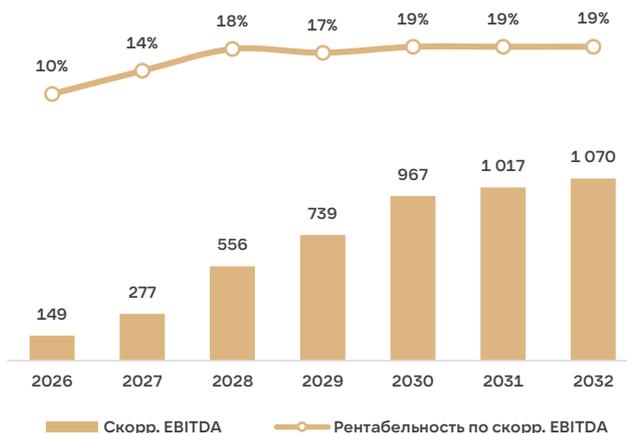
- Оценка бизнеса Группы по модели дисконтированных денежных потоков (DCF), в допущении роста мощностей Компании по производству гофрокартона в 4 раза к 2030 г. и стабилизации загрузки мощностей на уровне 90%.
- Занятие Компанией к 2030 году до 4-5% рынка гофропродукции Ленинградской области, согласно комментариям менеджмента Группы.

График 16. Динамика выручки (млн руб.) и валовой рентабельности (%)



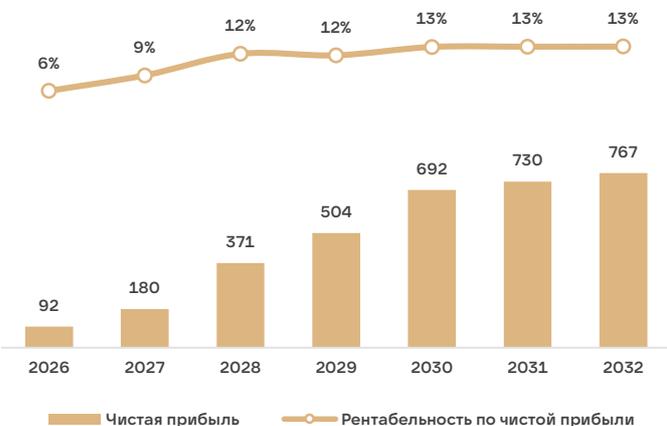
Источник: анализ ИФК «Солид»

График 17. Динамика скорректированной EBITDA (млн руб.) и рентабельности (%)



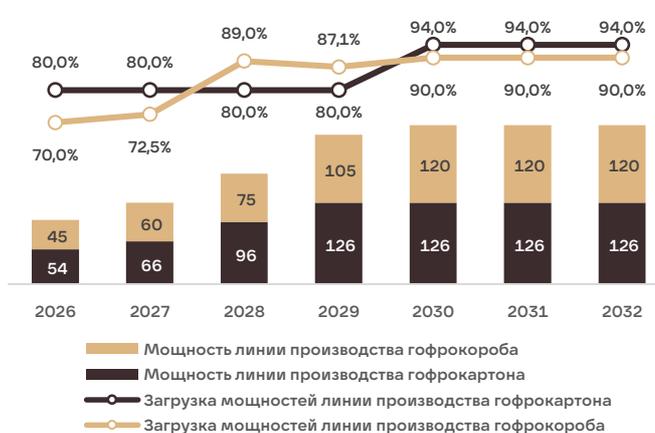
Источник: анализ ИФК «Солид»

График 18. Динамика чистой прибыли (млн руб.) и рентабельности (%)



Источник: анализ ИФК «Солид»

График 19. Динамика мощностей (млн кв. м / год) и загрузки мощностей (%) основных производственных линий



Источник: анализ ИФК «Солид»

Таблица 4. Расчет динамической ставки дисконтирования (WACC)

№	Параметры	2026-2032	Комментарий
1	Безрисковая ставка	10,1%-10,5%	Бескупонная доходность 20-летних государственных облигаций РФ (13,8%) на 18.02.26 с учетом валютной корректировки (USD/RUB)
2	Премия за риск инвестирования в акции	6,0%	Анализ ИФК «Солид»
3	Коэффициент бета с долговой нагрузкой	1,02	(4) * (1+(5)*1-(6)))
4	Коэффициент бета без долговой нагрузки	0,72	Медианное значение показателей американских компаний-аналогов из упаковочной отрасли на январь 2026 (Дамодаран)
5	Заемный капитал / собственный капитал	55,1%	Медианное значение показателей американских компаний-аналогов из упаковочной отрасли на январь 2026 (Дамодаран)
6	Ставка корпоративного подоходного налога	25,0%	Источник: Налоговый кодекс РФ (Глава 25, Статья 284 (в ред. от 30.01.2026))
7	Премия за размер	7,4%	Kroll (Duff & Phelps)
8	Стоимость собственного капитала в долл. США	23,6%-24,0%	(1)+(3)*(2)+(7)
9	Премия за валютный риск	2,4%-4,2%	Анализ ИФК «Солид»
10	Стоимость собственного капитала в рублях	26,0% -27,8%	(8)+(9)
11	Стоимость долгового капитала в рублях	13,0%-19,1%	Анализ ИФК «Солид»
12	Средневзвеш. стоимость капитала в рублях	20,4%-23,0%	(10) * 64,5% + (11) * 35,5%

Источник: анализ ИФК «Солид»

Таблица 5. Оценка (DCF), млн руб.

Параметры	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Свободный денежный поток на фирму (FCFF)	(124)	78	147	335	573	693	728
Терминальная стоимость (TV)							4 650
Средневзвеш. стоимость капитала (WACC)	23,0%	21,2%	21,4%	20,3%	20,4%	20,4%	20,5%
Дисконтированный FCFF	(114)	60	94	177	252	253	221
Дисконтированный TV							1 412
Доля TV в оценке	60%						
Рыночная стоимость операционного бизнеса (EV)	2 356						
(-) Чистый долг	275						
Долгосрочные заемные средства	224						
Краткосрочные заемные средства	22						
Денежные средства	(2)						
Лизинговые обязательства	30						
(+) Поправки на иные активы и обязательства	147						
Долгосрочные финансовые вложения	40						
Сальдо прочих активов и обязательств	154						
Прочие корректировки	(48)						
Рыночная стоимость собственного капитала (Equity)	2 228						
Итого цена акции, руб.	8,4						

Источник: анализ ИФК «Солид»

Таблица 7. Анализ чувствительности стоимости собственного капитала к загрузке мощностей и ценам (позитивный)

		Цены					
		0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Загрузка мощностей	0,0%	2 228	2 390	2 553	2 715	2 878	3 040
	-5,0%	2 020	2 174	2 328	2 482	2 635	2 789
	-10,0%	1 812	1 957	2 102	2 248	2 393	2 538
	-15,0%	1 604	1 740	1 877	2 014	2 150	2 287
	-20,0%	1 396	1 524	1 652	1 780	1 908	2 036

Источник: анализ ИФК «Солид»

Таблица 6. Анализ чувствительности стоимости собственного капитала к WACC и LTGR (млн руб.)

		Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)				
		2,0%	1,0%	0,0%	-1,0%	-2,0%
LTGR	3,0%	1 818	1 972	2 145	2 341	2 564
	3,5%	1 848	2 006	2 185	2 389	2 621
	4,0%	1 878	2 042	2 228	2 439	2 682
	4,5%	1 911	2 080	2 273	2 493	2 747
	5,0%	1 945	2 121	2 321	2 551	2 817

Источник: анализ ИФК «Солид»

Таблица 8. Анализ чувствительности стоимости собственного капитала к загрузке мощностей и ценам (Негативный + Пессимистичный)

		Цены				
		-20,0%	-15,0%	-10,0%	-5,0%	0,0%
Загрузка мощностей	-2,5%	1 075	1 262	1 449	1 635	1 822
	-2,0%	1 139	1 330	1 521	1 712	1 903
	-1,5%	1 203	1 399	1 594	1 789	1 984
	-1,0%	1 268	1 467	1 666	1 866	2 065
	0,0%	1 396	1 604	1 812	2 020	2 228

Источник: анализ ИФК «Солид»

Оценка стоимости

Сравнительный подход

На российском фондовом рынке наиболее близкой компанией с точки зрения отраслевой принадлежности для АО «Петрокартон» является ПАО «Ламбумиз», которое провело IPO 30 октября 2024 г. ПАО «Ламбумиз» является производителем неасептической картонной упаковки, доля которой в выручке 84%. Компания реализует инвестиционную программу по строительству производства асептической упаковки, по окончании которой в 2027 г. планирует нарастить выручку более чем в три раза относительно результатов 2025 г.

Исходя из pre-money оценки акционерного капитала 1700 млн руб., основанной на параметрах предварительного размещения, Петрокартон оценивается в 2,0 по мультипликатору EV/Выручка 2025о и 19,5 – EV/EBITDA 2025о. Для сравнения, Ламбумиз торгуется заметно дороже по EV/Выручка 2025о с мультипликатором 3,3, что отражает ожидания последнего по реализации инвестиционной программы и росту выручки к концу 2027 г. более чем в три раза. При этом мультипликатор EV/EBITDA 2025о Петрокартона (19,5) сопоставим с мультипликатором Ламбумиза 19,1.

Такие значения отражают текущий этап реализации инвестиционной программы и ожидаемое масштабирование бизнеса, поэтому их корректнее рассматривать как мультипликаторы переходного периода роста, а не зрелого бизнеса.

Крупные международные производители гофрокартона и гофроупаковки торгуются заметно дешевле: медианный мультипликатор EV/Выручка 2025о равен 0,6, а медианный EV/EBITDA – 4,5. Учитывая более высокие темпы роста выручки и ожидаемый рост рентабельности по EBITDA оценка выглядит оправданной.

Таблица 10. Мультипликаторы ПАО «Ламбумиз»

Показатели, млн руб.	Текущий мультипликатор	Прогнозный мультипликатор	
	2025O	2026П	2027П
Выручка ^[1]	2 708	3 398	9 584
EBITDA ^[1]	469	605	1 705
Рентабельность EBITDA	17,3%	17,8%	17,8%
Капитализация ^[2]		9 224	
Чистый долг ^[3]		(285)	
Стоимость операционного бизнеса (EV)		8 939	
EV/Выручка	3,3x	2,6x	0,9x
EV/EBITDA	19,1x	14,8x	5,2x

[1] Показатели LTM на основе 6М 2025 г. и прогнозные на 2026–2027 гг. соответственно.

[2] Показатель на 02 февраля 2026 г.

[3] Показатель на 30 июня 2025 г.

Источник: данные ПАО «Ламбумиз». Анализ ИФК «Солид».

Таблица 9. Параметры IPO ПАО «Ламбумиз»

Тикер: LMBZ

Листинг: Московская биржа

Дата выхода на IPO: 30 октября 2024 г.

Цена обыкновенной акции: 425 руб.

Объем размещения: 802 млн руб.

Участники:

- Розничные инвесторы – 500 чел.
- Крупные частные инвесторы
- Институциональные инвесторы

Источник: РБК

Таблица 11. Показатели международных производителей гофрокартона и гофроупаковки

Название	Страна	Капитализация, USD млн	EV, USD млн	Средняя валовая рентабельность (2023-2025)	Средняя рентабельность по ЕБИТДА (2023-2025)	СAGR выручки (2025-2028)	Чистый долг/ЕБИТДА '25о
Smurfit WestRock PLC	Ирландия	24 015	36 577	13%	10%	2%	2,6
Packaging Corp of America	США	20 778	22 762	21%	20%	6%	1,1
Rengo Co Ltd	Япония	2 674	4 277	18%	10%	0%	2,0
Oji Holdings Corp	Япония	6 368	10 025	19%	9%	0%	3,1
SCG Packaging PCL	Таиланд	2 931	4 226	18%	13%	4%	1,4
Graphic Packaging Holding Co	США	3 544	8 306	21%	18%	0%	3,4
Mayr-Melnhof Karton AG	Австралия	2 239	3 236	46%	7%	3%	1,9
1й квартиль				18%	9%	0%	1,7
Медиана				19%	10%	2%	2,0
3й квартиль				21%	16%	3%	2,9
Петрокартон	Россия	1 700^[1]	1 828^[1]	22%	10%	48%	2,6

[1] По Петрокартон показатели Акционерного капитала (1 700 млн руб.) и EV (1 828 млн руб.) отражают вмененную оценку по параметрам планируемого размещения (pre-money, предоставлены Компанией) и не являются результатом оценки ИФК «Солид» в рамках DCF.

Источник: рыночные данные о компаниях аналогах на 26.02.2026, анализ ИФК «Солид».

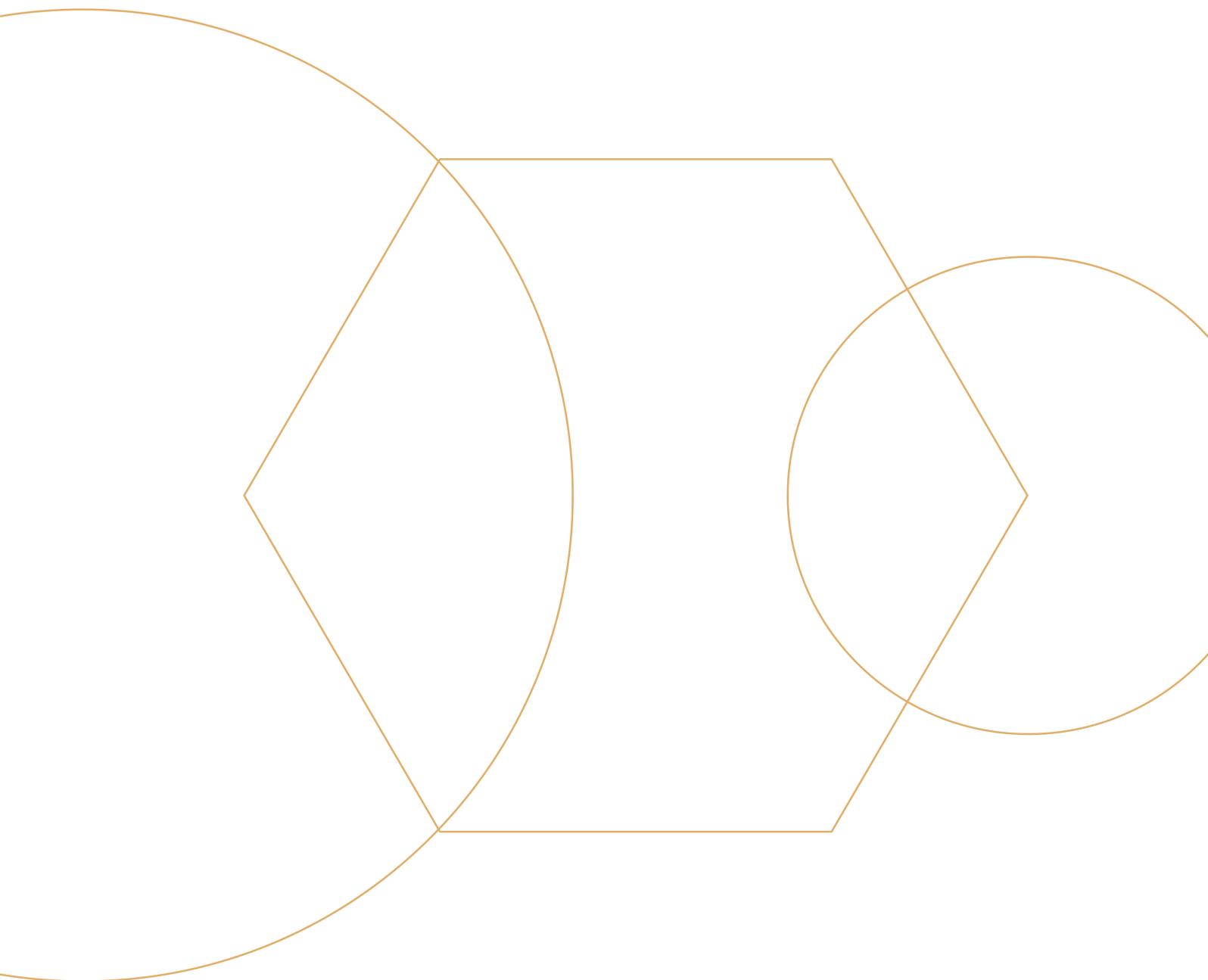
Таблица 12. Рыночные мультипликаторы международных производителей гофрокартона и гофроупаковки

Название	Капитализация, USD млн	EV/Выручка			EV/ЕБИТДА			P/E		
		2025Ф	2026П	2027П	2025Ф	2026П	2027П	2025Ф	2026П	2027П
Smurfit WestRock PLC	24 015	0,7x	0,7x	0,7x	4,5x	4,1x	3,7x	8,1x	6,7x	5,2x
Packaging Corp of America	20 778	1,1x	0,9x	0,9x	5,3x	4,4x	4,0x	8,4x	7,7x	6,8x
Rengo Co Ltd	2 674	0,4x	0,5x	0,4x	4,5x	4,6x	4,1x	6,9x	8,2x	6,5x
Oji Holdings Corp	6 368	0,5x	0,5x	0,5x	5,6x	7,2x	5,6x	8,1x	8,3x	6,1x
SCG Packaging PCL	2 931	0,6x	0,6x	0,6x	4,5x	4,5x	4,2x	9,0x	8,2x	7,4x
Graphic Packaging Holding Co	3 544	0,8x	0,8x	0,8x	5,2x	6,1x	5,7x	4,5x	7,4x	6,0x
Mayr-Melnhof Karton AG	2 239	0,4x	0,4x	0,4x	3,5x	3,3x	3,0x	8,9x	4,6x	3,7x
1й квартиль		0,5x	0,5x	0,5x	4,5x	4,2x	3,9x	7,5x	7,1x	5,6x
Медиана		0,6x	0,6x	0,6x	4,5x	4,5x	4,1x	8,1x	7,7x	6,1x
3й квартиль		0,8x	0,8x	0,7x	5,2x	5,3x	4,9x	8,7x	8,2x	6,7x
Петрокартон	1 700	2,0x	1,2x	0,9x	19,5x	12,3x	6,6x	>100x	19,8x	10,1x

Источник: рыночные данные о компаниях аналогах на 26.02.2026, анализ ИФК «Солид».

Вывод

В качестве основного подхода к оценке АО «Петрокартон» мы рассматриваем доходный подход (DCF), поскольку он наиболее корректно отражает фундаментальную стоимость компании с учётом её текущей стадии развития и ожидаемой динамики денежных потоков. Это особенно важно для эмитента, находящегося в фазе активного роста: согласно прогнозу, выручка увеличится в 5,7 раз до 5 204 млн руб. к 2030 г. относительно 2025 г. (909 млн руб.), что делает оценку, основанную на будущих результатах, более релевантной, чем статические рыночные мультипликаторы. По результатам DCF справедливая оценка Equity Value pre-money составляет 2,0–2,5 млрд руб., что соответствует 7,5–9,4 руб. за акцию (диапазон сформирован на основе анализа чувствительности к WACC/LTGR). Сравнительный подход, на наш взгляд, имеет ограниченную применимость: на российском рынке отсутствует достаточное число публичных сопоставимых компаний-аналогов, а международные бенчмарки слабо транслируются на российские реалии в условиях изолированности рынка акций и различий в риск-премиях, ликвидности и доступе к капиталу.



SWOT-анализ

S Сильные стороны

- Фокус на малые и средние партии (нишевое позиционирование). Отсутствие жесткого порога по минимальному заказу, высокая гибкость и быстрые переналадки под требования клиентов; возможность выполнять нестандартные заказы "под ключ".
- Сегмент с ограниченной конкуренцией со стороны крупных игроков. Компания работает в нише, которая часто экономически неинтересна крупным производителям из-за ориентации на эффект масштаба; это создает устойчивое конкурентное поле для специализированного игрока.
- Выгодная локация рядом с Санкт-Петербургом (СЗФО). Близость к одному из крупнейших потребительских рынков РФ обеспечивает короткие сроки исполнения и доставки для клиентов региона.
- Производственная база и инфраструктура для масштабирования. Наличие производственной площадки, земельных участков и сопутствующей инфраструктуры создает задел для оперативного расширения мощностей.
- Энергоэффективная технологическая база. Газопаровое оборудование обеспечивает более высокую энергоэффективность по сравнению с электрооборудованием, распространенным у небольших производителей, что поддерживает конкурентоспособность по себестоимости.
- Подтвержденный рост и понятная стратегия развития. Зафиксирован рост продаж за последние 3 года и сформирована стратегия ускоренного расширения в сегменте малых и средних партий.
- Расширение продуктовой линейки и апсайд по выручке. 2-й этап инвестпрограммы открывает возможность выхода в более высокий ценовой сегмент — производство упаковки из пятислойного картона и микрогофрокартона (профиль E), что формирует дополнительный потенциал роста выручки.

O Возможности

- Растущий рынок. Российский рынок гофроупаковки оценивается в 450 млрд руб. (2024) и в последние 5 лет растет в среднем на 8,2% в год. Ключевые драйверы — расширение продаж через маркетплейсы и общее увеличение потребления.
- Консолидация сегмента малых и средних партий. Сегмент, в котором работает Компания, во многом представлен малыми производителями с ограниченными технологическими и сервисными возможностями (около 70% игроков). На их рентабельность дополнительно давит рост налоговой нагрузки, что создает окно возможностей для более эффективного игрока. Компания может ускоренно наращивать долю за счет энергоэффективной технологической базы, более высокого клиентского сервиса и масштаба операционной деятельности.
- Сниженная конкуренция со стороны импорта. Географическая удаленность от Китая ограничивает давление импортных поставок на локальном рынке.

W Слабые стороны

- Ограничения по производственным площадям. Текущие размеры цехов ограничивают рост выпуска; для расширения мощностей требуются капитальные строительные работы.
- Недостаточная автоматизация и доля ручного труда. Отсутствует автоматическая подача/укладка с производственных линий; присутствуют единицы устаревшего оборудования, что повышает зависимость от ручных операций и требует точечного обновления парка.
- Складская инфраструктура и пропускная способность. Недостаточные площади для внедрения адресного хранения и ограниченная пропускная способность зоны разгрузки; увеличение емкости хранения также потребует CAPEX (строительные работы).
- Незамкнутая внутренняя логистика между цехами. Перемещение потоков не оптимизировано; необходимы капитальные доработки и настройка производственных процессов.
- Риски реализации инвестпрограммы на фоне инфляции CAPEX/OPEX. Рост цен на оборудование и заработные платы повышает риск превышения бюджета и сдвига сроков; требуется детальная проработка (а) сметы расширения (оборудование + строительство) и (б) эффекта на структуру затрат, включая потребность в персонале.

T Угрозы

- Конкурентное давление на фоне профицита мощностей. Избыточные мощности на рынке гофрокартона и высокая доля небольших производителей (в т.ч. на упрощенных режимах налогообложения) усиливают конкуренцию и оказывают давление на рентабельность.
- Рост себестоимости из-за сырьевого фактора и регуляторики. Ужесточение нормативов экологического сбора может повышать стоимость макулатурного сырья, создавая инфляционное давление на материальные затраты и себестоимость продукции.
- Сдерживание спроса со стороны маркетплейсов. Оптимизация использования «лишней» гофроупаковки маркетплейсами может ограничивать темпы роста потребления упаковки.
- Коммерческие риски масштабирования. В ходе реализации инвестпрограммы возможны риски расширения клиентской базы; существует вероятность отставания темпов продаж от ввода новых мощностей.
- Макроэкономическая неопределенность. Сохранение кризисных явлений в экономике в течение длительного периода может негативно влиять на спрос и инвестиционную активность.

Управление Рисков и Аналитики
+7 (495) 228-70-10**solidbroker.ru**

2026 АО ИФК «Солид». Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении её содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации.

Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным. Какие-либо из указанных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю.

Упомянутые в представленном сообщении операции и (или) финансовые инструменты ни при каких обстоятельствах не гарантируют доход, на который вы, возможно, рассчитываете, при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений.

Доходность, полученная в прошлом, не гарантирует доходность в будущем.

АО ИФК «Солид» не несёт ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Документы, содержащие информацию о размещаемых ценных бумагах и размещаемой Компании не могут рассматриваться в качестве публичной оферты. Информация и мнения, представленные в прилагаемых документах, подготовлены компанией АО ИФК «Солид». АО ИФК «Солид», ее руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность представленной информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. АО ИФК «Солид», ее руководство и сотрудники не несут ответственность за инвестиционное решение клиента, основанное на информации, содержащейся в данных документах. АО ИФК «Солид», ее руководство и сотрудники, также не несут ответственность за прямые или косвенные потери или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

Рекомендации и мнения, высказанные в данном материале, являются исключительно мнением АО ИФК «Солид», и не являются предложением о покупке или продаже ценных бумаг, а также не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Заявления любых лиц, в том числе сотрудников АО «ИФК Солид», а также информация в рекламных и информационных материалах о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Риски инвестирования в пре-IPO и IPO содержатся, в том числе, но не ограничиваясь ими, в Декларации о рисках, связанных с проведением операций на финансовых рынках (Приложение №5 Регламента).

АО ИФК «Солид» уведомляет, что может являться андеррайтером или организатором размещения ценных бумаг, что может привести к возникновению конфликта интересов между АО ИФК «Солид» и Клиентом или между Клиентом и иным Клиентом АО ИФК «Солид», что, в свою очередь, может в результате реализации конфликта интересов привести к убыткам Клиента. При участии в размещении Клиент подтверждает, что он был надлежащим образом уведомлен о возможности возникновения конфликта интересов и не имеет каких-либо претензий или имущественных требований (включая требования

о возмещении убытков, возвратом суммы инвестиций) к АО ИФК «Солид», связанных с возникновением и реализацией конфликта интересов. АО ИФК «Солид», в свою очередь, обязуется реализовывать комплекс мер, направленных на предотвращение реализации конфликта интересов.

Лицензии на осуществление работы выданы ФКЦБ России без ограничения срока действия:

- брокерской деятельности – № 045-06790-100000, выдана 24 июня 2003 г.
- дилерской деятельности – № 045-06793-010000, выдана 24 июня 2003 г.
- деятельности по управлению ценными бумагами – № 045-06795-001000, выдана 24 июня 2003 г.
- депозитарной деятельности – № 045-06807-000100, выдана 27 июня 2003 г.

Предоставляемая АО ИФК «Солид» информация об инвестиционных фондах или о специализированном депозитарии не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, а предоставление такой информации не является инвестиционным консультированием.

Информация о тарифных планах/тарифах опубликована в маркетинговых целях в сокращённом варианте. Полный перечень тарифных планов/тарифов, их содержание и условия применения содержатся на сайте solidbroker.ru телефон для справок 8 (800) 250-70-10.