

## Инвестиционная идея по еврооблигациям AMCR 2.69'31

3 ноября 2025 г.

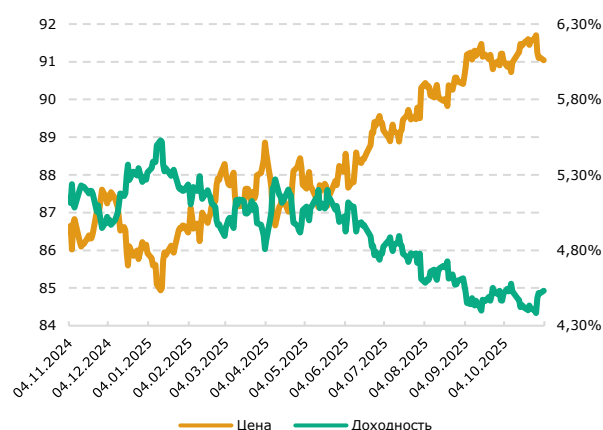
Доре Анна  
[a.dore@halykfinance.kz](mailto:a.dore@halykfinance.kz)

### Основные сведения

|                                                        |                                     |
|--------------------------------------------------------|-------------------------------------|
| Компания                                               | Amcor Flexibles North America, Inc. |
| Тикер еврооблигаций                                    | AMCR                                |
| Страна риска                                           | США                                 |
| Сектор                                                 | Упаковка                            |
| Кредитные рейтинги (M/S/F)                             | Baa2 / BBB / BBB+                   |
| <b>Рекомендация</b>                                    | <b>Покупать на 2 года</b>           |
| <b>Целевая доходность за период держания (годовых)</b> | <b>5.3%</b>                         |
| Выпуск                                                 | AMCR 2.69'31                        |
| ISIN                                                   | US02344AAA60                        |
| Рынок                                                  | Global                              |
| Валюта                                                 | USD                                 |
| Тип выпуска                                            | Senior Unsecured                    |
| Встроенные опционы                                     | Callable                            |
| Периодичность купона                                   | Раз в полгода                       |
| Купонная ставка                                        | 2.69%                               |
| Доходность к погашению                                 | 4.5%                                |
| Доходность к худшему                                   | 4.5%                                |
| G-Spread                                               | 84 бп                               |
| Текущая цена                                           | 91.04%                              |
| Дата погашения                                         | 5/25/2031                           |
| Объем в обращении                                      | \$800 млн                           |
| Минимальный лот                                        | \$2 тыс.                            |

| Финансовые показатели, \$ млн | ФГ2023  | ФГ2024 | ФГ2025  |
|-------------------------------|---------|--------|---------|
| Выручка                       | 14 694  | 13 640 | 15 009  |
| EBITDA                        | 2 018   | 1 962  | 2 186   |
| маржа EBITDA, %               | 13.7%   | 14.4%  | 14.6%   |
| Активы                        | 17 003  | 16 524 | 37 066  |
| Обязательства                 | 12 913  | 12 571 | 25 326  |
| Капитал                       | 4 090   | 3 953  | 11 740  |
| CFO                           | 1 261   | 1 321  | 1 390   |
| CFI                           | (309)   | (476)  | (2 102) |
| CFF                           | (1 025) | (857)  | 910     |

Рисунок 1. Динамика доходности и цены



Источник: Bloomberg

Рисунок 2. G-Spread облигации, бп

### Инвестиционный тезис

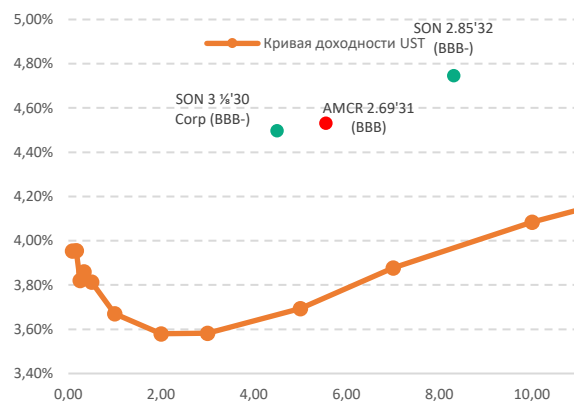
Представляем вашему вниманию еврооблигации глобального производителя упаковки для продуктов питания, напитков, фармацевтической, медицинской, бытовой и косметической продукции — Amcor, с погашением в 2031 году. Облигации в настоящее время торгуются на рынке с доходностью к погашению 4.52%-4.54% годовых. Выпуск не предлагает премий к еврооблигациям сопоставимых компаний, однако, Amcor примерно вдвое крупнее ближайшего конкурента в секторе пластиковых упаковочных решений по выручке, выпуск торгуется по сопоставимой доходности ввиду повышенного уровня леввериджа, который, по нашим ожиданиям, снизится. Amcor — один из крупнейших мировых производителей потребительской упаковки, с широкой региональной диверсификацией (Северная Америка, Европа, ЕМ) и высокой долей защитных категорий конечного спроса (продукты питания, напитки, товары для дома/здоровья и фармацевтика). Такой профиль спроса исторически сглаживает цикличность объёмов и поддерживает устойчивость выручки. Существенная часть контрактов (~70%) включает механизмы pass-through сырьевых издержек, что защищает валовую маржу в условиях волатильности на сырьевых рынках. В апреле 2025 г. Amcor завершила поглощение крупного конкурента Berry Global, что стало трансформационным шагом для компании. Сделка значительно расширила продуктовый портфель Amcor и укрепила позиции в высокомаржинальных категориях. Руководство объявило о значительном синергетическом эффекте от интеграции: выявлено около \$650 млн совокупных синергий (сокращение затрат и новые возможности роста) в течение трёх лет. Масштабное приобретение Berry Global привело к росту долговой нагрузки Amcor, однако компания сохраняет приверженность поддержанию инвестиционного кредитного профиля и обладает значительным потенциалом для постепенного улучшения кредитных метрик. После закрытия сделки приоритетом использования денежных потоков компании станет погашение долга перед выкупом акций, ростом дивидендов или другими инициативами. Ожидается, что Amcor также проведёт продажу активов (~\$2.5 млрд), если это потребуется для достижения целевых показателей леввериджа. **Мы иницилируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску**

Спред AMCR 2.69 05/25/31 - Т 1 % 05/15/31, 6п



Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Карта доходности аналогичных еврооблигаций



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

## AMCR 2.69'31 с ожидаемой доходностью за период держания 5.3%<sup>1</sup> годовых.

### О компании

Amcor plc (далее «Amcor», «Компания») – один из крупнейших мировых производителей упаковочных решений для товаров повседневного спроса и здравоохранения. Компания была основана в Австралии, в настоящее время зарегистрирована на острове Джерси и имеет штаб-квартиру в Цюрихе, Швейцария. После слияния с Berry Global в 2025 г. Amcor укрепила своё лидерство в индустрии упаковки: география охватывает ~140 стран, 70 000 сотрудников и 400 производственных площадок по всему миру. Совокупная годовая выручка объединённой компании составляет порядка \$23 млрд, что делает Amcor одним из мировых лидеров по объёму бизнеса в сегменте упаковки. Акции Amcor котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже (тикер AMCR) и Австралийской бирже (AMC); рыночная капитализация на октябрь 2025 г. оценивалась около \$18.9 млрд. Основная доля акций находится у институциональных инвесторов: крупнейшими акционерами являются фонды BlackRock (~6–7%), State Street (~5–6%) и Vanguard (~5%).

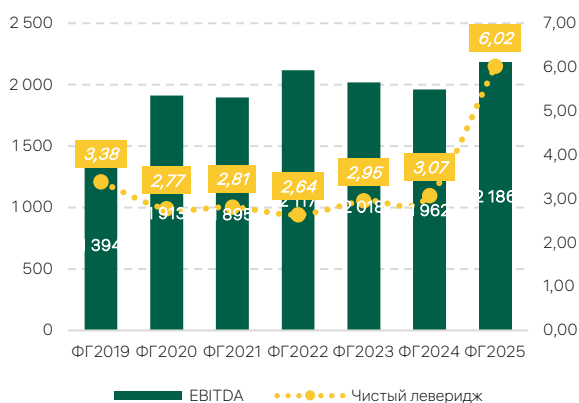
### Операционная деятельность

#### Ключевые сегменты

- **Гибкая упаковка (Flexibles)** – ключевое направление бизнеса Amcor, генерирующее около 60% совокупной выручки объединённой компании. В этот сегмент входит производство широкого спектра гибкой упаковки: плёнок, пакетов, ламинированных материалов и др. для пищевых продуктов, напитков, фармацевтической продукции, товаров для дома и личной гигиены. Гибкая упаковка является основным драйвером бизнеса Amcor благодаря высокой востребованности со стороны глобальных производителей потребительских товаров. Производственные мощности расположены в Северной Америке, Европе, Азии и Латинской Америке.
- **Жёсткая упаковка (Rigids)** – включает производство жёстких пластиковых контейнеров, бутылок, колпачков, крышек и систем дозирования для напитков, продуктов питания, средств гигиены и других FMCG-товаров. После присоединения соответствующих подразделений Berry Global данный сегмент обеспечивает порядка 40% выручки Amcor. Жёсткая упаковка (особенно для напитков) является более цикличным бизнесом; Amcor обладает значимой долей рынка пластиковых бутылок в Северной Америке, Европе и других регионах, обслуживая ведущие бренды напитков и бытовой химии. Сегмент исторически сконцентрирован в Северной и Латинской Америке, где Amcor является одним из крупнейших поставщиков ПЭТ-тары для напитков.

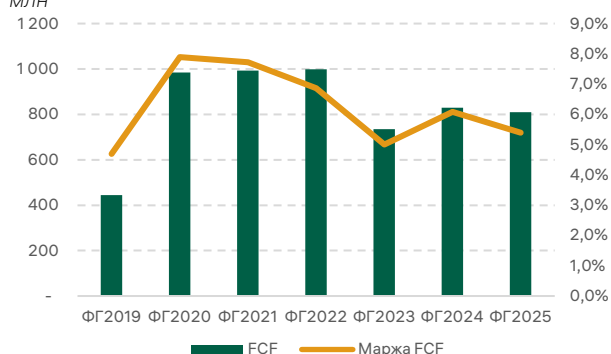
Рисунок 4. EBITDA, \$ млн и долговая нагрузка

<sup>1</sup> Доходность в годовом выражении при условии реинвестирования купонов и продаже бумаги в конце инвестиционного периода по цене 95.45% от номинала. Прогнозируемое изменение цены основано на следующих допущениях: (1) снижение доходности сопоставимого UST до 3.27% и (2) сужение G-spread до 81 бп.



Источник: Данные компании, Bloomberg

Рисунок 5. Свободный денежный поток (FCF) и маржа FCF, \$ млн



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

## Оптимизация портфеля и интеграция Berry

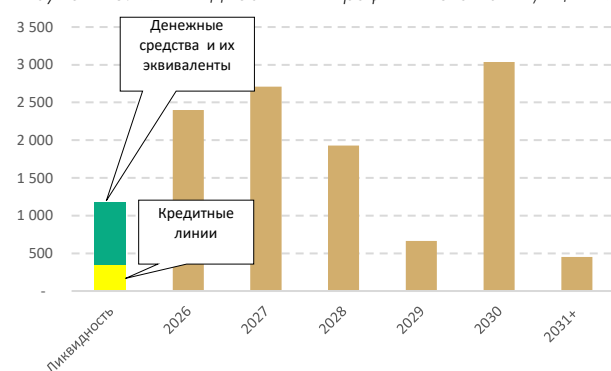
В апреле 2025 г. Amcor завершила поглощение крупного конкурента Berry Global, что стало трансформационным шагом для компании. Сделка значительно расширила продуктовый портфель Amcor в сегментах гибкой и жесткой упаковки и укрепила позиции в категориях с высоким потенциалом роста (например, упаковка для медицинских изделий и товаров для здоровья). Руководство объявило о значительном синергетическом эффекте от интеграции: выявлено около \$650 млн совокупных синергий (сокращение затрат, оптимизация финансов и новые возможности роста) в течение трёх лет. Ожидается, что уже в 2026 финансовом году синергии составят ~\$260 млн (преимущественно за счет снижения затрат). Руководство компании также приступило к обзору объединённого продуктового портфеля с целью фокусирования на наиболее перспективных сегментах. В частности, выделены направления с суммарной выручкой около \$2.5 млрд (включая \$1.5 млрд – бизнес по производству ПЭТ-тары для напитков в Северной Америке), которые менее соответствуют новой стратегической специализации Amcor. Рассматриваются различные варианты максимизации стоимости этих непрофильных активов – от реорганизации или создания совместных предприятий до возможной продажи. Такие меры по точечному сокращению портфеля призваны повысить средние темпы органического роста и маржинальность за счёт концентрации ресурсов на ключевых сегментах (упаковка для пищевых продуктов, напитков, фармацевтики, товаров красоты и здоровья).

**ФГ2025 стал переходным и стратегическим годом для Amcor. Компания показала рост выручки и операционных прибылей благодаря масштабированию после слияния с Berry Global, при этом отчетная прибыль снизилась из-за временных расходов на интеграцию и финансирование сделки**

- Amcor завершила ФГ2025 с сильными операционными результатами: выручка увеличилась на 10% г/г, до \$15.0 млрд, благодаря консолидации результатов Berry Global, эффекту масштаба и умеренному росту объемов (~+1%).
- EBITDA выросла на 11.4% г/г, до \$2.2 млрд. Рост обеспечен первыми синергиями после интеграции Berry и улучшением операционной эффективности.
- Чистая прибыль сократилась до \$511 млн (–30% г/г), главным образом из-за роста интеграционных и реструктуризационных расходов (\$307 млн).
- Операционный денежный поток (OCF) вырос до \$1.4 млрд (+5.2% г/г) за счет высвобождения оборотного капитала. Свободный денежный поток составил \$810 млн, что отражает стабильную генерацию средств несмотря на возросшие Capex.

Amcor завершила 2025 финансовый год со значительным ростом выручки и операционных показателей, несмотря на снижение отчетной чистой прибыли, обусловленное затратами на слияние с Berry

Рисунок 6. Ликвидность и график погашения, \$ млн



Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

Global и связанными интеграционными расходами. Консолидированная выручка составила \$15.0 млрд (рост на 10% г/г) по сравнению с \$13.6 млрд в ФГ2024. Рост объясняется в основном включением результатов Berry, эффектом масштаба и умеренным органическим приростом объемов (~+1% г/г), частично компенсированным негативным влиянием ценового микса (~-1% г/г) и валютных колебаний (-\$100 млн). Около \$79 млн добавила передача роста цен на сырье клиентам (pass-through), в то время как выбытие непрофильных активов снизило показатель на \$126 млн. EBITDA (скафф.) выросла до \$2.19 млрд (+11.4% г/г) с \$1.96 млрд годом ранее. Драйверами роста стали эффект масштаба, первые выгоды от интеграции Berry и умеренное улучшение эффективности. EBITDA маржа составила 14.6%, на уровне прошлого года (+2 бп), несмотря на инфляционное давление на сырье и транспорт. Чистая прибыль составила \$511 млн (-30% г/г), против \$730 млн годом ранее. Основными причинами снижения стали: рост расходов на реструктуризацию, сделки и интеграцию до ~\$307 млн (против \$97 млн в ФГ2024); увеличение административных расходов и рост амортизации нематериальных активов после консолидации приобретенных активов; а также рост процентных расходов из-за принятия долговых обязательств Berry (\$7.4 млрд). Операционный денежный поток (OCF) увеличился до \$1.39 млрд (+5.2% г/г) благодаря высвобождению оборотного капитала. Свободный денежный поток (Adjusted FCF) составил \$810 млн (против \$829 млн годом ранее), что отражает стабильную генерацию денежных средств при повышенных капитальных расходах (Capex \$580 млн против \$492 млн в ФГ2024).

В сегменте гибкой упаковки (Flexibles) выручка составила \$10.87 млрд (рост на 5% г/г) против \$10.33 млрд в ФГ2024. Рост обусловлен умеренным увеличением объемов (~+2%) и позитивным эффектом от переданных цен на сырье (+\$110 млн), частично нивелированным неблагоприятным ценовым миксом и валютным влиянием. В сегменте жесткой упаковки (Rigids) выручка составила \$4.14 млрд (+25% г/г) против \$3.31 млрд в ФГ2024. Этот рост в основном связан с консолидацией бизнеса Berry. Органически объемы снизились на ~2%, но эффект масштаба, а также синергии позволили увеличить операционную прибыль сегмента до \$375 млн (+45% г/г) и маржу до 9.1% (с 7.8% в ФГ2024).

**Рост долговой нагрузки после приобретения Berry Global при сохранении инвестиционного кредитного профиля и устойчивые перспективы делевериджа**

- После масштабного приобретения Berry Global валовой долг Amcor увеличился до \$13.98 млрд, включая \$7.4 млрд принятых обязательств. Это временно повысило чистый левверидж до 6.0× Net Debt/EBITDA против 3.0× до слияния.

- Несмотря на рост долга, Amcor сохраняет инвестиционный рейтинг и ориентируется на возврат к Net Debt/EBITDA ~3x в среднесрочной перспективе.
- В ФГ2025 Amcor сгенерировала \$1.39 млрд операционного денежного потока и \$810 млн FCF, а прогноз на ФГ2026 предполагает удвоение FCF до ~\$1.8 млрд, что создаёт значительный потенциал для ускоренного сокращения долга.

Масштабное приобретение Berry Global привело к росту долговой нагрузки Amcor, однако компания сохраняет приверженность поддержанию инвестиционного кредитного профиля и обладает значительным потенциалом для постепенного улучшения метрик благодаря высоким денежным потокам. На 30 июня 2025 г. (заккрытие 2025 финансового года) валовый долг Amcor увеличился до \$13.98 млрд с учетом принятия на баланс около \$7.4 млрд обязательств Berry Global, тогда как годом ранее составлял \$6.6 млрд. Чистый долг на 30 июня 2025 г. составлял \$13.16 млрд. Коэффициент чистого левериджа (чистый долг/EBITDA) временно возрос до 6.0x, против 3.0x до слияния. Тем не менее, руководство ожидает снижения левериджа в ближайшие годы: стабильные операционные денежные потоки (OCF \$1.39 млрд в ФГ2025) и реализация синергий (планируется направить значительную часть ~\$1 млрд+ годового FCF на погашение задолженности) должны вернуть метрику Net Debt/EBITDA к ~3.0x в среднесрочной перспективе. Уже в ФГ2025 Amcor сгенерировала \$810 млн свободного денежного потока, а прогноз на ФГ2026 предполагает удвоение FCF до ~\$1.8 млрд, что создаёт возможности для ускоренного делевериджа. Компания поддерживает умеренный уровень ликвидности: на 30 июня 2025 г. на балансе было \$827 млн денежных средств, дополнительно Amcor располагает неиспользованными револьверными кредитными линиями на \$348 млн. Основная часть долгов имеет среднесрочный характер, но учитывая стабильную генерацию денежного потока, на наш взгляд, у компании не будет проблем с погашением долга. Таким образом, даже с учетом возросшего долга, профиль риска компании оценивается как умеренный, благодаря диверсифицированному портфелю продуктов, прочным позициям в защитных потребительских сегментах и значительной генерации денежных средств.

### **Риски**

- Интеграционные риски. Успешность объединения с Berry Global и реализация заявленных синергий являются ключевыми факторами для укрепления финансового профиля компании. Потенциальные трудности интеграции могут привести к тому, что фактический эффект будет ниже ожидаемого.

**Основные финансовые и операционные результаты\***

| <b>\$млн</b>                                      | <b>2020ФГ</b> | <b>2021ФГ</b> | <b>2022ФГ</b> | <b>2023ФГ</b> | <b>2024ФГ</b> | <b>2025ФГ</b> |
|---------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Выручка                                           | 12 468        | 12 861        | 14 544        | 14 694        | 13 640        | 15 009        |
| Рост выручки (г/г)                                | 31.8%         | 3.2%          | 13.1%         | 1.0%          | -7.2%         | 10.0%         |
| Валовая прибыль                                   | 2 536         | 2 732         | 2 820         | 2 725         | 2 712         | 2 834         |
| Валовая маржа%                                    | 20.3%         | 21.2%         | 19.4%         | 18.5%         | 19.9%         | 18.9%         |
| EBITDA                                            | 1 913         | 1 895         | 2 117         | 2 018         | 1 962         | 2 186         |
| Рост EBITDA (г/г)                                 | 37.2%         | 0.9%          | 11.7%         | -4.7%         | -2.8%         | 11.4%         |
| EBITDA маржа%                                     | 15.3%         | 14.7%         | 14.6%         | 13.7%         | 14.4%         | 14.6%         |
| Процентные доходы (расходы), нетто                | (185)         | (143)         | (135)         | (243)         | (326)         | (347)         |
| Рост процентных доходов (расходов) (г/г)          | (3.1%)        | (22.7%)       | (5.6%)        | 80.0%         | 34.2%         | 6.4%          |
| Опер. денежный поток                              | 1 384         | 1 461         | 1 526         | 1 261         | 1 321         | 1 390         |
| Рост операционного денежного потока (г/г)         | 78.4%         | 5.6%          | 4.4%          | -17.4%        | 4.8%          | 5.2%          |
| Капитальные расходы                               | (400)         | (468)         | (527)         | (526)         | (492)         | (580)         |
| Рост капитальных расходов (г/г)                   | 20.5%         | 17.0%         | 12.6%         | (0.2%)        | (6.5%)        | 17.9%         |
| Своб. денежный поток                              | 984           | 993           | 999           | 735           | 829           | 810           |
| Рост свободного денежного потока (г/г)            | 121.6%        | 0.9%          | 0.6%          | -26.4%        | -12.8%        | -2.3%         |
| Дивиденды и обратный выкуп акций                  | (748)         | (728)         | (723)         | (716)         | (716)         | (842)         |
| Рост дивидендов (г/г)                             | 12.3%         | (2.7%)        | (0.7%)        | (1.0%)        | 0.0%          | 17.6%         |
| Чистая прибыль                                    | 612           | 939           | 805           | 1 048         | 730           | 511           |
| Рост чистой прибыли (г/г)                         | 42.3%         | 53.4%         | -14.3%        | 30.2%         | 30.3%         | -30.0%        |
| Валовый долг                                      | 6 040         | 6 191         | 6 354         | 6 666         | 6 615         | 13 982        |
| Рост валового долга (г/г)                         | 13.6%         | 2.5%          | 2.6%          | 4.9%          | (0.8%)        | 111.4%        |
| Денежные ср-ва и эквиваленты                      | 743           | 865           | 775           | 705           | 588           | 827           |
| Рост денежных ср-в (г/г)                          | 23.5%         | 16.4%         | -10.4%        | -9.0%         | -16.6%        | 40.6%         |
| Чистый долг                                       | 5 297         | 5 326         | 5 579         | 5 961         | 6 027         | 13 155        |
| Рост чистого долга (г/г)                          | (12.4%)       | (0.6%)        | (4.8%)        | (6.8%)        | 1.1%          | 118.3%        |
| Собственный капитал                               | 4 687         | 4 821         | 4 141         | 4 090         | 3 953         | 11 740        |
| Рост собственного капитала (г/г)                  | -17%          | 3%            | -14%          | -1%           | -3%           | 197%          |
| <b>Показатели долговой нагрузки</b>               |               |               |               |               |               |               |
| OCF / Процентные расходы, ТТМ (х)                 | 7.48          | 10.22         | 11.30         | 5.19          | 4.05          | 4.01          |
| EBITDA / Процентные расходы, ТТМ (х)              | 10.34         | 13.25         | 15.68         | 8.30          | 6.02          | 6.30          |
| Валовый долг / EBITDA, ТТМ (х)                    | 3.16          | 3.27          | 3.00          | 3.30          | 3.37          | 6.40          |
| Чистый долг / EBITDA, ТТМ (х)                     | 2.77          | 2.81          | 2.64          | 2.95          | 3.07          | 6.02          |
| <b>График погашения долга и запас ликвидности</b> |               |               |               |               |               |               |
| Погашение долга, \$млн                            | 2 399         | 2 711         | 1 928         | 663           | 3 036         | 454           |
| Запас ликвидности на конец ФГ2025, \$млн          | 1 175         |               |               |               |               |               |
| Денежные средства и эквиваленты, \$млн            | 827           |               |               |               |               |               |
| Кредитные линии, \$млн                            | 348           |               |               |               |               |               |

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

\* - Финансовый год компании заканчивается 30 июня

АО «HalykFinance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «HalykFinance».

© 2025 г., все права защищены.

**Департамент торговых идей****E-mail**

[dti@halykfinance.kz](mailto:dti@halykfinance.kz)

**Департамент продаж****E-mail**

[sales@halykfinance.kz](mailto:sales@halykfinance.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 339 43 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

HLFN

**Refinitiv**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance