

Инвестиционная идея по облигациям

OLN 6.625'33

29 мая 2025 г.

Бондарец Данил

d.bondarets@halykfinance.kz

Основные сведения

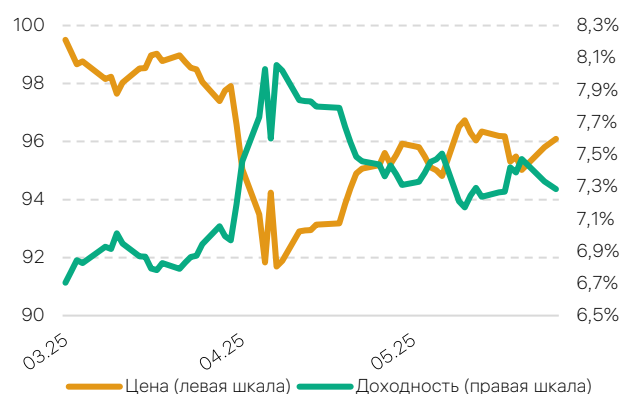
Компания	Olin Corporation
Тикер еврооблигаций	OLN
Страна риска	США
Сектор	Химическая промышленность
Кредитные рейтинги (M/S/F) ¹	Ba1 St. /BB+ St. /BBB- St.
Рекомендация	Покупать на 2 года
Ожидаемая доходность за период держания (годовых)	9.1%
Выпуск	OLN 6.625'33
ISIN	USU67959AB91
Рынок	Euro-Dollar
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Да
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	6.625%
Доходность к погашению	7.29%
Доходность к худшему	7.29%
G-Spread	291 бп
Текущая цена	96.09%
Дата погашения	01.04.2033
Объем в обращении	\$600 млн
Минимальный лот	\$2 000

Инвестиционный тезис

Представляем еврооблигации Olin Corporation – одного из крупнейших производителей хлор-щелочной продукции и эпоксидных смол, с погашением в 2033 году. Облигации в настоящее время торгуются с доходностью к погашению 7.20%-7.37% годовых (YTW 7.20%-7.37%), что подразумевает премию в 110-130 базисных пунктов к выпускам эмитентов из химической промышленности. Премия за риск связана с общей распродажей активов на фоне объявленных Дональдом Трампом «зеркальных» тарифов на импорт 2 апреля 2025 года и давлением на основные рынки компании в последние годы. Однако, именно в таких фазах цикла формируются наилучшие точки входа в циклические истории: по оценкам Goldman Sachs, рейтинговых агентств, а также комментариям компании, цикл хлор-щелочной отрасли – основного источника выручки, находится вблизи своей низшей точки, а его восстановление может начаться уже в 2026 году. В этом контексте Olin Corporation находится в особенно сильной позиции. С 2020 года компания ограничивала загрузку производств для сохранения маржинальности и теперь входит в фазу восстановления, имея до 30% незадействованных мощностей, что обеспечивает конкурентное преимущество и потенциал значительного роста выручки. Менеджмент Olin прогнозирует, что, даже при средней фазе отраслевого цикла, хлор-щелочной сегмент может генерировать до \$1.5 млрд EBITDA к 2029 году – уровень, сопоставимый с пиковыми результатами 2021–2022 гг. и достигнутый без масштабных инвестиций. При этом, даже в условиях текущей слабости конечных рынков, компания демонстрирует достаточное покрытие процентных расходов и комфортный уровень ликвидности. Также в пользу выпуска говорят: ограниченное негативное влияние тарифов США на бизнес компании из-за локализованного производства, умеренная дюрация в 5.9 лет благодаря высокому купону, а также повышенная ликвидность за счёт свежего размещения в марте 2025 года. Таким образом, выпуск предлагает потенциал роста цены при нормализации рынка и восстановлении отрасли. Мы инициируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску OLN 6.625'33 с ожидаемой доходностью за период держания 9.1%³ годовых.

Финансовые показатели, \$ млн	2023	2024	1кв2025 LTM
Выручка	6 833	6 540	6 549
EBITDA (скорректированная) ²	1 310	874	817
Чистая прибыль	460	109	61
Активы	7 713	7 579	7 655
Обязательства	5 481	5 556	5 649
Капитал	2 232	2 023	2 006
CFO	974	503	336
CFI	(341)	(284)	(271)
CFF	(657)	(213)	(41)

Рисунок 1. Цена и доходность в динамике



Источник: Bloomberg

¹ Moody's/S&P Global/Fitch

² Без учёта расходов на реструктуризацию и прочих единоразовых расходов

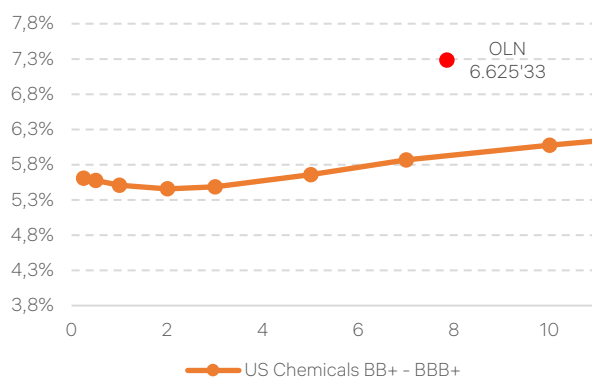
³ Доходность в годовом выражении при реинвестировании купонов и продаже бумаги в конце рекомендуемого 2-ух летнего периода держания по цене 100.61% от номинала. Прогнозируемая цена основана на следующих допущениях: (1) снижение доходности сопоставимого UST до 4.1% и (2) сужение G-spread до 240 бп

Рисунок 2. G-Spread облигации, бп



Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Карта доходности аналогичных облигаций, %



Источник: Bloomberg

О выпуске

Выпуск OLN 6.625'33 является старшими необеспеченным долговым обязательством Olin Corporation. Купонная ставка по данному выпуску составляет 6.625% с полугодовой выплатой. Высокий уровень купона способствует модифицированной дюрации бумаги в 5.90, несмотря на оставшийся срок до погашения в 7.85 лет, что относит его к среднесрочному диапазону.

Облигационный выпуск содержит провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: до 1 апреля 2028 года (за 5 лет до даты погашения) эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене равной большему из (1) суммы приведенной стоимости оставшихся запланированных платежей по основной сумме и процентам, дисконтированных к дате выкупа по ставке казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 50 бп, или (2) 100% от номинала. Также до 1 апреля 2028 года эмитент может выкупить до 35% выпуска за счёт средств от размещения акций по цене 106.625% + накопленный купон, если после этого в обращении останется не менее 65% выпуска, и выкуп произойдёт в течение 90 дней после размещения.

Начиная с 1 апреля 2028 года облигационный выпуск имеет встроенный колл-опцион (embedded call option) со следующим графиком:

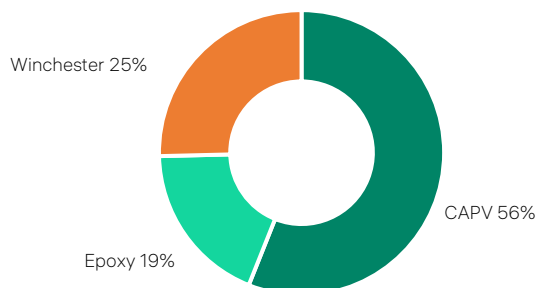
Период колл-опциона	Цена выкупа от номинала
01.04.2028-30.03.2029	103.313%
01.04.2029-30.03.2030	101.656%
01.03.2030-01.04.2033	100.000%

Наконец, выпуск обладает провизией, согласно которой если эмитент или третье лицо выкупит не менее 90% выпуска в рамках оферты, то остаток может быть выкуплен по той же цене.

Мы оцениваем вероятность выкупа данного выпуска в течение срока нашей рекомендации как низкую по нескольким причинам: 1) в настоящий момент выпуск торгуется по цене значительно ниже цены выкупа, в связи с чем его отзыв будет излишне дорогим для компании; 2) компания не имеет достаточного баланса денежных средств для его выкупа, из-за чего ей придётся привлекать дополнительное финансирование через кредитные линии, что оставит компанию со схожей долговой нагрузкой после его отзыва; 3) данный выпуск был выпущен в начале 2025 года, поэтому, в случае наличия достаточной ликвидности и желания ускоренно сокращать долговую нагрузку, мы полагаем, что компания сфокусируется на более старых выпусках.

У выпуска отсутствуют существенные защитные ковенанты, за исключением ограничений на предоставление обеспечения: эмитент и его ограниченные дочерние компании не могут выпускать или гарантировать долговые обязательства, обеспеченные залогом основного

Рисунок 4. Структура LTM выручки компании в разбивке сегментов, %



Источник: Bloomberg

Таблица 1. Обзор основных продуктов сегмента CAPV

Продукты	Конечное потребление	Сырьё
Хлор/ каустическая сода	Целлюлозно-бумажная промышленность, химическое производство, очистка воды, производство винилхлорида, отбеливатели, химикаты для бассейнов и уретановые химикаты	Соль, электричество
Этилендихлорид/ мономер винилхлорида	Прекурсор поливинилхлорида, используемого в виниловом сайдинге, сантехнике и автомобильных деталях	Хлор, этилен, дихлорид этилена
Хлорированные органические соединения	Используются в качестве растворителей и исходных материалов при производстве фторполимеров, фторуглеродных хладагентов и пенообразователей, силикатов, целлюлозы и агрохимикатов	Хлор, дихлорид этилена, хлористый водород, метанол
Гипохлорит натрия (отбеливатель)	Бытовые чистящие средства, отбеливание белья, дезинфицирующие средства для бассейнов, полупроводники, очистка воды, текстиль, целлюлозно-бумажная промышленность и пищевая промышленность	Каустическая сода, хлор
Соляная кислота	Сталелитейная, нефтегазовая, пластмассовая промышленность, органический химический синтез, обработка воды и сточных вод, обработка рассола, искусственные подсластители, фармацевтика, пищевая промышленность и переработка руды и минералов	Хлор, водород
Гидроксид калия	Производство удобрений, мыла, моющих средств и чистящих средств, производство аккумуляторов, химикаты для пищевой промышленности и противогололедные реагенты	Электричество, хлорид калия
Водород	Источник топлива, топливные элементы на водород, специальные амины и соляная кислота	Электричество, соль

Источник: Данные компании

имущества или акций ограниченных дочерних компаний, без предоставления такого же или приоритетного обеспечения по текущим облигациям, за исключением предусмотренных исключений. Также Olin и её дочерние компании не вправе осуществлять сделки продажи и обратной аренды основного имущества в США, если только: (i) такая сделка могла бы быть совершена без предоставления обеспечения по действующим облигациям в соответствии с ковенантами о залоге, либо (ii) вырученные средства направляются на погашение долгосрочного долга. При этом и залог, и сделки продажи и обратной аренды допускаются в пределах корзины, не превышающей 15% от консолидированных чистых материальных активов группы. Кроме того, в случае смены контроля над компанией (например, при её продаже или слиянии), эмитент обязан предложить держателям облигаций выкуп их бумаг по цене 101% от номинала плюс накопленный купонный доход.

О компании

Olin Corporation (далее «Olin» или «компания») – американская производственная компания, специализирующаяся на выпуске химической продукции и боеприпасов. Olin входит в число крупнейших мировых производителей хлора и каустической соды, а также является ведущим поставщиком малокалиберных боеприпасов в США. США является основным рынком сбыта для продукции компании, на долю которого приходится 70% LTM выручки Olin. Её продукция также представлена в Европе, Азиатско-Тихоокеанском регионе, Латинской Америке и Канаде. Компания была основана в 1892 году, её штаб-квартира расположена в городе Клейтон, штат Миссури.

Olin – публичная компания, её акции торгуются на NYSE под тикером «OLN». По состоянию на конец мая 2025 года рыночная капитализация компании составляет \$2.3 млрд. Крупными держателями акций компании являются институциональные инвесторы, в том числе фонды под управлением Hotchkis and Wiley Capital Management (10.59%), BlackRock (10.55%) и The Vanguard Group (10.2%).

Сегменты компании

Olin разделяет свой бизнес на 3 сегмента:

1) **Chlor Alkali Products and Vinyls (CAPV)**. В рамках этого направления компания производит хлор, каустическую соду, этилендихлорид (EDC), винилхлорид (VCM), а также широкий спектр органических хлорсодержащих соединений. Продукция сегмента используется в водоочистке, производстве бумаги, строительстве, сельском хозяйстве, а также как сырьё для пластиков и других химических соединений. Производственные активы сосредоточены преимущественно в США и Канаде, при этом часть продукции экспортируется на международные рынки. Olin также развивает экспортный трейдинг через совместное предприятие Blue Water Alliance с японской Mitsui & Co. Данный сегмент является крупнейшим

Таблица 2. Обзор основных продуктов сегмента Epoxy

Продукты	Конечное потребление	Сырьё
Аллилы (аллилхлорид, эпихлоргидрин) и Ароматические соединения (ацетон и фенол)	Производители полимеров, смол и других пластмассовых материалов и водоочистка	Кумол, каустическая сода, хлор, пропилен
Смолы: жидкая эпоксидная смола/твердая эпоксидная смола	Клеи, морские и защитные покрытия, композиты и напольные покрытия	Бисфенол, каустическая сода, эпихлоргидрин
Платформы готовых решений: модифицированные эпоксидные смолы и добавки	Электроизоляционные ламинаты, краски и покрытия, лопасти ветрогенераторов, электроника и строительство	Жидкие эпоксидные смолы, твердые эпоксидные смолы

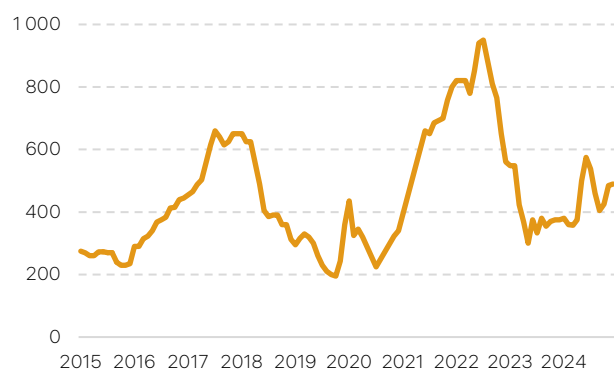
Источник: Данные компании

Таблица 3. Обзор основных продуктов сегмента Winchester

Продукты	Конечное потребление	Сырьё
Спортивные боеприпасы Winchester (патроны для дробовика, малокалиберные патроны центрального и кольцевого боя)	Охотники, спортсмены и любители стрельбы, правоохранительные органы	
Малокалиберные военные боеприпасы	Пехотное и устанавливаемое на транспортные средства оружие	Латунь, свинец, сталь, пластик, порох, взрывчатые вещества
Промышленные продукты (пороха 8-го калибра и пороховые заряды для инструментов) отрасли	Применение в обслуживании энергетической и бетонной промышленности, пороховые инструменты в строительной отрасли	
Мишени для стендовой стрельбы White Flyer	Спортивная и развлекательная стрельба	Известняк, смола, сера, стеарат кальция

Источник: Данные компании

Рисунок 5. Динамика цен на каустическую соду в США, \$/короткую тонну



Источник: Bloomberg

направлением компании. На него приходится 56% LTM выручки компании и 81% её EBITDA.

2) **Epoxy**. Сегмент специализируется на выпуске эпоксидных смол, отвердителей и сырья для их производства, включая ароматические углеводороды (ацетон, фенол), аллильные соединения и эпихлоргидрин. Основные потребители – производители ветрогенераторов, электроники, строительных материалов и защитных покрытий. География продаж охватывает в первую очередь США и Западную Европу, но также включает Азию и Латинскую Америку. Данный сегмент сгенерировал 19% LTM выручки компании. При этом, с точки зрения EBITDA, сегмент оказался убыточным, в связи с чем он внёс негативный вклад в совокупную EBITDA Olin в -5%.

3) **Winchester**. Сегмент занимается производством боеприпасов под известным брендом Winchester. Продукция включает спортивные патроны, охотничьи и военные боеприпасы, а также компоненты для перезарядки и промышленные картриджи. Его клиентами являются розничные сети по продаже оружия, стрелковые клубы, правоохранительные органы и министерства обороны США и Канады. Вклад сегмента в выручку и EBITDA компании составляет по 25% в обоих случаях.

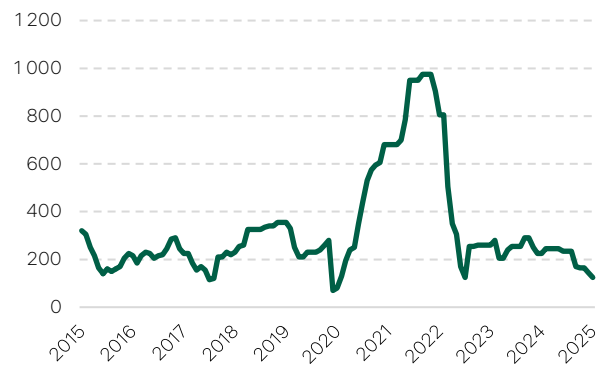
Основные рынки химического бизнеса компании находятся вблизи низшей точки своего цикла, и мы можем увидеть начало их восстановления уже в 2026 году

Химическая отрасль, как правило, является циклической, что значительно отразилось на динамике финансовых результатов компании в последние несколько лет. Пик текущего цикла пришёлся на 2021-2022 гг., когда Olin смогла продемонстрировать рекордные показатели своего химического бизнеса (сегменты CAPV и Epoxy) как с точки зрения выручки, так и с точки зрения прибыльности бизнеса.

В сегменте CAPV, как отмечают аналитики JPMorgan, улучшение результатов было обусловлено ростом цен на хлор и его производные (такие как каустическая сода и этилендихлорид (ЭДХ)) во втором полугодии 2020 года, на фоне восстановления спроса на винилы, перебоев в поставках из-за ураганов, а также логистических сбоев. Позитивная динамика на рынке сохранялась до середины 2022 года, когда спрос начал снижаться под воздействием геополитической нестабильности, инфляции и повышения процентных ставок. Снижение спроса привело к стремительной дефляции цен на продукцию компании, которая продлилась в период со второй половины 2022 года до конца 2023 года.

К концу 2023 года цены на каустическую соду – основной источник продаж сегмента, на долю которого в последние 5 лет приходилось от 40% до 56% выручки, снизились на 60.0% от своих пиковых значений в ноябре 2022 года и стабилизировались на уровне в 350-400 \$/короткую тонну. Осенью 2024 года цены вновь вернулись к росту на фоне таких факторов как низкий уровень запасов, сокращение

Рисунок 6. Динамика цен на ЭДХ в США, \$/короткую тонну



Источник: Bloomberg

предложения со стороны Westlake Chemical – другого крупного поставщика каустической соды, высокий спрос со стороны промышленного сектора и сильный экспортный спрос. На фоне этого цены достигали локального пика на уровне в 575 \$/короткую тонну и в настоящий момент торгуются на уровне в 480-500 \$/короткую тонну. В первом квартале 2025 года руководство компании отреагировало на сокращение предложения на рынке, отложив плановое техническое обслуживание своего хлор-щелочного завода во Фрипорте, штат Техас, для обеспечения потребностей клиентов и извлечения выгоды из возросших цен. Во время презентации результатов первого квартала 2025 года руководство Olin указали, что они ожидают сохранения сильного спроса на каустическую соду в ближайшие кварталы благодаря стабильному спросу со стороны целлюлозно-бумажной отрасли и алюминиевого производства, а также тарифам на импорт из Китая. Сильный спрос должен продолжать оказывать поддержку ценам на протяжении оставшейся части 2025 года.

В свою очередь, цены на ЭДХ достигли пика в марте 2022 года и к концу года снизились на 73.8% до \$255/короткую тонну. На протяжении большей части 2023-2024 гг. они продолжили находится в диапазоне 200-300 \$/короткую тонну, что было сопоставимо с серединой диапазона, который наблюдался в период 2015-2020 гг. Однако в 2025 году цены на ЭДХ вновь пошли вниз, достигнув 125 \$/короткую тонну к середине мая. Снижение было вызвано слабым спросом на поливинилхлорид (ПВХ) – основной продукт переработки ЭДХ – из-за более низкой строительной активности, чем ожидалось, высоких запасов, накопленных к концу 2024 года, а также общей геополитической и макроэкономической неопределённости, включая торговую политику США. На фоне этого дальнейшие ожидания от данного направления сегмента CAPV на 2025 год остаются сдержанными. Однако, как было отмечено выше, цены на ЭДХ уже потеряли весь рост, который они продемонстрировали в 2021-2022 гг. и в настоящий момент находятся вблизи минимумов, которые были зафиксированы в период 2015-2020 гг. (120 \$/короткую тонну). В связи с этим представляется возможным, что данный уровень выступит в качестве поддержки, и в будущем цены могут вернуться к росту.

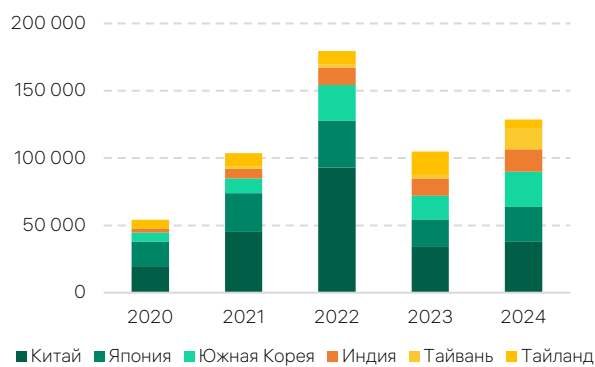
На основе вышеизложенного можно предположить, что цикл сегмента CAPV достиг своей нижней точки и он может начать восстанавливаться уже в следующем году. Более того, признаки начала восстановления уже наблюдаются в отдельных его под-сегментах, таких как каустическая сода. В связи с этим мы можем увидеть возвращение к росту выручки уже в 2025-2026 гг., который будет сопровождаться восстановлением маржинальности. Схожего мнения придерживаются и аналитики из Goldman Sachs, которые в своём прогнозе для химической индустрии на 2025 год прогнозировали, что компании, производящие хлор и каустическую соду, уже находились в конце циклического спада и ожидали, что дно будет

Рисунок 7. Динамика цен на эпоксидные смолы в США, \$/метрическую тонну



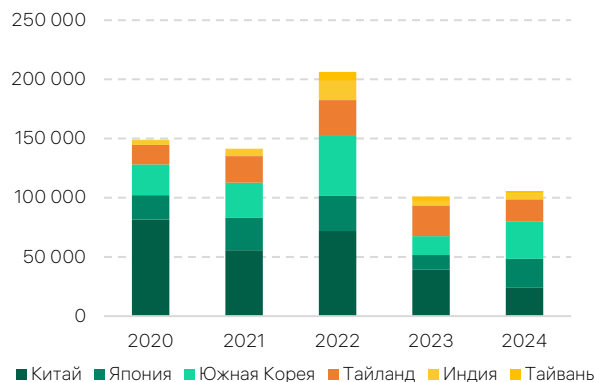
Источник: Bloomberg

Рисунок 8. Объём импорта эпоксидных соединений в ЕС из Азии, \$ тыс.



Источник: Trade Map

Рисунок 9. Объём импорта эпоксидных соединений в США из Азии, \$ тыс.



Источник: Trade Map

достигнуто в 2025 году, после чего они вновь вернуться к росту операционных показателей. Это также подтвердило руководство Olin в ходе дня инвестора в декабре 2024 года, указав, что CAPV проходит через завершающую фазу спада и приближается к началу восстановления. В рамках данного мероприятия компания также отметила, что рост спроса на каустическую соду, вкупе с программой по сокращению расходов на \$150 млн, должен позволить сегменту CAPV генерировать порядка \$1.5 млрд EBITDA к 2029 году. При этом данный прогноз основан на предположении, что хлор-щелочная индустрия будет находиться в средней фазе своего цикла, что, в свою очередь, оставляет потенциал для дальнейшего роста показателя EBITDA в случае выхода отрасли на пик. Однако, даже в базовом сценарии прогнозируемая EBITDA будет сопоставима с уровнями пика предыдущего цикла в \$1.5-\$1.7 млрд.

В сегменте Epoxy компания также смогла нарастить цены на эпоксидные смолы, являющиеся основным источником выручки сегмента с долей в 50-60%, более чем на 90% за период 2021-2022 гг. Это позволило сегменту увеличить свою EBITDA со \$132-\$154 млн в 2019-2020 гг. до \$472-\$703 млн в 2021-2022 гг. Как отмечают в JPMorgan, за счёт этого сегмент заработал эквивалент восьмилетней прибыли за 2 года. Однако, такой рост цен привёл к значительному увеличению объёмов импорта эпоксидных смол из Южной Кореи и Китая, что увеличило предложение и вынудило компании снижать объёмы продаж, чтобы удерживать цены. Однако цены на эпоксидные смолы в США всё равно снизились с пиковых значений в 8 818 \$/метрическую тонну в июне-июле 2022 года до диапазона 4 500–4 900 \$/метрическую тонну к августу 2023 года, где они и находились и в середине мая 2025 года. При этом текущие цены остаются значительно выше показателей 2015–2020 гг., когда стоимость колебалась в пределах 2 000–3 500 \$/метрическую тонну. На фоне снижения цен и объёмов продаж, выручка сегмента в 2023-2024 гг. сократилась в два раза по сравнению с 2022 годом до уровня в \$1.2-\$1.3 млрд. В условиях сокращения утилизации своих заводов, из-за падающих объёмов продаж, маржа EBITDA сегмента сократилась с 17.5%-22.1% в 2021-2022 гг. до 2.0% в 2023 году, и ушла в отрицательную зону в 2024 году, достигнув -2.6% под давлением фиксированных расходов сегмента.

В 2024 году Olin совместно с другими местными производителями – Westlake (в США и Европе) и Spolchemie (в Европе) – подала антидемпинговые иски в регулирующие органы США и ЕС против импорта эпоксидных смол из ряда азиатских стран, включая Китай, Южную Корею, Тайвань, Индию и Таиланд. Поводом для расследований стала обеспокоенность по поводу несправедливо заниженных цен, наносящих ущерб местным производителям. В результате оба регулятора – Европейская Комиссия и Комиссия по международной торговле США – признали наличие оснований для введения мер и ввели тарифы против большинства стран-экспортёров. Решение Европейской Комиссии носит временный характер и будет

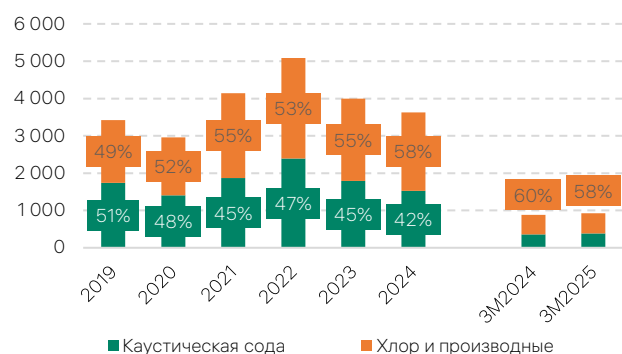
действовать в течение шести месяцев, пока продолжается более глубокое расследование, которое должно определить необходимость постоянных пошлин. Исключением стала Южная Корея: в ЕС пошлины против неё введены не были, так как комиссия не нашла признаков демпинга со стороны корейских компаний. В США тарифы в отношении Южной Кореи были установлены на относительно низком уровне – 5.68–7.6% вместо изначально предложенных 24.65%, частично под давлением корейского правительства. Таким образом, результаты расследований оказались для Olin смешанными: несмотря на общий прогресс в защите внутреннего рынка, относительно мягкий подход к Южной Корее – крупнейшему поставщику эпоксидных смол в ЕС и одному из крупнейших в США – ограничил потенциальную выгоду от введённых мер. В совокупности руководство компании охарактеризовало эффект от пошлин как нейтральный, отметив, что на поставки, попадающие под новые меры, приходится лишь около 25% выручки сегмента Ероху.

Несмотря на ограниченный эффект от торговых мер, руководство Olin сохраняет осторожно позитивный взгляд на перспективы сегмента. Компания рассчитывает на выход Ероху на положительную EBITDA к концу 2025 – началу 2026 года, опираясь на рост в нишевых направлениях с высокой добавленной стоимостью — таких как ветроэнергетика и электроника. Особый акцент делается на развитии готовых эпоксидных композиций, адаптированных под конкретные применения клиентов (например, смолы для ветряных турбин, печатных плат и защитных покрытий). К 2029 году Olin планирует довести EBITDA сегмента Ероху до \$150 млн, из которых \$45 млн должно быть обеспечено за счёт расширения этого направления, а \$80 млн – за счёт сокращения расходов.

Ценовая дисциплина и гибкость производственных мощностей обеспечивают мощный операционный рычаг, позволяющий значительно наращивать выручку в периоды восстановления отраслевого цикла

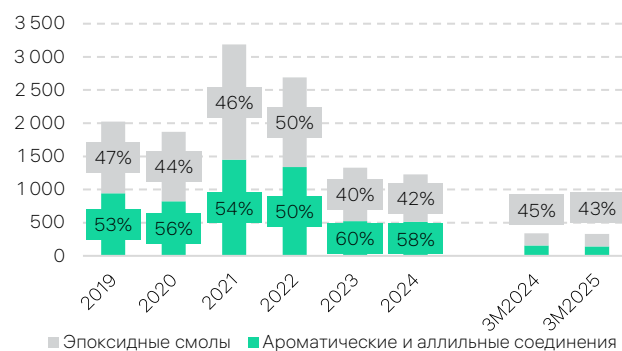
Помимо благоприятной рыночной конъюнктуры 2021–2022 годов, ключевым фактором, способствовавшим улучшению финансовых результатов Olin в тот период, стало внедрение новой операционной стратегии в конце 2020 года. Тогда руководство компании отказалось от прежней модели, ориентированной на наращивание объёмов, и сделало ставку на максимизацию прибыли и рентабельности даже за счёт сокращения объёмов производства. Суть стратегии заключается в активном управлении участием компании в рынке: Olin добровольно ограничивает использование своих производственных мощностей в периоды низкой маржи, чтобы не создавать избыточное предложение и тем самым поддерживать ценовую дисциплину. Такой подход особенно эффективен в хлор-щелочной промышленности, где производимые продукты – хлор и каустическая сода – являются со-процессными и не всегда востребованы в равных объёмах. Например, если спрос на хлор падает, компания

Рисунок 10. Динамика и структура выручки сегмента CAPV, \$ млн



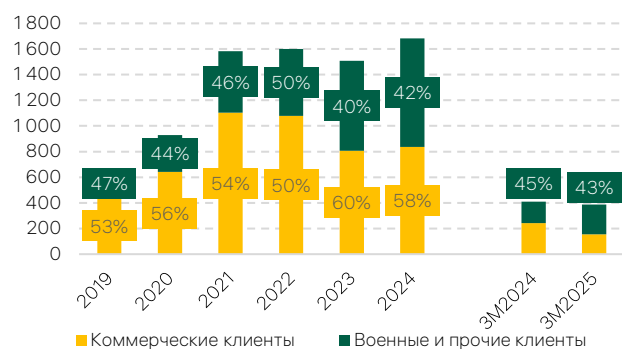
Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 11. Динамика и структура выручки сегмента Epoxy, \$ млн



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 11. Динамика и структура выручки сегмента Winchester, \$ млн



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

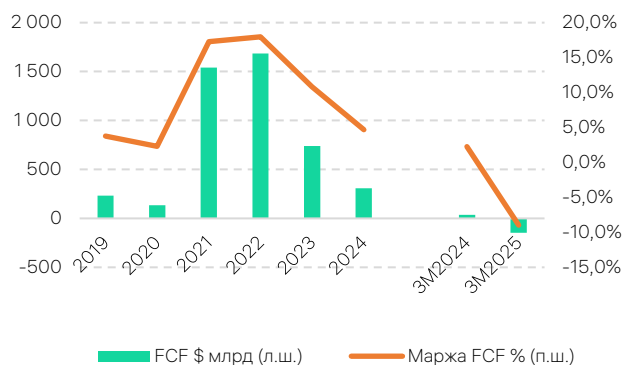
предпочитает снизить выпуск обоих продуктов, даже если каустик остаётся рентабельным.

В рамках реализации этой стратегии Olin с 2021 года неоднократно сознательно снижала загрузку своих заводов до 50–60%, отказываясь от участия в нерентабельных поставках. Это означает, что компания в настоящий момент оперирует ниже своих потенциальных производственных мощностей, создавая эффект «сжатой пружины» (*loaded spring*), которая может быть быстро задействована в случае восстановления рыночного спроса. Это обеспечивает Olin значительный операционный рычаг при выходе отрасли из спада, который недоступен её конкурентам с более высокой загруженностью. Именно этот подход позволил компании заработать рекордную EBITDA в 2021–2022 гг., не прибегая к существенным инвестициям или расширению производств. Руководство подчёркивает, что новая стратегия – это не разовая антикризисная мера, а долгосрочная модель, на которой строится стратегия роста. Компания продолжает придерживаться этой модели и в 2024–2025 гг., подчёркивая, что восстановление объёмов будет происходить только при условии устойчивого спроса и цен, обеспечивающих целевой уровень рентабельности. Одним из примеров этого подхода в недавнее время является упомянутый выше перенос плановой остановки хлор-щелочного завода во Фрипорте для извлечения выгоды из повышенных цен на каустическую соду в условиях ограниченного предложения на рынке.

Операционные метрики компании под давлением на фоне циклического спада, однако их восстановление может начаться уже в 2026 году

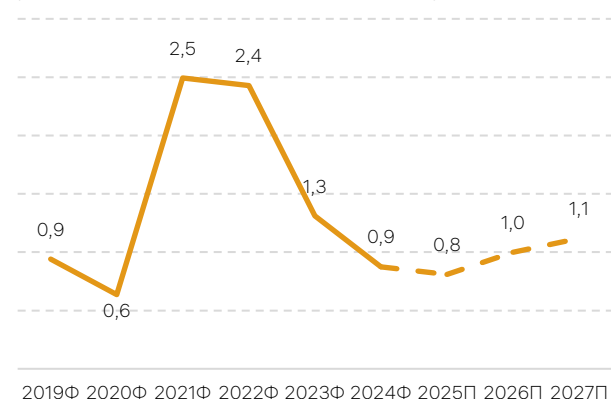
Выручка компании в 1 квартале 2025 года составила \$1644.2 млн, увеличившись на 0.5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В разбивке сегментов, основным драйвером стал CAPV, выручка которого увеличилась на 4.5% г/г и составила \$924.5 млн. Основной причиной роста выручки сегмента стало увеличение объёмов продаж, которое компенсировало снижение цен на его продукцию, в частности ЭДХ. В свою очередь, сегменты Epoxy и Winchester продемонстрировали негативную динамику. Их выручка сократилась на 2.8% и 5.2% г/г, составив \$331.7 и \$388.0 млн соответственно. В случае с Epoxy, компания отмечает, что такое сокращение связано с негативным влиянием курсовых разниц на -\$7.3 млн и общим снижением цен в сегменте на -\$2.3 млн. В сегменте Winchester руководство указывает на сокращение продаж коммерческим покупателям и правоохранительным органам, частично компенсируемое ростом продаж военным покупателям. Валовая прибыль компании составила \$148.7 млн (маржа 9.0%), в сравнении с \$207.3 млн (маржа 12.7%) в 1кв2024 г. Как и в случае с выручкой, основное давление на валовую маржу бизнеса оказывали сегменты Epoxy и Winchester. Под давлением низких цен реализации, сегмент Epoxy зафиксировал валовой убыток в -\$13.4 млн (валовая маржа в -4.0%), против прибыли в \$2.2 млн в 1кв2024 г. (маржа 0.6%). Сегмент Winchester также столкнулся со снижением

Рисунок 12. Динамика и маржа FCF, \$ млн



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 13. Динамика скорректированной EBITDA и консенсус-прогноз аналитиков на 2025–2027 гг., \$ млрд



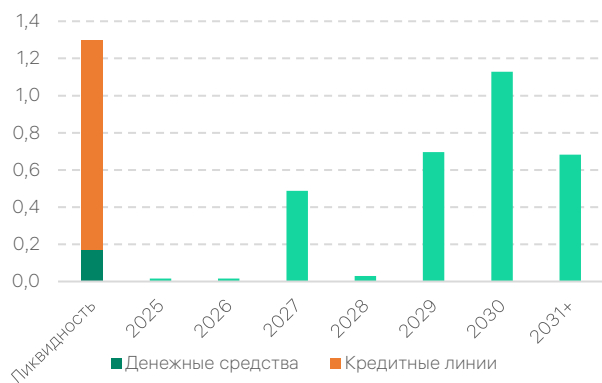
Источник: данные компании, Bloomberg

цен на реализацию, однако наибольший негативный эффект пришёлся на рост стоимости сырьевых товаров, в связи с чем его валовая прибыль сократилась с \$93.1 млн (маржа 22.7%) до \$45.4 млн (маржа 11.7%). В то же время, валовая прибыль сегмента CAPV выросла до \$122.5 млн (маржа 13.3%), в сравнении с \$118.6 млн (маржа 13.4%) в 1кв2024 г.

Скорректированная EBITDA компании (EBITDA без учёта расходов на реструктуризацию и прочих единоразовых расходов) составила \$186 млн (маржа 11.3%), что меньше, чем \$242 млн (маржа 14.8%) в 1кв.2024 г. В основном, данное снижение объясняется снижением валовой прибыли компании, так как коммерческие и административные расходы остались практически неизменными на уровне в -\$101 млн и -\$102 млн в 1кв2025 г. и 1кв2024 г. соответственно. На фоне этого чистая прибыль сократилась с \$48.6 млн (маржа 3.0%) в 1кв2024 г. до \$1.4 млн (маржа 0.1%) в 1кв2025 г. Операционный денежный поток (OCF) Olin за 1 квартал 2025 года составил -\$86.0 млн, в сравнении с +\$81.0 в 1кв2024 г. Основной причиной негативного денежного потока, помимо вышеописанных факторов, стали выплаты за оборотный капитал в -\$204 млн, в сравнении лишь с -\$89 млн за 1кв2024 г. Компания также нарастила капитальные затраты с -\$44 млн в 1кв2024 г. до -\$61 млн в 1кв2025 г., в связи с чем свободный денежный поток (FCF) компании в первом квартале текущего года сложился на уровне в -\$147.4 млн (в сравнении с +\$36.7 млн за аналогичный период прошлого года). Однако, стоит отметить, что несмотря на негативные OCF и FCF в первом квартале, в разрезе последних 12 месяцев, оба показателя остаются позитивными: OCF составил \$336 млн, а FCF – \$124 млн.

Сдержанные результаты последних нескольких лет не вызывают у нас значительных опасений, так как они, в основном, связаны не со структурными проблемами внутри компании, а с циклическим спадом внутри химической отрасли, которая в настоящий момент находится у своей нижней точки. Эта динамика отражена и в консенсус-прогнозе аналитиков (согласно данным Bloomberg), который ожидает улучшения финансовых результатов в ближайшие годы. Так, выручка компании в 2025 году ожидается на уровне в \$6.8 млрд, что является ростом в 3.3% по сравнению с предыдущим годом. Как и в случае с первым кварталом, основным драйвером роста продолжит оставаться сегмент CAPV с г/г приростом выручки в 4.1%. Однако, аналитики ожидают, что и другие два сегмента компании смогут нарастить свою выручку несмотря на её сокращение г/г в первом квартале. В последующие два года ожидается продолжение роста выручки на уровне в 3% г/г и в 2027 году этот показатель должен достигнуть значения в \$7.3 млрд., что ниже пиковых значений предыдущего цикла в \$9.4 млрд, но выше диапазона последних двух лет в \$6.5-\$6.8 млрд. Значительный вклад в улучшение операционных результатов компании, согласно ожиданиям аналитиков, также внесёт и рост маржи EBITDA у всех сегментов. Так ожидается, что маржа сегмента CAPV к 2027 году достигнет значения в 21.9% (против 19.9% в 2024 году и 20.1% в 1 квартале 2025 года). Маржа сегмента Epoxy

Рисунок 14. Ликвидность и график погашения, \$ млрд



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

тоже должна вернуться к положительным значениям и составить 5.3% в 2027 году (в сравнении с -2.6% в 2024 году и -4.7% в 1 квартале 2025 года). В свою очередь, ожидается, что маржа сегмента Winchester продолжит оставаться под давлением в 2025 и 2026 гг. (составляя 11.8% и 14.9% соответственно). Как уже было отмечено выше, это связано с ростом стоимости на сырьевые товары, которое руководство компании отмечало в своих отчёте и презентации за 1 квартал 2025 года. Однако, к 2027 году ожидается её восстановление до 16.5% (что сопоставимо со значением 2024 года в 16.1%). С учётом прочих корпоративных расходов, скорректированная EBITDA компании в 2027 году должна составить \$1.1 млрд (маржа 15.4%). Это является заметным улучшением по сравнению со значениями 2024 года (\$874 млн при марже в 13.4%). Более того, это значительно лучше значений, наблюдавшихся во время схожей фазы предыдущего цикла в 2018-2019 гг., когда показатель маржинальности компании находился на уровне в 8.9%-9.1%. Также ожидается, что, при капитальных затратах в \$200-\$250 млн, FCF компании в 2025 году составит \$232 млн, а в 2026-2027 гг. сложится на уровне в \$450-\$520 млн.

Таким образом, мы положительно оцениваем дальнейшие перспективы компании несмотря на сохраняющееся давление в 2025 году. Улучшение маржинальности сегментов способствует росту EBITDA и, соответственно, сокращению левериджа компании, а ожидаемого FCF будет более чем достаточно для покрытия обязательных выплат по долгу в данный период.

Объёмный запас ликвидности и умеренный коэффициент покрытия расходов обеспечивают финансовую устойчивость компании в период отраслевого спада

Валовой долг компании на конец 1 квартала 2025 года составил \$3.0 млрд, что является ростом в 9.8% г/г. В первые 3 месяца текущего года компания досрочно погасила облигации 2025 и 2027 гг. на общую сумму в \$608.6 млн, а также рефинансировала существующее кредитное соглашение, включающее заимствования по кредитной линии на \$505.0 млн и по срочному кредиту на \$332.5 млн. Данное рефинансирование было произведено за счёт размещения облигаций 2033 года погашения на сумму в \$600 млн и заключения нового кредитного соглашения, действующего до 2030 года, включающего срочный кредит на сумму в \$650 млн и новую кредитную линию на \$1 200 млн, в рамках которой, по состоянию на конец 1кв2025 г., было привлечено \$75 млн. Также компания сократила совокупный объём заимствований в рамках соглашения по заимствованиям под дебиторскую задолженность на \$14 млн. Таким образом, в результате этих операций, совокупное абсолютное увеличение долга с начала года (баланс валового долга на 31 декабря 2024 года - \$2.77 млрд) составило \$194.9 млн или +6.8% кв/кв. Объём денежных средств на балансе компании на конец 1кв2025 г. составлял \$174 млн, в связи с чем чистый долг компании сложился на отметке в \$2.86 млрд (+9.4% г/г и +7.3% кв/кв). Таким образом, леверидж компании

(выраженный как отношение чистого долга к EBITDA) составил 3.5x, увеличившись на 1.2x г/г и на 0.4x кв/кв). Несмотря на небольшой рост долга в последние несколько кварталов, ухудшение левериджа, в основном, связано со сокращением EBITDA из-за того, что цикл химической отрасли находится у своей низшей точки. Как мы уже отмечали выше, консенсус-прогноз аналитиков ожидает начала её восстановления уже с 2026 года, что может привести к снижению показателя левериджа до диапазона в 2.0x-2.2x уже к концу 2027 года. Это довольно близко к целевым уровням менеджмента ниже 2.0x.

До наступления этого момента, кредитный профиль компании будет поддержан внушительным буфером ликвидности на сумму \$1.3 млрд (состоящего из вышеупомянутого баланса денежных средств и их эквивалентов на \$174 млн и доступных кредитных линий на сумму в \$1125 млн). Этой ликвидности более чем достаточно для покрытия выплат по долгу в период с 2025 по 2027 гг. на общую сумму в \$519 млн. Более того, несмотря на то, что EBITDA компании находится под давлением, коэффициент покрытия процентных расходов (выраженный как соотношение EBITDA к процентным расходам) является относительно комфортным на уровне в 3.8x. Таким образом, учитывая достаточный уровень ликвидности, умеренный график погашения долга в ближайшие годы, а также приемлемый уровень покрытия долговых расходов, несмотря на снижение EBITDA в последние периоды, мы уверены в способности компании сохранить финансовую устойчивость до начала фазы восстановления в отрасли.

Рейтинговые агентства о Olin Corporation

Moody's

Рейтинг Ba1 (прогноз «стабильный»). В качестве обоснования для кредитного рейтинга компании агентство ссылается на её статус крупнейшего поставщика хлор-щелочной продукции в Северной Америке, конкурентное преимущество за счёт доступа к дешёвым энергоресурсам, а также высокий уровень ликвидности и относительно консервативную финансовую политику менеджмента, предполагающую целевой показатель левериджа на уровне 2.0x в течение всего цикла. Агентство подчёркивает, что операционные результаты Olin в значительной степени зависят от сегмента CAPV. Moody's отмечает, что при текущем уровне цен на хлор-щелочную продукцию экономические предпосылки для ввода новых мощностей отсутствуют, однако некоторые конкуренты уже анонсировали запуск новых проектов в 2027–2028 годах. Если они будут реализованы без улучшения внутреннего спроса, это может отложить восстановление финансовых показателей Olin. В сегменте Ероху агентство ожидает, что, несмотря на умеренное восстановление цен на смолы, маржинальность бизнеса начнёт улучшаться во второй половине 2025 года на фоне введения антидемпинговых пошлин. С точки зрения кредитных метрик агентство прогнозирует, что, на фоне умеренного восстановления макроэкономики, долговая нагрузка

останется на умеренно повышенном уровне, однако Olin продолжит генерировать \$200–250 млн свободного денежного потока (после дивидендов), что обеспечит компании достаточную финансовую гибкость в условиях спада. Агентство также отмечает отличную ликвидность компании и комфортный запас по финансовым ковенантам. Стабильный прогноз отражает ожидания Moody's, что Olin продолжит придерживаться умеренной стратегии по портфельным улучшениям через точечные приобретения и сохранит консервативный подход к финансовой политике, несмотря на текущую циклическую слабость.

S&P Global

Рейтинг BB+ (прогноз «стабильный»). В августе 2024 года агентство S&P Global Ratings подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг Olin Corporation на уровне BB+ и изменило прогноз с «позитивного» на «стабильный». Причиной пересмотра прогноза стали сохраняющаяся слабость спроса, отсутствие улучшений в ценовой динамике и низкие загрузки производственных мощностей в химическом бизнесе компании. По мнению S&P, на момент публикации, показатель funds from operations (FFO) к долгу по итогам 2024 года должен был составить около 20%, что значительно ниже уровня в 32% в 2023 году и существенно ниже порога повышения рейтинга до инвестиционного уровня, который находится в верхней части диапазона 30–45%. Несмотря на это, текущие кредитные метрики Olin остаются в рамках допустимых для рейтинга BB+. Аналитики S&P отмечают, что Olin сохраняет высокий операционный рычаг, и увеличение загрузки мощностей на 10 пп может привести к существенному росту EBITDA. Однако агентство считает маловероятным заметное улучшение в краткосрочной перспективе из-за низкого спроса, а также высоких процентных ставок и слабой строительной активности в США, Европе и Китае. Дополнительным фактором давления остаётся конкуренция со стороны производителей, которые не сокращают объёмы при низких ценах, что особенно ощутимо в сегменте эпоксидных смол. Агентство также отмечает, что компания продолжает возвращать значительную часть денежного потока акционерам через обратный выкуп акций, даже несмотря на ухудшение кредитных метрик. Тем не менее, S&P считает, что финансовая политика Olin и способность генерировать устойчивый свободный денежный поток обеспечивают достаточный уровень финансовой гибкости для сохранения текущего рейтинга. Агентство также позитивно оценивает отказ компании от капиталоемких проектов в пользу точечных приобретений. Таким образом несмотря на то, что текущая рыночная динамика ограничивает вероятность перехода компании в инвестиционный сегмент в краткосрочной перспективе, S&P уверено в способности Olin сохранить финансовую устойчивость. Это позволяет удерживать рейтинг на верхнем уровне среди спекулятивных эмитентов.

Fitch

Рейтинг BBB- (прогноз «стабильный»). В феврале 2025 года Fitch подтвердило кредитный рейтинг компании на уровне BBB- со стабильным прогнозом. Fitch положительно оценивает сильные рыночные позиции Olin в ключевых продуктовых сегментах, высокий уровень вертикальной интеграции, устойчивую маржинальность по EBITDA (на уровне 15%-19%) и хорошую способность генерировать FCF, даже в условиях циклического спада. Также, агентство считает, что кредитный рейтинг компании будет поддержан гибкой инвестиционной программой компании, низкой потребностью в капитальных затратах и высоким уровнем финансовой устойчивости. На фоне этого, агентство ожидает, что леверидж компании снизится до уровня в 2.5x к концу 2027 года. С другой стороны, сдерживающими факторами для кредитного рейтинга компании, по мнению Fitch, является циклический и товарный характер продукции компании, сопровождающийся высокой волатильностью цен в ключевых сегментах. При этом агентство выделяет операционную стратегию компании, ориентированную на сохранение цен для поддержки прибыльности даже на фоне слабого спроса через управление загрузкой производственных мощностей. В настоящий момент агентство ожидает, что неблагоприятная рыночная конъюнктура в хлор-щелочном сегменте сохранится до конца 2025 года, с восстановлением с 2026 года. В то же время, агентство указывает на структурные проблемы в сегменте эпоксидных смол, где убытки сохраняются из-за перенасыщения рынка экспортом из Азии и высокой себестоимости европейского производства. Таким образом, несмотря на возможный позитивный эффект от антидемпинговых расследований, Fitch не ожидает улучшения в этом сегменте в ближайшей перспективе. В совокупности, несмотря на сохраняющиеся риски, Fitch считает, что текущая стратегия Olin и её финансовая дисциплина обеспечивают достаточный запас прочности для поддержания рейтинга на текущем уровне.

Риски

- Слабость ключевых индустрий сбыта, такие как строительство или автомобильная отрасль, может привести к более медленному восстановлению цен и спроса на продукцию компании, что приведёт к более позднему началу восстановления химического бизнеса компании;
- Одним из факторов, приводящих к слабости конечных рынков для продукции Olin может стать протекционистская торговая политика США и связанная с нею макроэкономическая неопределённость;
- Волатильность цен на сырьё (например этилен, электроэнергия) и финальную продукцию Olin (каустические соды, ЭДХ, эпоксидные смолы) может негативно отразиться на её денежных потоках;
- Продолжение демпинга со стороны азиатских производителей может продолжить удерживать цены на их текущих уровнях;

- Производственные аварии, приводящие к утечке хлора или других химикатов, могут привести к травмам или гибели сотрудников компании, а также к судебным разбирательствам, которые могут обязать компанию к выплатам компенсаций пострадавшим. Кроме того, такие инциденты могут повлечь за собой значительные затраты на ликвидацию последствий, включая расчистку загрязнённых территорий;
- Усиление требований к выбросам и утилизации отходов может привести к росту операционных затрат или необходимости модернизации производства;
- Агрессивная политика по выплате дивидендов или выкупу акций может оказать негативное влияние на доступную ликвидность компании.

Основные финансовые и операционные результаты Olin Corporation

\$млн	2020	2021	2022	2023	2024	3М2024	3М2025
Выручка	5 758	8 911	9 376	6 833	6 540	1 635	1 644
Рост выручки, (г/г)	-5.8%	54.8%	5.2%	-27.1%	-4.3%	-11.3%	0.5%
Валовая прибыль	383	2 294	2 182	1 166	737	207	149
Валовая маржа, %	6.7%	25.7%	23.3%	17.1%	11.3%	12.7%	9.0%
EBITDA (скорректированная) ¹	636	2 493	2 428	1 310	874	242	186
Маржа EBITDA, %	11.0%	28.0%	25.9%	19.2%	13.4%	14.8%	11.3%
Процентные расходы	(293)	(348)	(144)	(181)	(185)	(45)	(49)
Чистая прибыль	(970)	1 297	1 327	460	109	49	1
Маржа чистой прибыли, %	-16.8%	14.6%	14.2%	6.7%	1.7%	3.0%	0.1%
Операционный денежный поток (OCF)	433	1 741	1 922	974	503	81	(86)
Капитальные затраты	(299)	(201)	(237)	(236)	(195)	(44)	(61)
Свободный денежный поток (FCF)	134	1 540	1 685	738	308	37	(147)
Маржа FCF, %	2.3%	17.3%	18.0%	10.8%	4.7%	2.2%	-9.0%
Дивиденды и выкуп акций	(126)	(380)	(1 467)	(812)	(395)	(129)	(43)
Рост объема дивидендов и выкупа акций, %	-54.1%	200.6%	286.3%	-44.6%	-51.4%	-44.3%	-66.6%

Операционные показатели в разбивке сегментов

Выручка сегмента Epoxy	1 871	3 186	2 691	1 329	1 226	341	332
Рост выручки, (г/г)	-7.6%	70.3%	-15.6%	-50.6%	-7.7%	-5.4%	-2.8%
Выручка сегмента Winchester	928	1 584	1 601	1 509	1 684	409	388
Рост выручки, (г/г)	39.4%	70.7%	1.1%	-5.7%	11.6%	11.7%	-5.2%
Выручка сегмента Chlor Alkali Products and Vinyls	2 960	4 141	5 085	3 995	3 630	885	925
Рост выручки, (г/г)	-13.5%	39.9%	22.8%	-21.4%	-9.1%	-20.8%	4.5%
EBITDA сегмента Epoxy	132	703	472	26	(31)	1	(16)
Маржа EBITDA, %	7.0%	22.1%	17.5%	2.0%	-2.6%	0.4%	-4.7%
EBITDA сегмента Winchester	112	435	398	283	272	81	32
Маржа EBITDA, %	12.1%	27.5%	24.8%	18.7%	16.1%	19.9%	8.3%
EBITDA сегмента Chlor Alkali Products and Vinyls	455	1 464	1 664	1 105	721	182	186
Маржа EBITDA, %	15.4%	35.4%	32.7%	27.7%	19.9%	20.6%	20.1%

Долговая нагрузка

Валовой долг	3 864	2 779	2 581	2 670	2 842	2 766	3 036
Рост валового долга, (г/г)	15.7%	-28.1%	-7.1%	3.5%	6.4%	-0.3%	9.8%
Денежные средства и их эквиваленты	190	181	194	170	176	151	174
Чистый долг	3 674	2 599	2 387	2 500	2 667	2 615	2 862
Рост чистого долга, (г/г)	17.8%	-29.3%	-8.2%	4.7%	6.7%	0.6%	9.4%
Собственный капитал	1 451	2 652	2 544	2 232	2 023	2 172	2 006

Показатели долговой нагрузки

EBITDA / процентные расходы (x)	2.2	7.2	16.9	7.2	4.7	5.4	3.8
Валовой долг / EBITDA TTM (x)	6.1	1.1	1.1	2.0	3.3	2.5	3.7
Чистый долг / EBITDA TTM (x)	5.8	1.0	1.0	1.9	3.1	2.3	3.5

График погашения долга и запас ликвидности

	2025-2026	2027	2028	2029	2030	2031+
Погашение долга, \$млн	31	488	29	697	1 128	683
Запас ликвидности, \$млн	1 299					
Денежные средства и их эквиваленты, \$млн	174					
Кредитные линии, \$млн	1 125					

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

¹ Без учёта расходов на реструктуризацию и прочих единоразовых расходов

АО «Halyk Finance» (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 «Halyk Finance».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей**E-mail**

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж**E-mail**

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance