

1 КОРПОРАТИВНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

1.1 ПРЕАМБУЛА

Вы работаете корпоративным казначеем в крупной сырьевой корпорации. Корпорация представляет собой группу компаний (далее - Группа), которая включает как операционные дочерние компании (предприятия), так и различные технические юр. лица.

Зонами вашей ответственности являются:

1. Обеспечение платежной инфраструктуры: ведение счетов, организация расчётного процесса, обеспечение предприятий Группы денежными средствами для их непрерывной деятельности;
2. Управление долгосрочной ликвидностью и долговой позицией, ведение и заключение кредитных сделок, а также сделок на рынках долгового капитала.

На прошлой неделе в состав Совета Директоров вошёл господин М., в прошлом имевший опыт в корпоративном казначействе. На его взгляд, текущая долговая позиция и позиция ликвидности не в лучшей форме. Он поручил вас проанализировать положение вещей и вернуться к нему с ответами/предложениями.

1.2 ЗАДАЧИ

1. С учетом прогноза денежных потоков и параметров дивидендной политики построить поквартальный прогноз кассовых разрывов по итогам каждого квартала до конца 2026 года (**0-3 баллов** - оценивается логика построения прогноза, **0-3 балла** точность попадания в цифры по оценке автора);
2. По итогам 2021 года у Группы запас свободных денежных средств. Насколько оправдано удержание свободных денежных средств на балансе Группы в объеме превышающий минимальный (**0-3 балла** за логику рассуждения)? Как могут быть использованы эти денежные средства для целей управления долговой позицией (**0-2 балла** за логику рассуждения), оцените эффект на процентные расходы (**0-3 балла** за качество расчёта), который может потенциально быть достигнут (для целей расчётов считать, что привлечения/погашения осуществляются в последний день квартала, ответ – интервал +/- 1 млн. долларов);
3. Проанализировать ликвидность компании и представить план фондирования Группы в период с 2022-2024 гг. План должен быть построен таким образом, чтобы позиция Группы по ликвидности в рамках Rating Review выглядела сильно.
 - a. Описать Общий подход к использованию инструментов (**0-3 балла** за логику рассуждений);
 - b. В каких кварталах целесообразно произвести размещение еврооблигаций? В каких номиналах и на какие сроки? (**0-4 баллов** за логику и качество оценки)
 - c. Видите ли вы оптимальным увеличение/снижение лимитов гарантированных кредитных линий в прогнозном периоде? Если да, то, когда и в каких объемах? (**0-3 балла** за логику рассуждения и оценку)

4. В декабре 2019 выпущены еврооблигации, для которых не заключалась сделка своп в зп LIBOR (подробнее п 1.4.1.6). На фоне недавнего стремительного роста ставок в USD, потенциально может быть интересно монетизировать положительную переоценку данного выпуска по процентам. Опишите, каким образом это может быть осуществлено (что необходимо сделать, в том числе параметры, **0-3 балла** за логику рассуждения), рассчитайте оценку результата (**0-3 балла** за качество оценки). Удачным ли было в целом решение не своповать данный выпуск при размещении (при ответе сослаться на исторический контекст, **0-2 балла** за логику и эрудицию)?

Ответы направлять в свободной форме, с приложением расчётов, в которых будет видна связь с вводными, лежащими в основе.

1.3 ОБЩИЕ СВЕДЕНИЯ

1.3.1 Метрики, используемые в работе с долговой позицией:

- 1.3.1.1 **Чистый долг (Net Debt)** – все долговые обязательства за вычетом имеющихся денежных средств. Предполагается, что денежные средства могут быть мгновенно израсходованы на погашение долга, таким образом, вы будете должны меньше. Оставшееся - фактически то, сколько вы должны на самом деле;
- 1.3.1.2 **Операционный денежный поток (OCF)** – приток/отток денежных средств на балансе в результате операционной деятельности в отчётном периоде;
- 1.3.1.3 **Инвестиционный денежный поток (ICF)** – то же самое, но в результате осуществления кап. затрат, продажи/покупки инвестиционных активов и т.п.;
- 1.3.1.4 **Свободный денежный поток (FCF)** – разность OCF и ICF, т.е. сколько денежных средств осталось в распоряжении Группы по итогам отчётного квартала. Денежные средства из FCF могут направляться на выплату дивидендов акционерам или выплату тела долга кредиторам.
- 1.3.1.5 **EBITDA** – операционная прибыль Группы, увеличенная на Амортизацию. Амортизация входит в себестоимость и тем самым снижает прибыль, хотя фактически денежные средства не покидают баланс в результате амортизации. Особенно заметно этот эффект проявляется в отношении компаний с большой долей внеоборотных активов. Возвращая амортизацию обратно, мы получаем приближение OCF, где основным различием будут то, что OCF учитывает изменение оборотного капитала. Укрупненно можно считать, что $OCF = EBITDA + ch. NWC + Int + Tax$.
- 1.3.1.6 **Net Debt / 12m EBITDA** – отражает долговую нагрузку организации. $Net Debt / 12m EBITDA = 2.0x$, говорит о том, что долг компании равен приближенному операционному денежному потоку за 2 года. На практике под предельным уровнем нормальной долговой нагрузки считается 4.0x, более высокие значения отражают высокую закредитованность бизнеса.

1.3.1.7 **Связь показателей** - На практике удобно использовать логику, приведенную ниже:

Таблица 1 - Основные метрики для работы с долгом

1	Cash	
2	Debt	
3	Net Debt	2-1
4	OCF	
5	ICF	
6	FCF	4-5
7	Debt Raised	
8	Debt Paid	
9	Dividends paid	
10	Cash change	6+7-8-9
11	Cash	1+10
12	Debt	2+7-8
13	Net Debt	12-11
14	12M EBITDA	
15	Net Debt / EBITDA	13/14

1.3.2 **Основные инструменты корпоративного финансирования**

1.3.2.1 **Казначейские кредитные линии.**

Краткосрочные кредитные линии, в рамках которых погашение долга происходит не более, чем через 1 квартал. Возможно досрочное погашение, как правило без процентов, поскольку транши выдаются под плавающую ставку. У банков нет обязанности кредитовать – выдача происходит при наличии аппетита и доступной ликвидности.

Назначение – покрытие кассовых разрывов.

Риски для заёмщика – не выдача в случае турбулентности на денежных рынках;

Ставки – относительно невысокие, с учетом краткосрочной природы кредита;

Ограничения со стороны кредитора – отсутствуют в виду краткосрочной природы.

1.3.2.2 **Долгосрочные кредитные линии.**

Формируют устойчивую часть заёмного капитала. Подходит для молодых организаций, поскольку им недоступны иные источники долгового капитала;

Ставки – выше, чем по облигациям, поскольку ценообразование не прозрачное;

Досрочное погашение – да, возможно наличие комиссии;

Риски для заёмщика – досрочное погашение по требованию кредитора;

Ограничения со стороны кредитора – залоги, отчетность, ограничение операций, решений, моратории

1.3.2.3 Гарантированные кредитные линии.

Заёмщик имеет право выбрать кредит, а кредитор обязан предоставить на протяжении срока жизни лимита. Обычно лимит устанавливается на 2-3 года, таким образом, заёмщик получает уверенность в том, что ему будут доступны средства для финансирования при необходимости.

Наличие такого лимита эквивалентно одновременному существованию долга и денежных средств, только обходится намного дешевле (н-р, привлечение долга за 10% размещение на счете под 8% - стоимость 2%, лимит гарантированной линии может стоить в районе 0.5%).

Наличие инструмента положительно рассматривается рейтинговыми агентствами в контексте анализа ликвидности организации.

В остальном инструмент схож с Долгосрочным кредитом.

1.3.2.4 Облигации и еврооблигации.

Формирует устойчивую часть долгового капитала.

Досрочное погашение - невозможно гибко погашать досрочно, таким образом, требует включения в долговой портфель в доле, менее 100%, иначе существует риск образования излишков денежных средств.

Ставки - Служит оценкой стоимости кредита для организации, формируемой на конкурентной основе. В последствии позволяет таргетировать стоимость банковских кредитов.

Ограничения со стороны кредиторов – после размещения минимальные. Само размещение трудоемко и требует высокого уровня раскрытия информации эмитентом;

1.4 ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

1.4.1 Долговая политика Группы

1.4.1.1 Валюта финансирования

Финансирование Группы осуществляется в Долларах США, поскольку цена на продукцию, реализуемую Группой, формируется на мировых рынках в Долларах США, и затем транслируется региональные рынки по курсу доллара США к местной валюте.

1.4.1.2 Поддержание международного кредитного рейтинга инвестиционного уровня.

Основные критерии, которые необходимо выполнять и выполнение которых необходимо прогнозировать в рамках общения с рейтинговыми агентствами, которое проводится по итогам по итогам 1 полугодия и финансового года (Rating Review):

Долговая нагрузка: $Net\ Debt / EBITDA \leq 1.5x$

Ликвидность: $Sources / Uses \geq 1.1x$, где:

$Sources =$ Денежные средства на момент прогноза + Прогноз Операционного денежного потока на 1 год (OCF) + Лимиты гарантированных кредитных линий, доступные на момент прогноза;

$Uses =$ Долг, погашаемый в течение 1 года, + Прогноз Инвестиционного денежного потока на 1 год (ICF) + Дивидендные выплаты на горизонте 1 года.

Для целей настоящего задания считаем, что Rating Review происходит в самом конце 2-го и 4-го кварталов.

1.4.1.3 Инструменты ликвидности.

Гарантированные кредитные линии – минимум 1 млрд. долларов, максимум 1.4 млрд. долларов;

Остатки денежных по итогам квартала - не менее 50 млн. долларов. Размещение остатков на депозиты происходит только в долларах США.

1.4.1.4 Долговые инструменты.

Еврооблигации – минимальный размер выпуска - 500 млн. долларов, максимальный – 1 млрд.;
Казначейские кредиты – задолженность по таким кредитам не должна превышать 800 млн. долларов по итогам квартала.

От размещения локальных облигаций Группа в настоящий момент отказалась.

1.4.1.5 Управление долгосрочной ликвидностью.

Группа управляет ликвидностью при помощи балансировки долгосрочного долга (облигации), краткосрочного долга (казначейские кредитные линии), лимита гарантированных кредитных линий. Привлечение облигаций считается предпочитается увеличению лимитов гарантированных кредитных линий до тех пор, пор пока не прогнозируются скопления денежных средств в объеме более 150 млн. долларов.

План фондирования составляется таким образом, что минимизировать средние остатки денежных средств в прогнозном периоде.

1.4.1.6 Процентный риск.

Группа привлекает средства под плавающую процентную ставку (LIBOR 3M), поскольку такая позиция позволяет выходить из обязательств при досрочном погашении условно без уплаты рыночной переоценки инструмента. В случае с еврооблигациями – в момент размещения Группа заключает сделки процентный своп (receive fix / pay floating) для реализации этой тактики. Любые сделки под фиксированную ставку открыты с целью хеджирования процентных рисков.

1.4.2 Дивидендная политика Группы

Дивиденды выплачиваются в соответствии с логикой ниже:

Таблица 2 - Дивидендная политика

Net Debt / 12M EBITDA по итогам отчетного периода:	Объем рекомендуемой выплаты:
<0.5x	120% Свободного денежного потока за отчётный период
0.5x - 1.0x	100% Свободного денежного потока за отчётный период
1.0x - 1.5x	50% Свободного денежного потока за отчётный период
>1.5x	Дивиденды не выплачиваются

Совет Директоров Группы рассматривает вопрос о выплате дивидендов по итогам работы за следующие периоды:

Таблица 3 - График выплаты дивидендов

Период, за который выплачиваются дивиденды	Месяц выплаты
январь - март	июнь
апрель - июнь	сентябрь
июль - сентябрь	декабрь
октябрь - декабрь	июнь

1.4.3 Прогнозные показатели деятельности Группы

1.4.3.1 Денежные потоки

Текущие уровни ОCF соответствуют пику цикла - в прогнозном периоде ожидается стабилизация показателя:

Таблица 4 - Прогноз денежных потоков, USD mln

ГОД	2021F	2022	2023	2024	2025	2026
OCF	3340	3000	2400	2100	1900	2500
ICF	1300	800	950	950	900	900
ЕBITDA	3200	2900	2300	2050	1900	2500

Исторически ЕBITDA/OCF/FCF имеет следующую поквартальную разбивку, которой рекомендуется придерживаться:

Таблица 5 - Разбивка денежных потоков по кварталам (исторически)

1кв	2кв	3кв	4кв
15%	30%	35%	20%

1.4.3.2 График погашения обязательств

Для целей расчётов считать, что погашения/привлечения происходят в последний день квартала.

Таблица 6 - График погашения долгов Группы, USD mln

По сост. На 31.01.2021 год	Комментарий	2021		2022				2023				2024				2025				2026			
		4кв	1кв	2кв	3кв	4кв	1кв	2кв	3кв	4кв	1кв	2кв	3кв	4кв	1кв	2кв	3кв	4кв	1кв	2кв	3кв	4кв	
USD еврооблигации (3mL + 2.2%)					750																		
EUR облигации (EUR 3mL + 2.45%)																				225			
USD еврооблигации (3mL + 1.65%)																							
USD еврооблигации (3.1% fix)	Размещение дек 2019, 5 лет, 1.5% + своп																						
USD кредит (3mL + 2%)	Досрочное погашение - без комиссии																						
Денежные средства		800						300															

1.4.3.3 Стоимостные параметры доступных инструментов.

Под свопами подразумевается USD fix (полугодовые платежи) против 3m LIBOR (квартальные платежи) своп.

Таблица 7

Продукт	Ставка	Тип ставки
Казначейские линии	1.2%	спред к 3mL
Кредиты	2.0%	спред к 3mL
Облигации 5 лет	1.6%	спред к свопам
Облигации 7 лет	1.85%	спред к свопам
Облигации 10 лет	2.15%	спред к свопам
USD Своп 1 год	1.15%	ставка фикс
USD Своп 2 года	1.65%	ставка фикс
USD Своп 3 года	1.90%	ставка фикс
USD Своп 5 лет	2.0%	ставка фикс
Депозиты	-0.3%	спред к 3mL