

КОРПОРАТИВНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

Не предполагается точное совпадение решений участников с вариантом, предложенным ниже. Данный вариант отражает то, как в общем чертах на проблему смотрели бы на практике (без учета условий форс-мажорных ситуаций, одна из которых развивается в настоящее время). При оценке результатов предоставленных решений принимались во внимание рассуждения, подача материала и качество расчётов.

1.1 ОТВЕТЫ НА ВОПРОСЫ

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);

Для прогнозирования потребуются поквартальные значения EBITDA и FCF.

Поскольку потребуется, в том числе, расчёт 12m EBITDA в течение 2022 года, потребуется рассчитать поквартально EBITDA в 2021 году.

Значение FCF за 4 квартал 2021 потребуется для оценки величины дивидендов к уплате в июне 2022 года.

Оценки производим на основе цифр по итогам 2021 года. В соответствии с логикой поквартальной разбивки денежных потоков и EBITDA, предложенной в Таблице 5, имеем (в млн. долл.):

1 Год	2021F	1к21	2к21	3к21	4к21
2 Доля по году	100%	15%	30%	35%	20%
3 OCF	3340	501	1002	1169	668
4 ICF	1300	195	390	455	260
5 FCF (3-4)	2040	306	612	714	408
6 EBITDA	3200	480	960	1120	640

Аналогичный подход используем и для 2023-2026 года.

График свободного денежного потока и выплат по долгу:

	1к21	2к21	3к21	4к21	1к22	2к22	3к22	4к22	1к23	2к23	3к23	4к23	1к24	2к24	3к24	4к24	1к25	2к25	3к25	4к25	1к26	2к26	3к26	4к26	
1																									
2 FCF	306	612	714	408	330	660	770	440	217,5	435	507,5	290	172,5	345	402,5	230	150	300	350	200	240	480	560	320	
3 Debt repayments					0	0	-750	0	0	-300	0	0	-500	0	0	-800	0	0	0	0	-225	0	0	0	

Для оценки выплат дивидендов потребуется рассчитать для каждого отчетного периода значение Net Debt / 12m EBITDA. Для этого потребуется рассчитать остатки денежных средств, баланс долга и 12m EBITDA:

Д/С и сумма долговых обязательств по итогам 2021 г. составляют 800 млн. и 2,575 млн. по условию (Таблица 6).

	1к21	2к21	3к21	4к21	1к22	2к22	3к22	4к22	1к23	2к23	3к23	4к23	1к24	2к24	3к24	4к24	1к25	2к25	3к25	4к25	1к26	2к26	3к26	4к26	
1																									
2 FCF	306	612	714	408	330	660	770	440	217,5	435	507,5	290	172,5	345	402,5	230	150	300	350	200	240	480	560	320	
3 Debt repayments					0	0	-750	0	0	-300	0	0	-500	0	0	-800	0	0	0	0	-225	0	0	0	
4 Divs						-804	-660	-924	0	-657,5	-435	-507,5	0	-462,5	-345	-402,5	0	-265	-150	-350	0	-340	-480	-560	
5 Debt disbursements (Short Term)																									
6 Debt disbursements (Long Term)																									
7 Divs Declared				408	396	660	924	440	217,5	435	507,5	290	172,5	345	402,5	115	150	150	350	100	240	480	560	320	
8 Cash EoP (=2+3+4+5+6)			392	800	1130	986	346	-138	79,5	-443	-370,5	-588	-915,5	-1033	-975,5	-1948	-1798	-1763	-1563	-1713	-1698	-1558	-1478	-1718	
9 EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460	307,5	615	717,5	410	285	570	665	380	375	750	875	500	
10 12m EBITDA (=сумма 4 столбцов назад по стр. 9)				3200	3155	3065	2960	2900	2810	2630	2420	2300	2262,5	2187,5	2100	2050	2027,5	1982,5	1930	1900	1990	2170	2380	2500	
11 Debt (=3+5+6 + 11 (пред столб.))				2575	2575	1825	1825	1825	1525	1525	1525	1525	1025	1025	1025	225	225	225	225	225	0	0	0	0	
12 Net Debt (=11-8)				1775	1445	1589	1479	1963	1745,5	1968	1895,5	2113	1940,5	2058	2000,5	2173	2023	1988	1788	1938	1698	1558	1478	1718	
13 Net Debt / 12m EBITDA (=12/10)				0,55	0,46	0,52	0,50	0,68	0,62	0,75	0,78	0,92	0,86	0,94	0,95	1,06	1,00	1,00	0,93	1,02	0,85	0,72	0,62	0,69	

Дивиденды определяются по итогам отчетного периода и выплачиваются с лагом в квартал или в два квартала. Так, по итогам 4к21, Net Debt / 12m EBITDA составил 0.55x, следовательно, дивиденды будут выплачены в объеме 100% FCF за этот квартал, т.е. 408 млн. долл. По итогам 1к22, Net Debt / 12m EBITDA составит уже 0.46 (значение снижается, поскольку был произведен положительный свободный денежный поток), что уже меньше 0.5x, следовательно, дивиденды могут быть выплачены в объеме 120% FCF, или 396 млн. долл. Выплата данных сумм прогнозируется во 2к22 по условию.

Кварталы, в которых происходит кассовый разрыв, можно считать те, в которых остатки д/с ниже 50 млн. долл., они выделены серым. Понимание того, в каком периоде возникает кассовый разрыв, позволяет прогнозировать, в каком периоде потребуется привлечение ден. средств.

2. По итогам 2021 года у Группы имеется 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);

2.1.

В соответствии с условием (в целом достаточно реалистичным), удержание денежных средств в объеме, больше необходимого означает следующее:

- a) Компания платит $3mL + \text{спред}_k$ (спред в данном случае точно более 1.5% в среднем) по инструментам финансирования;
- b) Компания получает $3mL - \text{спред}_d$ (0.3%) по депозитным инструментам.
- c) Нетто результат отрицательный, величина $= -3mL - \text{спред}_k - (3mL - \text{спред}_d) = -\text{спред}_k + \text{спред}_d = -1.5\% + 0,3\% = -1.2\%$.

Таким образом при прочих равных удержание д/с сверх минимального уровня является неэффективностью, стоимость которой в отчетном периоде составляет около 1.2% годовых от среднедневного остатка средств сверх необходимого.

На практике целесообразность поддержания такой позиции может возникнуть в случаях, например, таких, как следующие:

- a) *Ожидаемый существенный рост спредов по инструментам финансирования. Целесообразно краткосрочно удерживать позицию стоимостью 1.2%, в случае, если есть риск увеличения спреда, например, до уровней 2.5% и выше;*
- b) *Структура фондирования, которая не позволяет использовать излишки д/с для погашения обязательств, что является, в свою очередь, неэффективностью управления долговой позицией.*

2.2.

В данном кейсе необходимо решить, существует ли возможность использовать денежные средства для погашения долговых обязательств.

Для данной цели наиболее очевидным вариантом является Кредит с погашением во 2к23 на 300 млн. долл. Он имеет достаточно высокий спред (2.0%), при этом погашается досрочно без комиссии.

Облигации также доступны к выкупу, но спред по ним ниже, чем спред по кредиту даже для более длинных, чем кредит, сроков погашения.

С практической точки зрения, в выкупе облигаций на рынке нет гибкости – нельзя прогнозировать, какой объем фактически может быть выкуплен.

С досрочным погашением:

	1к21	2к21	3к21	4к21	1к22	2к22	3к22	4к22	1к23	2к23	3к23
1											
2 FCF	306	612	714	408	330	660	770	440	217,5	435	507,5
3 Debt repayments				-300	0	0	-750	0	-488	-570,5	-493
4 Divs						-804	-660	-924	0	-657,5	-435
5 Debt disbursements (Short Term)								488	270,5	493	
6 Debt disbursements (Long Term)										300	
7 Cash EoP (=2+3+4+5+6)			392	500	830	686	46	50	50	50	-370,5
8 Кредиты основные, ВоР				0	0	0	0	0	0		Итого
9 Кредит основной %					0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
10 Кредит на кассовый разрыв, ВоР				0	0	0	0	0	488	758,5	
11 привл					0	0	0	488	270,5		
12 Кредит на кассовый разрыв, ЕОР				0	0	0	0	488	758,5		
13 кредит на кассовый разрыв, %					0,0	0,0	0,0	0,0	2,9	4,5	7,3
14 депозит, %					-1,1	-1,8	-1,5	-0,1	-0,1	-0,1	-4,6
15 ИТОГО											2,7

По данному расчёту эффект составил $9.2 - 2.7 = 6.5$ млн. долл.

- при досрочном погашении кредита в 2к23 в расчёте возникают 300 млн. долл. Учёт данной суммы в привлечении долгосрочного долга позволяет не менять первоначальный график погашения и компенсировать влияние погашения кредита по графику погашения на д/с. Сумма учитывается в долгосрочных привлечении, благодаря чему не отражается в последующих периодах под погашение, т.о. также не влияет на д/с в прогнозе.
- В расчёте покрываем кассовые разрывы казначейскими кредитами сроком 3 месяца, которые автоматически попадают в график погашения в следующем квартале. Ставка по таким кредитам в соответствии с условием равна $3mL + 1.2\%$.

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.

- 3.1. Описать Общий подход к использованию инструментов (0-3 балла за логику рассуждений);

Общая логика управления ликвидности компании должна быть встроена таким образом, чтобы соотношение Sources/Uses удовлетворяло требуемому значению (>1.1.x).

Sources – это все надежные источники денежных средств в прогнозном периоде.

Uses – это все неоперационные оттоки, которые компания ожидает в прогнозном периоде, включая погашения долговых обязательств.

Привлечение долгосрочного долга (погашение более, чем через 1 год) и заключение дополнительных гарантированных кредитных линий не создают оттоков на горизонте 1 года, при этом позволяют увеличить Sources, что в совокупности поддерживает Sources/Uses на более высоком уровне.

В целом привлечение долгосрочного долга необходимо именно для целей поддержания Sources/Uses, в то время как для покрытия кассовых разрывов разумно использовать казначейские кредиты – они дешевле и позволяют не накапливать д/с (что не эффективно, как показано в предыдущем задании).

Увеличение лимитов гарантированных линий позволяет поддержать ликвидность, при этом не накапливать остатки д/с, что выгодно, поскольку комиссия за поддержание лимита составляет 0.3%, в то время как удержание д/с обойдется в 1.2%

- 3.2. В каких кварталах целесообразно произвести размещение еврооблигаций? В каких номиналах и на какие сроки? (0-4 баллов за логику и качество оценки).

- 3.3. 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)

Необходимо последовательно провести оценку Sources / Uses для каждого из полугодовых периодов, с учетом закрытия кассовых разрывов в кварталах, в которых проводится оценка.

По умолчанию будем считать, что объем гарантированных кредитных линий составляет 1 млрд. (минимальный уровень в соответствии с условием).

2к22: S/U = 1.14x, соответственно, не необходимости привлечения.

	1к21	2к21	3к21	4к21	1к22	2к22	3к22	4к22	1к23	2к23	
1											
2	FCF	306	612	714	408	330	660	770	440	217,5	435
3	Debt repayments				-300	0	0	-750	0	0	-300
4	Divs						-804	-660	-924	0	-657,5
5	Debt disbursements (Short Term)										
6	Debt disbursements (Long Term)										300
7	Cash EoP (=2+3+4+5+6)			392	500	830	686	46	-438	-220,5	-443
8	EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690
9	EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690
10	12m EBITDA (=сумма 4 столбцов назад по стр. 9)				3200	3155	3065	2960	2900	2810	2630
11	Debt (=3+5+6 + 11 (пред столб.))				2275	2275	1525	1525	1525	1525	1225
12	Net Debt (=11-8)				1775	1445	1589	1479	1963	1745,5	1668
13	Net Debt / 12m EBITDA (=12/10)				0,55	0,46	0,52	0,50	0,68	0,62	0,63

sources	cash	686
	committed	1000
	ocf	2730
uses	st debt	-750
	divs	-2241,5
	icf	-867,5
	S/U	1,1443

4к22: S/U = 1.14x, по-прежнему не требуется привлечение долгосрочного долга:

	1к21	2к21	3к21	4к21	1к22	2к22	3к22	4к22	1к23	2к23	3к23	4к23
1												
2 FCF	306	612	714	408	330	660	770	440	217,5	435	507,5	290
3 Debt repayments				-300	0	0	-750	0	-488	-300	0	0
4 Divs						-804	-660	-924	0	-657,5	-435	-507,5
5 Debt disbursments (Short Term)								488				
6 Debt disbursments (Long Term)										300		
7 Cash EoP (=2+3+4+5+6)			392	500	830	686	46	50	-220,5	-443	-370,5	-588
8 EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460
9 EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460
10 12m EBITDA (=сумма 4 столбцов назад по стр. 9)				3200	3155	3065	2960	2900	2810	2630	2420	2300
11 Debt (=3+5+6 + 11 (пред столб.))				2275	2275	2275	1525	2013	1525	1225	1225	1225
12 Net Debt (=11-8)				1775	1445	1589	1479	1963	1745,5	1668	1595,5	1813
13 Net Debt / 12m EBITDA (=12/10)				0,55	0,46	0,52	0,50	0,68	0,62	0,63	0,66	0,79

sources	cash	686	50
	committed	1000	1000
	ocf	2730	2400
uses	st debt	-1238	-488
	divs	-2241,5	-1600,0
	icf	-867,5	-950
	S/U	1,0159	1,1356

2к23: S/U =0.99x в случае, если кассовый разрыв покрывается за счет казначейских кредитов. Необходимо проанализировать, есть ли необходимость привлекать долгосрочное финансирование, или целесообразно увеличить лимит гарантированных кредитных линий при этом продолжать покрывать дефициты казначейскими кредитами. Для этого, необходимо оценить – будут ли в случае привлечения долгосрочного долга скапливаться остатки д/с сверх необходимых.

	1к21	2к21	3к21	4к21	1к22	2к22	3к22	4к22	1к23	2к23	3к23	4к23	1к24	2к24	
Операционный денежный поток (OCF)	501	1002	1169	668	450	900	1050	600	360	720	840	480	315	630	
Инвестиционный денежный поток (ICF):	195	390	455	260	120	240	280	160	142,5	285	332,5	190	142,5	285	
<u>Прогноз кассовых разрывов и чистого долга</u>															
	1к21	2к21	3к21	4к21	1к22	2к22	3к22	4к22	1к23	2к23	3к23	4к23	1к24	2к24	
1															
2 FCF	306	612	714	408	330	660	770	440	217,5	435	507,5	290	172,5	345	
3 Debt repayments				-300	0	0	-750	0	-488	-570,5	-493	0	-500	0	
4 Divs						-804	-660	-924	0	-657,5	-435	-507,5	0	-462,5	
5 Debt disbursements (Short Term)								488	270,5	493					
6 Debt disbursements (Long Term)										300					
7 Cash EoP (=2+3+4+5+6)			392	500	830	686	46	50	50	50	-370,5	-588	-915,5	-1033	
8 EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460	307,5	615	
9 EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460	307,5	615	
10 12m EBITDA (=сумма 4 столбцов назад по стр. 9)				3200	3155	3065	2960	2900	2810	2630	2420	2300	2262,5	2187,5	
11 Debt (=3+5+6 + 11 (пред столб.))				2275	2275	2275	1525	2013	1795,5	1718	1225	1225	725	725	
12 Net Debt (=11-8)				1775	1445	1589	1479	1963	1745,5	1668	1595,5	1813	1640,5	1758	
13 Net Debt / 12m EBITDA (=12/10)				0,55	0,46	0,52	0,50	0,68	0,62	0,63	0,66	0,79	0,73	0,80	
sources															
	cash					686		50		50					
	committed					1000		1000		1000					
	ocf					2730		2400		2265					
uses															
	st debt					-1509		-1252		-993					
	divs					-2241,5		-1600,0		-1405,0					
	icf					-867,5		-950		-950					
	S/U					0,9564		0,9075		0,9901					

Расчёты показывают, что S/U выходит на нужный уровень при размещении облигаций минимум на 600 млн. долл. При этом на горизонте 4 кварталов остатки д/с не накапливаются, наоборот - наблюдаются кассовые разрывы, которые комфортно могут быть покрыты казначейскими кредитами. Таким образом, размещение на 600 млн. является оптимальным во 2к23.

	1к21	2к21	3к21	4к21	1к22	2к22	3к22	4к22	1к23	2к23	3к23	4к23	1к24	2к24
1														
2 FCF	306	612	714	408	330	660	770	440	217,5	435	507,5	290	172,5	345
3 Debt repayments				-300	0	0	-750	0	-488	-570,5	0	0	-500	0
4 Divs						-804	-660	-924	0	-657,5	-522	-609	0	-462,5
5 Debt disbursements (Short Term)								488	270,5					
6 Debt disbursements (Long Term)										900				
7 Cash EoP (=2+3+4+5+6)			392	500	830	686	46	50	50	157	142,5	-176,5	-504	-621,5
8 EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460	307,5	615
9 EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460	307,5	615
10 12m EBITDA (=сумма 4 столбцов назад по стр. 9)				3200	3155	3065	2960	2900	2810	2630	2420	2300	2262,5	2187,5
11 Debt (=3+5+6 + 11 (пред столб.))				2275	2275	2275	1525	2013	1795,5	1225	1225	1225	725	725
12 Net Debt (=11-8)				1775	1445	1589	1479	1963	1745,5	1068	1082,5	1401,5	1229	1346,5
13 Net Debt / 12m EBITDA (=12/10)				0,55	0,46	0,52	0,50	0,68	0,62	0,41	0,45	0,61	0,54	0,62

sources	cash					686		50		157				
	committed					1000		1000		1000				
	ocf					2730		2400		2265				
uses	st debt					-908,5		-158,5		-500				
	divs					-2241,5		-1788,5		-1593,5				
	icf					-867,5		-950		-950				
	S/U					1,0992		1,1909		1,1244				

4к23: S/U=0.85x, что свидетельствует о необходимости привлечения долгосрочного долга.

	1к21	2к21	3к21	4к21	1к22	2к22	3к22	4к22	1к23	2к23	3к23	4к23	1к24	2к24	3к24	4к24
1																
2 FCF	306	612	714	408	330	660	770	440	217,5	435	507,5	290	172,5	345	402,5	230
3 Debt repayments				-300	0	0	-750	0	-488	-570,5	0	0	-726,5	0	0	-800
4 Divs						-804	-660	-924	0	-657,5	-522	-609	0	-462,5	-345	-402,5
5 Debt disbursements (Short Term)								488	270,5			226,5				
6 Debt disbursements (Long Term)										900						
7 Cash EoP (=2+3+4+5+6)			392	500	830	686	46	50	50	157	142,5	50	-504	-621,5	-564	-1537
8 EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460	307,5	615	717,5	410
9 EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460	307,5	615	717,5	410
10 12m EBITDA (=сумма 4 столбцов назад по стр. 9)				3200	3155	3065	2960	2900	2810	2630	2420	2300	2262,5	2187,5	2100	2050
11 Debt (=3+5+6 + 11 (пред столб.))				2275	2275	2275	1525	2013	1795,5	1225	1225	1451,5	725	725	725	-75
12 Net Debt (=11-8)				1775	1445	1589	1479	1963	1745,5	1068	1082,5	1401,5	1229	1346,5	1289	1461,5
13 Net Debt / 12m EBITDA (=12/10)				0,55	0,46	0,52	0,50	0,68	0,62	0,41	0,45	0,61	0,54	0,62	0,61	0,71

sources	cash					686		50		157		50				
	committed					1000		1000		1000		1000				
	ocf					2730		2400		2265		2100				
uses	st debt					-908,5		-158,5		-726,5		-1527				
	divs					-2241,5		-1788,5		-1593,5		-1210,0				
	icf					-867,5		-950		-950		-950				
	S/U					1,0992		1,1909		1,0465		0,8545				

При размещении на максимально возможную сумму в 1000 млн. S/U не восстанавливается до нужных значений. При этом возникает крупный остаток в среднем по 2024 году. Таким образом, размещение увеличит остаток и сделает неэффективным управление долговой позицией. В данном контексте целесообразно рассмотреть увеличение лимитов гарантированных кредитных линий, с одновременным размещением облигаций в необходимом объеме. Оптимально выглядит размещение на 800 млн. и увеличение лимитов гарантированных линий на 400 млн.:

	1к21	2к21	3к21	4к21	1к22	2к22	3к22	4к22	1к23	2к23	3к23	4к23	1к24	2к24	3к24	4к24	
1																	
2	FCF	306	612	714	408	330	660	770	440	217,5	435	507,5	290	172,5	345	402,5	230
3	Debt repayments				-300	0	0	-750	0	-488	-570,5	0	0	-726,5	0	0	-800
4	Divs						-804	-660	-924	0	-657,5	-522	-609	0	-555	-414	-483
5	Debt disbursments (Short Term)							488	270,5				226,5				
6	Debt disbursments (Long Term)									900			800				
7	Cash EoP (=2+3+4+5+6)			392	500	830	686	46	50	157	142,5	850	296	86	74,5	-978,5	
8	EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460	307,5	615	717,5	410
9	EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460	307,5	615	717,5	410
10	12m EBITDA (=сумма 4 столбцов назад по стр. 9)			3200	3155	3065	2960	2900	2810	2630	2420	2300	2262,5	2187,5	2100	2050	
11	Debt (=3+5+6 + 11 (пред столб.))				2275	2275	1525	2013	1795,5	1225	1225	1451,5	725	725	725	-75	
12	Net Debt (=11-8)				1775	1445	1589	1479	1963	1745,5	1068	1082,5	601,5	429	639	650,5	903,5
13	Net Debt / 12m EBITDA (=12/10)				0,55	0,46	0,52	0,50	0,68	0,62	0,41	0,45	0,26	0,19	0,29	0,31	0,44

sources	cash					686		50		157		850				
	committed					1000		1000		1000		1400				
	ocf					2730		2400		2265		2100				
uses	st debt					-908,5		641,5		73,5		-1527				
	divs					-2241,5		-1788,5		-1686,0		-1452,0				
	icf					-867,5		-950		-950		-950				
	S/U					1,0992		1,6452		1,3354		1,1073				

В целом 2023 год выглядит интенсивно с точки зрения мероприятий по управлению ликвидностью. В случае, если в 2023 году будут размещаться только 5-ти летние еврооблигации аналогичная ситуация возникнет в 2028 году. В этой связи целесообразно выпуски размещать на разные сроки (н-р, 5 и 7 лет) с целью избежать концентрации погашений в одном году.

2к24: S/U на допустимых значениях – возможно рассмотреть некоторое сокращение лимитов гарантированных кредитных линий (на 100 млн):

	1к21	2к21	3к21	4к21	1к22	2к22	3к22	4к22	1к23	2к23	3к23	4к23	1к24	2к24	3к24	4к24	1к25	2к25	
1																			
2 FCF	306	612	714	408	330	660	770	440	217,5	435	507,5	290	172,5	345	402,5	230	150	300	
3 Debt repayments				-300	0	0	-750	0	-488	-570,5	0	0	-726,5	0	0	-800	0	0	
4 Divs						-804	-660	-924	0	-657,5	-522	-609	0	-555	-414	-483	0	-456	
5 Debt disbursements (Short Term)								488	270,5			226,5							
6 Debt disbursements (Long Term)										900		800							
7 Cash EoP (=2+3+4+5+6)			392	500	830	686	46	50	50	157	142,5	850	296	86	74,5	-978,5	-828,5	-984,5	
8 EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460	307,5	615	717,5	410	285	570	
9 EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460	307,5	615	717,5	410	285	570	
10 12m EBITDA (=сумма 4 столбцов назад по стр. 9)				3200	3155	3065	2960	2900	2810	2630	2420	2300	2262,5	2187,5	2100	2050	2027,5	1982,5	
11 Debt (=3+5+6 + 11 (пред столб.))				2275	2275	2275	1525	2013	1795,5	1225	1225	1451,5	725	725	725	-75	-75	-75	
12 Net Debt (=11-8)				1775	1445	1589	1479	1963	1745,5	1068	1082,5	601,5	429	639	650,5	903,5	753,5	909,5	
13 Net Debt / 12m EBITDA (=12/10)				0,55	0,46	0,52	0,50	0,68	0,62	0,41	0,45	0,26	0,19	0,29	0,31	0,44	0,37	0,46	
sources																			
cash						686		50		157		850		86					
committed						1000		1000		1000		1400		1400					
ocf						2730		2400		2265		2100		2010					
uses																			
st debt						-908,5		641,5		73,5		-1527		-800					
divs						-2241,5		-1788,5		-1686,0		-1452,0		-1353,0					
icf						-867,5		-950		-950		-950		-927,5					
S/U						1,0992		1,6452		1,3354		1,1073		1,1349					

4к24: для стабилизации S/U достаточно привлечение облигаций на 500 млн., и казначейских кредитов на 528.5 млн, при одновременном снижении лимитов гарантированных кредитных линий до 1000 млн.

	1к21	2к21	3к21	4к21	1к22	2к22	3к22	4к22	1к23	2к23	3к23	4к23	1к24	2к24	3к24	4к24	1к25	2к25	3к25	4к25	
1																					
2 FCF	306	612	714	408	330	660	770	440	217,5	435	507,5	290	172,5	345	402,5	230	150	300	350	200	
3 Debt repayments				-300	0	0	-750	0	-488	-570,5	0	0	-726,5	0	0	-800	-528,5	0	0	0	
4 Divs						-804	-660	-924	0	-657,5	-522	-609	0	-555	-414	-483	0	-456	-360	-420	
5 Debt disbursements (Short Term)								488	270,5			226,5				528,5					
6 Debt disbursements (Long Term)										900		800				500					
7 Cash EoP (=2+3+4+5+6)			392	500	830	686	46	50	50	157	142,5	850	296	86	74,5	50	-328,5	-484,5	-494,5	-714,5	
8 EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460	307,5	615	717,5	410	285	570	665	380	
9 EBITDA	480	960	1120	640	435	870	1015	580	345	690	805	460	307,5	615	717,5	410	285	570	665	380	
10 12m EBITDA (=сумма 4 столбцов назад по стр. 9)				3200	3155	3065	2960	2900	2810	2630	2420	2300	2262,5	2187,5	2100	2050	2027,5	1982,5	1930	1900	
11 Debt (=3+5+6 + 11 (перед столб.))				2275	2275	2275	1525	2013	1795,5	1225	1225	1451,5	725	725	725	453,5	-75	-75	-75	-75	
12 Net Debt (=11-8)				1775	1445	1589	1479	1963	1745,5	1068	1082,5	601,5	429	639	650,5	403,5	253,5	409,5	419,5	639,5	
13 Net Debt / 12m EBITDA (=12/10)				0,55	0,46	0,52	0,50	0,68	0,62	0,41	0,45	0,26	0,19	0,29	0,31	0,20	0,13	0,21	0,22	0,34	

sources	cash					686		50		157		850		86		50				
	committed						1000		1000		1000		1400		1400		1000			
	ocf						2730		2400		2265		2100		2010		1900			
uses	st debt							-908,5		641,5		73,5		-1027		-828,5		-528,5		
	divs							-2241,5		-1788,5		-1686,0		-1452,0		-1353,0		-1236,0		
	icf							-867,5		-950		-950		-950		-927,5		-900		
	S/U							1,0992		1,6452		1,3354		1,2688		1,1245		1,1071		

4. В декабре 2019 выпущены еврооблигации, для которых не заключалась сделка своп в 3m 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)?

Размещая облигации на 5 лет, компания фиксирует на 5 лет некоторую ставку, которая равна сумме ставки процентного свопа и кредитного спреда.

Фактически это эквивалентно одновременному привлечению кредитных ресурсов по ставке 3mL и заключению процентного свопа в направлении pay fix.

Ставка процентного свопа отражает ожидания участников рынка по среднему уровню 3mL, который будет реализован в течение срока жизни свопа.

Если рынок не ошибается – то не имеет значения, заключать процентный своп или не заключать. Заключение процентного свопа, таким образом, принципиально имеет смысл, когда вы не согласны с содержащейся в его цене прогнозе ставки 3mL.

Заключение процентного свопа pay fix имеет смысл, если вы считаете, что ставки будут расти быстрее/выше, уровней, заложенных в котировку свопа.

В кейсе компания в общем случае отказывается от оценки и торговли процентным риском, и потому отказывается от заключения вмененных в облигации процентных свопов, путем заключения сделки своп fix receive / pay floating (противоположная сделка той, которая является вмененной в облигациях) в момент размещения облигаций, тем самым обеспечивая нейтральную позицию.

Тем не менее сделка receive fix не была заключена против выпуска облигаций в 2019 году на 800 млн с погашением в 4к24, что должно отражать ожидания компании по росту ставок, сверх уровней, заложенных рынком в котировки.

Сделка имеет купон 3.1% и спред 1.5%, следовательно, вмененный своп составил 3.1%-1.5% = 1.6%.

До погашения данной сделки остается около 3 лет, ставка рыночного свопа на этот срок 1.95%.

Монетизация процентного риска для данной сделки может быть осуществлена путем заключения сделки, противоположной вмененному свопу, т.е. сделки receive fix на 3 года.

По примерной оценке, эффект составит около 8 млн долларов (расчёт ниже):

в млн. долл		купонный период	1	2	3	4	5	6
номинал	800							
своп (облигации)			-6,4	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4
своп (рынок)			7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
разность			1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
диск. Разность			1,39	1,37	1,36	1,35	1,33	1,32
результат	8,12							

Для оценки также можно воспользоваться понятием дюрации.

Дюрация свопа в облигациях, немного меньше 3х лет, в районе 2.9 года.

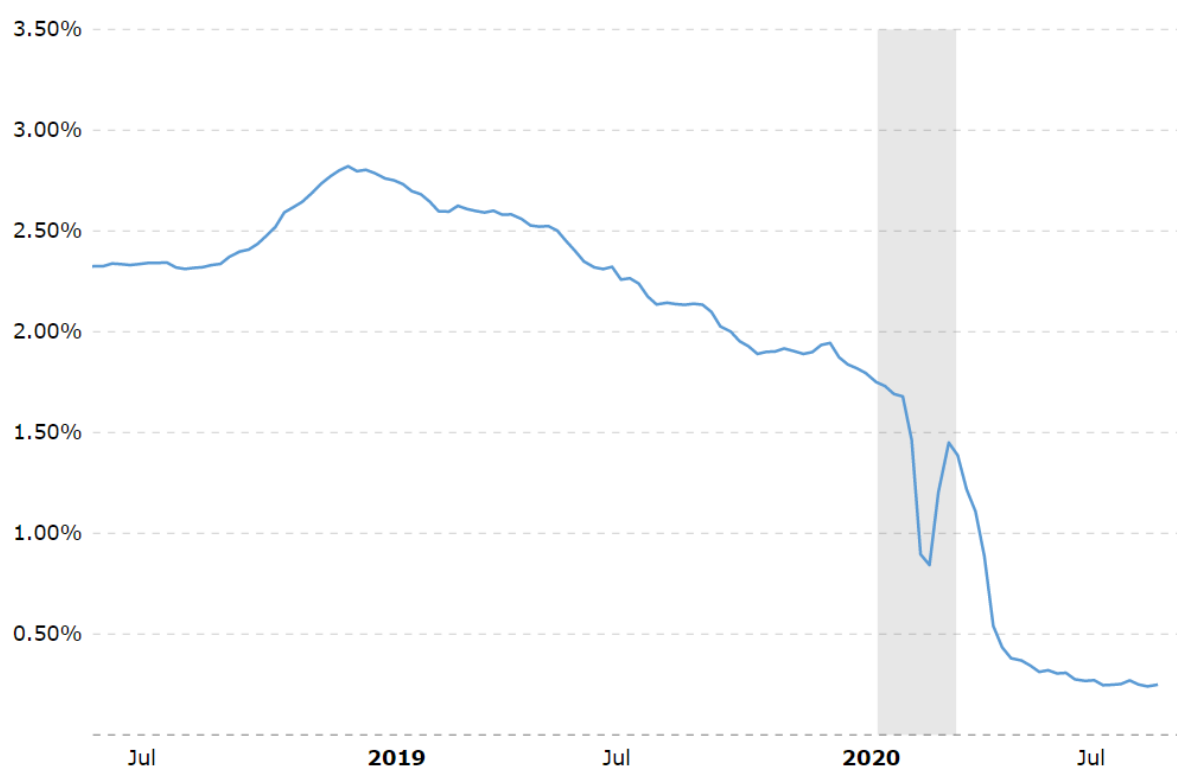
Результат может быть оценен как $=2.9 \times 800 \text{ млн} \times (1,95\% - 1,60\%) = 8.1 \text{ млн. долларов}$.

Чтобы понять, насколько в целом оказалось удачным не заключать сделку своп receive fix в момент размещения облигаций, проанализируем – сколько в среднем с момента размещения до текущего момента было уплачено по фиксированной ноге, против того, сколько было бы уплачено по 3mL:

Исторические значения 3mL в общем случае могут быть найдены в Bloomberg, но, для оценки нам будет достаточно общих сведений, доступных, например, на www.macrotrends.net.

Глядя на столбец "First rate per year", мы можем сказать, что вероятнее всего в среднем 3mL не превышал 0.55% в течение 2020-2021 гг.: 2 квартала в 2020 году 3mL составлял в районе 1,75% годовых в среднем и 6 кварталов не более 0.3% в среднем.

Как сейчас известно, это случилось на фоне беспрецедентного смягчения монетарной политики в период пандемии.



Таким образом, в течение 2-ух лет компания:

Платила 1.6% на 800 млн, или 25,6 млн долларов;

Могла платить 0.66% по 3mL на 800 млн, или 10.6 млн долларов.

Таким образом, упущенная выгода составила 15,0 млн.

Эта величина значительно превышает выгоду в 8.2 млн, которая может быть получена в текущий момент путем заключения сделки receive fix, когда ставки восстановились.

Таким образом, можно считать, что решение оставить выпуск в фиксированной ставке было не удачным для компании – ставки действительно стали расти, но это случилось значительно позднее, нежели было заложено в котировки свопов на момент размещения облигаций.