Методика определения максимального возможного уровня выплаты дивидендов при сохранении возможности досрочного погашения долговых обязательств

Чамов А.Н., ст. менеджер ПАО «ВымпелКом»

Аннотация. В статье предлагается методика расчета максимально допустимого уровня дивидендных выплат при условии сохранения возможности досрочного погашения долговых обязательств компании. Данная методика не зависит от принятого менеджментом подхода к дивидендным выплатам и предполагает выполнение двух условий: запланированная инвестиционная программа выполняется в полном объеме; компания не берет дополнительные кредиты под выплату дивидендов. Рассмотрены практические аспекты применения методики на примере двух ведущих компаний телекоммуникационного сектора: ПАО ВымпелКом и ПАО МТС.

Ключевые слова: дивидендная политика, долговые обязательства, расчетная модель, денежный поток, чистая прибыль, капитальные затраты, потребность в оборотном капитале, телекоммуникационный сектор.

Methods of determining the maximum possible dividend payment level, while maintaining the possibility of early repayment of debt

Chamov A.N., art. manager of PJSC «VimpelCom»

Annotation. In this article the author suggests a method of calculating of maximum available level of dividend payouts with the condition of keeping a possibility of preschedule paying off of company's debt burden. This method is practical and does not depend on management approach to dividend policy with exception for two conditions: Planned investment program will be fully executed; company doesn't take additional loans with the purpose of paying dividends. The

method application is illustrated on two leading companies of Russian telecommunication sector: VimpelCom and MTS. In the conclusion the author points out several ways of potential improvement of the result accuracy of the method.

Keywords: dividend policy, debt burden, calculation model, cash flow, net profit, capital expenditures, working capital, telecommunication sector.

На сегодняшний день существует несколько концептуально различных подходов к выплате дивидендов [2, 5, 7]. Некоторые компании не выплачивают дивиденды в принципе, некоторые используют выплату дивидендов для удовлетворения потребностей собственников компании, а некоторые для пытаются с помощью дивидендов повлиять на свой рыночный имидж [1].

В данной статье предлагается методика расчета максимально возможного объема дивидендных выплат при ряде ограничений. В качестве основного ограничения рассматривается сохранение возможности досрочного погашения долговых обязательств компании, что особенно актуально в период нестабильности и кризиса. Предложенная методика будет проиллюстрирована на примере двух ведущих компаний Российского телекоммуникационного сектора: ПАО ВымпелКом и МТС. В заключение будут оговорены возможные пути развития описанной методики.

Решение задачи определения максимального возможного уровня дивидендных выплат при сохранении возможности досрочного погашения долговых обязательств реализуется в два этапа.

На первом этапе определим «входной денежный поток» из которого выплачиваются дивиденды. При необходимо выполнить следующие условия. Предполагается, что компания собирается реализовывать свои инвестиционные проекты в запланированном объеме. Кроме того, компания не погашает существующие долговые обязательства, но исправно выплачивает по ним проценты.

На втором этапе налагается условие по обеспечению возможности досрочного погашения долговых обязательств.

Формула «входного денежного потока» для первого этапа решения задачи будет выглядеть следующим образом:

$$NPfrc + DAfrc*(1-T) + Ifrc*(1-T) - CAPEXfrc - dWCRfrc, \quad (1)$$

где: NPfrc – прогнозная чистая прибыль,

DAfrc – прогнозный уровень амортизации и износа,

Ifrc – прогнозная сумма процентов по финансовым обязательствам,

CAPEXfrc – прогнозный уровень капитальных вложений,

dWCRfrc – прогнозный уровень изменения потребности в WCR,T – ставка налога на прибыль.

На втором этапе необходимо наложить условие по обеспечению возможности досрочного погашения существующих долговых обязательств. Рассмотрим общую концепцию предлагаемого подхода, приняв желаемый срок погашения долговых обязательств за N лет. Очевидно, что число N может быть произвольным в зависимости от требований менеджмента. Однако, на практике, оно должно рассчитываться индивидуально в каждом отдельном случае.

Введем понятие коэффициента скорости погашения долга, обозначив его через X. Данная величина будет равна отношению объема долговых обязательств к входному денежному потоку, из которого это погашение будет осуществляться.

При нулевом уровне выплаты дивидендов X будет рассчитываться как:

$$X = Debt / (NPfrc + DAfrc*(1-T) + Ifrc*(1-T) - CAPEXfrc - dWCRfrc) \quad (2)$$

При ненулевом уровне выплаты дивидендов величина X будет рассчитываться как:

$$X = Debt / (NPfrc + DAfrc*(1-T) + Ifrc*(1-T) - CAPEXfrc - dWCRfrc - DIVfrc), \quad (3)$$

где DIVfrc – прогнозный уровень выплачиваемых дивидендов.

Построениепростейшей модели погашения (в минимальные возможные сроки) долговых обязательств при известных числителе и знаменателе наглядно показывает,что X будет определять N (количество лет необходимых для погашения долговых обязательств) при заданной процентной ставке. Отметим, что обратный вывод также справедлив.

Если величина N известна или задана, можно легко определить знаменатель в формулах (2, 3).

Таким же образом можно вычислить величину входного денежного потока и величину дивидендов, которые обеспечат требуемую скорость погашения при заданных условиях.

Максимальная величина дивидендных выплат, которая позволит компании погасить свои долговые обязательства за ближайшие N лет будет определяться как:

$$DIVfrc = NPfrc + DAfrc*(1-T) + Ifrc*(1-T) - CAPEXfrc - dWCRfrc - (\text{Долговые обязательства} / X), \quad (4)$$

где X соответствует N и процентной ставке по имеющимся долговым обязательствам.

Проиллюстрируем применение данной методики на практике. Для этого в качестве примера возьмем две ведущие компании Российского телекоммуникационного сектора: ПАО ВымпелКом и ПАО МТС.

Данные для анализа взяты из официальной публикуемой отчетности за 2012-2013 гг.и представлены в табл. 1,2.

Выбор временного периода не случаен, так как 2013-й год был последним предкризисным годом, когда сильное изменение курса доллара еще не оказало существенного влияния на объем долговых обязательств компаний.

Таблица 1

Финансовые показатели ПАО ВымпелКом (в млн. руб.)

Краткосрочные и Долгосрочные долговые обязательства (2013)	447 491
Банковские кредиты и долговые обязательства (2013)	317 908
Капитальные затраты (2013)	71 482
Проценты к уплате по финансовым обязательствам (2013)	25 374
Амортизация (2013)	9 057
Износ основных средств (2013)	48 105
Чистая прибыль (2013)	51 744
Изменение WCR (2013)	-9907
Дивиденды (2013)	106 433
Краткосрочные и Долгосрочные долговые обязательства (2012)	406 418
Капитальные затраты (2012)	68 581
Проценты к уплате по финансовым обязательствам (2012)	25 421
Амортизация (2012)	11 264
Износ основных средств (2012)	44 474
Чистая прибыль (2012)	52 532
Дивиденды (2012)	19 130

Таблица 2

Финансовые показатели ПАО МТС (в млн. руб.)

Краткосрочные и Долгосрочные долговые обязательства (2013)	326 539
Банковские кредиты и долговые обязательства (2013)	219 100
Капитальные затраты (2013)	81 575
Проценты к уплате по финансовым обязательствам (2013)	15 498
Амортизация (2013)	73 253
Чистая прибыль (2013)	79 541
Изменение WCR (2013)	-4859
Дивиденды (2013)	39 706
Краткосрочные и Долгосрочные долговые обязательства (2012)	338 689
Капитальные затраты (2012)	87 783
Проценты к уплате по финансовым обязательствам (2012)	17 673
Амортизация (2012)	67 910
Чистая прибыль (2012)	28 504
Дивиденды (2012)	29 626

Рассчитаем прогнозные значения соответствующих показателей.

Капитальные затраты – возьмем для обеих компаний как арифметическое среднее за «текущий» и «предыдущий год». Проценты к уплате по финансовым обязательствам – возьмем равными процентам, выплаченным в 2013 году. Амортизация и износ – для обеих компаний возьмем как арифметическое среднее за "текущий" и "предыдущий год".

Для компании ВымпелКом прогнозное значение чистой прибыли было взято как арифметическое среднее между 2012м и 2013 годами. Для компании МТС прогнозное значение чистой прибыли было взято как взвешенное значение чистой прибыли за 2012й года с коэффициентом 25% и чистой прибыли за 2013й год с коэффициентом 75%, так как чистая прибыль в 2013м году была в 3 раза выше, чем 2012м.

Взвешенная процентная ставка – для обеих компаний было взято отношение текущего объема финансовых обязательств к сумме процентов по финансовым обязательствам, выплаченных в этом году. Данная оценка представляется достаточно грубой, однако полностью оправдывает себя при сравнении с процентной ставкой по каждому отдельно взятому кредиту компании (такое сравнение было проведено и подтвердило возможность такого подхода к расчету). Учитывая специфику отрасли и высокий уровень отраслевой конкуренции можно предположить, что величины капитальных затрат, амортизации и износа для рассматриваемых компаний незначительно изменятся в ближайшем будущем.

Безусловно, предположение о фиксированном значении выплачиваемых процентов не совсем корректно, так как величина финансовых обязательств может изменяться. Однако в случае уменьшения размера финансовых обязательств, данная погрешность будет делать оценки еще более оптимистичными. То есть, накапливаемая ошибка будет подразумевать лишь появление возможных дополнительных свободных средств (или более быстрого погашения долговых обязательств). Данный аспект можно рассматривать как одну из возможностей дальнейшего повышения точности описываемой модели.

Величина чистой прибыли также берется фиксированной для всего прогнозного периода, исходя из следующего предположения: размер чистой прибыли (без учета амортизации, износа, выплаты процентов по финансовым обязательствам) будет в основном определяться значениями выручки и затрат на предоставление услуг. Учитывая, что величина выручки во всем телекоммуникационном секторе в России фактически неизменна (покрыты практически все потенциальные абоненты), выручка конкретной компании может вырасти только за счет уменьшения выручки у конкурента. Так как мы рассматриваем 2-х из 4-х возможных операторов, справедливо будет предположить, что величины их выручки меняться не будут (сегментация абонентов по операторам достаточно устойчива в среднесрочной перспективе). При этом на телекоммуникационном рынке не ожидается значительного повышения величины выручки с одного абонента (цена услуг голосовой связи только дешевеет, а количество пользователей услуг мобильного интернета растет недостаточно быстро. Инфляционное влияние на выручку, затраты и капитальные вложения для упрощения будем считать взаимоисключающими.

Таким образом, ежегодный входной денежный поток для прогнозного периода будет представлять собой фиксированную величину. Результаты расчета этого показателя представлены в табл. 3 и 4.

Таблица 3

Прогнозные показатели ПАО ВымпелКом (в млн. руб.)

Капитальные затраты	70 031
Проценты к уплате по финансовым обязательствам	25 374
Амортизация и износ	56 449
Чистая прибыль	52 138
Изменение в WCR	-9907
Взвешенная ставка 2013 в (%)	7,98%

Таблица 4

Прогнозные показатели ПАО МТС (в млн. руб.)

Капитальные затраты	84 679
Проценты к уплате по финансовым обязательствам	15 498
Амортизация и износ	70 582
Чистая прибыль	66 782
Изменение в WCR	-4859
Взвешенная ставка 2013 (в %)	7,07%

Нам осталось вычислить желаемый срок досрочного погашения кредита N и коэффициент скорости погашения кредита X.

Как уже говорилось ранее, значение N определяется индивидуально для каждого случая. В рамках рассматриваемого примера мы рассмотрим два варианта с N равным пяти и десяти лет и сравним полученные данные. Если мы обратимся к официальной публикуемой отчетности рассматриваемых компаний, то увидим, что именно этот временной отрезок можно назвать неким "средневзвешенным" сроком выплаты существующих долговых обязательств. Десятилетний же отрезок является среднестатистическим сроком каждого отдельного долгового обязательства.

Построим простейшую модель погашения долговых обязательств со средневзвешенной процентной ставкой 8% и 7% (для компаний ВымпелКом и МТС соответственно) в рамках пяти и десяти лет (табл. 5.)

Таблица 5

Коэффициент скорости погашения долга	**Средневзвешенная процентная ставка**	
	ПАО Вымпелком	**ПАО МТС**
Горизонт погашения долга	7,00%	8,00%
5 лет	4,3	4,2
10 лет	7,5	7,2

Подставим все имеющиеся у нас данные в формулу (4), рассчитаем максимально возможный уровень выплаты дивидендов при сохранении

возможности досрочного погашения долговых обязательств за пять лет для рассматриваемых компаний.

Для ПАО ВымпелКом (горизонт погашение пять лет):

DIVfrc = 66 782 + 70 582*80% + 15 498*80% - 84 679 + 4859 - 219 100/4,3 = -18 219,98

Для горизонта погашения в десять лет:

DIVfrc = 52 138 + 56 449*80% + 25 374*80% - 70 031 + 9907 - 317 908/7,2 = 13 318,51

Для ПАО МТС (горизонт погашение пять лет):

DIVfrc = 66 782 + 70 582*80% + 15 498*80% - 84 679 + 4859 - 219 100/4,3 = 4 872,51

Для горизонта погашения в десять лет:

DIVfrc = 66 782 + 70 582*80% + 15 498*80% - 84 679 9+ 4859 - 219 100/7,5 = 26 612,67

Как следует из полученных результатов, компания ВымпелКом не может выплачивать дивиденды, если хочет иметь возможность досрочного погашения долговых обязательств в течение пяти лет. Если же компания ВымпелКом хочет иметь возможность досрочного погашения долговых обязательств в течение десяти лет (что потребует использования инструмента перекредитования), то она может выплачивать ежегодные дивиденды в объеме не более 13,3 млрд. рублей в год.

Финансовые показатели компании МТС выглядят значительно лучше, чем у компании ВымпелКом, что подтверждается полученными результатами. Уже в первом случае (при желании сохранения возможности досрочного погашения долговых обязательств на временном горизонте в пять лет) компания МТС, в отличии от компании ВымпелКом, может выплачивать дивиденды (не более 4,9 млрд. рублей в год). А на горизонте погашения в десять лет, потенциальные годовые дивиденды компании МТС могут быть почти в два раза больше, чем у компании ВымпелКом.

В заключение следует отметить, что предложенняаметодика не претендует на исключительную полноту и может быть усовершенствована.

Среди прочих потенциальных направлений совершенствования можно выделить возможности ослабления следующих допущений:

1. Входной денежный поток считается неизменным во времени (полное обоснование данного решения приведено в тексте статьи).

2. Во входном денежном потоке сумма процентов в абсолютном исчислении по финансовым обязательствам не уменьшается по мере погашения долга (то есть сценарий более негативен относительно реальной ситуации).

Развитие подобных методик позволяет компаниям более обоснованно подходить к разработке финансовой политики, а также долгосрочному прогнозированию ключевых финансовых показателей.

Библиографический список

1. Лукасевич И.Я. Дивидендная политика: теоретические аспекты и особенности в РФ // Управление корпоративными финансами. 2007. №4. С. 228-241.

2. Федорова Е.А., Лукасевич И.Я. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка // Финансы и кредит. 2014. № 19. С. 2-8.

3. Gongpin C., Yongxia Z. Optimalr is kand dividend strategies with transaction costs and terminal value // Economic Modelling, 2016. – №54. – P. 522-536.

4. Polimenisa V., Neokosmidisb I.M. The modified dividend–price ratio // International Review of Financial Analysis, 2016. – №45. – P. 31-38.

5. Benavidesa J., Preciadob L.B., Perafanb H.F. Dividend payout policies: evidence from Latin America // Finance Research Letters, 2016.

6. Chena S., Wangb X., Dengc Y., Zeng Y. Optimal dividend-financing strategies in a dual risk model with time-inconsistent preferences // Insurance: Mathematics and Economics, 2016. – №67. – P. 27-37.

7. Cesaria A., Huang-Meier W. Dividend changes and stock price in formativeness // Journal of Corporate Finance, 2015. – №35. – P. 1-17.

8. Richter A.W. Finite lifetimes, long-term debt and the fiscal limit // Journal of Economic Dynamics and Control, 2015. – №51. – P. 180-203.

9. Keefea M., Yaghoubi M. The influence of cash flow volatility on capital structure and the use of debt of different maturities // Journal of Corporate Finance, 2016.

10. Yaaria U., Nikiforova A., Kahyaa E., Shachmurove Y. Finance methodology of Free Cash Flow // Global Finance Journal, 2016. – №29. – P. 1-11.

11. Chowdhurya J., Kumarb R., Shome D. Investment–cash flow sensitivity under changing information asymmetry // Journal of Banking & Finance, 2016. – №62. – P. 28-40.

12. Kumar R. 5 – Principles of cash flow estimation // Valuation Theories and Concepts, 2016. – №62. – P. 119-143.