Ε. Δεμοιράκος, Η χρησιμότητα της λογιστικής πληροφόρησης για τη θεμελιώδη ανάλυση μετοχών

Ευθύμιος Δεμοιράκος, Επίκουρος Καθηγητής Λογιστικής στο Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Ph.D., CFE

Ο πρωταρχικός σκοπός του παρόντος άρθρου είναι η εξέταση του βαθμού χρησιμότητας της λογιστικής πληροφόρησης για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων στο πλαίσιο των χρηματιστηριακών αγορών. Μέσω της παρατιθέμενης μεθοδολογίας θεμελιώδους ανάλυσης προτείνεται η χρησιμοποίηση λογιστικών μεγεθών για τον προσδιορισμό του τμήματος της τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας μίας μετοχής που βασίζεται σε εκτιμήσεις της αγοράς για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της επιχείρησης. Οι προσδοκίες αυτές της αγοράς χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας και είναι πιθανόν τελικά να μην εκπληρωθούν προκαλώντας αρνητικό αντίκτυπο στη μελλοντική πορεία της τιμής της μετοχής.

Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή

Η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής μιας επιχείρησης αντικατοπτρίζει τις εκτιμήσεις της αγοράς για τη μελλοντική κερδοφορία και τις προοπτικές ανάπτυξης της [βλ. Barker (2001) και Penman (2013)]. Σε περιπτώσεις υπερτιμημένων μετοχών, η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων ενσωματώνει υπεραισιόδοξες προσδοκίες της αγοράς για τη μελλοντική αποδοτικότητα τους και τον ρυθμό μεγέθυνσης τους, οι οποίες είναι ιδιαίτερα δύσκολο να επιτευχθούν στην πράξη. Όταν αυτή η αδυναμία επίτευξης των στόχων, εκ μέρους των επιχειρήσεων, γίνεται αντιληπτή από τους επενδυτές και χρηματοοικονομικούς αναλυτές, ακολουθεί η διόρθωση των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών τους.

Θα ήταν ιδιαίτερα χρήσιμο, λοιπόν, να εξεταστεί μια μεθοδολογία θεμελιώδους ανάλυσης μετοχών (fundamental analysis), η οποία να διακρίνει τα ακόλουθα τμήματα της χρηματιστηριακής αξίας τους: α). το τμήμα που βασίζεται στην τρέχουσα λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή τους, β). το τμήμα που βασίζεται σε βραχυπρόθεσμες προβλέψεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών για το εγγύς μέλλον (π.χ. για τα επόμενα δυο έτη) – για τις οποίες υπάρχει σχετικά υψηλός βαθμός βεβαιότητας επίτευξής τους, και γ). το τμήμα εκείνο, το οποίο βασίζεται σε αβέβαιες προσδοκίες της χρηματιστηριακής αγοράς για επίτευξη ρυθμών ανάπτυξης σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα που εκτείνεται εις το διηνεκές. Αυτή η ανάλυση της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής μιας επιχείρησης είναι δυνατόν να επιτευχθεί χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα προεξόφλησης των υπερκερδών (residual income valuation model).

Στο παρόν άρθρο παρουσιάζεται η συγκεκριμένη μεθοδολογία με τη βοήθεια ενός πρακτικού παραδείγματος μιας πραγματικής επιχείρησης, η οποία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, και την οποία, για τους σκοπούς του παρόντος άρθρου, αποκαλούμε ΑΒΓ.[1] Ωστόσο, η εξεταζόμενη μεθοδολογία μπορεί να χρησιμοποιηθεί και σε άλλες περιστάσεις, όπως π.χ. στην περίπτωση συγχωνεύσεων και εξαγορών, στο πλαίσιο των οποίων μπορεί να εξεταστεί κατά πόσο η προτεινόμενη τιμή αγοράς της εταιρείας-στόχου βασίζεται σε υπεραισιόδοξες προβλέψεις μακροπρόθεσμης ανάπτυξής της, που χαρακτηρίζονται από μεγάλο βαθμό κινδύνου να μην επιτευχθούν.

2. Βασικά χρηματιστηριακά και λογιστικά μεγέθη της επιχείρησης ΑΒΓ

Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει ορισμένα βασικά χρηματιστηριακά και λογιστικά στοιχεία για τη μετοχή της επιχείρησης ΑΒΓ. Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής διαμορφώνεται στο επίπεδο των $ 152,46. Η ημερομηνία, στην οποία αναφέρεται αυτή η τιμή, είναι 4 μήνες μετά τη λήξη της λογιστικής χρήσης 2016. Τα κέρδη ανά μετοχή και τα ίδια κεφάλαια ανά μετοχή της επιχείρησης, για το έτος 2016, ανέρχονται σε $ 4,23 και $ 20,68, αντίστοιχα. Εξάλλου, οι μέσες τιμές των προβλέψεων των χρηματοοικονομικών αναλυτών για τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή της επιχείρησης των επόμενων δυο ετών 2017 και 2018 είναι $ 5,34 και $ 6,51.

Σύμφωνα με αυτά τα δεδομένα, η επιχείρηση διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης με πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων ίσο με P/B = $ 152,46 / $ 20,68 = 7,37, και πολλαπλασιαστή αναμενόμενων κερδών για το έτος 2017 ίσο με Leading P/E = $ 152,46 / $ 5,34 = 28,55. Οι συγκεκριμένες τιμές, που λαμβάνουν οι πολλαπλασιαστές ιδίων κεφαλαίων και κερδών για τη μετοχή ΑΒΓ, είναι πολύ υψηλές ιδιαίτερα αν ληφθεί υπόψιν ότι οι διάμεσες τιμές του P/B και του Leading P/E για όλες τις εισηγμένες Αμερικάνικες επιχειρήσεις την περίοδο 1963–2003 βρίσκονται στα επίπεδα των 1,7 και 13,1, αντίστοιχα [βλ. Penman (2013)]. Οι επιχειρήσεις που απολαμβάνουν έναν συνδυασμό υψηλού P/E και υψηλού P/B θεωρούνται «αναδυόμενοι αστέρες», στην χρηματιστηριακή τιμή των οποίων αντικατοπτρίζονται οι αισιόδοξες προσδοκίες της αγοράς για τη μελλοντική κερδοφορία και ανάπτυξη τους [βλ. Lundholm and Sloan (2013) και Palepu et al. (2013)].

Πίνακας 1. Βασικά Λογιστικά και Χρηματιστηριακά Μεγέθη της Επιχείρησης ΑΒΓ σε $

Σύμβολο Μετοχής	ΑΒΓ
Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής	152,46
Ίδια Κεφάλαια Ανά Μετοχή (2016)	20,68
Μέρισμα Ανά Μετοχή (2016)	0,00
Κέρδη Ανά Μετοχή (2016)	4,23
Κέρδη Ανά Μετοχή (2017Ε)	5,34
Κέρδη Ανά Μετοχή (2018Ε)	6,51
Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων - P/B	7,37
Πολλαπλασιαστής Κερδών (2017Ε) - Leading P/E	28,55
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (2017Ε)	25,82%
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	10,00%
Ρυθμός Αύξησης Κερδών (2017Ε)	26,24%
Ρυθμός Αύξησης Κερδών (2018Ε)	21,91%
% Αναλυτών με Θετική Επενδυτική Πρόταση	91%

Πραγματικά, χρησιμοποιώντας τις προβλέψεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών, η αναμενόμενη αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης για το έτος 2017 διαμορφώνεται ως ίση με: Αναμενόμενη Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (2017) = $ 5,34 / $ 20,68 = 25,82%. Η τιμή αυτή είναι υψηλότερη από το κόστος ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, το οποίο υποθέτουμε ότι ισούται με 10%. Το στοιχείο αυτό δείχνει ότι σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών, η επιχείρηση ΑΒΓ αναμένεται να δημιουργήσει αξία για τους μετόχους της το έτος 2017. Επιπλέον, πάλι σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών, η επιχείρηση αναμένεται να απολαύσει σημαντική αύξηση της κερδοφορίας της τα έτη 2017 και 2018 ίση με: Αναμενόμενος Ρυθμός Αύξησης Κερδών (2017):

($ 5,34 – $ 4,23) / $ 4,23 = 26,24% και Αναμενόμενος Ρυθμός Αύξησης Κερδών (2018) = ($ 6,51 – $ 5,34) / $ 5,34 = 21,91%. Τέλος, ο Πίνακας 1 δείχνει ότι το 91% των χρηματοοικονομικών αναλυτών, που καλύπτει τη μετοχή της συγκεκριμένης επιχείρησης, διατυπώνει θετική επενδυτική πρόταση αγοράς της (Strong Buy ή Buy).

Το ερώτημα που εγείρεται, λοιπόν, είναι κατά πόσο η πλούσια αποτίμηση της επιχείρησης δικαιολογείται από αυτές τις αισιόδοξες εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών για τη μελλοντική κερδοφορία και ανάπτυξη της τα επόμενα δυο έτη. Στην τρίτη ενότητα, θα χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα προεξόφλησης των υπερκερδών για να διακρίνουμε το μέρος της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής ΑΒΓ που βασίζεται στην υπόθεση διατήρησης της αναμενόμενης υπεραπόδοσης των επόμενων δυο ετών και το μέρος που εξηγείται από αβέβαιες προσδοκίες της χρηματιστηριακής αγοράς για περαιτέρω μελλοντική αύξηση των υπερκερδών της επιχείρησης στην περίοδο που εκτείνεται μετά το έτος 2018.

3. Θεωρητικό υπόβαθρο και πρακτική εφαρμογή μεθοδολογίας[2]

Το υπόδειγμα προεξόφλησης των υπερκερδών (residual income valuation model) εκφράζει τη θεμελιώδη αξία των ίδιων κεφαλαίων μιας επιχείρησης ως ίση με τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της πλέον την παρούσα αξία των μελλοντικών υπερκερδών της. Τα υπερκέρδη (residual income) ορίζονται ως η διαφορά των καθαρών κερδών μετά φόρων μείον το γινόμενο του κόστους των ιδίων κεφαλαίων και της λογιστικής αξίας αυτών. Η παρακάτω εξίσωση παρουσιάζει τον τύπο του υποδείγματος προεξόφλησης των υπερκερδών.

$$V_0 = BVE_0 + \frac{E_1 - (r_e \times BVE_0)}{(1+r_e)} + \frac{E_2 - (r_e \times BVE_1)}{(1+r_e)^2} + \frac{E_3 - (r_e \times BVE_2)}{(1+r_e)^3} + \cdots$$

όπου V = θεμελιώδη αξία ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, BVE = λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, E = καθαρά κέρδη μετά φόρων της επιχείρησης και re = κόστος ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.

Η πρακτική εφαρμογή του συγκεκριμένου υποδείγματος συνήθως απαιτεί την προετοιμασία λεπτομερών προβλέψεων λογιστικών μεγεθών για τα επόμενα 10 έτη. Στο τέλος αυτής της μελλοντικής περιόδου των 10 ετών (finite horizon), ο χρηματοοικονομικός αναλυτής συνήθως υποθέτει ότι η επιχείρηση εισέρχεται σε κατάσταση ισορροπίας (steady state) και διατηρεί το ίδιο επίπεδο υπερκερδών ή το αυξάνει με ένα σταθερό ρυθμό, ίσο με τον ιστορικό μέσο ρυθμό αύξησης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) της οικονομίας. Ωστόσο, η προετοιμασία λεπτομερών προβλέψεων για τα επόμενα 10 έτη προσθέτει έναν σημαντικό παράγοντα αβεβαιότητας στο έργο της αποτίμησης των χρηματοοικονομικών αναλυτών και επενδυτών.

Η μεθοδολογία που προτείνει ο Stephen Penman (Καθηγητής Λογιστικής στο Columbia University) χρησιμοποιεί έναν βραχυπρόθεσμο ορίζοντα προβλέψεων δυο ετών, ύστερα από τον οποίο υποθέτει ότι τα υπερκέρδη της επιχείρησης παραμένουν σταθερά [βλ. Penman (2006), Penman (2011) και Penman (2013)]. Το τμήμα της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης, που δεν εξηγείται από τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων και τη λειτουργική απόδοση της για τα επόμενα δυο έτη, θεωρούμε ότι αντιπροσωπεύει προσδοκίες της χρηματιστηριακής αγοράς για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη που δεν είναι σίγουρο αν τελικά εκπληρωθούν. Κατά αυτόν τον τρόπο, το υπόδειγμα προεξόφλησης των υπερκερδών είναι πολύ χρήσιμο, γιατί εκτός από τη δυνατότητα να εκτιμήσουμε μια συγκεκριμένη τιμή-στόχο (target price) για τη μετοχή της επιχείρησης που αναλύουμε, μπορεί να εφαρμοστεί αντίστροφα (reverse engineering) έτσι ώστε να εκτιμήσουμε τον μελλοντικό ρυθμό αύξησης των υπερκερδών και κερδών που υπονοείται από την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης.

Η επόμενη εξίσωση, λοιπόν, δείχνει ότι η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής της επιχείρησης μπορεί να εκφραστεί ως το άθροισμα τριών παραγόντων: α). της τρέχουσας λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή, β). της παρούσας αξίας των υπερκερδών ανά μετοχή του επόμενου έτους και της κεφαλαιοποίησης των υπερκερδών ανά μετοχή του μεθεπόμενου έτους, και γ). του τμήματος της αξίας που βασίζεται σε αβέβαιες μακροπρόθεσμες εκτιμήσεις της χρηματιστηριακής αγοράς για μελλοντική ανάπτυξη.

$$\boxed{P_0 = BVE_o + \frac{RI_1}{(1+r_e)} + \frac{\frac{RI_2}{r_e}}{(1+r_e)} + Long\ term\ Growth}$$

όπου P = τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της επιχείρησης, RI = υπερκέρδη ανά μετοχή, Long-term Growth = αξία από μακροπρόθεσμη ανάπτυξη.

Το μέγεθος των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή είναι διαθέσιμο στον τελευταίο δημοσιευμένο ισολογισμό της επιχείρησης και προκύπτει αν διαιρέσουμε το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων με τον αριθμό των διαθέσιμων μετοχών της. Σύμφωνα με τον Πίνακα 1, στην περίπτωση της επιχείρησης ΑΒΓ το ύψος των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή της ισούται με $ 20,68, δηλαδή με το $ 20,68 / $ 152,46 = 14% της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής της. Αυτή η διαφορά μεταξύ χρηματιστηριακής και λογιστικής αξίας της μετοχής θα πρέπει να ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών υπερκερδών της.

Χρησιμοποιώντας τις προβλέψεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών για τα κέρδη ανά μετοχή των επόμενων δυο ετών και την εκτίμηση μας για το κόστος ιδίων κεφαλαίων μπορούμε εύκολα να υπολογίσουμε την παρούσα αξία των υπερκερδών του έτους 2017 και την παρούσα αξία της κεφαλαιοποίησης των υπερκερδών του έτους 2018. Επιλέγουμε να εκτιμήσουμε τα μελλοντικά υπερκέρδη μόνο για τα δυο επόμενα έτη, έτσι ώστε να βασιστούμε σε εκτιμήσεις για τις οποίες έχουμε μεγαλύτερο βαθμό βεβαιότητας. Σύμφωνα με αυτή τη συλλογιστική, τα υπερκέρδη ανά μετοχή για τα έτη 2017 και 2018 ισούνται με: Αναμενόμενα Υπερκέρδη ανά Μετοχή (2017) = $ 5,34 – (0,10 x $ 20,68) = $ 3,27 και Αναμενόμενα Υπερκέρδη ανά Μετοχή (2018) = $ 6,51 – (0,10 x $ 26,02) = $ 3,91. Τα ίδια κεφάλαια ανά μετοχή του έτους 2017 υπολογίζονται χρησιμοποιώντας την ακόλουθη λογιστική ισότητα (με ανάλογο τρόπο υπολογίζονται και τα ίδια κεφάλαια ανά μετοχή του έτους 2018):

Αναμενόμενα Ίδια Κεφάλαια ανά Μετοχή (2017) = Ίδια Κεφάλαια ανά Μετοχή (2016) + Αναμενόμενα Κέρδη ανά Μετοχή (2017) – Αναμενόμενο Μέρισμα ανά Μετοχή (2017) = $ 20,68 + $ 5,34 – 0 = $ 26,02.

Στη λογιστική χρήση 2016, η επιχείρηση ΑΒΓ επιλέγει να μην διανείμει μέρισμα στους μετόχους της και να παρακρατήσει το σύνολο των κερδών της για επανεπένδυση τους στις λειτουργίες της και χρηματοδότηση της μελλοντικής ανάπτυξης της. Υποθέτουμε ότι η μερισματική πολιτική της δεν θα μεταβληθεί τα επόμενα έτη 2017 και 2018. Η κεφαλαιοποίηση των υπερκερδών του έτους 2018 και η προεξόφληση της στο παρόν αντιπροσωπεύει την αξία που βασίζεται στην υπόθεση ότι η επιχείρηση είναι σε θέση να διατηρήσει σταθερό το μέγεθος των υπερκερδών του έτους 2018 εις στο διηνεκές. Ο Πίνακας 2 και η επόμενη εξίσωση παρουσιάζουν τους επιμέρους υπολογισμούς.[3]

$$\boxed{\$\,152{,}46 = \$\,20{,}68 + \frac{\$\,3{,}27}{(1+0{,}10)} + \frac{\frac{\$\,3{,}91}{0{,}10}}{(1+0{,}10)} + \textit{Long term Growth}}$$

Πίνακας 2. Πρακτική Εφαρμογή Θεμελιώδους Ανάλυσης της Επιχείρησης ΑΒΓ

Α. Λογιστικά Μεγέθη	2016	2017E	2018E
Κέρδη ανά Μετοχή		5,34	6,51

Μέρισμα ανά Μετοχή		0,00	0,00
Ίδια Κεφάλαια ανά Μετοχή	20,68	26,02	32,53
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων		25,82%	25,02%
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων		10,00%	10,00%
Υπερκέρδη ανά Μετοχή		3,27	3,91
Β. Εφαρμογή Μεθοδολογίας Θεμελιώδους Ανάλυσης			
[1] Ίδια Κεφάλαια ανά Μετοχή (2016)	20,68		
[2α] Παρούσα Αξία Υπερκερδών (2017Ε)	2,97	[= 3,27 / (1 + 0,10)]	
[2β] Παρούσα Αξία Κεφαλαιοποίησης Υπερκερδών (2018Ε)	35,53	[= (3,91 / 0,10) / (1 + 0,10)]	
Σύνολο Αξίας από Ίδια Κεφάλαια και Βραχυπρόθεσμες Προβλέψεις	59,18	[= 20,68 + 2,97 + 35,53]	
Τρέχουσα Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχής	152,46		
[3] Αξία από Μακροπρόθεσμες Προβλέψεις	93,28	[= 152,46 – 59,18]	

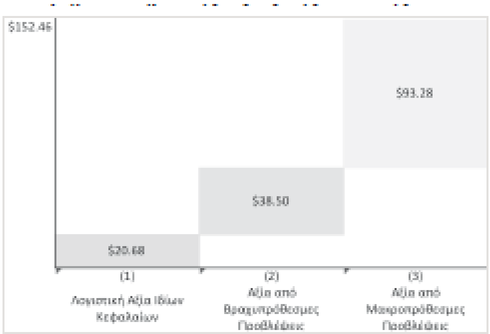
Συνεπώς, η αξία που βασίζεται στις εκτιμήσεις της αγοράς για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη ισούται με:

$ 152,46 – $ 20,68 – $ 2,97 – $ 35,53 = $ 93,28. Σύμφωνα με την παραπάνω συλλογιστική περίπου το $ 93,28 / $ 152,46 = 61% της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής ΑΒΓ βασίζεται σε αβέβαιες προβλέψεις για μελλοντική ανάπτυξη. Αξίζει να σημειωθεί σε αυτό το σημείο ότι σύμφωνα με την οικονομική επιστήμη είναι πολύ δύσκολο για μια επιχείρηση να εξασφαλίσει σημαντικά υπερκέρδη για μεγάλο χρονικό διάστημα, καθώς συνήθως νέες ανταγωνιστικές επιχειρήσεις εισέρχονται στον κλάδο δραστηριοποίησης της και ο αυξημένος ανταγωνισμός μειώνει σταδιακά το περιθώριο κερδών και την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της [βλ. Palepu et al. (2013)]. Η επιχείρηση ΑΒΓ αναμένεται να σημειώσει σημαντικά υπερκέρδη το έτος 2018, καθώς η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων της διαμορφώνεται στο επίπεδο του 25,02%, το οποίο είναι σημαντικά υψηλότερο από το κόστος ιδίων κεφαλαίων της 10%. Μια επιχείρηση με χαμηλά ή μηδενικά υπερκέρδη θα είχε αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων κοντά στο κόστος ιδίων κεφαλαίων της. Εξαίρεση σε αυτόν τον κανόνα αποτελούν επιχειρήσεις με επιτυχημένες ανταγωνιστικές και εταιρικές στρατηγικές (competitive and corporate strategies) που οδηγούν σε διατηρήσιμο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα (sustainable competitive advantage) και επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε κλάδους με μονοπωλιακά / ολιγοπωλιακά χαρακτηριστικά [βλ. Barney (2011)].

Το Σχήμα 1 παρουσιάζει γραφικά τους παράγοντες στους οποίους βασίζεται η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής ΑΒΓ:

$ 20,68 στα ίδια κεφάλαια του έτους 2016, $ 38,50 στα υπερκέρδη του έτους 2017 και στην υπόθεση ότι τα υπερκέρδη του έτους 2018 θα διατηρηθούν σε σταθερό επίπεδο εις το διηνεκές, και $ 93,28 στην υπόθεση ότι η επιχείρηση θα κατορθώσει να αυξήσει κάθε έτος τα υπερκέρδη του έτους 2018 εις το διηνεκές.

Σχήμα 1. Ανάλυση της Τρέχουσας Χρηματιστηριακής Αξίας της Μετοχής ΑΒΓ



Προκειμένου να εκτιμήσουμε τον ρυθμό ετήσιας αύξησης των υπερκερδών μετά το έτος 2018, που υπονοείται από την τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής ΑΒΓ στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, χρησιμοποιούμε την ακόλουθη εξίσωση και λύνουμε ως προς g (ετήσιος ρυθμός αύξησης υπερκερδών).[4]

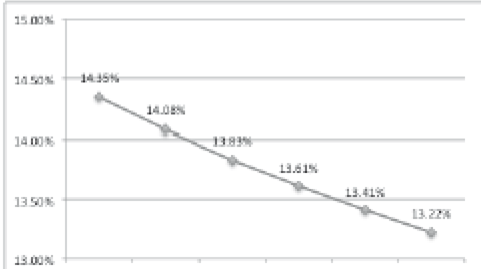
$$\$\,152{,}46 = \$\,20{,}68 + \frac{\$\,3{,}27}{(1+0{,}10)} + \frac{\frac{\$\,3{,}91}{(0{,}10-g)}}{(1+0{,}10)}$$

Με λίγους μαθηματικούς υπολογισμούς είναι εύκολο να προσδιορίσουμε ότι η χρηματιστηριακή αγορά υποθέτει έναν σταθερό ετήσιο ρυθμό αύξησης των υπερκερδών ίσο με 7,24%. Αν συγκρίνουμε τον ρυθμό αυτό με τον ιστορικό μέσο ετήσιο ονομαστικό ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ (nominal GDP growth rate) των ΗΠΑ, ο οποίος προσδιορίζεται περίπου στο 5% [3% για πραγματική ανάπτυξη (real GDP growth rate) πλέον 2% για πληθωρισμό (inflation rate)] παρατηρούμε ότι ο ρυθμός αύξησης των υπερκερδών της επιχείρησης ΑΒΓ, που υπονοεί η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της, είναι ιδιαίτερα υψηλός [βλ. Lundholm and Sloan (2013) και Pinto et al. (2010)]. Ουσιαστικά, η χρηματιστηριακή αγορά υποθέτει ότι η επιχείρηση θα μπορεί να αυξάνει τα υπερκέρδη της με μεγαλύτερο ρυθμό από αυτόν με τον οποίο αναπτύσσεται η οικονομία των ΗΠΑ εις το διηνεκές. Αυτή η επίδοση είναι δυνατόν να επιτευχθεί για ορισμένα έτη, αλλά είναι πολύ δύσκολο να διατηρηθεί για μεγάλο χρονικό διάστημα, πόσο μάλλον να συνεχιστεί εις το διηνεκές.

Αν θέλουμε να μετατρέψουμε αυτόν τον σταθερό ετήσιο ρυθμό αύξησης των υπερκερδών του 7,24% σε εκτιμήσεις για τη μελλοντική αύξηση των κερδών τότε μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε την ακόλουθη εξίσωση: Αναμενόμενα Υπερκέρδη ανά Μετοχή (2019) = Αναμενόμενα Κέρδη ανά Μετοχή (2019) – [Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων x Αναμενόμενα Ίδια Κεφάλαια ανά Μετοχή (2018)] και να λύσουμε ως προς τα κέρδη. Τα υπερκέρδη του έτους 2019 υπολογίζονται ως ίσα με αυτά του έτους 2018 επί τη μονάδα πλέον τον σταθερό ρυθμό αύξησης τους: Αναμενόμενα Υπερκέρδη ανά Μετοχή (2019) = $ 3,91 x (1 + 0,0724) = $ 4,19. Συνεπώς, τα κέρδη ανά μετοχή για το έτος 2019 ισούνται με: Αναμενόμενα Κέρδη ανά Μετοχή (2019) = $ 4,19 + ($ 32,53 x 0,10) = $ 7,44. Επομένως, ο ρυθμός αύξησης των κερδών για το έτος 2019 ισούται με: Αναμενόμενος Ρυθμός Αύξησης Κερδών (2019) = ($ 7,44 - $ 6,51) / $ 6,51 = 14,35%.

Το Σχήμα 2 παρουσιάζει την αναμενόμενη πορεία του ρυθμού αύξησης των κερδών ανά μετοχή για τα έτη 2019–2024, που υπονοείται από την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της επιχείρησης ΑΒΓ. Αν ο χρηματοοικονομικός αναλυτής πιστεύει ότι η επιχείρηση μπορεί να επιτύχει υψηλότερους ρυθμούς αύξησης των κερδών από αυτούς που παρουσιάζει το Σχήμα 2, τότε μπορεί να διατυπώσει μια θετική επενδυτική πρόταση για τη συγκεκριμένη μετοχή. Από την άλλη μεριά, αν πιστεύει ότι η επιχείρηση δεν είναι σε θέση να διατηρήσει για τόσο μεγάλο χρονικό διάστημα υψηλούς ρυθμούς αύξησης των κερδών, τότε μπορεί να διατυπώσει ουδέτερη ή αρνητική επενδυτική πρόταση.

Σχήμα 2. Αναμενόμενος Ρυθμός Αύξησης
των Κερδών ανά Μετοχή της Επιχείρησης ΑΒΓ (2019E-2024E)



Στο συγκεκριμένο άρθρο, υποθέσαμε ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων ισούται με 10%, το οποίο αποτελεί ένα εύλογο ποσοστό για μια μεγάλη εισηγμένη Αμερικάνικη επιχείρηση. Δυστυχώς, δεν υπάρχει γενικά αποδεκτή μεθοδολογία για τον υπολογισμό αυτού του κριτικής σημασίας μεγέθους [βλ. Penman (2013)]. Οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές συνήθως χρησιμοποιούν το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model, CAPM) [βλ. Rosenbaum and Pearl (2013)]. Αν υποθέσουμε ένα επιτόκιο για επενδύσεις χωρίς κίνδυνο ίσο με την ετήσια απόδοση των δεκαετών κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ, περίπου 2,4%, συντελεστή συστηματικού κινδύνου (beta) ίσο με τη μονάδα, και market risk premium ίσο με 6,62% [βλ. Rosenbaum and Pearl (2013)], τότε το κόστος ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης ΑΒΓ διαμορφώνεται ως ίσο με: Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων = 2,4% + 1 x 6,62% = 9,02%. Αν χρησιμοποιούσαμε αυτό το ποσοστό ως κόστος ιδίων κεφαλαίων τότε το τμήμα της τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής ΑΒΓ που θα βασιζόταν στη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη θα ήταν περίπου 57%, ενώ ο σταθερός ετήσιος ρυθμός αύξησης των υπερκερδών μετά το έτος 2018 ίσος με 6,05%. Για μια πιο λεπτομερή ανάλυση των διαθέσιμων μεθόδων υπολογισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων βλ. Brealey et al. (2014) και McKinsey et al. (2015).

4. Συμπεράσματα

Το συγκεκριμένο άρθρο παρουσιάζει πως μπορούν να χρησιμοποιηθούν απλά λογιστικά μεγέθη, όπως τα ίδια κεφάλαια ανά μετοχή της τελευταίας λογιστικής χρήσης και οι εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών για τα κέρδη ανά μετοχή των επόμενων δυο ετών, προκειμένου να αξιολογήσουμε την επενδυτική ελκυστικότητα μιας μετοχής. Στην περίπτωση της μετοχής της επιχείρησης ΑΒΓ παρατηρούμε ότι το 39% της τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας της βασίζεται σε λογιστικά μεγέθη για τα οποία έχουμε σχετικά υψηλό βαθμό βεβαιότητας, ενώ το 61% της αξίας της σε αβέβαιες προσδοκίες της αγοράς για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Ο σταθερός ετήσιος ρυθμός αύξησης των υπερκερδών, που υπονοείται, είναι 7,24%, ο οποίος είναι σημαντικά υψηλότερος από τον ιστορικό μέσο ετήσιο ονομαστικό ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ των ΗΠΑ. Ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των κερδών ανά μετοχή για την περίοδο 2019–2024 κυμαίνεται μεταξύ 13,22% και 14,35%. Κατά αυτόν τον τρόπο, η συγκεκριμένη μεθοδολογία θεμελιώδους ανάλυσης επιτρέπει στον χρηματοοικονομικό αναλυτή και επενδυτή να κατανοήσει τις εκτιμήσεις της αγοράς για τη μελλοντική ανάπτυξη της επιχείρησης, που αντικατοπτρίζονται στην τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της, και αναλόγως να επιλέξει την επενδυτική στρατηγική του.

Βιβλιογραφία

• Barker, R. (2001). Determining Value: Valuation Models and Financial Statements, Essex: Prentice Hall.

• Barney, J. (2011). Gaining and Sustaining Competitive Advantage, 4th Edition, New Jersey: Pearson.

• Brealey, R., S. Myers, and F. Allen (2014). Principles of Corporate Finance, 11th Edition, New York: McGraw Hill.

• Lundholm, R., and R. Sloan. (2013). Equity Valuation and Analysis with eVal, 3rd Edition, New York: McGraw-Hill Irwin.

• McKinsey, T. Koller, M. Goedhart, and D. Wessels (2015). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, New Jersey: John Wiley & Sons.

• Palepu, K., P. Healy, and E. Peek (2013). Business Analysis and Valuation: IFRS Edition, 3rd Edition, Andover: Cengage Learning.

• Penman, S. (2013). Financial Statement Analysis and Security Valuation, 5th Edition, New York: McGraw Hill.

• Penman, S. (2011). Accounting For Value, New York: Columbia University Press.

• Penman, S. (2006). Handling Valuation Models, Journal of Applied Corporate Finance, 18 (2), pp. 48–55.

• Pinto, J., E. Henry, T. Robinson, and J. Stowe (2010). Equity Asset Valuation, 2nd Edition, New Jersey: John Wiley & Sons.

• Rosenbaum, J., and J. Pearl (2013). Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions, 2nd Edition, New Jersey: John Wiley & Sons.

[1]1. Ο σκοπός του άρθρου δεν είναι η ολοκληρωμένη και λεπτομερής χρηματοοικονομική ανάλυση και αποτίμηση της επιχείρησης ούτε η διατύπωση επενδυτικής πρότασης αγοράς, διακράτησης ή πώλησης της. Αντιθέτως, η χρήση ενός απλού πρακτικού παραδείγματος συμβάλλει στην εύληπτη παρουσίαση μιας μεθοδολογίας θεμελιώδους ανάλυσης, που μπορεί να βοηθήσει τον χρηματοοικονομικό αναλυτή να αντιληφθεί καλύτερα τις προσδοκίες της χρηματιστηριακής αγοράς για τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη των επιχειρήσεων.

[2]. Οι υπολογισμοί της παρούσας ενότητας βασίζονται σε περισσότερα δεκαδικά ψηφία από τα αναγραφόμενα.

[3]. Η κεφαλαιοποίηση των υπερκερδών ανά μετοχή του έτους 2018 προσδιορίζει την αξία στην αρχή του έτους 2018 (τέλος έτους 2017) και για αυτό τον λόγο την προεξοφλούμε με (1 + 0,10) αντί για (1 + 0,10)2 για να υπολογίσουμε την παρούσα αξία της. Ο συγκεκριμένος τύπος κεφαλαιοποίησης υποθέτει ότι το επίπεδο των αναμενόμενων υπερκερδών ανά

μετοχή του έτους 2018 θα παραμείνει σταθερό εις το διηνεκές [βλ. Brealey et.al. (2014) και Penman (2013)].

[4]. Η κεφαλαιοποίηση των υπερκερδών ανά μετοχή του έτους 2018 προσδιορίζει την αξία στην αρχή του έτους 2018 (τέλος έτους 2017) και για αυτό τον λόγο την προεξοφλούμε με (1 + 0,10) αντί για (1 + 0,10)2 για να υπολογίσουμε την παρούσα αξία της. Ο συγκεκριμένος τύπος κεφαλαιοποίησης υποθέτει ότι το επίπεδο των αναμενόμενων υπερκερδών ανά μετοχή του έτους 2018 θα αυξάνεται με σταθερό ρυθμό g εις το διηνεκές [βλ. Brealey et al. (2014) και Penman (2013)].