

Praėjusioje paskaitoje susipažinote su akcijų vertinimo modeliais. Šiose pamokoje išmoksite kaip praktiškai taikyti lyginamosios analizės metodą. Santykinius akcijų vertinimo rodiklius, mes jau apžvelgėme ankstesnėse pamokose, tačiau šį kartą į juos išnagrinėsime daug giliau ir pabandydysime į jų reikšmę pažvelgti kitu kampu.

Santykinių rodiklių lyginimas investuotojų tarpe yra labai populiarus, kadangi rodiklius galima lengvai apskaičiuoti arba rasti laikraščiuose ir internetinėse svetainėse. Nepaisant lyginamosios analizės paprastumo, svarbu nepamiršti šio akcijų vertinimo metodo trūkumų apie kuriuos jau ne kartą šnekėjome. Jeigu santykinius rodiklius vertinsite, neturėdami omenyje bendro konteksto, ši analizė bus bevertė ir gali baigtis dideliais nuostoliais.

Šioje pamokoje mes apžvelgsime pačius populiariausius santykinius akcijų rodiklius ir patarsime kaip juos naudoti platesniame kompanijos vertinimo kontekste.

## **Akcijų rodikliai: akcijos kainos ir pardavimų santykis (P/S)**

Kainos pardavimų santykis (angl. Price to Sales- P/S) yra gan populiarus santykinis akcijų rodiklis vertinant akcijos kainą. Kuo P/S yra mažesnis tuo kompanija veikia geriau.

**P/S= akcijos kaina / akcijai tenkantys pardavimai**

P/S akcijų rodiklis yra patrauklus tuo, kad pardavimai yra tikslus skaičius, kurį buhalteriams daug sunkiau iškraipyti (ne taip kaip pelną). Žinoma, manipuluoti galima ir pardavimais, tačiau tokius sukčiavimus daug paprasčiau aptikti.



Pardavimai yra daug pastovesnis skaičius nei pelnas, nes vienkartiniai nuostoliai arba vienkartinė sėkmė gali labai stipriai išpūsti arba sumažinti pelną. Dėl šių priežasčių P/S rodiklis yra naudingas vertinant ciklinėse pramonės šakose veikiančias kompanijas ir nuostolingai veikiančias įmones.

Santykinai „švarus“ P/S rodiklis leidžia greitai įvertinti kaip šiuo metu sekasi kompanijoms, kurių pelnas nuolatos stipriai svyruoja. Norint tai padaryti, reikia palyginti esamą P/S rodiklį su istoriniu P/S rodikliu. P/S rodiklis gali būti naudingas ir lyginant tame pačiame pramonės sektoriuje veikiančias kompanijas, ypač tuomet kai kompanijos pelnas yra nestabilus arba kompanija veikia nuostolingai.

Pvz. Palyginkime dvi kompanijas „A“ ir „B“, kurių finansiniai rodikliai yra beveik identiški, vienintelis skirtumas tas, kad kompanija „A“ patyrė nuostolius po nepalankaus teismo sprendimo. Kadangi kompanija „A“ veikia nuostolingai, todėl P/E rodiklio naudojimas kompanijoms palyginti yra bevertis. Apie kompanijos „A“ patrauklumą galima spręsti iš P/S rodiklio:

	Kompanija „A“	Kompanija „B“
Akcijos vertė prieš teismo sprendimą	1	1
Akcijų skaičius	500 000	500 000
Pardavimai	1 000 000 €	1 000 000 €
P/S	$1/(1\,000\,000/500\,000)=0.5$	$1/(1\,000\,000/500\,000)=0.5$
„A“ akcijų vertė po teismo sprendimo	0.6 €	
Kompanijos „A“ P/S po teismo sprendimo	$0.6/(1\,000\,000/500\,000)=0.3$	

Kaip matote P/S rodiklis šiuo atveju yra geriausia indikatorius, kad kompanijos „A“ akcijos yra patrauklesnės nei kompanijos „B“.

Kartais P/S rodiklio nauda investuotojui yra neįkainojama, tačiau kartais šis rodiklis gali būti bevertis ar netgi apgaulingas. Jeigu kompanijos pardavimai yra milijoniniai, tačiau klientai su kompanija neatsiskaito, tokiu atveju kompanija patiria nuostolį, nors P/S rodiklis yra išpūdingas. Nėra kuo džiaugtis ir tuo atveju, jeigu kompanijos pardavimai yra išpūdingi, o pelnas yra mažas. Dėl šios priežasties lyginant P/S rodiklį reikia atkreipti dėmesį ir į pelno maržą. P/S rodiklis yra naudingiausias tuomet, kai lyginamos tame pačiame pramonės sektoriuje veikiančios kompanijos arba lyginant kaip keičiasi tos pačios kompanijos P/S rodiklis iš metų į metus.

## Akcijos kainos ir buhalterinės vertės santykis (P/Bv)

Priminsime, kad P/Bv parodo kiek vienai akcijai tenka savininkų nuosavybės vertės (kaip pamenate, savininkų nuosavybės vertę galite rasti balanso ataskaitoje).

### **P/Bv = akcijų kaina / savininkų nuosavybė**

P/Bv rodiklis ypatingai populiarus tarp vertės investuotojų, kadangi yra pastovesnis kompanijos vertės rodiklis nei pelnas. Kuo P/Bv rodiklis mažesnis, tuo kompanija yra pigesnė. Pagal P/Bv rodiklį galite nustatyti ar mokate daugiau už kompanijos turtą nei turtas kainavo dabartiniams kompanijos savininkams. Jeigu  $P/Bv > 1$ , tuomet už kompanijos turtą mokate brangiau nei kompanijos savininkai. Jeigu  $P/Bv < 1$ , tuomet kompanijos turtą perkate pigiau nei kompanijos savininkai.

Kaip ir kiti santykiniai akcijų rodikliai, taip ir P/Bv turi savo trūkumą. Visų pirma, balanso

ataskaitoje nurodyta savininkų nuosavybės vertė gali neatitikti realybės. Pvz. Kompanijos turtas gali būti pervertintas. Kitaip tariant, pardavus įrenginius, transporto priemones, kompiuterius ir kitą turtą nebus gauta tiek pinigų, kiek nurodyta balanso ataskaitoje. Ir atvirkščiai, kompanijos turtas, ypatingai nekilnojamas turtas, prestižas, patentai, prekinis ženklas, gali būti nepakankamai įvertinti. Dėl šių priežasčių kompanijos kartais vykdo turto perkainavimą. Perkainavus turtą, jo vertė sumažėja arba padidėja ir atitinkamai pasikeičia P/Bv rodiklis.

P/Bv rodiklis taip pat yra susijęs su ROE (kaip pamenate  $ROE = \text{grynosios pajamos} / \text{savininkų nuosavybė}$ ), lygiai taip pat kaip P/S rodiklis susijęs su pelno marža (pajamos/pardavimai), todėl lyginant dvi identiškąs kompanijas, kompanija turinti didesnę nuosavybės grąžą (ROE), turės ir geresnį P/Bv rodiklį. Kitaip tariant, kompanija įdarbinanti skolintą kapitalą kompanijos savininkams uždirba daug didesnę pelną nei skolų neturinti kompanija.

### **Akcijos kainos ir pelno tenkančio vienai akcijai santykis (P/E)**

P/E yra pats populiariausias akcijų vertinimo rodiklis. P/E yra skaičiuojamas pagal paskutinių keturių mėnesių kompanijos uždirbtą pelną. P/E daug geriau atspindi kompanijos pelningumą nei tik pardavimai. Kadangi šis rodiklis yra toks populiarus, jį galite rasti finansinėse ataskaitoje ir internetiniuose puslapiuose.

**P/E = akcijos kaina / pelnas tenkantis vienai akcijai**



Kitaip tariant P/E rodiklis parodo kiek investuotojai pasiryžę mokėti už kompanijos pelną. Kuo P/E rodiklis didesnis, tuo investuotojai brangiau moka už kompanijos pelną. T.y. jeigu  $P/E=15$  vadinasi investuotojai moka 15 litų už vieną kompanijos uždirbtą litą. Visuotinai laikoma, kad kompanijos, kurių  $P/E > 25$  turi didelį augimo potencialą, todėl investuotojai už šių kompanijų esamą pelną moka gan brangiai, kadangi tiki, kad ateityje kompanija uždirbs dar daugiau. Ir atvirkščiai, kompanijos, kurių  $P/E < 15$ , auga daug nuosaikiau. Labai mažas P/E ( $P/E < 5$ ) gali reikšti, kad kompanija atsidūrė ties bankroto riba arba pats verslas nebeturi ateities perspektyvų (pvz. rinkoje pasirodžius MP3 grotuvams, CD grotuvus gaminančios kompanijos nebeturėjo ateities perspektyvų).

P/E rodiklis priklauso nuo dviejų dalykų, nuo akcijos kainos ir nuo pelno. Vertinti kompanijas pagal P/E reikėtų atsargiai, nes pats iš savęs šis rodiklis nieko nepasako. Negalima sakyti, kad kompanijos, kurių P/E yra 25 yra pervertintos, o kompanijos, kurių P/E yra 5 yra nuvertintos. Tai geriausia suprasite pažvelgę į žemiau pateiktą pavyzdį.

Pvz. Palyginkime trijų skirtinga plėtros perspektyvas turinčių kompanijų P/E rodiklio kaitą priklausomai nuo pelningumo. Tarkime visos kompanijos yra išleidusios po 1000 vardinių akcijų, kurių kaina akcijų biržoje išlieka pastovi. Visų kompanijų akcijos visada kainuoja 10 € Vienintelis dalykas, kuris keičiasi bėgant metams – tai pelnas. Praėjusiais metais visų kompanijų pelnas buvo 1000 € Perspektyvios kompanijos pelnas auga 30 proc. per metus, Vidutinio potencialo – 10, neperspektyvi kompanija patiria 30 proc. nuostolį.

Laikas	Perspektyvi kompanija		Vidutinio potencialo kompanija		Neperspektyvi kompanija	
	Pelnas €	P/E	Pelnas €	P/E	Pelnas €	P/E
Praėję metai	1000	10	1000	10	1000	10
1 metai	1300	8	1100	9	700	14
2 metai	1690	6	1210	8	490	20
3 metai	2197	5	1331	8	343	29

Kai kurie investuotojai netgi naudoja išvestinį P/E rodiklį – t.y. ateities P/E rodiklį, kuris atspindi akcijos kainos ir ateities pelno (ateinančių keturių ketvirčių) santykį. Ateinančių keturių ketvirčių pelnas – tai akcijų analitikų prognozė kaip kompanijai seksis ateityje. Kadangi daugelio kompanijų pelnas nuolat auga, todėl ateities P/E paprastai yra mažesnis už esamą P/E. Sumanus investuotojas į ateities P/E santykį turėtų žiūrėti skeptiškai, kadangi analitikai paprastai pervertina kompanijų galimybes uždirbti pelną. Jeigu perkate akcijas atsižvelgdami į ateities P/E santykį, vadinasi tikite, kad analitikų prognozės išsipildys, o tai atsitinka ganėtinai retai. Kaip matote iš pateikto pavyzdžio P/E rodiklį reikia vertinti platesniame kontekste, vienas „plikas“ rodiklis yra nieko vertas ir negali atsakyti ar kompanija rinkoje yra pervertinta, ar neįvertinta. Jeigu kompanijos P/E šiai dienai atrodo mažas, tai po kelių metų gali atrodyti didelis ir atvirkščiai.

Investicijų valdytojas D. Dremanas atliko tyrimą ir nustatė, kad per ilgą laiką Volstrito analitikai net 59 proc. pelno prognozavo su 15 proc. ir didesne paklaida. T.y. 59 proc. analitikų prognozavo 15 ir daugiau proc. didesnę arba 15 ir daugiau proc. mažesnę kompanijų pelną nei jis buvo gautas. Vadinasi pelno prognozes reikia vertinti tik kaip kažkieno nuomonę ir nepriimti jų už gryną pinigą.

## P/E lyginamoji analizė

P/E rodiklį galima lyginti su visos rinkos P/E, su tame pačiame pramonės sektoriuje veikiančiomis kompanijomis arba tos pačios kompanijos P/E rodiklio pokyčiu skirtingais laiko momentais. Šioje paskaitos dalyje nurodysime keletą priežasčių kodėl tik „techninis“ P/E palyginimas investuotojui nėra naudingas.

Kompanijos P/E rodiklio lyginimas su tame pačiame pramonės sektoriuje veikiančiomis kompanijomis gali duoti daug atsakymų, tačiau net ir tame pačiame pramonės sektoriuje veikiančių kompanijų P/E rodiklis gali ženkliai skirtis dėl skirtingų kompanijos perspektyvų, kapitalo struktūros, rizikos lygio ar kompanijos garsumo. Jeigu visi akcijų rodikliai būtų lygūs, tuomet stabilesnių ir mažiau rizikingų kompanijų P/E rodiklis turėtų būti didesnis už konkurentų.



Kompanijos P/E rodiklį lyginant su visos rinkos P/E vidurkiu, galioja tie patys apribojimai kaip ir lyginant kompaniją su konkurentais ar konkrečios pramonės šakos P/E vidurkiu. Tuo labiau, kad kartais pervertinami ištisi pramonės sektoriai. Pvz. „Dot.com“ akcijų burbulo metu su interneto plėtra susijusio pramonės sektoriaus P/E siekė 200. Iš pirmo žvilgsnio „internetinės“ kompanijos, kurių P/E siekė 50 atrodytų pigiai lyginant su sektoriaus P/E vidurkiu. Toks palyginimas yra nieko vertas, kadangi toks aukštas sektoriaus P/E negali būti logiškai paaiškinamas. Kitaip tariant, tai, kad kompanijos P/E yra mažesnis už rinkos P/E vidurkį dar nieko nesako, kadangi visa rinka yra pervertinta.

Daug atsakymų investuotojas gali rasti analizuodamas kaip keičiasi kompanijos P/E bėgant laikui – t.y. lyginant esamą P/E rodiklį su istoriniu P/E rodikliu. Lyginant tos pačios kompanijos dabartinį rodiklį su istoriniu, sumanus investuotojas turi žinoti keletą niuansų:

- Toks palyginimas ypač naudingas lyginant stabiliai veikiančias kompanijas. Jeigu pavyko aptikti stabiliai veikiančią kompaniją, kurios pelnas pastoviai ir tolygiai auga ir kurios P/E rodiklis yra žemesnis už istorinį P/E, tokia kompanija jus turi sudominti. Tokia situacija gali nutikti dviem atvejais: arba kompanijoje įvyko pokyčiai didinantys kompanijos riziką, mažinantys kompanijos perspektyvas, arba kompanija biržoje tapo nuvertinta be jokios svarbesnės priežasties.
- Lyginant kompanijos P/E rodiklį su istoriniu vidurkiu, reikia atsižvelgti ir į tai, kad kompanijos P/E laikinai gali sumažėti ne todėl, kad verslas yra nepakankamai įvertintas, bet todėl, kad kompanija gavo „vienkartines“ pajamas. Kompanijos grynas pelnas gali stipriai padidėti, jeigu kompanija parduoda dalį verslo ar dalį turto (pvz. nekilnojamą turtą). Tokiu atveju kompanijos pelnas gali padidėti kelis kartus, atitinkamai P/E rodiklis sumažės keliskart. Tačiau tai nereikš, kad kompanija yra nuvertinta lyginant su istoriniu kompanijos P/E rodikliu, nes turto pardavimas verslo geresniu nepadaro. Žvelgiant į akcijos kainos ir pelno, gauto iš pagrindinės veiklos, santykį, tokios kompanijos nebeatrodytų pigios.
- Kompanijos P/E gali atrodyti įspūdingas lyginant su istoriniu vidurkiu, jeigu kompanijos pelnas sumažėja dėl patirtų vienkartinių išlaidų pvz. vienkartinės teismo priteistos baudos ar kompanijai supirkinėjant savo akcijas. Tad jeigu kompanijos P/E rodiklis be didesnės priežasties padidėjo keliskart, išsiaiškinkite ar kompanija nepatyrė vienkartinių sąnaudų.
- Analizuojant ciklinių kompanijų akcijas (pvz. automobilių gamyba, bankai) P/E rodiklį reikia vertinti atvirkščiai nei įprasta – mažas P/E signalizuoja apie artėjančius blogus laikus, aukštas – apie gerus. Žemas ciklinių kompanijų P/E rodo, kad kompanijos „geri laikai“ eina į praeitį. Investuotojai pigiai moka už akciją, nes tikisi, kad kompanijos pelnas ateityje stipriai sumažės. Kadangi akcijų kaina yra maža, o uždirbtas pelnas

gautas pakilimo metu yra didelis, todėl P/E rodiklis yra žemas. Ir atvirkščiai, kai prasideda ciklinių kompanijų pakilimo laikotarpis, jų P/E rodiklis būna aukštas.

- P/E rodiklis gali keistis išplatinus papildomą akcijų emisiją. Pastaruoju metu tampa vis populiariau kompanijos valdytojus skatinti akcijų opcionais. Papildomai išleistos akcijos, mažina pelną tenkantį vienai akcijai, todėl mažėja ir P/E rodiklis.
- Galiausiai sumanūs buhalteriai gali be didesnio vargo padidinti kompanijos pelną net nepažeisdami tarptautinių apskaitos standartų. Tokiu atveju P/E gali atrodyti be galo patraukliai, nors už šio patrauklaus rodiklio būtų paslėptas „popierinis“ pelnas.

## Kainos/pajamų augimas (PEG)

Priminsime, kad PEG rodiklis parodo kiek investuotojai moka už kompanijos augimo potencialą. Tarp investuotojų šis rodiklis yra populiarius, kadangi jis susieja ganėtinai techninį P/E rodiklį su kompanijos fundamentalia informacija – kompanijos augimo tempu. Šis rodiklis yra naudingas, kadangi sparčiai besiplečiančios kompanijos ateityje bus vertos daugiau lyginant su nuosaikiau augančiomis kompanijomis. Dėl šios priežasties PEG ypač naudingas lyginant sparčiai besiplečiančias kompanijas, turinčias aukštą P/E. Kitaip tariant jeigu sparčiai besiplečiančių kompanijų P/E rodiklis yra aukštas, tai PEG rodiklis gali atrodyti visai padorus.

### **PEG = (P/E) / metų EPS augimo tempas**

PEG problema yra ta, kad augimas ir rizika yra du neatsiejami dalykai. Sparčiai besiplečiančios kompanijos visuomet būna rizikingesnės, todėl vertinti PEG atskirai nuo kitų rodiklių būtų nelogiška. Kompanijos, kurios sugeba augti naudodamos mažiau skolinto kapitalo yra stabilesnės ir mažiau rizikingos.

Pvz. Atsižvelgdami į lentelėje pateiktus duomenis, į kurią kompaniją investuotumėte „A“ ar „B“?

Iš esmės jūs negalite investuoti nei į „A“, nei į „B“ kompaniją, nes jūs nieko apie jas nežinote. Kaip jau minėjome „plikas“ PEG rodiklis nieko nepasako. Jūs negalite palyginti šių kompanijų kapitalo struktūros, nežinote kuri naudoja didesnę finansinę svertą (turi daugiau skolų), jūs nežinote ar analitikai teisingai prognozuoja kompanijų augimo tempą, nežinote ar tokios prognozės pasitvirtins.

	<b>Kompanija „A“</b>	<b>Kompanija „B“</b>
P/E	30	30
Augimo tempas	15	25



	<b>Kompanija „A“</b>	<b>Kompanija „B“</b>
PEG	30/15=2	30/25=1.2

Sumanus investuotojas PEG rodiklį naudoja tik tam, kad greitai įvertintų kokią kainą jis moka už kompanijos augimo potencialą. Daugiau naudos iš šio rodiklio sumanus investuotojas neturėtų tikėtis. Jeigu kompanijos „A“ ir „B“ būtų identiškios ir skirtųsi tik kompanijų augimo potencialas, žinoma, kad kompanijos būtų vertingiau pirkti kompanijos „B“ akcijas.

## Metinis pajamingumas

Akcijų pajamingumas investuotojų tarpe nėra toks populiarus kaip P/E, P/S, P/Bv ir kiti akcijų rodikliai. Metinis pajamingumas yra naudojamas lyginant akcijas su kitais vertybiniais popieriais, pvz. obligacijomis. Tiesa, sumanus investuotojas turi įsivertinti, kad kompanijų pelnas nuolat keičiasi, tuo tarpu obligacijų pajamingumas išlieka pastovus.

Metinį pajamingumą galima apskaičiuoti dviem būdais:

- **Pajamingumas = EPS/ akcijos kaina**
- **Pajamingumas = 1/ (P/E)**

Visuotinai priimta laikyti, kad JAV išdo obligacijos neturi rizikos, tad investuotojas turi investuoti į akcijas tik tuo atveju, jeigu jų pajamingumas yra didesnis už JAV išdo obligacijas. Kitu atveju, investuodamas į akcijas, jis tik prisiims bereikalingą riziką.

Jeigu JAV išdo obligacijų pajamingumas yra 4 proc., tuomet investuotojas teoriškai turėtų nekreipti dėmesio į kompaniją, kurios akcijos  $P/E > 25$  (metinis pajamingumas =  $1/25 \times 100$  proc. = 4 proc.). Žinoma, čia tik teoriniai skaičiavimai, kadangi neaišku kaip kompanijoms seksis didinti pelną ateityje. Sumanus investuotojas visuomet pasveria ar rizikos premija akcijų rinkoje yra pakankama lyginant su investavimu į obligacijas. Metinis pajamingumas yra bene paprasčiausias būdas palyginti akcijų ir obligacijų grąžą.

## Dividendinis pajamingumas

Dividendinis pajamingumas yra vienas seniausių akcijų vertinimo metodų. Šis rodiklis buvo ypatingai populiarus tais laikais, kai žmonės pirkdavo akcija tik dėl to, kad gautų dividendus. Nepaisant to, kad laikai šiek tiek pasikeitė ir kompanijos ne taip noriai moka dividendus, tačiau šis rodiklis ir toliau išlieka vienas populiariausių tarp investuotojų, visų pirma dėl savo paprastumo:

**Dividendinis pajamingumas= Dividendai tenkantys vienai akcijai / akcijos kaina**

Pvz. TEO kaina akcijų rinkoje yra 2,3 € Kompanija investuotojams išmokėjo 19 ct. dividendų. Tokiu atveju TEO dividendinis pajamingumas yra  $0,19/2,3 \times 100 \text{ proc.} = 8 \text{ proc.}$

Kaip matote, kuo pigesnės akcijos, tuo dividendinis pajamingumas yra aukštesnis. Investuotojas turėtų atsargiai vertinti kompanijas, kurių dividendinis pajamingumas yra neįprastai didelis. Tai gali suklaidinti investuotojus. Aukštas dividendinis pajamingumas gali reikšti, kad dividendus išmokėjusi kompanija išgyvena ne pačius geriausius laikus, todėl ateityje negalės investuotojams mokėti tokių didelių dividendų. Paprastai tokios kompanijos sumažina dividendus ir jų dividendinio pajamingumo rodiklis ateityje nebeatrodo taip išpūdingai.

Galiausiai daug kompanijų šiais laikais nebemoka dividendų, arba išmoka simbolinius dividendus, todėl naudojant šį rodiklį tarpusavyje galima palyginti tik keletą įmonių.

**Pabaigai**

Sveikiname, jūs žinote ne tik kaip apskaičiuojami akcijų vertę nusakantys akcijų rodikliai, bet žinote kaip jais reikia naudotis. Šie akcijų rodikliai bus labai naudingi ieškant perspektyvių akcijų. Priminsime, kad remiantis vien tik santykiniais akcijų rodikliais negalima daryti išvadų apie kompanijos perspektyvas, kadangi „pliki“ skaičiai apie kompaniją nieko nepasako. Analizuodami akcijas, turite atsiminti kiekvieno aptarto rodiklio trūkumus ir juos vertinti platesniame kontekste.

18. paskaita. [Diskontuotas pinigų srautas](#)

**Nelik abejingas: įvertink straipsnį - pasidalink su draugais...**

Santykiniai akcijų rodikliai: lyginamoji analizė  
13 balsai/ Vid.4.9