

Praeitoje paskaitoje mokėme sumaniai naudoti akcijų vertę atspindinčius santykinus rodiklius, tokius kaip P/S, P/Bv, P/E, dividendinis pajamingumas ir t.t.. Šioje paskaitoje bandysime paaiškinti kaip nustatoma tikroji kompanijos ir jos akcijų vertė. Žinodami tikrąją akcijos vertę, galėsime ją palyginti su akcijos kaina biržoje ir aiškiai matysime ar kompanija yra pervertinta ar nepakankamai įvertinta.

Dažnai internete ar spaudoje galima rasti informaciją, kiek vertos vienos ar kitos akcijos. Akcijos tikrajai vertei nustatyti investuotojai naudojamas diskontuoto pinigų srauto metodas. Investuotojų tarpe šis terminas dar vadinamas DCF (angl. k. trumpinys Discounted Cash Flow). Šis metodas yra ganėtinai sudėtingas, tačiau apie kompaniją pasako daug daugiau nei santykiniai rodikliai. Kompanijos vertinimas diskontuot pinigų srauto metodu yra ganėtinai lankstus nes leidžia investuotojui pačiam įvertinti kompanijos augimo tempą, pelno maržos pokyčius, riziką ir t.t. Kadangi naudojant šį akcijų vertės nustatymo metodą, investuotojai daro daug prielaidų, todėl skirtingi analitikai nustato skirtingą tos pačios kompanijos akcijų vertę.

Jeigu išmoksite akcijas vertinti diskontuoto pinigų srauto metodu, jums nebereikės akiai pasikliauti vertintojų duomenimis. Sumanus investuotojas turi turėti savo nuomonę apie kompanijos laisvus pinigų srautus ir tikrąją vertę tam, kad sugebėtų nustatyti kompanijos tikrąją vertę pats ir atskirtų auksą nuo pelėnų.

Jeigu norite sužinoti, kas yra diskontuotas pinigų srautas, kaip naudojantis šiuo metodu nustatyti kompanijos vertę, ši paskaita bus jums ypatingai naudinga.

Gero skaitymo.

## Kas yra diskontuotas pinigų srautas?

Visi puikiai žinome, kad 100 € turėti šiandien yra daug vertingiau, nei gauti 100 € po metų, dėl paprasčiausios priežasties: padėję šiuos pinigus į banką, per metus gausite palūkanas (tarkime 5 proc.). Taigi kiek šiandieną verti 100 €, kuriuos gausite tik kitais metais? Jie vertas  $95,24 \text{ €}$  ( $95,24 + (95,24 \times 0,05 \text{ (palūkanos)}) = 100 \text{ €}$ ).



Jeigu supratote, kodėl geriau šiandien turėti 96 € šiandieną, nei 100 € po metų, tuomet suprasite ir diskontuotą pinigų srautą. Tiksliau tariant, mes ką tik diskontavome 100 € vertę.

Diskontuoti pinigų srautai parodo kiek šiandien verti pinigai, kuriuos uždirbsime ateityje. Įmonių pagrindinis tikslas yra uždirbti pinigus. Kompanijų vertinimas diskontuotų pinigų srautų metodu remiasi prielaida, kad kompanija verta tiek, kiek per visą savo gyvavimo laiką uždirbs pinigų investuotojams. Kadangi pinigai kuriuos kompanija uždirbs ateityje yra mažiau verti nei pinigai šiandieną, todėl investuotojai naudodami diskontuotų pinigų srautų metodą, nustato, kiek tie pinigai bus verti šiandien ir taip apskaičiuoja kompanijos vertę.

Vertinant kompaniją diskontuotų pinigų srautų metodu, nustatoma kompanijos akcijų tikroji vertė. Apskaičiuotoji tikroji akcijos vertė palyginama su akcijos verte biržoje. Jeigu apskaičiavote, kad kompanijos akcijos tikroji vertė yra mažesnė, nei akcijos kaina biržoje, tokias akcijas parduodate, jeigu brangesnė – perkate. Pvz. Jeigu nustatėte, kad akcijos kaina yra 5 €, o biržoje jos kaina yra 12 €, tampa daugiau nei akivaizdu, kad akcijos yra pervertintos ir jas vertėtų parduoti. Tačiau jeigu nustatote, kad tikroji akcijos vertė yra 20 €, tuomet nedvejodami įsigysite nuvertintų akcijų.

Jeigu būtų taip paprasta nustatyti kompanijos vertę, ko gero vertybinių popierių birža taptų nereikalinga. Diskontuotas pinigų srautas yra daug sudėtingesnis nei P/E ar P/S rodikliai. Norint nustatyti kompanijos vertę, turite būti geras ekonomistas, nes diskontuoti pinigų srautai apima daug kintamųjų, tokių kaip pelno marža, kapitalo kaštai, diskonto norma ir t.t. Blogai nustatę šiuos rodiklius, gausite ir blogą atsakymą – netikslią kompanijos akcijų vertę.

Tai geriausiai paaiškina, kodėl skirtingos brokerių kompanijos skirtingai vertina tų pačių kompanijų akcijas.

Prieš pradėdant gilintis į DCF metodą, priminsime kad laisvas pinigų srautas yra grynieji pinigai, kurie kompanijai lieka po to kai kompanija atlieka visus mokėjimus reikalingus verslo tęstinumui užtikrinti (paskolos, mokesčiai, investicijos ir t.t.). Dėl šios priežasties svarbu tiksliai nustatyti kiek pinigų kompanija išleis investuodama į naują įrangą, naujas gamyklas, patalpas ir t.t. Išlaidas paskoloms ir mokesčiams daug paprasčiau apskaičiuoti, kadangi pastarieji yra daug paprastesni nei investicijos.

Yra du DCF metodai:

- **grynasis pinigų srautas nuosavybei.** Šį DCF metodą yra šiek tiek paprasčiau suprasti, kadangi jis parodo kiek grynojo pinigų srauto tenka kompanijos savininkams.
- **grynasis pinigų srautas kompanijai.** Šis metodas parodo kiek grynojo pinigų srauto tenka akcininkams ir kreditoriams. Jis yra šiek tiek sudėtingesnis už pirmąjį DCF metodą.

Nepaisant to, kad šie metodai yra skirtingi, abu jie turėtų jums vienodai nustatyti kompanijos akcijų vertę. Šioje paskaitoje mes analizuosime grynojo pinigų srauto nuosavybei metodą, kadangi pastarasis yra šiek tiek paprastesnis.

## Diskonto norma

Kaip minėjome anksčiau 100 € turėti šiandien yra vertingiau, nei juos turėti po metų, nes per metus už šiuo pinigus mes galime gauti palūkanas, tarkime 5 proc. palūkanas. Po pirmų metų 100 € būtų vertas 105 €, po dviejų – 1,1025 ( $1,05 \cdot 1,05$ ), po trijų – 1,1576 ir t.t.

Diskontuojant pinigus atgal viskas vyksta atvirkščiai. 1 € po metų, šiandien būtų vertas 0,9524 € ( $1/1,05$ ), po dviejų m. – 0,9070 ( $1/1,05^2$ ), po trijų – 0,8638 ir t.t. Kuo vėliau uždirbsime pinigus, tuo mažiau šiandieną jie yra verti.

Tai galite nesunkiai apskaičiuoti naudodami diskontuotų pinigų srautų formulę:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

DCF – diskontuotas pinigų srautas

CF – pinigų srautas periodo metu

R – diskonto norma

Apskaičiuokime, kiek bus

vertas 1000 € gautas po 5 metų? Po 10 metų? Po 20 metų? Po 50 metų, kai diskonto norma yra 8 proc.?

Po 5 metų bus verti:  $1000 / (1+0,08)^5 = 680,58 \text{ €}$

Po 10 metų bus verti:  $100 / (1+0,08)^{10} = 463,19 \text{ €}$

Po 20 metų bus verti:  $100 / (1+0,08)^{20} = 214,54 \text{ €}$

Po 50 metų bus verti:  $100 / (1+0,08)^{50} = 21,32 \text{ €}$

1000 € šiandienė vertė yra 5 kartus didesnė nei po 50 metų. Kaip matote iš pavyzdžio, kuo vėliau jūs pinigų gausite, tuo mažesnė jų vertė šiandieną.

## Kompanijos vertinimo žingsniai

Norint nustatyti kompanijos vertę diskontuoto pinigų srauto metodu, reikia atlikti penkis žingsnius:

1. Nustatyti kompanijos laisvą pinigų srautą. Turite numatyti kiek kompanija ateityje uždirbs pinigų tam, kad galėtumėme diskontuoti ateities pajamas į šiandienos vertę.
2. Nustatyti diskonto normą. Norėdami nustatyti kiek ateities pelnas vertas šiandieną, turite identifikuoti diskonto normą.
3. Diskontuoti laisvą pinigų srautą į šiandieninę vertę ir gautą pinigų srautą susumuoti.
4. Nustatyti kompanijos amžinąjį gryną pinigų srauto vertę ir ją diskontuoti į dabartinę vertę.
5. Susumuoti 3 ir 4 žingsnyje gautus rezultatus ir padalinti iš paprastųjų akcijų skaičiaus. Taip mes gausime tikrąją akcijų vertę.

Neišsigąskite, jeigu šie penki žingsniai atrodo pernelyg sudėtingi. Tam, kad būtų paprasčiau

suvokti akcijų vertinimą diskontuotų pinigų srauto metodu, vėliau pateiksime paprastus ir lengvai suprantamus pavyzdžius.

## Ateities grynujų pinigų srautų nustatymas

Siekiant nustatyti kompanijos vertę, neužtenka nustatyti kompanijos pinigų srautus. Vertinant kompanijas, pagrindinis dėmesys yra skiriamas laisvam pinigų srautui dar kitaip vadinamam grynajam pinigų srautui.

Grynujų pinigų srautas parodo kiek kompanijai lieka pinigų po to kai kompanija sumokėjo visas išlaidas, reikalingas išlaikyti kompanijos plėtros tempams. Grynieji pinigų srautai yra lyg pinigų perviršis, kurį kompanija gali naudoti kaip nori, nekenkdama vykdomai veiklai. Grynasis pinigų srautas gali būti gražintas akcininkams arba panaudotas kompanijos plėtrai. Paprasčiausias būdas apskaičiuoti grynuosius pinigų srautą yra:

Grynosios įplaukos  
+ nusidėvėjimas ir amortizacija  
- apyvartinių lėšų pokytis  
- kapitalo sąnaudos  
= grynasis pinigų srautas

Siekiant nustatyti kompanijos grynąjį pinigų srautą ateityje, pirmiausia reikia išanalizuoti kompanijos praeities rezu €atus. Reikia išanalizuoti bent jau paskutinių penkerių metų kompanijos balanso, pelno (nuostolio) ir pinigų srautų ataskaitas. Išanalizavę kaip kompanijai sekėsi praeityje, galite bandyti nustatyti kaip kompanijai seksis ateityje. Laisvą kompanijos pinigų srautą reikia numatyti bent jau penkis metus į priekį. Kad tiksliai nustatytumėte kompanijos grynujų pinigų srautą ateityje turite būti neblogas ekonomistas, gerai pažinoti analizuojamą kompaniją ir visą pramonės sektorių. Turite įvertinti daug skirtingų faktorių: industrijos tendencijas, ekonominius rodiklius, konkurencingumą, pelno maržą, pardavimų augimą, kompanijos plėtrą į kitas rinkas. Kompanijos turinčios konkurencinį pranašumą, gali augti daug greičiau už konkurentus. Galbūt galvojate, kad mažės vertinamos kompanijos konkurencingumas, pelno marža, didės sąnaudos, pardavimai, ir t.t. Visa tai turi atsispindėti projektuojamuose grynuosiuose kompanijos pinigų srautuose. Kita vertus, jeigu analizuojate stabiliai veikiančias brandžias kompanijas, kurių pelnas pastovai ir nuosaikiai didėja, tokių kompanijų pajamas ateityje bus daug paprasčiau prognozuoti.

## **PAVYZDYS**

Kompanija „Rūbas“ yra tipinė nieko neišsiskirianti kompanija, kuri tekstilės pramonėje yra vidutiniokė. Kompanija yra išleidus 100 000 akcijų, kurių kaina biržoje yra 13,64 € Kompanijos balanse nurodyta, kad kompanija turi 300 tūkst. skolų už kurias moka 5 proc. palūkanų. Akcininkų nuosavybė yra 700 tūkst. Kompanija paskutiniaisiais metais sugeneravo 100 tūkst. grynąjį pinigų srautą.

Atlikę kompanijos „Rūbas“ fundamentalią analizę nustatėme, kad kompanijos grynasis pinigų srautas turėtų augti po 10 proc. sekančius 5 metus, vėliau kompanijos augimas sulėtės iki 8 proc. o 10 metais ir vėliau augimas tesieks 3 proc. dėl išaugusios konkurencijos.

Ilgą laikotarpio augimo lygį patartina pasirinkti atsižvelgiant į ekonomikos ir vidutinį ekonomikos augimo lygį - BVP. Duotuoju atveju planuojame, kad valstybės BVP augs 3 proc. per metus, kadangi manome, jog po 10 metų Lietuva taps išsivysčiusia valstybe ir ekonomikos augimo tempai bus tik šiek tiek aukštesni nei ilgalaikis išsivysčiusių valstybių BVP augimo tempas, kuris siekia 2 proc.

Taigi kompanijos, kiekvienais metais didindama grynąjį pinigų srautą po 10 proc. kasmet, kiekvienais metais uždirbs:

1 metais	$100\,000 + 100\,000 \times 0.1 = 110\,000 \text{ €}$
2 metais	$110\,000 + 110\,000 \times 0.1 = 121\,000 \text{ €}$
3 metais	$121\,000 + 121\,000 \times 0.1 = 133\,100 \text{ €}$
4 metais	$133\,100 + 133\,100 \times 0.1 = 146\,410 \text{ €}$
5 metais	$146\,410 + 146\,410 \times 0.1 = 161\,051 \text{ €}$
6 metais	$161\,051 + 161\,051 \times 0.08 = 173\,935 \text{ €}$
7 metais	$173\,935 + 173\,935 \times 0.08 = 187\,850 \text{ €}$
8 metais	$187\,850 + 187\,850 \times 0.08 = 202\,878 \text{ €}$
9 metais	$202\,878 + 202\,878 \times 0.08 = 219\,108 \text{ €}$
10 metais	$219\,108 + 219\,108 \times 0.05 = 225\,681 \text{ €}$

## Diskonto normos nustatymas

Koeficientas, kuriuo diskontuojami pinigų srautai vadinamas diskonto norma arba kapitalo kaštais. Kompanijos kapitalą gali pritraukti iš savininkų ir iš skolintojų. Kuo rizikingesnei kompanijai skolinami pinigai, tuo didesnių palūkanų už suteiktą paskolą prašo kreditoriai. Dėl šios priežasties stabilių ir lengvai prognozuojamų kompanijų kapitalo kaštai (palūkanos) yra maži, tuo tarpu rizikingos kompanijos, kurių pinigų srautą sunku nuspėti, patiria daug

didesnius kapitalo kaštus. Jeigu kompanijų pelnas yra vienodas, rizikingų kompanijų ateities pinigų srautas bus mažesnis nei stabilų kompanijų. Tai geriausiai paaiškina, kodėl stabilų kompanijų akcijos paprastai būna brangesnės. Diskontuotų pinigų srautų modelyje naudojami kapitalo kaštai daro didelę įtaką nustatant tikrąją kompanijos vertę, todėl šiam rodikliui nustatyti svarbu skirti tinkamą dėmesį.

Siekiant nustatyti diskonto normą, reikia nustatyti kompanijos vidutinius kapitalo kaštus. Vidutiniai kapitalo kaštai (VKK) apima:

- **Nuosavybės kaštus.** Apskaičiuoti nuosavybės kaštus yra daug sudėtingiau. Dėl nuosavybės kaštų nuolat diskutuoja verslo ir akademinės bendruomenės. Modernioji finansų teorija teigia, kad nuosavybės kaštus galime nustatyti pagal nerizikingą investicijų grąža (paprastai ją atspindi JAV išdo vekselių palūkanų norma) ir rizikos premiją, kurią parodo kompanijos akcijų nepastovumas. Toks vidutinių kapitalo kaštų skaičiavimas dar vadinamas kapitalo įkainavimo modeliu. Tačiau kai kurie investuotojai kritikuoja kapitalo įkainavimo modelį, nes dažnai akcijos kainos pokyčiai biržoje neturi nieko bendra su tikrąja kompanijos rizika, įtakojančia kompanijos pinigų srautą.
- **Skolos (įsipareigojimų) kaštus.** Įsipareigojimų kaštus gan nesunku nustatyti – tai palūkanos, kurias kompanija sumoka bankams arba obligacijų savininkams. Geros ir solidžios kompanijos už įsipareigojimus moka mažiau, rizikingos kompanijos – daugiau.

Vidutiniai kapitalo kaštai apskaičiuojami proporcingai pagal įsipareigojimų ir nuosavybės proporcijas kapitalo struktūroje.

**VKK = (nuosavybės dalis) x (kapitalo kaštai) + (įsipareigojimų dalis)x(įsipareigojimų kaštai)**

Kai kurios kompanijos atlieka kiekvienos kompanijos fundamentalią rizikos analizę, kuri apima pramonės cikliškumą, kompanijos balansą, dydį, pinigų srautus bei konkurencinį pranašumą. Pvz. Investicinė kompanija „Morningstar“ atskaitos tašku laiko 5 proc. nerizikingą pelno normą ir vidutinę rizikos premiją 5,5 proc. Kitais žodžiais tariant, vidutinėms kompanijoms (patiriančios vidutinę riziką) taikoma 10,5 proc. diskonto norma. Tuomet atsižvelgdami į fundamentalius rizikos veiksnius nuosavybės kapitalo kaštus diskonto norma yra padidinama arba sumažinama. Paprastai nuosavybės kapitalo kaštai svyruoja nuo 8 iki 14 proc. 8 proc. – stambių ir patikimų kompanijų, tuo tarpu 14 proc. – mažų, rizikingų kompanijų, generuojančių nepastovius pinigų srautus.

Paprastai įsipareigojimų kaštai yra mažesni nei nuosavybės kapitalo kaštai, todėl didesnę

skolą turinčios kompanijos turi mažesnius vidutinius kapitalo kaštus. Kita vertus, ženklus skolos padidėjimas gali kompaniją vesti į bankrotą. Tokia kompanija taps labai rizikinga ir jos kapitalo kaštai vėl išaugs.

Apibendrinant, kuo aukštesni vidutiniai kapitalo kaštai, tuo mažiau bus verti kompanijos ateities pinigų srautai. Ir atvirkščiai, kuo rizikingesnė kompanija, tuo didesnė diskonto norma ir tuo mažesnė kompanijos ateities pinigų srauto vertė. Kuo kompanija stabilesnė, tuo jos diskonto norma bus mažesnė ir kompanijos ateities pinigų srautai bus vertingesni.

Pavyzdyje minėjome, kad kompanijos „Rūbas“ akcininkų nuosavybė yra 700 000 €, o jos balanse parodyti išsipareigojimai yra 300 000. Kaip matote nuosavybės dalis sudaro 70 proc. kapitalo struktūros, o likusius 30 proc. sudaro paskola. Kadangi kompanija „Rūbas“ yra rinkos vidutiniokė, nepasižyminti nei ypatingu saugumu, nei ypatinga rizika, todėl jai tikslinga taikyti vidutinius 12 proc. kapitalo kaštus. Kaip minėjome, kompanija skolinasi už 5 proc. metines palūkanas. Žinodami ir išsipareigojimų ir nuosavybės kaštus galime paskaičiuoti diskonto normą.

Diskonto norma =  $(70\% \times 12) + (30\% \times 5) = 8,85\%$

## Ateities pinigų srauto diskontavimas į šiandieninę vertę

Turėdami kompanijos ateities pinigų srautų projekciją bei žinodami diskonto normą galime apskaičiuoti kiek kiekvienų ateinančių metų pelnas yra vertas šiandien. Tam tikslui pasinaudosime diskontuotų pinigų srautų formule:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

DCF – diskontuotas pinigų srautas

CF – pinigų srautas periodo metu

R – diskonto norma

Paskutiniai metai: 100 000 €;

1 metais  $110\,000 : (1+0.0885)^1 = 101\,056 \text{ €}$

2 metais  $121\,000 : (1+0.0885)^2 = 102\,124 \text{ €}$

3 metais  $133\,100 : (1+0.0885)^3 = 103\,203 \text{ €}$

4 metais  $146\,410 : (1+0.0885)^4 = 104\,293 \text{ €}$



5 metais	$161\,051 : (1+0.0885)^5 = 105395 \text{ €}$
6 metais	$173\,935 : (1+0.0885)^6 = 104572 \text{ €}$
7 metais	$187\,850 : (1+0.0885)^7 = 103756 \text{ €}$
8 metais	$202\,878 : (1+0.0885)^8 = 102945 \text{ €}$
9 metais	$219\,108 : (1+0.0885)^9 = 102142 \text{ €}$
10 metais	$225\,681 : (1+0.0885)^{10} = 96652 \text{ €}$

Diskontavę 10 metų kompanijos laisvą pinigų srautą, juos susumuojame. Gauname, kad per 10 metų kompanija sugeneruos tokių pinigų srautą, kurie šiai dienai būtų vertas 1 026 140 €. Atkreipkite dėmesį, kad einamųjų metų pelnas (100 000 €) nėra sumuojamas.

### Amžinoji grynujų pinigų srauto vertė

Paskutinė galvosūkiio dalis yra amžinoji grynujų pinigų srauto vertė. Šis dalis reikalinga todėl, kad neįmanoma numatyti kompanijos pinigų srauto keliasdešimt metų į priekį. Kažkuriuo metu mes būsimė priversti sustoti, nes prognozuoti kompanijos grynąjį pinigų srautą ilgesniam nei 10 m. periodui yra neįmanoma. Toki skaičiai veikiausiai būtų laužti iš piršto. Be to netikslinga vargti diskontuojant pinigų srautą 100 metų, kai visa tai galima apskaičiuoti viena formule. Visą likusį (vėlesnius nei 10 metų, kadangi 10 m. laikotarpio pinigų srautą pavyzdyje jau apskaičiavome) pinigų srautą, kuriuos kompanija sugeneruos per savo gyvavimo laikotarpį galite apskaičiuoti naudodami šią formulę:

- $CF_N$  - kompanijos pinigų srautas paskutiniaisiais metais (pagal pavyzdį - 10-taisiais metais). Priminsime, kad kompanijos „Rūbas“  $CF_N = 225\,681 \text{ €}$ ;
- $g$  - ilgojo laikotarpio augimo tempas. Pavyzdyje prognozavome, kad ilguoju laikotarpiu Lietuvos BVP augs 3 proc. per metus.;
- $R$  - diskonto norma. Apskaičiavome, kad UAB „Rūbas“  $R=8,85\%$ ;

Turėdami visus duomenis galime apskaičiuoti kompanijos „Rūbas“ amžinojo grynujų pinigų srauto vertę:

$$\text{Amžinasis pinigų srautas} = 225\,681 \times (1 + 0,03) / (0,0885 - 0,03) = 3\,973\,535 \text{ €}$$

Nepamirškite, kad gautas pinigų srautas bus uždirbtas tik po dešimties metų, todėl reikia apskaičiuoti, kiek jie verti šiandien.

$$\text{Dabartinė pinigų vertė} = 3\,973\,535 : (1+0.0885)^{10} = 1\,701\,738 \text{ €}$$

## Akcijų vertės nustatymas

Apskaičiuosime, kiek kompanija sugeneruos pinigų per pirmuosius 10 metų ir kiek sugeneruos vėliau. Susumavus šiuos duomenis, sužinosime, kiek kompanija sugeneruos pinigų srauto per visą savo egzistavimo laikotarpį ir taip nustatysime kompanijos vertę.



Kompanijos „Rūbas“ gryniesi pinigų srautai nuo 1 iki 10 m. = 1 026 140 €, nuo 11 m. = 1 701 738. Taigi kompanija savo egzistencijos laikotarpiu sugeneruos 1 026 140 + 1 701 738 = 2 727 878 € grynąjį pinigų srautą. Kaip jau minėjome, diskontuoto pinigų srautų metodas remiasi prielaida, kad kompanija verta tiek, kiek savo egzistencijos laikotarpiu sugeneruoja grynojo pinigų srauto. Tad kompanijos „Rūbas“ tikroji vertė yra 2,7 mln. €

Žinodami, kad kompanija „Rūbas“ yra išleidusi 100 000 paprastųjų akcijų, galime nustatyti kiek verta kiekviena akcija.

$$\text{Akcijos vertė} = 2\,727\,878 \text{ €} / 100\,000 = 27,28 \text{ €}$$

Kadangi kompanijos „Rūbas“ paprastosios akcijos biržoje kainuoja 13,64 € jūs tiesiog negalite praleisti progos nusipirkti akcijų su 50 proc. nuolaida. Net jeigu pervertintote kompanijos augimo tempus, vis tiek nepralošite išsigijęs „Rūbas“ akcijų, kadangi akcijas perkate su didele nuolaida.

Jeigu skyrėte daug dėmesio analizei ir teisingai prognozavote kompanijos grynąjį pinigų srautą ateityje, tuomet nesunkiai priimsite investicinį sprendimą. P/E, P/Bv ir kiti rodikliai jums neturėtų rūpėti. Jums neturėtų rūpėti kitų investuotojų nuomonė. Vienintelis tikslus atsakymas yra nustatyta tikroji kompanijos vertė. Tačiau, nepamirškite, jeigu atmetinai vertinsite diskonto normą ir atmetinai prognozuosite pinigų srautą ateityje, netiksliai

apskaičiuosite ir kompanijos vertę.

## **Diskontuotas pinigų srauto privalumai**

Pagrindinis diskontuotų pinigų srautų privalumas yra tas, kad naudojant šį metodą galima tiksliausiai nustatyti tikrąją akcijų vertę. Remiantis tokiais santykiniais rodikliais kaip P/Bv, P/E, EV/EBITDA, P/S galima kompanijas palyginti tarpusavyje, tačiau tai neparodys ar akcijos yra nuvertintos ar pervertintos. Diskontuoto pinigų srauto metodas leidžia atskirti pervertintas kompanijas nuo neįvertintų.

Skirtingai nei standartinės akcijų vertinimo priemonės, tokios kaip P/E, diskontuoto pinigų srauto metodas yra paremtas uždirbtais gryniaisiais pinigais, o ne pelnu. Geras buhalteris gali nuslėpti sąnaudas, padidinti pelną, bet pinigų srauto ataskaitą „iškraipyti“ yra be galo sudėtinga. Pinigų srauto ataskaita yra viena patikimiausių. Naudojami diskontuotus pinigų srautus, remiatės kompanijų finansiniais duomenimis, kurie nėra dirbtinai iškreipti.

Kitas grynujų pinigų srautų privalumas yra tas, kad nėra jokio skirtumo ar gryniesiems pinigais yra paverčiami turtu, reinvestuojami ar išmokami dividendai, jie visuomet atspindi tai, kas priklauso investuotojams.

Galų gale, diskontuoto pinigų srauto metodą galite naudoti atgaliniu būdu: t.y. remiantis esama akcijos kaina biržoje, nustatyti kokius pinigų srautus ateityje kompanija turi generuoti tam, kad pateisintų savo akcijų kainą biržoje. Jeigu matote, kad tokio grynujų pinigų srauto kompanijai ateityje negali pasiekti, vadinasi akcijos yra pervertintos.

## **Diskontuoto pinigų srauto trūkumai**

Nėra tobulo kompanijų vertinimo metodo. Diskontuoto gryno pinigų srautų metodas taip pat nėra tobulas. Pagrindinis trūkumas yra tas, kad turite gerai perprasti kompanijos veiklą, norėdami ganėtinai tiksliai prognozuotumėte grynąjį pinigų srautą ateityje ir nustatyti diskonto normą. Jeigu diskonto norma ir grynas pinigų srautai bus prognozuotas netiksliai, tuomet gauta kompanijos vertė nebus tiksli ir naudinga investuojant. Kitaip tariant, jeigu į formulę įvesite niekam tikusius duomenis, tuomet gausite niekam tikusį atsakymą.

Diskontuotas pinigų srauto metodas yra vertingas tuomet, kai analitikas gali gan tiksliai projektuoti laisvą pinigų srautą ateityje. Yra gan sudėtinga numatyti grynuosius pinigų srautus kelis metus į priekį. Tuo tarpu numatyti amžinąjį kompanijos augimo tempą yra faktiškai neįmanoma. Investuotojo gebėjimas tiksliai numatyti pinigų srautus yra būtinas, nes šis metodas yra labai jautrus klaidoms. Pvz. Jeigu kompanijos „Rūbas“ grynujų pinigų

srauto augimas pirmus 5 m. būtų ne 10 proc., bet 5 proc., kompanijos vertė nuo 2,7 mln. sumažėtų iki 2,2 mln. O jeigu dar ir diskonto normą padidintume 2 proc., tai kompanijos vertė beliktų 1,7 mln. Kita vertus, investuotojai turi būti gan konservatyvūs projektuodami kompanijos perspektyvas – agresyvios prielaidos veda prie akcijų pervertinimo.

Diskontuoto pinigų srauto metodas turi daug kintamųjų: keičiasi bazinės palūkanų normos, skolinto ir nuosavo kapitalo kaštai, nauji duomenys apie kompanijos pajamas verčia peržiūrėti jos perspektyvas. Keičiantis kintamiesiems, keičiasi ir galutinė kompanijos vertė. Taigi kompanijos vertę reikia nuolat perskaičiuoti ir tikslinti, nes gautas rezuėtas niekada nėra galutinis.

## **Pabaigai**

Diskontuoto pinigų srauto analizė reikalauja daug kruopštumo, kuris padeda investuotojui giliau pažvelgti į kompaniją, identifikuoti jos riziką ir perspektyvas. Metodas padeda atskirti pervertintas akcijas nuo neįvertintų. Atminkite, diskontuotų pinigų srauto metodas gali sumažinti nežinomybę, tačiau negali jos visiškai eliminuoti.

Kaip pastebėjote, šiame straipsnyje pateikėme labai paprastą pavyzdį kaip naudoti diskontuoto pinigų srauto metodą, kompanijos vertei nustatyti. Tačiau daugelis, analizuodami potencialias investicijas, neįdeda net ir tiek darbo. Jeigu pasiryžote atlikti diskontuoto pinigų srauto analizę, daug daugiau sužinosite apie kompaniją ir daug labiau pasitikėsite savo investiciniais sprendimais, nei dauguma kitų investuotojų.

Yra daug kitų diskontuoto pinigų srauto modelių, kurie nežymiai skiriasi, tačiau skirtingais metodais diskontuoti grynieji pinigų srautai turėtų būti panašūs. Sudėtingesnis modelis dar nereiškia, kad tiksliau nustatysite kompanijos vertę. Diskontuotas pinigų srauto modelis iš investuotojo pareikalaus daug laiko, ieškant puikių kompanijų, kurios pardavinėjamos su nuolaida, tačiau tai yra bene vienintelis ilgalaikių investuotojų raktas į sėkmę:

## **Atminkite:**

- Diskontuotas pinigų srautas parodo kiek šiandien verti pinigai, kuriuos uždirbsime ateityje;
- Kompanija verta tiek, kiek per visą savo egzistavimo laikotarpį sugeneruos gryną pinigų srautą;
- Svarbiausia, teisingai prognozuoti kompanijos gryną pinigų srautą ateityje ir nustatyti diskonto normą;
- Diskonto norma paprastai svyruoja nuo 8 iki 14 proc. priklausomai nuo kompanijos

rizikos;

- Kompanijos ilgalaikis augimo tempas turėtų būti lygus valstybės BVP augimo tempui.

19. paskaita. [Dividendai: kas tai ir kodėl jie svarbūs?](#)

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

Diskontuotas pinigų srautas

25 balsai/ Vid.3.2