

Smjer FINANSIJE

Analiza berzanskog poslovanja

Lecturers Notes No.4

Fundamentalna analiza

Dr Saša Popović

Fundamentalna analiza predstavlja metod koji se koristi za određivanje vrijednosti akcije putem analize finansijskih podataka koji su od "fundamentalnog" značaja za kompaniju. To znači da fundamentalna analiza uzima u obzir jedino one varijable koje su direktno povezane sa samom kompanijom, kao što su njene zarade, njene dividende i njena realizacija (prihodi od prodaje). Fundamentalna analiza se ne osvrće na opšte stanje tržišta niti u svoju metodologiju uključuje bihevioralne varijable. Ona se isključivo fokusira na poslovanje kompanije u namjeri da utvrdi da li bi konkretna akcija trebala biti prodana, odnosno kupljena ili ne.

Kritike fundamentalne analize često navode da je ona praktično irelevantna ili da je nekonzistentna. Prva grupa, koju čine uglavnom zagovornici hipoteze o efikasnosti tržišta, tvrde da je fundamentalna analiza beskorisna pošto će cijena akcije uvijek već uzeti u obzir finansijske podatke kompanije (vidjeti EMH). Drugim riječima, oni tvrde da nije moguće naučiti ništa novo o kompaniji analizom njenih fundamentala koje tržište kao cjelina već poznaje, pošto svi imaju pristup istim finansijskim informacijama. Drugi značajni argument protiv fundamentalne analize je više praktične nego teorijske prirode. Kritike ove vrste odnose se na to da je fundamentalna analiza previše nenaučan proces, te da je teško dobiti jasnu predstavu o vrijednosti kompanije u uslovima kada nema mnogo kvalitativnih faktora kao što je uprava (menadžment) kompanije i njeno konkurentsko okruženje.

Medjutim, ove kritike su manje zastupljene. Većina individualnih investitora i investicionih profesionalaca vjeruju da je fundamentalna analiza korisna, bilo zasebno ili u kombinaciji sa drugim tehnikama. Ukoliko prihvatite da je fundamentalna analiza metod koji vam odgovara, vidjećete da će finansijski izvještaji kompanije (bilans uspjeha, bilans stanja i iskaz o toku gotovine) biti neizbježni izvor informacija za vašu analizu (vidjeti Value Line, Moody's, Standard&Poor's).

Čak i ako niste u potpunosti prihvatili ideju fundamentalne analize, vjerovatno je dobra ideja da se upozante sa nekim mjerama za procjenu koje ova tehnika koristi jer se o njim aobično govori i u drugim tehnikama koje se koriste za procjenu akcija.

Zarade (Earnings)

Često se kaže da su zarade polazna osnova kada se kriste u procjeni akcija neke kompanije i, naravno, fundamentalna analiza pridaje dosta značaja zaradama kompanije. Jednostavno rečeno, zarade govore je koliko profita (ili gubitka) napravila neka kompanija, po odbitku troškova (rashoda).

Tokom određenog perioda vremena, sve kompanije čijim akcijama se javno trguje obavezne su da, na kvartalnoj osnovi, izvijeste o svojim zaradama u obliku 10-Q Izvještaja (*10-Q Report*). Zarade su investitorima važne zbog toga što ukazuju na očekivane dividende kompanije, njen potencijal rasta, kao i kapitalnu aprecijaciju. Ovo, međutim, ne znači da niske ili negativne zarade obavezno ukazuju na lošu akciju; na

primjer, mnoge mlade kompanije imaju negativne zarade jer pokušavaju da dovoljno brzo rastu kako bi osvojile nova tržišta, gdje će biti mnogo profitabilnije nego što bi to inače bile. Ključ je u tome da se posmatraju podaci koji stoje iza zarada kompanije u njenim finansijskim izvještajima i da se koriste sljedeći koeficijenti profitabilnosti da se odredi da li data akcija predstavlja pametnu investiciju (vidijeti bilans uspjeha).

Zarade po akciji (EPS)

Upoređivanje ukupnih neto zarada različitih kompanija obično nije dobra ideja, pošto cifre koje predstavljaju neto zarade ne uzimaju u obzir koliko je ukupno akcija emitovala kompanija (drugim riječima, ove cifre ne uzimaju u obzir koliko vlasnika kompanije međusobno mora da dijeli ostvarenu zaradu). U namjeri da zarade učine uporedivima među kompanijama, fundamentalni analitičari izračunavaju zarade po akciji (EPS). EPS se izračunavaju dijeljenjem neto zarada kompanije sa ukupnim brojem akcija koje je kompanija emitovala.

Analiza berzanskog poslovanja

$$EPS = \frac{\text{Neto zarade (neto profit)}}{\text{ukupan broj emitovanih akcija}}$$

Na primjer, ako kompanija objavi 10 miliona dolara neto zarade za prethodnu godinu i ima 5 miliona emitovanih akcija, tada ona ima EPS od 2, tj. donosi 2 dolara po svakoj akciji. EPS se može izračunati za prethodnu godinu ("trailing EPS"), za tekuću godinu ("current EPS") ili za godinu koja slijedi ("forward EPS"). Primijetite da će EPS za prošlu godinu biti stvaran, dok će za tekuću i narednu godinu predstavljati ocjene.

Cijena/Zarada odnos (Price/Earnings)

EPS je odličan način da se uporede zarade između kompanija, ali on nam ne govori ništa o tome kako tržište vrednuje datu akciju. To je razlog zašto fundamentalni analitičari koriste odnos cijena-zarada, poznatiji kao P/E odnos, da bi utvrdili koliko je zapravo

tržište spremno da plati za zarade kompanije. P/E za neku akciju se može izračunati dijeljenjem cijene akcije sa njenim EPS.

$$P/E = \frac{\text{cijena akcije}}{\text{zarade po akciji (EPS)}}$$

Na primjer, ako akcija ima cijenu od 50 dolara po akciji, a njen EPS iznosi 5 dolara po akciji, tada ona ima P/E odnos od 10. (Ili, ekvivalentno, P/E se može izračunati dijeljenjem ukupne tržišne kapitalizacije neke kompanije sa ukupnim zaradama kompanije; ove bi rezultiralo istim brojem).

$$P/E = \frac{\text{tržišna kapitalizacija}}{\text{zarada kompanije (neto profit)}}$$

P/E se može izračunati za prethodnu godinu ("trailing P/E"), za tekuću godinu ("current P/E") ili za godinu koja slijedi ("forward P/E"). Što je P/E veći, tržište je raspoloženo da više plati za svaki dolar godišnje zarade. Primijetite da će P/E za prošlu godinu biti stvaran, dok će za tekuću i narednu godinu predstavljati ocjene, ali u svakom slučaju "P" predstavlja tekuću cijenu. Za kompanije koje trenutno nisu profitabilne (tj. one koje imaju negativne zarade) ne postoji P/E odnos (koeficijent). Za takve kompanije može se izračunati odnos cijena-obim prodaje (price-to-sales ratio, PSR).

Projektivani rast zarada (Projected Earnings Growth, PEG)

Dakle, da li je akcija sa visokim P/E odnosom uvijek precijenjena? Ne uvijek. Akcija može imati visoki P/E odnos zato što su investitori ubijedjeni da će ona u budućnosti imati jak rast zarada i zato oni sada podižu njenu cijenu. Na sreću, postoji još jedan odnos (koeficijent) koji se uzima u razmatranje a koji uzima u obzir projektivani rast zarada neke akcije: on se zove projektivani rast zarada (*projected earnings growth*, PEG). PEG se izračunava tako što se P/E odnos neke akcije podijeli očekivanim procentom rasta zarada za narednu godinu. Dakle, akcija sa P/E odnosom od 40 za koju se očekuje da će sljedeće godine imati rast zarada od 20% imala bi PEG od 2. Uopšteno, što je niži PEG, to je bolje, zato što ćete manje platiti za svaku jedinicu rasta zarada.

Dividendni prinos (Dividend Yield)

Dividendni prinos mjeri koliko procenata prinosa kompanija isplaćuje svojim akcionarima u formi dividende. Ovaj pokazatelj se izračunava uzimanjem iznosa dividende po akciji isplaćenog tokom godine i njegovim dijeljenjem sa cijenom akcije.

$$Yld(\%) = \frac{\text{dividenda po akciji}}{\text{cijena akcije}} \cdot 100$$

Na primjer, ako akcija prinosi 2 dolara dividende tokom perioda od jedne godine i trguje se po 40 dolara, tada ona ima dividendni prinos od 5% ((2/40)*100=5%). Zrelije, dobro organizovane kompanije, imaju veće dividendne prinose, dok mlađe, na rast orjentisane kompanije, imaju niže dividendne prinose, dok većina malih rastućih kompanija uopšte nemaju dividendni prinos, jer ne isplaćuju dividendu.

Koficijent isplate dividende (Dividend Payout Ratio)

Koficijent isplate dividende pokazuje koliko procenat zarada kompanije se isplaćuje investitorima u formi dividende. Izračunava se dijeljenjem godišnje dividende po akciji

(DPS) sa godišnjim zaradama po akciji (EPS). Dakle, ako kompanija isplaćuje godišnju dividendu 1 dolar po akciji i ima zaradu po akciji od 2 dolara, tada kompanija ima koeficijent isplate dividende od 50%; drugim riječima, kompanija isplaćuje 50% svoje zarade u vidu dividendi. Kompanije koje isplaćuju dividendu obično to vrše u iznosu od 25% do 50% svoje zarade. Što je veći koeficijent isplate, manje je povjerenje u to da je kompanija imala bolji način za upotrebu novca koji je zaradila. Ovo nije obavezno dobro ili loše, jer kompanije koje još uvijek rastu obično imaju niže koeficijente isplate dividende od izuzetno velikih kompanija, jer one vjerovatno imaju drugi, produktivniji način da upotrijebe zarade. Koeficijent isplate dividende je obrnuto proporcionalan retencionoj stopi (*retention rate*), odnosno stopi reinvestiranja.

Knjigovodstvena vrijednost (Book Value)

Knjigovodstvena vrijednost kompanije je njena neto vrijednost, mjerena ukupnom aktivom, umanjenom za ukupne obaveze. Ona govori koliko bi od kompanije ostalo, tj. koliko bi ona vrijedjela, ukoliko bi kompanija momentalno prestala sa poslovanjem i pokrenula likvidacioni postupak. Pošto kompanije obično očekuju rast i generisanje više profita u budućnosti, mnoge od njih bivaju vrednije na tržištu nego što to pokazuje njihova knjigovodstvena vrijednost. Iz tih razloga, za knjigovodstvenu vrijednost se više interesuju investitori orjentisani na vrijednost (*value investing*), nego oni koji su orjentisani na rast kompanije (*growth investing*). U namjeri da se uporede knjigovodstvene vrijednosti među kompanijama, može se koristiti knjigovodstvena vrijednost po akciji, što je jednostavno knjigovodstvena vrijednost kompanije objavljena u posljednjem kvartalu podijeljena sa brojem emitovanih akcija.

Cijena akcije/knjigovodstvena vrijednost po akciji (Price / Book)

Koeficijent "cijena/knjigovodstvena vrijednost" (price-to-book ratio, P/B ratio) utvrđuje se stavljanjem u odnos cijene akcije i knjigovodstvene vrijednosti kompanije po akciji. Na primjer, ako se akcija neke kompanije krenutno trguje po 100 dolara i ima knjigovodstvenu vrijednost po akciji od 5 dolara, tada kompanija ima P/B koeficijent od 20. Što je veći ovaj koeficijent, veća je i premija koju je tržište raspoloženo platiti za kompaniju. Odnos "cijena akcije/knjigovodstvena vrijednost po akciji" je više predmet interesovanja investitora orjentisanih na vrijednost, nego investitora orjentisanih na rast.

Odnos Cijena/Prihodi od prodaje (Price/Sales Ratio)

Kao i kod zarada i knjigovodstvene vrijednosti, možemo utvrditi koliko tržište procjenjuje kompaniju upoređivanjem cijene kompanije sa njenom godišnjom realizacijom (prihodima od prodaje). Ova mjera je poznata kao koeficijent "cijena/realizacija" (price-to-sales ratio, P/S ili PSR). P/S se može izračunati dijeljenjem tekuće cijene akcije sa ukupnom realizacijom u prošloj godini (prihodima od prodaje) po akciji (ili, ekvivalentno, dijeljenjem ukupne tržišne kapitalizacije kompanije sa njenom ukupnom realizacijom). Ovo znači da će kompanija čija se akcija trguje za 1 dolar i koja je imala 2 dolara realizacije po akciji, imati P/S od 0,5. Niski P/S koeficijenti (ispod jedinice) se obično smatraju boljom investicijom, jer su u tom slučaju prihodi od prodaje relativno jeftini. Međutim, P/S, isto kao i P/E koeficijenti, su brojevi koji su predmet velikih debata i različitih interpretacija. Realizacija (prihodi od prodaje) očigledno ne pokazuju čitavu sliku: kompanija može imati ogrmonu realizaciju, ali žestoko neprofitabilnu (realizacija uz velike ekonomske žrtve). Zbog svojih ograničenja, P/S koeficijenti se obično koriste za neprofitabilne kompanije, jer takve kompanije nemaju P/E koeficijente.

Prinos na vlasnički kapital (Return on Equity, ROE)

Prinos na vlasnički (akcionarski) kapital (ROE) pokazuje koliko profita generiše kompanija u poređenju sa njenom knjigovodstvenom vrijednošću. Ovaj koeficijent se izračunava dijeljenjem oporezovanog prihoda kompanije (posle isplate dividende na preferirane

akcije, ali prije isplate dividende na obične akcije) sa njenom knjigovodstvenom vrijednošću (koja je jednaka razlici između sredstava kompanije i njenih obaveza). Koristi se kao opšti indikator efikasnosti poslovanja kompanije; drugim riječima, koliko profita je moguće stvoriti datim resursima koje obezbjeđuju akcionari kompanije. Investitori obično traže kompanije sa ROE koji su visoki i imaju trend rasta.

Analiza berzanskog poslovanja