

ΑΝΤΙΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ, ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ & ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Πώς Προσαρμόζονται τα Μοντέλα Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (DCF)

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης

Υπεύθυνος Ανάλυσης - “VRS” (“Valuation & Research Specialists”)

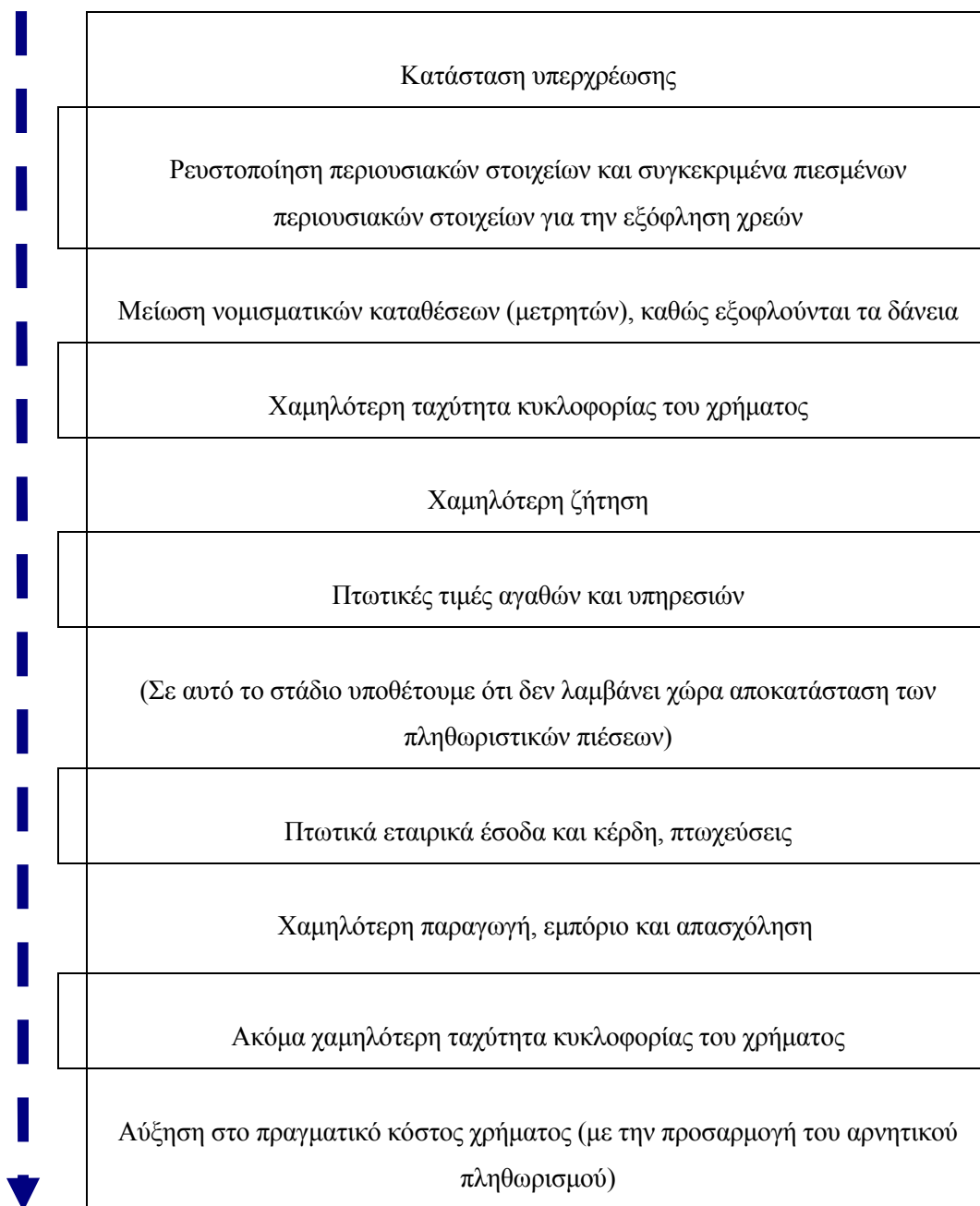


Τώρα που ο αποπληθωρισμός εξαπλώνεται στην Αμερικάνικη οικονομία και οι παγκόσμιες αγορές έχουν αρχίσει να αντιμετωπίζουν παρόμοιες επιδράσεις, είναι καιρός να διερευνηθούν οι συνέπειες του αντιπληθωρισμού ή αρνητικού πληθωρισμού (deflation στην αγγλική ορολογία) στο κόστος δανειακών κεφαλαίων, μία από τις υποθέσεις που απαιτούνται για να “τρέξει” κανείς μοντέλα αποτίμησης εταιριών και μετοχών.

Ως αρχή, θα πρέπει να περιγράψουμε το τρέχον περιβάλλον των πτωτικών τιμών αγαθών και υπηρεσιών σε όλες τις πτυχές του: Χαμηλή ζήτηση από καταναλωτές σε συνδυασμό με υψηλά επίπεδα αποθεμάτων έχουν πιέσει τις εταιρίες να πουλήσουν τα προϊόντα τους στη χαμηλότερη δυνατή τιμή και έχουν δημιουργήσει τις πρώτες ενδείξεις αντιπληθωρισμού. Η περίπτωση αυτή είναι εμφανής παρά το πρόσφατο

πακέτο στήριξης που εκδόθηκε από την Αμερικάνικη κυβέρνηση, σε μια προσπάθεια ενίσχυσης της κατανάλωσης και της συνολικής ζήτησης. Φαίνεται επίσης ότι όλες οι πρόσφατες πρωτοβουλίες των Αμερικάνικων αρχών να ενισχύσουν την οικονομία έχουν αποτύχει μέχρι τώρα να προσφέρουν χειροπιαστά αποτελέσματα στη ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών, καθώς ο κόσμος είναι ακόμα διστακτικός να ξοδέψει χρήματα επειδή φοβάται ένα χειρότερο οικονομικό μέλλον. Οι καταναλωτές επίσης από την πλευρά τους έχουν ως προτεραιότητα να εξοφλήσουν τα δάνειά τους και να ελέγξουν τις δανειακές τους υποχρεώσεις τώρα που μπορούν.

Αυτός ο συνδυασμός των πτωτικών τιμών και της υψηλής μόχλευσης συχνά αναφέρεται ως θανάσιμη κατάσταση στην οικονομία. Αναλύθηκε αρχικά από τον Irving Fisher (*), έναν Αμερικανό οικονομολόγο και καθηγητή, στην Θεωρία του περί Αντιπληθωρισμού & Χρέους των Μεγάλων Υφέσεων (Debt-Deflation Theory of Great Depressions - 1933). Αυτή η θεωρία υποστηρίζει την άποψη ότι οι συνθήκες χρέους και αντιπληθωρισμού στην οικονομία τείνουν να δημιουργήσουν ένα δυσμενές περιβάλλον τόσο για καταναλωτές όσο και για επιχειρήσεις. Η κύρια αλυσίδα επιδράσεων σύμφωνα με την θεωρία του Fisher παρουσιάζεται παρακάτω:



Λαμβάνοντας υπόψη τις επιπτώσεις του αντιπληθωρισμού και χρέους στην ευρύτερη οικονομία και συγκεκριμένα στις εταιρίες που ανήκουν σε κλάδους ευαίσθητους στις τιμές, συμπεραίνουμε ότι αν προκύψει ένα τέτοιο σενάριο τους επόμενους μήνες, το πραγματικό κόστος δανειακών κεφαλαίων, τουλάχιστον για την άμεση περίοδο που συμπεριλαμβάνεται στο μοντέλο αποτίμηση DCF, θα τείνει να είναι μεγαλύτερο.

	2008	2009	2010	2011	2012	L-Term Assumptions
ASSUMPTIONS						
Growth Rate (Sales)	8.00%	236.40%	62.52%	23.89%	8.69%	1.50%
EBIT Margin	1779.88%	328.02%	171.09%	146.53%	141.14%	90.00%
Tax Rate	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
Working Capital (% of sales)	-17.81%	1.81%	-0.65%	0.19%	-9.64%	2.00%
Capex (% of sales)	56.00%	-31.69%	4.07%	-0.14%	-9.87%	5.00%
Cost of Capital	8.32%	7.59%	7.00%	6.89%	6.97%	6.00%
Depreciation (% of sales)	1.82%	0.70%	0.56%	0.59%	0.70%	2.00%
Turnover						
EBIT	48,979	30,365	25,741	27,312	28,592	18,506
Less: Adjusted Tax	12,245	7,591	6,435	6,828	7,148	4,626
Adjusted Operating Profit	36,734	22,774	19,306	20,484	21,444	13,879
Plus: Depreciation	50	65	85	110	143	411
Operating Cash Flow	36,784	22,839	19,390	20,594	21,587	14,290
Less: Change in Working Capital	-490	167	-98	35	-1,952	411
Less: Capex	62,230	56,064	17,624	-27	-2,000	1,028
Cash Flow to the Firm (FCFF)	-24,955	-33,392	1,864	20,585	25,539	12,851
Discount Factor						
Discount Factor	0.923	0.864	0.816	0.766	0.714	0.747
Present Value of Cash Flows	-23,038	-28,845	1,521	15,769	18,232	
Accumulated Present Value	-23,038	-51,883	-50,362	-34,593	-16,361	
Residual Value						285,580
Present Value of Residual Value						213,402
Value of Firm	197,041					
% Residual Value of Total	108.30%					
VALUATION						
Present Value of Future Cash Flows	-16,361					
Present Value of Residual Value	213,402					
Value of firm	197,041					
Less: Net Debt	89,566					
Value of firm	107,475					
Outstanding number of shares (000)	14,968					
Current Price	5.12					
Value of share	7.18					
% upside potential	40.24%					
WACC CALCULATION						
Risk Free Rate	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Beta Factor	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
Market risk Premium	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Cost of Equity	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
Debt / Debt + Equity	36.3%	48.4%	58.3%	60.2%	56.8%	75.0%
Cost of Debt	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Tax Rate	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Weighted Average Cost of Capital	8.32%	7.59%	7.00%	6.89%	6.97%	6.00%

Η κατάσταση αντιπληθωρισμού και χρέους στην οικονομία μπορεί να υποδεικνύει μια ανοδική προσαρμογή για το κόστος δανειακών κεφαλαίων στο μοντέλο αποτίμησης με βάση την Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (DCF).

(*) Ο Καθηγητής Fisher (1867-1947) ήταν ένας μαθηματικός οικονομολόγος, με ειδίκευση στην νομισματική και χρηματοοικονομική επιστήμη. Η συνεισφορά του Fisher στον τομέα των οικονομικών συμπεριλαμβάνει την εξίσωση της ανταλλαγής, το διαχωρισμό μεταξύ πραγματικών και ονομαστικών επιτοκίων, και μία αρχική ανάλυση της διαχρονικής κατανομής.



Όνομα	Irving Fisher
Ημ/νία Γέννησης	27 Φεβρουαρίου, 1867
Θάνατος	29 Απριλίου, 1947 (ηλικία 80)
Εθνικότητα	Η.Π.Α.
Τομέας	Μαθηματικά οικονομικά
Επιδράσεις	Willard Gibbs William Graham Sumner
Συνεισφορά	Εξίσωση Fisher Εξίσωση ανταλλαγής Δείκτης τιμών Καμπύλη Phillips Νομισματική ψευδαίσθηση Θεώρημα διαχωρισμού του Fisher

Πηγή: http://en.wikipedia.org/wiki/Irving_Fisher

Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειριστατικό έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρους του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερα δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκίων οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υπονήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημίες, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίσθηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.