



PAPRASTOSIOS AKCIJOS TIKROJI VERTĖ IR JOS NUSTATYMO METODAI

Vitalija Rupulytė

Vilniaus Gedimino technikos universitetas, Verslo vadybos fakultetas

El. paštas: vitalija.rupulyte@stud.vgtu.lt

Santrauka. Investavimas tampa vis platesnis reiškinys visuomenėje. Didėja konkurencija tarp investuotojų, ieškoma naujų investavimo sprendimų, kurie yra sudėtingesni ir dažnai pareikalaujantys specifinių žinių ir laiko. Garsieji visų laikų investuotojai ragina, kuo giliau domėtis ta sritimi, į kurią investuojama. Gautos informacijos analizės metu, ieškoma duomenų, rodančių investavimo perspektyvas bei akcijos „neįvertinimo“ rinkoje požymius. Straipsnyje aiškinama paprastosios akcijos tikrosios vertės sąvoka, atliekama akcijos vertės apskaičiavimo metodų apžvalga, aptariami metodų privalumai, trūkumai ir skirtumai. Be to, išvardijami veiksniai darantys įtaką paprastosios akcijos vertės kitimui, įvardijami svarbiausi rodikliai, siekiant rasti „neįvertintą“ akciją.

Reikšminiai žodžiai: paprastoji akcija, fundamentalioji vertė, tikroji vertė, vidinė vertė, neįvertinta akcija.

1. Įvadas

Šiuolaikiniame pasaulyje populiarėja idėja - užsidirbti lėšų investuojant. Investavimas bendrąja prasme gali būti apibrėžiamas kaip laisvų piniginių lėšų įdėjimas į įvairų finansinį ir materialų turtą. Investicijų portfelio sudėties sprendimai labiausiai lemia portfelio vertės augimo trajektoriją. Optimalaus investicinio portfelio sudarymo klausimą pirmasis iškėlė H. Markowitz (1952). Jo sukurtas modelis tapo vienas populiariausių investicijų portfelio sudarymo metodų, kurį dažnai mini šiuolaikiniai investuotojai. Tačiau optimalaus investicijų portfelio sudėtis priklauso nuo daugelio veiksnių, pavyzdžiui, investavimo aplinkos, laiko, tikslo ir investuotojo psichologijos. Vienas svarbiausių uždavinių - kuris iškyla investuotojui - tai nuspręsti, kurių įmonių akcijas įtraukti į savo portfelio sudėtį, pagal kokius kriterijus jas atsirinkti. Šiam tikslui pasitelkiami įvairūs metodai. Populiariausi yra techninė analizė ir fundamentali analizė. Techninė analizė „apibūdinama kaip paskelbtų rinkos duomenų naudojimas tam tikro finansinio instrumento rinkos analizei ir prognozei“ (Kancerevyčius, 2009, 831 p.) Tokiu atveju, jei įmonės akcijos nėra kotiruojamos biržoje, arba šių akcijų kainos istorija nėra ilga, Techninė analizė nėra tinkamas metodas. Be to, dėl paskutiniųjų metų rinkos nepastovumo, dažnai akcijų kainos darė korekcijas, neturėjo aiškios krypties, todėl duomenys neatspindi „tikro-

sios“ akcijos vertės ir perspektyvų. Fundamentali analizė galėtų išspręsti įvardintas techninės analizės problemas, tačiau reikalauja išsamaus tyrimo ir gilaus finansų bei ekonomikos supratimo. Taigi, išvardintiems metodams reikia skirti daug laiko ir žinių, o laikas pasinaudoti palankia akimirka investuoti gali būti limituotas. Nors šiais laikais sudaromos sąlygos prieiti prie ekspertų analizės ir jų nuomonių, tačiau garsus investuotojas Warren Buffett (Snopek, 2011) rekomenduoja ignoruoti analitikų, finansų maklerių ir ekspertų nuomonę ir vietoj to, patiems daryti investavimo sprendimus, remiantis savo valdymo ir finansų rinkų žiniomis. Dėl išvardintų metodų trūkumų, populiarėja „neįvertintos“ akcijos arba akcijos tikrosios vertės ieškojimo metodai.

Tyrimo objektas - įmonių paprastųjų akcijų tikrosios vertės nustatymas: „neįvertintos“ akcijos radimas. Straipsnio tikslas – išanalizuoti paprastosios akcijos tikrosios vertės radimo metodus.

Siekiant užsibrėžto tikslo numatoma:

- atlikti akcijos tikrosios vertės radimo metodų mokslinės literatūros analizę;
- įvardinti apžvelgtų metodų privalumus ir trūkumus bei skirtumus;
- išsiaiškinti veiksnius, darančius įtaką akcijos tikrajai vertei;
- remiantis išanalizuota literatūra, parinkti įmonių akcijos vertės nustatymui geriausiai tinkantį metodą.

Siekiant užsibrėžto tikslo ir uždavinių sprendimo straipsnyje taikyta mokslinės literatūros analizė ir apibendrinimas, sisteminimas ir sintezė.

2. Akcijos tikrosios vertės sąvoka

Pirmasis akcijos tikrosios vertės sąvoką pavartojo W. Armstrong 1848 metais „Stocks and Stock-jobbing in Wall Street“, tačiau šią sąvoką plačiai naudojo Benjamin Graham. Savo knygoje B. Graham teigė, jog tikroji akcijos vertė (angl. *Intrinsic value*) pagrįsta šiais faktais: turto, pelnu, dividendais, perspektyvomis ir valdymo politika (Kemp, 2012).

A. Buckley (2003) akcijos tikrąją vertę vadina fundamentaliąja akcijos (angl. *Fundamental value*) verte, kuri, pasak autoriaus, gali būti apibūdinama kaip vertė, kuri apskaičiuojama išnagrinėjus įmonės dabartinę vertę, apskaičiuotą, diskontuojant būsimų veiklos pinigų srautus.

Tikroji akcijos vertė pagrįsta fundamentalia įmonės analize. J. R. Hitchner (2010) knygoje „*Financial Valuation: Applications and Models*“ cituoja „Jeffrey C. Hooke tekste „Security Analysis on Wall Street: A Comprehensive Guide to Today’s Valuation Methods“ teigtus žodžius, jog naudojant tikrosios vertės metodą, ateities dividendai yra gaunami iš pelno prognozavimo ir jų diskontavimo į dabarties sumą, kuri ir išreiškia dabartinę akcijos vertę. Jei akcija rinkoje prekiaujama mažesne kaina nei apskaičiuota tikroji vertė, tuomet ši akcija yra perkama, o jei rinkoje akcijos kaina didesnė – yra parduodama. Kitaip ji dar apibūdinama kaip realioji, vidinė akcijos vertė, priklausomai nuo įmonės evoliucijos ir duomenų prieinamumo. Taip pat analitikai naudoja fundamentaliosios akcijos vertės terminą apibūdinti vertei, kuri suvokiama kaip visuma būdingų savybių investicijoms (ne atskiram investuotojui), t.y. investavimo patrauklumui nustatyti.

S. P. Pratt ir R. J. Grabowski (2010) Tikrosios ir fundamentaliosios vertės sąvokas naudoja kaip sinonimus. Autoriai sąvoką apibrėžia panašiai kaip ir J. R. Hitchner (2010): tai specifinė akcijos vertė suprantama, kaip investavimo patrauklumo nustatymas.

Vidinė (angl. *Inherent value*) arba tikroji įmonės vertė nustatoma fundamentaliosios analizės metu, kuomet stengiamasi sužinoti, ar esama rinkos kaina yra lygi apskaičiuotai vertei, pervertinta ar neįvertinta (Avadhani, 2010).

Reiktų pabrėžti, jog tikroji akcijos vertės ir rinkos vertės sąvokos skiriasi. Anglų verslo kalbos žodynuose pateikiami tikrosios ir rinkos vertės apibrėžimai. „Inves-

topedia dictionary“ aiškina, jog tikroji akcijos vertė yra apskaičiuota, įtraukiant įvairius verslo aspektus, tiek materialiuosius, tiek nematerialiuosius veiksnus. Ši vertė gali būti lygi rinkos vertei, tačiau investuotojai naudojami įvairiomis analizės technikomis, siekia atrasti neįvertintas akcijas, kurios ateityje atneš pelno.

„Business dictionary“ pateikia tokį akcijos rinkos vertės apibrėžimą: rinkos vertė – tai kaina, kurią pirkėjas sutinka mokėti pardavėjui už akciją, o pardavėjas parduoti pirkėjui.

Tikroji akcijos vertė gali būti palyginama su rinkos verte ir remiantis gautais rezultatais investicijų portfelio valdytojas gali padaryti geresnius turto alokacijos sprendimus (Richardson, 2010).

Šiame straipsnyje bus naudojama akcijos tikrosios vertės sąvoka, kuri kaip dauguma autorių teigia, nors ir nėra oficialus terminas finansų srityje, tačiau geriausiai atspindi prasmę.

3. Akcijos tikrosios vertės skaičiavimas

C. Brentani 2003 metų pabaigoje išleistoje knygoje „*Portfolio Management in Practice*“ aiškina apie akcijų vertės nustatymo metodus. Autorė plačiau aprašė du populiariausius vertės nustatymo metodus: rodiklių kaina/pajamos (P/E) ir EV/EBITDA skaičiavimą. Taip pat C. Brentani (2003) paminė ir kitus vertės matavimo metodus, tokius, kaip pinigų srautų diskontavimą svertiniu kapitalo kainos vidurkiu ir gauto rezultato palyginimą su dabartine akcijos kaina rinkoje, dividendų diskontavimo modelį, kuris teigia, jog akcijos kaina turi būti lygi dabartinei vertei visų ateityje mokamų dividendų sumai.

P. Roosenboom (2012) straipsnyje išvardija šiuos vertės nustatymo metodus:

- sudėtinis metodas (P/E rodiklis, kaina/pinigių srautų rodiklis, kaina/buhalterinė vertė ir pan.);
- diskontuotų dividendų modelis;
- diskontuotų pinigų srautų metodas;
- pridėtinės ekonominės vertės metodas;
- specifiniai draudėjų modeliai.

Sudėtinį metodą sudaro kelių finansinių rodiklių skaičiavimas. Du pagrindinius finansinius rodiklius, C. Brentani (2003) aprašė, kaip akcijos vertės nustatymo metodus. Pagal pirmąjį metodą tikroji akcijos vertė (nesvarbu ar ji pigesnė ar brangesnė rinkoje) matuojama kaina/pelnas (P/E) rodikliu. Investicijų portfelio valdytojas perka akciją, jei jos kaina rinkoje yra mažesnė už P/E rodiklį ir yra tikimasi, jog akcijos pelnas ateityje augs.

Formulės:

Pelnas, tenkantis vienai akcijai = pelnas po mokesčių tenkantis paprastųjų akcininkų savininkams/ paprastųjų akcijų skaičius (1)

P/E (kaina/ pelnas) rodiklis = Akcijos rinkos vertė/ pelnas tenkantis vienai akcijai (2)

Rodiklis turi būti palyginamas su kitų panašių įmonių rodikliais. Kitas autorės minimas vertės nustatymo metodas yra EV/EBITDA, kur

EV = Įmonės vertė = rinkos kapitalizacija + (ilgalaikės ir trumpalaikės skolos – pinigai ir ekvivalentai) (3)

EBITDA = pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimo ir amortizacijos atskaitymus (4)

Šis rodiklis panašiai, kaip ir E/P turi būti palyginamas su panašiomis įmonėmis toje pramonės šakoje, bet skirtingose šalyse, kur skirtinga mokesčių ir apskaitos politika.

Diskontuotų dividendų modelis kaip akcijos vertės nustatymo metodas plačiai aprašomas S. R. Foerster ir S. G. Sapp (2011) bei P. Hiebert ir M. Sydow (2011) darbuose. Tikroji akcijos vertė apskaičiuojama:

$$P_t = D_{t-1} \frac{1 + g_t}{r_t - g_t}, \quad (5)$$

1 lentelė. Laisvų grynujų pinigų srautų skaičiavimas (Mellen, Evans 2010)

Table 1. Free Net cash Flows estimation (Mellen, Evans 2010)

Matematinis veiksmas	Elementas
	Grynasis pelnas po mokesčių
+	Palūkanų išlaidos, sumažintos mokesčių ekonomija (palūkanų išlaidos x [1 - pelno mokestis t])
=	Grynasis pelnas
+	Nusidėvėjimas ir amortizacija
-	Kapitalo sąnaudos (pagrindinio ir kito veikloje naudojamo ilgalaikio turto)
+ arba -	Apyvartinio kapitalo pokytis
+	Dividendai mokami privilegijuotiems akcininkams, jei tokių yra
=	Laisvi gryniesi pinigų srautai

Anot D. Laro ir S. Pratt (2011), laisvųjų grynujų pinigų srautų diskontavimo norma turėtų būti paprastųjų akcijų reikalaujama grąža. Diskonto normos nustatymui jie pateikia du būdus: kapitalo įkainojimo modelį ir sukūrimo (angl. *build-up*) modelį. „Build-up“ modelis:

$$E(R_i) = R_f + RP_m + RP_s +/- RP_u, \quad (7)$$

kur P_t yra tikroji akcijos kaina,
 D – dividendai atitinkamu laikotarpiu,
 r - diskonto norma,

g_t yra dividendų augimo koeficientas, randamas pagal formulę:

$$g_t = (D_t - D_{t-1}) / D_{t-1} \quad (6)$$

Skirtumas tarp dividendų srautų ir diskontuotų laisvų pinigų srauto yra tai, jog dividendai yra suma, kuri išmokama akcininkams, o laisvas pinigų srautas – kiek galėtų įmonė išmokėti akcininkams. Diskontuotų laisvų pinigų srauto metodas naudojamas, kai:

- įmonė nemoka dividendų akcininkams;
- įmonė moka dividendus, tačiau jų dydis skiriasi nuo įmonės galimybių mokėti dividendus.
- laisvų pinigų srautas pagrįstai išsidėlioja per prognozuojamą laikotarpį ir ši analizė būtų patogesnė;
- investuotojas/akcininkas gali daryti įtaką įmonės politikai mokėti dividendus (Pinto, 2010).

C. M. Mellen ir C. F. Evans (2010) pataria skaičiavimuose naudoti grynuosius pinigų srautus, kadangi jie reprezentuoja pinigų kiekį, kurį galima pašalinti iš verslo be įtakos ateities veiklai. Jų pateiktas laisvų grynujų pinigų skaičiavimas parodytas 1 lentelėje.

kur $E(R_i)$ – tikėtina (rinkos reikalaujama) i -tosios akcijos grąža.

R_f – nerizikinga grąža.

RP_m – rinkos rizikos premija.

RP_s – rizikos premija, kuri gaunama kaip skirtumas tarp mažos kapitalizacijos ir didelės kapitalizacijos akcijų grąžos;

RP_u- rizikos premija, įvertinanti įmonės ar pramonės šakos specifiškumą (nesisteminė rizika) (Pratt 2010).

Pasak G. Kancerevyčiaus (2009), nerizikingai normai skaičiuoti galima naudoti nulinio kupono Vyriausybines obligacijas arba Išdo vekselius, kurių terminas atitinka analizuojamą laikotarpį. Teoriškai tai reiškia, jog kiekvienų sekančių metų pinigų srautas turėtų būti lyginamas su vis kita nerizikinga norma. Tačiau praktikoje svarbus daug didesnis netikrumas dėl būsimų pinigų srautų, o nedideli skirtumai nerizikingo pelno normoje nėra labai reikšmingi. Dėl šios priežasties yra teisinga ilgalaikiams pinigų srautams vertinti naudoti ilgalaikių Išdų instrumentų normą, kartais net valstybės obligacijų normą – ne nulinio kupono obligacijų normą.

Antras diskonto normos nustatymo metodas yra kapitalo kainos nustatymas pagal CAPM (angl. The capital asset pricing model):

$$E(R_i) = R_f + \beta[E(R_m) - R_f], \quad (8)$$

kur $E(R_i)$ - tikėtina įmonės nuosavybės pelningumas, atmetus platinimo išlaidas.

R_f – nerizikinga pelno norma.

β – beta koeficientas, apskaičiuotas tarp i – tosios akcijos ir rinkos indekso.

$E(R_m)$ – tikėtina rinkos grąža. CAPM metodas dažniausiai naudojamas praktikoje (Baker 2011).

Diskontuoti pinigų srautai turi būti prognozuojami optimistiniu, viduriniu ir pesimistiniu lygiu (Buckley 2003).

Kaplan (2011) teigia, jog diskontuoti pinigų srautų metodai, t.y. diskontuotų dividendų ir pinigų srautų, parodo akcijos tikrąją vertę, apskaičiuojant būsimų pinigų srautų dabartinę vertę. Šių metodų privalumas, jog jie įvertina reikalaujamą grąžą ir ateities pinigų srautus, tačiau neįvertina dabartinės rinkos sąlygų: akcijų pasiūlos ir paklausos. Dėl šios priežasties diskontuotų dividendų ar pinigų srautų modelis tinka įvertinant ilgalaikę akcijos vertę.

Kitas P. Roosenboom (2012) išskirtas vertės nustatymo metodas yra pridėtinės ekonominės vertės metodas (EPV). Pasak G. Žigienės (2010) EPV „yra matavimo įrankis, kuris suteikia aiškų vaizdą, ar verslas kuria, ar naikina akcininko turtą. EPV matuoja įmonės sugebėjimą uždirbti daugiau nei kainuoja kapitalas“ (Žigienė 2009).

Literatūroje pateikiama įvairių EPV skaičiavimų. Tačiau pats skaičiavimo principas yra, jog skaičiuojamas skirtumas tarp uždirbto pelno ir tarp kapitalo, naudoto tam pelnui uždirbti, kainos. Vienas klasikinių EPV ap-

skaičiavimų būdų pateikiamas L. Seoki ir W. G. Kim (2009) straipsnyje:

$$EVA = NOPAT - (WACC * IC), \quad (9)$$

kur NOPAT yra grynas veiklos pelnas po mokesčių, WACC – svartinė kapitalo kaina, IC – investuotas kapitalas, reprezentuoja įmonės turto buhalterinė vertė. Pasak autorių, IC rodiklis dažnai nėra įtraukiamas į skaičiavimą.

L. Snopek (2011) įvardija dar vieną vertės nustatymo metodą – Gordon-Šapiro formulę, kuri kai kurių autorių priskiriama prie sudėtinio metodo:

$$P_0 = EPS_1 * \text{išmokėjimo rodiklis} \quad (10)$$

$$\text{Kapitalo kaina} - (1 - \text{išmokėjimo rodiklis}) * ROE, \quad (11)$$

kur P_0 – kaina ieškamu laikotarpiu,

EPS_1 – pelnas tenkantis vienai akcijai pirmaisiais metais,

Išmokėjimo rodiklis – dividendų išmokėjimo akcininkams dydis,

ROE – nuosavybės pelningumas.

Tačiau autorius pabrėžia, jog yra sunku prognozuoti dividendų augimo koeficientą ir kapitalo kainą, todėl nėra tinkamas metodas vertinti akciją.

J. D. Piotroski (2012) pristatė F-balų modelį, akcijos vertės apskaičiavimui. Autorius išskiria tris pagrindines kategorijas, kurios svarbios, vertinant kompanijos veiklą, tai:

- pelningumas;
- maržinis svetas, likvidumas ir lėšų šaltiniai;
- veiklos efektyvumas.

F-balų modelį sudaro devynių rodiklių binarių (dipolių) signalų suma. Kiekvienam rodikliui skiriamas 1 taškas (jei yra teigiamas požymis) arba 0 taškų (jei yra pablogėjimas). Šių rodiklių suma gali svyruoti nuo 0 iki 9.

$$F\text{-balas} = F_ROA + F_ΔROA + F_CFO + F_ACCRUAL + F_ΔLEVER + F_ΔLIQUID + EQ_OFFER + F_ΔMARGIN + F_ΔTURN, \quad (12)$$

kur F_ROA – turto grąža,

$F_ΔROA$ – grynojo pelno pasikeitimas,

F_CFO – pinigų srautas iš pagrindinės veiklos,

$F_ACCRUAL$ - skirtumas tarp pinigų srauto iš pagrindinės veiklos ir grynojo pelno,

$F_ΔLEVER$ – finansinis svetas, t.y. skolos ir turto santykis,

F_ALIQUID – likvidumo rodiklis (trumpalaikio turto ir trumpalaikių įsipareigojimų santykis)

EQ_OFFER – nuosavo kapitalo didinimas, papildoma akcijų emisija,

F_AMARGIN – bendrasis pelningumas (bendrojo pelno ir padavimų santykis)

F_ΔTURN – turto apyvartumas (pardavimų ir turto santykis).

J.D. Piotroski (2012) laikosi tokios prielaidos, kad kuo arčiau devynių balų tuo geriau laikosi kompanija, ir atvirkščiai, kuomet artėjama prie nulio.

2 lentelė. Akcijos tikrosios vertės pagrindinių apskaičiavimo metodų palyginimas (sudaryta autoriaus)

Table 2. Comparison of stock's intrinsic value main calculations (compiled by author)

Metodas	Privalumai	Trūkumai
Sudėtinis (P/E, P/B, EV/EBITDA ir pan.)	Lengvai apskaičiuojami; gali būti lyginami su kitų tarpšakinių įmonių rodikliais ir laikotarpio dinamikos analizėje; plačiai naudojami analitikų.	Remiasi praeities rezultatais; gauti rodikliai negali būti lyginami su kitų firmų rodikliais, jei skiriasi produkcija, augimu ir dydžiu; skirtingi apskaičiavimo metodai gali lemti skirtingą vertės dydį ir palyginamumą.
Diskontuotų dividendų	Tiesiogiai įvertinama akcijos dabartinė vertė; tinka priimant ilgalaikius sprendimus.	Sunku prognozuoti dividendų augimą; rezultatui gali daryti įtaką įmonės pasirinkta dividendų politika; nepritaikomas, jei įmonė nemoka dividendų.
Diskontuotų pinigų srautų	Remiasi esamos vertės diskontavimo fundamentalia koncepcija, kuri yra išsamiai išanalizuota finansų teorijoje; plačiai naudojamas analitikų.	Gauta vertė priklauso nuo įplaukų; sudėtinga prognozuoti ateities įplaukas ir įvertinti diskonto normą.
EVA	Parodo dabartinę vertę; remiasi dabartiniiais duomenimis.	Yra daug apskaičiavimo formulių ir nuo jų pasirinkimo priklauso gautas rezultatas.
F-balų modelis	Apima svarbiausius rodiklius; patikimumą įrodo užsienio rinkose atlikti tyrimai.	Tinkamas įvertinant mažos kapitalizacijos įmonių akcijas; pritaikomas tik turint finansinių ataskaitų duomenis.

4. Veiksniai, darantys įtaką akcijos tikrajai vertei

Akcijos vertei įtaką daro ne tik įmonės gauti veiklos rezultatai, pinigų srautai ar kapitalo kaina, bet ir įvairūs veiksniai, susiję su išorine aplinka, įmonės specifiška.

Autorė C. Brentani (2003) rašo, jog nuosavybės kainos priklauso nuo akcijų pasiūlos ir paklausos, kurioms įtaką daro įvairūs faktoriai:

1. Ekonomikos ir politikos aplinkos.
2. Infliacijos ir palūkanų normos prognozės
3. Apsikeitimo kursas.
4. Įmonės specifiniai veiksniai.
5. Dividendų ir pelno, tenkančio vienai akcijai, potencialus augimas.

Pasak Graham ir Dodd, keturi pagrindiniai faktoriai lemia tikrąją (vidinę) akcijos vertę:

1. Normalios pajamos ir pelningumas, įdarbinus įmonės turtą, eliminuojant trumpalaikiškumo įtaką.
2. Mokamų dividendų dydis ar dividendų mokėjimo galimybės dabar ir ateityje.
3. Pajamų augimo ateityje prognozės.
4. Įmonės ekonominės vertės dydžio kiekybinis ir kokybinis prognozavimas (Hitchner 2010).

Plačiau veiksnius analizuoja fundamentalioji analizė, kuri nurodo įmonės vertę (akcininkų nuosavybės vertę), studijuojant rinkos, pramonės šakos ir įmonės analizes (Hiriyappa 2008).

Pasak B. Hiriyappa (2008), tiriant ekonomiką pagal fundamentaliosios analizės principus, svarbu nustatyti kokia yra ekonomikos fazė: nuosmukio, recesijos ar pakilimo, kokios yra ateities prognozės. Svarbu pasidomėti šalies monetarine ir fiskaline politika, jų įtaką pramonės šakoms ar įmonėms.

L. Snopek (2011) pataria, prieš darant investicinį sprendimą, surinkti kuo daugiau informacijos ir rekomenduoja ypač atkreipti dėmesį į įmonės verslo modelį, valdymą, finansus (likvidumą, reitingavimą, įsiskolinimų lygį), gaunamą pelną, dividendus ir susijusius rodiklius (P/E, P/B ir kt.), laisvus pinigų srautus, akcijos kryptį, specifinę riziką (valdžios reguliavimas, boikotas, politika ir pan.).

Pasak Kaplan (2012), pramonės šakos analizė susideda iš šių elementų:

- pramonės šakai darančių įtaką išorinių veiksnių nustatymas, tiriant makroekonominę, technologinę, demografinę, politinę ir socialinę aplinkas;

- pramonės šakos gyvavimo ciklo stadijų;
- pramonės šakų susikoncentravimo;
- įėjimo į rinką galimybių;
- pramonės šakos talpumo;
- atskiros pramonės šakos akcijų rinkos stabilumo;
- veiksnių, lemiančių pramonės šakos konkurencingumo, nustatymo.

S. Kaplan (2012) teigimu, svarbu kintamuosius tirti, naudojant skirtingus požiūrius ir scenarijus; gautus rezultatus palyginti su kitų ekonomistų prognozėmis ir nuomone, palyginti skirtingais laikotarpiais ir įvairiais veiklos gyvavimo ciklo etapais; pramonės šakas klasifikuoti pagal gyvavimo ciklo etapą ir patirties kreivę, kuri parodo išlaidų dalį susietą su produkcija. Patirties kreivė „The economist“ aiškinama: kuo pramonės šaka turi daugiau patirties, tuo jos kaštai mažėja.

Įmonės fundamentalią analizę sudaro:

- įmonės stiprybės ir silpnybės, valdymas;
- įmonės charakteristikos;
- produkto paklausa;
- produkto savikaina;
- kainos nustatymo aplinka;
- finansiniai rodikliai, jų palyginimas su kitomis įmonėmis keliais laikotarpiais;
- prognozuojamas įmonės biudžetas ir įmonės vertė (Kaplan 2012).

Siekiant rasti veiksnius darančius įtaką akcijos tikrajai vertei reikalinga kryptinga Fundamentalioji analizė, o ne išsami ar visapusiška, kadangi atsiranda tikimybė pasimesti tarp faktų ir rodiklių, sugaištamas laikas analizuojant duomenys, kurie nėra susiję su atskira akcija.

Be to, siekiant rasti „neįvertintą“ akciją, dažnai reikia atkreipti dėmesį ne tik į įmonės išorinę aplinką, jos produktus, konkurentus, tiekėjus ir vartotojus, bet stengtis teisėtai būdais išsiaiškinti įmonės vidinę informaciją: būsimus planus, tikslus ir pan., kuri biržoje prekiaujančioms investuotojoms yra nežinoma.

5. Išvados

Akcijos tikrosios vertės apskaičiavimo metodų spektras siauras, pasitaiko modifikuotų pagrindinių metodų formų. Dažniausiai autoriai mini sudėtinį (E/P, EV/ EBITDA), diskontuotų dividendų, diskontuotų pinigų srautų ir pridėtinės ekonominės vertės skaičiavimo metodus.

Kiekvienas aptartas paprastosios akcijos tikrosios vertės metodas turi savų privalumų ir trūkumų. Sudėtiniai vertės apskaičiavimo metodai yra lengvai pritaikomi, tačiau gautus rezultatus sunku palyginti su kitos įmonės rezultatais, jei jos skiriasi savo produkcija, augimu ir dydžiu. Šią

problema išsprendžia diskontavimo metodai: dividendų ir laisvų pinigų srautų. Skirtumas tarp diskontuotų dividendų ir laisvų pinigų srautų metodų, yra tai, jog antrasis metodas atspindi kiek įmonė galėtų mokėti dividendų, o pirmasis – kiek moka iš tikrųjų akcininkams. F-balų metodo patikimumą įrodo tyrimai, tačiau jis taikomas tik mažos arba vidutinės kapitalizacijos įmonių analizei.

Taikant diskontavimo metodus, susiduriama su prognozavimo tikslumo problema bei tinkamos diskontavimo normos pasirinkimu. Remiantis dabartiniais duomenimis, galima apskaičiuoti įmonės sukurtą pridėtinę vertę (EPV), tačiau jo dydis gali priklausyti ir nuo taikomos skaičiavimo formulės.

Akcijos tikrajai vertei daro įtaką įvairūs fundamentalūs veiksniai. Pagrindiniai jų: įmonės verslo modelis ir valdymo politika, finansų valdymas, dividendų politika, laisvieji pinigų srautai, gaminamo produkto paklausa ir ateities perspektyvos, įmonės darbuotojų kvalifikacija ir darbo aplinka, įmonės vertės kūrimas, įmonės specifinė rizika, produkto pakeičiamumas, pramonės šakos perspektyvos ir įėjimo barjerai, ekonominė bei politinė aplinka.

Išanalizavus literatūrą, galima teigti, jog geriausia paprastosios akcijos vertę apskaičiuoti, kombinuojant diskontavimo ir sudėtinių vertės skaičiavimų metodus, o mažos ar vidutinės kapitalizacijos įmonių akcijas pagal F-balų modelį, įvertinant įmonės verslo modelį, ateities perspektyvas, specifines ir išorines rizikas.

Literatūra

- Avadhani, V. A. 2010. *Investment Management* [interaktyvus], Mumbai, IND: Himalaya Publishing House [žiūrėta 2012 m. lapkričio 19d.]. 696 p. eISBN: 9788183186940. Prieiga per internetą: <http://site.ebrary.com/lib/vgtulibrary/docDetail.action?docID=10415630&p00=Intrinsic+value>.
- Baker, H. K. 2011. *Capital Budgeting Valuation: Financial Analysis for Today's Investment Projects* [interaktyvus], Hoboken, NJ, USA: Wiley [žiūrėta 2012 m. lapkričio 19 d.]. 530p. eISBN 9781118044544. Prieiga per internetą: <http://site.ebrary.com/lib/vgtulibrary/docDetail.action?docID=10483283&p00=CAPM+method>.
- Brentani, C. 2003. *Portfolio Management in Practice* [interaktyvus]. Saint Louis, MO, USA: Elsevier Science & Technology [žiūrėta 2012 m. lapkričio 17 d.]. 236 p. eISBN: 9780080480084. Prieiga per internetą: <http://site.ebrary.com/lib/vgtulibrary/docDetail.action?docID=10128002&p00=fundamental+analysis>.
- Buckley, A. 2003. Why is Fundamental Value so Fundamental to Directors? *European Management Journal* [interaktyvus], 21(5): 635-646. Prieiga per internetą: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0263237303001129>.
- Foerster, S. R.; Sapp, S. G. 2011. Back to fundamentals: The role of expected cash flows in equity valuation, „ *North American Journal of Economics and Finance*“ [interakty-

- vus], 22: 320-343. Prieiga per internetą: <http://ac.els-cdn.com/S1062940811000386/1-s2.0-S1062940811000386-main.pdf?_tid=bb21f77e-3165-11e2-a05d-0000aabb0f6c&acdnat=1353232557_41372628adcb3aba65f186371cc6ae90>.
- Hiebert, P.; Sydow, M. 2011. What drives returns to euro area housing? Evidence from a dynamic dividend-discounting model, *Journal of Urban Economics* [interaktyvus], 70(2-3): 88-98. Prieiga per internetą: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0094119011000180>>.
- Hiriyappa, B. 2008. *Investment Management* [interaktyvus]. Daryaganj, Delhi, IND: New Age International [žiūrėta 2012 m. lapkričio 17 d.]. 235 p. eISBN: 9788122426533. Prieiga per internetą: <<http://site.ebrary.com/lib/vgtulibrary/docDetail.action?docID=10318658&p00=fundamental+analysis>>.
- Hitchner, J. R. 2010. *Financial Valuation: Application and Models (3-rd Editon)* [interaktyvus], Hoboken, NJ, USA: Wiley [žiūrėta 2012 m. lapkričio 18 d.]. 1322 p. eISBN 9780470915226. Prieiga per internetą: <<http://site.ebrary.com/lib/vgtulibrary/docDetail.action?docID=10449745&p00=discount+cash+flow>>.
- Investopedia US, A Division of Value Click, Inc. 2012. *Investopedia Dictionary* [interaktyvus]. [žiūrėta 2012 m. balandžio 9 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.investopedia.com/terms/i/intrinsicvalue.asp#axzz2CZDjepfi>>.
- Kancerevyčius, G. 2009. *Finansai ir investicijos*. III leidimas. Kaunas: Smaltijos leidykla. 904 p. ISBN 978-9955-707-64-6.
- Kaplan, S. 2011. *CFA level III*, United States Of Amerika: Kaplan Schweser. 323 p. ISBN: 978-1-4277-2773-2/01-4277-2773-2.
- Kaplan, S. 2012. *CFA Level I*. United States Of Amerika: Kaplan Schweser. 286 p. ISBN: 978-1-4277-3695-6/1-4277-3695-2.
- Kemp, M. (2012). Stock Valuation Part II, *Equit, the trusted voice of shareholders* [interaktyvus], 26(11): 12-14. Prieiga per internetą: <http://australiashareholders.com.au/asa_site/images/pdf_archive/presentations/november%20equity.pdf>.
- Laro D.; Pratt, S. P. 2011. *Business Valuation and Federal Taxes: Procedure, Law and Parspective (2nd Editon)* [interaktyvus], Hoboken, NJ, USA: Wiley [žiūrėta 2012 m. lapkričio 19 d.]. 518 p. eISBN 9781118023167. Prieiga per internetą: <<http://site.ebrary.com/lib/vgtulibrary/docDetail.action?docID=10454734&p00=build-up+method+discount+rate>>.
- Mellen, C. M.; Evans, F. C. 2010. *Valuation for M and A Building Value in Private Companies* [interaktyvus], Hoboken, NJ, USA: Wiley [žiūrėta 2012 m. lapkričio 18d.]. 402 p. eISBN: 987047648797. Prieiga per internetą: <<http://site.ebrary.com/lib/vgtulibrary/docDetail.action?docID=10388318&p00=discount+cash+flow>>.
- Pinto, J. E.; Henry, E.; Robinson T.R.; Stowe, J. D. 2010. *Equity Asset Valuation* [interaktyvus], Hoboken, NJ, USA: Wiley [žiūrėta 2012 m. lapkričio 17 d.]. 467 p. eISBN: 978047579633. Prieiga per internetą: <<http://site.ebrary.com/lib/vgtulibrary/docDetail.action?docID=10360999&p00=discount+cash+flow>>.
- Pratt, S. P; Grabowski, R. J. 2010. *Cost of Capital: Applications and Examples (4th Editon)* [interaktyvus], Hoboken, NJ, USA: Wiley [žiūrėta 2012 m. lapkričio 19 d.]. 795 p. eISBN 9780470886564. Prieiga per internetą: <<http://site.ebrary.com/lib/vgtulibrary/docDetail.action?docID=10469742&p00=discount+rate+cash+flow+investmen>>.
- Piotroski, J. D. 2012. Identifying Expectation Errors in Value/Glamour Strategies: A Fundamental Anglysis Approach, *The Review of Financial Studies* [interaktyvus], 25 (9):2841-2875. Prieiga per internetą: <<http://rfs.oxfordjournals.or>>.
- Richardson, S.; Tuna, I.; Vysocki, P. 2010. Accounting anomalies and fundamental anglysis: a review of recent research advances, *Journal of Accounting and Economics* [interaktyvus], 50(2-3): 410-454. Prieiga per internetą: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410110000406>>.
- Roosenboom, P. 2012. Valuing and pricing IPOs, *Journal of Banking & Finance* [interaktyvus], 36(6): 1653-1664. Prieiga per internetą: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426612000246>>.
- Seoki, L.; Kim, W. G. 2009. EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospital industry?, *International Journal of Hospitality Management* [interaktyvus], 28(3): 439-445. Prieiga per internetą: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0278431909000103>>.
- Snopek, L. 2011. *Complete guide to Portfolio Construction and Management* [interaktyvus], Hoboken, NJ, USA: Wiley [žiūrėta 2012 m. lapkričio 19 d.]. 312 p. eISBN 9781119953043. Prieiga per internetą: <<http://site.ebrary.com/lib/vgtulibrary/docDetail.action?docID=10521437&p00=fundamental+analysis+investment>>.
- The Economist Newspaper Limited 2012. The experience curve, *The economist* [interaktyvus]. [žiūrėta 2012 m. lapkričio 15 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.economist.com/node/14298944>>.
- WebFinance, Inc. 2012. *Business Dictionary* [interaktyvus]. [žiūrėta 2012 m. balandžio 9 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.businessdictionary.com/definition/fair-market-value-FMV.html>>.
- Žigienė, G. 2010. Įmonės pelningumo vertinimas. Metodinė priemonė. Kaunas. 68 p.

COMMON STOCK INTRINSIC VALUE AND CALCULATION METHODS

V. Rupulytė

Abstract

Investment becomes more popular nowadays. As a result competition between investors is constantly increasing. They are trying to find out better investment solutions that are more complex and often require lots of time and specific knowledge. The most popular investors advise to get as many information as possible about the area which you are investing in. When analyzing retrieved information it is very important to find points that show investment perspectives and features of unvalued stock. This article describes common stock intrinsic value concept, carry out literature analysis of stock's value estimation, shows advantages, disadvantages and different of calculations methods. Also the article brings factors that influents common stock value and shows points of unvalued stock.

Keywords: common stock, fundamental value, true value, intrinsic value, unvalued stock.