

به نام آنکه جان را فکرت آموخت

**بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ**

# شرکت نایک

موضوع محوری افته: **هزینه‌ی سرمایه**  
**تأملی بر راه‌حل‌ها**

حسین عبده تبریزی  
میشم رادپور

درس افته‌هایی در مالی شرکت‌ها

دانشکده‌ی اقتصاد و مدیریت دانشگاه صنعتی شریف - مهرماه ۱۳۹۴

# فهرست مطالب

- مروری بر افته
- مباحث نظری
- هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت
- جریان‌های نقدی پیش‌بینی شده شرکت
- جمع‌بندی و تصمیم‌گیری

## مروری بر هفته

- ✓ درباره‌ی صندوق شرکت‌های بزرگ نورث پوینت
- ✓ درباره‌ی شرکت نایک
- ✓ نتایج ارزیابی‌های تحلیل گران
- ✓ هدف نهایی هفته
- ✓ موضوع محوری هفته

# تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در سهام

سرمایه‌گذار

• "صندوق شرکت‌های بزرگ" نورث‌پوینت

مدیر و دستیار مدیر صندوق

• آقای کیم فورد، آقای جان کوهن

موضوع سرمایه‌گذاری

• سهام شرکت نایک

زمان آغاز بررسی‌ها

• پنجم ژوئیه ۲۰۰۱

## درباره‌ی صندوق شرکتهای بزرگ نورث پوینت

سند خط‌مشی  
سرمایه‌گذاری

- صندوق عمدتاً در سهام ۵۰۰ شرکت مجله‌ی فورچون و با تأکید بر سهام ارزشی سرمایه‌گذاری می‌کرد.

عملکرد اخیر صندوق

سال	صندوق نورث پوینت	اس اند پی
۲۰۰۰	٪۲۰/۷	٪-۱۰/۱
شش ماه اول ۲۰۰۱	٪۶/۴	٪-۷/۳

# درباره‌ی شرکت نایک

## وضعیت اخیر شرکت نایک

- از سال ۱۹۹۷ تا اواسط سال ۲۰۰۱:
- درآمد سالانه در حوالی ۹ میلیارد دلار تثبیت شده است.
- سود خالص از ۸۰۰ به ۵۸۰ میلیون دلار سقوط کرده است.
- سهم بازار کفش‌های ورزشی از ۴۸ به ۴۲ درصد کاهش یافته است.

## برنامه‌های آتی

- رشد فروش و بهبود کارایی
- ورود به بازار کفش‌های میان‌قیمت و نیز لباس ورزشی
- رشد درآمد بین ۸ تا ۱۰ درصد؛ رشد سود بالای ۱۵ درصد

# ارزیابی‌های تحلیل‌گران

لهمن برادرز

قویاً توصیه به  
خرید

یوبی اس واربرگ

توصیه به  
نگهداری

سی اس اف بی

توصیه به  
نگهداری

کیم فورد

عدم اظهار نظر



# هدف نهایی افته

ارزشیابی سهام نایک (تصمیم‌گیری  
برای سرمایه‌گذاری در سهام نایک)

برآورد جریان‌های  
نقدی

برآورد هزینه‌ی  
سرمایه

# موضوع محوری افته

**محاسبه‌ی  
هزینه‌ی سرمایه‌ی  
شرکت نایک**

## مباحث نظری

- ✓ رویکردهای مقایسه‌ی قیمت سهام با ارزش ذاتی
- ✓ رابطه‌ی محاسبه‌ی میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه
- ✓ اجزای رابطه‌ی میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه

## رویکردهای مقایسه‌ی قیمت سهام با ارزش ذاتی

### مقایسه‌ی ارزش‌ها

- چنان‌چه ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی سهم بیش‌تر و کم‌تر از قیمت فعلی سهم باشد، به ترتیب پایین‌تر از ارزش، و بالاتر از ارزش ذاتی محسوب می‌شود.

### مقایسه‌ی نرخ‌ها

- چنان‌چه نرخ بازده موردانتظار شرکت بیش‌تر و کم‌تر از هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت باشد، به ترتیب پایین‌تر از ارزش، و بالاتر از ارزش ذاتی محسوب می‌شود.

## رابطه‌ی میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه

$$WACC = W_D K_D + W_E K_E$$

# اجزای رابطه‌ی WACC

## ساختار سرمایه

- اجزای سرمایه
- وزن نسبی هر کدام از اجزای سرمایه

## هزینه‌ی اجزای سرمایه

- هزینه‌ی بدهی
- هزینه‌ی سهام ممتاز
- هزینه‌ی سهام عادی
- ...

## پیشنهادهایی برای محاسبه‌ی هزینه سرمایه

✓ یک یا چند هزینه سرمایه

✓ اجزای سرمایه

✓ وزن نسبی اجزای سرمایه

✓ هزینه اجزای سرمایه

✓ هزینه سرمایه نایک

✓ تصمیم‌گیری

# یک یا چند هزینه‌ی سرمایه

برای تصمیم‌گیری راجع به محاسبه‌ی یک هزینه‌ی سرمایه‌ی کلی و یا محاسبه‌ی چند هزینه‌ی سرمایه برای هر کدام از واحدهای شرکت، آقای کوهن می‌بایست جریان‌های نقدی هر واحد را ملاک اهمیت نسبی هر واحد قرار می‌داد و نه درآمد آن‌ها را. هر چند اندازه‌ی نسبی سایر واحدهای شرکت به اندازه‌ی کوچک است که می‌توان از آن‌ها صرف نظر کرد، به نظر می‌رسد محاسبه‌ی هزینه‌ی سرمایه‌ی مجزا برای واحدهای کفش ورزشی و لباس ورزشی کار منطقی‌تری است. البته آقای کوهن در باب ریسک‌های واحدهای یادشده استدلال قابل‌دفاعی ارائه می‌کند که استفاده از نرخ واحد هزینه‌ی سرمایه‌ی کلی را توجیه‌پذیر می‌سازد. بر این اساس انتخاب یک هزینه‌ی سرمایه را نمی‌توان کاری اشتباه قلمداد کرد، ولی می‌توان آن را به‌عنوان مسأله‌ی بالقوه قابل بررسی مورد توجه قرار داد.



## اجزای سرمایه

اجزای سرمایه‌ی نایک شامل بدهی، سهام عادی و سهام ممتاز است. به دلیل ناچیزبودن مبلغ سهام ممتاز و عدم‌ارائهی اطلاعات در افته، از آن صرف‌نظر می‌کنیم.

# وزن نسبی اجزای سرمایه

جهت تعیین وزن سهام، از ارزش بازار سهام استفاده می‌کنیم، و از آنجا که اطلاعات لازم برای محاسبه‌ی ارزش بازار بدهی موجود نیست، از ارزش دفتری بدهی استفاده می‌کنیم.

$$\text{Equity} = \text{Stock Price} \times \text{Number of Shares}$$

$$\text{Outstanding} = \$42.09 \times 271.5 = \$11,427.435 \text{ million}$$

$$\text{Equity} = 11,427.435 \text{ million}$$

$$\text{Debt} = 1296.6$$

$$\text{WE} = 89.81\% \quad \text{WD} = 10.19\%$$

# هزینه‌ی اجزای سرمایه

## هزینه‌ی بدهی

$N = 40$ , Coupon = %6.75 semi-annually PV= 95.60 FV= 100

YTM= %7.17

$KD = \%7.17 (1-\%0.38) = \%4.44$

## هزینه‌ی سهام عادی

### CAMP

Adjusted Beta =  $0.67 * \text{historical Beta} + 0.33 = 0.67 * 0.69 + 0.33 = 0.79$

$K_E = K_{rf} + \beta (K_m - K_{rf}) = 3.59\% + 0.79 * 7.5\% = 9.52\%$

### DGM

$K_E = D_1/P_0 + g = 0.48(1+5.5\%)/42.09 + 5.5\% = 6.7\%$

## محاسبه‌ی هزینه‌ی سرمایه

از آن جا که سهم نایک در سبد متنوع صندوق شرکت‌های بزرگ نورث‌پوینت جای می‌گیرد، از CAPM برای محاسبه‌ی هزینه‌ی سهام عادی استفاده کرده‌ایم، بنابراین:

$$WACC = W_D K_D + W_E K_E$$

$$WACC = 10.19 \times 4.44 + 89.81 \times 9.52 \\ = 9\%$$

## اظهار نظر راجع به جریان‌های نقدی پیش‌بینی‌شده

- ✓ درآمدها
- ✓ هزینه‌های سرمایه‌ای و استهلاک
- ✓ سرمایه در گردش
- ✓ تعداد سهام منتشره
- ✓ روش شناسایی جریان‌های نقدی

# صورت جریان‌های نقدی پیش‌بینی شده (I)

## درآمدها

- مدیران شرکت رشد بلندمدت درآمد نایک را ۸ تا ۱۰ درصد و رشد سود را بیش از ۱۵ درصد هدف گذاری کرده‌اند، چرا آقای فورد رشد کمتری را در پیش‌بینی جریان‌های نقدی لحاظ کرده است؟

## هزینه‌های سرمایه‌ای و استهلاک

- آقای فورد پیش‌بینی کرده که هزینه‌های سرمایه‌ای و استهلاک در آینده برابر خواهند بود، در حالی که مطابق ترازنامه و صورت سود و زیان نایک، خالص دارایی‌های ثابت در سال ۲۰۰۰ و ۲۰۰۱ تقریباً معادل ۱۷ درصد فروش بوده است.

## صورت جریان‌های نقدی پیش‌بینی شده (II)

### سرمایه در گردش

- آقای فورد خالص سرمایه در گردش سال‌های آتی را معادل  $26/5$  درصد فروش لحاظ کرده است که با صورت سود و زیان تلفیقی سال‌های گذشته نسبتاً هم‌خوانی دارد.

### تعداد سهام منتشره

- محاسبات آقای فورد راجع به قیمت سهم، با متوسط تعداد سهام سال مالی ۲۰۰۱ هم‌خوانی ندارد.

### شیوه‌ی شناسایی جریان وجوه نقد

- آقای فورد فرض کرده است تمام جریان‌های نقدی در آخر سال ایجاد می‌شوند، در صورتی که با توجه به کسب و کار نایک به نظر می‌رسد، شناسایی جریان‌های نقدی در میانه‌ی سال مالی شیوه‌ی منطقی‌تری است.

## جمع بندی و تصمیم گیری

- ✓ جمع بندی راجع به هزینه‌ی سرمایه
- ✓ جمع بندی راجع به جریان‌های نقدی پیش‌بینی شده
- ✓ تصمیم‌گیری راجع به سهام شرکت نایک



# جمع‌بندی: هزینه‌ی سرمایه

## هزینه‌ی سرمایه

- پس اصلاحات صورت گرفته در مفروضات و محاسبات آقای کوهن، نرخ هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت، ۹ درصد برآورد شده است. ما از این نرخ برای تنزیل جریان‌های نقدی آزاد آتی شرکت استفاده می‌کنیم.

# جمع‌بندی: جریان‌های نقدی

## جریان‌های نقدی

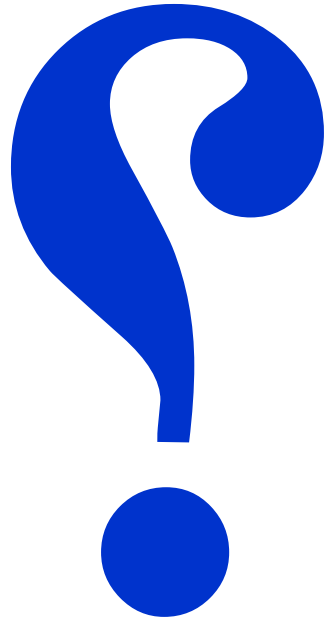
- مفروضات آقای فوردر در برآورد درآمدهای آتی تا حدودی محافظه‌کارانه است، چراکه رشد درآمدها را کمتر از رشد هدف‌گذاری شده لحاظ کرده است؛ در مورد هزینه‌های سرمایه‌ای می‌توان فرض کرد که شرکت از امکانات موجود برای راه‌اندازی و توسعه‌ی خطوط تولید جدید و نیز فروش محصولات جدید استفاده می‌کند، بنابراین لحاظ خالص هزینه‌ی سرمایه‌ای صفر برای سال‌های آتی چندان دور از ذهن نیست؛ سایر مسائل مطرح‌شده نیز مسائل عمده‌ای نیستند، بنابراین، صورت جریان‌های نقدی پیش‌بینی‌شده‌ی آقای فوردر نسبتاً قابل قبول است.

# تصمیم‌گیری

اگر تجزیه و تحلیل جریان‌های نقدی آقای کیم فورد (نمودار ۲) را قبول داشته باشیم:

- از آن‌جا که ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی شرکت نایک با نرخ تنزیل ۹ درصد، به ازای هر سهم (۶۱/۲۵) بیش از قیمت فعلی سهم (۴۲/۰۹) است، نایک زیر قیمت ذاتی است، و خرید آن توصیه می‌شود.
- به‌عنوان رویکرد دیگر، از آن‌جا که نرخ بازده موردانتظار ۱۱/۱۷ درصد (نرخ بازده داخلی: نرخ‌ی که ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی را برابر با قیمت فعلی سهم شرکت می‌کند) بیش از هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت (۹٪) است، نایک زیر قیمت ذاتی است، و خرید آن توصیه می‌شود.

# سؤالات



با تشکر