به نام آنکه جان را فکرت آموخت

بسم‌الله الرحمن الرحیم

شرکت نایک

موضوع محوری افته: هزینه‌ی

سرمایه

حسین عبده تبریزی
مهدی کریمی

درس افته‌هایی در مالی شرکت‌ها
دانشکده‌ی اقتصاد و مدیریت دانشگاه صنعتی شریف ـ مهرماه ۱۴۰۳

فهرست مطالب

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

مروری بر افته

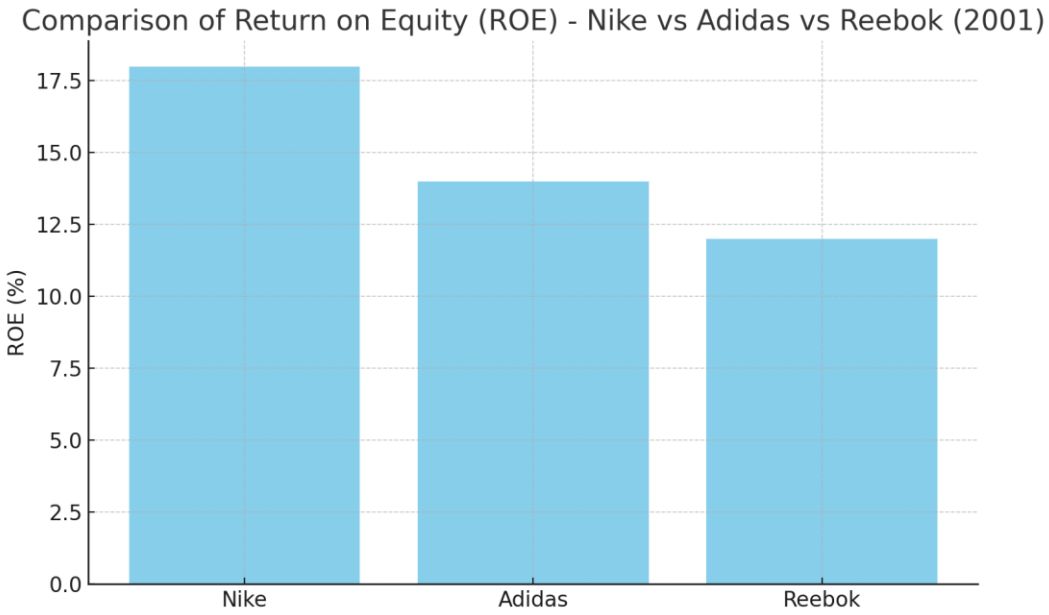
- ✓ درباره‌ی صندوق شرکت‌های بزرگ نورث‌پوینت
- ✓ درباره‌ی شرکت نایک
- ✓ نتایج ارزیابی‌های تحلیل‌گران
- ✓ هدف نهایی افته
- ✓ موضوع محوری افته

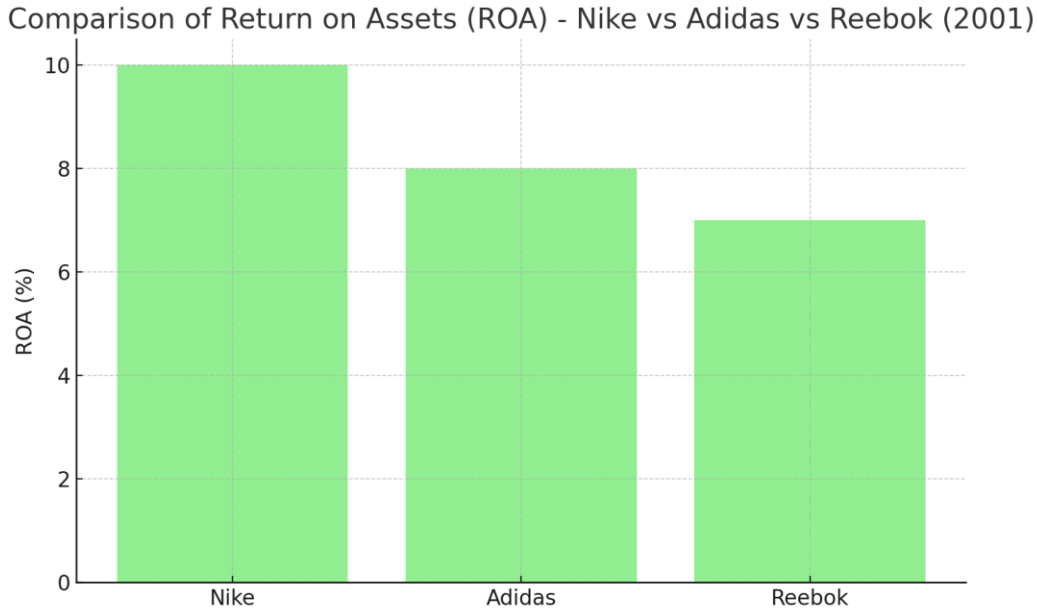
در این ارائه به تحلیل مالی و استراتژیک شرکت نایک Nike، یکی از بزرگترین تولیدکنندگان پوشاک ورزشی جهان، می‌پردازیم. تمرکز اصلی بر روی ارزیابی مدل‌های جریان نقدی تنزیل‌شده DCF و هزینه‌ی میانگین موزون سرمایه WACC خواهد بود.

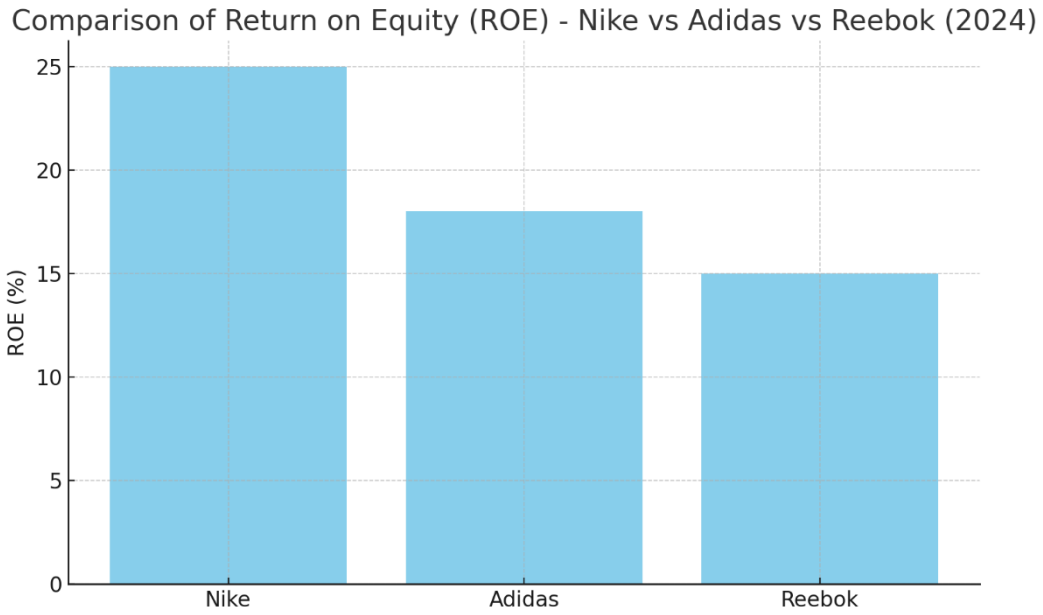
تحلیل مالی شرکت نایک

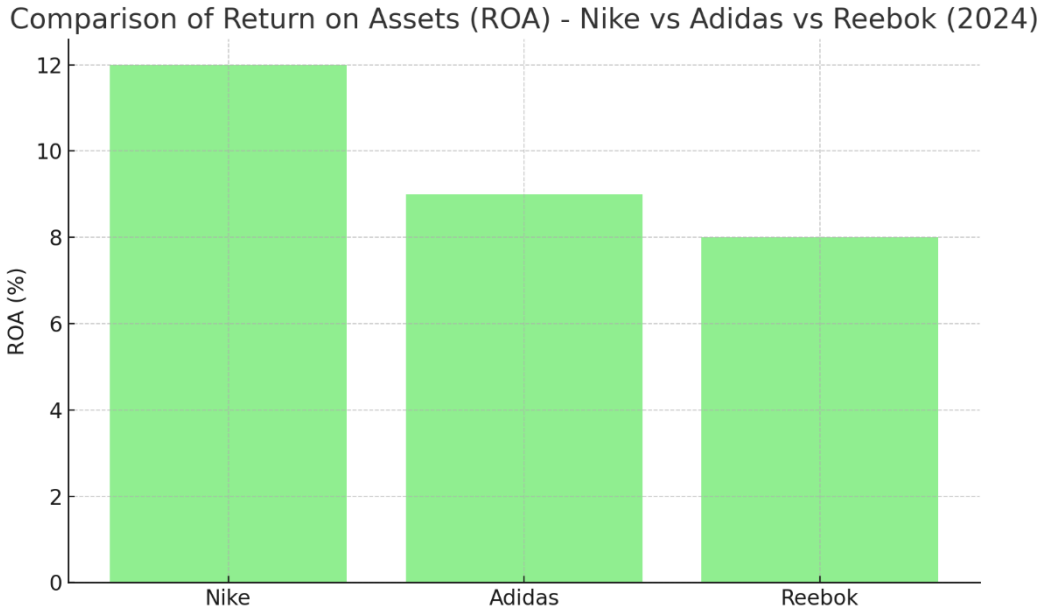
- **سال تأسیس**: ۱۹۶۴ با نام Blue Ribbon Sports؛ تغییر نام به Nike در سال ۱۹۷۱
- **بنیان‌گذاران**: فیل نایت و بیل باورمن
- **محصولات اصلی**: کفش‌های ورزشی، پوشاک، تجهیزات ورزشی
- **درآمد سال ۲۰۲۳**: ۴۴/۵ میلیارد دلار
- **جایگاه جهانی**: یکی از شرکت‌های برتر در لیست Fortune 500
- **هدف ارائه**: تحلیل مالی و ارزیابی مدل‌های ارزش‌گذاری نایک برای تعیین استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در سال‌های قبل

تاریخچه‌ی نایک

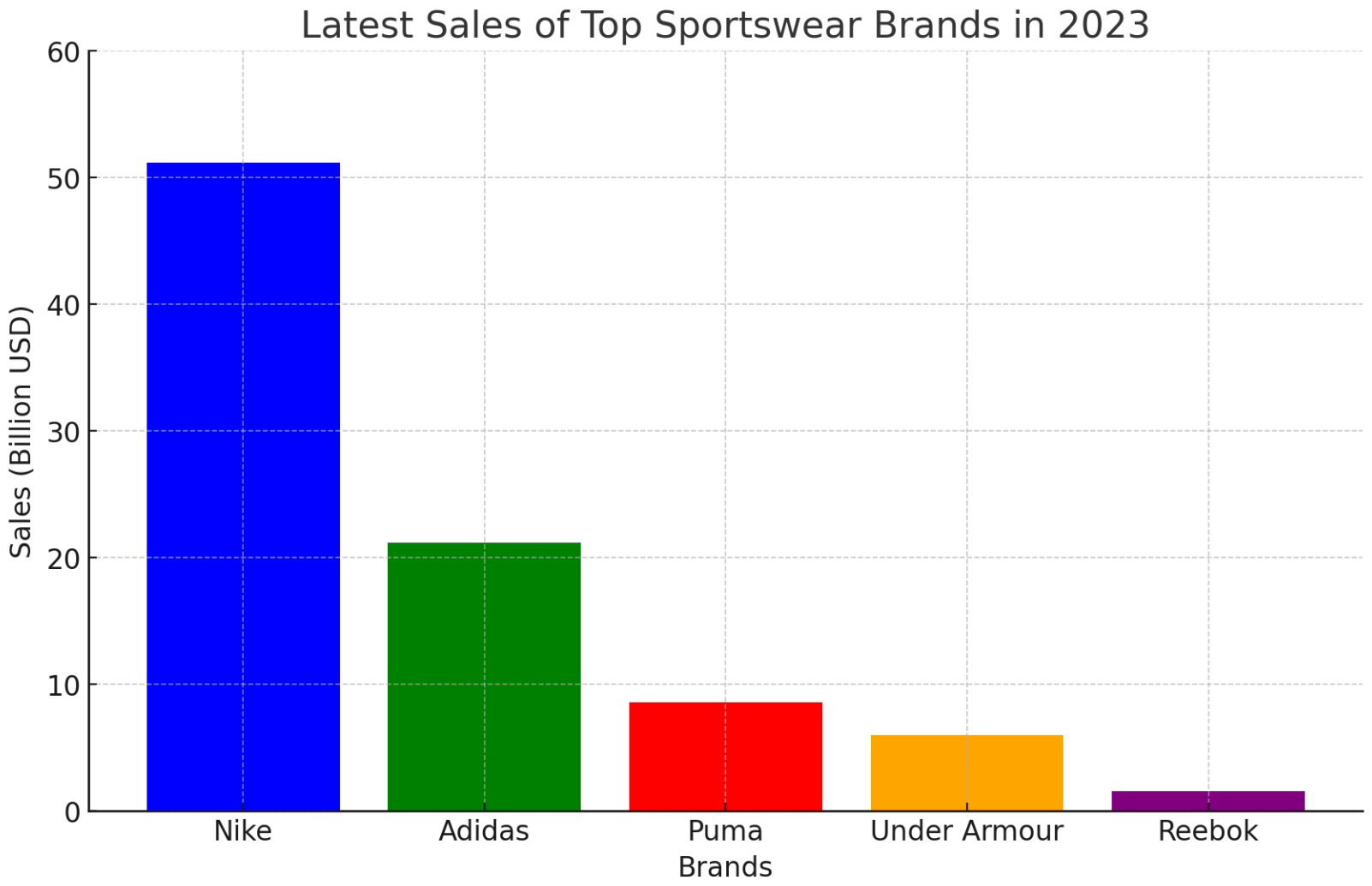

Comparison of Return on Equity (ROE) - Nike vs Adidas vs Reebok (2001)
ROE (%)
17.5
15.0
12.5
10.0
7.5
5.0
2.5
0.0
Nike
Adidas
Reebok


Comparison of Return on Assets (ROA) - Nike vs Adidas vs Reebok (2001)
ROA (%)
10
8
6
4
2
0
Nike
Adidas
Reebok


Comparison of Return on Equity (ROE) - Nike vs Adidas vs Reebok (2024)
ROE (%)
0
5
10
15
20
25
Nike
Adidas
Reebok


Comparison of Return on Assets (ROA) - Nike vs Adidas vs Reebok (2024)
ROA (%)
0
2
4
6
8
10
12
Nike
Adidas
Reebok

فروش تولیدی‌های بزرگ کفش ورزشی در ۲۰۲۳



در دو نمودار بالا، عملکرد نایک با Adidas و Reebok مقایسه می‌شود. مقایسه‌ی شاخص‌های بازده حقوق صاحبان سهام ROE و بازده دارایی‌ها ROA برای سال‌های ۲۰۰۱ و ۲۰۲۴ را نشان داده است. داده‌ها نشان می‌دهند که نایک همچنان در هر دو شاخص عملکرد بهتری نسبت به رقبای خود دارد، به‌ویژه در بازده حقوق صاحبان سهام ROE که به مرز ۲۵ درصد رسیده است.

معرفی و پیش‌زمینه

- **پیش‌زمینه‌ی شرکت نایک در دوره‌ی زمانی افته**
- **سال تأسیس نایک:** ۱۹۶۴
- **نقاط کلیدی در تاریخچه:** نایک از دهه‌ی ۱۹۷۰ به یکی از بزرگترین شرکت‌های تولیدکننده‌ی کفش و پوشاک ورزشی تبدیل شده است.
- **عملکرد اخیر نایک تا سال افته:** رشد مداوم درآمد، بهبود حاشیه‌ی سود عملیاتی، و افزایش سهم بازار در آمریکا و بین‌المللی.
- **هدف ارائه:** بررسی تصمیمات مالی کلیدی نایک و ارائه‌ی توصیه‌هایی بر اساس ارزش‌گذاری شرکت با استفاده از داده‌های موجود در افته.

چالش‌های شرکت نایک در دوره‌ی افته و امروز

- **چالش‌های کلیدی نایک در زمان افته**
- **رقابت شدید:** در آن زمان، شرکت‌های بزرگی مانند Adidas و Reebok از رقبای اصلی نایک بودند.
- **تحولات بازار جهانی:** تغییرات در قوانین تجاری و مسائل مربوط به زنجیره‌ی تأمین جهانی تأثیر مهمی بر عملکرد نایک داشته‌اند.
- **فشارهای قیمتی:** در دوره‌ی افته، نایک به دلیل تغییرات در هزینه‌های تولید و رقابت قیمتی با چالش‌هایی روبرو بوده است.
- **چالش‌های کلیدی نایک در شرایط امروز**
- **رقابت شدید**: شرکت‌هایی مانند Adidas، Under Armour، و Puma رقبای اصلی نایک هستند. این رقابت منجر به فشار بر قیمت‌گذاری و سوددهی می‌شود.
- **نوسانات بازار**: نوسانات نرخ ارز و تغییرات در قوانین تجاری بین‌المللی تأثیر منفی بر درآمدهای نایک دارد.
- **انتظارات مصرف‌کنندگان**: تغییرات سریع در نیازها و ترجیحات مشتریان به خصوص در زمینه‌ی فناوری و پایداری محصولات، چالشی برای نایک است.
- **محدودیت‌های تولید و عرضه**: مسائل زنجیره‌ی تأمین جهانی و تولید، مشکلاتی در تأمین به موقع محصولات ایجاد می‌کند.

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 ژوئیه‌ی 2001

درباره‌ی صندوق شرکت‌های بزرگ نورث پوینت

سند خط مشی سرمایه‌گذاری

- صندوق عمدتاً در سهام 500 شرکت مجله‌ی فورچون و با تأکید بر سهام ارزشی سرمایه‌گذاری می‌کرد.

عملکرد اخیر صندوق

سال	صندوق نورث پوینت	اس اند پی
2000	%20/7	%- 10/1
شش ماه اول 2001	%6/4	%-7/3

درباره‌ی شرکت نایک

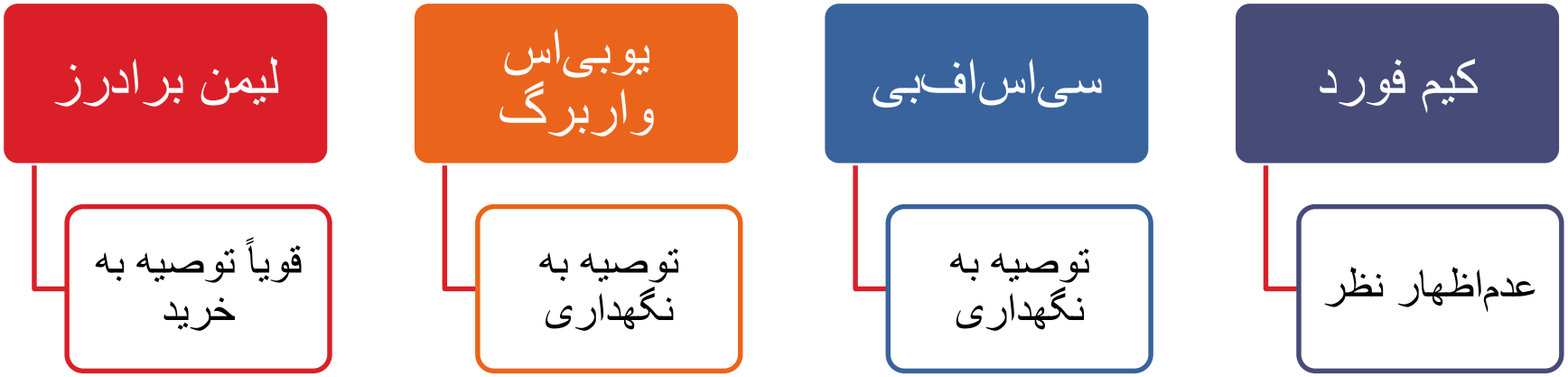
وضعیت اخیر شرکت نایک

- از سال 1997 تا اواسط سال 2001:
- درآمد سالانه در حوالی 9 میلیارد دلار تثبیت شده است.
- سود خالص از 800 به 580 میلیون دلار سقوط کرده است.
- سهم بازار کفش‌های ورزشی از 48 به 42 درصد کاهش یافته است.

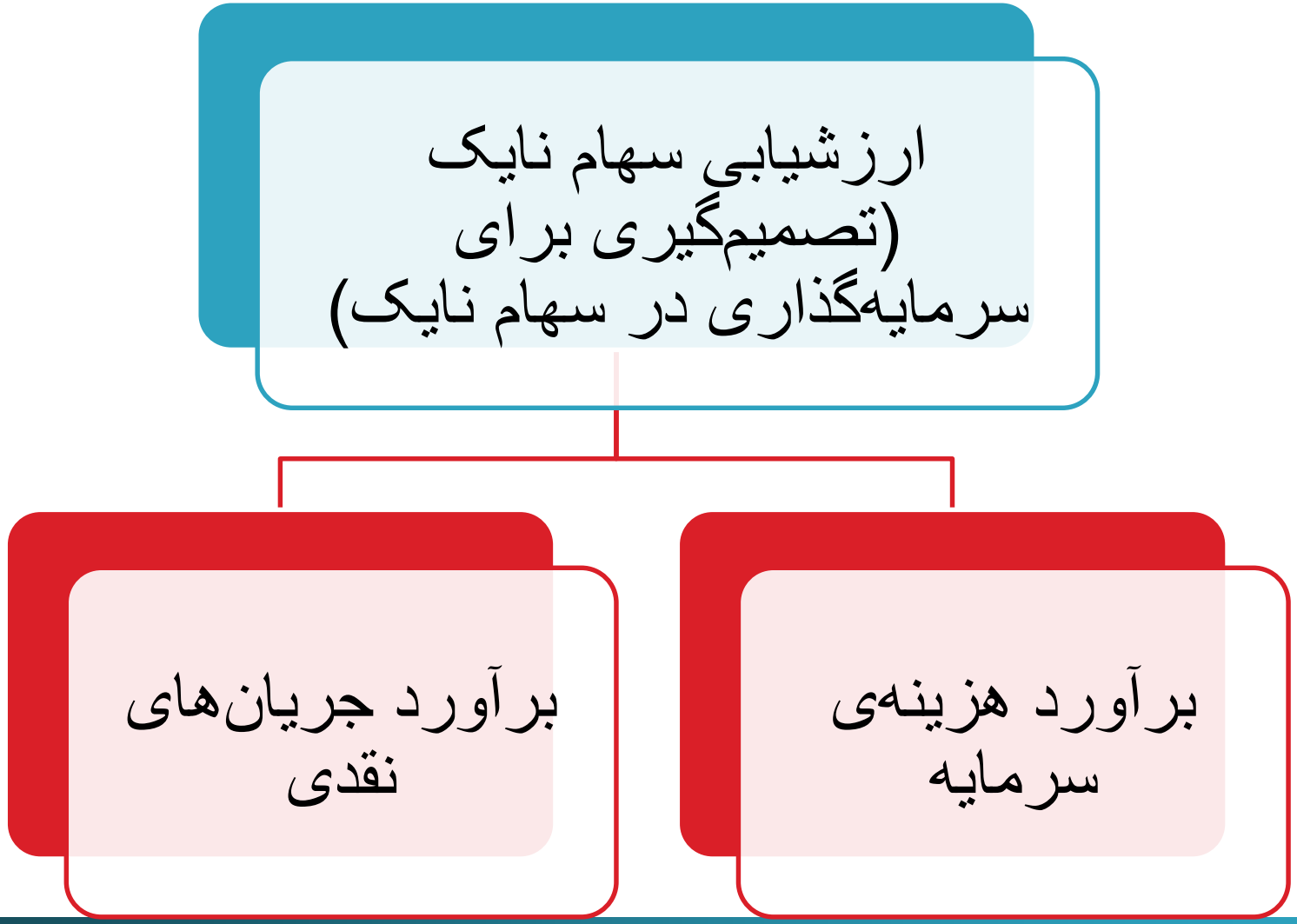
برنامه‌های آتی

- رشد فروش و بهبود کارایی
- ورود به بازار کفش‌های میان‌قیمت و نیز لباس ورزشی
- رشد درآمد بین 8 تا 10 درصد؛ رشد سود بالای 15 درصد

ارزیابی‌های تحلیل‌گران



هدف نهایی افته



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 هزینه سرمایه

رویکردهای مقایسه‌ی قیمت سهام با ارزش ذاتی

مقایسه‌ی نرخ‌ها

- چنان‌چه نرخ بازده مورد انتظار شرکت بیش‌تر و کم‌تر از هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت باشد، به‌ترتیب پایین‌تر از ارزش، و بالاتراز ارزش ذاتی محسوب می‌شود.

مقایسه‌ی ارزش‌ها

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

رابطه‌ی میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه

$$WACC = W_D K_D + W_E K_E$$

اجزای رابطه‌ی WACC

هزینه‌ی اجزای سرمایه

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

ساختار سرمایه

- اجزای سرمایه
- وزن نسبی هرکدام از اجزای سرمایه

پیشنهادهایی برای محاسبه‌ی هزینه‌ی سرمایه

- ✓ یک یا چند هزینه‌ی سرمایه
- ✓ اجزای سرمایه
- ✓ وزن نسبی اجزای سرمایه
- ✓ هزینه‌ی اجزای سرمایه
- ✓ هزینه‌ی سرمایه‌ی نایک
- ✓ تصمیم‌گیری

یک یا چند هزینه‌ی سرمایه

برای تصمیم‌گیری راجع به محاسبه‌ی یک هزینه‌ی سرمایه‌ی کلی و یا محاسبه‌ی چندهزینه‌ی 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. هرچند اندازه‌ی نسبی سایر واحدهای شرکت به‌اندازه‌ای 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 یک هزینه‌ی سرمایه‌ی کلی را توجیه‌پذیر می‌سازد. بر این اساس انتخاب یک هزینه‌ی سرمایه را نمی‌توان کاری اشتباه قلمداد کرد، ولی می‌توان آن را به‌عنوان مشکلی بالقوه موردتوجه 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.

Equity = Stock Price x .ber of Shares Outstanding= $42.09 X 271.5= $11,427.435 million

Equity = 11,427.435 million

Debt = 1296.6

WE = 89.81% 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* historical Beta + 0.33 = 0.67* 0.69 +0.33=0.79

first approach: $K_E = K_{rf} + ß\ (K_m - K_{rf})$ = 3.59%+0.79*7.5%=9.53%
(risk free rate: 1 year treasury bill , market risk premium: arithmetic mean)

Second approach: $K_E = K_{rf} + ß\ (K_m - K_{rf})$ = 5.39%+0.79*5.9%=10.06%
(risk free rate: 10 year treasury note , market risk premium: geometric mean)

DGM

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

محاسبه‌ی هزینه‌ی سرمایه

از آن‌جا که سهم نایک در سبد متنوع صندوق شرکت‌های بزرگ نورث پوینت جای می‌گیرد، از CAPM برای محاسبه‌ی هزینه‌ی سهام عادی استفاده کرده‌ایم، بنابراین:

$$WACC = W_D K_D + W_E K_E$$

first approach:

$$WACC = 10.19 \times 4.44\% + 89.81 \times 9.53\% = 9.01\%$$

Second approach:

$$WACC = 10.19 \times 4.44\% + 89.81 \times 10.06\% = 9.49\%$$

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 پیش‌بینی‌شده (I)

درآمدها

- مدیران شرکت رشد بلندمدت درآمد نایک را 8 تا 10 درصد و رشد سود را بیش از 15 درصد هدف‌گذاری کرده اند، 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 حالی‌که مطابق ترازنامه و صورت سود و زیان نایک، خالص دارایی‌های ثابت مشهود (کارخانه و تجهیزات) در سال 2000 و 2001 تقریباً معادل 17 درصد فروش بوده است.

صورت جریان‌های نقدی پیش‌بینی‌شده (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 2001 همخوانی ندارد.

شیوه‌ی شناسایی جریان وجوه نقد

- آقای فورد فرض کرده است تمام جریان‌های نقدی در آخر سال ایجاد می‌شوند، در صورتی‌که با توجه به کسب‌وکار نایک به نظر می‌رسد، شناسایی جریان‌های نقدی در میانه‌ی سال مالی شیوه‌ی منطقی‌تری است.

جمع‌بندی و تصمیم‌گیری

- ✓ جمع‌بندی راجع به هزینه‌ی سرمایه
- ✓ جمع‌بندی راجع به جریان‌های نقدی پیش‌بینی‌شده
- ✓ تصمیم‌گیری راجع به سهام شرکت نایک

جمع‌بندی: هزینه‌ی سرمایه

هزینه‌ی سرمایه

- پس از اصلاحات صورت‌گرفته در مفروضات و محاسبات آقای کوهن، نرخ هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت در رویکرد اول 9.01% و در رویکرد دوم 9.49% برآورد شده است. با توجه به افق زمانی بلندمدت ارزش‌گذاری سهام نایک، استفاده از هزینه‌ی سرمایه‌ی بدست‌آمده از رویکرد دوم مناسب‌تر است.

جمع‌بندی: جریان‌های نقدی

جریان‌های نقدی

- مفروضات آقای فورد در برآورد درآمدهای آتی تا حدودی محافظه‌کارانه است، چراکه رشد درآمدها را کمتر از رشد هدف‌گذاری‌شده 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؛ البته مناسب‌تر است که سطح عمومی قیمت‌ها در محاسبات لحاظ شود و خالص هزینه‌های سرمایه‌ای با شاخص تورم رشد داده شود.
- سایر مسائل مطرح‌شده نیز مسائل عمده‌ای نیستند، بنابراین، صورت جریان‌های نقدی پیش‌بینی‌شده‌ی آقای فورد نسبتاً قابل‌قبول است.

ارزیابی مالی: مدل جریان نقدی تنزیل‌شده DCF

- **معرفی مدل DCF**
- **تعریف**: مدل جریان نقدی تنزیل‌شده Discounted Cash Flow - DCF ابزار ارزیابی مالی است که ارزش هر شرکت را بر اساس جریان‌های نقدی آتی آن محاسبه می‌کند.
- **محاسبه‌ی جریان نقدی آزاد FCF** برای نایک، محاسبه‌ی جریان نقدی آزاد از طریق بررسی درآمد خالص، استهلاک، تغییرات در سرمایه در گردش و سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌ای انجام می‌شود.
- **مفروضات اصلی**:
  1. **نرخ تنزیل**: استفاده از نرخ تنزیل برای تبدیل جریان‌های نقدی آتی به ارزش فعلی
  2. **نرخ رشد**: پیش‌بینی نرخ رشد جریان‌های نقدی برای نایک
  3. **دوره‌ی زمانی**: پیش‌بینی برای ۵ تا ۱۰ سال آینده
- **نتیجه‌گیری اولیه**: ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی نشان‌دهنده‌ی وضعیت مالی قوی نایک و پتانسیل بالا برای رشد در آینده است.

** برای مشاهده‌ی محاسبات به اکسل رجوع شود.*

تصمیم‌گیری

اگر تجزیه‌وتحلیل جریان‌های نقدی آقای کیم فورد (نمودار 2) را قبول داشته باشیم:

- از آن‌جا که ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی شرکت نایک با نرخ تنزیل 9.49%، به ازای هر سهم (55/78) بیش از قیمت فعلی سهم (42/09) است، نایک زیر قیمت ذاتی است، و خرید آن توصیه می‌شود.
- به‌عنوان رویکرد دیگر، از آن‌جا که نرخ بازده مورد انتظار 11/17 درصد (نرخ بازده داخلی: نرخی که ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی را برابر با قیمت فعلی سهم شرکت می‌کند) بیش از هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت (9/49%) است، نایک زیر قیمت ذاتی است، و خرید آن توصیه می‌شود.

با تشکر