

2 - نسب السعر *Price Ratios*

نظرا للمحددات التي يعاني منها نموذج خصم الارباح *DDM* بصوره المتعددة . فان المحلل المالي قد يستخدم نماذج اخرى لتوسيع تحليلاته ومنها نماذج مدخل نسب السعر التي لا تستند الى مبدا الخصم للتدفقات النقدية المتوقعة للسهم. بل تعتمد اسعار الاسهم السوقية للدلالة على القيمة الحقيقية للسهم من خلال نسبها الى مؤشرات محاسبية مثل ربحية السهم الواحد *EPS* والقيمة الدفترية للسهم *BVPS* ، والتدفق النقدي للسهم الواحد *CFPS* وعلى وفق الاتي :

أ - نسبة السعر الى ربحية السهم الواحد *Price Earning Per Share Ratio*

تسمى هذه النسبة بمضاعف الربح ويرمز لها *P/E* ومضمونها يعني عدد المرات التي يستلم بها المستثمر الربح لتبرير السعر المدفوع بالسهم . وتعد من المؤشرات المهمة للبورصة كونها دالة الى معدل النمو في ربحية السهم الواحد ، وترتبط قيمتها بعلاقة طردية مع هذا المعدل. كما انها دالة الى مخاطر الربح (الانحراف المعياري) وترتبط هذه النسبة بعلاقة عكسية مع المخاطرة ، لان المستثمر يقيم السهم بناء على معدلات النمو في الربحية . لذلك يصنف عموم المستثمرين والمحللين الماليين اسهم الشركات التي لها نسبة *P/E* مرتفعة على انها اسهم نمو *Growth Stock* في حين يطلق صفة اسهم القيمة *Stock Value* على اسهم الشركات ذات *P/E* المنخفضة. يحسب مضاعف الارباح *P/E* على وفق الاتي:

$$\text{Multiplier Earning} = \frac{MP}{EPS} = \text{Times}$$

اذ ان :

MP : سعر اغلاق السهم في بورصة الاوراق المالية

EPS : تمثل ربحية السهم الواحد (صافي الربح المتاح لحملة الاسهم العادية مقسوم على عدد

الاسهم)

وفي اطار تحديد القيمة الحقيقية للسهم باستخدام هذه النسبة (السعر المتوقع في المستقبل) فان المحلل المالي يستخدم متوسط نسبة P/E التاريخية مع الاخذ بنظر الاعتبار ربحية السهم الواحد المتوقعة وعلى وفق الاتي :

$$P_0 = PER \times EPS_0 (1 + g)$$

اذ ان :

EPS_0 : تمثل ربحية السهم الحالية

g : معدل في ربحية السهم الواحد

فاذا علمت ان ربحية السهم الواحد الحالية لاحدى الشركات 4 دينار ، ويتوقع ان تنمو بمعدل 5.5% سنويا وان سهم الشركة يباع في السوق الان بسعر 20 دينار.

المطلوب : حساب مكرر الارباح والقيمة الحالية للسهم المتوقعة :

$$\text{Multiplier Earning} = \frac{20}{4} = 5 \text{ Times}$$

$$P_0 = 5 \times 4 (1 + 0.055) = 21.1 \text{ ID}$$

اذا السعر المتوقع في السنة المقبلة يجب ان لا يقل عن 21.1 دينار طبقا الى معدل النمو المتوقع في ربحية السهم الواحد.

يتضح من الامثلة السابقة ان قيمة السهم الحالية دالة الى معدل النمو في ربحية السهم الواحد ومضاعف الربح (P/E). ولذلك فان P/E هي الاخرى دالة الى معدل النمو في ربحية السهم الواحد. وعليه يمكن القول ان نسبة P/E هي النسبة المخصوصة لنسبة الدفع المتوقعة في المستقبل وعلى وفق الاتي :

$$PER = \frac{\frac{D}{EPS}(1+g)}{K-g}$$

اذ ان $\frac{D}{EPS}$ تمثل نسبة الدفع الحالية (نسبة الارباح الموزعة على المساهمين) .

فعلى سبيل المثال لو بلغ معدل الخصم 15% ونسبة توزيع الارباح بلغت 50% ، ويتوقع ان تنمو الارباح المتوقع توزيعها على المساهمين بنسبة ثابتة 10% . فان PER تساوي :

$$PER = \frac{0.50(1+0.10)}{0.15-0.10} = 11 \text{ Times}$$

ب - نسبة السعر الى التدفق النقدي $Price - Cash Flow Ratio$

يقصد بالتدفق النقدي صافي الربح مضافا اليه قسط الاندثار السنوي ، ويفضل بعض المحللين الماليين النظر الى التدفق النقدي للسهم الواحد $CFPS$ عند تقييم الاسهم العادية ، كونه اكثر دلالة من صافي الربح عند تقييم الاداء المالي للشركة او عند المقارنة بين الشركات. ونظرا لاختلاف طرق احتساب الاندثار ، فان صافي الربح لشركتين متساوية في الايرادات والمصروفات النقدية ومختلفتين في طرق احتساب الاندثار ، لا يعد مؤشرا للتمييز بينهما.

ان مؤشر نسبة $P/CFPS$ يمكن ان تكون دالة لجودة الارباح والمقصود بالجودة ان الارباح المحاسبية تعكس التدفق النقدي الفعلي وليس ارقام محاسبية فقط. ولذلك هذه النسبة هي دالة لمعدل النمو في الارباح ، وتحصيل حاصل الى معدل النمو في التدفق النقدي ، وتحسب على وفق الاتي :

$$PCR = \frac{MP}{C_0} = \text{Times}$$

$$P_0 = PCR \times C_0 (1 + g)$$

اذ ان :

C_0 : التدفق النقدي للسهم الواحد

g : معدل النمو في التدفق النقدي

افرض ان سهم احدى الشركات كان يباع الان بسعر 20 دينار للسهم الواحد ، والتدفق النقدي الحالي للسهم 1.2 دينار ، ويتوقع ان ينمو بمعدل 6.5 % ، فما هو السعر المتوقع للسهم في المستقبل.

$$PCR = \frac{20}{4} = 5 \text{ Times}$$

$$P_0 = 5 \times 4 (1+0.055) = 21.1 \text{ ID}$$

ج - نسبة السعر الى القيمة الدفترية Price – Book Ratio

تعتمد هذه النسبة على المقياس المحاسبي لثروة السهم الواحد ، ويطلق عليها في بعض الاحيان بنسبة السوق الى القيمة ويرمز لها $PBVR$. وهناك اعتقاد سائد بين المحللين الماليين وعموم المستثمرين ان السهم يجب ان لا يباع باقل من قيمته الدفترية على الاقل في الاجل الطويل وعليه فان نسبة $PBVR$ مؤشر لقدرة الشركة على خلق الثروة لحمة الاسهم. لذا الشركة التي لها نسبة $PBVR$ اكبر من الواحد الصحيح ، توصف بانها شركة قادرة على خلق الثروة والعكس من ذلك فانه مؤشر لضعف قدرة الشركة على خلق الثروة.

اهم محدد لهذه النسبة هو المقياس المحاسبي للقيمة الدفترية للسهم الواحد ($BVPS$). وهذا المحدد هو نتيجة لاختلاف بعض المعالجات المحاسبية المستخدمة في اعداد الكشوفات المالية. الا انه يمكن التخفيف من اثار هذا المحدد من خلال اعتماد معدلات النمو في الارباح ونسبة الاحتجاز لاعادة تمويل الفرص الاستثمارية. ويظهر ذلك واضحا في اسهم الشركات التي تكتسب صفة النمو كونها تميل الى احتجاز الجزء الاكبر من ارباحها لتمويل فرص النمو ، وبذلك يمكن اعتماد النسبة في تحديد القيمة الحقيقية للسهم. وعلى وفق الاتي :

$$PBVR = \frac{MP}{BV_0} = \text{Times}$$

$$P_0 = PBVR \times BV_0 (1 + g)$$

اذ ان :

$PBVR$: مضاعف القيمة الدفترية

MP : القيمة السوقية للسهم

BV_0 : القيمة الدفترية للسهم الواحد الحالية

g : معدل النمو المتوقع في ارباح الشركة والذي يفضل احتسابه على اساس معدل النمو

المحتمل الذي تم عرضه سابقا $(1 + g) BV_0$ القيمة الدفترية المتوقعة.

فعلى سبيل المثال يباع سهم احدى الشركات الان في السوق بسعر 25 دينار ، والقيمة الدفترية

الحالية للسهم الواحد 2.5 دينار ، ويتوقع ان تنمو ارباح الشركة بمعدل 6.5 % . فما هو

السعر المتوقع للسهم.

$$PBVR = \frac{25}{2.5} = 10 \text{ Times}$$

$$P_0 = 10 \times 2.5(1 + 0.065) = 26.63 \text{ ID}$$