



حساب پردازان معاصر ماندگار

*Hesab Pardazan Moaser Mandegar*

The power of

**FREE**  
**CASH**  
**FLOW**



[www.hpmgroup.co](http://www.hpmgroup.co)

جریان نقدی آزاد (FCF)

تاریخ: ۱۳۹۸/۰۳/۱۶

## جریان نقدی آزاد چیست؟

جریان نقدی آزاد نشان دهنده پول نقدی است که شرکت پس از خروج وجه نقد برای حمایت از عملیات جاری و حفظ دارایی های سرمایه خود در اختیار دارد. به بیان دیگر، جریان نقد آزاد عبارت است از جریان نقدی که در اختیار شرکت است و می تواند بین سرمایه گذاران توزیع کند. برخلاف عایدات یا سود خالص، جریان نقدی آزاد، معیار سودآوری است که هزینه های غیر نقدی را از صورتحساب سود(زیان) حذف می کند (مانند استهلاک تجهیزات و دارایی ها) و همچنین شامل تغییرات در سرمایه در گردش است. پرداخت های بهره از تعریف پذیرفته شده جریان نقدی آزاد حذف شده است.

بانکداران و تحلیلگران سرمایه گذاری که نیاز به ارزیابی عملکرد مورد انتظار شرکت با ساختارهای سرمایه ای مختلف دارند، از تغییرات جریان نقد آزاد مانند جریان نقد آزاد شرکت و جریان نقد آزاد صاحبان سهام، برای سوددهی و پرداخت وام ها استفاده می کنند. مانند فروش و درآمدها، جریان نقدی آزاد اغلب بر مبنای هر سهم ارزشیابی می شود تا نتیجه خوبی را ارائه کند.

## چرا جریان نقدی آزاد استفاده می شود؟

جریان نقدی آزاد جریان نقدی موجود برای همه سرمایه گذاران در یک شرکت است، از جمله سهامداران معمولی، سهامداران ممتاز و وام دهندگان. بعضی از سرمایه گذاران، جریان وجه نقد آزاد یا FCF هر سهم را بیش از عایدات و سود هر سهم به عنوان معیار سودآوری ترجیح می دهند. با این حال، چون FCF برای سرمایه گذاری در دارایی، ماشین آلات و تجهیزات حساب می شود، در طول زمان می تواند یکنواخت نباشد.

تصور کنید درآمد یک شرکت قبل از کسر، استهلاک، بهره، و مالیات (EBITDA) سالی یک میلیون دلار باشد. همچنین فرض کنید که این شرکت تغییری در سرمایه در گردش (دارایی های جاری - بدهی های جاری) نداشته است، اما در پایان سال، تجهیزات جدیدی به ارزش ۸۰۰۰۰۰ دلار خریداری کند. هزینه تجهیزات جدید در طول زمان در صورت حساب سود(زیان) زیاد خواهد شد و تاثیر آن کاهش منافع خواهد بود.

با این حال، به دلیل اینکه FCF برای همه تجهیزات یکبار به حساب می آید، این شرکت در گزارش خود مقدار جریان وجه نقد آزاد را \$۲۰۰,۰۰۰ گزارش می کند (\$800,000 - \$1,000,000) در دوره مالی که سود قبل از استهلاک، بهره و مالیات آن \$1,000,000 است.

اگر فرض کنیم که همه چیز ثابت بماند و خرید تجهیزات دیگر وجود نداشته باشد، EBITDA و FCF در سال آینده برابر خواهد بود. در این وضعیت، یک سرمایه گذار باید مشخص کند که چرا FCF کم شده همچنین به سرعت ظرف یکسال برگشته به حالت قبلی و اگر احتمالاً این تغییر در آینده نیز ادامه یابد.

## جریان نقدی آزاد (FCF) در تجزیه و تحلیل شرکت

از آنجا که FCF برای تغییرات در سرمایه در گردش به حساب می آید، می تواند بینش های مهم در مورد ارزش یک شرکت و سلامت روندهای بنیادی آن ارائه دهد.

به عنوان مثال، کاهش در حساب های پرداختنی (جریان خروجی) می تواند به این معنا باشد که فروشندگان به پرداخت سریع تر نیاز دارند. کاهش در حسابهای دریافتی (جریان ورودی) به این معنی است که شرکت سریعتر مطالبات خود را از مشتریان خود جمع آوری

می کند. افزایش موجودیها (جریان خروجی) می تواند نشانگر حجم زیادی از محصولات و مواد در انبار باشد. معنی سرمایه در گردش یک معیاری از سودآوری را ایجاد می کند که در صورت حساب سود(زیان) نادیده گرفته شده است.

فرض کنید که یک شرکت سالانه ۵۰ میلیون دلار سود خالص برای دهه گذشته کسب کرده است. در ظاهر، به نظر می رسد شرایط شرکت پایدار است، اما اگر FCF در طول دو سال گذشته کاهش یافته باشد چنانکه موجودی ها افزایش داشته (جریان خروجی)، مشتریان بدهیهای خود را با تاخیر پرداخت کرده باشند (جریان خروجی) و فروشندگان در وصول مطالبات خود از شرکت شتاب گرفته باشند (جریان خروجی) چه باید کرد؟ در این وضعیت، FCF یک ضعف جدی مالی را نشان می دهد که تنها از طریق بررسی صورتحساب سود(زیان) حاصل نمی شود.

FCF همچنین به عنوان نقطه شروع برای سهامداران بالقوه و یا وام دهندگان به منظور ارزیابی اینکه احتمالاً شرکت قادر به پرداخت سود سهام یا بهره مورد انتظار خود می باشند، مفید خواهد بود. اگر بدهی های شرکت از FCF کسر شود، وام دهندگان جهت پرداخت وام های اضافی ایده بهتری برای کیفیت جریان های نقدی موجود خواهند داشت. به طور مشابه، سهامداران می توانند از جریان وجه نقد آزاد به پرداخت سود فکر کنند، و از آن در مورد ثبات مورد انتظار در پرداخت های سود تقسیمی استفاده کنند.

### محاسبات جریان نقدی آزاد (FCF)

FCF را می توان با جریان های نقدی از فعالیت های عملیاتی در صورت جریان وجه نقد شروع و محاسبه کرد زیرا این عدد پیش از تعدیل درآمد بابت پرداخت های بهره، هزینه های غیر نقدی و تغییرات در سرمایه در گردش تنظیم شده است.

محل استقرار	عامل
صورت جریان وجه نقد	جریان های نقدی از فعالیت های عملیاتی
صورت حساب سود و زیان	هزینه بهره
صورت حساب سود و زیان	پوشش مالیاتی برای هزینه بهره
صورت جریان وجه نقد (جریان نقد از سرمایه گذاری های عملیاتی)	مخارج سرمایه ای CAPEX
	جریان نقدی آزاد

صورت حساب سود و زیان و ترازنامه نیز می تواند برای محاسبه FCF استفاده شود.

محل استقرار	عامل
صورت حساب سود و زیان	سود قبل از بهره و مالیات $\times (1 - \text{نرخ مالیات})$
صورت حساب سود و زیان	هزینه های غیر نقدی (استهلاک داراییهای ثابت مشهود و غیر مشهود، غیره)
ترازنامه (دوره جاری و دوره قبل)	تغییر در دارایی و بدهی جاری
	مخارج سرمایه ای CAPEX
	جریان نقدی آزاد

سایر عوامل از صورت سود و زیان، ترازنامه و صورت جریان وجوه نقد می توانند برای رسیدن به همان محاسبه استفاده شوند. به عنوان مثال، اگر EBIT داده نشود، یک سرمایه گذار می تواند در محاسبه صحیح به روش زیر اقدام کند.

عامل	محل استقرار
سود خالص	صورت حساب سود و زیان
هزینه های بهره	صورت حساب سود و زیان
پوشش مالیاتی برای هزینه بهره	صورت حساب سود و زیان
هزینه های غیر نقدی (استهلاک داراییهای ثابت مشهود و غیر مشهود ، غیره)	صورت حساب سود و زیان
تغییر در دارایی و بدهی جاری	ترازنامه (دوره جاری و دوره قبل)
مخارج سرمایه ای CAPEX	
جریان نقدی آزاد	

در حالی که FCF یک ابزار مفید است، بعنوان یکی دیگر از اقلام صورتهای مالی، برای افشای اطلاعات مالی مورد استفاده قرار نمی گیرد. این موضوع باعث تاسف است زیرا اگر شما برای این واقعیت که هزینه های سرمایه ای (CAPEX) می تواند معیار "یکپارچه" را بسازد ، FCF هم یک ارزیابی مجدد و خوب در گزارش سودآوری شرکتها است. اگرچه تلاش برای آن ارزش دارد، اما همه سرمایه گذاران پیشینه دانشی آن را ندارند و یا تمایل به صرف زمان برای محاسبه ندارند.

### نحوه تعریف جریان نقدی آزاد "خوب"

خوشبختانه اکثر وب سایت های مالی خلاصه ای از FCF یا نمودار روند FCF را برای شرکت های عمومی ارائه می دهند. با این حال، چالش واقعی باقی می ماند: جریان نقدی آزاد چه مزیتی دارد؟ بسیاری از شرکت هایی که دارای جریان نقدی آزاد مثبت هستند، ممکن است روند نزولی سهام داشته باشند، و همچنین بالعکس ممکن است جریان نقدی آزاد منفی داشته باشند ولی روند صعودی سهام داشته باشند.

با استفاده از فرایند FCF می توانیم به تجزیه و تحلیل خود کمک کنیم. یک مفهوم که می توانیم از تحلیلگران فنی یا کارفرمایان کمک بگیریم تمرکز بر روند عملکرد اساسی است، ارزش مطلق FCF نه تمرکز بر روند عملکرد اساسی دارد و نه تمرکز بر سود یا سود سهام دارد. اگر قیمت سهام یک تابع از اصول پایه باشد، پس باید روند مثبت FCF با روند مثبت قیمت سهام رابطه مستقیم داشته باشد.

یک رویکرد مشترک استفاده از ثبات روند FCF ، گرایش به اندازه گیری ریسک است. اگر روند FCF در طی چهار تا پنج سال گذشته پایدار باشد، روند صعودی سهام نیز در آینده کاهش می یابد. با این حال، کاهش روند FCF، به ویژه روند FCF که در مقایسه با درآمد و روند فروش بسیار متفاوت است، نشانگر احتمال بیشتری از عملکرد منفی قیمت است.

این رویکرد نادیده گرفته شده که ارزش واقعی جریان نقد آزاد، با تمرکز روی شیب FCF و ارتباط آن با عملکرد قیمت است. به مثال زیر توجه کنید :

عامل	۲۰۱۳	۲۰۱۴	۲۰۱۵	۲۰۱۶	۲۰۱۷	۲۰۱۸
درآمد / فروش	\$۱۰۰	\$۱۰۵	\$۱۲۰	\$۱۲۶	\$۱۲۸	\$۱۳۰
سود هر سهم	\$۱,۰۰	\$۱,۰۳	\$۱,۱۵	\$۱,۱۷	\$۱,۱۹	\$۱,۲۰
وجه نقد آزاد	\$۰,۸۵	\$۰,۹۷	\$۱,۰۷	\$۱,۰۵	\$۰,۸۰	\$۰,۵۶

شما در مورد روند قیمت احتمالی سهام با عملکرد بنیادی متفاوت چه نتیجه ای می گیرید؟

با توجه به این روند، یک سرمایه گذار می خواهد هشدار دهد که ممکن است چیزی در مورد این شرکت خوب نباشد. اما این مسائل (اعداد مطرح شده) تاثیری در مورد درآمد و سود هر سهم (EPS) ایجاد نمی کند. چه چیزی می تواند این مسائل را ایجاد کند؟

### سرمایه گذاری در رشد

یک شرکت می تواند رگرسیون های متنوعی داشته باشد چرا که مدیریت برای سرمایه گذاری در ملک، کارخانه و تجهیزات برای رشد کسب و کار است. در مثال قبل ، سرمایه گذار می تواند تشخیص دهد که با توجه به افزایش CAPEX در سال های ۲۰۱۶ تا ۲۰۱۸ باید بررسی لازم را انجام دهد. اگر  $FCF + CAPEX$  هنوز روند صعودی داشته باشد، این سناریو می تواند ارزیابی خوبی برای ارزش سهام باشد.

### موجودی ذخیره سازی شده

بین سالهای ۲۰۱۵ تا ۲۰۱۶، شرکت دکر اوتدور کراپ (DECK) مشهور برای چکمه های UGG ، فروش خود را ۳٪ افزایش داد. با این حال، موجودی آن بیش از ۲۶ درصد رشد کرد که باعث شد که FCF شرکت با وجود درآمد افزایشی در آن سال، کاهش یابد. با استفاده از این اطلاعات، یک سرمایه گذار ممکن است بخواهد قبل از سرمایه گذاری با احتمال ریسک بیشتر بررسی کند که آیا DECK قادر به حل مسائل مربوط به موجودی محصول انبار شده خود هست یا اینکه چکمه های UGG به سادگی از مدل و مد خارج می شود.

### مشکلات اعتباری

تغییر در سرمایه در گردش می تواند با موجودی یا تغییر در حساب های قابل پرداخت و دریافت صورت بگیرد. اگر فروش یک شرکت در تقای زیاد باشد، بنابراین آنها شرایط ویژه بیشتری در خصوص پرداخت برای مشتریان خود فراهم می کنند، حساب های دریافتی افزایش می یابد، که این امر یک عامل تعدیل منفی برای FCF است. متعاقبا ، شاید تامین کنندگان شرکت مایل نیست که اعتبار مطلوب تری را برای شرکت تمدید و ایجاد کنند و به پرداخت سریعتر نیاز داشته باشند. این امر حسابهای قابل پرداخت را کاهش می دهد و همچنین تعدیل منفی برای FCF است.

از سال ۲۰۰۹ تا سال ۲۰۱۵، بسیاری از شرکت های فعال در صنعت انرژی خورشیدی در معرض این نوع مشکل اعتباری بودند. با این ذهنیت که فروش و درآمد را می توان با ارائه شرایط ویژه به مشتریان افزایش داد. با این حال، به دلیل اینکه این موضوع به طور گسترده ای در صنعت شناخته شده بود، عرضه کنندگان نسبت به گسترش شرایط اعتباری و افزایش سرعت در وصول مطالبات از این شرکت ها، تمایل کمتری داشتند. در این وضعیت، اختلاف بین روندهای اساسی در FCF مشهود بود، اما تنها با بررسی صورت حساب سود(زیان) به تنهایی قابل فهم نبود.

### نتیجه گیری پایانی :

جریان نقدی آزاد جریان نقدی است که پس از سرمایه گذاری های لازم برای حفظ و تداوم عملیات شرکت در دارایی های ثابت و سرمایه در گردش، واقعا جهت توزیع بین سرمایه گذاران باقی می ماند. صورت سود و زیان تنها سود حسابداری را بیان می کند ولی ارزش عملیات یک شرکت به وسیله جریانی از وجوه نقد که عملیات در زمان کنونی و آینده به وجود خواهند آورد، تعیین می شود. ارزش عملیات شرکت به جریان های نقدی آزاد مورد انتظار در آینده بستگی دارد.

جریان نقدی آزاد، از تطبیق سود خالص با هزینه های غیر نقدی، تغییرات سرمایه در گردش و هزینه های سرمایه (CAPEX) حاصل می شود. جریان نقد آزاد یعنوا یک معیار سودآوری است که از درآمد خالص ناهموارتر می باشد، اما می تواند افشاء کننده مشکلات اصولی قبل از تهیه صورت حساب سود و زیان باشد.

همچنین باید در نظر داشت که جریان نقدی آزاد منفی در شرایطی که سود خالص مثبت می باشد الزاما به معنی شرایط بد نیست زیرا بعضی اوقات برای پشتیبانی از رشد شرکت، سرمایه گذاری های بزرگی در دارایی های عملیاتی انجام می شود و این می تواند عامل منفی شدن جریان نقدی آزاد باشد.

تنظیم و ویرایش : محمد احمدی

براساس :

- ❖ مقاله JOHN JAGERSON در تاریخ ۲۰ می ۲۰۱۹
- ❖ کتاب مدیریت مالی در تئوری نوشته Bringham , Eugene F