



عنوان درس: **مباحث منتخب مالی**

استاد: دکتر حسین عبده تبریزی

عنوان جلسه: **بازار سهام ایران در دهه ۹۰ شمسی**

موضوع بحث: **مبانی ارزشیابی سهام در بازار: تجربه‌های ایران**

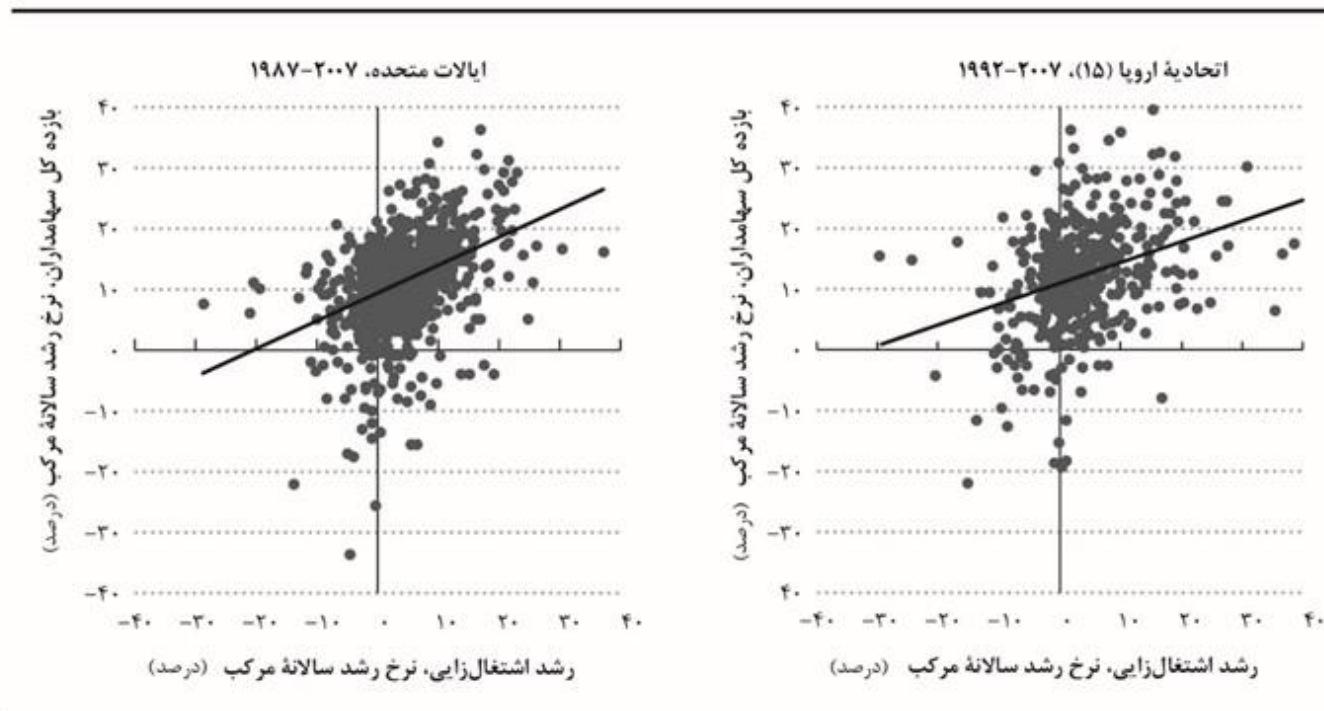
اراده دهنده: هادی لاری

۸ مهر ماه ۱۳۹۹

چرا باید بر روی ارزش شرکت‌ها تمرکز کرد؟

- در بیشتر نقاط جهان (بویژه اگر مقررات به درستی وضع شده باشد)، تمرکز بر روی ارزش منافع تمام ذی‌نفعان را فراهم می‌کند. تمام ذی‌نفعان: سهامداران، مدیران، کارمندان، ساکنان محلی اطراف شرکت، دولت و ...

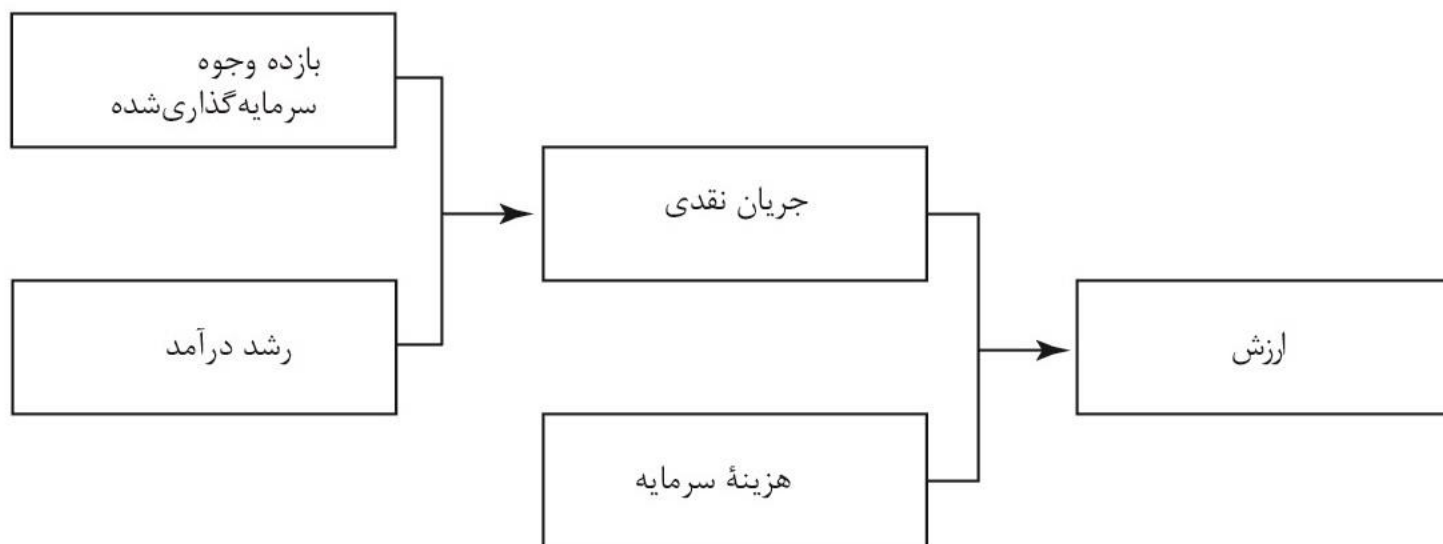
همبستگی بین بازده کل سهامداران و رشد اشتغال‌زایی



عوامل اصلی موثر بر ارزش شرکت‌ها چیست؟

- جریان نقد آزاد، جریان نقد آزاد و باز هم جریان نقد آزاد
- هزینه سرمایه

رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده محرک ارزش‌اند



خطای رایج

- برخی برای تحلیل از EPS پارسال استفاده می کنند
- برخی EPS سال جاری را پیش بینی می کنند.
- برخی EPS را تا ۲ سال آینده تخمین می زنند.
- آیا کافی است؟؟

$$\text{VALUE} = \text{EPS} \times \frac{P}{E}$$

- شاید EPS ابزار ساده و دم دستی برای ارتباط باشد، ولی همه چیز نیست !!!

چرا تمرکز بر جریان نقدی؟

- جریان نقدی مستقل از رویه‌هاست: تغییر استانداردهای حسابداری
 - شرکت ساختمانی الف پروژه بزرگی در شهر اندیشه ساخته و قصد دارد واحدهای آن را پیش فروش کند. قبلاً بر اساس استانداردهای حسابداری برای شناسایی سود ناشی از فروش واحدهای این پروژه باید حداقل ۴۰ درصد پروژه تکمیل می‌شد تا شرکت می‌توانست در حساب‌های خود سود شناسایی کند. استانداردهای جدید اجازه شناسایی سود با پیشرفت ۲۰ درصد را هم داده است. بنابراین، در گزارش ۳ ماهه آتی، شرکت الف سود خوبی شناسایی خواهد کرد. مطالعات بازار نشان داده واحدهای ساخته شده در شهر اندیشه در موقعیت نامرغوبی است و هیچ تقاضایی از سوی بازار ندارد. چه اتفاقی برای سهام شرکت خواهد افتاد؟
 - فروش اقساطی بلندمدت
- جریان نقدی عملیاتی است: درآمدهای غیرعملیاتی
 - بانک ب مالک زمین بزرگی در یکی از مناطق مرغوب شهری تهران است. اخیراً بواسطه شرکت ساختمانی زیرمجموعه خود توانسته مجوز ساخت برج بلندمرتبه‌ای را بر روی این زمین کسب کند که حاصل آن چند صد واحد مسکونی چند میلیارد تومانی است. بازار فروش واحدها هم پرتقاضا است و مشتریان دست به نقد دارد. این موضوع نه برای سال آینده که طی چند سال آینده سالیانه بیش از ۱۰۰۰ میلیارد تومان سود مازاد برای بانک ایجاد خواهد کرد. اما بعد از این چند سال چه اتفاقی می‌افتد؟ باز هم زمین دیگری وجود دارد؟ اصلاً کسب‌وکار بانک مدیریت ریسک است یا ساخت‌وساز؟
 - بانک ملت و شکایت در دادگاه لندن!

چرا تمرکز بر جریان نقدی؟

- جریان نقدی بلندمدت است: تقسیم سود

- شرکت پتروشیمی دال محبوب سهامدارها نیست. رقبایش که همگی مثل خود شرکت دال متانول تولید می‌کنند هر سال ۹۵ درصد از سود را خود بین سهامداران تقسیم می‌کنند. سهامداران وزن EPS رقا را در محاسبات خود با ضریب ۹۵ درصد اعمال می‌کنند و خوشحال هستند که آخر سال سود نقدی خوبی می‌گیرند. سهامداران دال اما همیشه مغموم هستند چون بیش از ۳ سال است که حدود ۴۰ درصد EPS معلوم نیست چه می‌شود. البته، در واقع معلوم است. شرکت دال در حال احداث واحد جدیدی برای تولید متانول است که می‌تواند کسب‌وکار اصلی شرکت را به طرز معناداری رشد دهد. گرچه واحد متانول جدید بیش از ۹۰ درصد پیشرفت فیزیکی داشته، ولی فعالان بازار این موضوع را مهم تلقی نمی‌کنند و عملاً دال را بر اساس ۶۰ درصد EPS ارزشگذاری می‌نمایند.
- شرکت گهر زمین، شرکت فولاد کاوه جنوب و ...

- جریان نقدی، نقدی است: افزایش سرمایه

- دوستی سهامدار شرکت خودروبی ج است. همواره معتقد است که این شرکت زیر قیمت واقعی معامله می‌شود. وقتی می‌پرسم چرا؟ می‌گوید تمام ماشین‌آلات و دارایی شرکت به کنار، فقط ارزش زمین‌هایش را با هم جمع می‌کنیم، اگر ارزش زمین‌ها از ارزش بازار امروز شرکت بیشتر نبود می‌پذیرم که اشتباه کردم (ارزش جایگزینی). می‌پرسم مگر قرار است زمین‌ها را بفروشند و پولش را به سهامدار بدهند؟ با این همه زمین چرا شرکت ج این همه سال زیان ده بوده؟ اصلاً زمین چه ربطی به خودروسازی دارد؟ چرا تویوتا این همه زمین ندارد؟ اگر می‌خواستی زمین بخری چرا در شرکت ساختمانی سرمایه‌گذاری نکردی؟ حالا این همه زمین را اصلاً چه کسی حاضر است بخرد؟

- او می‌گوید خبر خوش آن که افزایش سرمایه خودرو ج از محل تجدید ارزیابی دارایی‌ها در پیش است. عبارت دیگر قرار است زمین‌ها

چرا تمرکز بر جریان نقدی؟

به قیمت عادلانه کارشناسی شود، ارزش‌های تاریخی از ترازنامه شرکت پاک شود و ارزش‌های واقعی جدید در سمت راست ترازنامه شرکت بنشینند. برای آن که ترازنامه تراز شود، در سمت چپ هم معادل افزایش قیمت ایجاد شده در دارایی‌ها، سهام جدید منتشر می‌شود. سهام‌های جدید تماماً متعلق به سهامداران قبلی خواهد بود. یعنی بدون هیچ زحمتی تعداد سهام ما ۲ برابر می‌شود!!! ۱۰۰ درصد افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی ...

در ذهن تحلیلگران اما این سوالات می‌گذرد: خوب چه فایده دارد؟ قیمت زمین‌ها به روز شد، حالا شرکت دیگر زیان نمی‌دهد؟ تا دیروز دوست ما مالک ۱۰۰ هزار سهم ۲۰۰ تومانی بودی، از فردا مالک ۲۰۰ هزار سهم ۲۰۰ تومانی است یا مالک ۲۰۰ هزار سهم ۱۰۰ تومانی؟ اصلاً چه اتفاقی در شرکت افتاده؟ با بروز شدن ارزش زمین آیا خودرویی بیشتری تولید می‌شود؟ خودرویی بهتری تولید می‌شود؟

دوست ما می‌گوید ظرفیت اخذ وام شرکت چند برابر خواهد شد. شرکت خودرو ج می‌تواند زمین‌ها را در رهن بانک بگذارد و وام بگیرد و با وام‌ها تولید خود را افزایش دهد. دوباره در ذهن تحلیلگران این سوالات مرور می‌شود: یعنی تا دیروز کارمندان بانک نمی‌دانستند ارزش زمین‌های خودرو ج چقدر است و حاضر نبودند و با وثیقه کردن آن‌ها به شرکت وام بدهند؟ اصلاً خودرو ج که زیان ده است آیا با اخذ وام بیشتر به نفع سهامداران خود کار می‌کند یا به ضرر آن‌ها؟

هزینه سرمایه

- هزینه سرمایه قیمت ریسک جریان‌های نقدی آتی است.
- شرکت پتروشیمی ب در ۱ ماه گذشته از محل فروش اوره ۱۰۰ میلیارد تومان عایدی کسب کرده است.
- شرکت احتمالاً در ماه آینده هم ۱۰۰ میلیارد تومان فروش دارد.
- شرکت در سال آینده هم بیش از ۱۰۰۰ میلیارد تومان فروش دارد، ولی باید امیدوار باشیم با مشکلات ناشی از تحریم‌ها درگیر نشود.
- شرکت در ۵ سال آینده می‌تواند هر ساله درآمد مشابهی کسب کند به شرط آن که با ورود رقیب بزرگ خود در عربستان سعودی طی ۳ سال آینده تقاضای جهانی کاهش پیدا نکند.

$$WACC = \frac{D}{D + E} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{D + E} k_e$$

هزینه سرمایه: ساختار سرمایه

- شرکت ساختمانی میم بین سال‌های ۹۰ تا ۹۲ حجم قابل توجهی تسهیلات بانکی گرفته است. نرخ بهره این تسهیلات بطور متوسط در حدود ۲۰ درصد بوده است. در آن سال‌ها شرکت به کمک این منابع مالی پاساژ لوکسی را در شمال تهران طراحی و اجرا کرده که واحدهای آن با قیمت‌های بسیار بالایی فروخته شده و پروژه برای شرکت بازدهی ۲۰۰ درصدی داشته است. سرمایه ۲۰۰ میلیارد تومانی لازم برای ساخت پاساژ عمدتاً (۸۰ درصد) از محل تسهیلات بوده و آورده شرکت تنها ۴۰ میلیارد تومان بوده است. فروش پروژه ۴۰۰ میلیارد تومان عایدی ایجاد کرده و بنابراین، شرکت توانست ۱۶۰ میلیارد تومان وام را تصفیه کند، بهره ۳ ساله آن در حدود ۱۰۰ میلیارد تومان را هم به بانک پرداخت کرد. سرمایه اولیه شرکت یعنی ۴۰ میلیارد تومان هم به صندوق واریز شد و بعد از تمام این‌ها باز هم ۱۰۰ میلیارد تومان برای شرکت مانده بود. این در حالی است که منابع خود شرکت برای این پروژه تنها ۴۰ میلیارد تومان بود، یعنی شرکت بیش از ۲ برابر آورده خود سود کرده است. این سود البته اثر اهرم بود و دوره تورمی. یعنی در حالی که قیمت واحدهای تجاری در سال‌های ۹۰ تا ۹۲ به شدت رو به افزایش بود، شرکت با تسهیلات نسبتاً ارزان قیمت توانست هزینه سرمایه خود را کاهش دهد.
- شرکت همین کار را در سال ۹۳ تکرار کرد. از سال ۹۳ تا ۹۸ نه تنها قیمت واحدهای تجاری افزایش پیدا نکرد بلکه فروش واحدها نیز دچار رکود شدید شد. این بار شرکت میم به کلی ورشکسته شد.
- اثر اهرم را از اثر عملیات جدا کنید .

هزینه سرمایه: هزینه حقوق صاحبان سهام

- هزینه حقوق صاحبان سهام، همان انتظار آن‌ها از بازدهی کل (TRS) است که اگر برآورده نشود سهام را خواهند فروخت.
- هزینه حقوق صاحبان سهام از نرخ بدون ریسک بعلاوه ضریبی از پرمیوم بازار تشکیل شده است.

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

- شرکت‌های پرریسک ضریب بتای بالاتری دارند: اگر قیمت آن‌ها با سرعت کافی رشد نکند، با سرعت خوبی کاهش پیدا خواهد کرد.
- در محاسبات آینده‌نگر، همه مؤلفه‌ها باید آینده‌نگر باشد. اگر در جریان‌های نقدی انتظارات تورمی را با نرخ بیش از ۳۰ درصد لحاظ کرده‌اید، منطقاً نمی‌توان انتظار داشت بازده بازار در حدود ۳۵ درصد باشد، چون به لحاظ تاریخی این‌طور بود. با این کار هزینه سرمایه را پایین تخمین خواهید زد.
- نرخ بدون ریسک چطور محاسبه می‌شود؟
- نرخ بدون ریسک از ۳ عامل ریسک نکول، انتظارات تورمی و زمان تشکیل شده است.
 - TIPS با دوره ۱۰ ساله
 - اخزای بلندمدت؟