



گزارش های دوره ای مروری بر ۶ روش ارزش گذاری کسب و کار

فهرست مطالب

۲ مقدمه
۲ ارزش گذاری شرکت به چه معناست؟
۲ ارزش دفتری یا Book Value
۳ روش جریانهای نقدی تنزیل شده (Discounted Cash Flows)
۴ روش ارزش بازار سرمایه (Market Capitalization)
۴ ارزش شرکتی یا Enterprise Value
۵ روش EBITDA
۶ روش فعلی یک کسب و کار با نرخ رشد دائمی یا Present Value of a Growing Perpetuity
۷ نتیجه گیری

مقدمه

تعیین ارزش منصفانه بازار (fair market value) یک کسب و کار امری پیچیده است. عوامل بیشماری برای موفقیت یک کسب و کار وجود دارد که باید در نظر گرفته شوند اما انتخاب یک روش ارزش گذاری مناسب یک مهارت مالی مهم است که بر موفقیت رهبران و مدیران ارشد شرکت ها اثرگذار خواهد بود.

در این گزارش تلاش شده تا اصطلاحات مالی و همچنین روش های رایج ارزش گذاری شرح داده شوند. همچنین با خواندن این گزارش خواننده قادر به درک این موضوع که چرا برخی از کمپانی ها ارزش بالایی را دارند در حالی که کوچک به نظر می رسند، خواهد بود.

ارزش گذاری شرکت به چه معناست؟

ارزش گذاری شرکت (company valuation) که به عنوان ارزش گذاری کسب و کار (business valuation) هم شناخته می شود، فرآیند تعیین ارزش اقتصادی کل یک کسب و کار و دارایی های آن است. در این فرآیند، تمام جنبه های یک بیزینس مورد واکاوی قرار می گیرد تا از این طریق ارزش حال یک کسب و کار و یا DEPARTMENT مشخص شود. این فرآیند به دلایل مختلفی مانند فروش سهام یک کسب و کار، دریافت منابع مالی از بانک، گزارش مالیاتی و ... انجام می شود.

یک راه برای محاسبه ارزش اقتصادی و بازاری یک کسب و کار کم نمودن دیون (liabilities) از دارایی های (assets) آن است. اما این روش ساده همواره یک تصویر کامل و با کیفیت را از ارزش کلی یک شرکت نشان نمی دهد. دقیقا به همین دلیل است که چندین روش ارزش گذاری وجود دارد. در این گزارش تلاش خواهد شد که با ارائه ۶ روش ارزش گذاری مختلف، یک بینش کلی از فرآیند ارزش گذاری کسب و کار برای خوانندگان ایجاد شود. این ۶ روش شامل ۱- ارزش دفتری، ۲- جریانات نقدی تنزیل شده، ۳- روش بازار سرمایه، ۴- ارزش شرکتی، ۵- روش EBITDA، و ۶- ارزش فعلی یک کسب و کار با نرخ رشد دائمی، می باشند که به ترتیب در زیر شرح داده شده اند.

ارزش دفتری یا Book Value

یکی از سر راست ترین روش های ارزش گذاری محاسبه ارزش دفتری یک شرکت با استفاده از اطلاعات موجود در ترازنامه (بیلان) حساب داری آن است. هر چند که این روش بسیار ساده است اما در عین حال بسیار غیر قابل اتکا (unreliable) می باشد.

در این روش برای محاسبه ارزش دفتری کسب و کار از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{کل دارایی ها} - \text{کل بدهی شرکت} = \text{حقوق صاحبان سهام}$$

باید توجه نمود که در رابطه بالا منظور از دارایی، دارایی‌های ملموس (Tangible) است. بنابراین لازم است تا دارایی‌های ناملموس (Intangible assets) نیز کسر گردد تا <<حقوق صاحبان سهام>> صرفاً منعکس کننده ارزش دارایی‌های ملموس باشد.

همانطور که متخصصان کسب و کار دانشگاه هاروارد تاکید نموده‌اند (<https://online.hbs.edu/courses/leading-with-finance>) ترازنامه نمی‌تواند برابر با <<ارزش>> در نظر گرفته شود. زیرا در محاسبه ترازنامه از اصول پایه‌ای مانند ثبت هزینه‌های گذشته (historical cost accounting) و همچنین اصول محافظه کارانه (Conservatism) استفاده شده است. بنابراین اتکا به روش‌های کلاسیک حسابداری کل تصویر ارزش یک کسب و کار را به تصویر نخواهد کشید.

روش جریان‌های نقدی تنزیل شده (Discounted Cash Flows)

روش دیگر ارزش گذاری کسب و کار، جریان‌های نقدی تنزیل شده یا DCF است. این روش به عنوان رایج‌ترین شیوه ارزش گذاری دارای استاندارد طلایی (Gold standard) می‌باشد و استفاده از آن در بین تحلیل گران مالی مختلف پذیرفته شده است.

در این روش تلاش بر این است تا ارزش سرمایه‌گذاری در یک شرکت بر اساس پول نقد و یا جریان‌های نقدی آینده مورد انتظاری که آن شرکت ایجاد می‌نماید، تخمین زده شود. در این روش ارزش فعلی جریان‌های نقدی یک کسب و کار بر اساس یک نرخ تنزیل در یک دوره زمانی مشخص تخمین زده می‌شود:

$$DCF = \frac{\text{جریان‌های نقدی پایانی}}{\text{سال های آینده (نرخ تنزیل + 1)}}$$

مزیت روش DCF این است که با استفاده از آن می‌توان توانایی یک شرکت را در ایجاد دارایی‌های نقد منعکس نمود. چالش اصلی این روش نیز محاسبه جریان نقدی پایانی است (Terminal Cash Flow) که با توجه به مفروضات انتخابی و همچنین نرخ تنزیل انتخاب شده، می‌تواند نتایج متفاوتی داشته باشد.

روش ارزش بازار سرمایه (Market Capitalization)

برای شرکت‌هایی که سهام آنها در بازارهای عمومی سرمایه معامله می‌شود، روش ارزش گذاری مبتنی بر بازار سرمایه ساده‌ترین روش ارزش گذاری خواهد بود. در این شیوه ارزش یک کمپانی از حاصلضرب تعداد سهام‌های منتشر شده در قیمت جاری آن به دست می‌آید:

$$\text{تعداد سهام منتشر شده} \times \text{قیمت روز سهام} = \text{ارزش بازاری شرکت}$$

یکی از معایب این روش این است که در محاسبه ارزش شرکت صرفاً از ارزش سهام‌های معامله شده در بازار استفاده می‌شود. این در حالی است که شرکت‌های بسیاری یا در بورس حضور نداشته و یا بوسیله قرض و آورده سهامداران تامین مالی شده‌اند. در این گونه موارد، قرض منعکس کننده سرمایه گذاری بانک‌ها و یا قرض دهنده‌گان در جریانات آتی یک شرکت است. این قرض‌ها با لحاظ سود و بهره در طی زمان بازپرداخت خواهند شد. همچنین سرمایه‌گذارانی که از محل آورده نقدی خود یک شرکت را تامین مالی می‌نمایند نیز در سودهای آینده آن شرکت سهیم خواهند بود. برای حل این مشکل روش <<ارزش شرکتی>> ارائه شده که در ادامه مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

ارزش شرکتی یا Enterprise Value

در این روش ارزش یک شرکت با ترکیب دارایی‌ها و دیون آن و کسر نمودن جریانات نقدی که برای تامین مالی فعالیت‌های شرکت مورد استفاده قرار نمی‌گیرند محاسبه خواهد شد:

$$\text{Cash} - \text{حقوق صاحبان سهام} + \text{قرض} = \text{ارزش شرکتی}$$

برای روشن تر شدن موضوع در اینجا ارزش شرکتی سه خودروساز مطرح یعنی Tesla، Ford و General Motors محاسبه شده است.

در سال ۲۰۱۶، ارزش بازار سرمایه تسلا حدود ۵۰٫۵ میلیارد دلار بوده است. در بیلان حساب‌داری این شرکت رقم ۱۷٫۵ میلیارد دلار به عنوان دیون شرکت ثبت شده است. همچنین این کمپانی حدود ۳٫۵ میلیارد دلار تنخواه در حساب‌های خود گزارش کرده بود. با این حساب، در آن مقطع ارزش شرکتی تسلا برابر با ۶۴٫۵ میلیارد دلار بوده است.

شرکت فورد نیز ارزش بازار سرمایه‌ای در حدود ۴۴,۸ میلیارد دلار داشته است. با یک بدهی گزارش شده برابر با ۲۰۸,۷ میلیارد دلار و تنخواه ۱۵,۹ میلیارد دلار، ارزش شرکتی فورد برابر با ۲۳۷,۶ میلیارد دلار خواهد بود.

در آخر نیز ارزش بازار سرمایه، دیون و تنخواه شرکت جنرال موتورز نیز به ترتیب ۵۱, ۱۷۷,۸ و ۱۳ میلیارد دلار بوده است. با این ارقام، ارزش شرکتی جنرال موتورز برابر با ۲۱۵,۸ میلیارد دلار خواهد بود.

در حالی که ارزش سهامی شرکت تسلا بالاتر از فورد و جنرال موتورز است، اما ارزش شرکتی فورد و جنرال موتورز از تسلا بسیار بیشتر بوده است. دلیل این امر این است که اکثر دارایی‌های شرکت تسلا بوسیله سرمایه سهامداران خود از بازار بورس تامین شده است. در حالی که بیشتر فعالیت‌های دو شرکت دیگر بوسیله قرض تامین مالی شده است. در حقیقت حدود ۷۴ درصد از سهام تسلا بوسیله آورده سهامداران خریداری شده در حالی که در شرکت فورد رقم مذکور ۱۸ درصد و در جنرال موتورز نیز برابر با ۲۲,۳ درصد بوده است. بنابراین با محاسبه ارزش شرکتی شاخصی دقیق‌تر برای مقایسه ارزش شرکت‌ها به دست خواهد آمد.

روش EBITDA

هنگامی که درآمدهای یک شرکت بررسی می‌شود، تحلیل‌گران مالی تمایل چندانی به نگاه نمودن به ارزش خام درآمد خالص به عنوان مهم‌ترین شاخص سواوری شرکت ندارند. در حقیقت بوسیله استانداردهای حسابداری و معیارهای قانونی، ارقام گزارش شده مربوط به درآمد خالص می‌تواند بصورت تحریف شده گزارش شود. بطور معمول سیاست‌های مالیاتی بسیاری از شرکت‌ها در جهت کمتر نشان دادن درآمدهای خالص خود با استفاده از استانداردهای حسابداری و قانونی است (برای مثال نحوه مستهلک نمودن دارایی‌های ملموس (Depreciation) و یا غیر ملموس (Amortization) بطور قابل ملاحظه‌ای بر پرداخت‌های مالیاتی اثر می‌گذارد). در واقع این سیاست‌ها می‌توانند در طول زمان و بین کشورها متفاوت باشد در حالیکه که درآمدها و هزینه‌های واقعی یک شرکت یکسان بماند. همچنین در استانداردهای متعارف حسابداری سود پرداختی به سرمایه‌گذاران هم به عنوان هزینه در محاسبه درآمد خالص وارد می‌شود؛ حال آنکه item مذکور صرفاً نشان دهنده ساختار تامین مالی شرکت است و بطور مستقیم به تولید مربوط نمی‌باشد. دلیل این امر هم به استانداردهای حسابداری مربوط است. در واقع هنگامی که یک شرکت یک دارایی را خریداری می‌نماید این معامله را صرفاً برای یکبار ثبت نمی‌کند. در واقع یک کسب و کار برای آن دارایی برای خود هزینه‌ای را تحت عنوان استهلاک (واژه depreciation برای مستهلک نمودن دارایی‌های فیزیکی و ملموس و واژه amortization نیز اشاره به مستهلک نمودن دارایی‌های غیر ملموس مانند سرقفلی (GOOD WILL) دارد تعریف می‌نماید که صرفاً در دفاتر ثبت می‌شوند.

با توجه به موارد مذکور تحلیل گران از درآمدهای عملیاتی و یا به عبارت دقیق تر درآمد قبل از پرداخت مالیات و سود و بهره و استهلاک (EBITDA or Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) به عنوان شاخص مناسب سودآوری استفاده می نمایند. با دانستن نحوه محاسبه EBITDA هر شرکت، تخمین نسبت های مالی به منظور ارزش گذاری آن آسان تر خواهد بود.

در این شیوه ابتدا EBITDA برای هر شرکت محاسبه می شود. سپس با اختصاص یک ضریب، ارزش شرکت تخمین زده می شود. برای مثال بر اساس اطلاعات منتشر شده در <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/solutions/sp-capital-iq-pro> ارزش شرکت تسلا ۳۶ برابر ارزش EBITDA آن خواهد بود (36X). این رقم برای شرکت های فورد و جنرال موتورز نیز به ترتیب برابر با 15X و 6X خواهد بود.

ارزش فعلی یک کسب و کار با نرخ رشد دائمی یا Present Value of a Growing Perpetuity

یک راه فکر کردن در مورد ارزش گذاری شرکت ها، در نظر گرفتن آنها به عنوان واحدی است که بطور مستمر سودآوری دارد. یک ارزش استمرار در واقع یک نوع ابزار مالی (financial instrument) است که مقدار مشخصی از پول را در هر سال فراهم می آورد. این مقدار مشخص پول به طور سالانه در حال رشد می باشد. برای درک بهتر این موضوع، یک پرداخت بازنشستگی که هر سال با تورم تعدیل می شود را تصور کنید. معادله ارزش استمرار شما را قادر می سازد که ارزش حال آن پرداخت بازنشستگی را برای خود محاسبه نمایید.

ارزش استمرار یک دارایی از تقسیم جریان نقدینگی بر تفاوت بین هزینه سرمایه گذاری و نرخ رشد درآمد حاصل از آن دارایی، محاسبه می شود:

$$\text{ارزش استمرار} = \frac{\text{جریان نقدینگی}}{(\text{نرخ رشد} - \text{نرخ تنزیل})}$$

بنابراین اگر یک نفر که در حال برنامه ریزی برای بازنشستگی با حقوق ۳۰ میلیون تومان در سال باشد را در نظر بگیریم و فرض کنیم که نرخ تنزیل برابر با ۱۰ درصد و نرخ رشد حقوق هم ۲ درصد در سال باشد ارزش حال قرارداد بازنشستگی فرد برابر با ۳۷۵ میلیون تومان خواهد شد.

بنابراین یک ارزش گذار با داشتن EBITDA و همچنین استفاده از فروض مناسب قادر به تخمین ارزش استمرار فعالیت یک شرکت خواهد بود.

نتیجه گیری

تاکنون روش های متفاوتی برای ارزش گذاری شرکت ها مورد استفاده قرار گرفته است. انتخاب بهترین روش بستگی به عوامل مختلفی دارد. برای مثال اگر یک شرکت در یک بازار روبه رشد قرار داشته باشد (یک شرکت جدید و یا یک طرح توسعه ای) و بتوان برای آن درآمدی تصور نمود، استفاده از روش های DCF توصیه می شود. در این حالت ارزش سهام یک شرکت برابر با ارزش فعلی درآمدهای آتی آن خواهد بود. لذا در شرایطی که یک کسب و کار در مراحل اولیه تولیدی قرار دارد و هنوز سهام آن در بازارهای عمومی مانند بورس معامله نمی شود، روش DCF به عنوان Gold standard عمل خواهد نمود. حال تصور کنید که یک شرکت در حال منحنل شدن است. بطور بدیهی بهترین روش ارزش گذاری در این حالت محاسبه NAV و یا ارزش خالص دارایی های شرکت خواهد بود. زیرا در زمان انحلال، از دارایی های شرکت برای بازپرداخت دیون استفاده می شود و باقی مانده آن به سهامداران تعلق خواهد گرفت.



Santa-co.ir



Info@santa-co.ir



۰۲۱-۵۸۱۵۶۱۰۰



خیابان شهید بهشتی، خیابان یکم بخارست،
پلاک ۲۱



صنایع نانوتک آینده