



شرکت تامین سرمایه کاربدان ش.ت ۴۴۸۲۷۱

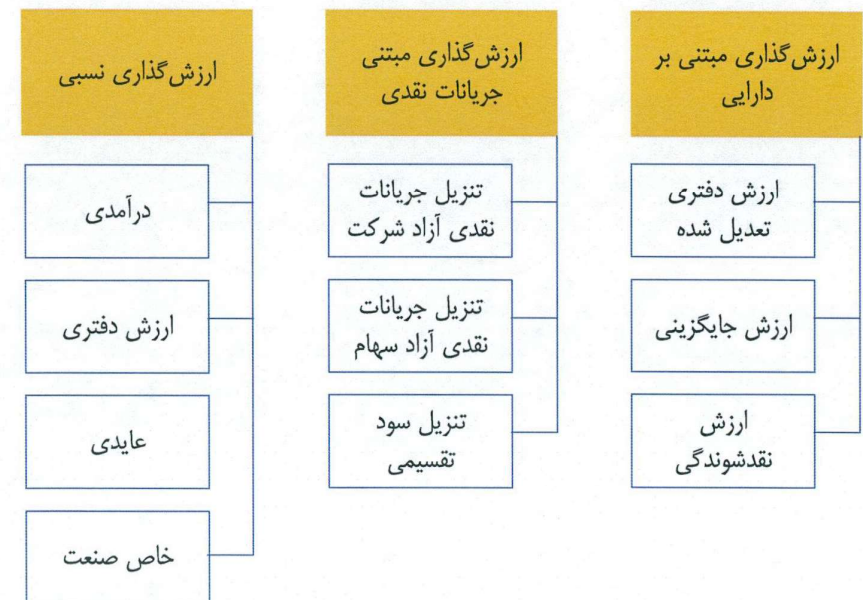
فصل ششم: ارزش گذاری

متدولوژی ارزش گذاری تپسی | ارزش گذاری براساس بودجه پیشنهادی تپسی



طبقه بندی روش های ارزش گذاری

- در فرآیند ارزش گذاری از سه دسته روش های متداول ارزش گذاری (بسته به وضعیت شرکت) استفاده می شود.



متغیرهای مورد استفاده در ارزش گذاری

- مدت دوره:** برآوردی از جریان های نقدی آزاد صورت پذیرفته که با توجه به رشد شرکت و قدرت رقابتی و غیره، افقی ۵ ساله برای ارزش گذاری شرکت در نظر گرفته می شود.
- نرخ هزینه سرمایه:** نرخ مورد انتظار بازگشت سرمایه برای گردآوری سرمایه در بازار است و متکی به انتظارات سرمایه گذار است. این نرخ به نوع و ریسک های سرمایه گذاری ارتباط دارد. نرخ هزینه سرمایه در هر صنعت با استفاده از اطلاعات واقعی گذشته شرکت های موجود در آن صنعت قابل برآورد است. مهم ترین عنصر تشکیل دهنده نرخ هزینه سرمایه، ریسک است که در واقع عدم قطعیت بازده آتی سرمایه گذاری فعلی است. دیگر عناصر تشکیل دهنده نرخ هزینه سرمایه، نرخ بهره واقعی و نرخ تورم مورد انتظار است. ساختارهای مختلف تأمین مالی در هر شرکت نرخ های هزینه سرمایه متفاوتی دارد.
- روش های محاسبه نرخ هزینه سرمایه عبارت است از:
 - تجمعی (Build up)
 - روش قیمت به عایدی (Price/Earning method)
 - مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM Method)
 - مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای تعدیل شده (MCAPM Method)

مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای

- هزینه سرمایه با توجه به ساختار سرمایه شرکت تعیین می شود.
- هزینه سرمایه، بر اساس لحاظ نمودن نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام (Cost of Equity) و نرخ هزینه بدهی بعد از مالیات $(1 - \text{tax}) \times \text{Cost of debt}$ و ترکیب اهرم مالی مورد استفاده در ساختار شرکت، محاسبه می شود.

$$K = \left(\frac{E}{D+E}\right) K_e + \left(\frac{D}{D+E}\right) K_d(1 - t)$$

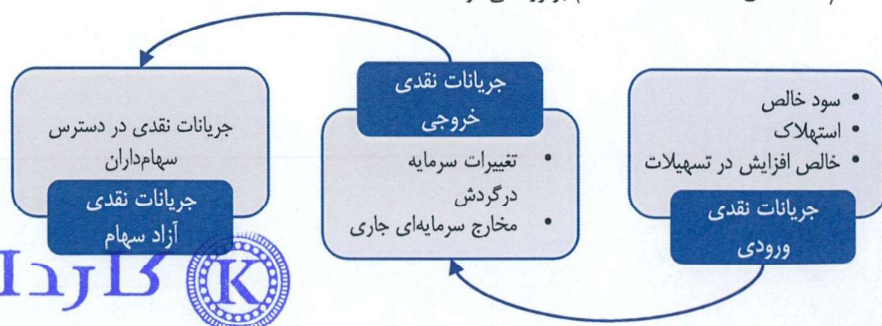
مدل جریان نقدی آزاد سهام (Free Cash Flow to Equity)

- جریان نقد آزاد سهامداران، جریان نقدی است که شرکت می‌تواند به سهامداران خود پرداخت کند. این جریان نقد توانایی شرکت برای پرداخت بدهی، سود نقدی، بازخرید سهام و تسهیلات را نشان می‌دهد.
- همانند جریان نقد آزاد شرکت می‌توان به دو صورت رایج جریان نقد آزاد سهامداران را نیز محاسبه نمود که در روش اول از جریان نقد عملیاتی و در روش دوم از سود خالص استفاده می‌شود.

$$\text{مخارج سرمایه‌ای} - \text{خالص استقراض} + \text{جریان نقد عملیاتی} = \text{FCFE}$$

$$\text{FCFE} = \text{مخارج سرمایه‌ای} - \text{سرمایه در گردش} - \text{خالص استقراض} + \text{هزینه استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود} + \text{سود خالص}$$

- عدد به دست آمده از فرمول بالا جریان نقدی است که می‌تواند از طریق پرداخت به عنوان سود تقسیمی یا بازخرید سهام در اختیار سهامداران قرار گیرد.
- با استفاده از نرخ بازده مورد انتظار سهامداران (Cost of Equity) می‌توان ارزش جریان‌های نقدی آزاد سهام را در زمان حال (Value Present) بدست آورد.
- این ارزش شامل دو بخش می‌باشد، بخش اول دوره پیش‌بینی است که برای یک دوره ۳-۵ ساله جریان نقدی سهام شرکت‌ها برآورد و ارزش حال آن با نرخ تنزیل محاسبه می‌شود.
- بخش دوم مرحله رشد پایدار یا دوره نهایی (Terminal Value) است. در این مرحله در صورتی که شرکت در پایان دوره پیش‌بینی به رشد ثابتی دست یافته باشد، ارزش فعلی جریان نقد سهام از زمانی که به بلوغ می‌رسد تا بی‌نهایت با استفاده از مدل رشد گوردون با رشد ذاتی یا بنیادین اقتصاد (Fundamental growth) برآورد می‌شود.



مدل ضرایب نسبی (Multiple)

مدل‌های نسبی یک روش مبتنی بر بازار است بدین ترتیب که ارزش شرکت بر پایه با توجه به چگونگی قیمت‌گذاری شرکت‌های مشابه در بازار برآورد می‌شود. در روش ضرایب، می‌توان هم از حقوق صاحبان سهام و هم از ارزش شرکت به‌عنوان معیار سنجش ارزش استفاده کرد.

برای انجام این مقایسه، ابتدا قیمت‌ها به ضرایبی تبدیل می‌شوند - استاندارسازی قیمت‌ها و سپس این ضرایب در میان شرکت‌های که قابل قیاس خوانده می‌شوند، مقایسه می‌شوند. قیمت‌ها را می‌توان با توجه به ملاک‌های درآمد، ارزش دفتری، عایدی یا متغیرهای خاص صنعت استاندارد سازی کرد.

مشخصه بارز استفاده از ارزش گذاری ضرایب، سهولت آن است. برای این که از این فن ارزش گذاری بتوان صحیح استفاده کرد باید به ۴ نکته توجه داشت:

نخست این که نسبت به‌صورت منسجم تعریف شده باشد و مقایسه آن به‌صورت یکپارچه در میان شرکت‌های موجود در صنعت صورت گرفته باشد.

دوم این که باید مشخص شود که نسبت، چگونه در سطح بازار تغییر می‌کند. به بیان دیگر، باید مشخص شود که منظور از یک شرکت دارای ارزش بالا، ارزش پایین و ارزش عادی برای یک نسبت خاص چه شرکت‌هایی است.

سوم این که می‌بایست متغیرهای مبنایی که نسبت را تشکیل می‌دهند و این که تغییرات متغیرها چگونه بر نسبت‌ها تأثیر می‌گذارند، مشخص شود و بالاخره این که می‌بایست به طور صحیح شرکت‌های قابل قیاس مشخص شوند و از نظر تفاوت‌های بین شرکت‌ها با توجه به ویژگی‌های مبنایی، همسان شوند.

این نسبت‌ها در چند دسته قرار می‌گیرند:

- نسبت‌های درآمدی
- نسبت‌های عایدی (مبتنی بر سود)
- نسبت‌های ارزش دفتری یا جایگزینی
- نسبت‌های خاص صنعت (ظرفیت تولید و...)

در مواردی که شرکت‌ها زیان‌ده باشند و یا چشم‌انداز سودآوری بالایی برای آن‌ها متصور باشد استفاده از نسبت‌های مبتنی بر درآمد معمول تر می‌باشد.

هریک از این نسبت‌ها می‌تواند بر مبنای عملکرد گذشته شرکت (۱۲ ماه گذشته) و یا پیش‌بینی از عملکرد آتی (۱۲ ماه آینده-بودجه سال مالی) محاسبه گردد. در مواردی که چشم‌انداز رشد قابل توجه در سال‌های آتی وجود داشته باشد مانند پروژه‌ها پیش از بهره‌برداری و یا شرکت‌های رشدی، ضرایب مبتنی بر پیش‌بینی قابلیت اتکای بالاتری خواهند داشت.

سناریو اول: ارزش گذاری براساس برآورد مشاور

کاردان



شرکت تامین سرمایه کاردان ش.ت ۴۴۸۲۷۱

انتخاب مدل بهینه ارزش گذاری تپسی



مفروضات ارزش گذاری (ادامه)

مفروضات مدل مبتنی بر جریان نقدی:

- در این روش از مدل جریان نقدی آزاد سهام (FCFE) استفاده شده است. وزن این روش در ارزش گذاری در محاسبه میانگین وزنی ارزش، معادل ۵۰٪ لحاظ شده است.
- دوره پیش بینی جریان نقدی ۵ ساله طی ۱۴۰۰-۱۴۰۴ است. جریان نقدی به ابتدای بهمن ماه ۱۴۰۰ تنزیل شده‌اند و ارزش بدست آمده نشان دهنده ارزش شرکت تپسی در این تاریخ است.
- نرخ بازدهی مورد انتظار صاحبان سهام با استفاده از مدل CAPM به شرح زیر برای دو دوره پیش بینی و نهایی محاسبه شده است. جزییات محاسبات در بخش ضمیمه ۵-جداول ۱ تا ۳ ارائه شده است.

دوره نهایی	دوره پیش بینی	هزینه حقوق صاحبان سهام
۲۶.۸٪	۴۰.۸٪	

- همچنین برای محاسبه ارزش دوره نهایی با استفاده از مدل گوردون نرخ رشد دوره نهایی معادل ۱۲.۸٪ لحاظ شده است. این نرخ براساس حاصل جمع رشد بلندمدت صنعت تاکسی اینترنتی (رشد واقعی) و چارک اول رشد تورم شاخص حمل و نقل تاریخی ایران (۳۰ سال گذشته) محاسبه گردیده است. (رجوع شود به ضمیمه ۱-جدول ۲ و ضمیمه ۵-جدول ۴)
- مبلغ مانده وجه نقد و شبه نقد برای محاسبه ارزش سهام از ارزش شرکت براساس مانده صورت مالی منتهی به ۱۴۰۰/۰۶/۳۱ لحاظ شده است.
- سرمایه شرکت در زمان تهیه گزارش حاضر ۱,۱۷۰,۵۲۹,۵۲۹ ریال معادل ۱۱۷,۰۵۲,۸۸۰ تعداد سهام ۱,۰۰۰ ریالی می‌باشد.

مفروضات سایر روش‌ها:

- برای محاسبه ارزش سهام شرکت تپسی از روش ضریب قیمت به تعداد سفر معاملات خصوصی شرکت‌های مشابه خارجی نیز استفاده شده است. مفروضات و نتایج این روش در بخش ضمیمه ۹ ارائه شده است. وزن این روش در ارزش گذاری صفر لحاظ شده است.
- لازم به ذکر است، براساس بودجه اعلامی شرکت تپسی برای سال ۱۴۰۱ پیرو نامه به شماره ۱۴۰۰/ص/۱۵۱۷ به مشاور و امیدنامه ارائه شده شرکت، محاسبات جریان نقدی و ارزش گذاری در یک سناریو جداگانه مورد بررسی و برآورد قرار گرفته است که نتایج آن در بخش دوم این فصل ارائه شده است.

مفروضات ارزش گذاری

مفروضات مدل مبتنی بر بازار:

- در این روش از دو مدل ضریب P/S مبتنی بر دوازده ماه گذشته (ttm) و P/S پیش بینی (Forward) استفاده شده است. وزن مجموع این روش‌ها معادل ۵۰٪ در محاسبه میانگین وزنی ارزش لحاظ شده است.
- با توجه به عدم وجود شرکت مشابه شرکت تپسی و صنعت تاکسی اینترنتی در بازار سرمایه ایران، براساس نظر کارشناسی مشاور، و ورود تپسی به صنعت رایانه، شرکت‌های این صنعت به غیر از شرکت‌های حوزه پرداخت به عنوان نمونه برای محاسبات ضرایب ارزش استفاده شده است.
- در این روش از میانگین ضرایب شرکت‌های انتخابی استفاده شده است. (رجوع شود به ضمیمه ۶)
- مدل ضریب قیمت به فروش دوازده ماه گذشته براساس دو روش محاسبه شده است. در روش اول از میانگین P/S شرکت‌های انتخابی معادل ۳.۶× استفاده شده است و در روش دوم از میانگین ضریب تعدیل شده دو شرکت اوبر و لیفت معادل ۶.۶× استفاده شده است.
- در مدل ضریب قیمت به فروش پیش بینی شده، از ارزش روز شرکت‌های انتخابی و درآمد بودجه ۱۴۰۰ ارائه شده توسط شرکت‌ها استفاده شده است. میانگین ضریب شرکت‌های انتخابی ۴.۷× می‌باشد.

روش تنزیل جریانات نقدی آزاد سهام-FCFE (میلیون ریال)						
دوره نهایی	۱۴۰۴	۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	
	۵,۰۹۴,۰۸۵	۲,۰۲۲,۸۹۶	۱,۴۳۲,۹۱۴	۱۸۵,۸۳۴	۴۴,۹۶۵	سود خالص
	۱,۶۳۲,۳۳۷	۲,۲۹۰,۵۶۵	۱,۶۳۵,۰۷۵	۱,۰۱۰,۷۰۸	۶۶۳,۰۵۳	اضافه می‌شود: استهلاک
	(۲۲۰,۷۲۴)	(۹۱۱,۹۳۵)	(۱,۴۷۰,۱۷۰)	(۶۸۳,۴۰۸)	(۵۰۴,۳۲۱)	کسر می‌شود: تغییرات سرمایه در گردش غیر نقد
	۵۴,۸۶۴	۶۰,۳۵۲	۲,۷۶۹,۵۲۸	۳,۱۸۴,۵۶۷	۱,۳۵۳,۳۵۰	کسر می‌شود: مخارج سرمایه‌ای
P/S=۱.۸x ارزش نهایی	۲۲۵,۷۱۶	۳۱۰,۱۷۱	۹۱۱,۱۹۶	(۴۹۰,۴۵۷)	(۱۸۵,۷۴۹)	اضافه می‌شود: تغییرات مانده تسهیلات
	۵۷,۶۴۶,۹۱۱	۷,۱۱۷,۸۹۷	۵,۴۷۵,۲۱۶	(۱,۷۹۵,۰۷۵)	(۳۲۶,۷۵۹)	جریانات نقدی آزاد شرکت
	۱۳,۸۷۱,۹۲۸	۱,۷۱۲,۸۲۳	۱,۸۵۵,۳۰۲	۱,۲۷۸,۷۱۲	(۱,۲۰۶,۱۵۰)	ارزش فعلی جریان نقدی آزاد سهام

ارزش سهام شرکت تپسی مدل FCFE ، بهمن ۱۴۰۰ (میلیون ریال)

ارزش شرکت	۱۷,۲۰۳,۴۴۴
وجوه نقد و شبه نقد	۲۳۱,۵۲۳
ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام	۱۷,۴۳۴,۹۶۷
تعداد سهام منتشره	۱,۱۷۰,۵۲۹,۰۰۰
ارزش بازاری هر سهم (ریال)	۱۴,۸۹۵

- محاسبات مربوط به جریانات نقدی آزاد حقوق صاحبان سهام برای شرکت تپسی به شرح جدول فوق می‌باشد.
- نرخ تنزیل دوره پیش‌بینی برآوردی در این روش معادل ۴۰.۸٪ و نرخ تنزیل دوره نهایی معادل ۲۶.۸٪ لحاظ شده است. همچنین نرخ رشد دوره نهایی ۱۲.۸٪ فرض شده است. (رجوع شود به ضمیمه ۵)
- در تاریخ تهیه گزارش حاضر، تعداد سهام شرکت ۱,۱۷۰,۵۲۹,۰۰۰ سهم می‌باشد.
- بدین ترتیب ارزش سهام شرکت تپسی در مدل FCFE مبلغ **۱۷,۴۳۴,۹۶۷ میلیون ریال** و ارزش هر سهم مبلغ **۱۴,۸۹۵ ریال** برآورد می‌شود.
- تحلیل حساسیت ارزش محاسبه شده در این روش نسبت به پارامترهای ارزش‌گذاری در بخش ضمایم ۷ و ۸ این گزارش ارائه شده است.

ارزش سهام شرکت تپسی در مدل ضریب P/S ۱۲ ماه گذشته، بهمن ۱۴۰۰ (میلیون ریال)

۶.۳۰	ضریب P/S ۱۲ ماه گذشته
۲,۴۶۷,۹۸۱	درآمد ۱۲ ماه گذشته منتهی به دی ۱۴۰۰ تپسی
۱۵,۵۵۰,۱۱۹	ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام
۱,۱۷۰,۵۲۹,۰۰۰	تعداد سهام منتشره
۱۳,۲۸۵	ارزش بازاری هر سهم (ریال)

- ضریب استفاده شده معادل میانگین شرکت‌های انتخابی صنعت معادل ۳۶.۳ لحاظ شده است.
- بدین ترتیب ارزش سهام شرکت تپسی در مدل P/S دوازده ماه گذشته، مبلغ **۱۵,۵۵۰,۱۱۹** **میلیون ریال** و ارزش هر سهم مبلغ **۱۳,۲۸۵ ریال** برآورد می‌شود.
- وزن این مدل در ارزش‌گذاری معادل ۱۰٪ می‌باشد.

ارزش سهام شرکت تپسی در مدل ضریب P/S پیش‌بینی، بهمن ۱۴۰۰ (میلیون ریال)

۴.۷۶	ضریب P/S پیش‌بینی
۳,۵۷۵,۹۱۷	درآمد پیش‌بینی شده تپسی
۱۷,۰۳۲,۹۰۰	ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام
۱,۱۷۰,۵۲۹,۰۰۰	تعداد سهام منتشره
۱۴,۵۵۱	ارزش بازاری هر سهم (ریال)

- ضریب استفاده شده معادل میانگین شرکت‌های انتخابی صنعت معادل ۴۷.۷ لحاظ شده است.
- بدین ترتیب ارزش سهام شرکت تپسی در مدل P/S پیش‌بینی، مبلغ **۱۷,۰۳۲,۹۰۰** **میلیون ریال** و ارزش هر سهم مبلغ **۱۴,۵۵۱ ریال** برآورد می‌شود.
- وزن این مدل در ارزش‌گذاری معادل ۳۰٪ می‌باشد.

- برای محاسبه ارزش سهام تپسی در رویکرد نسبی، از ضرایب قیمت به فروش، با توجه به قرار داشتن تپسی در مرحله رشد سریع و زیان ده بودن در سال‌های پیشین، استفاده شده است.
- برای محاسبه ضریب ارزش، از ۹ شرکت انتخابی در صنعت رایانه (به جز پرداخت) به شرح جدول زیر استفاده شده است. قیمت هر سهم مورخ ۱۴۰۰/۱۱/۰۶ می‌باشد. (برای مشاهده جزئیات ضرایب مورد استفاده به ضمیمه ۶ رجوع شود).

محاسبات ضریب قیمت به فروش شرکت‌های انتخابی:

نسبت قیمت به فروش	نماد	۱۲ ماه گذشته دی ۱۴۰۰	پیش بینی ۱۴۰۰
داده‌پردازی ایران	مداران	۱.۳	۱.۱
ایران ارقام	مرقام	۳.۰	۱.۷
خدمات انفورماتیک	رانفور	۳.۸	۳.۲
همکاران سیستم	سیستم	۱۰.۴	۸.۰
توسعه فناوری اطلاعات خوارزمی	مفاخر	۴.۴	۲.۵
رایان هم افزا	رافزا	۴.۸	۲.۴
سپیدار سیستم آسیا	سپیدار	۱۰.۰	۹.۱
توسعه سامانه نرم افزاری نگین	توسن	۱۲.۲	۹.۲
افرانت	افرا	۶.۸	۵.۶

- در این رویکرد برای محاسبه ارزش از دو روش استفاده شده است. در روش اول بصورت محافظه‌کارانه، ارزش براساس ضریب قیمت به فروش ۱۲ ماه گذشته (ttm) برای دوره بهمن ۱۳۹۹ تا دی ۱۴۰۰ برآورد شده است.
- در روش دوم ضریب قیمت به فروش پیش‌بینی (Forward) براساس قیمت روز و بودجه ارائه شده توسط شرکت‌های انتخابی در سال ۱۴۰۰ برآورد شده است. با توجه به اثرات قابل ملاحظه کرونا بر کسب و کار تپسی در ۲ سال گذشته، و نیز تاثیر آن بر درآمد ۱۲ ماه گذشته شرکت، وزن بالاتری به این روش اختصاص داده شده است و درآمد پیش‌بینی شده تپسی معادل میانگین درآمد سال ۱۴۰۰ و ارزش فعلی درآمد سال ۱۴۰۱ لحاظ شده است. درآمد سال ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ تپسی براساس صورت‌های مالی پیش‌بینی شده، به ترتیب معادل ۲,۶۰۳ و ۶,۲۴۰ میلیارد ریال می‌باشد که متوسط درآمد سال ۱۴۰۰ و ارزش فعلی سال ۱۴۰۱ (به سال ۱۴۰۰) با نرخ تنزیل سرمایه ۳۷.۲٪ (رجوع شود به ضمیمه ۵) معادل ۳,۵۷۶ میلیارد ریال محاسبه شده است.

محاسبات ضریب قیمت به فروش شرکت‌های مشابه خارجی:

منبع	لیفت	اوبر	
	آمریکا	آمریکا	کشور محل تاسیس
	۲۰۱۲	۲۰۰۹	سال تاسیس
منبع: finance.yahoo.com	۲,۸۰۸	۱۴,۸۴۲	درآمد ۱۲ ماه گذشته (میلیون دلار)
	Nasdaq	NYSE	بازار معاملاتی
منبع: finance.yahoo.com	۱۴,۶۹۰	۸۰,۵۳۰	ارزش بازار مورخ دسامبر ۲۰۲۱ (میلیون دلار)
	۵.۲	۵.۴	ضریب قیمت به فروش
منبع: bloomberg.com	۲.۳	۲.۳	میانگین موزون P/S ttm بازار آمریکا
منبع: بورس ویو	۲.۷	۲.۷	میانگین موزون P/S ttm بازار ایران
متوسط: ۶.۶	۶.۴	۶.۹	ضریب قیمت به فروش تعدیل شده

ارزش سهام شرکت تپسی در مدل ضریب P/S شرکت‌های خارجی، بهمن ۱۴۰۰ (میلیون ریال)

۶۶

ضریب P/S ۱۲ ماه گذشته شرکت‌های خارجی

۲,۴۶۷,۹۸۱

درآمد ۱۲ ماه گذشته منتهی به دی ۱۴۰۰ تپسی

۱۶,۳۷۷,۳۵۰

ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام

۱,۱۷۰,۵۲۹,۰۰۰

تعداد سهام منتشره

۱۴,۴۲۷

ارزش بازاری هر سهم (ریال)

بدین ترتیب ارزش سهام شرکت تپسی در مدل P/S دوازده ماه گذشته شرکت‌های خارجی، مبلغ

۱۶,۳۷۷,۳۵۰ میلیون ریال و ارزش هر سهم مبلغ ۱۴,۴۲۷ ریال برآورد می‌شود.

وزن این مدل در ارزش‌گذاری معادل ۱۰٪ می‌باشد.

باتوجه به عدم وجود شرکت مشابه تپسی در بازار سرمایه ایران، در روش سوم از رویکرد مبتنی بر بازار، ضرایب بازار دو شرکت اوبر و لیفت که در سال‌های پیش عرضه عمومی شده‌اند به عنوان نمونه خارجی مشابه، برای محاسبه ارزش سهام تپسی به عنوان روش سوم در مدل نسبی مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

براساس اطلاعات ارائه شده در وبسایت yahoo finance، نسبت قیمت به فروش دوازده ماه گذشته این دو شرکت محاسبه شده است.

به علت تفاوت‌های ارزش معاملاتی در بازار بورس آمریکا و بازار بورس ایران، ضریب ارزش برآورد شده براساس نسبت ضریب قیمت به فروش بازار آمریکا و ایران تعدیل شده است.

باتوجه به متفاوت بودن بازار معاملاتی اوبر و لیفت، میانگین وزنی ضریب قیمت به فروش دوازده ماه گذشته بازار NYSE و Nasdaq نسبت به میانگین وزنی بازار سرمایه ایران تعدیل شده است.

بدین ترتیب متوسط ضریب تعدیل شده قیمت به فروش دوازده ماه گذشته شرکت اوبر و لیفت معادل ۶.۶ برآورد شده است.

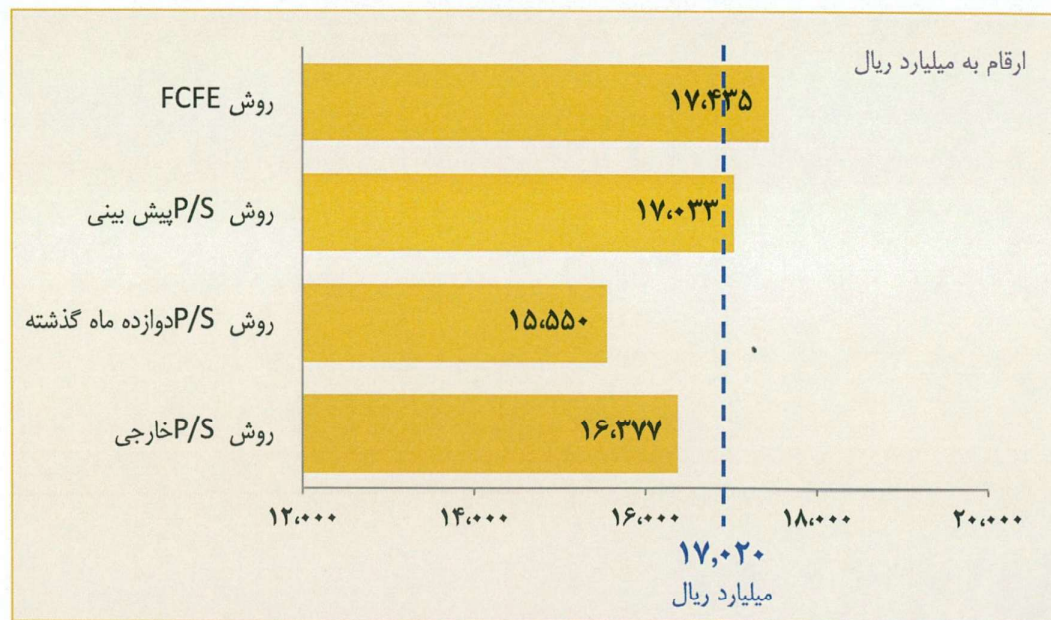
باتوجه به پیش‌بینی رشد در سال‌های آتی برای شرکت تپسی و گذشته نگر بودن این مدل و همچنین استفاده از ضرایب شرکت‌های خارج از بورس ایران، وزن آن پایین‌تر از سایر روش‌ها برای محاسبه ارزش ذاتی شرکت لحاظ شده است.

در جداول رو به رو نحوه محاسبات ضریب ارزش تعدیل شده و ارزش سهام شرکت ارائه شده است.

ارزش برآوردی سهام شرکت تپسی، بهمن ماه ۱۴۰۰ (میلیون ریال)

رویکرد	مدل مورد استفاده	ضریب اتکا	ارزش کل سهام (میلیون ریال)	ارزش هر سهم (ریال)
رویکرد مبتنی بر تنزیل جریانات نقدی	روش FCFE	%۵۰	۱۷,۴۳۴,۹۶۷	۱۴,۸۹۵
رویکرد مبتنی بر بازار	روش P/S پیش‌بینی	%۳۰	۱۷,۰۳۲,۹۰۰	۱۴,۵۵۱
	روش P/S دوازده ماه گذشته	%۱۰	۱۵,۵۵۰,۱۱۹	۱۳,۲۸۵
	روش P/S خارجی دوازده ماه گذشته	%۱۰	۱۶,۳۷۷,۳۵۰	۱۳,۹۹۱
	روش P/Ride معاملات مشابه خارجی*	%۰	۱۸,۲۵۳,۵۳۴	۱۵,۵۹۴
میانگین وزنی ارزش سهام				
		%۱۰۰	۱۷,۰۲۰,۱۰۱	۱۴,۵۴۱

- ارزش‌گذاری سهام تپسی با استفاده از ۴ روش مبتنی بر تنزیل جریانات نقدی و مبتنی بر بازار انجام شده است. ارزش سهام تپسی بصورت میانگین وزنی روش‌های مذکور برآورد شده است. %۵۰ وزن ارزش‌گذاری به رویکرد مبتنی بر جریانات نقدی و %۵۰ به رویکرد مبتنی بر بازار اختصاص داده شده است.
- ارزش کل سهام شرکت تپسی براساس ارزش‌گذاری انجام شده توسط تامین سرمایه کاردان مورخ بهمن ۱۴۰۰، مبلغ **۱۷,۰۲۰ میلیارد ریال** و ارزش هر سهم تپسی مبلغ **۱۴,۵۴۱ ریال** برآورد می‌شود.
- گفتنی است، ارزش سهام شرکت تپسی در سناریو دیگری براساس بودجه پیشنهادی شرکت و مفروضات ارزش‌گذاری مشاور، معادل مبلغ **۲۲,۳۴۸ میلیارد ریال** برآورد شده که جزئیات آن در بخش دوم این فصل ارائه شده است.
- سرمایه شرکت در زمان تهیه گزارش حاضر ۱,۱۷۰,۵۲۹ میلیون ریال، معادل ۱,۱۷۰,۵۲۸,۸۰۰ تعداد سهام ۱,۰۰۰ ریالی می‌باشد که در محاسبه ارزش هر سهم لحاظ شده است.
- تحلیل حساسیت ارزش‌گذاری انجام شده با روش FCFE در بخش ضمیمه ۷ و ۸ این گزارش ارائه شده است.



* ارزش سهام شرکت تپسی براساس روش P/Ride معاملات مشابه خارجی نیز محاسبه شده است که در بخش ضمایم، ضمیمه ۹ ارائه شده است.

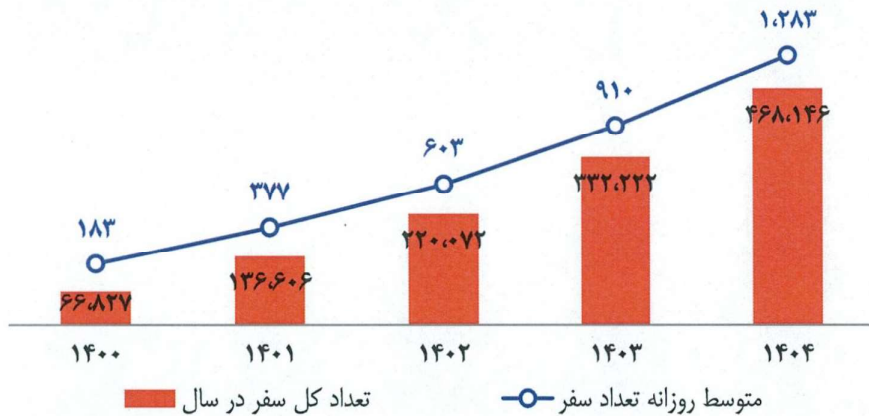
سناریو دوم: ارزش گذاری براساس بودجه پیشنهادی تپسی

کاردان

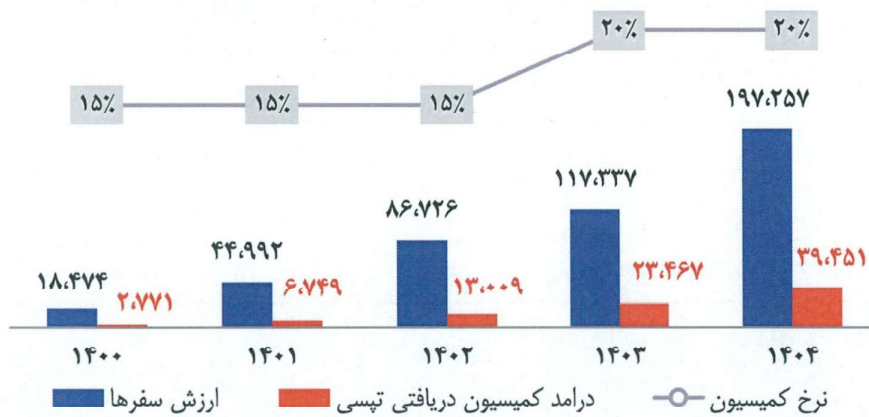


شرکت تامین سرمایه کاردان ش.ت ۴۴۸۲۷۱

تعداد سفر پیش‌بینی شده براساس بودجه تپسی (هزار سفر)



ارزش سفر و درآمد کمسیون پیش‌بینی شده براساس بودجه تپسی (میلیارد ریال)



- در این بخش، براساس بودجه اعلامی شرکت تپسی برای سال ۱۴۰۱ پیرو نامه به شماره ۱۵۱۷/ص/۱۴۰۰ به تامین سرمایه کاردان (مشاور) و امیدنامه ارائه شده شرکت، محاسبات جریانات نقدی و ارزش‌گذاری در یک سناریو جداگانه مورد بررسی و برآورد قرار گرفته است.
- گفتنی است جریانات نقدی ارائه شده توسط مشاور مورد راستی‌آزمایی قرار نگرفته است.
- بودجه اعلامی مبتنی بر مفروضات قابل دستیابی توسط شرکت تپسی می‌باشد. در ادامه به شرح مفروضات این سناریو پرداخته شده است.
- براساس بودجه مذکور فرض شده است از ابتدای سال ۱۴۰۱، اثرات ناشی از بیماری کرونا از بین رفته و تردد های شهری به حالت عادی بازگردند. به این ترتیب پیش‌بینی شده است که تپسی به متوسط ۱.۳ میلیون سفر در روز در سال ۱۴۰۴ دست یابد (این عدد از تعداد پیش‌بینی شده توسط مشاور در این سال ۴۴٪ بالاتر می‌باشد).
- در نمودار روبه رو روند رشد تعداد سفرها ارائه شده است. نرخ رشد مرکب سالانه تعداد سفرهای پیش‌بینی شده تپسی طی دوره ۵ ساله معادل ۶۳٪ می‌باشد.
- در پیش‌بینی درآمد تپسی، تنها درآمد ناشی از تاکسی اینترنتی لحاظ شده و با توجه به مشخص نبودن زمان دقیق توسعه به کسب و کارهای مجاور، این درآمدها در نظر گرفته نشده‌اند.
- براساس مفروضات تپسی، نرخ رشد قیمت ماهانه ۱.۵٪ و نرخ تورم ماهانه هزینه‌ها ۱.۵٪ در محاسبات لحاظ شده است.
- همچنین نرخ کمسیون مطابق صورت‌های مالی ۶ ماهه ۱۴۰۰ بدون لحاظ مالیات بر ارزش افزوده در سال‌های ۱۴۰۰ تا ۱۴۰۲ معادل ۱۵٪ اعمال شده است و از سال ۱۴۰۳ فرض شده است نرخ کمسیون به ۲۰٪ افزایش یابد.
- مطابق نمودار پایین صفحه، ارزش سفرها (درآمد ناخالص) و درآمد کمسیون دریافتی تپسی ارائه شده است.

صورت سود و زیان پیش‌بینی شده تپسی در بودجه اعلامی تپسی، ۱۴۰۰-۱۴۰۴ (میلیون ریال)					
شرح	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴
درآمدهای عملیاتی	۲,۷۷۱,۰۶۷	۶,۷۴۸,۷۷۰	۱۳,۰۰۸,۹۲۴	۲۳,۴۶۷,۳۱۵	۳۹,۴۵۱,۳۲۱
بهای تمام شده	(۲,۲۰۹,۱۷۱)	(۴,۱۹۶,۶۷۴)	(۵,۹۵۹,۱۶۸)	(۱۷,۸۵۶,۰۶۵)	(۲۸,۲۴۵,۷۳۳)
سود ناخالص	۵۶۱,۸۹۶	۱,۸۵۲,۰۹۶	۷,۰۴۹,۷۵۶	۵,۶۱۱,۲۵۰	۱۱,۲۰۵,۵۸۸
هزینه‌های فروش، اداری و عمومی	(۲۹۷,۲۹۸)	(۳۴۰,۰۹۹)	(۳۹۴,۱۷۰)	(۶۰۵,۷۵۳)	(۷۶۰,۱۹۹)
سود عملیاتی	۲۶۴,۵۹۸	۱,۵۱۱,۹۹۷	۶,۶۵۵,۵۸۶	۵,۰۰۵,۴۹۸	۱۰,۴۴۵,۳۸۹
هزینه‌های مالی	(۱۵۳,۰۰۰)	(۱۵۳,۰۰۰)	(۱۵۳,۰۰۰)	(۱۵۳,۰۰۰)	(۱۵۳,۰۰۰)
سود خالص قبل از کسر مالیات	۱۱۱,۵۹۸	۱,۳۵۸,۹۹۷	۶,۵۰۲,۵۸۶	۴,۸۵۲,۴۹۸	۱۰,۲۹۲,۳۸۹
مالیات بر درآمد	(۲۵,۱۱۰)	(۳۰۵,۷۷۴)	(۱,۴۶۳,۰۸۲)	(۱,۰۹۱,۸۱۲)	(۲,۳۱۵,۷۸۷)
سود خالص	۸۶,۴۸۹	۱,۰۵۳,۲۲۳	۵,۰۳۹,۵۰۴	۳,۷۶۰,۶۸۶	۷,۹۷۶,۶۰۱
حاشیه سود خالص	۳.۱٪	۱۵.۶٪	۳۸.۷٪	۱۶.۰٪	۲۰.۲٪

جریانات نقدی آزاد صاحبان سهام در بودجه اعلامی تپسی، ۱۴۰۰-۱۴۰۴ (میلیون ریال)					
شرح	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴
سود خالص	۸۶,۴۸۹	۱,۰۵۳,۲۲۳	۵,۰۳۹,۵۰۴	۳,۷۶۰,۶۸۶	۷,۹۷۶,۶۰۱
استهلاک	۴۹۱,۸۸۲	۱,۰۵۱,۷۰۲	۱,۶۲۴,۴۳۱	۲,۵۷۳,۷۷۳	۲,۲۱۱,۷۰۴
تغییرات سرمایه در گردش غیر نقد	(۲۰۲,۲۰۷)	(۹۰۴,۱۹۷)	(۱,۴۱۸,۲۱۰)	(۶۹۶,۱۹۳)	(۲,۲۰۹,۹۵۷)
مخارج سرمایه‌ای	۱,۸۵۲,۳۵۸	۵,۳۵۲,۷۹۷	۶,۲۶۹,۵۲۵	۱,۸۱۹,۱۵۶	۱۵۸,۰۲۲
تغییرات مانده تسهیلات
جریانات نقدی آزاد صاحبان سهام	(۱,۰۷۱,۷۸۰)	(۲,۳۴۳,۶۷۵)	۱,۸۱۲,۶۲۰	۵,۲۱۱,۴۹۶	۱۲,۲۴۰,۲۴۰

- صورت سود و زیان براساس بودجه پیشنهادی تپسی به شرح جدول روبه رو می‌باشد.
- براساس رویه حسابداری شرکت، مخارج توسعه شبکه تپسی تا رسیدن به ۱ میلیون سفر در روز، به عنوان مخارج انتقالی به دارایی‌های شرکت انتقال یافته است، بنابراین در بهای تمام شده لحاظ نشده است. در سال ۱۴۰۱ بخش زیادی از مخارج تپسی، صرف توسعه شبکه و ورود به جغرافیای جدید خواهد شد به همین علت مخارج انجام شده به عنوان دارایی ثبت شده است.
- از سال ۱۴۰۳ که تعداد سفرهای تپسی از مرز یک میلیون می‌گذرد، ثبت مخارج ساخت شبکه تحت عنوان مخارج انتقالی متوقف می‌شود. بنابراین مطابق با رویه حسابداری شرکت، تمامی مخارج از اواسط سال ۱۴۰۳ به عنوان بهای تمام شده لحاظ شده و همین امر باعث عدم تناسب میزان فروش با بهای تمام شده در سال‌های مختلف شده است. بهای تمام شده تپسی شامل، هزینه حقوق و دستمزد و بخشی از مخارج توسعه شبکه است.
- نرخ مالیات معادل ۲۲.۵٪ در محاسبات لحاظ شده است.
- در جدول مقابل جریانات نقدی آزاد صاحبان سهام محاسبه شده است. جهت تأمین کمبود نقدینگی شرکت در سال ۱۴۰۰ اخذ تسهیلات جدید لحاظ شده است و برای سال ۱۴۰۱، با توجه به تعهد سهام‌داران به فرابورس، منابع حاصل از عرضه اولیه به شرکت تزریق خواهد شد که پیش‌بینی می‌شود شرکت به مبلغ ۳,۰۰۰ میلیارد ریال افزایش سرمایه بدهد.

ارزش برآوردی سهام شرکت تپسی براساس سناریو بودجه پیشنهادی تپسی، بهمن ماه ۱۴۰۰ (میلیون ریال)

رویکرد	مدل مورد استفاده	ضریب اتکا	ارزش کل سهام (میلیون ریال)	ارزش هر سهم (ریال)
رویکرد مبتنی بر تنزیل جریان نقدی	روش FCFE	%۵۰	۲۷,۳۳۷,۶۴۸	۲۳,۳۵۵
	روش P/S پیش بینی	%۳۰	۱۸,۲۸۸,۹۲۳	۱۵,۶۲۴
رویکرد مبتنی بر بازار	روش P/S دوازده ماه گذشته	%۵۰	۱۵,۵۵۰,۱۱۹	۱۳,۲۸۵
	روش P/S خارجی دوازده ماه گذشته	%۱۰	۱۶,۳۷۷,۳۵۰	۱۳,۹۹۱
میانگین وزنی ارزش سهام				۱۹,۰۹۲

- ارزش گذاری انجام شده در این سناریو بطور کامل مبتنی بر جریان نقدی برآورد شده در بودجه ارائه شده توسط شرکت تپسی می باشد.
- تمامی مفروضات ارزش گذاری شامل نرخ تنزیل، نرخ رشد بلندمدت، ضرایب ارزش مورد استفاده و وزن روش ها در محاسبه میانگین وزنی همانند سناریو اصلی ارزش گذاری می باشد.
- ارزش برآورد شده در دو روش مبتنی بر ۱۲ ماه گذشته به علت ماهیت گذشته نگر، با سناریو اصلی یکسان می باشد.
- ارزش کل سهام شرکت تپسی براساس جریان نقدی پیش بینی شده در بودجه پیشنهادی توسط تپسی، مورخ بهمن ۱۴۰۰، مبلغ **۲۲,۳۴۸ میلیارد ریال** و ارزش هر سهم تپسی مبلغ **۱۹,۰۹۲ ریال** برآورد می شود.
- سرمایه شرکت در زمان تهیه گزارش حاضر ۱,۱۷۰,۵۲۹ میلیون ریال، معادل ۱,۱۷۰,۵۲۸,۸۰۰ تعداد سهام ۱,۰۰۰ ریالی می باشد که در محاسبه ارزش هر سهم لحاظ شده است.

