



جناب آقای دکتر گودرزی
مدیر عامل محترم شرکت بورس اوراق بهادار تهران
موضوع: پاسخ به سوالات کنفرانس اطلاع رسانی - اصلاحیه

با سلام و احترام؛

بازگشت به اطلاعیه منتشر شده "ضرورت برگزاری کنفرانس اطلاع رسانی" با شماره پیگیری ۱۰۵۲۴۷۳ به تاریخ ۱۴۰۲/۰۴/۱۷ در سامانه کدال به منظور ارائه پاسخ به سوالات و ابهامات احتمالی در خصوص اطلاعات و صورت‌های مالی و همچنین گزارش ارزشگذاری و امیدنامه منتشر شده قبل از عرضه اولیه سهام، به اطلاع می‌رساند پاسخ سوالات مطرح شده در جلسات معارفه به شرح ذیل می‌باشد:

الف) سوالات مطرح شده در سامانه تدان

۱. با توجه به فرمول محاسباتی نرخ رشد و نرخ تقسیم سود $4+$ درصدی، نرخ رشد معادل $2+$ درصد محاسبه و در ارزشگذاری TV لحاظ شده است. در صورتی که نرخ 85 درصدی تقسیم سود (بر اساس جدول صفحه ۴۱ ارزشیابی) بر خلاف نرخ‌های قبلی در محاسبه TV لحاظ شود. بنابراین متناسب با این تغییر، درصد تقسیم سود می‌بایست نرخ رشد نیز بازنگری و معادل 5 درصد لحاظ شود که منجر به تغییرات فاحش در ارزشگذاری خواهد شد. خواهشمند است در این خصوص توضیحات تکمیلی مربوط را ارائه فرمایید.

پاسخ: با عنایت به اینکه میانگین نرخ تورم اعلام شده از سوی بانک مرکزی کشور طی 20 سال اخیر، 20 درصد بوده و همچنین با توجه به همبستگی قابل توجه درآمدهای عملیاتی این شرکت نسبت به نرخ بازده بدون ریسک (که در این گزارش معادل 20 درصد در نظر گرفته شده است) نرخ رشد دوره پایانی (TV) شرکت معادل 20 درصد در نظر گرفته شده است.

به نظر می‌رسد مبنای کارشناس محترم در خصوص رابطه بین نرخ رشد بلند مدت و درصد تقسیم سود، فرمول نرخ رشد پایدار زیر است.

$$g = ROE \times (1 - d)$$

در بسیاری از منابع مالی، فرمول فوق به عنوان مبنای برآورد نرخ رشد بلندمدت ذکر شده است ولی این فرمول در اقتصادهای با تورم بالا مانند اقتصاد ایران قابل استفاده نیست و برآورد نرخ رشد بر اساس بازده حقوق مالکانه و درصد تقسیم سود نیازمند محاسباتی جداگانه و مختص شرایط تورمی می‌باشد.

۲. مبنای و علت کاهش نرخ تنزیل به میزان 3 درصد در TV را به نسبت نرخ تنزیل عایدات عادی را بیان فرمایید.

پاسخ: یکی از ابزارهای سیاست پولی جهت ایجاد ثبات اقتصادی، تغییر در نرخ سود بانکی می‌باشد؛ لذا با توجه به روند نزولی تورم انتظاری در گزارش مورد بررسی که منتج به آرام گرفتن اقتصاد در بلند مدت می‌شود نرخ بازده بدون ریسک تعدیل گردیده و با لحاظ احتیاط در ارزشیابی، نرخ مذکور 3% کاهش داده شده است و بر اساس فرمول مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) بالطبع نرخ بازده مورد انتظار سهامداران نیز کاهش خواهد یافت.



۳. مجموع اوراق تحت تعهد پیش بینی شده سال ۱۴۰۶ معادل ۹۲۳ هزار میلیارد ریال لحاظ شده است. با توجه به این که این رقم باید با دستورالعمل کفایت سرمایه سازمان بورس تطابق داشته باشد.

الف- نسبت‌های حدودی کفایت سرمایه پیش بینی شده شرکت را به صورت برآوردی برای سال‌های ۱۴۰۲ تا ۱۴۰۶ افشا نمایید.

ب- با توجه به صورت وضعیت مالی پیش‌بینی شده سال ۱۴۰۶، جمع دارایی‌ها ۱۴۱ هزار میلیارد ریال و جمع بدهی‌ها ۳۶ هزار میلیارد ریال می‌باشد. به نظر می‌رسد با فرض لحاظ خوش‌بینانه‌ترین ضرایب دستورالعمل کفایت سرمایه برای دارایی‌ها (ضریب ۱۰۰) شرکت از لحاظ دستورالعمل توان تحمل ۹۲۳ هزار میلیارد ریال اوراق تحت تعهد را نخواهد داشت (ضریب بدهی تعهدات تعدیل شده بالای یک خواهد شد) با توجه به تأثیر اساسی این رقم بر درآمدها و ارزش شرکت، خواهشمند است توضیحات تکمیلی را بیان فرمایید.

پاسخ: همانطور که در گزارش نیز شرح داده شده است اوراق تحت تعهد با فرض رعایت کفایت سرمایه شرکت در نظر گرفته شده است و از این رو مجموع تعهدات این شرکت برای سال‌های آتی با لحاظ افزایش سرمایه شرکت (از مبلغ ۹,۰۰۰ میلیارد ریال به ۲۰,۰۰۰ میلیارد ریال از محل سود انباشته در سال ۱۴۰۲) و بر اساس ضریبی از مجموع حقوق مالکانه شرکت طی سال‌های آتی و با در نظر گرفتن متوسط نسبت مجموع تعهدات سایر تأمین سرمایه‌های کشور نسبت به حقوق مالکانه هر یک و با نظر به ملاحظات مربوط به تورم انتظاری کشور و حجم فزاینده نقدینگی کشور طی سال‌های آتی و با فرض حفظ سهم شرکت مزبور از بازار برآورد گردیده است.

۴. در صفحه ۳۲ گزارش ارزشیابی جمع درآمدهای بازارگردانی سال ۱۴۰۲ معادل ۸۰۱۳ میلیارد ریال محاسبه شده است اما صرفاً ۲۰۶۲ میلیارد ریال آن در اعداد فوقانی جمع نهایی مذکور ذکر شده است. خواهشمند است با درج ارقام مربوط به درآمد بازارگردانی اوراق قبلی معادل ۵۹۵۱ میلیارد ریال، نسبت به اصلاح و تکمیل جدول اقدام فرمایید.

پاسخ: مابه‌التفاوت ذکر شده در پرسش از بابت اوراق منتشره در دوره‌های قبل می‌باشد، در جدول مذکور درآمد حاصل از انتشار اوراق جدید افشا می‌گردد و جهت جلوگیری از اطاله کلام، حجم اوراق منتشره درآمد بازارگردانی در هر دوره افشا شده و جمع کل درآمد نیز آورده شده است.

۵. درآمد تعهد پذیره‌نویسی و بازارگردانی اوراق ارزشگذاری تأمین سرمایه کیمیا به ترتیب معادل ۱ درصد و ۲ درصد مبلغ اسمی اوراق لحاظ شده است. با توجه به یکسان بودن ارزشگذاری هر ۲ شرکت توسط تأمین سرمایه دماوند از یک سو و همزمان بودن زمان و صنعت شرکت، خواهشمند است علت اختلاف نرخ‌های محاسباتی را تشریح نمایید.

پاسخ: دو شرکت از نظر نوع فعالیت یکسان بوده‌اند ولی از بعد سابقه فعالیت و مزیت رقابتی یکسان نبوده و بر اساس اصول ارزشیابی همه موارد از جمله سابقه فعالیت، اندازه شرکت‌ها، مزیت رقابتی و ... درآمدها باید تاثیر داده شود. همچنین شرکت تأمین سرمایه کیمیا قراردادی مبنی بر نرخ بالاتر ارائه نداده است. لذا نرخ‌ها برای آن شرکت محتاطانه در نظر گرفته شده است.



۶. نرخ بازده موثر (YTM) اوراق منتشره جدید پیش بینی شده در گزارش ارزشگذاری شرکت به تفکیک هر سال به صورت میانگین به چه صورت است؟

پاسخ: نرخ بازده موثر اوراق منتشره جدید پیش بینی شده شرکت برای سال‌های آتی بر اساس میانگین موزون نرخ بازدهی تا سررسید اوراق خزانه منتشر شده در بازار سرمایه موجود در حال حاضر و همچنین با توجه به نرخ‌های اعلام شده برای اوراق منتشر شده مندرج در امیدنامه این شرکت در نظر گرفته شده است.

۷. صورت‌های مالی پیش‌بینی شده مندرج در امیدنامه در خصوص مواردی چون درصد تقسیم سود، نرخ درآمد تعهد پذیره‌نویسی، نرخ سالانه رشد اوراق منتشره و صورت سود و زیان و صورت وضعیت مالی دارای تفاوت چشمگیر با مفروضات و صورت‌های مالی پیش‌بینی شده توسط ارزشگذار محترم (مشاور عرضه) می‌باشد. پیشنهاد می‌شود جهت جلوگیری از ایجاد ابهام برای سرمایه‌گذاران نسبت به یکسان سازی اطلاعات گزارشات مرتبط عرضه اولیه اقدام یا توضیحات تکمیلی مربوطه ارائه شود.

پاسخ: برآورد ارزش‌گذار به صورت مستقل و براساس مفروضات خود ارزش‌گذار انجام شده است. برآورد شرکت‌ها به طور معمول محافظه کارانه‌تر انجام می‌پذیرد.



۸. با توجه به اهمیت میزان اوراق تحت تعهد، چه میزان اوراق طی سال های ۱۳۹۹، ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ توسط شرکت تعهد به پذیره نویسی و بازارگردانی شده است؟ نرخ کارمزد چه مقدار بوده است؟ جدول را تکمیل فرمایید.

پاسخ: میزان اوراق تحت تعهد مطابق جدول درخواستی تکمیل و به شرح ذیل ارائه می‌گردد. نرخ کارمزد براساس نرخ بازار در زمان انتشار تعیین گردیده است.

میلیارد ریال

اوراق تحت تعهد	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱
اوراق تحت تعهد اول دوره	۲۲,۳۸۰	۷۴,۶۰۰	۱۸۲,۹۰۰
حجم اوراق سررسید شده	۱۵,۹۸۰	۱,۰۰۰	۳۷,۵۰۰
حجم اوراق انتشار یافته	۶۸,۲۰۰	۱۰۹,۳۰۰	۱۳۶,۴۰۰
مجموع اوراق تحت تعهد	۷۴,۶۰۰	۱۸۲,۹۰۰	۲۸۱,۸۰۰

میلیون ریال

تعهد پذیره نویسی اوراق	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱
درآمد حاصل از اوراق سال ۱۳۹۷	-	-	-
درآمد حاصل از اوراق سال ۱۳۹۸	-	-	-
درآمد حاصل از اوراق سال ۱۳۹۹	۱,۶۷۹,۴۲۱	۴۲۴,۲۷۹	-
درآمد حاصل از اوراق سال های قبل ۱۳۹۷	-	-	-
درآمد حاصل از اوراق سال ۱۴۰۰	-	۲,۰۱۷,۰۲۵	-
درآمد حاصل از اوراق سال ۱۴۰۱	-	-	۳,۳۱۲,۴۶۵
	۱,۶۷۹,۴۲۱	۲,۴۴۱,۳۰۴	۳,۳۱۲,۴۶۵

میلیون ریال

درآمد حاصل از بازارگردانی اوراق	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱
درآمد حاصل از اوراق سال ۱۳۹۷	۱۰۲,۵۸۰	۱۰۲,۳۰۰	۶۴۵,۶۶۰
درآمد حاصل از اوراق سال ۱۳۹۸	۲۰۵,۱۰۴	۹۶,۲۵۳	۱۳۰,۰۰۰
درآمد حاصل از اوراق سال ۱۳۹۹	۴۸۸,۰۰۲	۲,۲۴۴,۵۱۰	۱,۴۷۷,۷۷۰
درآمد حاصل از اوراق سال های قبل ۱۳۹۷	۳۰۷,۰۴۸	-	۴۶,۱۰۵
درآمد حاصل از اوراق سال ۱۴۰۰	-	۲۵۴,۵۴۲	۳,۰۵۲,۴۰۲
درآمد حاصل از اوراق سال ۱۴۰۱	-	-	۱,۱۸۳,۸۲۳
	۱,۱۰۲,۷۳۴	۲,۶۹۷,۶۰۵	۶,۵۳۵,۷۶۰

۹. سود حاصل از فروش اوراق بهادار در صفحه ۳۵ ارزشگذاری دقیقاً از چه منبعی ایجاد شده است؟

پاسخ: سود حاصل از فروش اوراق بهادار حاصل از مابه التفاوت میانگین سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت (شامل میانگین سرمایه‌گذاری در سال جاری و سال قبل سرمایه‌گذاری در سهام شرکت و سایر شرکت‌ها) و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت (شامل میانگین سرمایه‌گذاری در سال جاری و سال قبل سرمایه‌گذاری در صندوق سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری در سایر شرکت‌های دیگر) به دست آمده و در نهایت حاصل این معادله در نرخ سرمایه‌گذاری

سود سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها که در این گزارش تقریباً معادل ۳۶.۷٪ (که این نرخ از میانگین نرخ بازده بدون ریسک و صرف ریسک بازار که برای سال‌های آتی در نظر گرفته شده است به دست آمده است) در نظر گرفته شده است.

۱۰. نحوه محاسبه نرخ رشد بلندمدت که در گزارش ارزشیابی ۲۰ درصد فرض شده است بر چه اساسی است؟ آیا در سال‌های اخیر که نرخ تورم دو تا سه برابر نرخ بدون ریسک بوده است سالانه شرکت‌ها به طور واقعی به همین میزان کوچکتر شده اند (رشد واقعی منفی)؟

پاسخ: با عنایت به اینکه میانگین نرخ تورم اعلام شده از سوی بانک مرکزی کشور طی ۲۰ سال اخیر، ۲۰ درصد بوده و همچنین با توجه به همبستگی قابل توجه درآمدهای عملیاتی این شرکت نسبت به نرخ بازده بدون ریسک (که در این گزارش معادل ۲۰ درصد در نظر گرفته شده است) نرخ رشد دوره پایانی (TV) شرکت معادل ۲۰ درصد در نظر گرفته شده است. لازم به ذکر است در حال حاضر با توجه به نرخ اعلامی تورم در حدود ۶۰٪ در سال جاری و حدود ۴۰٪ در سال گذشته رشد واقعی اکثر صنایع منفی بوده و در صورتی که مبنای محاسبات بلندمدت می‌باشد و تورم هم در بلندمدت با توجه به روند گذشته پایین‌تر از نرخ تورم کنونی است، لذا مبنای نرخ واقعی و محاسبه آن در کشور ما که کشوری با تورم بالا می‌باشد مبنای درست و منطقی نمی‌باشد.

۱۱. نسبت P/E محاسباتی در گزارش ارزشیابی ۸.۹۴ فرض شده است. جزئیات محاسبه عدد مذکور را شرح دهید. با توجه به اینکه P/E شرکتی مانند تامین سرمایه نوین برابر با ۵.۵ می‌باشد، استفاده از میانگین P/E صنعت به منظور ارزش‌گذاری چه توجیهی برای سرمایه‌گذار نسبت به خرید تامین سرمایه کاردان خواهد داشت؟

پاسخ: برای برآورد نسبت ضریب قیمت به سود هر سهم (P/E) به منظور ارزشیابی شرکت تامین سرمایه کاردان، از متوسط P/E شرکت‌های مشابه در تاریخ ارزشیابی با لحاظ حذف داده‌های پرت در این صنعت که شامل شرکت‌های با نماد معاملاتی تنوین، تملت، امین، لوتوس، امید، تماوند و تفارس بوده برآورد شده است و همچنین با عنایت به اینکه مبنای ارزشیابی با این روش سود خالص ۱۴۰۱ این شرکت بوده P/E گذشته نگر (TTM) صنعت در محاسبات لحاظ شده، لذا افزایش درآمدهای این شرکت در سال مالی منتهی به ۱۴۰۲/۱۲/۲۹ در ارزشیابی لحاظ نشده است. شایان ذکر است سرمایه‌گذاران به منظور سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها عوامل متعددی را مورد بررسی قرار خواهند داد و تنها به نسبت P/E بسنده نخواهند کرد.

۱۲. دلیل اینکه ضریب اتکا به روش ارزش‌گذاری خالص دارایی (NAV) بسیار نامناسب و فقط ۵ درصد بوده است، چیست؟ پاسخ: استفاده از روش NAV جهت ارزشیابی سهام شرکت‌هایی که دارایی محور نیستند روش درستی بنظر نمی‌رسد. با توجه به مقررات سازمان بورس با اتکا به بند ۲۶ ماده دستورالعمل پذیرهنویسی و ارزشیابی اوراق بهادار این روش نیز با ضریب پایین آورده شد.

۱۳. در گزارش ارزش‌گذاری فرض بر علت تقسیم سود بیش از دو برابری در سال ۱۴۰۶ به بعد بر خلاف رویه گذشته شرکت به چه دلیلی است؟



پاسخ: در خصوص اعمال درصد تقسیم سود ۸۵٪، همانگونه که مستحضرید، بخشی از درآمد و سود سالانه شرکت‌های تامین سرمایه به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت این شرکت‌ها اختصاص می‌یابد. در مدل ارزش‌گذاری، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌های شرکت ۱۳٪ فرض شده، در حالی که نرخ تنزیل شرکت ۳۵٪ برآورد شده است. این بدان معناست که شرکت تامین سرمایه، منابع خود را صرف سرمایه‌گذاری‌هایی با نرخ کمتر از نرخ مورد انتظار سهامداران خود می‌نماید که قطعاً برخلاف اصول اولیه سرمایه‌گذاری می‌باشد. نکته‌ای که در خصوص سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت وجود دارد این است که به دلیل اینکه بخش عمده آن در صندوق‌ها و اوراق با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری شده، ریسک درآمدی آن کمتر از ریسک کل شرکت می‌باشد و بنابراین نرخ تنزیل مورد استفاده در تنزیل سود سرمایه‌گذاری‌ها می‌بایست کمتر از نرخ تنزیل خود شرکت باشد؛ ولی به دلیل اینکه استفاده از نرخ تنزیل‌های مختلف برای خطوط درآمدی متفاوت شرکت‌ها در گزارش‌های عرضه اولیه رایج نیست و به منظور تعدیل این تناقض در مفروضات ارزش‌گذاری که گریزناپذیر می‌باشد، فرض شده در محاسبه ارزش نهایی (Terminal Value) افزایش سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت در سرمایه در گردش شرکت لحاظ نگردد و با توجه به جریان نقد آزاد سهامداران و توانایی شرکت در پرداخت سود به سهامداران، درصد تقسیم سود ۸۵٪ فرض شده است.

شایان ذکر است با فرض درصد تقسیم سود ۸۵٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM ۸٫۶ و در مدل FCFE ۷٫۹ است. ضریب P/E صنعت در زمان تهیه گزارش ارزش‌گذاری برابر با ۸٫۹۴ و ضریب P/E گروه در سامانه TSETMC برابر با ۹٫۲۷ بوده و در صورت اعمال درصد تقسیم سود ۴۰٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM ۴٫۱ و در مدل FCFE ۴٫۹ خواهد بود که تفاوت زیادی با ضرایب صنعت دارند.

۱۴. برآورد شرکت از بازانتشار اوراق جدید در بازار به چه میزان می‌باشد؟

پاسخ: در امیدنامه شرکت میزان برآورد از انتشار اوراق جدید برای سال مالی ۱۴۰۲ مبلغ ۱۰۰۰۰۰۰۰ میلیارد ریال قید گردیده است. اطلاعات تکمیلی در خصوص میزان و نحوه انتشار اوراق در سال‌های بعد نیز در همان مستند، تشریح گردیده است.

۱۵. در راستای تحلیل ریسک خروج منابع از صندوق درآمد ثابت کاردان، لطفاً ترکیب سرمایه‌گذاران نهادی عمده در یونیت‌های این صندوق را بیان نمایید.

پاسخ: ترکیب سهامداران صندوق درآمد ثابت کاردان ۶۵٪ حقیقی و ۳۵٪ حقوقی است.

۱۶. نسبت سود سرمایه‌گذاری به ارزش سرمایه‌گذاری‌ها در سال ۱۴۰۱ برابر با ۱۶ درصد و در سال‌های بعد این نسبت تقریباً برابر با ۱۳٫۲٪ است، علت افت حدود ۳ درصدی چیست؟!

پاسخ: همانطور که بالاتر نیز اشاره شد، یکی از ابزارهای سیاست پولی جهت ایجاد ثبات اقتصادی، تغییر در نرخ سود بانکی می‌باشد؛ لذا با توجه به روند نزولی تورم انتظاری در گزارش مورد بررسی که منتج به آرام گرفتن اقتصاد در بلندمدت می‌شود نرخ بازده بدون ریسک تعدیل گردیده و با لحاظ احتیاط در ارزشیابی، نرخ مذکور ۳٪ کاهش داده شده است و بر اساس فرمول مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) بالطبع نرخ بازده مورد انتظار سهامداران نیز کاهش خواهد یافت.



۱۷. درصد تقسیم سود در دوره پایانی مدل DDM برابر ۸۵٪ در نظر گرفته شده در حالی که تا سال ۱۴۰۶ درصد تقسیم سود برابر ۴۰٪ فرض شده است. لطفا علت این افزایش را توضیح دهید.

پاسخ: در خصوص اعمال درصد تقسیم سود ۸۵٪، همانگونه که مستحضرد، بخشی از درآمد و سود سالانه شرکت‌های تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت این شرکت‌ها اختصاص می‌یابد. در مدل ارزش‌گذاری، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌های شرکت ۱۳٪ فرض شده، در حالی که نرخ تنزیل شرکت ۳۵٪ برآورد شده است. این بدان معناست که شرکت تأمین سرمایه، منابع خود را صرف سرمایه‌گذاری‌هایی با نرخ کمتر از نرخ مورد انتظار سهامداران خود می‌نماید. که قطعا بر خلاف اصول اولیه سرمایه‌گذاری می‌باشد. نکته‌ای که در خصوص سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت وجود دارد این است که به دلیل اینکه بخش عمده آن در صندوق‌ها و اوراق با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری شده، ریسک درآمدی آن کمتر از ریسک کل شرکت می‌باشد و بنابراین نرخ تنزیل مورد استفاده در تنزیل سود سرمایه‌گذاری‌ها می‌بایست کمتر از نرخ تنزیل خود شرکت باشد؛ ولی به دلیل اینکه استفاده از نرخ تنزیل‌های مختلف برای خطوط درآمدی متفاوت شرکت‌ها در گزارش‌های عرضه اولیه رایج نیست و به منظور تعدیل این تناقض در مفروضات ارزش‌گذاری که گریزناپذیر می‌باشد، فرض شده در محاسبه ارزش نهایی (Terminal Value) افزایش سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت در سرمایه در گردش شرکت لحاظ نگردد و با توجه به جریان نقد آزاد سهامداران و توانایی شرکت در پرداخت سود به سهامداران، درصد تقسیم سود ۸۵٪ فرض شده است.

شایان ذکر است با فرض درصد تقسیم سود ۸۵٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM ۸٫۶ و در مدل ۷٫۹ FCFE است. ضریب P/E صنعت در زمان تهیه گزارش ارزش‌گذاری برابر با ۸٫۹۴ و ضریب P/E گروه در سامانه TSETMC برابر با ۹٫۲۷ بوده و در صورت اعمال درصد تقسیم سود ۴۰٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM ۴٫۱ و در مدل ۴٫۹ FCFE خواهد بود که تفاوت زیادی با ضرایب صنعت دارند.

۱۸. نسبت بازده مورد انتظار سهامداران در دوره پایدار با کاهش ۳ درصدی، ۳۱٫۸٪ فرض شده است. به علت موثر بودن این متغیر در ارزش‌نهایی (TV)، لطفا علل این کاهش را توضیح دهید.

پاسخ: یکی از ابزارهای سیاست پولی جهت ایجاد ثبات اقتصادی، تغییر در نرخ سود بانکی می‌باشد؛ لذا با توجه به روند نزولی تورم انتظاری در گزارش مورد بررسی که منتهج به آرام گرفتن اقتصاد در بلند مدت می‌شود نرخ بازده بدون ریسک، تعدیل گردیده و با لحاظ احتیاط در ارزشیابی، نرخ مذکور ۳٪ کاهش داده شده است و بر اساس فرمول مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) بالطبع نرخ بازده مورد انتظار سهامداران نیز کاهش خواهد یافت.

۱۹. انتظار شرکت از مقدار بازانتشار اوراق جدید در کل بازار به چه میزان می‌باشد؟

پاسخ: در امین‌نامه شرکت میزان برآورد از انتشار اوراق جدید برای سال مالی ۱۴۰۲ مبلغ ۱۰۰۰۰۰۰ میلیارد ریال قید گردیده است. اطلاعات تکمیلی درخصوص میزان و نحوه انتشار اوراق در سال‌های بعد نیز در همان مستند، تشریح گردیده است.



۲۰. هزینه بازارگردانی چیست؟

پاسخ: هزینه‌های بازارگردانی عمدتاً شامل هزینه‌هایی است که شرکت در راستای بازارگردانی اوراق تحت تعهد بازارگردانی و به منظور متناسب نمودن نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با نرخ‌های موجود در بازارهای موازی و ترغیب سرمایه‌گذاران برای معاملات اوراق مزبور، تحمل کرده است.

۲۱. سود سرمایه‌گذاری نسبت به ارزش سرمایه‌گذاری‌ها در سال ۱۴۰۱ برابر با ۱۶ درصد می‌باشد ولی در سال‌های بعد این نسبت تقریباً برابر با ۱۳.۲٪ است، دلیل کاهش چه می‌باشد؟

پاسخ: اگر منظور مبلغ مرتبط با جریانات نقد مازاد پیش‌بینی شده شرکت هست که در نهایت مازاد وجه نقد به سرمایه کوتاه مدت منتقل می‌شود، همانند سنوات گذشته به سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف و با در نظر گرفتن گردش جریانات نقد گذشته شرکت تخصیص و سود سرمایه‌گذاری محاسبه گردیده است که این مورد در گزارش شرح داده شده است.

۲۲. دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری (یونیت هولدرها) درآمد ثابت چه کسانی هستند؟ ریسک خروج منابع از صندوق درآمد ثابت را چقدر میدانید؟!

پاسخ: در حال حاضر ترکیب سهامداران صندوق درآمد ثابت کاردان ۶۵٪ حقیقی و ۳۵٪ حقوقی است. در ماه‌های گذشته، نسبت مشتریان حقیقی به حقوقی افزایش قابل توجهی را تجربه نموده است. این امر می‌تواند در کاهش ریسک نقدینگی و خروج منابع از صندوق اثر مثبت داشته باشد. باتوجه به اینکه پیشتر تعداد مشتریان حقوقی صندوق با منابع بالا قابل توجه بود، صندوق از این حیث با ریسک نقدشوندگی برای تأمین منابع در صورت ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری توسط ایشان روبه‌رو بود. در حال حاضر باتوجه به روند افزایشی مشتریان خرد حقیقی، این ریسک تا حدود قابل توجهی کاهش یافته است. برآورد این شرکت آن است که در ماه‌های پیشرو نیز مشابه ماه‌های اخیر این نسبت در مسیر کاهش ریسک خروج منابع عمده از صندوق تعدیل گردد.

۲۳. چند درصد از ۱۰ همت پیش‌بینی شده در سال ۱۴۰۲ از محل منابع جدید و چند درصد از طریق سررسید شدن اوراق فعلی می‌باشد؟

پاسخ: فرض انتشار اوراق جدید به مبلغ ۱۰ هزار میلیارد تومان توسط تأمین سرمایه کاردان بر اساس بودجه دریافتی از کارفرما برای سال جاری در نظر گرفته شده است و همچنین فرض شده حدود ۷۰٪ از اوراق منتشره از محل منابع موجود در دسترس شرکت و از طریق سررسید شدن اوراق فعلی و ۳۰٪ اوراق منتشره در سال جاری نیز از محل منابع جدید قابل جذب باشد.

۲۴. سیاست‌گذاری شرکت برای منابع در دست مدیریت سال‌های آتی شرکت چیست؟

پاسخ: برنامه شرکت برای منابع در دست مدیریت طبق IPS (استراتژی سرمایه گذاری) صندوقهای سرمایه گذاری و بر اساس اهداف تعیین شده طبق آن است که به تفصیل در مستندات مربوط به صندوقها شامل امیدنامه بدان اشاره گردیده است. برای کسب اطلاعات بیشتر در این خصوص، پیشنهاد می‌گردد تا مستندات مربوط به صندوق های سرمایه گذاری تحت مدیریت شرکت تأمین سرمایه کاردان مطالعه گردد.

۲۵. بر اساس تقسیم سودهای گذشته شرکت (متوسط $+3\%$)، علت تقسیم سود بالا (۸۵ درصدی) برای دوره 1406 به بعد چیست؟

پاسخ: در خصوص اعمال درصد تقسیم سود 85% ، همانگونه که مستحضرید، بخشی از درآمد و سود سالانه شرکت‌های تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت این شرکت‌ها اختصاص می‌یابد. در مدل ارزش‌گذاری، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌های شرکت 13% فرض شده، در حالی که نرخ تنزیل شرکت 35% برآورد شده است. این بدان معناست که شرکت تأمین سرمایه، منابع خود را صرف سرمایه‌گذاری‌هایی با نرخ کمتر از نرخ مورد انتظار سهامداران خود می‌نماید که قطعاً برخلاف اصول اولیه سرمایه‌گذاری می‌باشد. نکته‌ای که در خصوص سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت وجود دارد این است که به دلیل اینکه بخش عمده آن در صندوق‌ها و اوراق با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری شده، ریسک درآمدی آن کمتر از ریسک کل شرکت می‌باشد و بنابراین نرخ تنزیل مورد استفاده در تنزیل سود سرمایه‌گذاری‌ها می‌بایست کمتر از نرخ تنزیل خود شرکت باشد؛ ولی به دلیل اینکه استفاده از نرخ تنزیل‌های مختلف برای خطوط درآمدی متفاوت شرکت‌ها در گزارش‌های عرضه اولیه رایج نیست و به منظور تعدیل این تناقض در مفروضات ارزش‌گذاری که گریزناپذیر می‌باشد، فرض شده در محاسبه ارزش نهایی (Terminal Value) افزایش سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت در سرمایه در گردش شرکت لحاظ نگردد و با توجه به جریان نقد آزاد سهامداران و توانایی شرکت در پرداخت سود به سهامداران، درصد تقسیم سود 85% فرض شده است.

شایان ذکر است با فرض درصد تقسیم سود 85% در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM 86 و در مدل $FCFE$ $7,9$ است. ضریب P/E صنعت در زمان تهیه گزارش ارزش‌گذاری برابر با $8,94$ و ضریب P/E گروه در سامانه TSETMC برابر با $9,27$ بوده و در صورت اعمال درصد تقسیم سود 40% در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM $4,1$ و در مدل $FCFE$ $4,9$ خواهد بود که تفاوت زیادی با ضرایب صنعت دارند.

۲۶. دلیل انتخاب کردن مقدار پیش‌بینی شده برای g چه بوده است؟

پاسخ: با توجه به وابستگی شرکت به نرخ بازده بدون ریسک، نرخ رشد بلندمدت معادل نرخ بازده بدون ریسک در دوره پایانی لحاظ گردیده است و از سویی با توجه به نرخ بازده مورد انتظار سهامداران در دوره مذکور P/E دوره پایانی، $8,5$ می‌باشد.

۲۷. متوسط نرخ مؤثر سود سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت و نرخ سپرده بانکی را در سنوات آتی به تفکیک هر سال و متدولوژی محاسبه آن را تشریح نمایید.

پاسخ: برای پیش‌بینی سود سرمایه‌گذاری‌های این شرکت، ابتدا مبلغ سرمایه‌گذاری برای سال‌های آتی بر اساس منابع مالی در دسترس شرکت در هر سال تخمین زده شده است. که برای این منظور هم ابتدا متوسط منابع مالی در دسترس شرکت در هر سال متناسب با سرمایه، سود انباشته و ...

برآورد شده و سپس با توجه به روند سنوات گذشته، در طبقات مختلف دارایی از قبیل سهام، اوراق با درآمد ثابت و صندوق‌ها سرمایه‌گذاری شده است و سپس سود سرمایه‌گذاری‌ها نیز با توجه به بودجه، گردش جریان وجوه نقد و گردش سرمایه‌گذاری‌های شرکت طی دوره‌های اخیر، بر اساس نرخ بازدهی بدون ریسک (معادل ۲۳ درصد) برای سرمایه‌گذاری در اوراق و واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری و نرخ ۳۶٫۷ درصد برای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، برآورد شده است.

۲۸. علت لحاظ نمودن نرخ بازده بدون ریسک ۲۰٪ برای دوره‌های بعد از ۱۴۰۶ را تشریح نمایید.

پاسخ: یکی از ابزارهای سیاست پولی جهت کنترل تورم و رکود اقتصادی نرخ سود بانکی می‌باشد؛ لذا با توجه به روند نزولی تورم انتظاری در گزارش ارزشیابی شرکت مزبور، نرخ بازده بدون ریسک در دوره پایانی تعدیل گردیده و با لحاظ احتیاط در ارزشیابی، نرخ مذکور ۳٪ کاهش داده شده است.

۲۹. علت درصد تقسیم سود ۸۵ درصدی برای سال‌های ۱۴۰۶ به بعد را تشریح نمایید. این نسبت تاثیر بسزایی در محاسبه ارزش نهایی در مدل DDM گذاشته است.

پاسخ: در خصوص اعمال درصد تقسیم سود ۸۵٪، همانگونه که مستحضرید، بخشی از درآمد و سود سالانه شرکت‌های تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت این شرکت‌ها اختصاص می‌یابد. در مدل ارزش‌گذاری، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌های شرکت ۱۳٪ فرض شده، در حالی که نرخ تنزیل شرکت ۳۵٪ برآورد شده است. این بدان معناست که شرکت تأمین سرمایه، منابع خود را صرف سرمایه‌گذاری‌هایی با نرخ کمتر از نرخ مورد انتظار سهامداران خود می‌نماید که قطعاً برخلاف اصول اولیه سرمایه‌گذاری می‌باشد. نکته‌ای که در خصوص سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت وجود دارد این است که به دلیل اینکه بخش عمده آن در صندوق‌ها و اوراق با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری شده، ریسک درآمدی آن کمتر از ریسک کل شرکت می‌باشد و بنابراین نرخ تنزیل مورد استفاده در تنزیل سود سرمایه‌گذاری‌ها می‌بایست کمتر از نرخ تنزیل خود شرکت باشد؛ ولی به دلیل اینکه استفاده از نرخ تنزیل‌های مختلف برای خطوط درآمدی متفاوت شرکت‌ها در گزارش‌های عرضه اولیه رایج نیست و به منظور تعدیل این تناقض در مفروضات ارزش‌گذاری که گریزناپذیر می‌باشد، فرض شده در محاسبه ارزش نهایی (Terminal Value) افزایش سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت در سرمایه در گردش شرکت لحاظ نگردد و با توجه به جریان نقد آزاد سهامداران و توانایی شرکت در پرداخت سود به سهامداران، درصد تقسیم سود ۸۵٪ فرض شده است.

شایان ذکر است با فرض درصد تقسیم سود ۸۵٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM ۸٫۶ و در مدل ۷٫۹ FCFE است. ضریب P/E صنعت در زمان تهیه گزارش ارزش‌گذاری برابر با ۸٫۹۴ و ضریب P/E گروه در سامانه TSETMC برابر با ۹٫۲۷ بوده و در صورت اعمال درصد تقسیم سود ۴۰٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM ۴٫۱ و در مدل ۴٫۹ FCFE خواهد بود که تفاوت زیادی با ضرایب صنعت دارند.



ب) سوالات مطرح شده در سامانه عرضه اولیه

۳۰. کارمزد تعهد پذیره نویسی و تعهد خرید سهام به چه صورتی تعیین می‌گردد؟

پاسخ: نرخ کارمزد تعهد پذیره نویسی و بازارگردانی اوراق منتشره به صورت رقابتی و بر اساس پایین ترین نرخ اخذ شده در استعلام ناشر از شرکت‌های دارای مجوز تعیین می‌گردد.

۳۱. پیش بینی شرکت از نوسانات نرخ بهره در سال ۱۴۰۲ چگونه می‌باشد؟

پاسخ: با توجه به تعدیل انتظارات تورمی، برنامه دولت جهت تامین مالی از محل انتشار اوراق و سررسید شدن بخش قابل توجهی از اوراق دولتی منتشره در سنوات قبل در سال جاری و میانگین رشد نقدینگی در صورت آرام ماندن فضای ریسک سیاسی حاکم بر اقتصاد کشور، نوسانات نرخ بهره محدود و در محدوده نرخ فعلی برآورد می‌گردد.

۳۲. لیست معافیت مالیاتی شرکت از منابع درآمدهای عملیاتی را ذکر فرمایید؟

پاسخ: درآمد سود سرمایه گذاری شرکت براساس قوانین و مقررات مالیاتی کشور و به‌طور مشخص قانون مالیات‌های مستقیم جزء درآمدهای معاف می‌باشد.

۳۳. دورنمای شرکت از مقدار تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی در سال ۱۴۰۲ به تفکیک دولت و سایر نهادهای مالی

چقدر می‌باشد؟ پیش بینی سهم بازار شرکت از این منبع تأمین مالی چگونه است؟

پاسخ: با توجه به نحوه عرضه اوراق دولتی، شرکت تامین سرمایه کاردان برنامه‌ای برای ورود به این قسمت از بازار بدهی نخواهد داشت و صندوق‌های تحت مدیریت این شرکت جهت رعایت حد نصاب اوراق دولتی (۲۵ درصد منابع صندوق) اقدام به خرید/فروش این نوع اوراق بدهی خواهند نمود.

۳۴. پیش بینی این شرکت از درآمدهای تعهد پذیره نویسی و بازارگردانی این شرکت چقدر می‌باشد؟

پاسخ: درآمد تعهد پذیره نویسی اوراق منتشره بر اساس روند سال گذشته معادل ۲ درصد کل مبلغ اسمی اوراق و در زمان ایفای تعهد (تکمیل پذیره نویسی) شناسایی می‌شود و درآمد بازارگردانی نیز بر اساس روند سنوات گذشته و نرخ‌های اعلامی شرکت طی عمر چهار ساله اوراق معادل ۳.۳ درصد کل مبلغ اسمی اوراق لحاظ شده است. طبق صفحه‌ی ۳۴ گزارش ارزشیابی درآمدهای بازارگردانی برای سال مالی ۱۴۰۲ مبلغ ۸۰۱۳.۷۹۰ میلیون ریال و درآمدهای تعهد پذیره نویسی مبلغ ۲۰۰۸.۹۲۰ میلیون ریال پیش بینی شده است.

۳۵. در قسمت SWOT امیدنامه یکی از نقاط ضعف شرکت، کمبود نیروی انسانی متناسب با حجم فعالیت‌ها ذکر شده است. با

توجه به اهمیت نیروی انسانی متخصص در شرکت‌های خدماتی جهت پیشبرد اهداف و برنامه‌های شرکت، راهکار شرکت جهت پوشش این نقطه ضعف چیست؟

پاسخ: شرکت تأمین سرمایه کاردان در حال حاضر، بازنگری آیین نامه سرمایه انسانی خود به منظور استقرار نظام جبران خدمات مبتنی بر عملکرد و افزایش شایسته‌سالاری را در دستور کار دارد. در این راستا و به منظور افزایش رضایت سرمایه انسانی شرکت و افزایش تعهد ایشان به سازمان، این شرکت در نظر دارد تا نسبت به بازنگری در نظامات حقوق و مزایا نیز اقدام ورزد. بنابراین اولین گام این شرکت برای رفع این نقطه ضعف، حفظ سرمایه



انسانی متخصص فعلی شرکت می‌باشد که در پیشبرد اهداف و برنامه‌های شرکت در آینده همچون گذشته نقش کلیدی دارند. در گام دوم، این شرکت در نظر دارد تا با ایجاد بانک اطلاعاتی خبرگان مربوط به نیروی انسانی زبده و متخصص در حوزه‌های مختلف کاری مورد نیاز، اقدام به انتخاب آگاهانه از میان ایشان در سمت‌های سازمانی مختلف و حسب مورد برای همکاری بلندمدت نماید. بنابراین همانطور که اشاره شد سیاست شرکت برای پوشش این نقطه ضعف، نگهداشت سرمایه انسانی متخصص خود از طریق افزایش انگیزه و جذب نیروهای توانمند از طریق ایجاد بانک اطلاعاتی خبرگانی می‌باشد.

۳۶. با توجه به نبود صندوق‌های کالایی، اهرمی و بخشی در انواع صندوق‌های تحت مدیریت شرکت، آیا برنامه‌ای برای ایجاد این نوع صندوق‌ها وجود دارد؟

پاسخ: پیشتر براساس ماده ۱۴ قانون برنامه ششم توسعه اقتصادی امکان تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری جدید برای این شرکت با توجه به سهامدار بانکی، وجود نداشت. البته این محدودیت در لایحه برنامه هفتم توسعه (بند ت ماده ۹) به شکل جدی‌تری تکرار گردیده است. به شکلی که نه تنها امکان تأسیس صندوق‌های جدید بدون مجوز شورای پول و اعتبار وجود ندارد که فعالیت در این حوزه نیز نیازمند مجوز مذکور می‌باشد. از طرفی با پیگیری‌های انجام شده توسط این شرکت و سایر نهادهای پولی و مالی کشور در طول سال‌های گذشته، تبصره‌های جدیدی در سال ۱۴۰۱ به دستورالعمل سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار بانک مرکزی اضافه گردیده است که امکان اخذ مجوز برای برخی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای بانک‌ها و بالطبع نهادهای مالی زیر مجموعه ایشان ایجاد گردیده است. از این میان میتوان به صندوق اوراق دولتی، صندوق زمین و ساختمان و صندوق املاک و مستغلات اشاره نمود. از طرفی براساس ماده ۱۸ قانون جهش تولید دانش‌بنیان، امکان تأسیس صندوق‌های خطرپذیر و سرمایه‌گذاری خصوصی تحت شرایطی برای بانک‌ها فراهم شده است. شرکت تأمین سرمایه کاردان در نظر دارد تا در وهله اول از فرصت‌های مذکور برای توسعه و تنوع بخشی به سبد محصولات و خدمات خود استفاده نماید و خلاء سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری را رفع نماید. البته در خصوص تأسیس سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری، این شرکت درخواست خود را برای تأسیس به نهاد ناظر ارائه و موضوع را به منظور کاهش محدودیت‌های فوق‌الذکر پیگیری خواهد نمود.

۳۷. با توجه به پیش بینی تغییر ساختار مالی از سیستم بانک محوری به بازار سرمایه و افزایش حجم فعالیت و درآمد شرکت‌های تامین سرمایه، برنامه بازاریابی شرکت برای افزایش سهم بازار چگونه است؟

پاسخ: شرکت تأمین سرمایه کاردان در واحد مدیریت برنامه‌ریزی و توسعه کسب و کار و مدیریت بازاریابی خود، به صورت فعالانه تحولات این حوزه را رصد نموده و برنامه جدیدی را برای توسعه کانال‌های فروش و افزایش سهم از بازار در دست نگارش دارد. براین اساس، در تمامی حوزه‌های فعالیت شرکت، شامل خدمات سبدگردانی، مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مشاور سرمایه‌گذاری، تعهدپذیرهنویسی و انتشار اوراق، این شرکت اقدام به توسعه کانال‌های ارائه خدمات خود خواهد نمود که برخی از این موارد نیز در حال حاضر به مرحله اجرا رسیده است. همچنین این شرکت به پشتوانه سهامداران نهادی خود و با استفاده از ظرفیت‌های احتمالی ایشان، برنامه اختصاصی بازاریابی از این مسیر را نیز در دست اجرا دارد که به تناوب زمانی مورد آسیب‌شناسی و بازبینی قرار می‌گیرد تا روند رو به رشد شرکت در سال‌های اخیر ادامه یابد. از طرفی تأمین سرمایه کاردان در نظر دارد تا با ایجاد



همکاری‌های استراتژیک و تجاری بلندمدت با هلدینگ‌ها و شرکت‌های بزرگ کشور در صنایع تولیدی، اقدام به ارائه سبدی متنوعی از خدمات خود به این نهادها و کارکنان ایشان نماید.

۳۸. با توجه به رشدی بودن صنعت و همین‌طور ماهیت خدماتی شرکت، بهتر نیست که وزن روش p/e در این گزارش ارزشگذاری کمتر باشد و بیشتر به روش‌های مبتنی بر تنزیل جریان نقد پرداخته شود؟ (وزن بالاتری داده شود)

پاسخ: با توجه به هدف ارزشگذاری که عرضه اولیه به عموم سرمایه‌گذاران می‌باشد و با توجه به تنوع افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران برای روش‌های مورد اشاره ضریب اتکای برابر لحاظ شده است.

۳۹. با عرض سلام و خسته نباشید ۱. دلیل تبدیل تعدادی از سهام شرکت از عادی به ممتاز چیست؟ ۲. علت کاهش کارمزد شرکت‌های تأمین سرمایه در جهان در سال ۲۰۲۲ میلادی نسبت به سال ۲۰۲۱ میلادی و افت این کارمزدها در سه ماهه نخست سال ۲۰۲۳ میلادی نسبت به مدت مشابه سال گذشته چیست؟ ۳. برنامه شرکت تأمین سرمایه کاردان جهت ارتقای رتبه در بین سایر شرکت‌های مطرح در صنعت چیست؟ ۴. در حال حاضر حداقل سرمایه لازم شرکت‌های تأمین سرمایه ۱۰۰۰ میلیارد تومان است چه زمانی حداقل سرمایه شرکت تأمین سرمایه کاردان انجام خواهد شد و این موضوع مرتفع می‌گردد؟ ۵. در بخش عملکرد سبدهای تحت مدیریت، دلیل شناسایی زیان حاصل از فروش سرمایه‌گذاری‌های سبد اشخاص حقوقی در سال ۱۴۰۱ چیست؟ با تشکر

پاسخ: این موضوع یکی از شروط پذیرش شرکت از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار برای مطابقت با ضوابط و مقررات نظارتی آن می‌باشد (خواهشمند است در این خصوص به مقررات مربوط به پذیرش شرکت‌های جدید مراجعه نمایید). ۲. استحضار دارید که بعد از پایان بیماری همه‌گیری کرونا و کاهش محدودیت‌های ناشی از آن، اغلب اقتصادهای جهان برای کنترل تورم، مجبور به تغییر در سیاست‌های نرخ بهره خود شدند. بنابراین در عمده صنایع از جمله صنعتی مالی، همگام با افزایش متوالی نرخ بهره در کشورهای مختلف و عدم تکافوی آن برای کنترل نرخ تورم، شاهد ایجاد رکود بوده‌ایم. بنظر می‌رسد کاهش درآمد شرکت‌های این صنعت در جهان بی‌ارتباط با رکود اقتصادی بعد از همه‌گیری کرونا نباشد. البته توضیحات تکمیلی در این خصوص در امیدنامه شرکت ارائه گردیده است. به علاقه‌مندان پیشنهاد می‌گردد تا بخش اقتصاد جهانی و گزارش شناخت صنعت در آن گزارش را مطالعه نمایند. ۳. افزایش سهم بازار در حوزه انتشار اوراق و تجهیز منابع از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری در برنامه‌های این شرکت قرار دارد. توضیحات تفصیلی در خصوص سیاست‌ها و برنامه‌های بازاریابی این شرکت به منظور حفظ جایگاه بازار و افزایش سهم از آن، در پاسخ به سؤال شماره ۳۷ ارائه گردیده است. ۴. براساس برنامه شرکت، افزایش سرمایه در سال ۱۴۰۲ انجام می‌گردد. ۵. باتوجه به نظرات سرمایه‌گذار و حسب درخواست ایشان معاملات انجام پذیرفته است.

۴۰. با توجه به صورت‌های مالی، حاشیه سود شرکت در دوره مالی منتهی به ۱۴۰۰/۱۲/۲۹ نسبت به ۱۴۰۱/۱۲/۲۹ از ۱۴۰ درصد به ۶۲ درصد کاهش داشته است که این امر نیازمند توضیحات بیشتری می‌باشد.

پاسخ: حاشیه سود ۱۴۰ درصدی سال ۱۴۰۰ به دلیل درآمد غیرعملیاتی ناشی از واگذاری سهام شرکت نوین اندیشان سرآوا پارس می‌باشد.



۴۱. با توجه به صورت‌های مالی جریان نقد خالص حاصل از فعالیت‌های عملیاتی شرکت با کاهش حدود ۵۰ درصدی از ۲۳۹،۰۹۰،۰۰۰ میلیون ریال در سال ۱۴۰۰ به عدد ۲،۵۶۲،۴۵۵ میلیون ریال در سال ۱۴۰۱ رسیده است که نیازمند توضیحات بیشتری می‌باشد.

پاسخ: کاهش جریان نقد عملیاتی ناشی از افزایش سرمایه گذاری وجوه مازاد شرکت می‌باشد.

۴۲. کیفیت سود شرکت در سال ۱۴۰۱ نسبت به سال ۱۴۰۰ از ۳۹ درصد به ۲۴ درصد کاهش داشته است که نیازمند توضیحات بیشتری در این خصوص می‌باشد.

پاسخ: با توجه به شناسایی درآمد غیرعملیاتی واگذاری سهام شرکت نوین اندیشان سرآوا پارس در سال ۱۴۰۰، سود خالص شرکت افزایش یافته که منجر به افزایش کیفیت سود در آن سال شده است.

۴۳. در قسمت مفروضات ارزشیابی، نرخ بازده بدون ریسک از سال ۱۴۰۲ تا ۱۴۰۶ حدود ۲۳ درصد و برای دوره پایانی ۲۰ درصد لحاظ شده است که با توجه به اینکه میانگین نرخ بهره بدون ریسک در حال حاضر حدود ۲۴.۵ درصد می‌باشد این موضوع نیازمند توضیحات بیشتری می‌باشد.

پاسخ: نرخ بازدهی بدون ریسک برای دوره پیش‌بینی (۱۴۰۲ تا ۱۴۰۶) در گزارش ارزشیابی این شرکت معادل نرخ بهره بانکی در حال حاضر در نظر گرفته شده است و با عنایت به این موضوع که در هر کشوری یکی از ابزارهای سیاست پولی ایجاد ثبات اقتصادی، نرخ سود بانکی می‌باشد؛ لذا با توجه به روند نزولی تورم انتظاری (بر اساس گزارش صندوق بین‌المللی پول از پیش‌بینی نرخ تورم ایران در سال‌های آتی) در گزارش مورد بررسی که نشان از آرام گرفتن اقتصاد در بلند مدت می‌باشد، نرخ بازده بدون ریسک برای دوره پایانی تعدیل گردیده و با کاهش ۳ درصد معادل نرخ میانگین تورم اعلام شده توسط بانک مرکزی در ۲۰ سال اخیر، معادل ۲۰ درصد در نظر گرفته شده است.

۴۴. در گزارش ارزشیابی در قسمت درآمد عملیاتی، حدود ۳۹ درصد از درآمد ارائه خدمات شرکت از قسمت مدیریت صندوق های سرمایه گذاری پیش بینی شده است، با توجه به اینکه در حال حاضر تعداد صندوق های سرمایه گذاری فعال در بازار، از ۴۰۰ فراتر رفته و پیش بینی می‌شود در سال‌های آتی شاهد تعدد صندوق‌های جدید و متنوع بوده و همین امر رقابت را برای صندوق‌های سرمایه گذاری سخت می‌کند لذا پیشنهاد می‌شود چگونگی رویارویی شرکت با این رقابت بیان گردد.

پاسخ: با توجه به شرایط اقتصادی حاکم بر کشور و همچنین حجم و سرعت رشد نقدینگی در جامعه و تورم فزاینده کشور و همچنین با فرض پیش‌بینی انتشار اوراق جدید توسط این شرکت در سال‌های آتی و اختصاص بخشی از آن به صندوق‌های تحت مدیریت این شرکت، رشد در نظر گرفته شده برای خالص ارزش دارایی‌های صندوق‌های تحت مدیریت این تأمین سرمایه دور از ذهن نمی‌باشد. درآمد حاصل از مدیریت صندوق‌های تحت مدیریت این تأمین سرمایه نیز بر اساس نرخ‌های کارمزد مندرج در امیدنامه هر یک از صندوق‌ها برای سال‌های آتی برآورد شده است. همچنین شرکت تأمین سرمایه کاردان در واحد مدیریت برنامه‌ریزی و توسعه کسب و کار و مدیریت بازاریابی خود، به صورت فعالانه تحولات این حوزه را رصد نموده و برنامه جدیدی را برای توسعه کانال‌های فروش و افزایش سهم از بازار در دست نگارش دارد. براین اساس، در تمامی حوزه‌های فعالیت شرکت،

شامل خدمات سبذگردانی، مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مشاور سرمایه‌گذاری، تعهدپذیره‌نویسی و انتشار اوراق، این شرکت اقدام به توسعه کانال‌های ارائه خدمات خود خواهد نمود که برخی از این موارد نیز در حال حاضر به مرحله اجرا رسیده است. همچنین این شرکت به پشتوانه سهامداران نهادی خود و با استفاده از ظرفیت‌های احتمالی ایشان، برنامه اختصاصی بازاریابی از این مسیر را نیز در دست اجرا دارد که به تناوب زمانی مورد آسیب‌شناسی و بازبینی مجدد قرار می‌گیرد تا روند رو به رشد شرکت در سال‌های اخیر ادامه یابد. از طرفی تأمین سرمایه کاردان در نظر دارد تا با ایجاد همکاری‌های استراتژیک و تجاری بلندمدت با هلدینگ‌ها و شرکت‌های بزرگ کشور در صنایع تولیدی، اقدام به ارائه سبذی متنوعی از خدمات خود به این نهادها و کارکنان ایشان نماید. درخصوص تنوع سبذ خدمات و محصولات این شرکت در حوزه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و افزایش تنوع در این حوزه، با توجه به سهامدار بانکی این شرکت، محدودیت‌های قانونی و مقرراتی وجود دارد که این شرکت فعالانه در راستای رفع یا کاهش آن‌ها تلاش می‌نماید. توضیحات تفصیلی درخصوص برنامه این شرکت برای تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری جدید در پاسخ به سوال شماره ۳۶ ارائه گردیده است

۴۵. با توجه به گزارش ارزشیابی، ارزش بازار شرکت تأمین سرمایه کاردان حدود ۹۰ هزار میلیارد ریال برآورد شده است و شرکت‌های تأمین سرمایه‌ای همچون امید و نوین تقریباً با همین مقیاس در بازار بورس پذیرش و در حال معامله می‌باشند لذا پیشنهاد می‌شود مقایسه‌ای میان آن‌ها صورت گیرد.

پاسخ: جهت برآورد ارزش سهام شرکت از مدل نسبی با لحاظ P/E میانگین وزنی صنعت (۵ سال اخیر با حذف داده پرت) نیز بهره گرفته شده است.

۴۶. با توجه به گزارش ارزشیابی برای هر یک از روش‌های تنزیل سود تقسیمی، تنزیل جریان نقدی آزاد سهامداران و نسبت قیمت به سود، وزنی معادل ۳۱.۷ درصد در نظر گرفته شده که این تساوی نیازمند توضیحات بیشتری می‌باشد.

پاسخ: با توجه به ماهیت شرکت‌های تأمین سرمایه که دارایی محور نمی‌باشند روش خالص ارزش روز دارایی‌ها روش مناسبی جهت ارزشگذاری سهام شرکت‌های خدماتی بنظر نمی‌رسد و بر اساس بند ۲۶ ماده ۱ دستورالعمل عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس استفاده از روش خالص ارزش روز الزامی می‌باشد و جهت رعایت انصاف ضریب کمتر برای این روش در نظر گرفته شده است و به سایر روش‌های تنزیل جریانات نقدی به لحاظ ماهیت روش ارزشیابی، با تشخیص ارزشگذار ضریب اتکای برابر داده شده است.

۴۷. در ارزشیابی برای روش خالص ارزش روز دارایی‌ها وزن ۵ درصد نظر گرفته شده است. به نظر می‌رسد برای شرکت‌های مرتبط با خدمات مالی همچون بانک و شرکت‌های سرمایه‌گذاری روش خالص ارزش روز دارایی‌ها برای ارزشیابی روشی جذاب‌تر باشد به همین دلیل پیشنهاد می‌شود وزن این روش بیشتر در نظر گرفته شود.

پاسخ: روش خالص ارزش روز دارایی‌ها برای ارزشگذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری مناسب بوده و برای شرکت‌های تولیدی و خدماتی کمتر استفاده می‌شود.

۴۸. در امیدنامه شرکت بیان شده است که حدود ۲۴ درصد از درآمد شرکت‌های تأمین سرمایه در سطح جهان از محل اعطای وام بوده است. با توجه به آن که معمولاً انتظار اولیه این است که اعطای وام توسط بانک‌ها و نه شرکت‌های تأمین سرمایه



صورت بگیرد، در صورت امکان، در خصوص ساز و کار اعطای وام توسط شرکت‌های تأمین سرمایه در سطح جهانی توضیحات تکمیلی را ارائه کنید. ۲. متوسط رشد سرانه دستمزد نیروی انسانی شرکت در سه سال گذشته چند درصد بوده است؟ ۳. برآورد نرخ مالیات موضوع ماده (۱۰۵) قانون مالیات‌های مستقیم - نرخ قبل از اعمال تخفیفات که در این قانون ۲۵ درصد است و در قانون بودجه امسال ۷ درصد کاهش داده شده است - در بازه زمانی پیش‌بینی گزارش ارزشگذاری را به تفکیک هر سال بیان کنید. ۴. با توجه به آن که در امیدنامه شرکت یکی از عوامل ریسک آن «ریسک نرخ بهره» عنوان شده است. در صورت امکان، تحلیل حساسیتی در مورد ارزش برآوردی سهام شرکت نسبت به نوسانات نرخ بهره ارائه کنید. ۵. چرا در گزارش ارزشگذاری درصد تقسیم سود و نرخ بدون ریسک در سال آخر پیش‌بینی متفاوت با سال‌های گذشته در نظر گرفته شده است؟

پاسخ: ۱- استحضار دارید که اصالتاً خدمات حوزه بازار سرمایه در جهان توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری (Investment Bank) ارائه می‌شود. شرکت‌های تأمین سرمایه در کشور به شکلی بخشی از خدمات این نوع نهادها را ارائه می‌نمایند. در این خصوص پیشنهاد می‌شود به تاریخچه تأسیس شرکت‌های تأمین سرمایه در کشور مراجعه شود. از طرفی از آنجایی که بسیاری از بانک‌های بزرگ در دنیا خدمات بانکداری جامع را ارائه می‌نمایند و به‌طور مثال در خصوص کشور ایالات متحده قوانین، ضرورتی برای تفکیک بانکداری تجاری از بانکداری سرمایه‌گذاری را تکلیف ننموده است، بسیاری از بانک‌ها خدمات بانکداری تجاری و بانکداری سرمایه‌گذاری را توأمان ارائه می‌دهند. همچنین ساختارهای حاکمیت شرکتی متفاوتی مانند هلدینگ مالی (Financial Holding Company) و هلدینگ بانکی (Banking Holding Company) نیز در سایر کشورها وجود دارد که مطالعه بیشتر در خصوص آن‌ها، به پاسخ به این سؤال کمک می‌نماید. در هر صورت مراجعه به تارنمای شرکت‌های مذکور نیز برای کسب اطلاعات بیشتر پیشنهاد می‌گردد. ۲- متوسط رشد سرانه دستمزد نیروی برای ۳ سال گذشته (۱۳۹۹، ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱) ۴۶ درصد بوده است. ۳- باتوجه به اینکه بخشودگی مالیاتی مذکور در بند (م) تبصره (۶) قانون بودجه مربوط به اشخاص حقوقی دارای پروانه بهره برداری از وزارتخانه‌های ذی ربط در فعالیت‌های تولیدی است لذا شامل شرکت‌های غیرتولیدی نمی‌شود اما نرخ متوسط مالیات در گزارش ارزش گذاری با فرض پذیرش شرکت در شرکت بورس و براساس ماده ۱۴۳ قانون مالیات‌های مستقیم مالیات شرکت با اعمال معافیت ۱۰ درصدی برآورد شده است. علاوه بر این براساس تبصره ۵ ماده ۱۰۵ قانون مالیات مستقیم به ازای هر ده درصد (۱۰٪) افزایش درآمد ابرازی مشمول مالیات نسبت به درآمد ابرازی مشمول مالیات سال گذشته، یک واحد درصد و حداکثر تا پنج واحد درصد از نرخ‌های مذکور کاسته می‌شود.

۴- در خصوص ریسک نرخ بهره، شرکت تدابیری را در حوزه تعهدپذیره‌نویسی اوراق و بازارگردانی صندوق‌های سرمایه‌گذاری تحت مدیریت خود انجام داده است که می‌تواند ریسک ناشی از نوسانات نرخ بهره را تا حدود قابل توجهی پوشش دهد بنابراین باتوجه به ماهیت واسطه‌گری مالی شرکت، که درآمد آن عمدتاً ناشی از تجهیز و تخصیص منابع متناسب با نرخ بهره و کسب اسپرد عملیاتی می‌باشد، بنظر می‌رسد ارزش برآوردی سهام شرکت کمتر تحت تأثیر نوسانات نرخ بهره قرار گیرد. به عبارت دیگر، با تغییر در نرخ بهره، بهای تمام شده خدمات شرکت نیز به همین تناسب تغییر می‌نماید و این نوسانات کما فی السابق در مابه تفاوت درآمدها و هزینه‌های شرکت اثر قابل توجه نخواهد داشت. ۵- در ارزشیابی با روش تنزیل سودهای



اول از فرصت های مذکور برای توسعه و تنوع بخشی به سبد محصولات و خدمات خود استفاده نماید و خلاء سایر صندوق های سرمایه گذاری را رفع نماید. البته درخصوص تأسیس سایر صندوق های سرمایه گذاری، این شرکت درخواست خود را برای تأسیس به نهاد ناظر ارائه و موضوع را به منظور کاهش محدودیتهای فوق الذکر پیگیری خواهد نمود.

۵۱. برآورد شرکت از وضعیت کلی بازار تامین سرمایه در سال جاری و حجم اوراق مورد انتظار برای تعهد پذیره نویسی و بازارگردانی به چه میزان است؟

پاسخ: یک پیش بینی اولیه درخصوص مجموع مبلغ اوراق منتشره توسط شرکت در سال جاری نسبت به سال ۱۴۰۱ نشان می دهد که این میزان متناسب با رشد نقدینگی طی سال مذکور افزایش داشته باشد. از طرفی با بررسی سیاست های انقباضی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در سال جاری و سیاست های کنترل مقداری ترازنامه و هدفگذاری رشد نقدینگی در سطح ۲۵ تا ۳۰ درصد، بنظر می رسد در سال جاری دسترسی به تسهیلات بانکی برای بنگاه های اقتصادی نسبت به سال گذشته با اندکی محدودیت روبرو شود. لذا افزایش در تعهد پذیرهنویسی اوراق جدید در صورت ثبت افزایش سرمایه شرکت و تأمین کفایت سرمایه حتی بیش از رشد نقدینگی نیز دور از انتظار نیست. البته توضیحات دقیق تر و کمی در این خصوص در گزارش ارزشگذاری سهام ارائه گردیده است.

۵۲. آیا شرکت برنامه ای به منظور افزایش سرمایه دارد؟ در صورت جواب مثبت این افزایش سرمایه از چه محلی خواهد بود؟

پاسخ: براساس اطلاعاتی که در امیدنامه و گزارش ارزشگذاری سهام شرکت ارائه گردیده است شرکت در نظر دارد تا از محل سود انباشته افزایش سرمایه به میزان ۱۱ هزار میلیارد ریال را در سال جاری به ثبت رساند. بدیهی است که اطلاعات تکمیلی در این خصوص از طریق تارنمای کدال اطلاع رسانی عمومی خواهد گردید.

۵۳. تخمین شرکت از حجم کل تعهدات پذیره نویسی و بازارگردانی به تفکیک سهام و اوراق در سال جاری و سال مالی آینده چقدر است؟

پاسخ: یک پیش بینی اولیه درخصوص مجموع مبلغ اوراق منتشره توسط شرکت در سال جاری نسبت به سال ۱۴۰۱ نشان می دهد که این میزان متناسب با رشد نقدینگی طی سال مذکور افزایش داشته باشد. از طرفی با بررسی سیاست های انقباضی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در سال جاری و سیاست های کنترل مقداری ترازنامه و هدفگذاری رشد نقدینگی در سطح ۲۵ تا ۳۰ درصد، بنظر می رسد در سال جاری دسترسی به تسهیلات بانکی برای بنگاه های اقتصادی نسبت به سال گذشته با اندکی محدودیت روبرو شود. لذا افزایش در تعهد پذیرهنویسی اوراق جدید در صورت ثبت افزایش سرمایه شرکت و تأمین کفایت سرمایه حتی بیش از رشد نقدینگی نیز دور از انتظار نیست. البته توضیحات دقیق تر و کمی در این خصوص در گزارش ارزشگذاری سهام ارائه گردیده است. همچنین درآمد حاصل از تعهد پذیره نویسی سهام باتوجه به سیاست های شرکت در این حوزه قابل توجه نخواهد بود.

۵۴. در مدل DDM درصد تقسیم سود استفاده شده برای برآورد ارزش نهایی بیژینس (TV) برابر با ۸۵ درصد لحاظ شده است در حالی که میزان تقسیم سود در سال ۱۴۰۶ (سال پایانی) برابر با ۴۰٪ عنوان شده است؛ مطابق با مدل گوردون (با نرخ

رشد ثابت) باید جریان نقدی آخرین سال پیش بینی شده (در اینجا سود تقسیمی) مبنای برآورد ارزش نهایی قرار گیرد؛ در صورتی که ارزشگذار محترم برای برآورد ارزش نهایی میزان تقسیم سود را ۸۵ درصد در نظر گرفته است نه ۴۰ درصد و نتیجه این اقدام منجر به این شده که در حدود ۸۰ درصد از کل ارزش برآورده شده سهام شرکت مربوط به ارزش نهایی بیزینس باشد در صورتی که این موضوع اصلاح گردد به طور قابل توجهی ارزش برآورد شده با این مدل تعدیل خواهد شد لطفا ضمن ارائه دلایل خود برای این اقدام، منابع و مراجع علمی که استفاده از این رویکرد را تصدیق کرده باشند معرفی نمایید.

پاسخ: در خصوص اعمال درصد تقسیم سود ۸۵٪، همانگونه که مستحضرید، بخشی از درآمد و سود سالانه شرکت‌های تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت این شرکت‌ها اختصاص می‌یابد. در مدل ارزش‌گذاری، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌های شرکت ۱۳٪ فرض شده، در حالی که نرخ تنزیل شرکت ۳۵٪ برآورد شده است. این بدان معناست که شرکت تأمین سرمایه، منابع خود را صرف سرمایه‌گذاری‌هایی با نرخ کمتر از نرخ مورد انتظار سهامداران خود می‌نماید که قطعاً برخلاف اصول اولیه سرمایه‌گذاری می‌باشد. نکته‌ای که در خصوص سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت وجود دارد این است که به دلیل اینکه بخش عمده آن در صندوق‌ها و اوراق با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری شده، ریسک درآمدی آن کمتر از ریسک کل شرکت می‌باشد و بنابراین نرخ تنزیل مورد استفاده در تنزیل سود سرمایه‌گذاری‌ها می‌بایست کمتر از نرخ تنزیل خود شرکت باشد؛ ولی به دلیل اینکه استفاده از نرخ تنزیل‌های مختلف برای خطوط درآمدی متفاوت شرکت‌ها در گزارش‌های عرضه اولیه رایج نیست و به منظور تعدیل این تناقض در مفروضات ارزش‌گذاری که گریزناپذیر می‌باشد، فرض شده در محاسبه ارزش نهایی (Terminal Value) افزایش سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت در سرمایه در گردش شرکت لحاظ نگردد و با توجه به جریان نقد آزاد سهامداران و توانایی شرکت در پرداخت سود به سهامداران، درصد تقسیم سود ۸۵٪ فرض شده است.

شایان ذکر است با فرض درصد تقسیم سود ۸۵٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM ۸,۶ و در مدل ۷,۹ FCFE است. ضریب P/E صنعت در زمان تهیه گزارش ارزش‌گذاری برابر با ۸,۹۴ و ضریب P/E گروه در سامانه TSETMC برابر با ۹,۲۷ بوده و در صورت اعمال درصد تقسیم سود ۴۰٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM ۴,۱ و در مدل ۴,۹ FCFE خواهد بود که تفاوت زیادی با ضرایب صنعت دارند.

طی سال‌های گذشته همواره بخشی از سود شرکت صرف سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و بلند مدت گردیده است که طی دوره پیش‌بینی گزارش ارزش‌گذاری نیز این مورد لحاظ گردیده است. لکن به دلیل اینکه در مدل ارزش‌گذاری، بازده انتظاری سرمایه‌گذاری‌های شرکت کمتر از نرخ تنزیل می‌باشد، افزایش سرمایه‌گذاری‌ها در بلند مدت از منطق سرمایه‌گذاری مناسب برخوردار نمی‌باشد. فلذا در برآورد ارزش نهایی شرکت، سرمایه‌گذاری‌های مجدد شرکت در سال آخر پیش‌بینی تعدیل گردیده و درصد تقسیم سود متناسب با جریان نقد سهامداران پس از اعمال این تعدیل برآورد شده است. ضمناً نسبت ارزش نهایی به سود خالص سال آخر دوره پیش‌بینی، معادل ضریب P/E ۸,۶ است که با ضرایب P/E صنعت تأمین سرمایه همخوان است.

۵۵. جریان نقد آزاد سهامداران در دوره پایانی برابر با ۲۸,۲۴۵,۵۸۰ میلیون ریال اعلام شده است لطفا محاسبات آن را تشریح نمایید و توضیح دهید که چرا از جریان نقد سال ۱۴۰۶ که معادل ۱۷,۵۳۲,۸۸۷ میلیون ریال است برای برآورد ارزش نهایی بیزینس در مدل FCFE استفاده نشده است. انتظار می‌رود با در نظر گرفتن جریان نقد آزاد سهامداران سال ۱۴۰۶ ارزش برآوردی با این مدل به طور قابل ملاحظه‌ای تعدیل گردد.

پاسخ: در خصوص اعمال درصد تقسیم سود ۸۵٪، همانگونه که مستحضرید، بخشی از درآمد و سود سالانه شرکت‌های تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت این شرکت‌ها اختصاص می‌یابد. در مدل ارزش‌گذاری، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌های شرکت ۱۳٪ فرض شده، در حالی که نرخ تنزیل شرکت ۳۵٪ برآورد شده است. این بدان معناست که شرکت تأمین سرمایه، منابع خود را صرف سرمایه‌گذاری‌هایی با نرخ کمتر از نرخ مورد انتظار سهامداران خود می‌نماید که قطعاً برخلاف اصول اولیه سرمایه‌گذاری می‌باشد. نکته‌ای که در خصوص سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت وجود دارد این است که به دلیل اینکه بخش عمده آن در صندوق‌ها و اوراق با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری شده، ریسک درآمدی آن کمتر از ریسک کل شرکت می‌باشد و بنابراین نرخ تنزیل مورد استفاده در تنزیل سود سرمایه‌گذاری‌ها می‌بایست کمتر از نرخ تنزیل خود شرکت باشد؛ ولی به دلیل اینکه استفاده از نرخ تنزیل‌های مختلف برای خطوط درآمدی متفاوت شرکت‌ها در گزارش‌های عرضه اولیه رایج نیست و به منظور تعدیل این تناقض در مفروضات ارزش‌گذاری که گریزناپذیر می‌باشد، فرض شده در محاسبه ارزش نهایی (Terminal Value) افزایش سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت در سرمایه در گردش شرکت لحاظ نگردد و با توجه به جریان نقد آزاد سهامداران و توانایی شرکت در پرداخت سود به سهامداران، درصد تقسیم سود ۸۵٪ فرض شده است.

شایان ذکر است با فرض درصد تقسیم سود ۸۵٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM ۸۶ و در مدل ۷,۹ FCFE است. ضریب P/E صنعت در زمان تهیه گزارش ارزش‌گذاری برابر با ۸,۹۴ و ضریب P/E گروه در سامانه TSETMC برابر با ۹,۲۷ بوده و در صورت اعمال درصد تقسیم سود ۴۰٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل ۴,۱ DDM و در مدل ۴,۹ FCFE خواهد بود که تفاوت زیادی با ضرایب صنعت دارند.

۵۶. چرا با وجود تقسیم درصد سود پایین در سال‌های قبل؛ درصد تقسیم در دوره نهایی ارزش‌گذاری ۸۵ درصد فرض شده است؟ ۲- چرا وزن روش NAV در ارزش‌گذاری شرکت نسبت به روش‌های دیگر اینقدر پایین است؟ ۳- چرا در میان صندوق‌های کاردان، صندوق اختصاصی بازارگردانی و صندوق املاک و مستغلات وجود ندارد؟ ۴- چرا سهم کاردان از انتشار اوراق دولتی اینقدر پایین است؟ نمی‌توان با روش‌هایی سهم بیشتری از انتشار این اوراق گرفت؟ ۵- با توجه به عملکرد سه ماهه، آیا درآمدهای کل سال ۱۴۰۲ پایین در نظر گرفته نشده است؟

پاسخ: در خصوص اعمال درصد تقسیم سود ۸۵٪، همانگونه که مستحضرید، بخشی از درآمد و سود سالانه شرکت‌های تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت این شرکت‌ها اختصاص می‌یابد. در مدل ارزش‌گذاری، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌های شرکت ۱۳٪ فرض شده، در حالی که نرخ تنزیل شرکت ۳۵٪ برآورد شده است. این بدان معناست که شرکت تأمین سرمایه، منابع خود را صرف سرمایه‌گذاری‌هایی با نرخ کمتر از نرخ

مورد انتظار سهامداران خود می‌نماید که قطعا بر خلاف اصول اولیه سرمایه‌گذاری می‌باشد. نکته‌ای که در خصوص سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت وجود دارد این است که به دلیل اینکه بخش عمده آن در صندوق‌ها و اوراق با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری شده، ریسک درآمدی آن کمتر از ریسک کل شرکت می‌باشد و بنابراین نرخ تنزیل مورد استفاده در تنزیل سود سرمایه‌گذاری‌ها می‌بایست کمتر از نرخ تنزیل خود شرکت باشد؛ ولی به دلیل اینکه استفاده از نرخ تنزیل‌های مختلف برای خطوط درآمدی متفاوت شرکت‌ها در گزارش‌های عرضه اولیه رایج نیست و به منظور تعدیل این تناقض در مفروضات ارزش‌گذاری که گریزناپذیر می‌باشد، فرض شده در محاسبه ارزش نهایی (Terminal Value) افزایش سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت در سرمایه در گردش شرکت لحاظ نگردد و با توجه به جریان نقد آزاد سهامداران و توانایی شرکت در پرداخت سود به سهامداران، درصد تقسیم سود ۸۵٪ فرض شده است.

شایان ذکر است با فرض درصد تقسیم سود ۸۵٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM ۸,۶ و در مدل ۷,۹ FCFE است. ضریب P/E صنعت در زمان تهیه گزارش ارزش‌گذاری برابر با ۸,۹۴ و ضریب P/E گروه در سامانه TSETMC برابر با ۹,۲۷ بوده و در صورت اعمال درصد تقسیم سود ۴۰٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM ۴,۱ و در مدل ۴,۹ FCFE خواهد بود که تفاوت زیادی با ضرایب صنعت دارند. ۲- همچنین با توجه به ماهیت شرکت‌های تأمین سرمایه که دارای محور نمی‌باشند روش خالص ارزش روز دارایی‌ها روش مناسبی جهت ارزش‌گذاری سهام شرکت‌های خدماتی نمی‌باشد و بر اساس بند ۲۶ ماده ۱ دستورالعمل عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس استفاده از روش خالص ارزش روز الزامی می‌باشد و جهت رعایت انصاف ضریب کمتر برای این روش در نظر گرفته شده است. در خصوص درصد تقسیم سود، همواره بخشی از سود شرکت صرف سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و بلند مدت گردیده است که طی دوره پیش‌بینی گزارش ارزش‌گذاری نیز این مورد لحاظ گردیده است. لکن به دلیل اینکه در مدل ارزش‌گذاری، بازده انتظاری سرمایه‌گذاری‌های شرکت کمتر از نرخ تنزیل می‌باشد، افزایش سرمایه‌گذاری‌ها در بلند مدت از منطق سرمایه‌گذاری مناسب برخوردار نمی‌باشد. فلذا در برآورد ارزش نهایی شرکت، سرمایه‌گذاری‌های مجدد شرکت در سال آخر پیش‌بینی تعدیل گردیده و درصد تقسیم سود متناسب با جریان نقد سهامداران پس از اعمال این تعدیل برآورد شده است. ضمناً نسبت ارزش نهایی به سود خالص سال آخر دوره پیش‌بینی، معادل ضریب P/E ۸,۶ است که با ضرایب P/E صنعت تأمین سرمایه همخوان است. ۳- براساس ماده ۱۶ و ۱۷ قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، کلیه بانکها و مؤسسات اعتباری موظفند سهام تحت تملک خود و شرکت‌های تابعه خود را در بنگاههایی که فعالیت‌های غیربانکی انجام می‌دهند، به استثنای طرح‌های نیمه تمام شرکت‌های تابعه واگذار کنند لذا تاسیس صندوق سرمایه‌گذاری جدید توسط تأمین سرمایه کاردان (به عنوان شرکت‌های تابعه بانک سامان و بانک تجارت) مغایر با مواد این قانون است. محدودیت‌های قانونی و مقرراتی دیگری نیز در این حوزه وجود دارد که در سوالات قبل به تفصیل در مورد آنها صحبت شد. ۴- به دلیل اینکه انتشار اوراق مشارکت دولتی اکثراً بدون الزام به وجود متعهدپذیره نویس و بازارگردان انجام می‌پذیرد، لذا استراتژی شرکت تمرکز بر اوراق شرکتی است. ۵- برآورد شرکت از درآمدهای سال ۱۴۰۲ محافظه کارانه انجام شده است.

۵۷. چرا ضریب روش NAV در ارزش‌گذاری شرکت فقط ۵ درصد لحاظ شده است؟ (صفحه ۶ گزارش ارزش‌گذاری) نرخ

رشد شاخص بورس بر اساس آخرین گزارش منتشر شده داموداران ۳۶,۷ درصد در نظر گرفته شده است. آیا با توجه به

شرایط بازار در سه سال اخیر این نرخ نیاز به تعدیل ندارد؟ (صفحه ۳۳ گزارش ارزشگذاری) مبنای رشد دارایی تحت مدیریت صندوق‌ها چیست؟ (صفحه ۳۳ گزارش ارزشگذاری)

پاسخ: با توجه به ماهیت شرکت‌های تأمین سرمایه که دارایی محور نمی‌باشند روش خالص ارزش روز دارایی‌ها روش مناسبی جهت ارزشگذاری سهام شرکت‌های خدماتی بنظر نمی‌رسد و بر اساس بند ۲۶ ماده ۱ دستورالعمل عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس استفاده از روش خالص ارزش روز الزامی می‌باشد و جهت رعایت انصاف ضریب کمتر برای این روش در نظر گرفته شده است. در گزارش ارزشیابی حاضر، نرخ بهره بدون ریسک معادل ۲۳ درصد (بر اساس سود سپرده های بانکی) و صرف ریسک بازار نیز بر اساس آخرین گزارش منتشر شده داموداران از صرف ریسک بازار سهام ایران ۱۳,۷ درصد در نظر گرفته شده است. و بر این اساس و به دلیل وجود وحدت رویه در گزارش ارزشیابی این شرکت، نرخ رشد بازار سرمایه معادل مجموع بازدهی بدون ریسک در نظر گرفته شده و صرف ریسک انتظاری بازار سرمایه ایران یعنی معادل ۳۶,۷ درصد در نظر گرفته شده است.

۵۸. جمع درآمد ارائه خدمات در سه ماهه نخست سال ۲۵۶ میلیارد تومان بوده این در حالیست که در پیش بینی گزارش ارزش گذاری برای کل سال ۱۶۴۵ میلیارد تومان در نظر گرفته شده است. با توجه به درآمد محقق شده آیا این عدد نیاز به تعدیل ندارد؟ (صفحه ۳۷ گزارش ارزشگذاری و گزارش ماهانه خرداد ماه)

پاسخ: با توجه به ماهیت فعالیت این شرکت، درآمدهای عملیاتی این شرکت (شامل درآمد حاصل از ارائه خدمات و همچنین سود سرمایه‌گذاری‌ها) مانند شرکت‌های تولیدی نبوده و درآمد شرکت در مقاطع مختلف سال شناسایی می‌گردد. و با توجه به اینکه مجموع درآمدهای عملیاتی این شرکت طی سه ماه ابتدایی سال ۱۴۰۲ تقریباً ۳۵۰ میلیارد تومان بوده، لذا پیش‌بینی ارزشگذار از مجموع درآمدهای عملیاتی این شرکت برای سال ۱۴۰۲، منطقی بنظر رسیده و تحقق درآمدها و سود پیش‌بینی شده برای سال ۱۴۰۲ دور از ذهن نمی‌باشد.

۵۹. جمع درآمد سرمایه گذاری‌ها در سه ماهه نخست سال ۶۹ میلیارد تومان بوده این در حالیست که در پیش بینی گزارش ارزش گذاری برای کل سال ۵۰۷ میلیارد تومان در نظر گرفته شده است. با توجه به درآمد محقق شده آیا این عدد نیاز به تعدیل ندارد؟ (صفحه ۳۷ گزارش ارزشگذاری و گزارش ماهانه خرداد ماه)

پاسخ: در گزارش عملکرد ۳ ماهه منتهی به ۳۱ خرداد ۱۴۰۲ این شرکت، سود سرمایه‌گذاری‌های محقق شده این شرکت، طی سه ماهه ابتدایی سال ۱۴۰۲، مبلغ ۲۶۱ میلیارد تومان بوده که پیش‌بینی عدد ۵۰۷ میلیارد تومانی برای سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌های این شرکت طی یک سال منتهی به ۱۴۰۲/۱۲/۲۹ عددی بسیار محتاطانه می‌باشد. و پیش‌بینی این مقدار برای سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌های شرکت برای سال ۱۴۰۲، منطقی می‌باشد.

۶۰. درصد نرخ تقسیم سود برای ۵ سال آینده ۴۰ درصد سال‌های بعد از آن ۸۵ درصد در آیا این رشد ناگهانی دلیلی دارد؟ (صفحه ۴۱ گزارش ارزشگذاری) (درصد تقسیم سود در اغلب سال‌های قبل زیر ۴۰ درصد بوده است.)

پاسخ: در خصوص اعمال درصد تقسیم سود ۸۵٪، همانگونه که مستحضرید، بخشی از درآمد و سود سالانه شرکت‌های تامین سرمایه به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت این شرکت‌ها اختصاص می‌یابد. در مدل ارزش‌گذاری، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌های شرکت ۱۳٪ فرض شده، در حالی که نرخ تنزیل شرکت ۳۵٪ برآورد شده است. این بدان معناست که شرکت تامین سرمایه، منابع خود را صرف سرمایه‌گذاری‌هایی با نرخ کمتر از نرخ مورد انتظار سهامداران خود می‌نماید که قطعاً بر خلاف اصول اولیه سرمایه‌گذاری می‌باشد. نکته‌ای که در خصوص سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت وجود دارد این است که به دلیل اینکه بخش عمده آن در صندوق‌ها و اوراق با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری شده، ریسک درآمدی آن کمتر از ریسک کل شرکت می‌باشد و بنابراین نرخ تنزیل مورد استفاده در تنزیل سود سرمایه‌گذاری‌ها می‌بایست کمتر از نرخ تنزیل خود شرکت باشد؛ ولی به دلیل اینکه استفاده از نرخ تنزیل‌های مختلف برای خطوط درآمدی متفاوت شرکت‌ها در گزارش‌های عرضه اولیه رایج نیست و به منظور تعدیل این تناقض در مفروضات ارزش‌گذاری که گریزناپذیر می‌باشد، فرض شده در محاسبه ارزش نهایی (Terminal Value) افزایش سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت در سرمایه در گردش شرکت لحاظ نگردد و با توجه به جریان نقد آزاد سهامداران و توانایی شرکت در پرداخت سود به سهامداران، درصد تقسیم سود ۸۵٪ فرض شده است.

شایان ذکر است با فرض درصد تقسیم سود ۸۵٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM ۸,۶ و در مدل ۷,۹ FCFE است. ضریب P/E صنعت در زمان تهیه گزارش ارزش‌گذاری برابر با ۸,۹۴ و ضریب P/E گروه در سامانه TSETMC برابر با ۹,۲۷ بوده و در صورت اعمال درصد تقسیم سود ۴۰٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل DDM ۴,۱ و در مدل ۴,۹ FCFE خواهد بود که تفاوت زیادی با ضرایب صنعت دارند.

۶۱. علت سهم بازار پایین تر شرکت در مقایسه با رقبا با وجود مدت زمان تقریباً یکسان فعالیت در چیست؟ ۲. برنامه‌های عملیاتی شرکت برای افزایش سرمایه بازار شامل چه مواردی است؟ ۳ علت افزایش بیشتر هزینه‌های بازارگردانی در سال ۱۴۰۱ نسبت به افزایش درآمد بازارگردانی در همان سال چیست؟

پاسخ: ۱. بر اساس اطلاعات موجود شرکت رتبه ۱ به لحاظ حجم اوراق منتشره و رتبه ۳ حجم دارایی تحت مدیریت در صنعت را دارد. ۲. افزایش حجم اوراق منتشره و دارایی تحت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری. در این خصوص توضیحات تفصیلی در مورد برنامه بازاریابی و تنوع‌بخشی به سبد محصولات و خدمات شرکت در پاسخ به سوالات مشابه قبلی ارائه گردیده است. به دلیل عدم تکرار، خواهشمند است به پاسخ سوالات مذکور مراجعه فرمایید. ۳. با توجه به افزایش نرخ بهره بازار و افزایش اوراق انتشار یافته توسط شرکت و به منظور انجام وظایف بازارگردانی این هزینه افزایش یافته است.

۶۲. مطابق جدول درآمد پذیره نویسی و بازارگردانی مندرج در صفحه ۳۲ گزارش ارزش‌گذاری، در برآورد درآمد حاصل انتشار اوراق جدید، مبلغ انتشاری مفروضه برای محاسبه درآمد تعهد پذیره نویسی طی سال محقق می‌گردد. برای محاسبه درآمد حاصل با توجه به اینکه اوراق در طی سال محقق می‌شوند که معمولاً به صورت علی‌الراس متوسط شش ماهه در نظر گرفته

شده و بنابراین با ضریب ۰.۵ در نظر گرفته می شود. با این حال برای درآمد سال ۱۴۰۲ با توجه به اینکه ۳ ماه از سال سپری شده، ضریب با مقدار دیگری لحاظ شده است. برای سنوات بعدی دوره پیش بینی (۱۴۰۳-۱۴۰۶) که این ضریب باید برابر ۰.۵ لحاظ گردد که این نسبت رعایت نشده است. خواهشمند است در این مورد توضیح بفرمایید.

پاسخ: برای تمام دوره‌های مورد بررسی با در نظر گرفتن جوانب احتیاط فرض شده است به طور متوسط ۴ بار در سال انتشار اوراق رخ دهد. درآمد پذیره نویسی به دلیل اینکه برای هر انتشار یکبار در سال رخ می‌دهد نیازی به تعدیل ندارد برای درآمد بازار گردانی فرض شده است به طور متوسط ۴ بار در سال رخ دهد.

۶۳. مطابق جدول درآمد پذیره نویسی و بازارگردانی مندرج در صفحه ۳۲ گزارش ارزشگذاری، درآمد بازارگردانی اوراق تحت تعهد منتشره در سنوات قبلی که به صورت جاری هستند در ریز محاسبات آورده نشده در حالی که بنظر می‌رسد این درآمدها در درآمد سال‌های دوره پیش بینی لحاظ شده است. خواهشمند است در این خصوص توضیح بفرمایید.

پاسخ: درآمد مذکور محاسبه گردیده و درآمد بر اساس تاریخ انتشار و سررسید روزشمار محاسبه گردیده و صرفاً جهت جلوگیری از اطاله کلام در گزارش افشا نگریده است.

۶۴. بر اساس جدول سود تقسیمی صفحه ۴۱ گزارش ارزشگذاری، در محاسبه ارزش پایانی نرخ تنزیل استفاده شده در این دوره (K-g) برابر ۱۰ درصد است که بیانگر از نرخ رشد حدوداً ۲۰ درصدی است و مطابق موارد مطرح شده در مورد پیش بینی درآمدهای حاصل از تعهد پذیره نویسی و بازارگردانی، به منظور رشد پایدار حجم عملیات تعهدات، شرکت باید حقوق صاحبان سهام خود را از محل آورده یا سود انباشته رشد دهد. با توجه به اینکه فرض افزایش سرمایه آورده نشده است باید منابع مورد نیاز در سود انباشته یا نسبت سود تقسیمی لحاظ گردد. به نظر می‌رسد این امر در صورت اعدال، در درصد تقسیم سود دوره پایانی اثر قابل توجه داشته و به طبع آن ارزش پایانی کاهش قابل توجه نشان دهد. خواهشمند است در این خصوص توضیح بفرمایید.

پاسخ: در خصوص اعمال درصد تقسیم سود ۸۵٪، همانگونه که مستحضرید، بخشی از درآمد و سود سالانه شرکت‌های تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت این شرکت‌ها اختصاص می‌یابد. در مدل ارزش‌گذاری، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌های شرکت ۱۳٪ فرض شده، در حالی که نرخ تنزیل شرکت ۳۵٪ برآورد شده است. این بدان معناست که شرکت تأمین سرمایه، منابع خود را صرف سرمایه‌گذاری‌هایی با نرخ کمتر از نرخ مورد انتظار سهامداران خود می‌نماید که قطعاً برخلاف اصول اولیه سرمایه‌گذاری می‌باشد. نکته‌ای که در خصوص سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت وجود دارد این است که به دلیل اینکه بخش عمده آن در صندوق‌ها و اوراق با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری شده، ریسک درآمدی آن کمتر از ریسک کل شرکت می‌باشد و بنابراین نرخ تنزیل مورد استفاده در تنزیل سود سرمایه‌گذاری‌ها می‌بایست کمتر از نرخ تنزیل خود شرکت باشد؛ ولی به دلیل اینکه استفاده از نرخ تنزیل‌های مختلف برای خطوط درآمدی متفاوت شرکت‌ها در گزارش‌های عرضه اولیه رایج نیست و به منظور تعدیل این تناقض در مفروضات ارزش‌گذاری که گریزناپذیر می‌باشد، فرض شده در محاسبه ارزش نهایی (Terminal Value) افزایش سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت در



سرمایه در گردش شرکت لحاظ نگردد و با توجه به جریان نقد آزاد سهامداران و توانایی شرکت در پرداخت سود به سهامداران، درصد تقسیم سود ۸۵٪ فرض شده است.

شایان ذکر است با فرض درصد تقسیم سود ۸۵٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل ۸,۶ DDM و در مدل ۷,۹ FCFE است. ضریب P/E صنعت در زمان تهیه گزارش ارزش‌گذاری برابر با ۸,۹۴ و ضریب P/E گروه در سامانه TSETMC برابر با ۹,۲۷ بوده و در صورت اعمال درصد تقسیم سود ۴۰٪ در برآورد ارزش نهایی، نسبت ارزش نهایی به سود سال آخر دوره پیش‌بینی در مدل ۴,۱ DDM و در مدل ۴,۹ FCFE خواهد بود که تفاوت زیادی با ضرایب صنعت دارند.

۶۵. در جدول جریان نقد آزاد سهامداران، جریان نقد از سال ۱۴۰۶ به جریان نقد دوره پایانی از ۱۷,۵ همت به ۲۸,۲ همت رشد داشته که برابر رشد ۶۱ درصدی است. همچنین نرخ رشد لحاظ شده در محاسبه ارزش پایانی تقریباً برابر ۲۱ درصد است. با توجه به اینکه در رابطه گوردون به منظور محاسبه ارزش پایانی، نرخ رشد مورد استفاده در رشد جریان نقد و نرخ تنزیل برابر است، خواهشمند است در این خصوص توضیح بفرمایید.

پاسخ: با توجه به اینکه تنزیل جریان نقدی، یکی از روش‌های رایج است که در ارزش‌گذاری سهام موجود در بازارهای مالی کاربرد زیادی دارد. تئوری این روش بر این اساس است که ارزش یک دارایی برابر است با جریان‌های نقدی آتی که از آن دارایی به دست می‌آیند. در روش رشد دائمی، فرض بر این است که جریان نقدی در یک شرکت، با نرخ رشدی مداوم تا ابد ادامه دارد. نرخ رشد نهایی نیز، یک نرخ ثابت است که براساس پیش‌بینی‌ها نشان می‌دهد شرکت تا ابد با همان نرخ به رشد خود ادامه خواهد داد. این نرخ رشد در مدل جریان نقدی تنزیلی، در پایان آخرین دوره جریان نقدی پیش‌بینی شده آغاز می‌شود و تا ابد ادامه دارد. لذا با توجه به ماهیت فعالیت شرکت و با لحاظ اینکه بخش عمده‌ای از دارایی‌ها و درآمدهای این شرکت حاصل از سرمایه‌گذاری‌های این شرکت می‌باشد و با توجه به اینکه شرکت در دوره پایانی خود نیازی به سرمایه‌گذاری مجدد نداشته و می‌تواند سرمایه‌گذاری‌های خود را تماماً واگذار کند، لذا ارزش دوره پایانی این شرکت با لحاظ بخشی از سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت این شرکت با نظر ارزشگذار تعدیل گردیده است.

۶۶. بر مبنای جدول صفحه ۳۲، مجموعه اوراق تحت تعهد (بازارگردانی) برای سال‌های ۱۴۰۲ تا ۱۴۰۶ به ترتیب ۴۴,۴، ۴۷,۵، ۵۹، ۷۳,۸ و ۹۲,۳ همت پیش‌بینی شده است. همچنین اوراق انتشاری هر سال (تعهد پذیره نویسی) برای این سال‌ها به ترتیب برابر با ۱۰,۶، ۱۰,۳، ۱۷,۳، ۱۸,۸ و ۳۶,۴ همت خواهد بود. بر مبنای دستور العمل کفایت سرمایه نهادهای مالی، تعهد پذیره نویسی اوراق با ضریب ۲۰ درصد و تعهد بازارگردانی اوراق با ضریب ۲۰۰ درصد نسبت به «ارزش بازاری حداقل معاملات روزانه تعهد شده» اعمال می‌گردد. (این نسبت در اوراق انتشاری ۲,۵٪ کل حجم اوراق میباشد) با در نظر گرفتن این ضرایب و محاسبه تعهدات تعدیل شده و بر مبنای ارقام ترازنامه‌ای برآوردی (دارایی و بدهی‌ها) نسبت کفایت سرمایه (بدهی) شرکت در سنوات پیش‌بینی بیش از یک خواهد شد. با توجه به اینکه در پیش‌بینی افزایش سرمایه لحاظ نشده است خواهشمند است در خصوص سیاست شرکت به منظور مدیریت نسبت کفایت توضیح بفرمایید.



پاسخ: همانطور که در گزارش نیز شرح داده شده است اوراقی تحت تعهد با فرض رعایت کفایت سرمایه شرکت در نظر گرفته شده است و از این رو مجموع تعهدات این شرکت برای سال‌های آتی با لحاظ افزایش سرمایه شرکت (از مبلغ ۹,۰۰۰ میلیارد ریال به ۲۰,۰۰۰ میلیارد ریال از محل سود انباشته در سال ۱۴۰۲) و بر اساس ضریبی از مجموع حقوق مالکانه شرکت طی سال‌های آتی و با در نظر گرفتن متوسط نسبت مجموع تعهدات سایر تأمین سرمایه‌های کشور نسبت به حقوق مالکانه هر یک و با نظر به ملاحظاتی مربوط به تورم انتظاری کشور و حجم فزاینده نقدینگی کشور طی سال‌های آتی و با فرض حفظ سهم شرکت مزبور از بازار برآورد گردیده است.

احسان مرادی
مدیر عامل

کاردان
شرکت تأمین سرمایه کاردان ش.ت ۴۴۸۲۷۱

