

ارزش نهایی یا پایانی (Terminal Value) سهام در بورس چیست؟

برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مهم است که از ارزش یک کسب‌وکار یا پروژه مطلع شوند. با چشمانی بسته هرگز نمی‌توان سرمایه‌گذاری کرد و بخت تا ابد یار کسی نخواهد بود. تحلیل‌گران برای درک این ارزش به سراغ انواع صورت مالی می‌روند و به کمک داده‌های مندرج در آن به اطلاعات مفیدی دست پیدا می‌کنند. در نهایت می‌توانند با محاسبه ارزش نهایی یا پایانی (Terminal Value) یک کسب‌وکار، از ارزش سهام آن در بورس پس از گذشت یک دوره پیش‌بینی (معمولاً در افق پنج‌ساله) مطلع شوند. اما این ارزش چه تفاوتی با ارزش ذاتی و یا سایر فاکتورهای مشابه دارد؟ چه چیزی ارزش نهایی یا TV سهام را مهم جلوه می‌کند؟ و چرا باید به این فاکتور توجه کرد؟ به منظور پاسخ‌دهی به این سوالات لازم است با ارزش نهایی آشنا شویم و به روش محاسبه آن توجه کنیم. آنچه در ادامه این آموزش از **اخبار بورس** می‌خوانید به شما کمک می‌کند تا بهتر این موضوع را درک کنید.

این مقاله آموزشی کاری از گروه تولید محتوای اخبار بورس (<https://akhbarbourse.com>) است. اشتراک‌گذاری و استفاده از آن با ذکر منبع مانعی ندارد.

فهرست مطالب

- ۱..... ارزش نهایی یا پایانی (Terminal Value) سهام در بورس چیست؟
- ۱..... درک مفهوم ارزش پایانی.....
- ۲..... انواع ارزش نهایی.....
- ۲..... روش دائم.....
- ۳..... روش ضریب خروج.....
- ۴..... چرا باید از TV سهام یا کسب و کارها مطلع باشیم؟.....
- ۴..... چگونه می‌توان ارزش نهایی سهام و شرکت‌ها را در بورس تخمین زد؟.....
در هنگام برآورد ارزش پایانی، چه زمانی باید از مدل رشد دائمی استفاده کرد و چه زمانی از رویکرد خروج بهره برد؟.....
- ۵..... ارزش نهایی منفی به چه معناست؟.....
- ۶..... سوالات متداول با پاسخ‌های کوتاه.....

ارزش نهایی یا پایانی (Terminal Value) سهام در بورس چیست؟

ارزش یک دارایی، کسب‌وکار یا پروژه با گذشت از دوره پیش‌بینی و پس از آن که می‌توان جریان‌های نقدی آتی را تخمین زد، به عنوان **ارزش نهایی یا پایانی (TV)** در نظر گرفته می‌شود. Terminal Value فرض را بر این می‌گذارد که کسب‌وکار پس از دوره پیش‌بینی با نرخ رشد تعیین‌شده و مشخص رشد خواهد کرد. ارزش نهایی سهام در بورس اغلب درصد زیادی از ارزش تعیین‌شده را شامل می‌شود.

تحلیل‌گران از مدل جریان نقدی تنزیل‌شده (DCF) به منظور محاسبه‌ی ارزش کل کسب‌وکارها بهره می‌برند. DCF دو جزء اصلی دارد که عبارت‌اند از: دوره پیش‌بینی و ارزش پایانی.

درک مفهوم ارزش پایانی

هم‌زمان با طولانی‌تر شدن افق زمانی کسب‌وکارها، پیش‌بینی کردن هم دشوارتر می‌شود. مصداق این امر را در امور مالی نیز به همین صورت می‌توان دید. به ویژه زمانی که پای تخمین جریان‌های نقدی شرکت در آینده نیز به میان می‌آید. اما به هر طریق، کسب‌وکارها نیاز به ارزش‌گذاری دارند. به منظور حل این مشکلات و موانع، تحلیل‌گران از مدل‌های مالی نظیر تنزیل جریان نقدی (DCF) در کنار مفروضاتی معین استفاده می‌کنند تا ارزش نهایی سهام بورس، کسب‌وکار یا پروژه را به دست آورند.

تنزیل جریان نقدی روشی مرسوم و رایج است که در مطالعات امکان‌سنجی، مالکیت شرکتی و ارزش‌گذاری بازار سهام استفاده می‌شود. این روش بر مبنای این تئوری شکل گرفته است که ارزش یک دارایی برابر است با جریان‌های نقدی آتی که از آن دارایی به دست می‌آیند. این جریان نقدی باید با **نرخ تنزیلی** که نشان‌گر **هزینه سرمایه** هم‌چون نرخ بهره است، تنزیل شود.

Terminal Value یا ارزش نهایی ارزش یک شرکت و سهام آن را فراتر از یک دوره پیش‌بینی (که معمولاً پنج‌ساله است) مشخص می‌کند.



DFC دو بخش اصلی دارد: یکی دوره پیش‌بینی و دیگری ارزش نهایی. دوره پیش‌بینی معمولاً پنج‌ساله است. هرگاه بازه زمانی از این محدوده فراتر رود، دقت پیش‌بینی‌ها در معرض خطر قرار می‌گیرد. این‌جا درست همان نقطه‌ای است که محاسبه‌ی TV سهام مهم می‌شود.

دو روش مرسوم و رایج برای محاسبه‌ی Terminal Value وجود دارد: رشد دائمی (مدل رشد گوردون (Gordon Growth Model) و ضریب خروج. در روش رشد دائمی چنین فرض می‌شود که تولید جریان نقد در یک شرکت با نرخ مداوم تا ابد ادامه خواهد داشت. اما در روش دوم فرض بر این است که کسب‌وکار در ازای برخی معیارهای بازار در نهایت واگذار می‌شود و عمر آن سر می‌آید. متخصصان سرمایه‌گذاری رویکرد ضریب خروج را ترجیح می‌دهند. در حالی که افراد آکادمیک و علمی، طرفدار مدل رشد دائمی هستند.

انواع ارزش نهایی

در زیر دو روش مربوط به ارزش نهایی سهام بورس و شرکت‌ها را با هم بررسی می‌کنیم.

دو روش رایج به منظور محاسبه‌ی Terminal Value وجود دارد. یکی رشد دائمی (مدل رشد گوردون (Gordon Growth Model) و دیگری ضریب خروج.

روش رشد دائمی فرض را بر این می‌گذارد که شرکت تا ابد تولید جریان نقدی را با رشدی مداوم ادامه خواهد داد. در حالی که رویکرد ضریب خروج فرض می‌کند که شرکت به ازای مضرب برخی از معیارهای بازار به فروش می‌رود.

روش دائم

به دلیل این که ارزش زمانی پول موجب اختلاف میان ارزش فعلی و آتی حجم معینی از پول می‌شود، تنزیل امری ضروری به حساب می‌آید. در ارزش‌گذاری کسب‌وکار، جریان نقدی آزاد یا سود سهام را می‌توان برای دوره‌ی زمانی مجزا پیش‌بینی کرد. اما زمانی که برآوردها به سمت آینده کشیده می‌شوند و پیش می‌روند، پیش‌بینی عملکرد فعالیت‌های در حال انجام به شدت دشوار خواهد شد. به‌علاوه تعیین زمان دقیقی که ممکن است در آن برهه فعالیت شرکت متوقف شود نیز سختی‌های فراوانی دارد.

به منظور فائق آمدن بر این محدودیت‌ها، سرمایه‌گذاران می‌توانند چنین فرض کنند که جریان‌های نقدی به شکل نامحدود و با سرعتی ثابت در آینده افزایش پیدا می‌کنند. این مسئله نشان‌دهنده‌ی ارزش نهایی سهام در بورس یا ارزش پایانی کسب‌وکارهاست. ارزش پایانی از طریق تقسیم پیش‌بینی



آخرین جریان نقدی بر اختلاف میان نرخ تنزیل و نرخ رشد پایانی محاسبه می‌شود. محاسبه‌ی TV سهام موجب تخمین ارزش پس از دوره پیش‌بینی می‌شود.

به منظور روش محاسبه ارزش نهایی سهام بورس، لازم است که مطابق فرمول زیر عمل کنیم:

$$(D - G) / (FCF * (1 + G))$$

که در آن متغیرها به شرح زیر هستند:

- FCF: جریان نقدی آزاد در آخرین دوره پیش‌بینی
 - G: نرخ رشد پایانی
 - D: نرخ تنزیل که معمولاً برابر **میانگین موزون هزینه سرمایه** است
- نرخ رشد پایانی نرخ ثابتی است که پیش‌بینی می‌شود شرکت تا ابد با همان مقدار به رشد خود ادامه دهد. در مدل جریان نقدی تنزیلی این نرخ رشد در پایان آخرین دوره‌ی جریان نقدی پیش‌بینی شده آغاز می‌شود و تا ابد ادامه خواهد داشت. نرخ رشد پایانی معمولاً با نرخ بلندمدت تورم مطابقت دارد؛ اما از نرخ رشد تولید ناخالص داخلی تاریخی، مقدار کمتری دارد.

روش ضریب خروج

اگر سرمایه‌گذاران چارچوبی محدود از عملیات را در نظر بگیرند، دیگر نیازی به مدل رشد دائمی وجود ندارد. به جای آن، ارزش نهایی باید ارزش تحقق‌پذیر خالص دارایی‌های شرکت در آن زمان را نشان دهد. از ضرایب خروج معمولاً به منظور تعیین ارزش تملیک شرکت استفاده می‌شود و این ضرایب نشان‌دهنده‌ی آن هستند که شرکتی بزرگ‌تر سهام را خریداری می‌کند. ضرایب خروج با استفاده از ضرب آمارهای مالی نظیر فروش، سود یا درآمد پیش از بهره، مالیات و استهلاک (EBITDA) که در صورت مالی یافت می‌شوند، قیمت منصفانه‌ای را برای شرکت‌های مشابهی که اخیراً خریداری شده‌اند، تخمین می‌زنند.

فرمول ارزش پایانی با استفاده از روش ضریب خروجی، عبارت است از جدیدترین معیارها همچون فروش، درآمد پیش از بهره، مالیات و استهلاک که در مضربی مشخص (معمولاً میانگین ضرایب خروج اخیر برای سایر تراکنش‌ها) ضرب می‌شوند. بانک‌های سرمایه‌گذاری اغلب این روش ارزش‌گذاری را به کار می‌گیرند. اما برخی از مخالفان و منتقدان این روش، در استفاده‌ی هم‌زمان از روش‌های ارزش‌گذاری ذاتی و نسبی به دیده‌ی تردید می‌نگرند.



چرا باید از TV سهام یا کسب‌وکارها مطلع باشیم؟

استفاده از یکی از دو روش بالا در محاسبه ارزش نهایی در تحلیل سهام اهمیت دارد. شاید بتوان گفت مهم‌ترین دلیل این اهمیت آن است که بیشتر شرکت‌ها انتظار ندارند پس از گذشت چند سال، فعالیت‌شان را متوقف کنند. آن‌ها بر این باورند که کسب‌وکارشان به شکلی نامحدود یا دست‌کم برای مدتی طولانی سرپا خواهد بود. ارزش نهایی تحلیل سهام در بورس در تلاش است تا ارزش آینده‌ی شرکت را پیش‌بینی و آن را به روش تنزیل در قیمت‌های فعلی اعمال کند. در نهایت می‌توان به کمک ارزش نهایی، سهام را بهتر تحلیل کرد.

چگونه می‌توان ارزش نهایی سهام و شرکت‌ها را در بورس تخمین زد؟

فرمول‌های مختلفی برای محاسبه ارزش نهایی وجود دارند که هر روش به شکلی در پی یافتن TV سهام است. بیشتر فرمول‌های ارزش نهایی مانند تحلیل جریان نقدی تنزیل‌شده، جریان‌های نقدی آتی را برای برگرداندن ارزش فعلی یک دارایی در آینده پیش‌بینی می‌کنند. برای استفاده از مدل ارزش انحلال یا روش خروج، باید قدرت سود دارایی با نرخ تنزیل مناسب و سپس تعدیل ارزش پیش‌بینی شده‌ی بدهی معوق محاسبه شود.

مدل رشد پایدار و دائم تصویری در مورد انحلال شرکت پس از سال پایانی ندارد. در عوض فرض این مدل بر آن است که جریان‌های نقدی مجدداً سرمایه‌گذاری می‌شوند و شرکت می‌تواند با نرخ ثابت هم‌چنان رشد کند. در رویکرد ضرایب از درآمدهای فروش شرکت در طول سال آخر مدل جریان نقدی تنزیل‌شده استفاده می‌شود. پس از آن باید از مضرری از آن رقم استفاده کرد تا ارزش پایانی را بدون در نظر گرفتن تنزیل‌های بیشتر به دست آورد.

در هنگام برآورد ارزش پایانی، چه زمانی باید از مدل رشد دائمی استفاده کرد و چه زمانی از رویکرد خروج بهره برد؟

در تحلیل جریان‌های نقدی تنزیل‌شده نه مدل رشد دائمی و نه مدل ضریب خروج، تخمینی کاملاً درست و صحیح از Terminal Value شرکت را ارائه نمی‌کنند. انتخاب یکی از دو روش محاسبه ارزش



نهایی که در بالا آموزش داده شد، تا حدی به این مسئله مربوط است که آیا سرمایه‌گذار می‌خواهد برآوردی نسبتاً خوش‌بینانه‌تر به دست آورد یا این که به دنبال تخمینی محافظه‌کارانه‌تر است.

به طور کلی، استفاده از مدل رشد دائمی به منظور تخمین ارزش نهایی، ارزشی بالاتر را نمایش می‌دهد. سرمایه‌گذاران می‌توانند از هر دو روش استفاده کنند و سپس میانگینی از دو ارزش را برای برآورد نهایی NPV یا همان ارزش خالص فعلی مدنظر قرار دهند.

ارزش نهایی منفی به چه معناست؟

اگر ارزش نهایی منفی باشد، به معنای آن است که هزینه سرمایه آتی از نرخ رشد مفروض بیشتر است. هرچند در عمل، ارزش‌گذاری‌های منفی پایانی نمی‌توانند برای مدتی طولانی دوام بیاورند. ارزش حقوق صاحبان سهام یک شرکت به صورت حقیقی تنها می‌تواند حداقل به صفر برسد، یعنی منفی نخواهد بود. همچنین به تمام بدهی‌های باقی‌مانده در جریان روند ورشکستگی رسیدگی می‌شود. هر زمان که یک سرمایه‌گذار با شرکتی مواجه می‌شود که سود خالص آن در مقایسه با هزینه سرمایه‌اش منفی است بهتر است روی ابزارهایی بنیادی به جز ارزش‌گذاری پایانی تکیه کند.

سوالات متداول با پاسخ‌های کوتاه

ارزش نهایی چیست؟

ارزش شرکت‌ها برای یک دوره مشخص پیش‌بینی می‌شود. زمانی که ارزش‌گذاری فراتر از این محدوده تخمین زده می‌شود، با مفهومی به نام ارزش نهایی یا پایانی (Terminal Value) مواجه خواهیم بود. این معیار، ارزش دارایی یا شرکت را در آینده محاسبه می‌کند و سپس به کمک روش تنزیل جریان‌های نقد، آن را در قیمت فعلی دارایی اعمال می‌کند.

اهمیت ارزش نهایی چیست؟

از آن‌جا که ارزش پول با گذشت زمان تغییر می‌کند، لازم است که بتوانیم ارزش نهایی یک دارایی در آینده را مطابق معیارهای کنونی بدانیم. ارزش نهایی این راه را پیش پای ما می‌گذارد و دید مناسبی از وضعیت شرکت در آینده به ما ارائه می‌کند.

روش‌های محاسبه ارزش پایانی کدام‌اند؟

به منظور محاسبه ارزش پایانی دو روش وجود دارد. یکی روش رشد دائم و دیگری مدل ضریب خروج.

روش رشد دائم گوردون چیست؟

در این روش فرض بر این است که شرکت‌ها پس از گذر از دوره پیش‌بینی، هم‌چنان با نرخ ثابت به رشد خود ادامه می‌دهند. پس در این مدل تولید جریان نقدی به صورت دائمی ادامه خواهد داشت.

مدل ضریب خروج چیست؟

در این روش برخلاف رشد دائم، چنین تصور می‌شود که فعالیت شرکت در نهایت پس از چند سال تمام می‌شود و سهام آن تحت تملیک شرکتی بزرگ‌تر قرار می‌گیرد.

