

# گزارش

## مدیریت انرژی امیدتپان، مور



شرکت کارگزاری مهر اقتصاد ایران

واحد خدمات سرمایه‌گذاری

شهرور ۹۵

## فهرست

مقدمه ۲

۲	موضوع فعالیت .....
۲	سرمایه و روند افزایش سرمایه شرکت .....
۲	روند قیمت سهم در چند ماه اخیر .....
۳	منابع درآمدی شرکت طی چند سال اخیر .....
۳	بررسی پرتفوی غیر بورسی شرکت .....
۳	ارزشگذاری شرکت .....
۳	محاسبه ارزش خالص دارایی‌ها .....
۳	روش P/E .....
۴	روش ارزش جایگزینی .....
۵	روش تنزیل جریان‌ات نقدی .....
۵	ارزش‌گذاری با توجه به قیمت شرکت‌های بورسی .....
۷	روش P/E .....

## مقدمه

شرکت مدیریت انرژی امید تابان هور (سهامی عام) در تاریخ ۱۳۹۰/۰۸/۰۷ به صورت شرکت سهامی خاص تاسیس شده و طی شماره ۴۱۷۳۷۳ و شناسه ملی ۱۰۳۲۰۶۸۸۷۸۱ در اداره ثبت شرکتهای و مالکیت صنعتی تهران به ثبت رسیده است. در تاریخ ۱۳۹۳/۰۹/۱۸ با پذیرش شرکت در بازار فرابورس موافقت گردید و طبق صورتجلسه مجمع فوق العاده مورخ ۱۳۹۳/۱۲/۱۰ شخصیت حقوقی شرکت از سهامی خاص به عام تبدیل و در مورخ ۱۳۹۴/۰۳/۲۳ با شماره ۱۱۳۴۲ نزد سازمان بورس و اوراق بهادار ثبت و در تاریخ ۱۳۹۴/۰۳/۲۵ در فهرست نرخهای فرابورس ایران درج گردید و در تاریخ ۱۳۹۵/۰۳/۱۹ به قیمت ۱,۷۸۰ ریال کشف قیمت شد.

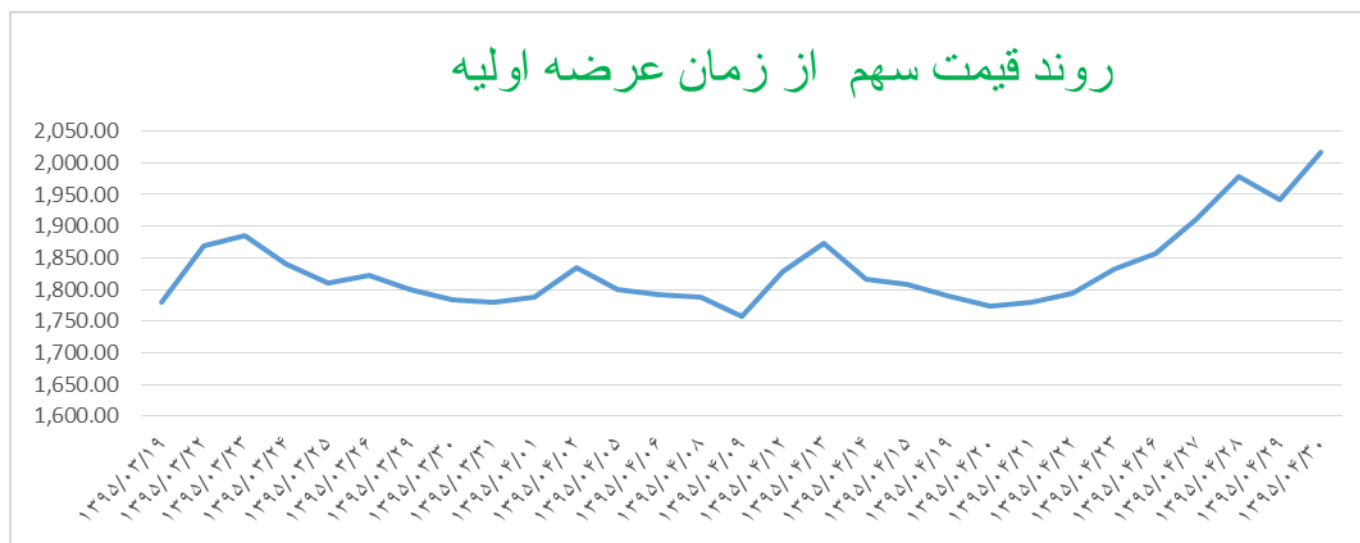
## موضوع فعالیت

موضوع فعالیت شرکت طبق ماده ۲ اساسنامه عبارت از مدیریت و سرمایه‌گذاری و مشارکت در کلیه طرح‌های صنعتی به‌ویژه برق و انرژی، ترانزیت و انجام معاملات و مطالعات فنی و اقتصادی و مالی در زمینه برق و انرژی می‌باشد.

## سرمایه و روند افزایش سرمایه شرکت

سرمایه شرکت در بدو تأسیس مبلغ ۳۰۰,۰۰۰ میلیون ریال (شامل تعداد ۳۰۰ میلیون سهم، به ارزش اسمی هر سهم ۱۰۰۰ ریال) بوده که طی یک مرحله به شرح زیر به مبلغ ۲,۳۰۰,۰۰۰ میلیون ریال (شامل تعداد ۲,۳۰۰,۰۰۰ سهم، به ارزش اسمی هر سهم ۱۰۰۰ ریال) در تاریخ ۱۳۹۳/۰۸/۲۶ افزایش یافته و در مورخ ۱۳۹۳/۱۱/۰۵ است. همچنین شرکت برنامه افزایش سرمایه به مبلغ ۱,۷۰۰,۰۰۰ میلیون ریال (معادل ۷۴٪) از محل مطالبات و آورده نقدی سهامداران را در دستور کار خود قرار داده است. بیش از ۹۰ درصد سرمایه شرکت متعلق به شرکت مدیریت سرمایه‌گذاری امید می‌باشد.

## روند قیمت سهم در چند ماه اخیر



همان‌طور که ملاحظه می‌شود قیمت سهام شرکت از زمان عرضه اولیه در محدوده‌ی ۱,۸۰۰ ریال در نوسان بوده است.

## منابع درآمدی شرکت طی چند سال اخیر

صورت سود و زیان			
بودجه	واقعی	واقعی	واقعی
۱۳۹۵	۱۳۹۴	۱۳۹۳	۱۳۹۳
۶۳۹،۷۴۸	۷۶۶،۹۵۵	۴۲۷،۰۳۹	۷۰،۲۳۳
۰	۰	۰	۰
۰	۰	۰	۰
۶۳۹،۷۴۸	۷۶۶،۹۵۵	۴۲۷،۰۳۹	۷۰،۲۳۳

## بررسی پرتفوی غیر بورسی شرکت

نام شرکت (غیر بورسی)	سرمایه	تعداد سهام	درصد مالکیت	بهای تمام شده
توسعه مسیر برق گیلان	۱،۰۷۰،۰۰۰	۲۴۷،۴۶۱،۴۶۸	۲۳،۱۳	۲،۱۱۰،۴۴۰
گهر انرژی سیرجان	۳،۰۰۰،۰۰۰	۷۳۴،۹۷۰،۰۰۰	۲۴،۵۰	۷۳۴،۹۷۰
تدبیر سازان سرآمد	۱،۰۰۰،۰۰۰	۲۵۰،۰۰۰،۰۰۰	۲۵،۰۰	۲۵۰،۰۰۰
مدیریت تولید گیلان	۱۰	۲،۳۱۶	۲۳،۱۶	۴۹،۵۸۷
شرکت مولد نیروگاهی هریس	۱۰۰،۰۰۰	۲۴،۰۰۰،۰۰۰	۲۴،۰۰	۲۴،۴۵۸
مولد برق کاسپین منطقه آزاد	۱۰،۰۰۰	۲،۳۵۰،۰۰۰	۲۳،۵۰	۲،۳۵۰
جمع				۳،۱۷۱،۸۰۵

## ارزش گذاری شرکت

### محاسبه ارزش خالص دارایی‌ها

با توجه به اینکه تقریباً تمام شرکت‌های زیرمجموعه و هور غیر بورسی می‌باشد، برای به‌روز کردن این پرتفوی بایستی ارزش روز شرکت‌ها را برآورد کرد. برای به‌روز کردن دارایی‌ها از چند روش استفاده شده است.

### روش P/E

مفروضات NAV در این روش به شرح زیر می‌باشد:

دارایی‌ها و بدهی‌های منظور شده در محاسبه NAV با توجه به ترازنامه شرکت در تاریخ ۱۳۹۵/۰۳/۳۱ می‌باشد.

در برآورد ارزش روز شرکت‌های غیر بورسی از نسبت P/E استفاده شده است (با توجه به اینکه شرکت‌های زیرمجموعه در صنعت برق فعالیت دارند برای ارزش‌گذاری پی بر ای از نسبت ۶ استفاده شده است، لازم به ذکر است که شرکتهایی که سودده نیستند یا سود آنها به خاطر اینکه به ظرفیت نرسیده‌اند و ارزش روز آنها با توجه به این روش از بهای تمام شده خریداری شده کم می‌شود، معادل بهای تمام شده در نظر گرفته شده است) همچنین برای برآورد شرکت‌های بورسی از قیمت پایانی شرکت در تاریخ ۹۵/۰۴/۳۰ استفاده شده است. با توجه به مفروضات فوق NAV شرکت به شرح زیر می‌باشد.

خالص ارزش دارایی‌های هر سهم در تاریخ ۱۳۹۵/۰۵/۰۳	
۵,۵۳۰,۸۳۷	دارایی خرداد ۹۵
۲,۵۵۴,۲۶۱	بدهی خرداد ۹۵
۲,۹۷۶,۵۷۶	حقوق صاحبان سهام
۴۸۴	بهای تمام شده پرتفوی بورسی
۳,۱۷۱,۸۰۵	بهای تمام شده پرتفوی غیر بورسی
۲۲۸	ارزش روز پرتفوی بورسی
۶,۱۵۲,۴۶۹	ارزش روز پرتفوی غیر بورسی
۵,۹۵۶,۹۸۴	خالص ارزش داراییها
۲,۵۹۰	NAV هر سهم
۲,۰۴۳	آخرین قیمت سهم

همان‌طور که ملاحظه می‌شود P/NAV شرکت در این روش حدود ۷۹ درصد می‌باشد.

### روش ارزش جایگزینی

مفروضات NAV در این روش به شرح زیر می‌باشد:

در این روش ارزش جایگزینی هر نیروگاه با توجه به ظرفیت تولیدی برآورد شده است. فرض بر این است که برای ساخت هر یک مگاوات نیروگاه سیکل ترکیبی ۳۷۰,۰۰۰ هزار یورو و نیروگاه گازی ۳۵۰,۰۰۰ یورو سرمایه‌گذاری لازم است همچنین در این روش آن بخشی از بدهی‌های شرکت زیرمجموعه که مربوط به سهامداران عمده نیست از ارزش جایگزینی کم شده است با توجه به مفروضات فوق NAV شرکت به شرح زیر می‌باشد:

خالص ارزش دارایی‌های هر سهم در تاریخ ۱۳۹۵/۰۵/۰۳	
۵,۵۳۰,۸۳۷	دارایی خرداد ۹۵
۲,۵۵۴,۲۶۱	بدهی خرداد ۹۵
۲,۹۷۶,۵۷۶	حقوق صاحبان سهام
۴۸۴	بهای تمام شده پرتفوی بورسی
۳,۱۷۱,۸۰۵	بهای تمام شده پرتفوی غیر بورسی
۷,۵۰۳,۵۱۳	ارزش روز پرتفوی غیر بورسی

خالص ارزش داراییها	۷,۳۰۸,۰۲۸
NAV هر سهم	۳,۱۷۷
آخرین قیمت سهم	۲,۰۴۳

لازم به ذکر است که نیروگاه ۱,۰۰۰ مگاواتی سیرجان (زیر مجموعه گهر انرژی سیرجان) که هنوز به بهره‌برداری نرسیده است هم در این ارزش گذاری لحاظ شده است. فرض بر این است که بلوک یک این نیروگاه تا سال ۱۳۹۷ و بلوک دو نیز تا پایان سال ۱۴۰۰ به بهره‌برداری برسد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود P/NAV شرکت در این روش حدود ۶۴ درصد می‌باشد.

### روش تنزیل جریانات نقدی

دارایی‌ها و بدهی‌های منظور شده در محاسبه NAV با توجه به ترازنامه شرکت در تاریخ ۱۳۹۵/۰۳/۳۱ می‌باشد. در این روش سود شرکت‌های زیر مجموع برای پنج سال آینده پیش‌بینی شده است. نرخ سود تقسیمی ۹۵ درصد در نظر گرفته شده است. نرخ تنزیل با توجه به بتای ۰,۱ و نرخ بازده بازار ۲۴ درصد (پنج ساله هفتگی) و نرخ بدون ریسک ۱۵ محاسبه شده است. برای نرخ رشد شرکت‌های زیرمجموعه از بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت نگهداشت سود استفاده شده است. با توجه به مفروضات فوق NAV شرکت به شرح زیر می‌باشد:

خالص ارزش دارایی‌های هر سهم در تاریخ ۱۳۹۵/۰۵/۰۳	
دارایی خرداد ۹۵	۵,۵۳۰,۸۳۷
بدهی خرداد ۹۵	۲,۵۵۴,۲۶۱
حقوق صاحبان سهام	۲,۹۷۶,۵۷۶
بهای تمام‌شده پرتفوی بورسی	۴۸۴
بهای تمام‌شده پرتفوی غیر بورسی	۳,۱۷۱,۸۰۵
ارزش روز پرتفوی بورسی	۲۲۸
ارزش روز پرتفوی غیر بورسی	۶,۰۰۲,۷۸۰
خالص ارزش داراییها	۵,۸۰۷,۲۹۵
NAV هر سهم	۲,۵۲۵
آخرین قیمت سهم	۲,۰۴۳

همان‌طور که ملاحظه می‌شود P/NAV شرکت در این روش حدود ۸۱ درصد می‌باشد.

### ارزش گذاری با توجه به قیمت شرکت‌های بورسی

در این روش نیروگاه‌های زیرمجموعه شرکت با توجه به قیمت شرکت‌های مشابه در بورس و ظرفیت آن‌ها ارزش گذاری شده است، مفروضات محاسبه NAV به شرح جدول زیر می‌باشد

شرح	ظرفیت نیروگاه	تعداد سهم	قیمت سهم	ارزش روز	بدهی بلندمدت	ارزش روز ناخالص	ارزش روز ناخالص به ازای ظرفیت
بمپنا	۹۶۰	۷۲۸,۰۰۰,۰۰۰	۱۲,۵۳۳	۹,۱۲۴,۰۲۴	۴۶۰۳,۴۴۴	۱۳,۷۲۷,۴۶۸	۱۴,۲۹۹
دماوند	۲,۸۶۸	۲,۷۶۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۰,۱۷۲	۲۸,۰۷۴,۷۲۰	۱۵,۵۵۷,۹۰۶	۴۳,۶۳۲,۶۲۶	۱۵,۲۱۴
متوسط ارزش بازار به ازای هر مگاوات							
گیلان	۱,۳۵۰	-	-	-	۵,۲۳۲,۲۶۰	۱۴,۷۵۶	۳,۳۹۷,۱۷۲
سرآمد	۹۵۴	-	-	-	۱,۷۱۷,۵۰۰	-	۳,۰۹۰,۰۵۷
سیرجان	۳۲۴	-	-	-	۴۸۹,۲۰۴	-	۱,۰۵۱,۵۱۸

محاسبه NAV با توجه به این روش

خالص ارزش دارایی‌های هر سهم در تاریخ ۱۳۹۵/۰۵/۰۳	
دارایی خرداد ۹۵	۵,۵۳۰,۸۳۷
بدهی خرداد ۹۵	۲,۵۵۴,۲۶۱
حقوق صاحبان سهام	۲,۹۷۶,۵۷۶
بهای تمام شده پرتفوی بورسی	۴۸۴
بهای تمام شده پرتفوی غیر بورسی	۳,۱۷۱,۸۰۵
ارزش روز پرتفوی بورسی	۲۲۸
ارزش روز پرتفوی غیر بورسی	۷,۶۱۵,۱۴۲
خالص ارزش داراییها	۷,۴۱۹,۶۵۷
NAV هر سهم	۳,۲۲۶
آخرین قیمت سهم	۲,۰۴۳

همان‌طور که ملاحظه می‌شود P/NAV شرکت در این روش حدود ۶۳ درصد می‌باشد.

### روش P/E

انتظار بر این است که EPS شرکت برای سال ۱۳۹۵ در محدوده ۲۵۰ تا ۴۰۰ ریال به ازای هر سهم باشد. با توجه به اینکه P/E صنعت برق در محدوده ۶,۵ می‌باشد، لذا قیمت سهام به شرح زیر می‌باشد.

۴۰۰	۳۵۰	۳۰۰	۲۵۰	۹۵ EPS
۶,۵				P/E تحلیلی
۲۶۰۰	۲,۲۷۵	۱,۹۵۰	۱,۶۲۵	قیمت پیشنهادی