



اثر واگذاری ۲۰۷ تومانی خساپا

بر سهامداران تودلی

چه کسی بیشترین انتفاع را می برد؟

تحلیل گر: هومن معصومی



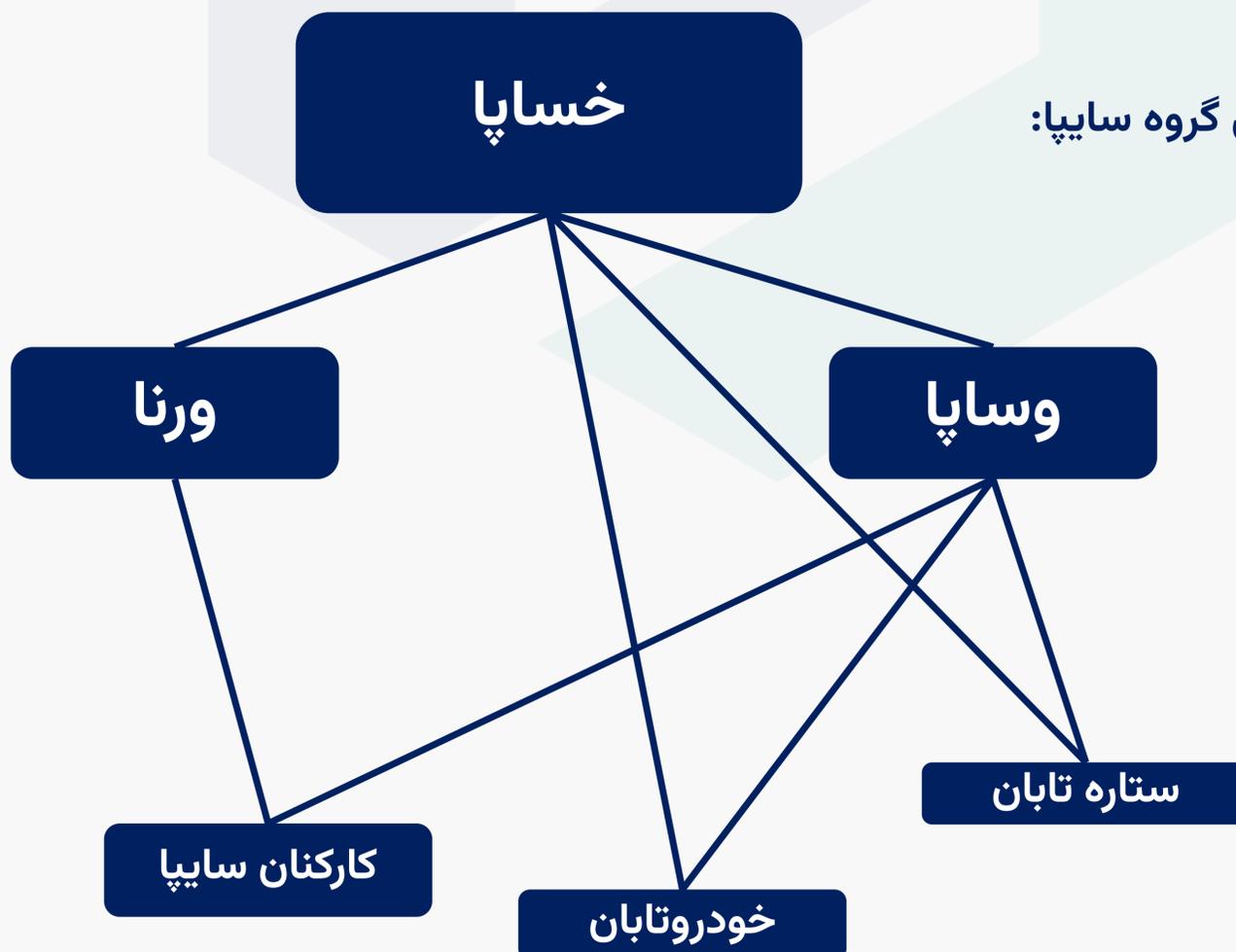
در روزهایی که اخبار مربوط به واگذاری سهام شرکت سایپا بار دیگر در کانون توجه بازار قرار گرفته، پرسش اصلی این است که اثر این واگذاری بر شرکت‌های سرمایه‌گذار در ساختار گروه چگونه خواهد بود. در چنین شرایطی، صرفاً نگاه به قیمت تابلو خسایا کافی نیست.

آنچه اهمیت دارد، بررسی شبکه مالکیت شرکت‌های وابسته و محاسبه سهم نهایی هر یک از این دارایی است؛ به‌ویژه در ساختارهایی که به اصطلاح «تودلی» محسوب می‌شوند. در ادبیات بازار سرمایه، تودلی به ساختار مالکیت درون‌گروهی گفته می‌شود که طی آن شرکت‌ها به صورت مستقیم و غیرمستقیم سهام یکدیگر را در اختیار دارند.

در این ساختارها، اثر ارزش‌گذاری یک دارایی می‌تواند از چند مسیر به یک شرکت منتقل شود و تحلیل ساده درصد‌های مستقیم، تصویر کاملی ارائه نمی‌دهد. بررسی ساختار سهامداری گروه سایپا نشان می‌دهد که در کنار مالکیت مستقیم، مسیرهای غیرمستقیم نیز وجود دارد که می‌تواند میزان انتفاع برخی شرکت‌ها از واگذاری احتمالی خسایا را به طور معناداری تغییر دهد.

از این رو، پیش از ورود به سناریوی ارزش‌گذاری، لازم است سهم نهایی هر شرکت از خسایا به صورت دقیق محاسبه شود.

در ادامه، با بازسازی شبکه مالکیت میان خسایا، ورنایا و وسایا، اثر مستقیم و غیرمستقیم واگذاری بر هر یک بررسی خواهد شد.



جمع‌بندی ساختار سهامداری در گروه سایپا

بررسی شبکه مالکیت نشان می‌دهد که ساختار سهامداری در گروه سایپا صرفاً محدود به مالکیت‌های مستقیم نیست و برخی شرکت‌ها از مسیرهای غیرمستقیم نیز در خسایا دارای منافع هستند.

ورنا به صورت مستقیم مالک ۱۷.۰۲۴٪ از سهام خسایا است و مسیر غیرمستقیم چشم‌گیری در ساختار فعلی ندارد. بنابراین انتفاع ورنا از واگذاری احتمالی خسایا کاملاً شفاف و مستقیم است.

وسایا علاوه بر مالکیت مستقیم ۸.۷۱۸٪ در خسایا، از چند مسیر غیرمستقیم نیز در این شرکت سهام دارد:

مالکیت ۳۵.۹۳۵٪ در ورنا

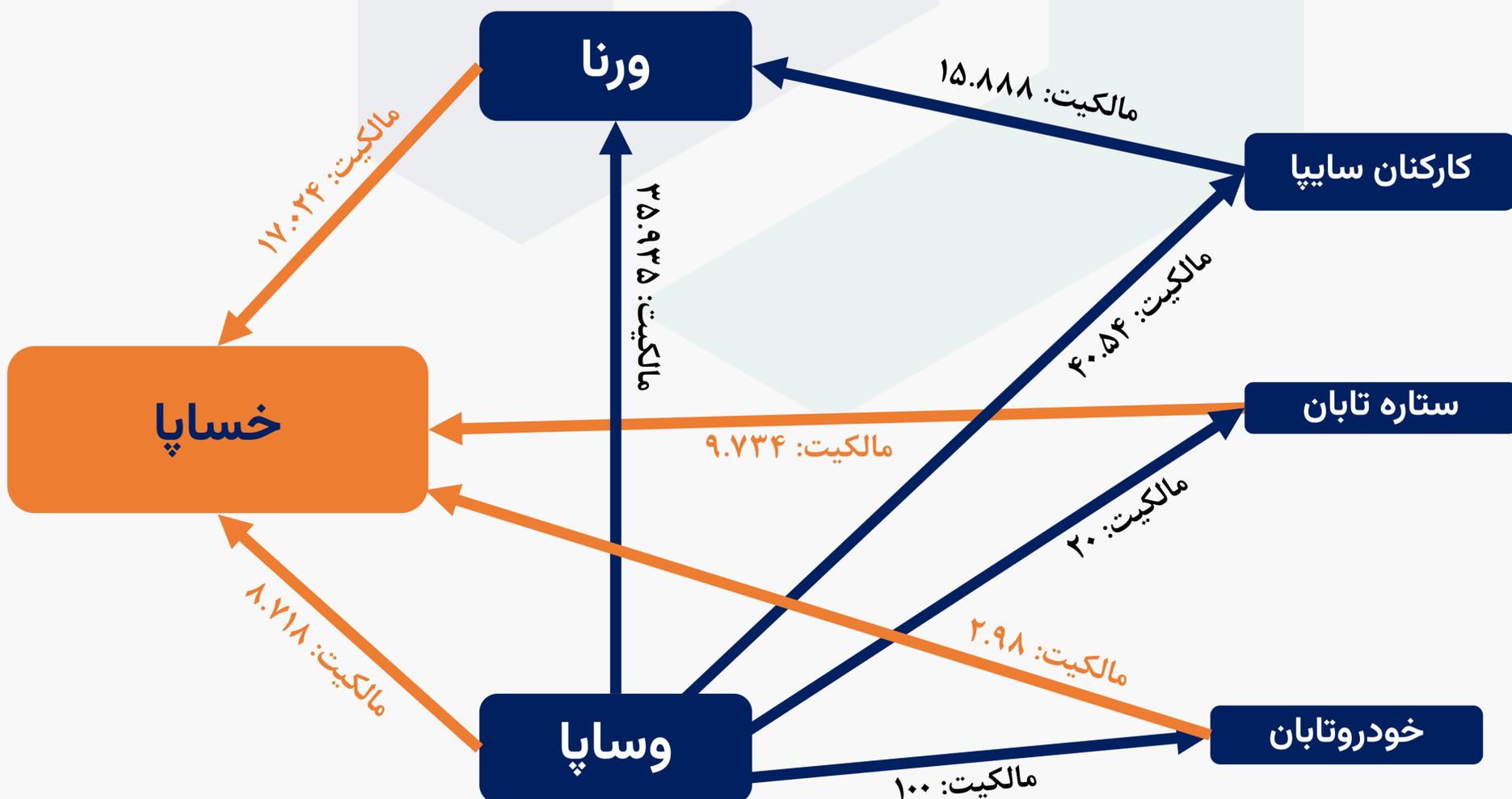
۲۰٪ مالکیت در ستاره تابان

۱۰۰٪ مالکیت در تجارت الکترونیک خودروتابان

۴۰.۵۴٪ مالکیت در کارکنان سایپا (و سپس مالکیت کارکنان در ورنا)

با لحاظ این مسیرها، مالکیت نهایی وسایا در خسایا به حدود ۲۰.۸۷٪ می‌رسد.

شبکه کامل تودلی‌های سایپا:



اثر واگذاری خساپا بر قیمت سهام ورنه و وساپا

با فرض فروش کامل سهام خساپا در قیمت کارشناسی ۲۰۷/۵ تومان و شناسایی کامل سود حاصل از آن در صورت‌های مالی شرکت‌های سرمایه‌گذار، می‌توان اثر مستقیم این واگذاری را بر هر سهم محاسبه کرد.

ارزش فروش سهام خساپا تحت مالکیت ورنه در این سناریو حدود ۵۷.۳ همت برآورد می‌شود.

با در نظر گرفتن بهای تمام‌شده تقریبی ۲۰.۸ همت، سود شناسایی‌شده برابر خواهد بود با حدود ۵۴.۵ همت. با توجه به سرمایه ۱۷ میلیارد سهمی ورنه، سود ناشی از این واگذاری معادل حدود ۳,۲۰۵ تومان به ازای هر سهم خواهد بود.

در مقایسه با قیمت فعلی ۷۰۵ تومان، این رقم چهار و نیم برابر قیمت جاری سهم است.

وساپا با لحاظ مالکیت مستقیم و غیرمستقیم، در مجموع حدود ۲۰.۸۷٪ از خساپا را در اختیار دارد.

ارزش فروش این میزان در سناریوی ۲۰۷.۵ تومان حدود ۷۰.۱ همت خواهد بود. با کسر بهای تمام‌شده تقریبی ۲۰.۸ همت، سود شناسایی‌شده برابر است با حدود ۶۷.۳ همت.

با سرمایه ۲۶ میلیارد سهمی وساپا، این سود معادل حدود ۲,۵۸۸ تومان به ازای هر سهم است.

در مقایسه با قیمت فعلی ۶۳۵ تومان، این عدد تقریباً چهار برابر قیمت بازار سهم است.

شرکت	سود شناسایی (همت)	سود به ازای هر سهم	نسبت به قیمت فعلی	NAV	P/NAV
ورنه	۵۴.۵ همت	≈ ۳,۲۰۵ تومان	~۴.۵ برابر	≈ ۳,۶۸۱ تومان	۱۹.۱ درصد
وساپا	۶۷.۳ همت	≈ ۲,۵۸۸ تومان	~۴ برابر	≈ ۳,۱۶۷ تومان	۲۰ درصد

در صورت تحقق کامل سناریوی واگذاری در قیمت کارشناسی، سود شناسایی‌شده برای هر دو شرکت از چند برابر قیمت جاری سهام فراتر می‌رود.

با این حال، تحقق این ارقام منوط به فروش واقعی سهام در قیمت اعلام‌شده، امکان انتقال نقدی وجوه و عدم اعمال محدودیت‌های سیاستی یا مدیریتی خواهد بود.



SORIN CAPITAL

شرکت سبدگردان سورین (سهامی خاص)

@SorinCapital

www.SorinCapital.ir

واحد تحلیل شرکت

سبدگردان سورین

بیانیه سلب مسئولیت: گزارش حاضر به هیچ وجه توصیه‌ی خرید، فروش یا نگهداری سهام شرکت نمی‌باشد و مسئولیت استفاده از این اطلاعات با سرمایه‌گذاران می‌باشد.