

مقدمه ای بر ارزشگذاری سهام

گردآورنده: سینا سلیمانی

سال ۱۳۹۲

مقدمه :

زمانی که یک تحلیلگر به مرحله تحلیل بنیادی یا ارزش گذاری سهام یک شرکت میرسد ، دچار سردرگمی ناشی از تعدد روش های ارزش گذاری سهام می شود.

برای ارزش گذاری سهام روش های متعددی وجود دارد که بسته به ساختار مالی شرکت ، حوزه فعالیت و نحوه فعالیت شرکت ، باید از روش های مختص وضعیت شرکت استفاده کرد. روش های معمول و ساده ای وجود دارد مانند روش های قیاسی ، همچنین روش های پیشرفته تر و کاربردی تری وجود دارد که موجب می شود تا ارزش گذاری سهام شرکت بطور دقیق تر انجام شود مانند تنزیل جریانات نقدی.

روش قیاسی در بین تحلیلگران و عامه فعالان بازار ، به دلیل سهولت در محاسبات و مفاهیم مالی مورد استفاده ، متداول تر و شناخته شده تر هستند اما در این روش ها بسیاری از نکات ارزشمند که بخش های نهان بنیادی شرکت ها را نمایش میدهد مغفول میماند.

اما در روش هایی همچون تنزیل جریانات نقدی و یا روش ارزش گذاری بر اساس سودآوری و تحقق درآمد ، از مفاهیم پیشرفته تر مالی و همچنین محاسباتی به مراتب تخصصی تر از روش های قیاسی استفاده می شود. این روش ها مختص فعالان حرفه ای بازارهای مالی و همچنین تحلیلگران ارشد بازار های مالی است که کلیه ابعاد مالی شرکت و مزایای رقابتی یک واحد تجاری یا تولیدی را عیان میکند و در نهایت منجر به تصمیم گیری دقیق تر مالی جهت سرمایه گذاری در بازارهای مالی خواهد شد.

در دنیای تحلیلگری ، هیچ روش مطلق وجود ندارد که به عنوان بهترین روش شناخته شود زیرا شرایط و وضعیت هر شرکت نسبت به شرکت دیگر متفاوت است و در ابعاد وسیع تر ، شرایط و وضعیت بنیادی هر صنعت با صنایع دیگر متفاوت است. این امر موجب می شود تا فاکتورهایی که برای بررسی سهام یک شرکت "با اهمیت" تلقی می شوند ، با شرکت های دیگر و حتی شرکت های همگروه ، تفاوت داشته باشد.

لذا انتخاب روش ارزشگذاری سهام یک شرکت ، بطور کامل به نوع فعالیت ، ساختار مالی شرکت ، حوزه فعالیت و مواردی ازین دست بستگی دارد. بنابراین در فرآیند ارزشگذاری یک سهم ، در گام اول باید به شناسایی موارد فوق در شرکت پرداخت.

برای شروع و درک بهتر فرآیند ارزشگذاری سهام ، ابتدا باید با ماهیت " سهم " و ویژگی های آن آشنا شد. لذا در ادامه بطور مختصر و گذرا به بررسی این مطالب خواهیم پرداخت.

بخش اول :

آشنایی با ماهیت " سهم " و ویژگی های آن

"به بیان ساده ، سهام یک شرکت به معنای مالکیت بر یک قسمت از آن شرکت است."

عبارت فوق به این معناست که به ازای هر واحد سهمی که سهامدار از شرکتی خریداری میکند ، مالک یک بخش کوچک از کل شرکت می شود.

"مهمترین بخش از تملک که به واسطه خرید سهام یک شرکت به سهامدار واگذار می شود ، مالکیت بخشی از سود و حق رای و انتخابی است که توسط سهام شرکت به سهامدار منتقل می شود"

در حقیقت ، سهامداران یک شرکت ، با خرید سهام شرکت در کلیه دارایی ها ، فعالیت ها و تصمیم گیری های شرکت سهیم می شوند و در شرکت مذکور به عنوان مالک بخشی از شرکت که به اندازه سهام خریداری شده می باشد ، شناخته می شوند.

شرکت ها حقوق سهامداران عادی خود از مالکیت شرکت را بصورت سود پرداختی یا سود تقسیمی در انتهای هر دوره یا سال مالی به سهامداران پرداخت می کنند. بنابراین هرچه یک سهامدار تعداد بیشتری از سهام یک شرکت را دارا باشد ، در سود/زیان بیشتری از کل سود/زیان شرکت سهیم خواهد بود.

زمانی که یک شرکت دارای سودآوری پایدار است ، داشتن سهام عادی یک شرکت کم ریسک ترین نوع سرمایه گذاری است. زیرا سهامداران شرکت بصورت دوره ای به نسبت سهام تحت تملک خود از شرکت ، در سود شرکت سهیم خواهند شد. به بیان دیگر ، در شرکت هایی که رشد سرمایه و ارزش شرکت بصورت پایدار صورت میگیرد ، سهامداران بیشترین انتفاع را از سرمایه گذاری خود خواهند داشت.

اما در نقطه مقابل ، زمانی که یک شرکت از فعالیت خود زیان محقق کند ، سهامداران با ریسک بالایی در سرمایه گذاری خود رو به رو هستند ، زیرا در صورت ورشکستگی و انحلال شرکت ، سهامداران تا زمانی که اعتبار دهندگان ، وام دهندگان و دارندگان سهام ممتاز ، سهم خود از سرمایه شرکت را دریافت نکنند وجه نقدی از شرکت دریافت نخواهند کرد.

با توجه به کلیه موارد ذکر شده ، در بلند مدت هیچ سرمایه گذاری ای با ریسک معقول و منطقی و بازده متناسب با ریسک پذیرفته شده ، بهتر از سهام نیست.

سهام عادی ، قابلیت نقد شوندگی بالایی دارد ، با وجود دایره وسیعی از اطلاعات شرکت ها تحلیل پذیری بالایی دارد و همچنین در دهه های اخیر شرکت های متعددی برای این نوع سرمایه گذاری ها تاسیس شدند که حق انتخاب بالایی به سرمایه گذاران جهت سرمایه گذاری می دهند.

اما در مقابل ، بازدهی این دسته از سرمایه گذاری ها هیچگونه تضمینی ندارد و همواره با انواع ریسک ها رو به روست که می تواند منجر به کاهش ارزش سرمایه و یا از بین رفتن بخش اعظم سرمایه شود.

" در واقع کیفیت و بازدهی سرمایه گذاری ، به شرکتی که در آن به سرمایه گذاری اقدام میکنید بستگی دارد. "

بخش دوم :

ارزشگذاری سهام

همانطور که در فصل اول بیان شد ، روش های متعددی برای ارزشگذاری سهام وجود دارد که با توجه به نوع فعالیت ، ساختار مالی و حوزه فعالیت شرکت ، می توان از روش های مختلفی استفاده نمود.

اما بطور کلی روش های ارزشگذاری سهام در دو دسته کلی جا می گیرند :

۱- ارزشگذاری مستقل (مطلق)

۲- ارزشگذاری وابسته (قیاسی)

در روش ارزشگذاری مستقل ، تلاش می شود تا با توجه کامل به عوامل و فاکتورهای بنیادی ، ارزش ذاتی یا واقعی سرمایه گذاری را مشخص کرد. در این روش تنها به عوامل بنیادی شرکت و صورت های مالی آن توجه می شود و با استفاده از محاسبات مالی ، ارزش سرمایه گذاری بدون توجه به عوامل دیگر و یا وضعیت شرکت های همگروه و وضعیت صنعت محاسبه می شود.

همانطور که از نام آن پیداست ، مبنای این روش ها ، در نظر گرفتن یک واحد تجاری یا تولیدی به عنوان یک واحد مستقل و یکتاست و تنها مفروضات و داده های مالی آن شرکت است که " با اهمیت " تلقی می شود.

در این روش ، بر عوامل بنیادی شرکت مانند سود تقسیمی ، جریانهای نقدی ، نرخ رشد پایدار ، تحقق درآمد و سودآوری شرکت و ... توجه و تاکید می شود.

روش های متعددی از ارزشگذاری سهام در این دسته قرار میگیرند که مبتنی بر بررسی وضعیت و عوامل بنیادی یک شرکت بدون در نظر گرفتن وضعیت سایر شرکت ها و صنایع است ، مانند مدل تنزیل سود نقدی (Dividend Discounted Model) ، مدل تنزیل جریانهای نقدی (Discounted Cash Flow Model) ، مدل تحقق درآمد و درآمد باقی مانده (Residual Income Model) و مدل مبتنی بر دارایی ها (Asset-Based Model) .

اما بر خلاف روش ارزشگذاری مستقل ، در روش ارزشگذاری قیاسی یا وابسته ، از مقایسه وضعیت یک شرکت با وضعیت سایر شرکت های وابسته استفاده می شود.

در واقع در این روش ، بر خلاف روش قبل ، معیار ارزشگذاری سهام یک شرکت تنها ارزش ذاتی و واقعی آن شرکت نخواهد بود بلکه وضعیت یک شرکت نسبت به سایر شرکت های مشابه تعیین کنند ارزش سهام شرکت خواهد بود. بنابراین در این روش امکان دارد ارزش ذاتی سهام یک شرکت با ارزش آن در قیاس با وضعیت سایر شرکت ها متفاوت باشد و این اختلاف قیمت می تواند بصورت مثبت یا منفی رخ دهد.

در این روش عوامل و فاکتور های مهم بنیادی تنها به صورت های مالی آن شرکت بر نمیگردد ، بلکه وضعیت شرکت با استفاده از برخی نسبت ها و ضرایب با وضعیت سایر شرکت های مشابه قیاس می شود و ارزش سهام آن بطور نسبی با توجه به وضعیت کلیه شرکت های مشابه در بازار تعیین و ارزشگذاری می شود. به همین دلیل این امکان وجود دارد تا بسیاری از نکات و ابعاد بنیادی شرکت ، مناسب یا نامناسب ، از دید سرمایه گذاران پنهان بماند و در صورت بروز تغییرات اساسی در وضعیت گروه ، ارزشگذاری سهام شرکت های این گروه نیز تغییرات شدیدی را تجربه کند.

بطور مثال با ایجاد رونق در یک صنعت و بهبود شرایط سودآوری شرکت های فعال در آن صنعت ، ارزش سهام شرکت های فعال بطور زنجیر وار دستخوش تغییرات زیادی می شود ، در صورتی که این امکان وجود دارد که تغییر در ارزش ذاتی شرکت ها به حدی نباشد که به نظر میرسد. لذا در این روش به دلیل ارزشگذاری وابسته سهام ، ارزش سهام یک شرکت ، می تواند با توجه به تغییر وضعیت ارزش سهام شرکت های مشابه دستخوش تغییرات زیادی شود.

در این روش از برخی نسبت های مانند نسبت قیمت به درآمد (Price to Earning) و مقایسه آن با سایر شرکت ها استفاده می شود. این نسبت ها با توجه به حالت های مختلف و شرایط متفاوت ، می تواند تفاسیر متغییری داشته باشند زیرا ماهیتا نسبی هستند اما زمانی که نسبت P/E یک شرکت در مقایسه با شرکت های همگروه یا مشابه پایین تر باشد ، به این معناست که " ارزش سهام شرکت ، بطور نسبی ، نسبت به ارزش سهام سایر شرکت های مشابه کمتر ارزشگذاری شده است "

در تفسیر فوق باید به این نکته توجه داشت که " ارزش سهام شرکت نسبت به ارزش سهام سایر شرکت های مشابه کمتر ارزشگذاری شده است " و نه لزوما کمتر از ارزش ذاتی یا مطلق سهم !

لذا باید توجه داشت که این روش ها به دلیل سهولت در محاسبات و مفاهیم مورد استفاده در آنها ، نسبت به روش مستقل بیشتر مورد اقبال فعالان بازارهای مالی قرار میگیرند اما در تفسیر این نسبت ها نکات مهم و حساسی وجود دارد که معمولا مغفول باقی میمانند.

در ادامه به معرفی برخی از روش های ارزشگذاری سهام خواهیم پرداخت.

روش تنزیل سود تقسیمی (DDM)

روش تنزیل سود تقسیمی یکی از ابتدایی ترین روش های ارزش گذاری مستقل سهام است که مورد استفاده تحلیلگران قرار میگیرد. در این روش ارزش ذاتی یا واقعی سهام یک شرکت بر اساس سود نقدی که شرکت به سهامداران خود طی دوره های مختلف پرداخت میکند ، محاسبه می شود.

"یکی از مهم ترین عواملی که در استفاده از این روش باید مد نظر قرار گیرد این نکته است که شرکت سودآوری پایداری داشته باشد و توان پرداخت سود نقدی به سهامداران را طی دوره های مختلف دارا باشد."

بنابراین پیش از استفاده این روش برای ارزشگذاری سهام یک شرکت ، باید روند سودآوری و پرداخت سود نقدی به سهامداران بررسی شود. زیرا شرکت هایی که روند سودآوری مقطعی یا دوره ای دارند و نرخ رشد سودآوری آنها نرخ پایداری نیست ، قابلیت محاسبه الگوی نسبتا ثابتی برای پرداخت سود به سهامداران خود را ندارند و در دسته شرکت های دوره ای (Cyclic) قرار میگیرند.

سود پرداختی به سهامداران ، نشان دهنده جریان نقدی واقعی ای که حاصل فعالیت شرکت است و به سهامداران شرکت اعطا میگردد ، بنابراین تنزیل ارزش جریانات نقدی پرداخت شده به سهامداران میتواند ارزش واقعی سهام شرکت را برای سرمایه گذاران مشخص نماید.

"دومین نکته مهم در استفاده از روش تنزیل سود تقسیمی ، رشد پایدار و قابل اتکای سود نقدی و قابل پیش بینی بودن آن است."

بنابراین برای استفاده از این روش ، نه تنها شرکت باید سود آوری داشته باشد و توان پرداخت سود نقدی به سهامداران را دارا باشد ، بلکه باید از روند سودآوری پایدار و تقسیم سود قابل پیش بینی و قابل اتکایی برخوردار باشد. لذا این شرکت ها ، شرکت های بسیار ساختار یافته ، قابل اطمینان و بالغی هستند و که در صنایع بالغ و توسعه یافته فعالیت میکنند.

این شرکت ها کم ریسک ترین و مطمئن ترین اهداف سرمایه گذاری برای سرمایه گذاران محسوب می شوند که به عنوان شرکت های پیشرو در صنعت شناخته می شوند. این شرکت ها معمولاً به عنوان آینه ای از صنعت خود ایفای نقش میکنند و از افزایش و کاهش شتاب تغییرات سودآوری آنها می توان به وضعیت کلی صنعت پی برد ، زیرا سودآوری این شرکت ها از پایداری بالایی برخوردار است و به راحتی به حالت زیان ده تغییر نخواهند کرد و در مقابل تغییرات بنیادی صنایع مقاومت بالایی دارند. بنابراین اولین تغییرات قابل توجه در شتاب سودآوری این شرکت ها می تواند نشان دهنده بروز تغییراتی در وضعیت کلی صنعت باشد.

لذا با توجه به توضیحات فوق ، این شرکت ها بهترین گزینه برای استفاده از روش تنزیل سود تقسیمی هستند.

شرکت ((الف))

	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	جمع
سود تقسیمی هر سهم	۱۰	۱۵	۲۲,۵	۳۳,۷	۵۰,۵	۱۳۱,۷
درآمد هر سهم	۲۰۰	۳۰۰	۴۵۰	۶۷۴	۱۰۱۰	۲۶۳۴

* نرخ رشد سود تقسیمی : ۵۰٪

* نرخ رشد درآمد هر سهم : ۵۰٪

با توجه به اینکه نرخ رشد سود تقسیمی ۵۰٪ و به طور پایدار و قابل پیش بینی است و رشد سود تقسیمی بطور موزون با رشد درآمد هر سهم صورت پذیرفته است ، بنابراین این شرکت هم از لحاظ سودآوری و هم از لحاظ پایداری در تقسیم سود گزینه خوبی برای روش ارزشگذاری بر اساس تنزیل سود تقسیمی است.

روش تنزیل جریان‌ات نقدی (DCF)

یکی دیگر از روش‌های ارزشگذاری سهام ، روش تنزیل جریان‌ات نقدی است. این روش نسبت به روش قبل ، از پیشچیدگی بیشتری برخوردار است اما میتوان ازین روش برای ارزشگذاری سهام شرکت‌های بیشتری استفاده کرد و قابلیت بست و گسترش دادن به حوزه وسیع تری از شرکت‌ها را داراست.

معمولاً زمانی که شرکت سود تقسیمی ندارد و یا روند سود تقسیمی شرکت طی دوره‌های مختلف از الگو یا نرخ ثابتی پیروی نمیکند ، بجای روش DDM از روش DCF استفاده می‌شود. در این روش ، به جای بررسی و تنزیل سود تقسیمی شرکت ، از تنزیل جریان‌ات نقدی آتی شرکت برای ارزشگذاری استفاده می‌شود.

به عبارت دیگر ، جریان‌ات نقدی ورودی و خروجی که در آینده برای شرکت محقق خواهد شد ، تعیین میکنند که ارزش سهام شرکت برای سرمایه‌گذاران چه اندازه خواهد بود.

بطور مثال برای محاسبه ارزش سهام شرکت‌هایی که روند فعالیت آنها مبتنی بر قرار داده‌ها و طرح‌های توسعه مداوم است ، تعیین ارزش فعلی جریان‌ات نقدی ورودی حاصل از قراردادها و طرح‌های توسعه در آینده بسیار کلیدی و تعیین‌کننده است. زیرا ارزش فعلی خالص جریان‌ات نقدی ورودی به شرکت برابر خواهد بود با ارزش سهام شرکت پس از اتمام قراردادها در آینده . لذا به منظور ارزشگذاری اینگونه شرکت‌ها ، به جای استفاده از روش DDM و سود تقسیمی ، از تنزیل جریان‌ات نقدی آینده شرکت استفاده میکنیم.

به دلیل انعطاف بیشتر این روش در ارزشگذاری شرکت و تاکید بر آینده سهم به جای استفاده از گذشته ، میتوان ازین روش در مورد ابعاد وسیع تری از شرکت‌ها استفاده کرد و این امر میتواند مزیت بسیار با اهمیتی نسبت به سایر روش‌های ارزشگذاری باشد.

در روش تنزیل جریانات نقدی تفاوت های بسیاری وجود دارد اما یکی از متداول ترین روش های محاسبه ، روش ۲ پله ای تنزیل جریانات نقدی است.

در این روش ، جریانات نقدی آزاد برای ۵ تا ۸ سال (بطور متداول) پیش بینی می شود و در نهایت برای جریانات نقدی فراتر از بازه پیش بینی شده ، یک ارزش نهایی مشخص در نظر گرفته می شود.

* جریانات نقدی آزاد : جریانات نقدی عملیاتی - هزینه سرمایه ای

به عبارت دیگر ، با توجه به عملکرد شرکت ، جریانات نقدی عملیاتی برای سنوات آینده بر اساس افزایش نرخ واقعی سنوات گذشته پیش بینی می شود. همچنین برای هزینه ها نیز بر اساس نرخ افزایش سنوات گذشته ، هزینه های سنوات آینده پیش بینی می شود.

سپس با کم کردن هزینه ها از جریانات نقدی عملیاتی ، جریانات نقدی آزاد محاسبه و استخراج می شود.

بنابراین ، برای استفاده از این مدل جهت ارزشگذاری شرکت ها ، ابتدا شرکت باید جریانات نقدی آزاد پایدار و قابل پیش بینی داشته باشد و همچنین این جریانات نقدی آزاد باید مثبت باشد. به بیان ساده تر ، جریانات نقدی ورودی نباید کمتر از جریانات نقدی خروجی باشد یا جریانات نقدی عملیاتی نباید کمتر از هزینه ها باشد.

لذا با توجه به مطالب فوق ، شاهد هستیم که احتمالا بسیاری از شرکت های کوچک با نرخ رشد بالا و شرکت های نا بالغ ، به دلیل هزینه های سرمایه ای بالا و منفی شدن جریانات نقدی آزاد ، گزینه مناسبی برای استفاده از این روش نیستند .

* شرکت های نا بالغ و شرکت های کوچک با نرخ رشد بالا ، به دلیل نیاز به نقدینگی برای توسعه فعالیت و رشد ، جریانات نقدی آزاد خود را به داخل شرکت بازگردانده و در فعالیت های شرکت سرمایه گذاری می کنند . لذا جریانات نقدی آزاد این شرکت ها به هزینه های سرمایه ای تبدیل شده و عملا جریانات نقدی آزاد این شرکت ها منفی می شود.

شرکت ((الف))

	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶
جریانان نقدی عملیاتی	۱۰۰	۲۵۳	۳۷۵	۵۸۰	۹۰۰	۱۱۲۰
(هزینه های سرمایه ای)	۱۲۰	۲۷۰	۴۲۰	۳۰۰	۶۲۰	۱۲۸۵
جریانان نقدی آزاد	۲۰-	۱۷-	۴۵-	۲۸۰	۲۸۰	۱۶۵-

با توجه جدول فوق ، شرکت الف ، با وجود اینکه دارای جریانان نقدی عملیاتی پایدار و فزاینده ای است اما هزینه های سرمایه ای بالای شرکت موجب شده است تا جریانان نقدی آزاد شرکت منفی و نا پایدار شود . لذا پیش بینی جریانان نقدی آزاد سنوات آینده عملاً غیر ممکن خواهد بود. لذا استفاده از مدل تنزیل جریانان نقدی برای این شرکت مقدور نیست.

بخش پنجم :

روش های ارزشگذاری قیاسی یا وابسته (Comparable Models)

یکی دیگر از روش های ارزشگذاری سهام ، روش قیاسی یا وابسته است. در این روش که یکی از ساده ترین روش های ارزشگذاری است ، به جای محاسبه ارزش ذاتی و بررسی عوامل و فاکتورهای بنیادی یک شرکت ، با استفاده از نسبت و ضرایب ، به مقایسه ارزش شرکت های مشابه می پردازیم. این روش به دلیل سادگی در محاسبه و نتیجه گیری ، سهولت در تفسیر مفاهیم و همینطور نیازمندی به زمان کمتر جهت محاسبه ، در بین فعالان بازار های مالی رواج بیشتری دارد.

در این روش با استفاده از نسبت هایی همچون قیمت بر درآمد هر سهم (P/E) ، قیمت بر جریانات نقدی هر سهم (P/CF) و قیمت بر ارزش دفتری (P/B) ، به مقایسه ارزش یک سهم نسبت به سایر شرکت های همگروه یا نسبت های گروه و صنعت میپردازیم تا دریابیم آیا بطور نسبی ارزش سهام شرکت نسبت به سایر شرکت های مشابه کمتر ارزشگذاری شده است یا بیشتر.

در واقع این روش بر اساس این اصل که قیمت دو محصول مشابه باید برابر باشد، استوار است. لذا بطور کلی شرکت هایی از یک گروه با درآمد هر سهم مشابه ، باید با قیمتی یکسان معامله شوند (P/E) و همینطور برای سایر نسبت های قیاسی.

از میان این نسبت ها ، نسبت P/E یکی از مهم ترین نسبت های قیاسی است . زیرا بر درآمد هر سهم تمرکز دارد که نشان دهنده درآمد شرکت است . درآمد شرکت یکی از عوامل مهم و اصلی برای ارزش یک سرمایه گذاری است همچون که در بخش اول در مورد اهمیت شناسایی شرکت های سودآور برای کاهش ریسک سرمایه گذاری یا بالا رفتن بازدهی سهام در بلند مدت صحبت کردیم.

در واقع برای استفاده از نسبت P/E ، باید از سود هر سهم شرکت اطلاع داشت. همچنین سهام شرکت باید قابل معامله باشد زیرا برای محاسبه این نسبت به قیمت سهم نیازمندیم.

از سوی دیگر، شرکت باید به ازای هر سهم سود محقق کند. به عبارت دیگر سود هر سهم باید مثبت باشد زیرا نسبت پی بر ای منفی بی معنی است. هرچند برخی از تحلیلگران پی بر ای منفی را نیز دارای تفسیر میدانند اما از نظر تئوریک نسبت پی بر ای منفی فاقد اعتبار تحلیلی است.

در صورتی که برای ارزشگذاری یک شرکت به روش قیاسی، با نسبت P/E منفی رو به رو شویم، میتوانیم از سایر نسبت ها برای مقایسه استفاده کنیم. مانند نسبت قیمت به فروش (P/S) یا نسبت قیمت به ارزش دفتری (P/B). لذا با توجه به وضعیت سودآوری شرکت، میتوان نسبت مناسب برای قیاس شرکت با شرکت های مشابه را از میان نسبت های قیاسی انتخاب کرد.