

ارزش گذاری اوراق بهادار تأمین مالی





مدل‌های تنزیل سود نقدی (DDM)

مدل عمومی تنزیل سود نقدی دو مرحله‌ای دارای دو نوع نرخ رشد غیرعادی و

نرخ رشد ثابت است:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1 + K_{e,hg})^n} + \frac{P_n}{(1 + K_{e,hg})^n}$$

g _n : نرخ رشد ثابت	g: % برای هر سال: نرخ رشد غیرعادی
-------------------------------	-----------------------------------

(سودهای نقدی در مرحله اولیه) = PV = ارزش سهام

+ PV (قیمت نهایی)

در این معادله $P_n = \frac{DPS_{n-1}}{(K_{e,st} - g_n)}$ می‌باشد. در حالیکه:

DPS_t = سود نقدی مورد انتظار هر سهم در سال nام

K_e = هزینه سرمایه صاحبان سهام (hg؛ رشد غیرعادی و S_t ؛ رشد ثابت)

g = نرخ رشد غیرعادی تا ابتدای سال nام

g_n = نرخ رشد ثابت پس از سال nام

شرح	۸۶	۸۷	۸۸	۸۹	۹۰	۹۱	۹۲	۹۳	۹۴	۹۵	۹۶
جمعیت کشور	۷۱.۱	۷۱.۷	۷۲.۴	۷۳.۰	۷۳.۷	۷۴.۴	۷۵.۰	۷۵.۷	۷۶.۴	۷۷.۱	۷۷.۸
ضریب نفوذ تلفن ثابت	۳۶%	۳۸%	۳۹%	۴۰%	۴۱%	۴۲%	۴۳%	۴۴%	۴۵%	۴۶%	۴۵%
ضریب نفوذ تلفن همراه	۳۳%	۴۵%	۵۵%	۵۵%	۶۰%	۶۰%	۶۰%	۶۰%	۶۰%	۶۰%	۶۰%
سهم بازار از تلفن ثابت	۱۰۰%	۱۰۰%	۱۰۰%	۱۰۰%	۱۰۰%	۱۰۰%	۱۰۰%	۱۰۰%	۱۰۰%	۱۰۰%	۱۰۰%
سهم بازار از تلفن همراه	۸۶%	۷۶%	۷۴%	۷۴%	۷۰%	۷۰%	۷۰%	۷۰%	۷۰%	۷۰%	۷۰%
تلفن ثابت - میلیون عدد	۲۵.۶	۲۷.۱	۲۸.۱	۲۹.۱	۳۰.۱	۳۱.۱	۳۲.۱	۳۳.۱	۳۴.۱	۳۵.۱	۳۵.۱
تلفن همراه - میلیون عدد	۲۲.۸	۲۴.۵	۲۹.۵	۲۹.۷	۳۱.۰	۳۱.۲	۳۱.۵	۳۱.۸	۳۲.۱	۳۲.۴	۳۲.۷
مجموع تلفنهای ثابت و همراه	۴۸.۴	۵۱.۶	۵۷.۶	۵۸.۸	۶۱.۱	۶۲.۳	۶۳.۶	۶۴.۹	۶۶.۲	۶۷.۵	۶۷.۵

شرح	۸۶	۸۷	۸۸	۸۹	۹۰	۹۱	۹۲	۹۳	۹۴	۹۵	۹۶
درآمد تلفن ثابت-میلیارد تومان	۲,۰۰۲	۲,۴۳۷	۲,۹۰۶	۳,۴۶۱	۴,۱۱۷	۴,۶۱۵	۵,۱۶۸	۵,۷۸۲	۶,۴۶۳	۷,۲۱۸	۷,۳۹۹
هزینه تلفن ثابت-میلیارد تومان	۱,۷۰۱	۲,۱۹۳	۲,۶۱۵	۳,۱۱۵	۳,۷۰۵	۴,۱۵۳	۴,۶۵۱	۵,۲۰۴	۵,۸۱۷	۶,۴۹۶	۶,۶۵۹
سود ناخالص تلفن ثابت-میلیارد تومان	۳۰۰	۲۴۴	۲۹۱	۳۴۶	۴۱۲	۴۶۱	۵۱۷	۵۷۸	۶۴۶	۷۲۲	۷۴۰
درآمد تلفن همراه-میلیارد تومان	۲,۲۷۵	۲,۹۴۴	۴,۲۴۳	۵,۱۳۷	۶,۴۱۹	۷,۴۴۸	۸,۶۴۲	۱۰,۰۲۸	۱۱,۶۳۶	۱۳,۵۰۱	۱۳,۹۶۴
هزینه تلفن همراه-میلیارد تومان	۱,۲۷۴	۱,۷۶۷	۲,۷۱۵	۳,۳۹۰	۴,۳۶۵	۵,۲۱۳	۶,۲۲۲	۷,۴۲۰	۸,۸۴۳	۱۰,۵۳۱	۱۱,۱۷۱
سود ناخالص تلفن همراه-میلیارد تومان	۱,۰۰۱	۱,۱۷۸	۱,۵۲۷	۱,۷۴۷	۲,۰۵۴	۲,۲۳۴	۲,۴۲۰	۲,۶۰۷	۲,۷۹۳	۲,۹۷۰	۲,۷۹۳
سود قبل مالیات	۱,۳۶۶	۱,۴۹۳	۱,۷۸۶	۲,۰۷۵	۲,۶۷۳	۲,۹۲۱	۳,۰۵۶	۳,۳۲۳	۳,۵۹۶	۳,۸۶۹	۳,۷۰۴
مالیات	۳۴۲	۳۳۶	۴۰۲	۴۶۷	۶۰۱	۶۵۷	۶۸۸	۷۴۸	۸۰۹	۸۷۰	۸۳۳
سود خالص	۱,۰۲۵	۱,۱۵۷	۱,۳۸۴	۱,۶۰۸	۲,۰۷۱	۲,۲۶۴	۲,۳۶۸	۲,۵۷۶	۲,۷۸۷	۲,۹۹۸	۲,۸۷۱
درصد تقسیم سود	۶۷%	۷۰%	۷۸%	۷۷%	۸۳%	۸۴%	۸۴%	۸۵%	۸۶%	۹۹%	۱۰۰%
سود نقدی	۶۴۱	۸۱۴	۱,۰۸۷	۱,۲۴۴	۱,۷۲۵	۱,۹۰۳	۱,۹۹۵	۲,۱۹۰	۲,۳۸۸	۲,۹۶۵	۲,۸۷۱
سرمایه-میلیارد سهم	۴۵.۸۰	۴۵.۸۰	۴۵.۸۰	۴۵.۸۰	۴۵.۸۰	۴۵.۸۰	۴۵.۸۰	۴۵.۸۰	۴۵.۸۰	۴۵.۸۰	۴۵.۸۰
EPS	۲۲	۲۵	۳۰	۳۵	۴۵	۴۹	۵۲	۵۶	۶۱	۶۵	۶۳
DPS	۱۵	۱۸	۲۴	۲۷	۳۸	۴۲	۴۴	۴۸	۵۲	۶۵	۶۳
نرخ تنزیل	۲۰%	۲۰%	۲۰%	۲۰%	۲۰%	۲۰%	۲۰%	۲۰%	۲۰%	۲۰%	۲۰%
عامل تنزیل	۰.۰۰	۰.۸۳	۰.۶۹	۰.۵۸	۰.۴۸	۰.۴۰	۰.۳۳	۰.۲۸	۰.۲۳	۰.۱۹	۰.۱۹
سود نقدی تنزیل شده	۰	۱۵	۱۶	۱۶	۱۸	۱۷	۱۵	۱۳	۱۲	۱۳	۱۲
مجموع ارزش فعلی سود نقدی در دوره رشد	۱۳۴										
رشد بلند مدت	۵%										
ارزش تداوم عملیات	۸۱										
ارزش عملیات شرکت	۲۱۵										



جریان نقد آزاد (FCF)



آلفرد راپاپورت (۱۹۸۶)

در کتاب *creating share*

value مبانی تنزیل جریان نقد آزاد را از طریق یک مدل خلاصه ارائه کرد.

Northwestern University

Value drivers

نرخ رشد فروش

حاشیه سود عملیاتی

نرخ مالیات

سرمایه گذاری در دارایی ثابت

سرمایه گذاری در رمایه در گردش

برنامه ها در افق زمانی

نرخ بازده مورد انتظار

فروش

هزینه های عملیاتی

کسر میشود از:

سود قبل مالیات

مالیات

کسر میشود از:

افزایش در دارایی ثابت
(مخارج سرمایه ای)

کسر میشود از:

افزایش در سرمایه در گردش

کسر میشود از:

جریان نقد آزاد ناشی
از فعالیتهای عملیاتی

مفهوم سود و جریان نقدی

ارزش شرکت:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + TV_n}{(1+K)^n}$$

John Williams (1938)

Durand (1957)

Gordon (1962)

مفهوم سود و جریان نقدی

○ داده‌های مالی و حسابداری ارقام واقعی نیستند بلکه محصول اتفاق نظر متخصصان این رشته و کسانی هستند که استانداردهای حسابداری و روش تهیه صورت‌های مالی را تدوین نموده‌اند. همواره به‌خاطر داشته باشید که سود محصول "عقاید" است اما عایدی یک "واقعیت مطلق" است. بسیاری از تحلیل‌گران اعتقاد دارند که «سود» کلیدی‌ترین پارامتر انجام فعالیت‌های شرکت است. براساس این دیدگاه، افزایش سود به معنای عملکرد بهتر شرکت است و کاهش سود به معنای عملکرد برتر.

○ عده‌ای از تحلیل‌گران نیز اعتقاد به تغییر شکل سود و تبدیل آن به جریان نقد حسابداری (یا عایدی) دارند. از دیدگاه این گروه با افزودن استهلاک به سود عایدی به دست می‌آید.

○ این مفهوم مصداق ضرب‌المثل زیر است:

○ Net income is just an opinion, but cash flow is fact

در نتیجه:

(استهلاک - مخارج سرمایه‌ای) - سود خالص = جریان نقد آزاد صاحبان سهام
(تغییر در سرمایه در گردش غیرنقدی) -
(بازپرداخت بدهی‌ها - دریافت بدهی جدید) +

اگر δ را آن بخش از مخارج سرمایه‌ای و تغییر در سرمایه در گردش تعریف نماییم که از طریق بدهی تأمین می‌شود. (در واقع مثل نسبت بدهی) بنابراین $1-\delta$ آن بخش از مخارج سرمایه‌ای و تغییر در سرمایه در گردش غیرنقدی است که از طریق صاحبان سهام تأمین می‌شود. پس به این میزان جریان نقد متعلق به صاحبان سهام، از حساب آنها خارج می‌شود

= جریان‌های نقدی صاحبان سهام برای تأمین مخارج سرمایه‌ای مورد نیاز
($1-\delta$) (استهلاک - مخارج سرمایه‌ای) -

و

= جریان نقدی صاحبان سهام برای تأمین سرمایه در گردش مورد نیاز
($1-\delta$) (تغییر در سرمایه در گردش) - =

بنابرين خواهيم داشت:

سود خالص = جريان نقد آزاد صاحبان سهام

$(1 - \delta) \times (\text{استهلاك} - \text{مخارج سرمايه‌اي}) -$

$(1 - \delta) \times (\text{تغيير در سرمايه در گردش}) -$

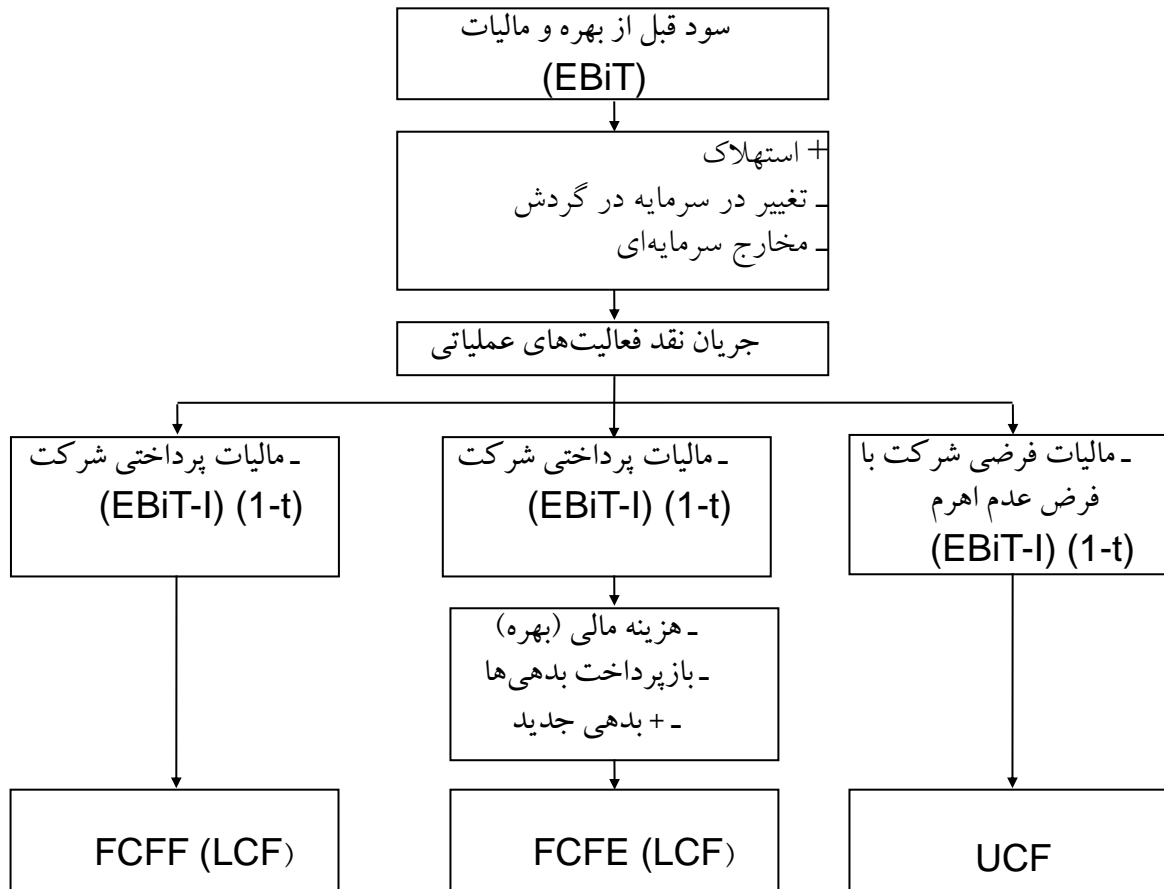
⊙ اگر فرض شود که دریافت بدهی جدید برای بازپرداخت بدهی قبلی است بنابرين δ صفر ميشود . پس:

سود خالص = جريان نقد آزاد صاحبان سهام

$(\text{استهلاك} - \text{مخارج سرمايه‌اي}) -$

$(\text{تغيير در سرمايه در گردش}) -$

تبدیل سود به جریان نقدی



[1]. Leveraged cash flow (LCF)

[1]. Unleveraged cash flow (UCF)

۱- تبدیل سود به جریان نقد آزاد اهرمی (FCFE)

$$\begin{aligned} & \text{سود خالص} \\ & + \text{استهلاک} \\ & - \text{افزایش در سرمایه در گردش غیرنقدی } (\Delta WC) \\ & - \text{بازپرداخت اصل بدهی ها} \\ & + \text{افزایش منابع تأمین مالی (بدهی)} \\ & - \text{کاهش در سایر دارایی ها} \\ & - \text{مخارج سرمایه ای ناخالص} \\ & + \text{ارزش دفتری دارایی های ثابت فروخته شده} \\ & \text{FCFF یا ECF} = \end{aligned}$$

۲- تبدیل سود به جریان نقد آزاد غیراهرمی (UCF)

$$\begin{aligned} & \text{سود خالص} \\ & + \text{استهلاک} \\ & - \text{افزایش در سرمایه در گردش غیرنقدی} \\ & - \text{افزایش در سایر دارایی ها} \\ & - \text{مخارج سرمایه ای ناخالص} \\ & + \text{هزینه بهره بعد مالیات } (i(1-t)) \\ & + \text{ارزش دفتری دارایی های ثابت فروخته شده} \\ & \text{UCF} = \end{aligned}$$

جریان نقد آزاد شرکت (FCFF)

۱- روش مستقیم:

$$FCFF = FCFE + i(1 - t)$$

۲- روش غیر مستقیم:

$$FCFF = EBIT(1 - t) + D - Capex - \Delta wc$$

با اطلاعات زیر می‌خواهیم نتایج مدل FCFF و EVA را مقایسه کنیم.

$$\text{درآمد فروش} = 100$$

$$\text{نرخ رشد درآمد} = 25\%$$

$$\text{حاشیه سود عملیاتی} = \left(\frac{EBIT}{s} \right) = 20\%$$

$$\text{خالص مخارج سرمایه‌ای} = 20\% \text{ تغییرات فروش}$$

$$\Delta wc = 5\% \text{ تغییرات فروش}$$

$$\text{نرخ مالیات} = 35\%$$

$$\text{رشد مستمر (سال نهایی)} = \text{صفر}$$

سال	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰
درآمد فروش	۱۲۵/۰۰	۱۵۶/۲۵	۱۹۵/۳۱	۲۴۴/۱۴	۳۰۵/۱۸	۳۸۱/۴۷	۴۷۶/۸۴	۵۹۶/۰۵	۷۴۵/۰۶	۹۳۱/۳۲
هزینه‌های عملیاتی	۱۰۰/۰۰	۱۲۵/۰۰	۱۵۶/۲۵	۱۹۵/۳۱	۲۴۴/۱۴	۳۰۵/۱۸	۳۸۱/۴۷	۴۷۶/۸۴	۵۹۶/۰۵	۷۴۵/۰۶
سود قبل بهره و مالیات	۲۵/۰۰	۳۱/۲۵	۳۹/۰۶	۴۸/۸۳	۶۱/۰۴	۷۶/۲۹	۹۵/۳۷	۱۱۹/۲۱	۱۴۹/۰۱	۱۸۶/۲۶
مالیات	۸/۷۵	۱۰/۹۴	۱۳/۶۷	۱۷/۰۹	۲۱/۳۶	۲۶/۷۰	۳۳/۳۸	۴۱/۷۲	۵۲/۱۵	۶۵/۱۹
NOPAT	۱۶/۲۵	۲۰/۳۱	۲۵/۳۹	۳۱/۷۴	۳۹/۶۷	۴۹/۵۹	۶۱/۹۹	۷۷/۴۹	۹۶/۸۶	۱۲۱/۰۷
مخارج سرمایه‌ای	۵/۰۰	۶/۲۵	۷/۸۱	۹/۷۷	۱۲/۲۱	۱۵/۲۶	۱۹/۰۷	۲۳/۸۴	۲۹/۸۰	۳۷/۲۵
Δwc	۱/۲۵	۱/۵۶	۱/۹۵	۲/۴۴	۳/۰۵	۳/۸۱	۴/۷۷	۵/۹۶	۷/۴۵	۹/۳۱
خالص سرمایه‌گذاری	۶/۲۵	۷/۸۱	۹/۷۷	۱۲/۲۱	۱۵/۲۶	۱۹/۰۷	۲۳/۸۴	۲۹/۸۰	۳۷/۲۵	۴۶/۵۷
FCFF	۱۰/۰۰	۱۲/۵۰	۱۵/۶۳	۱۹/۵۳	۲۴/۴۱	۳۰/۵۲	۳۸/۱۵	۴۷/۶۸	۵۹/۶۰	۷۴/۵۱
ارزش فعلی (با هزینه سرمایه ۹٪)	۹/۱۷	۱۰/۵۲	۱۲/۰۷	۱۳/۸۴	۱۵/۸۷	۱۸/۲۰	۲۰/۸۷	۲۳/۹۳	۲۷/۴۴	۳۱/۴۷
مجموع ارزش فعلی جریان‌های نقد آزاد	۱۸۳/۳۸									

جریان نقد آزاد شرکت (FCFF) به صورت زیر محاسبه شده است:

$$FCFF_1 = NOPAT_1 - (\Delta wc + \text{مخارج سرمایه‌ای})$$

$$= ۱۶/۲۵ - ۶/۲۵ = ۱۰$$

$$NOPAT_1 = (1-t) \times \text{حاشیه سود} \times \text{درآمد}$$

$$= ۱۲۵ \times ۰/۲۰ \times (1-۰/۳۵) = ۱۶/۲۵$$

$$\text{کل سرمایه‌گذاری دوره} = \left(\frac{capex}{s} + \frac{\Delta wc}{s} \right) \cdot \Delta s$$

$$= (۰/۲۰ + ۰/۰۵) (۱۲۵ - ۱۰۰)$$

$$= ۶/۲۵$$

برای سال‌های ۱ تا دهم روش تعیین جریان نقد آزاد مانند روش فوق بوده است. مجموع ارزش فعلی جریان نقد آزاد یا $PV(FCFF) = ۱۸۳/۳۷$ میلیون ریال است. پس از سال دهم و با فرض نرخ رشد صفر (و نرخ سرمایه‌گذاری مجدد صفر) ارزش مستمر به دست آمده است:

$$\begin{aligned} \text{خالص سرمایه‌گذاری - } FCFF = NOPAT_1 \text{ سال یازدهم به بعد} \\ = ۱۲۱/۰۷ - ۰ = ۱۲۱/۰۷ \end{aligned}$$

$$TV = \frac{FCFF_{11}}{k - g} = \frac{۱۲۱/۰۷}{.۰۹ - ۰} = ۱۳۴۵/۲$$

$$PV(TV) = \frac{۱۳۴۵/۲}{(۱/۰۹)^{10}} = ۵۶۸/۲۴$$

برای به دست آوردن ارزش شرکت از مجموع ارزش‌های فعلی و ارزش استمرار عملیات استفاده می‌کنیم:

$$V = ۱۸۳/۳۷ + ۵۶۸/۲۴ = ۷۵۲$$

اگر بدهی‌های شرکت ۳۰ میلیون ریال و تعداد سهام ۲۰ میلیون سهم باشد، ارزش

سهام عبارت است از:

$$\text{ارزش سهام} = ۷۵۱/۶۱ - ۳۰ = ۷۲۱/۶۱$$

$$\text{ارزش هر سهم} = \frac{۷۲۱/۶۱}{۲۰} = ۳۶/۰۸$$

چند نکته اساسی برای محاسبه:

● نرخ مالیات

درآمدهای مشمول مالیات / مالیات پرداختی = نرخ مالیات موثر

Effective Tax rate

● خالص مخارج سرمایه‌ای (خرید دارایی ثابت)

هزینه تحقیق و توسعه

سرمایه گذاری های غیر عملیاتی

مخارج سرمایه‌ای متلاطم و هموارسازی

● سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش

وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های سریع معامله

آن گروه از بدهی‌ها که هزینه مالی دارند

سرمایه در گردش غیرنقدی منفی

انتقادات به FCF:

انتقادات پنهان به FCF:

- ① در کوتاه مدت نمیتواند ارزش افزوده را اندازه گیری کند.
- ② ارزشی که به دست خواهد آمد با ارزشهای ذهنی تطابق ندارد.
- ③ با این روش، سرمایه گذاریها ممکن است به ارزش آسیب برسانند
- ④ یک فرض نادرست این است که شرکت میتواند با حذف سرمایه گذاریها جریان نقد آزاد را افزایش دهد.
- ⑤ **Validation**: به سختی میتوان FCF را پیش بینی کرد.



مدل سود باقیمانده
Residual Income
Model

فرض کنید شرکتی در پروژه‌ای به ارزش ۴۰۰ میلیارد ریال سرمایه‌گذاری نموده و انتظار دارد که در پایان دوره این پروژه بازده ۱۰٪ و ۴۰ میلیارد ریال سود ایجاد شود. در ابتدای دوره ۴۰۰ میلیارد ریال در ترازنامه ثبت شده است و چون هیچ سودی تحقق نیافته

۴۰ میلیارد ریال ارزش اضافی مورد انتظار در ارقام ترازنامه نهفته است.

(سرمایه‌گذاری ابتدای دوره × بازده سرمایه) - سود خالص در سال یکم = سود باقیمانده در سال یکم

$$= 0 = 40 - (400 \times 10\%) = \text{سود باقیمانده سال یکم}$$

حال شرایطی را در نظر بگیرید که بازده سرمایه
۱۲٪ بوده و سود خالص ۴۸ میلیارد ریال گردد با
همان هزینه سرمایه ۱۰٪، ۸ میلیارد ریال سود اضافی
باقی می ماند که به آن سود مازاد یا سود باقی مانده
گفته شود:

$$\text{سود باقیمانده} = ۴۸ - (۱۰\% \times ۴۰۰) = ۸$$

ارزش حقوق صاحبان سهام = $BV_0 + PV$ (سودهای باقیمانده)

$$= BV_0 + \sum \frac{(t) \text{ سود خالص} - (Ke \times BV_{t-1})}{(1 + Ke)^t}$$

سود پایه - سود خالص در سال t = سود باقیمانده

$$= t \text{ سال در خالص در سال } - (K_e \times BV_{t-1})$$

$$BPS_t = BPS_0 + EPS_t - DPS_t$$

$$RI_t = EPS_t - K(BPS_0)$$

$$RI_t = (RoE - K_e) BPS_0$$

$$ROE = \frac{EPS_t}{BPS_0}$$

● حاصلضرب ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام ابتدای دوره در هزینه سرمایه صاحبان سهام را سود پایه (یا مبنا) می‌نامیم .

● Base income

● شرکت تولیدی روغن نباتی خراسان با ارزش دفتری ۱۰۰۰ ریال بازای هر سهم و با ۹۸۵ ریال اندوخته و سود انباشته (به ازای هر سهم) در حال فعالیت است

● بنابراین ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در سال ۱۳۸۷، ۱۹۸۵ ریال بازای هر سهم می باشد.

● به دلیل شرایط رقابتی فشرده، این شرکت با کاهش فروش و سود هر سهم مواجه شده و پیش بینی می شود که تا سال ۱۳۹۳ این کاهش ادامه یابد.

● براساس مدل عدم وجود رشد مستمر، این فرض که شرکت پس از سال ۱۳۹۳ فعالیت نخواهد کرد مبنای کار قرار گرفته است.

پیش‌بینی برای t سال							
۱۳۹۳	۱۳۹۲	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۸۹	۱۳۸۸	۱۳۸۷	
۲۰۸	۲۴۰	۲۳۶	۲۴۸	۲۵۳	۲۸۱		EPS
۲۰۸	۲۱۴	۲۱۰	۲۰۶	۲۰۲	۲۰۰		DPS
۲۲۱۱	۲۲۱۱	۲۱۸۵	۲۱۵۹	۲۱۱۷	۲۰۶۶	۱۹۸۵	BPS
٪۴/۹	٪۱۱	٪۹/۱۰	٪۷/۱۱	٪۲/۱۲	٪۲/۱۴		ROE
۹	۴۴	۴۲	۵۸	۶۸	۱۰۲		RI (هزینه سرمایه ۹٪)
۶۷۷/۱	۵۳۹/۱	۴۱۲/۱	۲۹۵/۱	۱۸۸/۱	۰۹/۱		عامل تنزیل t (09/1)
۵	۲۸	۳۰	۴۴	۵۶	۹۴		PV(RI)
					<u>۲۵۷</u>		∑PV(RI)
					<u>۲۲۴۲</u>		ارزش هر سهم

$$RI_{1388} = EPS_{1388} - Ke(BPS_{1387}) = 281 - (9\% \times 1985) = 102$$

$$RoE = \frac{EPS_{1388}}{BPS_{1387}} = \frac{281}{1985} = 14\% / 2$$

$$RI_{1388} = 1985(14\% / 2 - 9\%) = 103 / 22$$

$$BPS_{1388} = BPS_{1387} + EPS_{1388} - DPS_{1388} = 1985 + 281 - 200 = 2066$$

$$RI_{1389} = EPS_{1389} - Ke(BPS_{1388}) = 253 - 9\%(2066) = 67 / 06$$

$$ROE_{1389} = \frac{EPS_{1389}}{BPS_{1388}} = \frac{253}{2066} = 12\% / 2458$$

$$RI_{1389} = BPS_{1388}(ROE_{1389} - Ke) = 2066 - (12\% / 2 - 9\%) = 67 / 06$$

مزیت‌ها

تمرکز بر محرک‌های ارزش
این مدل هم بر سودآوری و هم بر محرک‌های ارزش تمرکز دارد و بصورت مستقیم و جهت دار می‌توان از سودهای باقیمانده در تصمیم‌گیری ارزیابی پروژه‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری در شرکت بهره‌گرفت.

استفاده توأم از صورتهای مالی
در این مدل بطور همزمان از صورتهای مالی (سود و زیان و ترازنامه) با بکارگیری پیش‌بینی سود و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده می‌شود.

استفاده از ارقام حسابداری
با استفاده از هزینه سرمایه مناسب می‌توان ارزش حقوق صاحبان سهام را با ارقام تعهدی آن پیش‌بینی نمود و سودهای باقیمانده را برای هر دوره مورد ارزیابی قرار داد.

قابلیت انطباق
این مدل توان انطباق با انواع روش‌ها و اصول حسابداری را داشته و می‌توان برای استانداردهای حسابداری مختلف (در حوزه‌های منطقه‌ای مختلف) از آن استفاده کرد.

اعتبار
پیش‌بینی سود باقیمانده براساس دو عنصر صورتهای مالی (ترازنامه و سود و زیان) و برآورد ارزش ذاتی از طریق آنها از اعتبار بالایی برخوردار است.

معایب

شرط لازم برای ارزشیابی درک کامل از چگونگی انجام کار با حسابداری تعهدی است.

پیچیدگی
حسابداری

اتکاء به ارقام حسابداری امکان دارد گمراه کننده باشد. صورتهای مالی براساس بهای تمام شده تاریخی تهیه می شوند هنگامی که شرایط تورمی وجود دارد و دارائیهها تجدید ارزیابی نشده باشند ارزش دفتری ممکن است گمراه کننده باشد.

جنيه‌های مختلف
حسابداری

همچنین روش‌های حسابداری متفاوت می تواند مقایسه سودهای باقیمانده را با مشکل مواجه نماید.

افق زمانی در مدل DDM و FCF کوتاه مدت تر است و ارزش ایجاد شده را بیش از مدل RI نشان می دهد. در مدل FCF و DDM برای تعیین ارزش نهایی (TV) راحت تر می توان نرخ رشد را برآورد نمود در صورتیکه در این مدل برای تخمین نرخ رشد باید درک عمیقی از روند تغییرات ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام داشته باشیم.

افق زمانی