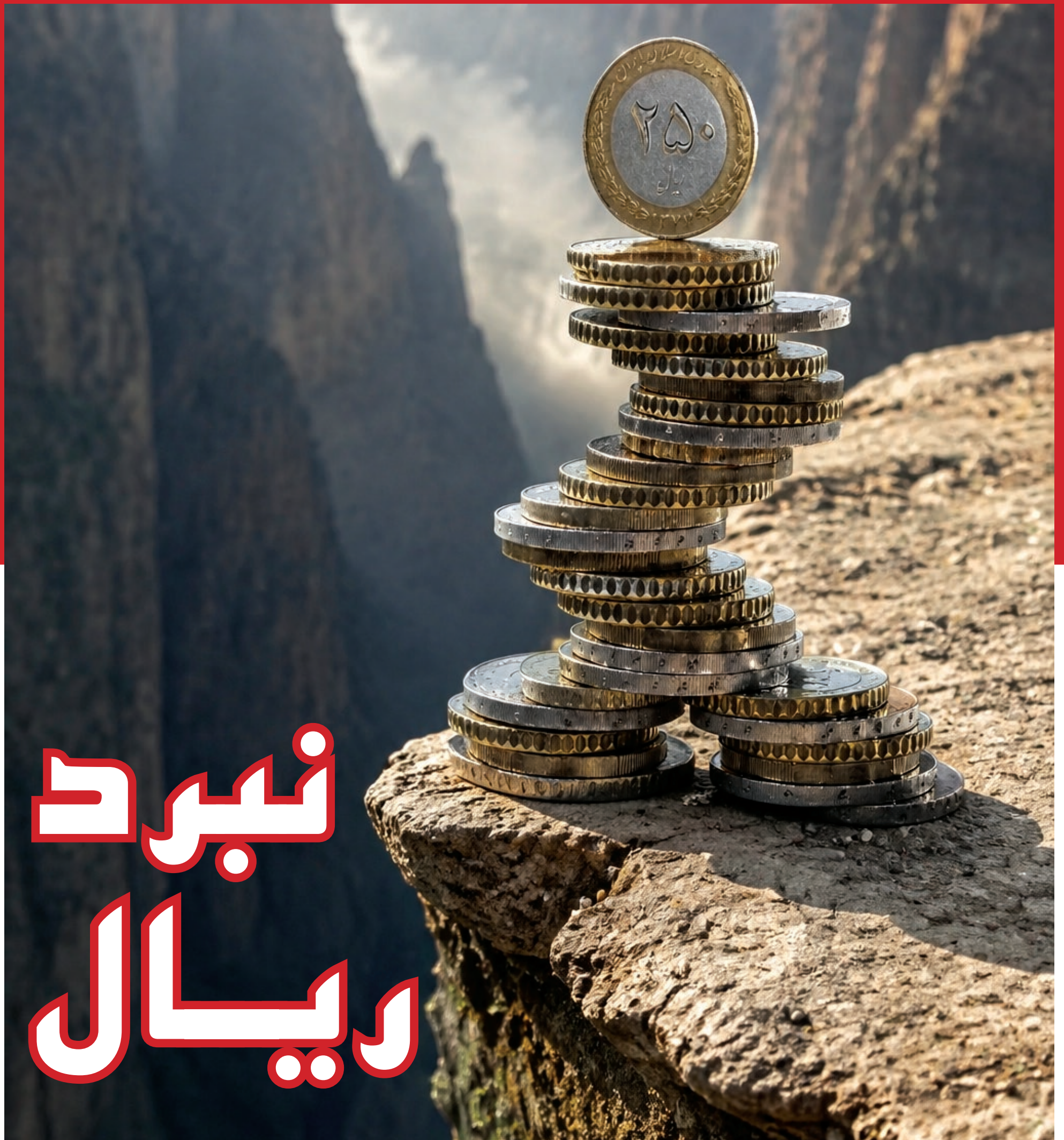




نبرد ریال

۳

چرخش تاریخی در بورس؛ نبض
بازار در دست «پول هوشمند»

۴

فرمان بورس
در دست سه پایتخت

۸

فرمول خوراک
در نقطه تصمیم

سنگان؛ گامی فراتر از تولید



توسعه یک مجموعه صنعتی در مقیاس فولاد سنگان را نمی توان صرفاً با ارقام تولید سنجنید، آنچه پایداری این توسعه را در بلندمدت تضمین می کند، ترکیبی از کیفیت محصول، عمق روابط با مشتریان و توان حضور در بازارهای داخلی و بین المللی است؛ سه محوری که سیاست گذاری شرکت در سال های اخیر حول آن ها شکل گرفته است. کیفیت محصول در فولاد سنگان را نمی توان به یک شاخص فنی منفرد تقلیل داد؛ این کیفیت، برآیند مجموعه ای از عوامل مدیریتی، منابع انسانی، دانش فنی، فناوری و فرآیندهای تولید و کنترل کیفیت است. حفظ و ارتقای این سطح در سال های پیش رو مستلزم برنامه ریزی هم زمان در چند جبهه است: سرمایه گذاری مستمر در منابع انسانی متخصص، توسعه فناوری های تولید، ارتقای بهره وری خطوط، بهبود فرآیندهای تولیدی و تقویت زیرساخت های مورد نیاز. تأمین پایدار مواد اولیه و انرژی نیز در کنار این موارد، نقشی تعیین کننده در حفظ سطح کیفی محصول دارد؛ چرا که هر گونه اختلال در این تأمین، مستقیماً بر ثبات فرآیند تولید و در نتیجه بر کیفیت محصول نهایی اثر می گذارد. عملکرد شرکت در سال جاری، مصداق عینی این رویکرد است؛

اگر چه در ماه های اخیر چالش های جدی نظیر عدم تأمین کلوخه سنگ آهن به میزان مورد نیاز و نیز چالش های ناترازی انرژی فشار مضاعفی بر شرکت های صنعتی و معدنی منطقه سنگان وارد نموده است اما واضح است؛ حفظ روند کیفیت محصول فولاد سنگان بدون اجرای پروژه های بهبود مستمر و مدیریت دقیق فرآیند تولید حاصل نمی شد و نشان می دهد سیاست های کیفی شرکت در عمل نیز پاسخگو بوده اند.

در ادامه همین مسیر، توسعه فناوری از طریق پردیس فناوری فولاد سنگان و استقرار شرکت های دانش بنیان در حوزه هایی نظیر هوشمندسازی فرآیندها و دیسپاچینگ آب و گاز دنبال می شود؛ اقداماتی که هدف نهایی آن ها، حرکت به سمت مدیریت هوشمند تولید و بهره گیری گسترده تر از فناوری های نوین است.

در حوزه مشتریان، سیاست شرکت بر دورکن استوار است؛ حفظ و تقویت همکاری با مشتریان اصلی و سنتی از یک سو، و تنوع بخشی

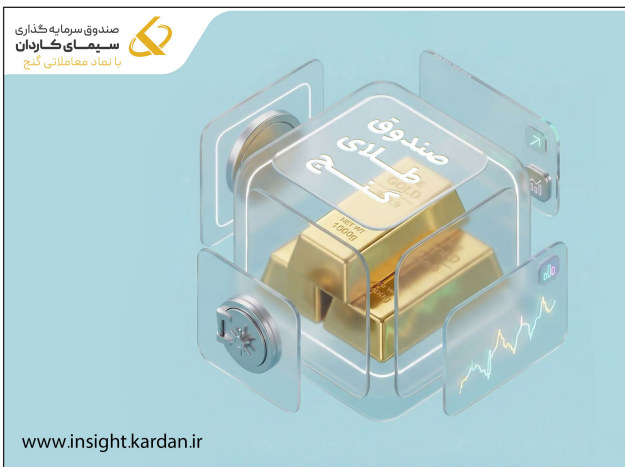
پیشتازی «گنج» برمدار شمش طلا؛

صدرنشینی صندوق سیمای کاردان با بازدهی بیش از ۱۵۵ درصد

«گنج» در تابلوی معاملات بورس، بازارگردانی فعال و کارآمد آن است. این عملیات پیوسته نه تنها سبب شده قیمت تابلوی نماد با کمترین فاصله نسبت به ارزش ذاتی (NAV) معامله شده و در سطح حباب قیمتی کاملاً منطقی و معقول حفظ شود، بلکه با ثبت ارزش معاملاتی بسیار بالا و روزانه، نقدشوندگی روان و سریعی را برای سرمایه گذاران خرد و کلان فراهم آورده است. تطابق و نزدیکی چشمگیر قیمت صدور، ابطال و قیمت آماری، امنیت قیمتی بالایی را برای ورود و خروج فعالان بازار ایجاد کرده است.

اعتبار سازمانی و اطمینان بخشی به بازار

صندوق «گنج» با تلفیق بازدهی رتبه نخست، ریسک عملیاتی مهار شده، نقدشوندگی بالا، حباب قیمتی مدیریت شده و اعتبار ارکان بانکی، امروزه به یکی از استانداردترین و مطمئن ترین ابزارهای پوشش ریسک تورم و سرمایه گذاری بر پایه طلا در بازار سرمایه کشور تبدیل شده است.



صندوق سرمایه گذاری قابل معامله «سیمای کاردان» بانماد «گنج»، با بهره گیری از مدیریت حرفه ای، تمرکز راهبردی بر دارایی پایه و برخورداری از ساختار سهامداری متشکل از دو بانک معتبر کشور، عملکرد قابل توجهی در میان صندوق های طلای بازار سرمایه به ثبت رسانده است. بررسی تازه ترین داده های مالی تا شهریورماه ۱۴۰۵ نشان می دهد این صندوق در بازه یکساله، بازدهی ۱۵۵.۷۹ درصدی را محقق کرده است؛ رقمی که براساس داده های مورد بررسی، «گنج» را در جایگاه نخست بازدهی یکساله در میان صندوق های طلای بازار سرمایه قرار می دهد.

پیوند حداکثری با بازار طلا؛ تمرکز ۱۰۰ درصدی بر شمش طلا ۲۴ عیار

راز اصلی این بازدهی پایدار، استراتژی دقیق صندوق در انطباق کامل با نوسانات دارایی پایه است. «گنج» با تخصیص تقریباً ۱۰۰ درصدی منابع خود به گواهی سپرده شمش طلا و پرهیز از ورود به حوزه های پرریسک، نقشی بهینه در ردیابی و همگامی با رشد بازار شمش طلای بورس کالا ایفا کرده است. در حال حاضر، ارزش خالص دارایی های (NAV) این صندوق از مرز ۳۸۸ هزار میلیارد ریال عبور کرده که بخش عمده آن متکی بر بیش از ۱۳.۲ میلیون واحد گواهی سپرده شمش طلاست. سیاست انباشت دارایی و اعمال کامل عایدات در ارزش روز هر واحد، حداکثر بازدهی را برای سرمایه گذاران به همراه داشته است.

بازارگردانی پویا، حباب معقول و ارزش معاملاتی بالا

یکی از مهم ترین فاکتورهای تمایز نماد

رشد بیش از ۱۲ برابری سود خالص نفت ستاره خلیج فارس در سال مالی ۱۴۰۴

باقی مانده این سهام، معادل ۱۱.۸۴ درصد از کل سهام شرکت ملی پالایش و پخش فرآورده های نفتی ایران در نفت ستاره خلیج فارس، همچنان در مرحله واگذاری قرار دارد.

از دیگر نکات قابل توجه در یادداشت های توضیحی صورت های مالی، موضوع واگذاری بخشی از اراضی شرکت است. بر اساس صورتجلسه سه جانبه فی مابین وزارت نفت، شرکت ملی پالایش و پخش فرآورده های نفتی ایران و قرارگاه سازندگی خاتم الانبیاء، مقرر شده حق بهره برداری از ۷۱ هکتار از عرصه متعلق به شرکت نفت ستاره خلیج فارس برای احداث پالایشگاه در اختیار شرکت پالایشگاه مهر خلیج فارس قرار گیرد، بدون آنکه مالکیت این زمین از شرکت سلب شود. مطابق مصوبات مجامع عمومی سال های ۱۴۰۲ و ۱۴۰۴، تعیین بهای حق انتفاع، بهره برداری و حقوق مکاتبه بر عهده کانون کارشناسان رسمی دادگستری گذاشته شده تا شرکت بتواند در ازای واگذاری این حق استفاده، مبلغ آن را به عنوان مطالبات از طرف مقابل دریافت کند؛ مقرر گردیده علاوه بر حقوق مکاتبه ناشی از سرمایه گذاری های پیشین شرکت بر روی این اراضی، بهای روز آن ها نیز از طریق هیأت کارشناسی رسمی محاسبه و مطالبه شود. بر پایه آخرین جلسات برگزار شده، مالکیت این اراضی به نام دولت و با نمایندگی وزارت نفت، پس از کسر هزینه های آماده سازی و حقوق مکاتبه شرکت، به ارزش منصفانه محاسبه و از سوی شرکت خریداری خواهد شد.

در همین راستا، کاهش دارایی ثابت شرکت نسبت به دوره مشابه قبل به تسویه بدهی شرکت با شرکت ملی پالایش و پخش فرآورده های نفتی ایران نسبت داده شده که از محل مطالبات شرکت بابت مابه التفاوت فروش فرآورده با بهای خوراک دریافتی در سنوات ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ انجام پذیرفته است. سود خالص نفت ستاره خلیج فارس در سال مالی ۱۴۰۴ با رشد بیش از ۱۲ برابری به ۴۷۱ هزار و ۸۵۱ میلیارد ریال رسید؛ در کنار این عملکرد، واگذاری بخشی از سهام دولتی و اراضی شرکت نیز کلید خورد.



مالی قبل، پس از کسر هزینه مالیات بر درآمد به مبلغ ۱۵۷ هزار و ۴۲۵ میلیارد ریال، سود خالص نهایی به رقم ۴۷۱ هزار و ۸۵۱ میلیارد ریال رسید. این روند در سود هر سهم نیز بازتاب یافته و مجموع سود پایه هر سهم شرکت را از ۲۲۹ ریال در سال ۱۴۰۳ به ۲,۸۵۱ ریال در سال ۱۴۰۴ افزایش داده است. در بُعد دیگری از ساختار مالکیت، بر اساس آخرین استعلام اخذ شده از سازمان خصوصی سازی، سهام ۱۷.۹ درصدی شرکت ملی پالایش و پخش فرآورده های نفتی ایران در نفت ستاره خلیج فارس، در چارچوب اصل ۴۴ قانون اساسی در فهرست واگذاری قرار گرفته است. در همین راستا و در اجرای مصوبه یکصد و سی و سومین جلسه شورای عالی هماهنگی اقتصادی سران در فروردین ۱۴۰۱ و مصوبه چهاردهمین جلسه هیأت واگذاری در اسفند ماه ۱۴۰۴، تعداد ۱۸,۵۳۵,۱۷۳ سهم معادل ۶۰.۵۳ درصد از سهام دولتی متعلق به شرکت ملی پالایش و پخش، به سازمان تأمین اجتماعی منتقل و واگذار شده است.

سودآورترین محصول شرکت از منظر نسبت سود ناخالص به درآمد بوده است. سود عملیاتی شرکت پس از کسر هزینه های فروش، اداری و عمومی به مبلغ ۳۹ هزار و ۲۷۲ میلیارد ریال و افزودن سایر درآمدها به میزان ۴۵ هزار و ۷۴۷ میلیارد ریال، به ۷۸۷ هزار و ۶۶۹ میلیارد ریال رسید؛ رشدی نزدیک به سه برابر نسبت به ۲۷۵ هزار و ۷۱۸ میلیارد ریال سال قبل. در بخش غیر عملیاتی، کاهش قابل توجه هزینه های مالی از ۸۰ هزار و ۸۶۵ میلیارد ریال به ۱۸ هزار و ۷۲۶ میلیارد ریال، نقشی مؤثر در بهبود سودآوری ایفا کرد. همچنین شناسایی سودی معادل ۸۲ هزار و ۳۹۱ میلیارد ریال ناشی از تسویه بدهی تسهیلات از محل مطالبات، که در سال مالی قبل مشابهی نداشت، به تقویت بیشتر نتیجه نهایی کمک کرد.

با احتساب این اقلام، سود قبل از مالیات شرکت به ۶۲۹ هزار و ۲۷۷ میلیارد ریال رسید؛ رشدی نزدیک به ۱۰ برابر نسبت به ۶۳ هزار و ۲۵۸ میلیارد ریال سال

شرکت نفت ستاره خلیج فارس در سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۴ عملکردی قابل توجه از خود بر جای گذاشت و با ثبت سود خالصی معادل ۴۷۱ هزار و ۸۵۱ میلیارد ریال، رشدی بیش از ۱۲ برابر نسبت به رقم تجدید ارائه شده سال مالی قبل را تجربه کرد؛ عملکردی که ریشه در ترکیب دو عامل اصلی، یعنی رشد درآمدهای عملیاتی و بهبود ساختار هزینه های مالی و غیر عملیاتی دارد.

درآمدهای عملیاتی شرکت ستاره نفت خلیج فارس در سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۴ به ۸ میلیون و ۵۳۷ هزار و ۹۱۰ میلیارد ریال رسید که نسبت به ۵ میلیون و ۷۲۱ هزار و ۴۱۶ میلیارد ریال سال قبل، افزایشی معادل حدود ۴۹ درصد را نشان می دهد. در همین حال، بهای تمام شده درآمدهای عملیاتی نیز از ۵ میلیون و ۴۲۸ هزار میلیارد ریال به ۷ میلیون و ۷۵۶ هزار میلیارد ریال افزایش یافت، اما از آنجا که نرخ رشد درآمدها از نرخ رشد بهای تمام شده پیشی گرفت، سود ناخالص شرکت به ۷۸۱ هزار و ۱۹۴ میلیارد ریال رسید؛ رقمی بیش از دو و نیم برابر سود ناخالص ۲۹۳ هزار و ۳۵۸ میلیارد ریالی سال مالی قبل. به گفته شرکت، این بهبود حاشیه سود ناخالص عمدتاً از افزایش متوسط نرخ تسعیر ارز و بهبود کرک اسپرد جهانی پالایش میعانات گازی نشئت گرفته است.

بررسی ترکیب درآمدها نشان می دهد بنزین با سهم ۶۵.۴۸ درصدی، همچنان محور اصلی فروش شرکت است و با فروش خالصی بیش از ۵ میلیون و ۵۹۰ هزار میلیارد ریال، سود ناخالصی معادل ۴۸۵ هزار و ۹۲۲ میلیارد ریال و حاشیه سود ۹ درصدی برای شرکت به همراه داشته است. نفت گاز با سهم ۱۷.۷۲ درصدی از درآمدها در رتبه دوم و نفتا با ۸.۸۰ درصد سهم و حاشیه سود ۱۰ درصدی در رتبه سوم قرار دارند. در این میان، نفت سفید با حاشیه سود ۱۵ درصدی،



از واشنگتن تا تهران؛ تاثیر نرخ بهره آمریکا بر بورس ایران

تورم در داده‌ها مشاهده شود و تورم افزایش پیدا کند، فدرال رزرو ناچار به افزایش نرخ بهره خواهد شد و قطعاً این افزایش نرخ بر کامودیتی‌ها مثل طلا، نقره و مس اثر خود را خواهد گذاشت و اصلاحات قیمتی در کامودیتی‌ها محتمل خواهد بود.

در بازار سرمایه ایران شرکت های زیادی صادرات محور هستند و تعداد زیادی از همین شرکت ها در حوزه کامودیتی ها فعالیت دارند، به طور مثال کاهش قیمت مس در جهان، تاثیر منفی روی قیمت مس در ایران نیز خواهد داشت، اما در ایران کاهش قیمت های جهانی تنها پارامتر اثر گذار بر قیمت های داخل نیست و دلار نیز اثر گذار است، با توجه به شرایط اقتصادی و سیاسی کشور، افزایش نرخ دلار در داخل، کاهش قیمت احتمالی کامودیتی ها در خارج را اصطلاحاً کاور خواهد کرد و قیمت فروش شرکت ها کاهش را تجربه نمی کنند. بر اساس داده های ۴۰ سال گذشته و استفاده از روش اختلاف تورم دو کشور و لحاظ سال پایه با فرض تداوم شرایط تورمی فعلی، نرخ تعادلی دلار در ایران تا پایان سال حدود ۲۵۰ الی ۲۷۰ هزار تومان خواهد بود، پس همین رشد دلار داخل قطعاً کاهش نرخ های جهانی را جبران خواهد کرد و حتی از نظر ریالی بارش هم مواجه می شوند. پس به طور کلی اگر احتمال افزایش نرخ بهره آمریکا قوت گیرد و بالفعل شود، بورس تهران تحت تاثیر رشد دلار در داخل، تاثیر چندانی از کاهش قیمت های جهانی نخواهد گرفت.

از منظر تکنیکالی نیز شاخص کل در محدوده ۶۵۰۰ هزار واحد درگیر یک مقاومت خواهد بود که بنظر می رسد در صورتی که اتفاقات سیاسی با نظامی خاصی رخ ندهد، از این مقاومت عبور کرده و توانایی دستیابی به اعداد بالاتری همچون محدوده ۸ میلیون واحد را خواهد داشت، اما اگر به هر دلیلی در ناحیه ۶۵۰۰ هزار واحد متوقف شود و توانایی عبور نداشته باشد، اصلاحات قیمتی تا ناحیه ۵۵۰۰ هزار واحد محتمل خواهد بود. گرچه شش احتمال وقوع سناریو اول را بیشتر می داند و معتقدم شاخص کل تا دو سال آینده با فراز و فرودهای، پتانسیل ۱۵ میلیونی شدن را هم خواهد داشت.

علی پور رمضان
تحلیلگر شرکت سرمایه گذاری کیان اندیشان

نرخ بهره یکی از مهمترین پارامترهای اقتصادی بشمار میرود و تغییرات آن موجب تغییر در سیاست های سرمایه گذاری افراد و حتی یک کشور خواهد شد. به طور مثال با افزایش نرخ بهره امریکا، سود دارندگان و سرمایه گذران روی دلار بیشتر خواهد شد و همین امر باعث می شود تا سرمایه گذران، بیشتر سرمایه خود را روی دلار سرمایه گذاری کنند و از دیگر دارایی های پرریسک مثل طلا و ارز دیجیتال خارج کنند، علاوه بر این با افزایش نرخ بهره و دریافت سود بیشتر و بدون ریسک روی دلار، تمایل سرمایه گذران به حوزه های تولیدی نیز کاهش خواهد یافت و همین کاهش تولید، اثر منفی روی تقاضا و قیمت کامودیتی ها مثل مس خواهد داشت. این تغییر در نرخ بهره هم در امریکا و هم در سطح جهان اثر گذار خواهد بود.

با شروع جنگ آمریکا و ایران و افزایش نسبی قیمت انرژی، بهت‌های زیادی در مورد افزایش تورم آمریکا و افزایش نرخ بهره شکل گرفت، گرچه این صحبت‌ها همیشه از جنگ نیز به گوش می‌رسید اما با شروع جنگ زمزمه‌های افزایش نرخ بهره بیشتر هم شد. در مرداد ماه مار تورم آمریکا منتشر شد و هنوز اثری از افزایش تورم در داده‌های فدرال رزرو مشاهده نشد و کوین وارث رئیس جدید فدرال رزرو نیز صحبت‌های امیدوار کننده‌ای در مورد مهار تورم داشت، همین امر منجر شد تا ناس جی‌ان‌پی محدوده ۴۱۰ دلار تا کانال ۴۶۰ دلار شد و تجربه کند. در حال حاضر هنوز تا گزارش بعدی فدرال رزرو که شش ماه دیگر به ما خواهد بود فاصله دارد، اما برخی تحلیلگران معتقدند که تورم در این گزارش احتمال مشاهده داده‌های نوری دور از ذهن نیست. شاید همین امر کوین وارث را به افزایش نرخ بهره مجاب کند. برخی دیگر از تحلیلگران هم افزایش تورم و افزایش نرخ بهره را قطعی دانسته فقط زمان آن را اواخر سال ۲۰۲۴ می‌دانند. در هر صورت اگر افزایش

چرخش تاریخی در بورس؛ نبض بازار در دست «پول هوشمند»

(صدور) به صندوق‌های سهامی است که بر آورده‌ها نشان می‌دهد این رقم تا پایان مردادماه از ۱۲ هزار ۱۲۷ همت عبور کرده است. این امر نشان دهنده اطمینان سرمایه‌گذاران به کارایی تخصصی بازار است. رقابت سنگین صندوق‌های سهامی و بخشی برای کسب «انفای مزاد»، باعث شده تا تیم‌های تحلیلی این صندوق‌ها، منابع را دقیقاً به سمت شرکت‌هایی با بنیاد قوی‌تر و جریان نقد آزاد بهتر هدایت کنند. این یعنی همان تخصیص بهینه منابع در سطح اقتصاد کلان است. داده‌ها نشان می‌دهد که ۸۲ درصد از کل دارایی صندوق‌ها (بیش از ۳۸۴ همت) در قالب صندوق‌های قابل معامله (ETF) متمرکز شدند و تنها ۱۸ درصد به صندوق‌های صدور و ابطال اختصاص دارد. این حرکت عظیم به سمت ETFها، نقدشوندگی بازار را به شدت افزایش داده و پول‌ها کمتر در فرآیند صدور و ابطال قفل می‌شود و به صورت لحظه‌ای در بازار می‌چرخند و عمق مظنه‌های خرید و فروش را بیش‌تر می‌کنند. از طرفی ترکیب دارایی‌ها (۲۶٪ سهامی، ۲۹٪ اهرمی و ۴۸٪ بخشی) نشان‌دهنده صندوق‌های سرمایه‌گذاران برای کسب بازدهی مزاد است؛ صندوق‌های اهرمی به ابزار تخصصی بازدهی مضاعف بر شاخص تبدیل شده‌اند و صندوق‌های بخشی بستری برای چرخش هوشمند میان صنایع را فراهم ساخته‌اند.

یکی از مهم‌ترین پیام‌های این آمار، تغییر رفتار استراتژیک سرمایه‌گذاران است. سرمایه‌گذاران امروزه متوجه شده‌اند که خرید سهام‌های منفرد آنان را در معرض ریسک غیرسیستماتیک شرکت‌ها نظیر توقف‌های طولانی مدت نمادهای ریسک‌های شرکتی، حاکمیت شرکتی ضعیف و خطاهای مدیریتی قرار می‌دهد. در همین راستا، رشد ۸۱ درصدی دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های نشان‌های روشن از یک چرخش تاریخی است؛ جایی که بورس ایران با خروج از رفتارهای توده‌وار، قابلیت وارد شدن به دوران سرمایه‌گذاری حرفه‌ای و ابزار محور را دارد. ثمره ملموس این گذار آن است که، نبض پیش‌قدمه شناوری بازار در دست مدیران حرفه‌ای می‌تپد. با این حال، سهم تنها ۲۶ درصدی این صندوق‌ها از ارزش کل بازار، فضای بسیار وسیعی را برای جذب نقدینگی جدید از بازارهای موازی نمایان می‌سازد.

محمد متین لطفی

مدیر تحلیل، سس‌دیگ‌دا، دار، به‌ش

بررسی روند متغیرهای بازار سرمایه از پایان سال ۱۴۰۴ تا اوایل شهریور ۱۴۰۵، حاکی از یک جهش ساختاری است؛ جایی که ارزش دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری از محدوده ۲۶۰ هزار میلیاردی به بیش از ۷۷۰ هزار میلیاردی رسیده است. این جهش، رفتار از یک رشد ساده ارزش دارایی‌ها، حاکی از افزایش تاب‌آوری بنیادی معاملات در برابر نوسانات هیجانی و چرخش به سمت معاملات منسجم و نهادمحور است. در بازاری با مارکت‌کپ تقریبی ۱۸ هزار میلیارد تومان، سهمی تنها معادل ۲۶ درصد از ارزش کل بازار اختیار دارند. اگرچه در نگاه نخست این نسبت کم به نظر می‌رسد، اما با توجه به اینکه بخش عمده‌ای از سهام بازار از قالب بلوک‌های حاکمیتی، دولتی و مدیریتی قفل شده و شناوری پایینی دارد، این نسبت ۲۶ درصدی، در حقیقت تمامیت پول هوشمند را در میان بازیگران حقوقی فعال نمایندگی می‌کند. میانگین ارزش معاملات خرد روزانه این صندوق‌های سهامی، پس از جنگ رمضان از محدوده ۳۵۰ میلیارد تومان به حوالی ۸۵۰ میلیارد تومان رسیده است. با فرض اینکه ظرفیت معاملاتی روزانه بازار در محدوده ۴۰۰ میلیارد تومان باشد، گردش نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری به‌تنهایی حدود ۲۱ درصد از کل این بازار را پوشش می‌دهد؛ تسطیع این حجم عظیم از منابع، زمینه‌ساز جهش در کرایه‌های عملیاتی بازار شده است، چرا که با ایجاد صرفه‌جویی در مقیاس، هزینه‌های سربار و کارمزدهای خرد به‌شدت کاهش یافته است. از سوی دیگر، بهره‌گیری از صندوق‌ها از سامانه‌های معاملات الگوریتمی در کنار تعهد بازار در کاهش حرف‌های، فاصله میان قیمت خرید و فروش را به کمترین حد ممکن رسانده است. گزارشات رسمی تا پایان خرداد ۱۴۰۵ حاکی از ثبت بالغ بر ۸۰۰ میلیارد تومان نقدینگی

جهش سودآوری «قچار» در بهار

عدم تکافوی تولید داخلی نسبت به نیاز کشور، همچنان از سوی دولت ممنوع اعلام شده است. درآمد فروش تفاله خشک طی این دوره سه ماهه، با وجود کاهش اندک در مقدار فروش، عمدتاً به واسطه رشد نرخ، از ۸۳۱،۶۲۸ میلیون ریال به ۴۸۸،۱۷۳ و ۲ میلیون ریال جهش کرده و درآمد فروش ملاس نیز از ۲۵۹،۱۳۳ میلیون ریال به ۴۵۹،۱۸۱ میلیون ریال رسیده است.

انعکاس این روند در صورت سود و زیان سه ماهه شرکت کاملاً مشهود است. درآمد عملیاتی شرکت در بهار ۱۴۰۵ با رشد ۱۵۸ درصدی نسبت به دوره مشابه سال قبل، از ۹۷۰،۷۹۱،۳۹۳ میلیون ریال به ۹،۷۸۲،۳۹۳ میلیون ریال رسیده است. سود ناخالص نیز از ۷۱۴،۹۵۵ میلیون ریال به ۲،۰۵۹،۸۹۳ میلیون ریال افزایش یافته و سود عملیاتی با رشدی معادل ۱۲۷ درصد، از ۱۱۸،۸۴۲ میلیون ریال به ۱،۹۱۳،۶۹۹ میلیون ریال رسیده است. در نهایت، سود خالص شرکت پس از کسر مالیات بر درآمد، از ۱۲۵،۵۷۰ میلیون ریال در فصل بهار ۱۴۰۴ به ۱،۶۱۸،۴۸۳ میلیون ریال در فصل بهار ۱۴۰۵ رسیده است.

در ادامه، شرکت از پیشرفت طرح توسعه ظرفیت تولید شکر خبر داده که هدف نهایی آن افزایش مصرف روزانه چغندر قند از ۱۵۵۰۰ تن به ۳۰،۰۰۰ تن است. این طرح تاکنون حدود ۸۷ درصد پیشرفت فیزیکی و ۸۰ درصد پیشرفت ریالی داشته و علت اصلی کندی روند اجرای آن، تأخیر در تأمین ماشین آلات و تجهیزات مورد نیاز عنوان شده است. شرکت برای تأمین بخشی از سرمایه در گردش خود در این دوره، تسهیلاتی با نرخ سود ۲۳ درصد از بانک ملت دریافت کرده است.

در حوزه مسئولیت اجتماعی و زیست محیطی نیز، شرکت از ادامه احداث تصفیه خانه فاضلاب صنعتی خبر داد که تاکنون نزدیک به ۴۴۰ میلیارد ریال هزینه برای آن صرف شده است. بر اساس برآورد شرکت، با اختصاص حدود ۶۰۰ میلیارد ریال دیگر، این تصفیه خانه با هزینه کلی نزدیک به هزار میلیارد ریال تا پایان سال جاری به بهره برداری خواهد رسید. شرکت همچنین تصریح کرده که از تابستان سال ۱۴۰۲ تاکنون در فهرست صنایع آلاینده سازمان حفاظت محیط زیست قرار نگرفته و مشمول مالیات و عوارض سبز نشده است.

قند چهارمحال و بختیاری در کنار رشد سه‌برابری خدمات تصفیه شکر خام، سود بهاره خود را با جهش ۱۸۴ درصدی به ۱۶۶۱ میلیارد ریال رساند.

شرکت قند چهار محال و بختیاری در دوره سه‌ماهه منتهی به ۳۱ خرداد ۱۴۰۵ با اتکاب بر رشد درآمد حاصل از تصفیه شکر خام کارمزدی، افزایش نرخ فروش شکر سفید و میزان تولید آن سود خالص خود را به ۶۱۸۳،۴۸۳ و ۱۶ میلیون ریال رساند که نسبت به دوره سه‌ماهه مشابه سال قبل رشدی معادل ۱۸۴ درصد را نشان می‌دهد.

خدمات تصفیه شکر خام کارمزدی یکی از محرک‌های رشد درآمدی این ناشر در فصل بهار بوده است. مقدار این خدمات از ۸۱۹،۳ تن در دوره سه‌ماهه منتهی به ۳۱ خرداد ۱۴۰۴ به ۸،۳۹۴ تن در دوره مشابه سال ۱۴۰۵ افزایش یافته و درآمد متناظر آن نیز از ۷۶،۳۸۰ میلیون ریال به ۲۶۷،۶۳۶ میلیون ریال رسیده است؛ رشدی که بیش از سه برابر حجم اولیه را نشان می‌دهد. قربانی، مدیرعامل قچار، خطاب به اداره نظارت بر ناشران بورس شیمیایی و غذایی سازمان بورس، این رشد را در کنار افزایش نرخ و مقدار فروش سایر محصولات، از جمله تفاله خشک و شکر سفید، از عوامل اصلی بهبود درآمد عملیاتی این دوره سه‌ماهه عنوان کرده است. این توضیح در ادامه پاسخ قبلی شرکت در سوم مرداد ۱۴۰۴ سازمان بورس ارائه شده که آن نیز به همین دوره سه‌ماهه اختصاص داشت.

در کنار رشد خدمات تصفیه، شکر سفید تولیدی از چغندر قند همچنان بزرگ‌ترین سهم را در سبد درآمدی شرکت طی این فصل دارد. مقدار فروش این محصول در بهار ۱۴۰۵ ز ۳٬۳۷۹ تن به ۹٬۶۱۱ تن رسیده و درآمد حاصل از آن ز ۳٬۰۲۹٬۸۸۰ میلیون ریال به ۷٬۱۵۹٬۷۲۰ میلیون ریال افزایش یافته است. نرخ فروش شکر سفید تابع توافق میان انجمن صنفی کارخانه‌های قند و شکر و سازمان حمایت مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان است و آخرین نرخ مصوب برای هر کیلوگرم شکر سفید تولیدی شرکت، با احتساب ۱۰ درصد مالیات بر ارزش افزوده، در سال ۱۴۰۵ معادل ۹۳۵ هزار ریال تعیین شده است. صادرات شکر سفید نیز به دلیل

فرمان بورس در دست سه پایتخت



سیاوش وکیلی

کارشناس بازار سرمایه

بازارهای جهانی این روزها در آستانه‌ی یکی از حساس‌ترین نشست‌های فدرال‌رزرو در سال ۲۰۲۶ قرار دارند. فدرال‌رزرو در آخرین نشست نرخ بهره را در بازه‌ی ۳.۵ تا ۳.۷۵ درصد ثابت نگه داشت، اما برای نشست هفته پایانی شهریور (۱۵ و ۱۶ سپتامبر)، بازار میان دو سناریوی متفاوت در نوسان است؛ بخشی از تحلیلگران به دلیل تنش‌های خاورمیانه و تردید درباره‌ی اعتبار ضدتورمی فدرال‌رزرو، احتمال یک افزایش ربع‌درصدی را مطرح می‌کنند و بخش دیگر همچنان ثبات نرخ تا پایان سال را محتمل‌تر می‌دانند.

در هر دو حالت، جهت‌گیری کلی سیاست پولی آمریکا سخت‌گیرانه‌تر از قبل شده و همین موضوع می‌تواند به تقویت نسبی دلار در بازارهای جهانی و افت قیمت کامودیتی‌های دلاری بینجامد. برای بورس تهران این یعنی گروه‌های صادرات‌محور و «دلاری» - فلزات پایه، فولاد، پتروشیمی و برخی معدنی‌ها - که سودآوری‌شان مستقیماً به نرخ جهانی کالا در دلار وابسته است، بیشترین حساسیت منفی را نسبت به این چرخه دارند؛ چراکه کاهش قیمت جهانی کامودیتی، حتی با وجود تضعیف احتمالی ریال، می‌تواند فشار بر حاشیه سود صادراتی وارد کند. در مقابل، صنایعی که عمدتاً محصول یا مواد اولیه‌ی خود را با نرخ ارز آزاد داخلی قیمت‌گذاری می‌کنند، آسیب‌پذیری کمتری خواهند داشت.

در این میان، نفت خود داستان جداگانه‌ای دارد. برنت پس از عبور از سطح ۱۱۰ دلار در اوج تنش‌های نظامی خاورمیانه، اکنون در محدوده‌ی ۸۸ تا ۹۰ دلار معامله می‌شود؛ افتی که بیشتر ناشی از تلقی بازار از تعارض ایران به عنوان یک رویارویی اقتصادی - تحریمی به جای تهدید فیزیکی جدی برای عرضه، بهبود نسبی جریان صادرات از خلیج فارس و افزایش تولید اوپک پلاس در سپتامبر است. با این حال، صادرات نفت ایران همچنان به شدت

پایین‌تر از سطح پیش از بحران قرار دارد و هرگونه افزایش واقعی عرضه‌ی ایران به بازار جهانی، بیش از آن که به افت قیمت جهانی مربوط باشد، در گرو پیشرفت مذاکرات و کاهش تحریم‌هاست. برای پالایشگاه‌ها، افت نسبی نفت خام معمولاً به معنای کاهش هزینه‌ی خوراک و بهبود حاشیه‌ی پالایش است، هر چند قیمت فرآورده نیز همزمان کاهش می‌یابد؛ اما برای پتروشیمی‌های گاز‌محور که خوراک‌شان میعانات گازی یا اتان است، اثر مستقیم نوسان برنت کمتر و بیشتر تابع نرخ خوراک مصوب داخلی و تقاضای جهانی پلیمرهاست. در مجموع چشم‌انداز این دو گروه بیش از آن که به قیمت نفت وابسته باشد، به تحولات ژئوپلیتیک و مسیر تحریم‌ها گره خورده است.

فلزات گران‌بها نیز از این التهاب دلاری بی‌نصیب نمانده‌اند. طلا و نقره پس از رشد چشمگیر در پاییز و زمستان گذشته - طلا تا نزدیک ۵۵۰۰ دلار و نقره تا حدود ۱۲۰ دلار در ژانویه - اصلاحی نزدیک به ۲۰ تا ۳۰ درصد را از سر گذراندند و از میانه‌ی تابستان

دوباره وارد فاز بازیابی شده‌اند؛ عامل اصلی این نوسان، تغییر انتظارات از سیاست فدرال‌رزرو و قدرت نسبی دلار بوده و در صورتی که مسیر بهره در آمریکا به سمت افزایش برود، احتمال افت مجدد فلزات گران‌بها بیشتر می‌شود.

نکته‌ی مهم برای سرمایه‌گذار ایرانی، جدا افتادن نسبی این روند جهانی از بازار داخلی طلا و صندوق‌های طلاست؛ چراکه قیمت داخلی طلا همزمان تابع نرخ دلار آزاد و ریسک تحریمی نیز هست و تضعیف ریال می‌تواند بخشی از افت جهانی را برای سرمایه‌گذار داخلی جبران کند. اما برای شرکت‌های معدنی صادرات‌محور که درآمدشان مستقیماً به نرخ جهانی وابسته است، سناریوی افت هم‌زمان فلز و کاهش رشد صادرات، فشار مضاعفی بر سودآوری وارد می‌کند.

مس نیز در همین فضا، فشار کوتاه‌مدتی را تجربه کرده که تا حدی به افزایش موجودی انبارهای بورس فلزات لندن و شانگهای بازمی‌گردد؛ افزایشی که نگرانی از تنگی عرضه‌ی کوتاه‌مدت

را کاهش داده و در کنار سیاست انقباضی تر فدرال‌رزرو و دلار قوی‌تر، قیمت را تحت فشار گذاشته است. با این حال، محرک‌های ساختاری بلندمدت - توسعه‌ی مراکز داده‌ی هوش مصنوعی، خودروهای برقی و شبکه‌های انرژی تجدیدپذیر - همچنان دست‌نخورده باقی مانده‌اند؛ برآوردها نشان می‌دهد تقاضای مس تا سال ۲۰۴۰ می‌تواند نزدیک به ۵۰ درصد رشد کند، در حالی که عیار سنگ معادن رو به کاهش است. به همین دلیل بسیاری از تحلیلگران فشار فعلی را اصلاحی چرخه‌ای در یک روند صعودی ساختاری می‌دانند، نه پایان داستان رشد مس؛ نکته‌ای که برای گروه مس بورس تهران در افق میان و بلندمدت همچنان قابل توجه است، هر چند نوسان کوتاه‌مدت قیمت جهانی می‌تواند سودآوری فصلی را تحت‌تأثیر قرار دهد.

فولاد چین تصویر متفاوت و کمی ناهمگونی ارائه می‌دهد. تولید فولاد چین در سال جاری کاهش یافته و صادرات محصولاتی مانند ورق نیز افت کرده، اما صادرات میلگرد در ماه‌های اخیر بر خلاف روند کلی رشد کرده است؛ نشانه‌ای از این که افت تولید چین لزوماً به معنای خروج کامل این کشور از بازارهای صادراتی نیست.

با این حال، مازاد ظرفیت ساختاری و رکود بخش مسکن در چین همچنان سقفی بر قیمت جهانی میلگرد و فولاد گذاشته است. برای فولادی‌های بورس تهران، این روند به معنای محدود ماندن سقف قیمت‌های صادراتی و فشار بر حاشیه سود در دلار است.

در حالی که هزینه‌ی انرژی ارزان داخلی همچنان مزیت رقابتی این گروه محسوب می‌شود. در نهایت، تصمیم سرمایه‌گذاران برای ورود یا خروج از این گروه باید ترکیبی از سه عامل را در نظر گرفته شود: مسیر نرخ ارز داخلی، روند قیمت جهانی فولاد که بیش از هر عامل دیگر به سیاست‌های چین و وضعیت تحریم‌ها و دسترسی به بازارهای صادراتی وابسته است. آنچه از مجموع این تحولات برمی‌آید، تصویری از بازاری است که سرنوشت صنایع کامودیتی‌محور آن، همزمان از سیاست‌های تهران و واشنگتن و پکن رقم می‌خورد.

در یک جمع‌بندی کلی امروزه بر همگان واضح و مبرهن است که چشم‌انداز اقتصادی کشورمان در گرو وضعیت ریسک‌های ژئوپلیتیکی و سیاسی است و در صورت مدیریت بهینه این ریسک‌ها می‌تواند تبدیل به مزیت ویژه برای کشور شوند.

قابل ذکر است که این یادداشت صرفاً جنبه تحلیلی و خبری داشته و به منزله توصیه سرمایه‌گذاری نمی‌باشد.

مارکترز کلاب

دوستان شما، سرمایه شما



با هدف، سرمایه‌گذاری کن

مدیریت ثروت و تامین مالی با مشاور سرمایه‌گذاری هدف حافظ

کارگزاری
بانک سامان



ثبت نام:

www.samanbourse.ir | ۰۲۱-۹۱۰۰۱۳۴۷ | ۰۲۱-۴۳۰۵۲۴۰۰۰ | samantahil | samanbankbrokerage

hafez.co
۰۲۱-۹۱۰۰ ۲۲۰۰



هدف حافظ



گروه مالی داتام

رشد بورس؛ محصول تورم یا نتیجه سیاست گذاری؟

بر اساس عقب‌ماندگی گذشته یک گروه، آن را ارزنده ارزیابی کرد. بانک‌ها، صنعت دارویی، پالایشی‌ها و برخی صنایع ربالی طی یک ماه اخیر بازدهی‌های قابل توجهی ثبت کرده‌اند و در شرایط کنونی، انتخاب «شرکت» اهمیتی به مراتب بیش از انتخاب صرف «صنعت» یافته است. با این حال، صنایع دلاری و دارایی محور همچنان از اهمیت بالایی برخوردارند؛ در حوزه فلزات اساسی و معدنی، شرکت‌هایی که از نرخ ارز منتفع می‌شوند، ترازنامه مالی مطلوبی دارند و با محدودیت جدی در تأمین انرژی مواجه نیستند، همچنان جذاب ارزیابی می‌شوند، هر چند محدودیت برق و گاز و مداخلات دولت در قیمت گذاری از ریسک‌های اصلی این گروه به‌شمار می‌روند. پالایشی‌هانی‌ز شایسته بررسی‌اند، اما وضعیت آنها وابستگی زیادی به کرکاسپیر، نرخ ارز، فرمول قیمت گذاری خوراک و فرآورده و تصمیمات دولت دارد؛ از این رو تحلیل بنیادی شرکت‌به‌شرکت در این صنعت ضرورتی اجتناب‌ناپذیر است. بانک‌هانی‌ز همچنان یکی از گروه‌های مهم بازار به‌شمار می‌روند، هر چند این بدان معنا نیست که تمامی بانک‌ها ارزنده‌اند؛ عواملی نظیر تسعیر ارز، کیفیت دارایی‌ها، کفایت سرمایه، مطالبات مشکوک‌الوصول و ارزش دارایی‌های غیرعملیاتی، تفاوت معناداری میان بانک‌ها ایجاد می‌کند. در صنعت خودرو نیز پتانسیل اصلی رشد بیش از آنکه ناشی از تورم باشد، منوط به اصلاحات ساختاری است؛ در صورت تحقق خصوصی سازی واقعی، اصلاح سازوکار قیمت گذاری و کاهش مداخلات دولتی، ظرفیت تجدید ارزیابی در این شرکت‌ها وجود خواهد داشت، اما بدون اصلاح ساختاری، صرف پایین بودن قیمت سهم نمی‌تواند مبنای مناسبی برای تصمیم سرمایه‌گذاری باشد. در مجموع، به نظر می‌رسد از این نقطه به بعد باید از راهبرد «خرید هر سهم جامانده» فاصله گرفت. بخش قابل توجهی از بازار طی مدت کوتاهی رشد چشمگیری تجربه کرده و اکنون ضروری است تمرکز بر شرکت‌هایی معطوف شود که رشد قیمت آنها همچنان از رشد سودآوری، ارزش جایگزینی دارایی‌ها یا تغییرات نرخ ارز عقب‌تر مانده است.

رفتارهای هیجانی، به‌طور موقت محدودیت‌هایی اعمال کند. مشکل از آنجا آغاز می‌شود که این ابزار مدیریت بحران، به‌سازوکاری دائمی در بازار تبدیل شود. برای نمونه، چنانچه ارزش تعادلی یک سهم به میزان پانزده درصد کاهش یافته باشد، محدود کردن نوسان روزانه به سه درصد مانع از وقوع این کاهش نخواهد شد؛ تنها ممکن است فرآیند رسیدن قیمت به نقطه تعادل را به چند روز صف فروش تبدیل کند، بی‌آنکه سهامدار در این بازه امکان فروش دارایی خود را داشته باشد. در سمت مثبت بازار نیز پدیده مشابهی رخ می‌دهد؛ صف‌های خرید چندروزه موجب می‌شود سرمایه‌گذار به‌جای تحلیل ارزش بنیادی شرکت، به‌روند صف توجه کند و رفتار گلهای تقویت شود. بر همین اساس، هدف بلندمدت باید حرکت تدریجی به سمت دامنه نوسان بازتر و بهره‌گیری بیشتر از ابزارهای مدرن کنترل نوسانات باشد. بازار سالم، بازاری نیست که در آن قیمت‌ها نوسان نکنند؛ بازار سالم بازاری است که در آن قیمت‌ها بتوانند با سرعت مناسب و بر مبنای اطلاعات جدید به تعادل برسند. در همین راستا، سازمان بورس پیش از هر چیز باید در جایگاه «ناظر بازار» ایفای نقش کند، نه «مدیر شاخص». وظیفه نهاد ناظر جلوگیری از کاهش شاخص نیست، همان‌گونه که ایجاد رشد مصنوعی قیمت‌ها نیز در حیطه مسئولیت آن قرار ندارد. مؤثرترین حمایتی که سازمان بورس می‌تواند از بازار به‌عمل آورد، افزایش قابلیت پیش‌بینی، شفافیت و نقدشوندگی است. سرمایه‌گذار باید اطمینان داشته باشد که قواعد بازی در میانه مسیر تغییر نمی‌کند، اطلاعات با اهمیت به‌طور برابر در اختیار فعالان بازار قرار می‌گیرد، معاملات مشکوک و استفاده از اطلاعات نهانی تحت کنترل است و حقوق سهامداران خرد در برابر سهامداران عمده مورد صیانت قرار می‌گیرد. با فرض آنکه رشد اخیر شاخص عمدتاً ناشی از تورم است، این پرسش مطرح می‌شود که کدام صنایع همچنان از پتانسیل رشد برخوردارند. در پاسخ باید نسبت به چند هفته گذشته محتاط‌تر بود، زیرا بخش قابل توجهی از عقب‌ماندگی صنایع در موج اخیر جریان شده و دیگر نمی‌توان صرفاً

حقیقی باشد. اصل نظارت برای تضمین سلامت بازار سرمایه ضروری است و هیچ بازار توسعه‌یافته‌ای بدون نظارت مؤثر فعالیت نمی‌کند؛ بنابراین نمی‌توان هر توقف نماد یا محدودیت معاملاتی را اقدامی منفی ارزیابی کرد. در مواردی نظیر افشای اطلاعات با اهمیت، برگزاری مجمع یا وجود ابهامات جدی، توقف کوتاه‌مدت نماد کاملاً قابل دفاع است. مسئله از آنجا آغاز می‌شود که سرمایه‌گذار نتواند قابلیت نقدشوندگی دارایی خود را پیش‌بینی کند. نقدشوندگی یکی از مهم‌ترین مزیت‌های بازار سرمایه نسبت به سایر بازارهای موازی محسوب می‌شود و سرمایه‌گذار باید اطمینان داشته باشد که در شرایط عادی، در هر زمان که نیاز داشته باشد، قادر به فروش دارایی خود خواهد بود. توقف‌های طولانی، محدودیت‌های ناگهانی یا مقرراتی فاقد قابلیت پیش‌بینی، این اطمینان را کاهش می‌دهند. اثر این موضوع بر سرمایه‌گذاران حقوقی و نهادهای حتی جدی‌تر است، چرا که صندوق‌ها، سبدهای دارن‌ها و سایر نهادهای مالی موظف‌اند جریان نقدینگی و ریسک پرتغوی خود را مدیریت کنند. در چنین شرایطی، بازار به‌تدریج با پدیده‌ای مواجه می‌شود که می‌توان آن را «صرف ریسک نقدشوندگی» نامید؛ سرمایه‌گذار حاضر است برای سهمی که احتمال می‌دهد در آینده امکان فروش آن را نداشته باشد، قیمت کمتری بپردازد. از این رو، برخی مقررات که با هدف حمایت از سرمایه‌گذار وضع می‌شوند، در صورت تداوم می‌توانند نتیجه‌ای معکوس داشته باشند. جهت‌گیری صحیح، حرکت به سمت نظارت هوشمندتر و کاهش هر چه بیشتر توقف معاملات است؛ برخورد با تخلف باید متوجه متخلف باشد و نباید هزینه تخلف یا ابهام یک ناشر، از طریق توقف طولانی مدت معاملات، به کل سهامداران آن شرکت منتقل شود. در خصوص دامنه نوسان نیز باید گفت این ابزار از جمله عواملی است که می‌تواند فرآیند کشف قیمت را با تأخیر مواجه کند. در شرایط بسیار خاص و بحرانی، استفاده موقت از دامنه نوسان محدود قابل توجه است؛ در مواجهه با شوک‌های سیاسی، امنیتی یا اقتصادی بزرگ، سیاست‌گذار ممکن است به‌منظور جلوگیری از

امین خانلرخانی

استاد و تحلیلگر بازار سرمایه

بخش عمده رشد اخیر بازار سرمایه را باید در متغیرهای کلان اقتصادی، به‌ویژه تورم، افزایش سطح عمومی قیمت‌ها و جریان عقب‌ماندگی تاریخی بازار سهام جست‌وجو کرد. زمانی که تورم نقطه‌به‌نقطه اقتصاد به محدوده نود درصد نزدیک می‌شود، طبیعی است که قیمت دارایی‌ها نتوانند برای مدت طولانی نسبت به کاهش ارزش پول ملی بی‌تفاوت باقی بمانند. طلا، ارز، مسکن و سایر دارایی‌ها هر کدام در مقاطعی مختلف خود را با شرایط تورمی تطبیق داده‌اند و بازار سرمایه نیز پس از یک دوره طولانی عقب‌ماندگی، وارد همین فرآیند تعدیل شده است. نکته حائز اهمیت آن است که رکوردهای اسمی شاخص را نباید الزاماً به معنای رکوردشکنی واقعی بورس تلقی کرد. شاخص کل در پایان مرداد از مرز شش میلیون واحد عبور کرد و بازار در همین ماه بازدهی‌ای در حدود بیست و چهار درصد ثبت کرد؛ اما در اقتصادی با این سطح از تورم، لازم است بازده واقعی بازار نیز مورد توجه قرار گیرد. بخشی از افزایش سودآوری شرکت‌ها ناشی از افزایش نرخ فروش، رشد نرخ ارز و افزایش ارزش جایگزینی دارایی‌هاست و طبیعتاً این عوامل در نهایت در قیمت سهام بازتاب می‌یابند. با این حال، نمی‌توان نقش نهاد سیاست‌گذار را به‌کلی نادیده گرفت. اقداماتی نظیر تجهیز صندوق تثبیت و صندوق توسعه بازار، افزایش ظرفیت اعتباری کارگزاری‌ها، بیمه سبد سهامداران خرد و مدیریت فرآیند بازگشایی بازار پس از شرایط بحرانی، در جلوگیری از تشدید فضای منفی مؤثر بوده است. با این وجود، ضروری است میان «کمک به بازگشت ثبات» و «ایجاد روند صعودی» تمایز قائل شد. سازمان بورس می‌تواند مانع گسترش بحران شود، اما در بلندمدت قادر به ایجاد روند صعودی پایدار نیست. محرک اصلی چنین رشدی باید سودآوری شرکت‌ها، انتظارات تورمی، نرخ ارز و ورود نقدینگی

بانیترو، به وامت شتاب بده

- تسهیلات فوری و آنلاین تا ۶۰۰ میلیون تومان
- فقط با ۱ ماه سپرده گذاری ۸۰ تا ۴۰۰٪ میانگین موجودی
- کاملاً آنلاین از طریق اپلیکیشن سپینو



برای دانلود اپلیکیشن
سپینو، اسکن کنید

جهت کسب اطلاعات بیشتر: sepino.bsi.ir

بورس در بز نگاه سیاستگذاری؛ حمایت از بازار یا مداخله در قیمت؟



مهدی خوری

مدیرعامل سبدگردان رئیس

رشد اخیر بازار سرمایه را نمی توان صرفا به یک متغیر تک‌عاملی یا رفتارهای هیجانی مقطعی نسبت داد. در ساختار اقتصادی تورم‌زده‌ای که افزایش سطح عمومی قیمت‌ها به یکی از متغیرهای پایدار تبدیل شده، ارزش اسمی دارایی‌های مالی ناگزیر دستخوش تعدیل می شود. در چنین شرایطی، بازار سهام نیز به عنوان یکی از کانال‌های اصلی جذب سرمایه، در مسیر همگام‌سازی خود با تورم و جبران عقب‌ماندگی از سایر بازارهای موازی قرار می‌گیرد. از این منظر، بخشی از صعود اسمی شاخص‌ها حاصل واکنش طبیعی قیمت سهام به کاهش ارزش پول ملی و رشد ارزش دارایی‌های پایه شرکت‌هاست؛ اما کیفیت این رشد و مهم‌تر از آن، امکان تداوم و تعمیق آن، به متغیر بنیادین دیگری وابسته است که خارج از صورت‌های مالی شرکت‌ها رقم می‌خورد: نوع نگاه و فلسفه تحلیلی سیاستگذار نسبت به بازار سرمایه.

سیاستگذار بازار سرمایه تنها از طریق سخنرانی‌های رسمی یا انتشار منشورهای اهداف با فعالان اقتصادی سخن نمی‌گوید. الگوی رفتاری و تصمیمات عملیاتی نهاد ناظر در مواجهه با متغیرهای روزمره —از نحوه بازگشایی نمادها، تعیین دامنه نوسان و مدیریت محدودیت‌های معاملاتی گرفته تا شیوه برخورد با نوسانات شدید قیمتی — تصویری به مراتب دقیق‌تر از رویکرد واقعی او ارائه می‌دهد. هرگاه مجموع تصمیمات نهاد ناظر بر تسهیل روند معاملات، ارتقای سطح نقدشوندگی، توسعه شفافیت اطلاعاتی و صیانت از مکانیزم آزاد کشف قیمت استوار باشد، پیام روشن و اطمینان‌بخشی به کل بدنه اقتصاد ارسال می‌شود: اینکه بازار سرمایه بستر رسمی و دست‌نخورده‌ای برای ارزیابی واقعی دارایی‌ها، تخصیص بهینه سرمایه و تأمین مالی بنگاه‌هاست.

در مقابل، اتخاذ تصمیمات شتاب‌زده، اعمال مداخلات

مکرر در روند طبیعی عرضه و تقاضا و ایجاد محدودیت‌های غیرپیش‌بینی‌پذیر، به تدریج این تصور را در ذهن فعالان بازار تقویت می‌کند که هدف اصلی سیاستگذار، نه کمک به فرآیند تعادلی کشف قیمت، بلکه کنترل دامنه نوسانات و مدیریت دستوری شاخص‌هاست. این تفاوت در دیدگاه، صرفاً یک اختلاف نظر تئوریک نیست؛ بلکه مستقیماً بر میزان اعتماد سرمایه‌گذاران، افق سرمایه‌گذاری و در نهایت کیفیت و عمق معاملات اثر می‌گذارد. بازاری که سرمایه‌گذار در آن نتواند رفتار نهاد ناظر را در شرایط گوناگون پیش‌بینی کند، به تدریج جذابیت خود را برای سرمایه‌های شناسنامه‌دار و بلندمدت از دست داده و به بستری برای رفتارهای کوتاه‌مدت و نوسان‌گیری تبدیل می‌شود.

در این میان، تفکیک دقیق میان «نظارت مقرراتی» و «مداخله قیمتی» از اهمیت حیاتی برخوردار است. توقف نمادها در صورت افشای اطلاعات اهمیت‌دار، اعمال مقررات انضباطی بر اساس دستورالعمل‌های مصوب و برخورد با تخلفات آشکار، بخشی از الزامات بدیهی برای حفظ سلامت و شفافیت بازار است و نمی‌توان این دست اقدامات را تصمیماتی سلیقه‌ای قلمداد کرد. مسئله اساسی زمانی آغاز می‌شود که مداخلات ناظر با هدف اعلامی «حمایت از سهامداران»، از چارچوب قوانین شفاف فراتر رفته و مستقیماً تعادل عرضه و تقاضا را مخدوش سازد.

صیانت از حقوق سهامدار خرد لزوماً به معنای جلوگیری از انجام معاملات، مسدودسازی طرف تقاضا یا متوقف کردن روند طبیعی بازار نیست. سرمایه‌گذار باید این حق و امکان را داشته باشد که بر اساس تحلیل خود از ارزش ذاتی یک دارایی، اقدام به خرید یا فروش کند. حتی در شرایطی که قیمت یک سهم به شکل معناداری از ارزش ذاتی فاصله گرفته یا شواهدی مبنی بر رفتارهای غیرمتعارف و دستکاری قیمت وجود دارد، ورود نهاد ناظر باید مبتنی بر ابزارهایی باشد که کمترین اختلال را در مکانیزم طبیعی بازار ایجاد می‌کنند. استفاده از ابزارهایی مانند درخواست شفاف‌سازی و صدور اخطارهای نظارتی پیش از هرگونه مداخله مستقیم، می‌تواند ضمن آگاه‌سازی بازار،

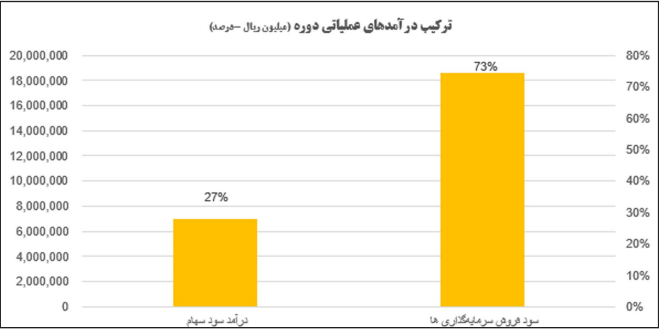
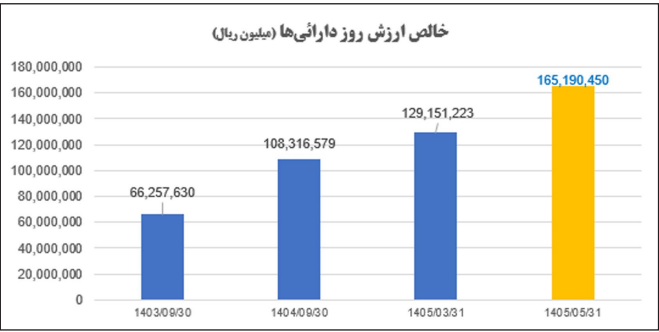
ارزش روز پرتفوی خورشید سپهر بر بام قله ۱۷ همتی

❖ **بازدهی موزون زمانی؛ سنجه کیفیت مدیریت پرتفوی**
در هشت‌ماهه نخست سال مالی جاری، بازدهی موزون زمانی پرتفوی کوتاه‌مدت خورشید سپهر به ۶۵ درصد و بازدهی کل پرتفوی به ۶۱ درصد رسیده است. ثبت این نرخ‌ها نشان می‌دهد افزایش ارزش پرتفوی صرفاً حاصل رشد مقیاس منابع نبوده و عملکرد مدیریت دارایی نیز در آن نقش داشته است.

❖ **پرتفوی متنوع، فراتر از سرمایه‌گذاری مستقیم در سهام**
بررسی آخرین ترکیب تفصیلی دارایی‌ها نشان می‌دهد دامنه عملیات خورشید سپهر به خرید و فروش مستقیم سهام محدود نمانده است. هرچند حدود ۸۴ درصد ارزش روز پرتفوی به سهام شرکت‌ها اختصاص دارد، بیش از ۱۶ درصد دیگر در مجموعه‌ای از ابزارهای متنوع مالی سرمایه‌گذاری شده است. صندوق‌های سهامی و درآمد ثابت، صندوق‌های مبتنی بر طلا و نقره، گواهی‌های سپرده کالایی، صندوق املاک و مستغلات و ابزارهای مشتقه، اجزای این بخش از پرتفوی را تشکیل می‌دهند. چنین ترکیبی، ظرفیت بهره‌گیری از فرصت‌های بازارهای مختلف را افزایش داده و امکان مدیریت منعطف‌تر نقدشوندگی و ریسک را برای شرکت فراهم ساخته است. تنوع‌بخشی در سطح صنایع نیز دنبال شده و پرتفوی سهام شرکت حوزه‌هایی همچون محصولات شیمیایی، فلزات اساسی، سرمایه‌گذاری‌ها، پالایش، سیمان، املاک و مستغلات، دارو، استخراج کانه‌های فلزی و بانک‌ها را دربر می‌گیرد.

❖ **تصمیم‌گیری داده‌محور؛ از تحلیل تا پایش ریسک**
بخش دیگری از مسیر توسعه خورشید سپهر به ایجاد زیرساخت‌های تحلیلی داخلی برای ارتقای کیفیت تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اختصاص یافته است. در این چارچوب، سامانه اختصاصی ثبت، ردیابی و ارزیابی تحلیل‌های کارشناسی، سامانه گزارش‌گیری روزانه و سامانه برخط پایش ریسک پرتفوی توسعه یافته و سامانه هوشمند شناسایی فرصت‌های معاملاتی در بازار مشتقه نیز در مسیر تکمیل قرار گرفته است. این ابزارها صرفاً برای استفاده داخلی شرکت طراحی شده‌اند و با پایش مستمر شاخص‌های ریسک، مقایسه عملکرد پرتفوی با نهادهای مشابه و افزایش سرعت پردازش اطلاعات، به تقویت انضباط تصمیم‌گیری کمک می‌کنند. بهره‌گیری هدفمند از هوش مصنوعی و الگوریتم‌های مبتنی بر یادگیری ماشین نیز به‌عنوان لایه تکمیلی این زیرساخت‌ها مورد توجه قرار گرفته است؛ مسیری که می‌تواند فاصله میان گردآوری داده و اتخاذ تصمیم سرمایه‌گذاری را کوتاه‌تر کند.

❖ **اصلاح ساختار مالی و تقویت پشتوانه سهامداری**
همزمان با گسترش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، اصلاح ساختار مالی و تعیین تکلیف بخش مهمی از بدهی‌ها نیز در دستور کار خورشید سپهر قرار گرفته است. مجموع بدهی‌های شرکت از ۵۱ هزار و ۵۳۲ میلیارد ریال در پایان سال مالی ۱۴۰۲ به ۲۱ هزار و ۲۴۸ میلیارد ریال در پایان خرداد ۱۴۰۵ کاهش یافته است.



این تغییر از کاهش ۵۸۸ درصدی بدهی‌ها در مقایسه با سال ۱۴۰۲ حکایت دارد؛ تحولی که ضمن کاستن از فشار تعهدات مالی، انعطاف‌پذیری شرکت را برای تخصیص منابع به فرصت‌های جدید سرمایه‌گذاری افزایش می‌دهد. از سوی دیگر، افزایش سرمایه ۱۵ هزار میلیارد ریالی از محل مطالبات حال شده سهامداران و رسیدن سرمایه ثابتی خورشید سپهر به ۶۰ هزار میلیارد ریال، نمودی از همراهی و هم‌افزایی میان شرکت و سهامدار عمده آن است. تقویت پایه سرمایه، در کنار بهبود ساختار بدهی، ظرفیت مالی شرکت را برای توسعه عملیات و حضور مؤثرتر در بازارهای مختلف ارتقا داده است.

❖ **چشم‌انداز پیش‌رو؛ از رشد مقطعی تا ارزش آفرینی پایدار**
مجموع این شاخص‌ها نشان می‌دهد روایت عملکرد خورشید سپهر به ثبت یک رکورد مقطعی یا شناسایی سود از فروش سهام محدود نیست. رشد NAV، بازدهی موزون زمانی قابل توجه، تنوع دارایی‌ها، توسعه زیرساخت‌های تحلیلی و اصلاح ساختار مالی، اجزای مکمل الگویی هستند که بر مدیریت فعال و منضبط پرتفوی استوار شده است. اکنون مهم‌ترین آزمون پیش روی شرکت، تداوم این عملکرد در چرخه‌های مختلف بازار و حفظ توازن میان بازده و ریسک است. باقی‌ماندن مجامع بااهمیت، مازاد ارزش روز پرتفوی و تقویت بنیه مالی، ظرفیت ادامه این مسیر را فراهم کرده‌اند؛ مسیری که در صورت حفظ انضباط سرمایه‌گذاری می‌تواند عبور از مرز ۱۷ هزار میلیارد تومان را به نقطه آغاز مرحله‌ای تازه از ارزش آفرینی پایدار برای سهامداران تبدیل کند.

تحلیلگران باید رشد درآمد شرکت‌ها را کالبدشکافی کنند تا مشخص شود چه میزان از این رشد حاصل تورم بوده و چه میزان از محل رشد واقعی مقدار تولید، توسعه بازارهای فروش و بهبود حاشیه سود ایجاد شده است.

بر همین اساس، ادامه مسیر حرکت بازار سرمایه بیش از آنکه بر محور کل صنایع باشد، بر مدار ویژگی‌های بنیادی «شرکت‌محور» خواهد بود. ممکن است کلیت یک صنعت جذاب به نظر برسد، اما بخش عمده‌ای از پتانسیل رشد آن پیش‌تر در قیمت سهام نمادها پیش‌خور شده باشد. در مقابل، شرکتی خاص در همان صنعت ممکن است به دلیل ساختار مالی مستحکم و ارزش‌گذاری منصفانه، ظرفیت بالاتری برای بازدهی داشته باشد. بنابراین در این مرحله، فاصله قیمت بازار از ارزش ذاتی، سنجه اصلی تصمیم‌گیری خواهد بود.

در کنار تحلیل بنیادی سهام، مدیریت سبد دارایی‌ها در شرایط تورمی و پریسک نیز نیازمند رویکردی متوازن است. اتکای صرف به سهام در دوره‌هایی که ریسک‌های غیراقتصادی افزایش می‌یابند می‌تواند پرتفوی را دچار نوسانات شدید کند. تخصیص بخشی از سرمایه به ابزارهای مبتنی بر کالا و دارایی‌های فیزیکی، از جمله صندوق‌های طلا و نقره، می‌تواند به عنوان ابزاری کارآمد برای پوشش ریسک تورم و کاهش ضریب بتای پرتفوی عمل کند. این ابزارها به سرمایه‌گذار اجازه می‌دهند بدون خروج کامل از بازار سرمایه، از دارایی خود در برابر افت ارزش پول ملی صیانت کرده و نقدشوندگی پرتفوی را حفظ کند.

در نهایت، معیار اصلی برای ارزیابی پایداری رشد یک شرکت یا کلیت بازار سرمایه، صرفاً ثبت رکوردهای جدید قیمتی نیست. رشد باکیفیت زمانی محقق می‌شود که افزایش نرخ‌های ناشی از تورم، در کنار رشد واقعی حجم تولید، بهبود حاشیه سود و کشف قیمت شفاف قرار گیرد. بازار سرمایه ایران برای عبور از فاز رشد اسمی و ورود به یک دوره رونق پایدار، بیش از هر زمان دیگری به قواعد شفاف، نقدشوندگی بالا، رفتارهای پیش‌بینی‌پذیر سیاستگذار و نظارتی نیاز دارد که به جای تقابل با سازوکار بازار، در خدمت کارایی و شفافیت آن باشد.

از هیجان تا آگاهی؛ مسیری که آموزش بورس باید طی کند

هدف ما این است که آموزش بازار سرمایه صرفاً به انتقال دانش محدود نباشد؛ بلکه مخاطب از یادگیری و فرهنگ‌سازی، به تمرین و کسب مهارت و در نهایت تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر برسد.

در ماه‌های آینده، تمرکز ما بر این است که آموزش و اطلاع‌رسانی را بیش از گذشته مخاطب‌محور، داده‌محور و تعاملی کنیم. در حوزه آموزش، توسعه آموزش‌های سطح‌بندی‌شده، تولید محتوای کاربردی برای گروه‌های مختلف مخاطبان، تقویت آموزش‌های عمومی سواد مالی و توسعه آموزش‌های تخصصی برای فعالان بازار را دنبال خواهیم کرد.

در حوزه رسانه نیز باید به سمت محتوایی حرکت کنیم که علاوه بر صحت و اعتبار، سریع‌تر، ساده‌تر و متناسب‌تر با نیاز مخاطب تولید شود؛ استفاده بیشتر از قالب‌های ویدئویی، تصویری، کوتاه و تعاملی نیز بخشی از این رویکرد خواهد بود. تقویت ارتباط مستقیم با مخاطبان نیز برای ما اهمیت زیادی دارد؛ مخاطب نباید فقط دریافت‌کننده پیام باشد، بلکه باید بتواند سؤال خود را مطرح کند، بازخورد بدهد و در شکل‌گیری محتوای آموزشی و اطلاع‌رسانی نقش داشته باشد.

در نهایت، نگاه من این است که شرکت اطلاع‌رسانی و آموزش بورس صرفاً یک تولیدکننده محتوا یا برگزارکننده دوره آموزشی نباشد؛ بلکه به مرجع قابل‌اعتماد آموزش، فرهنگ‌سازی و ارتباط با مخاطبان بازار سرمایه تبدیل شود. بازار سرمایه برای توسعه پایدار خود به سرمایه مالی نیاز دارد، اما به همان اندازه به سرمایه اجتماعی و سرمایه دانشی نیز نیازمند است. مأموریت ما این است که در حوزه تخصصی خود، به شکل‌گیری این سرمایه دانشی و اعتماد عمومی کمک کنیم.

دغدغه‌ها، پرسش‌ها و برداشت‌های مخاطبان از بازار سرمایه را نیز رصد کنیم و صدای مخاطب را به مجموعه بازار منتقل کنیم. به عبارت دیگر، مخاطب برای ما صرفاً دریافت‌کننده پیام نیست؛ منبع مهمی برای شناخت مسائل و طراحی محتوای مؤثرتر است.

معتقدیم ارتباط مؤثر با مخاطب زمانی شکل می‌گیرد که علاوه بر گفتن، شنیدن را هم جدی بگیریم؛ هدف ما حرکت از یک ارتباط یک‌سویه به سمت ارتباطی دوسویه، مستمر و مبتنی بر شناخت واقعی مخاطب بوده است. برای سهامداران و علاقه‌مندان تازه‌وارد، تلاش کرده‌ایم آموزش را در مسیر ورود مخاطب به بازار سرمایه و متناسب با نیاز او طراحی کنیم؛ از محتوای ساده و عمومی برای آشنایی اولیه با بازار تا آموزش‌های عمیق‌تر و حرفه‌ای‌تر.

کتاب‌های انتشارات بورس، تولیدات آموزشی و رسانه‌ای بورس‌مدیا و برنامه‌های مختلف فرهنگ‌سازی و اطلاع‌رسانی، بخشی از ابزارهای ما برای همراهی با مخاطب مبتدی بوده‌اند.

در لایه حرفه‌ای‌تر نیز، آزمون‌های بازار سرمایه با هدف سنجش و ارتقای دانش تخصصی فعالان این حوزه دنبال می‌شود؛ در واقع تلاش کرده‌ایم زنجیره‌ای از آموزش شکل دهیم که مخاطب بتواند از مرحله آشنایی اولیه، به سمت یادگیری تخصصی و کسب مهارت حرکت کند.

یکی از برنامه‌های مهم پیش‌رو در همین راستا، سامانه تالار مجازی بازار سرمایه (IRVEX) است که به‌زودی با تجربه کاربری ارتقا‌یافته بازگشایی خواهد شد؛ سامانه‌ای که در آن مخاطب می‌تواند در فضایی شبیه‌سازی‌شده و مبتنی بر شرایط واقعی بازار، پیش از ورود جدی به معاملات، تمرین و کسب تجربه کند و با سازوکار بازار و پیامد تصمیم‌های معاملاتی خود آشنا شود.

کاهش رفتارهای هیجانی. در کنار آن‌ها، دانش‌آموزان، دانشجویان، عموم مردم و فعالان بازار نیز از مخاطبان برنامه‌های آموزشی و فرهنگ‌سازی شرکت بوده‌اند.

در دوره‌های پرنوسان، نقش آموزش و اطلاع‌رسانی از همیشه مهم‌تر می‌شود؛ در چنین شرایطی، مردم بیش از هر زمان دیگری به اطلاعات معتبر، قابل‌فهم و به‌موقع نیاز دارند. رویکرد ما این بوده که به‌جای ورود به فضای توصیه‌گری یا ارائه سیگنال، بر افزایش قدرت تشخیص و تصمیم‌گیری مخاطب تمرکز کنیم؛ یعنی به سهامدار بیاموزیم چگونه اطلاعات را ارزیابی کند، تفاوت خبر و تحلیل را بشناسد، ریسک سرمایه‌گذاری را درک کند و تصمیم خود را بر مبنای شایعات و هیجانات فضای مجازی قرار ندهد.

تولید محتوای آموزشی و تبیینی در بورس‌مدیا، پاسخ به پرسش‌های پر تکرار مخاطبان، ارائه محتوای ساده و قابل‌استفاده برای عموم مردم و بهره‌گیری از ظرفیت رسانه‌های رسمی بازار سرمایه، بخشی از این مسیر بوده است. باور من این است که مقابله با رفتار هیجانی صرفاً با انتشار یک پیام هشداردهنده اتفاق نمی‌افتد؛ این موضوع نیازمند فرهنگ‌سازی بلندمدت است.

هدف اصلی ما ایجاد سرمایه‌ای دانشی در میان سرمایه‌گذاران است؛ سرمایه‌ای که در شرایط رونق، رکود و نوسان، به تصمیم‌گیری منطقی‌تر کمک کند.

خودمان را بخشی از منظومه رسانه‌ای و اطلاع‌رسانی بازار سرمایه می‌دانیم و طبیعتاً یکی از وظایف اصلی ما ارائه اطلاعات دقیق و قابل‌اتکا به مخاطبان است. اما تلاش کرده‌ایم نقش خود را صرفاً به انتقال اخبار و اطلاع‌رسانی سطحی محدود نکنیم و در لایه عمیق‌تری از ارتباط با مخاطب حضور داشته باشیم.

رویکرد ما این بوده که در کنار تولید و انتشار محتوا، نیازها،

نامدار افروز

مدیرعامل شرکت آموزش و اطلاع‌رسانی بورس

آموزش بازار سرمایه دیگر نباید یک فعالیت صرفاً محتوایی باقی بماند؛ باید به فرایندی مستمر برای ارتقای کیفیت تصمیم‌گیری مالی مردم تبدیل شود.

در روزهایی که نوسانات بازار سرمایه بار دیگر اهمیت سواد مالی را به موضوعی محوری برای سهامداران تبدیل کرده، اعتقاد راسخ من این است که رسالت ما فراتر از انتشار محتوای سواد مالی، تلاش ما این است که آموزش و اطلاع‌رسانی بازار سرمایه را از یک فعالیت صرفاً محتوایی، به فرایندی مستمر برای ارتقای کیفیت تصمیم‌گیری مالی مردم تبدیل کنیم.

بر همین اساس، برنامه‌های شرکت آموزش و اطلاع‌رسانی بورس در سال ۱۴۰۵ در چند محور اصلی دنبال شده است؛ توسعه آموزش‌های عمومی و تخصصی بازار سرمایه، تقویت محتوای سواد مالی، توسعه آموزش‌های مرتبط با ابزارها و مفاهیم جدید بازار، تولید و انتشار محتوای تحلیلی و آموزشی در رسانه‌های رسمی و همچنین تقویت ارتباط مستقیم با مخاطبان.

در طراحی این برنامه‌ها، مخاطبان را یک گروه یکپارچه در نظر نگرفته‌ایم؛ نیاز فردی که برای نخستین‌بار وارد بازار سرمایه شده، با نیاز سهامدار باتجربه یا فعال حرفه‌ای بازار متفاوت است. به همین دلیل کوشیده‌ایم آموزش را متناسب با سطح دانش و نیاز هر مخاطب طراحی کنیم.

محور اصلی مخاطبان ما، سهامداران و سرمایه‌گذاران، به‌ویژه تازه‌واردان بازار بوده‌اند؛ با تمرکز بر آموزش مفاهیم پایه‌ای مانند ریسک، بازده و افق سرمایه‌گذاری، با هدف

کارگزاری صبا جهاد، نوآوران مدیریت سبا و واسپاری آتیه صبا به‌طور هم‌زمان در زیرمجموعه‌های «ومدیر» به سودآوری رسیدند.

صورت‌های مالی حسابرسی‌شده سه شرکت تابعه گروه مدیریت ارزش سرمایه صندوق بازنشستگی کشوری، شامل کارگزاری صبا جهاد، نوآوران مدیریت سبا و واسپاری آتیه صبا، عملکردی درخشان و رو به رشد را در شش ماهه فعالیت خود در دوره منتهی به ۳۱ خرداد ماه ۱۴۰۵ به ثبت رسانده‌اند.

تحلیل داده‌های مالی این دوره در مقایسه با دوره‌های مالی پیشین، حکایت از شتاب گرفتن فعالیت‌های درآمدی، بهبود کارایی عملیاتی و بازگشت موفقیت‌آمیز به مسیر سودآوری در سطح مجموعه دارد. در ادامه، وضعیت مالی هر شرکت به صورت مجزا مورد ارزیابی قرار گرفته و در بخش پایانی، نکات کلیدی حاصل از مقایسه تطبیقی تبیین می‌شود.

●● تحلیل کارگزاری صبا جهاد

شرکت کارگزاری صبا جهاد به عنوان یکی از ارکان اصلی گروه مدیریت ارزش سرمایه صندوق بازنشستگی کشوری، در دوره شش ماهه سال مالی ۱۴۰۵ جهشی تاریخی در سطح درآمد‌های عملیاتی به ثبت رسانده است. جمع درآمد‌های عملیاتی این شرکت با افزایش ۱۷۶ درصدی نسبت به دوره مالی مشابه سال قبل به مبلغ ۱،۹۱۹،۹۶۱ میلیون ریال رسیده است. محرک اصلی این رشد درخشان، جهش ۵،۵۷۱ درصدی در سود حاصل از فروش سرمایه‌گذاری‌ها به میزان ۸۸۰ میلیارد ریال و افزایش ۴۸ درصدی سایر درآمد‌ها به بیش از یک هزار میلیارد ریال بوده است.

این ساختار درآمدی نشان‌دهنده توانایی بالای شرکت در مدیریت بهینه سبد دارایی‌ها و بهره‌گیری مؤثر از فرصت‌های بازار سرمایه است.

در بخش هزینه‌ها، جمع هزینه‌های عملیاتی با رشد ۵۸ درصدی به ۶۴۸ میلیارد ریال افزایش یافته است. هزینه‌های حقوق، دستمزد و مزایا با جهش ۷۰ درصدی به ۴۹۶ میلیارد ریال و سایر هزینه‌ها با رشد ۲۸ درصدی به ۱۴۳ میلیارد ریال، متناسب با گسترش دامنه فعالیت‌های شرکت افزایش یافته‌اند. با وجود توسعه

سه‌گانه برنده «ومدیر»



در صدی به یک هزار و صد و نود و دو میلیارد ریال رسیده و حاشیه سود عملیاتی بسیار مطلوبی را نشان می‌دهد.

هزینه‌های مالی این شرکت با کاهش ۲۶ درصدی به ۷۵ میلیارد ریال رسید. سایر درآمد‌ها و هزینه‌های غیرعملیاتی نیز به ۱۴ میلیارد ریال افزایش یافته‌اند. سود خالص شرکت با رشد ۲۶ درصدی به یک هزار و صد و سی و یک میلیارد ریال رسیده و سود پایه هر سهم از ۵۹۹ ریال به ۷۵۴ ریال افزایش یافته است. شرکت در این دوره مشمول مالیات بر درآمد نشده و عملیات متوقف‌شده‌ای نداشته است. سرمایه ثبت‌شده در سطح یک هزار و پانصد میلیارد ریال بدون تغییر باقی مانده است.

●● واسپاری آتیه صبا

واسپاری آتیه صبا به عنوان سومین عضو اصلی زیرمجموعه گروه مدیریت ارزش سرمایه صندوق بازنشستگی کشوری، تحولات مثبت و ساختار شکنانه‌ای را در صورت مالی خود تجربه کرده است. درآمد‌های عملیاتی با جهش یک هزار و پانصد و دوازده درصدی به ۸۸۵ میلیارد ریال رسیده که نشان‌دهنده گسترش

چشمگیری و موفقیت‌آمیز در فعالیت‌های واسپاری و لیزینگ است.

برای نخستین بار در این دوره، بهای تمام شده درآمد‌های عملیاتی به میزان ۴۹۰ میلیارد ریال ثبت شده که در دوره‌های قبل صفر گزارش شده بود.

سود ناخالص با رشد ۶۲۰ درصدی به ۳۹۵ میلیارد ریال رسیده است. سود عملیاتی شرکت به ۲۲۷ میلیارد ریال رسیده که در مقایسه با زیان عملیاتی ۲۴ میلیارد ریالی در دوره قبل، بهبودی چشمگیر و چرخش کامل به سودآوری عملیاتی را نشان می‌دهد.

در بخش غیرعملیاتی، درآمد سرمایه‌گذاری‌ها با رشد ۲۰۳ درصدی به ۳۷ میلیارد ریال و سایر اقلام غیرعملیاتی به ۹ میلیارد ریال رسیده‌اند. سود قبل از مالیات به ۲۷۳ میلیارد ریال صعود کرده که در مقایسه با زیان ۱۲ میلیارد ریالی در دوره قبل، بازگشت کامل و درخشان به سودآوری را تداعی می‌کند.

سود خالص عملیات در حال تداوم و سود خالص شرکت هر دو به ۲۱۲ میلیارد ریال رسیده‌اند که در مقایسه با زیان ۱۳ میلیارد ریالی در دوره قبل، نشان‌دهنده بازگشت کامل و موفقیت‌آمیز به مسیر سودآوری است.

سود پایه هر سهم از منفی ۱۳۳ ریال به مثبت دو هزار و صد و بیست و یک ریال افزایش یافته است. سرمایه ثبت‌شده شرکت در سطح صد میلیارد ریال بدون تغییر باقی مانده است.

●● ارزیابی مقایسه‌ای و نکات کلیدی

عملکرد مالی زیرمجموعه‌های گروه مدیریت ارزش سرمایه صندوق بازنشستگی کشوری در دوره شش ماهه منتهی به ۳۱ خردادماه ۱۴۰۵، نشان‌دهنده یک دوره رشد پایدار و بازگشت موفقیت‌آمیز به سودآوری در سطح کلان گروه است.

کارگزاری صبا جهاد با رشد انفجاری درآمد‌ها و سود خالص، محرک اصلی رشد ارزشی گروه بوده است. نوآوران مدیریت سبا با حفظ پایداری و کارایی عملیاتی در سطح بالا، نقش ستون فقرات سودآوری پایدار گروه را ایفا کرده و واسپاری آتیه صبا نیز پس از دوره‌ای از نوسانات، به مسیر سودآوری بازگشته و بالاترین نرخ بازدهی را در بین سه شرکت به ثبت رسانده است.

فرمول خوراک در نقطه تصمیم؛ پالایشی‌هایین سود، ارز و ریسک ژئوپلیتیک

❖ تمدید فرمول؛ کاهش ریسک یا افزایش سود؟

در این میان، تمدید فرمول خوراک تا پایان سال ۱۴۰۵ در صورت تحقق، لزوماً به معنای افزایش سود پالایشگاه‌ها نیست.

مهمترین اثر تمدید می‌تواند کاهش عدم قطعیت باشد. وقتی شرکت بداند هزینه خوراک آن با چه سازوکاری تعیین می‌شود، می‌تواند بودجه تولید، جریان نقد، سرمایه در گردش و برنامه خرید خوراک خود را دقیق‌تر تنظیم کند. از طرف دیگر، بازار نیز می‌تواند سود آینده شرکت را با اطمینان بیشتری برآورد کند.

این کاهش عدم قطعیت از منظر ارزشگذاری اهمیت زیادی دارد. بازار تنها به میزان سود یک شرکت نگاه نمی‌کند؛ بلکه به پایداری و قابلیت پیش‌بینی آن نیز توجه دارد. اگر دو شرکت سود مشابهی داشته باشند اما سود یکی تحت تأثیر ریسک مقرراتی بیشتری باشد، بازار معمولاً ضریب ارزشگذاری پایین‌تری برای آن در نظر می‌گیرد. بنابراین تمدید فرمول می‌تواند حتی بدون ایجاد افزایش قابل توجه در سود، از طریق کاهش ریسک مقرراتی و افزایش قابلیت پیش‌بینی، از ارزش بازار شرکت‌ها حمایت کند.

در مقابل، تغییر سختگیرانه فرمول می‌تواند اثر دوگانه‌ای داشته باشد. اثر نخست از مسیر کاهش سود ایجاد می‌شود؛ یعنی افزایش هزینه خوراک بدون جبران کامل از محل رشد قیمت فرآورده‌ها. اثر دوم از مسیر افزایش ریسک ایجاد می‌شود؛ یعنی بازار علاوه بر سود کمتر، ممکن است ضریب ارزش‌گذاری پایین‌تری نیز به شرکت دهد. به همین دلیل، در یک سناریوی منفی، کاهش ارزش بازار می‌تواند از کاهش سود حسابداری نیز بیشتر باشد.

❖ جریان نقد و نرخ ارز؛ دو ضلع دیگر معادله

جریان نقد نیز یکی از ابعاد مهم این تصمیم است که نباید در تحلیل نادیده گرفته شود. افزایش نرخ خوراک می‌تواند ارزش ریالی خرید خوراک و موجودی‌های عملیاتی را افزایش دهد و در صورت ثابت ماندن سایر شرایط، نیاز سرمایه در گردش را بیشتر کند. البته این رابطه قطعی و خطی نیست و میزان تغییر موجودی، حساب‌های پرداختی، زمان وصول مطالبات و نحوه تسویه با خریداران می‌تواند اثر نهایی را تعدیل کند. با این حال، شرکت‌هایی که همزمان بدهی بیشتری دارند و نقدینگی سرریزی در اختیار ندارند، در مقابل چنین شوکی آسیب‌پذیرتر خواهند بود؛ موضوعی که درباره شاوان اهمیت بیشتری پیدا می‌کند.

در اینجا نرخ ارز به عنوان متغیر دیگری وارد معادله می‌شود. افزایش نرخ ارز از یک طرف ارزش ریالی فرآورده‌های صادراتی و قیمت‌های مبنای فروش را افزایش می‌دهد و از طرف دیگر هزینه ریالی خوراک را نیز بالا می‌برد. بنابراین اثر افزایش نرخ ارز بر پالایشگاه‌ها را نمی‌توان صرفاً مثبت یا منفی ارزیابی کرد. سؤال اصلی این است که درآمد حاصل از افزایش قیمت فرآورده‌ها با چه سرعتی نسبت به هزینه خوراک رشد می‌کند.

اگر افزایش نرخ ارز با افزایش قیمت فرآورده‌ها همراه باشد و فاصله میان قیمت فرآورده و خوراک حفظ یا بیشتر شود، پالایشگاه می‌تواند از رشد ارز منتفع شود. اما اگر افزایش هزینه خوراک سریعتر از افزایش قیمت فروش اتفاق بیفتد، بخشی از منفعت ارزی از بین می‌رود. بنابراین نرخ ارز به تنهایی متغیر مناسبی برای پیش‌بینی سود پالایشگاه‌ها نیست و باید همزمان با نرخ خوراک و کرک اسپرد تحلیل شود.

❖ تنگه هرمز؛ فرصت و تهدید همزمان

اهمیت این موضوع در شرایط سیاسی و ژئوپلیتیک بیشتر می‌شود. بحث مذاکرات و تحولات تنگه هرمز می‌تواند همزمان چند متغیر اصلی صنعت پالایش را تحت تأثیر قرار دهد و به همین دلیل اثر آن بر پالایشگاه‌ها بسیار پیچیده‌تر از رابطه ساده میان تنش سیاسی و قیمت نفت است.



درصدی و حاشیه سود عملیاتی حدود ۱۳/۱ درصدی باعث می‌شود فاصله آن با شاوان قابل توجه باشد.

❖ شتران؛ حاشیه امنیت بیشتر در برابر شوک خوراک

شتران از منظر دیگری قابل توجه است. کرک اسپرد حدود ۱۳ دلار، حاشیه سود ناخالص حدود ۲۰/۲ درصد، حاشیه سود عملیاتی حدود ۲۲/۴ درصد، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام حدود ۰/۲۸، نسبت جاری ۳/۴ و نسبت آنی، ۲/۶۶، تصویری از وضعیت مالی و سودآوری به مراتب باثبات‌تر ارائه می‌کند. بنابراین شتران در برابر یک شوک خوراک، حاشیه امنیت بیشتری دارد. ریسک اصلی این شرکت بیشتر از جنس ترکیب محصولات و نحوه قیمت‌گذاری فرآورده‌هاست تا ضعف ساختار مالی.

❖ شپنا؛ اثرگذاری بزرگ‌تر از منظر مقیاس

در سوی دیگر، شپنا قرار دارد که داستان آن بیشتر از جنس «اندازه اثر» است. عدم النفع بنزین این شرکت در داده‌های مورد استفاده حدود ۱۹ هزار و ۴۱۳ میلیارد ریال بوده که بالاترین رقم در میان شرکت‌های بررسی شده است. نسبت این رقم به درآمد نیز حدود ۴/۹ درصد بوده است. بنابراین هر تغییر سیاستی در قیمت‌گذاری فرآورده‌ها می‌تواند اثر ریالی قابل توجهی بر شپنا ایجاد کند. اما در تحلیل شپنا باید از یک اشتباه رایج پرهیز کرد: بزرگترین اثر ریالی لزوماً به معنای بیشترین آسیب در صدی به سود نیست.

مقیاس بزرگ عملیات شپنا باعث می‌شود حتی تغییرات کوچک در حاشیه سود، اثر ریالی بزرگی ایجاد کنند، اما همان اثر ممکن است در مقایسه با سود و درآمد کل شرکت، درصد محدودتری باشد. بنابراین شپنا را باید از منظر اندازه شوک ریالی و شاوان را از منظر شکنندگی حاشیه سود و ساختار مالی دنبال کرد.

شیندر و شرار نیز با توجه به کرک اسپرد بالاتر و ترکیب محصول مطلوب‌تر، در شرایط فعلی از حاشیه امنیت عملیاتی بیشتری برخوردارند. کرک اسپرد حدود ۱۳ دلار برای شیندر و ۱۵ دلار برای شرار، امکان جذب فشار هزینه‌های بیشتری ایجاد می‌کند. البته به دلیل کامل نبودن برخی داده‌های مالی در مجموعه مورد استفاده، نمی‌توان بدون ورود اطلاعات کامل مالی و عملیاتی آنها به یک مدل کمی، درباره میزان افت سود احتمالی این دو شرکت در سناریوی تغییر خوراک حکم قطعی صادر کرد.

آوری شرکت‌ها در برابر تغییر فرمول خوراک است.

پالایشگاهی که کرک اسپرد بالاتری دارد، فضای بیشتری برای جذب افزایش هزینه خوراک خواهد داشت. در مقابل، شرکتی که با حاشیه سود محدود فعالیت می‌کند، ممکن است با یک افزایش نسبتاً محدود در نرخ خوراک، بخش قابل توجهی از سود خود را از دست بدهد. به همین دلیل، در سناریوی تغییر فرمول، نباید همه پالایشگاه‌ها را با یک شدت ریسک تحلیل کرد.

❖ شاوان؛ حساس‌ترین نقطه در میان پالایشی‌ها

شاوان در این میان حساس‌ترین وضعیت را دارد. کرک اسپرد حدود ۹ دلار، سهم حدود ۳۵ درصدی نفت کوره، حاشیه سود ناخالص حدود ۳/۶ درصد و حاشیه سود عملیاتی حدود ۵/۸ درصد در کنار نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام حدود ۲/۱۷ و نسبت آنی حدود ۰/۴۸، مجموعه‌ای از علائم هشدار را در کنار یکدیگر قرار داده‌اند. مسئله شاوان فقط پایین بودن حاشیه سود نیست؛ بلکه حاشیه امنیت مالی شرکت نیز محدودتر است.

بنابراین در شرایطی که نرخ خوراک افزایش یابد و رشد قیمت فرآورده‌ها نتواند این فشار را جبران کند، شاوان سریعتر از بسیاری از همگروهی‌های خود با کاهش حاشیه سود مواجه خواهد شد.

با این حال، باید میان «آسیب‌پذیری عملیاتی» و «بیشترین افت سود هر سهم» تفاوت قائل شد. شاوان را می‌توان بر اساس اطلاعات موجود، آسیب‌پذیرترین شرکت از منظر حاشیه امنیت سودآوری و تاب‌آوری مالی دانست، اما این موضوع به تنهایی اثبات نمی‌کند که بیشترین افت سود هر سهم یا ارزش بازار نیز الزاماً متعلق به این شرکت خواهد بود.

برای پاسخ قطعی به این سؤال باید حجم خوراک، نرخ مؤثر آن، سود پایه و ظرفیت جبران افزایش هزینه از محل فرآورده‌ها برای هر شرکت به صورت کمی وارد مدل شود.

شیریز نیز در گروه شرکت‌های حساس قرار می‌گیرد. سهم نفت کوره حدود ۳۴ درصد و کرک اسپرد حدود ۱۰ دلار، نسبت به شرکت‌هایی مانند شرار و شیندر فضای کمتری برای جذب شوک ایجاد می‌کند. نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام حدود ۱/۱۶ نیز نشان می‌دهد که ساختار مالی آن نسبت به شرکت‌هایی مانند شتران و شپنا فشار بیشتری را تحمل می‌کند. با این حال، حاشیه سود ناخالص حدود ۱۲/۷

محمد مهدی علم‌باز

کارشناس بازار سرمایه

صنعت پالایش در سال ۱۴۰۵ در یکی از حساس‌ترین مقاطع چند سال اخیر قرار گرفته است؛ مقطعی که در آن همزمان چند متغیر مهم از نرخ خوراک و قیمت فرآورده‌ها گرفته تا نرخ ارز، وضعیت مذاکرات و تحولات تنگه هرمز در حال تغییر است.

در چنین شرایطی، تصمیم درباره فرمول خوراک دیگر صرفاً یک موضوع حسابداری یا هزینه‌ای برای پالایشگاه‌ها نیست، بلکه می‌تواند مسیر سودآوری، جریان نقد، ارزشگذاری و حتی جایگاه این صنعت در بازار سرمایه را تغییر دهد.

اهمیت این موضوع زمانی بیشتر می‌شود که سهم بالای پالایشگاه‌ها از سودآوری بازار را در نظر بگیریم. این صنعت در بهار ۱۴۰۵ حدود ۳۰ درصد درآمد و ۱۶ درصد سود خالص شرکت‌های بورسی را به خود اختصاص داده و به همین دلیل هر تغییر معنادار در متغیرهای بنیادی آن می‌تواند بر کلیت بازار نیز اثرگذار باشد.

با این حال، همین وزن بالا نباید به عنوان نشانه‌ای قطعی از تداوم لیدری قیمتی پالایشگاه‌ها تفسیر شود؛ زیرا بخش مهمی از سود این صنعت به شرایط چرخه‌ای بازار جهانی نفت و فرآورده‌ها وابسته است و سود بالای یک دوره لزوماً به معنای سود پایدار در دوره‌های بعد نمی‌باشد.

❖ ابهام اصلی؛ فرمول خوراک در نقطه تصمیم

در حال حاضر، مهم‌ترین ابهام صنعت به وضعیت فرمول خوراک بازمی‌گردد. دستورالعمل شماره ۹۰۳ مورخ ۲۳ دی ۱۴۰۲ وزارت نفت بر اساس مصوبه هیأت وزیران تا پایان تیرماه ۱۴۰۵ تمدید شده و در مقطع مورد بررسی، مسئله اصلی بازار همچنان تعیین تکلیف سازوکار ادامه آن است.

بنابراین تمدید فرمول تا پایان سال ۱۴۰۵ باید در تحلیل به عنوان یک سناریو در نظر گرفته شود، نه تصمیم قطعی. همین ابهام باعث شده است که بخشی از ریسک موجود در سود آینده پالایشگاه‌ها، پیش از آنکه در صورت‌های مالی ظاهر شود، در انتظارات سرمایه‌گذاران و قیمت سهام منعکس شود.

برای درک اهمیت فرمول خوراک باید به ساختار اقتصادی پالایشگاه توجه کرد. پالایشگاه نفت خام را با نرخ مشخص دریافت کرده و آن را به مجموعه‌ای از فرآورده‌ها تبدیل می‌کند.

در نتیجه، سود شرکت به فاصله میان ارزش فرآورده‌های تولیدی و هزینه خوراک، پس از کسر هزینه‌های عملیاتی وابسته است. بنابراین افزایش نرخ خوراک زمانی به طور جدی به سودآوری آسیب می‌زند که قیمت فرآورده‌ها نتواند متناسب با آن افزایش یابد. به بیان دیگر، افزایش نرخ خوراک به تنهایی نمی‌تواند مبنای قضاوت درباره سود پالایشگاه باشد.

اگر خوراک افزایش یابد و قیمت فرآورده‌ها نیز به همان میزان یا بیشتر رشد کند، بخشی یا حتی تمام فشار هزینه‌ای جبران خواهد شد. اما اگر قیمت خوراک سریعتر از فرآورده‌ها رشد کند، حاشیه سود کاهش می‌یابد و این کاهش حاشیه سود مستقیماً خود را در سود عملیاتی و سود هر سهم نشان خواهد داد.

❖ کرک اسپرد؛ معیار اصلی تاب‌آوری

پالایشگاه‌ها

از این منظر، کرک اسپرد یا فاصله میان ارزش فرآورده‌ها و هزینه خوراک، برای تحلیل پالایشگاه‌ها اهمیت بیشتری از قیمت مطلق نفت دارد. داده‌های خرداد ۱۴۰۵ مورد استفاده در این گزارش، کرک اسپرد تقریبی شرار را حدود ۱۵ دلار، شپنا، شیندر و شتران را حدود ۱۳ دلار، شیریز را حدود ۱۰ دلار و شاوان را حدود ۹ دلار نشان می‌دهد. این اختلاف در نگاه اول ممکن است تنها یک عدد عملیاتی به نظر برسد، اما در واقع یکی از مهم‌ترین دلایل تفاوت تاب

فرمول خوراک در نقطه تصمیم؛ پالایشی‌هایین سود، ارز و ریسک ژئوپلیتیک

ادامه از صفحه ۸

✚ مذاکرات و برآیند متغیرهای بنیادی

مذاکرات نیز از مسیر دیگری اهمیت دارد. کاهش ریسک سیاسی می‌تواند فشار کاهشی بر نرخ ارز ایجاد کند و در صورت کاهش صرف ریسک نفت، قیمت جهانی نفت را نیز تحت تأثیر قرار دهد. در مقابل، افزایش تنش و ابهام می‌تواند نرخ ارز را افزایش دهد و ارزش ریالی درآمد پالایشگاه‌ها را بالا ببرد، اما همزمان هزینه خوراک و سایر هزینه‌های مرتبط نیز افزایش خواهد یافت.

بنابراین اثر نهایی مذاکرات نیز به برآیند نرخ ارز، قیمت نفت، فرآورده و خوراک بستگی دارد.

در نتیجه، نمی‌توان گفت هر خبر مثبت سیاسی الزاما برای پالایشگاه‌ها منفی و هر خبر منفی الزاما مثبت است.

برای مثال، کاهش نرخ ارز می‌تواند رشد ریالی درآمد را محدود کند، اما اگر همزمان هزینه خوراک و هزینه‌های مالی کاهش یابد و ریسک اقتصادی کمتر شود، بخشی از این اثر جبران خواهد شد. از طرف دیگر، جهش ارزی اگرچه درآمد ریالی را افزایش می‌دهد، اما در صورتی که هزینه خوراک با سرعت بیشتری افزایش یابد، لزوماً به رشد سود منجر نمی‌شود.

همین پیچیدگی باعث می‌شود که وزن متغیرهای بنیادی در طول سال ثابت نباشد. در دوره‌های فرمول خوراک در مرکز تصمیم‌گیری است، نرخ مؤثر خوراک مهمترین متغیر خواهد بود. اگر فرمول تثبیت شود، کرک اسپرد و نرخ ارز وزن بیشتری پیدا میکنند. در دوره جهش ارزی، نرخ ارز به متغیر غالب تبدیل می‌شود و در شرایط تنش ژئوپلیتیک، رابطه میان نفت و فرآورده و هزینه حمل تعیین‌کننده خواهد بود.

از این منظر، سه متغیر باید در مرکز تحلیل پالایشگاه‌ها قرار گیرند: نرخ مؤثر خوراک، کرک اسپرد و نرخ ارز. در شرایط تنش منطقه‌ای نیز قیمت نفت، قیمت فرآورده‌ها و هزینه حمل باید به این مجموعه اضافه شوند.

✚ پالایشی‌ها؛ لیدر سودآوری یا لیدر قیمت؟

با این چارچوب، پاسخ به این پرسش که آیا پالایشی‌ها همچنان لیدر بازار هستند نیز روشنتر می‌شود. از نظر وزن سودآوری، بدون تردید این صنعت یکی از مهمترین گروه‌های بازار است. اما لیدری قیمتی موضوع دیگری است.

اگر سود بالای پالایشگاه‌ها ناشی از یک دوره استثنایی کرک اسپرد باشد، بازار ممکن است آن سود را پایدار نداند و حاضر نباشد ضریب ارزشگذاری بالایی برای آن پرداخت کند. در مقابل، اگر سودآوری در کنار ثبات فرمول خوراک، نرخ ارز مناسب و کرک اسپرد پایدار همراه شود، احتمال اینکه بازار این سود را پایدارتر تلقی کند افزایش خواهد یافت.

بنابراین سهم ۱۶ درصدی صنعت از سود خالص بورس بیشتر از آنکه به تنهایی نشانه لیدری باشد، نشان‌دهنده اهمیت بنیادی پالایشگاه‌هاست. برای اثبات لیدری واقعی باید در کنار سودآوری، روند قیمت سهام، ارزش معاملات، ورود نقدینگی، رفتار سرمایه‌گذاران و مهمتر از همه پایداری سود آینده نیز بررسی شود.

✚ سه سناریو برای نیمه دوم ۱۴۰۵

در نهایت، می‌توان برای نیمه دوم سال ۱۴۰۵ سه وضعیت اصلی را در نظر گرفت. در حالت نخست، فرمول خوراک با تغییر محدود تمدید می‌شود، کرک اسپرد در سطوح مناسب باقی‌ماند و نرخ ارز نیز روندی افزایشی اما کنترل‌شده دارد. در این وضعیت، کاهش ریسک مقرراتی و ثبات سود می‌تواند ارزشگذاری صنعت حمایت کند.

در حالت دوم، فرمول خوراک تغییر می‌کند اما افزایش نرخ مؤثر آن محدود است و رشد قیمت فرآورده‌ها بخشی از فشار هزینه‌ای

را جبران می‌کند. در چنین شرایطی، تفاوت میان پالایشگاه‌ها بیشتر نمایان می‌شود و شرکت‌هایی که حاشیه سود، نقدینگی و ساختار مالی قویتری دارند، توان بیشتری برای جذب شوک خواهند داشت. حالت سوم، سناریوی سختگیرانه‌تری است که در آن افزایش نرخ خوراک با کاهش کرک اسپرد، رشد هزینه حمل یا محدودیت در انتقال و فروش همراه شود. در این وضعیت، سودآوری و جریان نقد همزمان تحت فشار قرار می‌گیرند و بازار نیز ممکن است به دلیل افزایش ریسک، ضریب ارزشگذاری پایین‌تری برای شرکت‌ها در نظر بگیرد. در چنین شرایطی شاوان از نظر حاشیه امنیت سودآوری و نقدینگی در معرض بیشترین فشار قرار می‌گیرد، در حالی که شپنا به دلیل مقیاس عملیات، بزرگترین اثر ریالی را تجربه خواهد کرد.

✚ جمع‌بندی؛ فاصله خوراک و فرآورده تعیین‌کننده است

بنابراین مسئله اصلی صنعت پالایش در نیمه دوم سال ۱۴۰۵ صرفاً این نیست که فرمول خوراک تمدید می‌شود یا تغییر می‌کند.

مسئله اصلی این است که پس از هر تصمیم، فاصله میان ارزش فرآورده‌های تولیدی و هزینه مؤثر خوراک چه مسیری را طی خواهد کرد و آیا جریان نقد شرکت‌ها توان تحمل تغییرات سرمایه در گردش را خواهد داشت یا خیر.

پالایشگاهی که بتواند هزینه خوراک را با رشد فرآورده‌ها جبران کند، از نقدینگی کافی برخوردار باشد، ساختار مالی متعادل‌تری داشته باشد و سبد محصول مطلوبتری ارائه دهد، در برابر شوک‌های سال جاری تابآوری بیشتری خواهد داشت. در مقابل، شرکت‌هایی که حاشیه سود پایین، بدهی بالا، نقدینگی محدود و سهم بالایی از محصولات کم‌ارزش دارند، در برابر یک تغییر نامطلوب در فرمول خوراک یا کاهش کرک اسپرد آسیب‌پذیرتر خواهند بود.

در چنین چارچوبی، شاوان را باید حساس‌ترین پالایشگاه از منظر حاشیه امنیت سودآوری و تابآوری مالی دانست؛ شبریز نیز در گروه شرکت‌های حساس قرار می‌گیرد؛ شتران به دلیل وضعیت سودآوری و نقدینگی قویتر از ظرفیت بیشتری برای جذب شوک برخوردار است؛ شپنا به دلیل مقیاس عملیات، مهمترین شرکت از نظر اندازه اثر ریالی سیاست‌گذاری است و شبندر و شراز بر اساس داده‌های عملیاتی موجود، حاشیه امنیت بیشتری از منظر کرک اسپرد و ترکیب محصول دارند.

اما در نهایت، مهمترین متغیر برای کل صنعت همان فاصله میان قیمت فرآورده و هزینه مؤثر خوراک است. اگر این فاصله افزایش یابد، حتی در شرایطی که قیمت نفت نوسان زیادی داشته باشد، صنعت می‌تواند سودآوری مناسبی را حفظ کند. اگر این فاصله کاهش یابد، حتی افزایش قیمت نفت نیز لزوماً نمی‌تواند مانع کاهش حاشیه سود شود.

به همین دلیل، تحلیل پالایشی‌ها در سال ۱۴۰۵ باید از نگاه تک‌متغیری فاصله بگیرد.

نفت به تنهایی تعیین‌کننده نیست، نرخ ارز به تنهایی تعیین‌کننده نیست و حتی فرمول خوراک نیز به تنهایی تعیین‌کننده نیست.

آنچه سود واقعی پالایشگاه را مشخص می‌کند، برآیند نرخ خوراک، قیمت فرآورده، کرک اسپرد، نرخ ارز، ترکیب تولید، ساختار مالی و شرایط ژئوپلیتیک است.

در شرایط عادی، کرک اسپرد مهمترین متغیر عملیاتی صنعت است؛ در شرایط تصمیم‌گیری سیاستی، فرمول خوراک وزن بیشتری پیدا می‌کند؛ در دوره‌های تورمی و ارزی، نرخ ارز اهمیت بیشتری پیدا می‌کند و در زمان افزایش تنش منطقه‌ای، رابطه میان نفت، فرآورده‌ها و هزینه حمل تعیین‌کننده

می‌شود. از این منظر، تمدید فرمول خوراک تا پایان سال، ۱۴۰۵ در صورت تحقق، بیش از آنکه یک محرک مستقیم سود باشد، می‌تواند یک محرک ثبات و کاهش ریسک باشد.

در مقابل، تغییر فرمول زمانی برای صنعت خطرناک خواهد بود که افزایش هزینه خوراک با افت کرک اسپرد همراه شود و همزمان فشار بیشتری بر سرمایه در گردش شرکت‌ها وارد کند.

در نهایت، پالایشی‌ها همچنان یکی از مهمترین ستون‌های سودآوری بازار سرمایه هستند، اما اینکه این اهمیت بنیادی به لیدری قیمتی تبدیل شود، به پایداری سود بستگی دارد.

بازار در ماه‌های آینده بیش از گذشته به دنبال پاسخ یک سؤال خواهد بود: آیا سود پالایشگاه‌ها حاصل یک شرایط موقت است یا ترکیبی از نرخ ارز، کرک اسپرد و سیاست‌گذاری خوراک می‌تواند آن را در سطحی پایدار نگه دارد؟

پاسخ به همین سؤال، در کنار نحوه تعیین تکلیف فرمول خوراک و مسیر تحولات ژئوپلیتیک، مشخص خواهد کرد که پالایشی‌ها در نیمه دوم سال ۱۴۰۵ صرفاً یکی از بزرگترین گروه‌های بازار از منظر سودآوری خواهند بود یا باز دیگر به یکی از مهمترین پیشران‌های روند بازار سرمایه تبدیل خواهند شد. در صورت افزایش تنش در منطقه، نخستین اثر می‌تواند افزایش نگرانی درباره عرضه نفت و امنیت مسیرهای انتقال انرژی باشد. این نگرانی ممکن است قیمت نفت را افزایش دهد، اما همزمان می‌تواند قیمت فرآورده‌ها، هزینه حمل و هزینه بیمه را نیز بالا ببرد.

پالایشی‌ها در تقاطع

کرک اسپرد ۳۰ دلاری و سیاست‌گذاری

بار دیگر جایگاه لیدری خود را در بازار تثبیت کردند. این سهم بالا از درآمد و سود، نشان‌دهنده قدرت نقدشوندگی و جذابیت بنیادین این گروه است نه صرفاً محصول شرایط خاص زمانی. با توجه به تداوم کرک اسپردهای بالا ناشی از جنگ اوکراین و آسیب ۴۰ درصدی ظرفیت پالایش نفت روسیه، تداوم سطوح فعلی کاملاً مورد انتظار است. ترمیم این ظرفیت حداقل چند سال زمان خواهد برد.

نکته ظریف این است که گزارش فصل بهار بر اساس شرایط پیش از جنگ (اسفند) لحاظ شده بود. بنابراین، اثر افزایش کرک اسپرد در گزارش تابستان و همزمان با رشد دلار، می‌تواند منجر به افزایش حدود ۲.۵ برابری سود فصل بهار شود. این پتانسیل، پالایشی‌ها را همچنان در جایگاه جذاب‌ترین گروه بورسی قرار می‌دهد.

ابهامات مربوط به مذاکرات و تنش‌های تنگه هرمز نیز ذهن سرمایه‌گذاران را مشغول کرده است. اگرچه جنگ اخیر صنایعی چون پتروشیمی را تحت تأثیر قرار خواهد داد، اما پالایشگاه‌ها بیش از ۹۵ درصد محصولات خود را در داخل می‌فروشند و ریسک چندانی متوجه آنها نیست. بخش عمده افزایش کرک اسپرد ناشی از جنگ اوکراین است و تا زمانی که این متغیر پابرجا باشد، چشم‌انداز سودآوری روشن خواهد ماند.

در نهایت، حتی در بدبینانه‌ترین سناریو یعنی عدم تمدید دستورالعمل و حذف تخفیف ۵ درصدی خوراک — که اثری معادل افت حدود ۱۵ درصدی در سودآوری دارد — با وجود کرک اسپردهای کنونی، نگرانی جدی وجود نخواهد داشت. سرمایه‌گذاران باید به کرک اسپرد جهانی، نرخ دلار و ساختار هزینه‌ای توجه ویژه داشته باشند. پالایشی‌ها در تقاطع سیاست‌گذاری داخلی و تحولات جهانی انرژی، همچنان کلیدی‌ترین گروه تعیین‌کننده مسیر بورس تهران باقی خواهند ماند.



محمد مهدی حاجی آقائی

کارشناس ارشد تحلیل گروه سرمایه‌گذاری امیر

در هفته‌های اخیر، بازار سرمایه با ابهام تمدید فرمول خوراک و فرآورده‌های پالایشی دست و پنجه نرم می‌کند. تاکنون دستورالعمل سال ۱۴۰۲ به صورت رسمی تمدید نشده و صرفاً نامه درخواست مجلس از معاون اول رئیس‌جمهور منتشر شد. نگرانی اصلی بازار با توجه به سطوح بالای کرک اسپرد — که در مرداد به حدود ۳۰ دلار در هر بشکه رسیده — این بود که دستورالعمل جدید قیمت فرآورده‌های اصلی (بنزین، نفت‌گاز، نفت‌کوره و نفت سفید) را به گونه‌ای تعیین کند که کرک اسپرد فعلی افت کند.

همچنین حذف تخفیف ۵ درصدی خوراک نفت خام مورد انتظار بود. نامه مجلس مبنی بر تمدید دستورالعمل سال ۱۴۰۲ تا حدی خیال بازار را راحت کرد، اما ابهامات همچنان پابرجاست.

با این وجود، حتی در صورت تمدید دستورالعمل و حذف تخفیف ۵ درصدی، سهام گروه پالایش در سطوح ارزنده‌ای قرار دارند. نسبت P/E این گروه حدود ۳ برآورد می‌شود که در مقایسه با استانداردهای جهانی، عددی استثنایی و جذاب است. این ارزندگی در شرایط کرک اسپردهای بی‌سابقه اهمیت دوچندان دارد.

اما نباید از چالش جریان نقدینگی غافل شد. این مسئله ریشه در روابط مالی صنعت با دولت دارد؛ جایی که مطالبات معوق و تأخیر در بازپرداخت‌ها، نقدینگی شرکت‌ها را تحت فشار قرار می‌دهد. این چالش عمدتاً صنایع در ارتباط با دولت را درگیر کرده و پالایشگاه‌ها نیز از این قاعده مستثنی نیستند. پالایشی‌ها در فصل بهار با اختصاص حدود ۳۰ درصد از درآمد و ۱۶ درصد از سود خالص کل بورس،

ابهام در مذاکرات و تنگه هرمز؛ چرانرخ خوراک و فرآورده به متغیر کلیدی پالایشی ها تبدیل شده است؟

زهراناظمی

رئیس اداره سرمایه گذاری گروه مالی صبا تامين

در هفته های اخیر، گروه پالایشی بورس تهران بیش از گذشته تحت تأثیر متغیرهای سیاسی و بازار جهانی نفت قرار گرفته است. در نگاه نخست، شاید افزایش یا کاهش قیمت نفت مهم ترین عامل اثرگذار بر سودآوری پالایشگاه ها به نظر برسد؛ اما برای شرکت های پالایشی ایران، مسئله پیچیده تر است. آنچه در نهایت سود شرکت را تعیین می کند، نه قیمت مطلق نفت، بلکه فاصله میان نرخ خوراک و ارزش فرآورده های تولیدی و همچنین نحوه تسویه این دو با دولت است. از این منظر، تحولات مربوط به مذاکرات ایران و آمریکا و آینده تردد نفتکش ها در تنگه هرمز می تواند از دو مسیر مستقیم و غیرمستقیم بر صنعت پالایش اثرگذار باشد.

در ساختار قیمت گذاری ایران، نرخ خوراک پالایشگاه ها به صورت مستقیم از قیمت جهانی نفت و سازوکار تعیین شده توسط وزارت نفت تأثیر می پذیرد.

چارچوب قانونی قیمت گذاری نفت خام تحویلی به پالایشگاه ها نیز سابقه ای طولانی دارد و در مقررات مربوط، قیمت نفت خوراک بر مبنای درصدی از متوسط بهای محموله های صادراتی نفت مشابه تعیین شده است. بنابراین، هرگونه تغییر معنادار در قیمت های جهانی نفت، در صورت انتقال به فرمول داخلی، می تواند هم نرخ خوراک و هم نرخ فرآورده ها را تحت تأثیر قرار دهد.

با این حال، در سال ۱۴۰۵ یک متغیر مهم دیگر به این معادله اضافه شده است: ابهام در فرمول جدید قیمت گذاری. ابلاغیه شماره ۹۰۳ وزارت نفت، مورخ ۲۳ دی ۱۴۰۲، که مبنای قیمت گذاری خوراک و فرآورده های نفتی بود، بر اساس

مصوبه هیأت وزیران تا پایان تیرماه ۱۴۰۵ تمدید شد. در مردادماه، چند شرکت پالایشی بورسی از جمله شپنا، شتران، شراز، شبریز و شاوان اعلام کردند که تا آن زمان دستورالعمل جدیدی درباره قیمت گذاری نفت خام و فرآورده های نفتی به آنها ابلاغ نشده است. در همین حال، گزارش ها حاکی از آن بود که دستورالعمل جدید با همکاری وزارت نفت و انجمن صنفی صنعت پالایش در حال تدوین و نهایی سازی است.

این موضوع اهمیت زیادی دارد؛ زیرا بازار سهام معمولاً نسبت به «ابهام» بیش از خود تغییرات قیمت واکنش نشان می دهد. در شرایطی که نرخ خوراک و نرخ خرید فرآورده برای دوره های بعدی به صورت قطعی مشخص نیست، سرمایه گذار نمی تواند بااطمینان حاشیه سود پالایشگاه ها را برآورد کند. در نتیجه، حتی اگر قیمت نفت در سطح مناسبی باقی بماند، افزایش ریسک مقرراتی می تواند موجب افزایش دامنه نوسان سهام پالایشی شود.

اما عامل مهم تر، تنگه هرمز است. هرمز یکی از مهم ترین مسیرهای انتقال نفت و فرآورده در جهان است و هرگونه اختلال در تردد نفتکش ها می تواند یک «صرف ریسک ژئوپلیتیک» به قیمت نفت اضافه کند. نمونه آن در هفته های اخیر نیز مشاهده شد؛ با کاهش امید به پیشرفت مذاکرات ایران و آمریکا و کند شدن تردد نفتکش ها، قیمت برنت در مقاطعی به بالای ۱۰۰ دلار رسید. در مقابل، با انتشار اخبار مربوط به مذاکرات ایران و عمان و افزایش امید به کاهش اختلال در تردد، قیمت نفت بیش از ۲۰ دلار کاهش یافت.

بنابراین، مذاکرات و وضعیت هرمز می تواند از دو جهت متفاوت بر پالایشی ها اثر بگذارد. سناریوی نخست، تشدید تنش است. در این حالت، افزایش ریسک عرضه می تواند قیمت نفت خام و به ویژه حاشیه سود برخی فرآورده ها مانند گازوئیل را افزایش دهد. تحولات اخیر بازار جهانی نیز نشان داده که

از ریسک جنگ تا سودآوری؛

نقشه تاب آوری بازار سرمایه

محمدرضا زاری

مدیر صندوق گروه خدمات بازار سرمایه پاسارگاد

فرضیه «تعادل شکننده نفت و عدم گسترش جنگ» تا زمانی می تواند نقش ضربه گیر بازار سرمایه را ایفا کند که سه متغیر کلیدی همچنان کنترل شده باقی بمانند:

اول، جریان صادرات نفت؛ دوم، تردد و امنیت کشتیرانی به ویژه در تنگه هرمز؛ و سوم، انتظارات تورمی و نرخ ارز. در واقع بازار سرمایه معمولاً با خود ریسک ژئوپلیتیک مشکل ندارد؛ مسئله اصلی، تبدیل ریسک ژئوپلیتیک به اختلال اقتصادی واقعی است. تا وقتی درگیری محدود بماند و بازار احتمال دهد که عرضه نفت ادامه پیدا می کند، قیمت نفت در محدوده های قابل مدیریت نوسان می کند و بازار فرصت دارد ریسک را در قیمت ها هضم کند. اما اگر دامنه درگیری به زیرساخت های انرژی، صادرات نفت یا مسیرهای کشتیرانی سرایت کند، دیگر با یک «ریسک انتظاری» مواجه نیستیم؛ بلکه با شوک سمت عرضه مواجه خواهیم شد. اتفاقاً شرایط فعلی جهانی نشان می دهد این هرمز بسیار مهم است؛ در روزهای اخیر با تشدید درگیری آمریکا و ایران، نفت برنت مجدداً به بالای ۹۰ دلار رسیده و نگرانی اصلی بازار، اختلال در مسیر هرمز و عرضه انرژی است. بنابراین برای این تعادل تاریخ انقضای مشخصی تعیین نمی کنم؛ بلکه می گویم تا زمانی برقرار است که بازار احتمال «محدود ماندن درگیری» را بیشتر از احتمال «اختلال پایدار در عرضه انرژی» بداند. به محض تغییر این احتمال، ضریب ریسک بازار به شکل محسوسی افزایش پیدا می کند. اما در صورت تشدید ریسک ژئوپلیتیک، کدام صنایع تاب آوری بیشتری دارند؟ در بازار سرمایه ایران باید اثر قیمت جهانی کامودیتی ها، نرخ ارز و حساسیت هزینه های تولید را همزمان دید.

۱. صنایع صادرات محور و دلاری: صنایعی مثل پتروشیمی، فلزات اساسی و معدنی ها در سناریوی افزایش نرخ ارز معمولاً یک پوشش طبیعی در برابر تورم و کاهش ارزش پول ملی دارند. البته این موضوع یک استثنا مهم دارد: اگر تشدید جنگ مستقیماً صادرات، حمل و نقل یا تولید این شرکت ها را مختل کند، مزیت

ارزی آنها می تواند تحت الشعاع قرار گیرد.

۲. شرکت های مرتبط با طلا و دارایی های امن: در شرایط افزایش نااطمینانی، تقاضا برای دارایی های امن افزایش پیدا می کند. بنابراین در بازار ایران، شرکت ها و ابزارهای سرمایه گذاری با اکسپوژر به طلا می توانند از این منظر جذاب تر باشند.

۳. صنایع غذایی و دارویی: این صنایع از نظر تقاضا، کشش درآمدی پایین تری دارند؛ یعنی حتی در شرایط رکودی و کاهش قدرت خرید، مصرف آنها به اندازه کالاهای بادوام کاهش پیدا نمی کند. بنابراین از منظر دفاعی، معمولاً تاب آوری عملیاتی بیشتری دارند.

۴. شرکت های با جریان نقد عملیاتی قوی و بدهی پایین: این نکته به نظر هم حتی از انتخاب صنعت مهم تر است. در شرایط بحران، شرکتی که اهرم مالی پایین، نقدینگی مناسب، سرمایه در گردش کنترل شده و توان ایجاد جریان نقد آزاد دارد، معمولاً تاب آوری بیشتری نسبت به شرکتی با سود حسابداری بالا ولی جریان نقد ضعیف خواهد داشت.

۵. شرکت های خدماتی و مخابراتی/پرداختی: در صورتی که عملیات آنها به زیرساخت های فیزیکی آسیب پذیر وابسته نباشد، به دلیل ماهیت تکرار شونده درآمد می توانند نسبتاً دفاعی باشند؛ البته ریسک عملیاتی و زیرساختی باید جداگانه بررسی شود.

صنایع را صرفاً به دو دسته «برنده جنگ» و «بازنده جنگ» تقسیم نمی کنم. مکانیسم انتقال شوک اهمیت بیشتری دارد.

مثلاً افزایش قیمت نفت برای یک شرکت پتروشیمی می تواند از یک طرف درآمد دلاری را تقویت کند، اما از طرف دیگر افزایش هزینه خوراک، حمل و نقل و بیمه و محدودیت صادرات می تواند اثر مثبت را خنثی کند.

بنابراین باید سه لایه را بررسی کرد:

ریسک ژئوپلیتیک → قیمت نفت و ارز → سودآوری و جریان نقد شرکتها
هر شرکتی که در این زنجیره کمترین آسیب پذیری و بیشترین قدرت انتقال افزایش قیمت ها به درآمد خود را داشته باشد، در سناریوی بحران تاب آورتر است.

اختلال در عرضه فرآورده های خاورمیانه می تواند بازارهای منطقه ای را با کمبود مواجه کند و حاشیه سود پالایشی را افزایش دهد؛ به عنوان نمونه، در مردادماه حاشیه سود گازوئیل در آسیا افزایش محسوسی داشته است.

اما این رابطه برای پالایشگاه ایرانی الزاماً یک طرفه و کاملاً مثبت نیست. اگر افزایش قیمت نفت جهانی به همان نسبت در نرخ خوراک پالایشگاه های داخلی منعکس شود، بخشی از منفعت ناشی از رشد قیمت فروش فرآورده در افزایش هزینه خوراک خنثی خواهد شد. به بیان دیگر، برای سهامدار پالایشی، افزایش قیمت نفت به تنهایی خبر مثبتی نیست؛ افزایش حاشیه سود پالایشی است که اهمیت دارد.

در سناریوی دوم، یعنی کاهش تنش و بهبود چشم انداز مذاکرات، احتمال کاهش صرف ریسک نفت و برگشت قیمت جهانی به سطوح پایین تر وجود دارد. این اتفاق از یک طرف می تواند نرخ خوراک پالایشگاه ها را کاهش دهد، اما از طرف دیگر نرخ فرآورده های صادراتی و ارزش موجودی شرکت ها را نیز تحت فشار قرار می دهد. بنابراین در این سناریو نیز اثر نهایی بر سودآوری به میزان کاهش خوراک در مقایسه با کاهش قیمت فرآورده ها وابسته خواهد بود.

در این میان، نحوه قیمت گذاری و تسویه فرآورده ها در داخل کشور اهمیت ویژه ای پیدا می کند. مقررات موجود، خرید خوراک و فروش فرآورده را در چارچوب قراردادهای قیمت های اعلامی وزارت نفت قرار داده است. همچنین در سال ۱۴۰۴ سازوکاری برای تسویه مابه التفاوت بهای خوراک و فرآورده از طریق ضمانت نامه، برات الکترونیکی و اعتبار اسنادی ایجاد شد؛ موضوعی که نشان می دهد سود حسابداری پالایشگاه الزاماً به معنای جریان نقدی هم زمان نیست.

از این رو، در شرایط فعلی باید سه متغیر را هم زمان زیر نظر گرفت: قیمت نفت خام، حاشیه سود فرآورده ها و فرمول رسمی

تجلی توسعه معادن و فلزات؛ افزایش سرمایه

۴۳ درصدی با پشتوانه بازدهی ۴۴.۷۶ درصدی

میلیون ریال برآورد شده که سهم غالب آن، معادل ۴۸،۷۲۷،۸۵۵ میلیون ریال، صرف مشارکت در افزایش سرمایه در حال انجام شرکت های سرمایه پذیر خواهد شد و مابقی به جبران مخارج مشارکت در افزایش سرمایه و تحصیل سرمایه گذاری ها اختصاص می یابد.

این اقدام ادامه روندی است که پیش تر نیز طی شده بود؛ سرمایه شرکت در مرحله قبل از ۱۰۷،۰۰۰،۰۰۰ میلیون ریال به ۱۱۷،۹۰۰،۰۰۰ میلیون ریال رسیده بود که در ۱۱ مرداد ۱۴۰۵ نزد مرجع ثبت شرکت ها به ثبت رسمی رسید.

اهداف آن مرحله نیز عمدتاً معطوف به مشارکت در افزایش سرمایه در حال انجام شرکت های سرمایه پذیر، جبران مخارج سرمایه گذاری های صورت گرفته در محدوده های معدنی و جبران مخارج تحصیل سرمایه گذاری ها و تأسیس شرکت بوده است؛ رویکردی که تداوم آن در گزارش توجیهی جدید نیز قابل مشاهده است. در فهرست مطالبات سهامداران مرحله جاری، شرکت های سرمایه گذاری توسعه معادن و فلزات، معدنی و صنعتی چادرملو و معدنی و صنعتی گل گهر از جمله سهامدارانی هستند که سهمی از منابع افزایش سرمایه از محل مطالبات آنان تأمین خواهد شد.

در بخش مبانی و مفروضات پیش بینی، نرخ تورم سال ۱۴۰۵ بر پایه آخرین نرخ اعلامی بانک مرکزی، ۵۴ درصد در نظر گرفته شده است. ارزیابی اقتصادی طرح با استناد به سه شاخص دوره بازگشت سرمایه، خالص ارزش فعلی و نرخ بازده داخلی صورت گرفته است. بر این اساس، دوره بازگشت سرمایه بدون احتساب ارزش زمانی پول، ۲ سال و پنج ماه برآورد شده است. خالص ارزش فعلی طرح (XNPV) با نرخ تنزیل ۳۵ درصد، تا پایان سال ۱۴۰۹ رقمی معادل ۱۱،۶۸۲،۱۵۷ میلیون ریال و مثبت محاسبه شده که به گفته تهیه کنندگان گزارش، توجیه پذیری اقتصادی طرح را تأیید می کند. نرخ بازده داخلی (XIRR) نیز ۴۴.۷۶ درصد به دست آمده که با فاصله محسوسی از نرخ تنزیل و بازده مورد انتظار قرار دارد و از این منظر نیز پذیرش طرح را توجیه می کند.

هیأت مدیره

شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات
Tajali Mines & Metals Development Co.
(Public Joint Stock)
تجلی توسعه معادن و فلزات
معادن و فلزات با تصویب گزارش توجیهی افزایش سرمایه، مسیر رشد سرمایه ثبتي شرکت از ۱۱۷،۹۰۰،۰۰۰ به ۱۶۸،۸۰۰،۰۰۰ میلیون ریال را از محل مطالبات سهامداران و آورده نقدی هموار کرد.

هیأت مدیره شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات (سهامی عام) در هشتاد و نهمین جلسه خود، که صبح یکشنبه ۲۵ مردادماه ۱۴۰۵ و با رعایت مفاد ماده ۱۲۹ قانون تجارت برگزار شد، گزارش توجیهی افزایش سرمایه شرکت را به تصویب رساند. بر پایه این مصوبه، سرمایه ثبتي شرکت از ۱۱۷،۹۰۰،۰۰۰ میلیون ریال به ۱۶۸،۸۰۰،۰۰۰ میلیون ریال افزایش می یابد؛ رشدی معادل ۵۰،۹۰۰،۰۰۰ میلیون ریال و نزدیک به ۴۳.۱۷ درصد نسبت به سرمایه کنونی. منبع تأمین این افزایش، مطالبات حال شده سهامداران و آورده نقدی اعلام شده است.

این تصمیم در چارچوب اجرای بند الف ماده ۳ دستورالعمل مراحل زمانی افزایش سرمایه شرکت های ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار اتخاذ شده و پس از بررسی ساختار برآوردی منابع و مصارف و اخذ نظر نهایی سهامدار عمده، به تصویب هیأت مدیره رسیده است. در ادامه، هیأت مدیره به مدیرعامل شرکت اختیار داد تا گزارش افزایش سرمایه را برای اظهار نظر حسابرس و بازرس قانونی ارسال کند و پس از آن، مقدمات برگزاری مجمع عمومی فوق العاده برای بررسی و تصویب نهایی موضوع را فراهم آورد.

بنابر گزارش توجیهی، این افزایش سرمایه چهار هدف راهبردی را دنبال می کند: جبران مخارج تحصیل سرمایه گذاری ها و تأسیس شرکت، جبران مخارج مشارکت در افزایش سرمایه شرکت های سرمایه پذیر، مشارکت در افزایش سرمایه های در حال انجام این شرکت ها، و جبران مخارج سرمایه گذاری های صورت گرفته در محدوده های معدنی.

در برنامه تأمین منابع، جمع نیاز مالی ۵۰،۹۰۲،۷۹۵

موج بعدی نقدینگی کجاست؟

بورس در رقابت با دارایی های رقیب

بورس در حال حاضر در نقطه ای قرار گرفته که احتمال شکل گیری موج جدید نقدینگی جدی شده، اما هنوز قطعی نشده است. نشانه های بازگشت تقاضا و افزایش ریسک پذیری را نمی توان نادیده گرفت، اما برای تبدیل این نشانه ها به یک روند پایدار، بازار به سه تأیید مهم نیاز دارد: کاهش ریسک سیاسی، جذاب تر شدن بازده مورد انتظار سهام در برابر طلا، ارز و اوراق، و تأیید رشد سودآوری شرکت ها در گزارش های ماهانه و فصلی. اگر این سه عامل در یک مسیر قرار بگیرند، بخشی از سرمایه های پارک شده در دارایی های دفاعی می تواند به سمت سهام حرکت کند و وزن بورس در سبد سرمایه گذاری خانوارها و سرمایه گذاران افزایش یابد. در غیر این صورت، بازار همچنان با چرخش نقدینگی میان دارایی ها مواجه خواهد بود.

بنابراین، موج بعدی نقدینگی زمانی آغاز شده تلقی می شود که پول تازه وارد فقط وارد بورس نشود، بلکه در آن بماند. نشانه واقعی این تغییر نیز نه صرفاً رکوردشکنی شاخص، بلکه تداوم ارزش معاملات، گسترده شدن تقاضا، استمرار ورود پول و مهم تر از همه، همراه شدن رشد قیمت ها با رشد سودآوری شرکت ها است. اگر این اتفاق ها هم زمان رخ دهند، رقابت بورس با طلا، ارز و اوراق می تواند به نفع سهام تغییر کند؛ در غیر این صورت، رشد اخیر را باید همچنان مرحله ای از آزمون بازار برای سنجش مقصد بعدی نقدینگی دانست.

البته این رقابت به معنای خروج کامل سرمایه از طلا و ارز نیست؛ زیرا این دارایی ها همچنان نقش مهمی در پوشش ریسک تورم و کاهش ارزش پول ملی دارند. اتفاق محتمل تر، تغییر وزن دارایی ها در سبد سرمایه گذاری است. سرمایه گذاری که در دوره نااطمینانی سهم بیشتری از سرمایه خود را به طلا و ارز اختصاص داده، در صورت کاهش ریسک سیاسی و افزایش جذابیت سهام ممکن است بخشی از سرمایه خود را به بورس منتقل کند. بنابراین حتی یک جابه جایی محدود از این بازارها به سمت سهام، در صورت تداوم، می تواند اثر قابل توجهی بر ارزش معاملات و عمق تقاضای بازار داشته باشد.

از همین منظر، سؤال اصلی بازار دیگر صرفاً این نیست که شاخص تا چه سطحی می تواند رشد کند؛ سؤال مهم تر این است که نقدینگی در بورس می ماند یا نه. رشد شاخص بدون تداوم ورود پول می تواند یک حرکت مقطعی باشد، همان طور که ورود پول بدون پشتوانه بنیادی نیز الزماً به یک روند پایدار منجر نمی شود.

آنچه می تواند این دو را به یکدیگر متصل کند، ترکیب افزایش تقاضا با بهبود سودآوری شرکت ها و کاهش ریسک های سیستماتیک است.

اگر این اتفاق رخ دهد، بازار از مرحله رشد ناشی از تغییر انتظارات عبور می کند و وارد مرحله ای می شود که نقدینگی جدید، پشتوانه بنیادی بیشتری برای ماندن در سهام پیدا می کند.

پشتیبانی کنند، ظرفیت بیشتری برای حفظ توجه سرمایه گذاران خواهند داشت و در مقابل، نمادهایی که رشد قیمت آنها از عملکرد بنیادی فاصله گرفته باشد، بیشتر در معرض عرضه و شناسایی سود قرار می گیرند.

به همین دلیل، گزارش های ماهانه پیش رو می توانند یکی از مهم ترین متغیرهای تعیین کننده برای ادامه ورود نقدینگی باشند.

کاهش ریسک سیاسی نیز در این میان می تواند ترکیب برندگان بازار را تغییر دهد. صنایعی که طی دوره نااطمینانی بیشترین فشار را از محدودیت های اقتصادی، تجارت خارجی و کاهش چشم انداز فعالیت متحمل شده اند، در صورت شکل گیری یک سناریوی مثبت سیاسی می توانند با تغییر سریع تری در انتظارات مواجه شوند.

بانک ها و خودروسازان در این میان حساسیت بیشتری دارند، زیرا بهبود روابط اقتصادی، کاهش محدودیت ها، دسترسی بهتر به منابع و تغییر چشم انداز تعاملات خارجی می تواند ارزش گذاری آنها را تحت تأثیر قرار دهد.

در سوی دیگر، صنایع صادرات محور مانند پتروشیمی، فلزات و معدنی ها همچنان از نرخ ارز و قیمت های جهانی اثر می پذیرند، اما کاهش ریسک سیاسی می تواند فضای کلی ارزش گذاری و تصمیم گیری سرمایه گذاران درباره این شرکت ها را نیز بهبود دهد.

بنابراین در سناریوی مثبت، احتمالاً سرمایه ابتدا به سمت صنایعی حرکت می کند که بیشترین فاصله میان قیمت فعلی و انتظارات آینده آنها ایجاد شده است.

با وجود این، هنوز نمی توان صرف ورود پول اخیر را به معنای آغاز یک موج جدید دانست. بازار سهام بارها دوره هایی را تجربه کرده که در آنها افزایش ارزش معاملات و ورود پول حقیقی با رشد سریع قیمت ها همراه شده، اما پس از مدتی نقدینگی دوباره مسیر خود را به سمت بازارهای دیگر تغییر داده است. تفاوت موج پایدار با یک چرخش کوتاه مدت در تداوم جریان پول مشخص می شود. اگر ورود نقدینگی در هفته های آینده ادامه پیدا کند، ارزش معاملات در سطوح بالا باقی بماند و جریان خرید از چند نماد یا صنعت خاص فراتر برود، می توان احتمال تغییر وزن سرمایه گذاران به نفع سهام را جدی تر گرفت. اما اگر جریان پول پس از چند روز صعودی متوقف شود و سرمایه دوباره میان سهام، طلا، ارز و اوراق جابه جا شود، حرکت اخیر بیشتر یک موج تاکتیکی خواهد بود تا شروع یک روند ساختاری.

برای ماندگار شدن پول تازه وارد، بازار به یک محرک واحد نیاز ندارد؛ بلکه باید مجموعه ای از عوامل در یک جهت حرکت کنند. ثبات سیاسی می تواند ریسک سرمایه گذاری را کاهش دهد، وضعیت نرخ بهره می تواند جذابیت نسبی سهام را افزایش یا کاهش دهد و گزارش های شرکت ها باید نشان دهند که سودآوری واقعی نیز ظرفیت همراهی با رشد قیمت ها را دارد.

هر چه این سه متغیر هم جهت تر شوند، احتمال اینکه سرمایه گذار به جای نوسان گیری کوتاه مدت، افق سرمایه گذاری خود را بلندتر کند بیشتر خواهد شد.

در واقع، ماندگاری نقدینگی زمانی اتفاق می افتد که سرمایه گذار احساس کند هنوز بخش قابل توجهی از بازده مورد انتظار بازار محقق نشده و در مقابل، ریسک های پیش روی بورس قابل مدیریت تر از گذشته شده اند.

در چنین فضایی، سناریوی مثبت سیاسی می تواند رقابت بورس با طلا و ارز را وارد مرحله تازه ای کند.

محمد مهاجر

تحلیلگر ارشد کارگزاری پیشرو

بورس تهران در شرایطی دوباره در کانون توجه نقدینگی قرار گرفته که هنوز ریسک های سیاسی به طور کامل از معادلات بازار حذف نشده اند و سرمایه گذاران همچنان میان سهام، طلا، ارز و اوراق در حال جابه جایی و انتخاب هستند. با این حال، رفتار اخیر بازار نشان می دهد معادله ای که در ماه های گذشته بخش قابل توجهی از سرمایه را به سمت دارایی های دفاعی سوق داده بود، در حال تغییر است. افزایش ارزش معاملات، رشد شاخص ها و بازگشت تقاضا به بخشی از نمادها این احتمال را تقویت کرده که سرمایه گذاران بار دیگر در حال افزایش وزن سهام در سبد دارایی خود هستند؛ اما پرسش مهم تر این است که آیا این تغییر رفتار می تواند به یک موج پایدار نقدینگی تبدیل شود یا بازار صرفاً شاهد یک چرخش موقت سرمایه میان گزینه های مختلف است.

بازگشت توجه به بورس را نمی توان تنها به رشد قیمت ها نسبت داد. آنچه در حال تغییر است، بیشتر از قیمت سهام، انتظارات سرمایه گذاران درباره آینده بازارهاست. در دوره ای که ریسک سیاسی بالا بود، طلا و ارز به دلیل نقش پوشش ریسک و حفظ ارزش دارایی، جذابیت بیشتری پیدا کردند و بخشی از سرمایه نیز به سمت اوراق و ابزارهای کم ریسک رفت. در چنین شرایطی، حتی اگر برخی شرکت های بورسی از نظر بنیادی ارزنده باشند، سرمایه گذار الزماً حاضر نیست ریسک بیشتری را برای خرید سهام بپذیرد.

اکنون هر اندازه احتمال تشدید ریسک های سیاسی کاهش یابد و چشم انداز اقتصادی قابل پیش بینی تر شود، معادله میان ریسک و بازده نیز تغییر می کند و سهام دوباره می تواند برای بخشی از سرمایه گذاران جذاب شود.

در واقع، محرک اصلی انتقال نقدینگی از طلا، ارز و اوراق به بورس، یک عامل منفرد نیست؛ بلکه تغییر در بازده مورد انتظار دارایی ها نسبت به ریسک آنهاست.

زمانی که سرمایه گذار احساس کند بازده احتمالی طلا و ارز دیگر به اندازه گذشته با ریسک های موجود تناسب ندارد و در مقابل، سهام از ظرفیت بیشتری برای رشد برخوردار است، تغییر ترکیب سبد سرمایه گذاری طبیعی خواهد بود.

در بازار اوراق نیز همین منطق برقرار است. نرخ های بالای بدون ریسک یکی از مهم ترین رقبای بورس هستند و تا زمانی که سرمایه گذار بتواند با ریسک پایین بازده قابل توجهی کسب کند، برای ورود جدی به سهام به حاشیه اطمینان بیشتری نیاز خواهد داشت. بنابراین کاهش جذابیت نسبی اوراق یا افزایش چشم انداز سودآوری سهام می تواند بخشی از سرمایه های پارک شده در این بازار را به سمت بورس هدایت کند.

با این حال، تغییر انتظارات به تنهایی برای ادامه مسیر کافی نیست. بورس برای تبدیل نقدینگی تازه وارد به یک جریان ماندگار، به تأیید بنیاد شرکت ها نیاز دارد و در این نقطه گزارش های ماهانه اهمیت زیادی پیدا می کنند.

اگر رشد قیمت سهام در کنار افزایش فروش، تولید و سودآوری شرکت ها قرار گیرد، بازار می تواند نشان دهد که صعود اخیر صرفاً حاصل هیجان و جابه جایی نقدینگی نیست.

در چنین شرایطی، گزارش های ماهانه عملاً نقش فیلتر بازار را ایفا می کنند؛ شرکت هایی که بتوانند رشد قیمت خود را با عملکرد عملیاتی

WWW.GEG.IR



شرکت معدنی و صنعتی گلگهر
GOLGOHAR MINING & INDUSTRIAL COMPANY
روابط عمومی و امور بین الملل



رویش باور، در دل کویر

GOLGOHAR
MINING & INDUSTRIAL COMPANY

نبرد بر سر ارزش ریال؛ بورس و طلا در دو مسیر متفاوت



قیمت طلای داخلی همچنان در سطوح بالا باقی ماند. بنابراین، متغیر تعیین کننده در کوتاه مدت بیش از آنکه صرفاً مسیر اونس باشد، برآیند دلار و اونس است. اگر اونس در محدوده های حمایتی خود تثبیت شود و دلار نیز بالای ۲۰۰ هزار تومان باقی بماند، طلا همچنان یکی از مهم ترین پناهگاه های سرمایه در برابر ریسک ریال خواهد بود. با این حال، اصلاح همزمان دلار و اونس می تواند بخشی از جذابیت کوتاه مدت طلا را کاهش دهد.

از منظر تخصیص دارایی، اتفاق مهم این است که بورس و طلا دیگر الزاماً دو بازار کاملاً رقیب نیستند و می توان گفت هر دو در حال قیمت گذاری یک متغیر مشترک اند: انتظارات نسبت به ارزش ریال. تفاوت در این است که طلا واکنش سریع تری به انتظارات ارزی و ریسک سیاسی نشان می دهد، در حالی که سهام در صورت تحقق سناریوی تورمی، با تأخیر اما از مسیر رشد درآمد و دارایی های شرکت ها خود را با سطح جدید قیمت ها تطبیق می دهد.

در نهایت، عبور شاخص از ۶ میلیون واحد را نیز نباید صرفاً یک عدد روانی دانست. رشد اخیر بازار اکنون آن را وارد مرحله ای کرده که کیفیت و سرعت صعود اهمیت بیشتری از خود صعود پیدا می کند.

اگر رشد ارزش معاملات، ورود نقدینگی و مشارکت گسترده تر بازار با بهبود سودآوری شرکت ها همراه شود، می توان از شکل گیری یک روند بنیادی تر صحبت کرد؛ اما اگر رشد شاخص عمدتاً ناشی از افزایش ضرایب ارزش گذاری باشد، حساسیت بازار به یک شوک سیاسی یا ارزی به مراتب بیشتر خواهد شد. در حال حاضر داده ها از تداوم قدرت تقاضا حکایت دارند، اما برای قضاوت درباره پایداری روند هنوز باید منتظر رفتار بازار در مواجهه با نخستین موج اصلاحی بود.

مهم اثرگذار بر بازار است. دلار آزاد پس از عبور از ۲۰۰ هزار تومان، در محدوده ۲۰۳ تا ۲۰۶ هزار تومان نوسان کرده و بخشی از این حرکت را باید در چارچوب افزایش ریسک سیاسی در شرایط پس از جنگ، محاصره اقتصادی شدید ایران توسط امریکا، فشارهای مالی دولت و انتظارات تورمی متعاقب آن بررسی کرد.

در بازار طلا، قیمت داخلی از برآیند دو متغیر اصلی، اونس جهانی و نرخ دلار داخلی، شکل می گیرد. طی روزهای اخیر، این دو متغیر در خلاف جهت یکدیگر حرکت کرده اند. اونس جهانی پس از اظهارات کوین وارث و افزایش انتظارات نسبت به تداوم سیاست انقباضی فدرال رزرو، با افت قابل توجهی مواجه شد؛ با این حال، انتظار افزایش نرخ ارز در بازار داخلی به خاطر شرایط اقتصادی و فشارهای پیش رو، در کنار نگرانی از محدودتر شدن منابع ارزی در ماه های آینده، انتظارات افزایشی در بازار ارز را تقویت کرد.

در نتیجه، رشد دلار بخشی از اثر افت اونس را پوشش داد و

همین روند در صنعت زراعت نیز قابل مشاهده است. زراعت نیز از جمله صنایعی است که سال ها با قیمت گذاری دستوری محصولات اساسی و حاشیه سود اندک دست و پنجه نرم کرده است. با کاهش دخالت در قیمت گذاری و نزدیک تر شدن نرخ فروش محصولات به سطوح واقعی، این صنعت نیز وارد دوره جدیدی از سودآوری شده است و بنابراین به یکی از گزینه های قابل توجه برای سرمایه گذاری بدل شده که به دنبال صنایع با پتانسیل تعدیل سود در ماه های پیش رو هستند.

در چنین شرایطی یکی از مهم ترین متغیرهای ماه های پیش رو سرعت انتقال افزایش تورم و نرخ ارز به درآمد شرکت ها در مقایسه با سرعت انتقال آن به هزینه ها است؛ زیرا شرکتی که قدرت قیمت گذاری بیشتری دارد، چرخه وصول کوتاه تری داشته و سرمایه در گردش کمتری مصرف می کند، و بنابراین از تورم به شکل متفاوتی نسبت به شرکتی با ساختار هزینه سنگین منتفع می شود.

در سطح کلان، شرایط سیاسی همچنان یکی از متغیرهای

باشگاه مشتریان کارگزاری بانک مسکن؛

بازتعریف وفاداری در صنعت کارگزاری

ارائه خدمات یکسان به همه مشتریان نه تنها کارآمد نیست، بلکه می تواند فاصله بین کارگزاری و مشتری را افزایش دهد. در همین راستا، باشگاه مشتریان با دسته بندی هوشمند مشتریان و تحلیل رفتار سرمایه گذاری آن ها، زمینه ارائه خدمات دقیق تر را فراهم می آورد. بر همین اساس، جهت گیری اصلی باشگاه، حرکت به سمت ارائه خدمات هدفمندتر و شخصی سازی شده تر است. نوع خدمت، سطح مزایا و نحوه تعامل با هر مشتری تا حد امکان با نیاز واقعی، سابقه همکاری و نوع فعالیت او تناسب دارد. هدف نهایی این است که مشتری احساس کند خدماتی که دریافت می کند صرفاً بخشی از یک برنامه عمومی وفادارسازی نیست، بلکه متناسب با شرایط منحصر به فرد او طراحی شده است. این رویکرد شخصی سازی شده، نه تنها رضایت مشتری را افزایش می دهد، بلکه اعتماد و پایداری رابطه را نیز تقویت می کند. در واقع، مشتری زمانی وفادار می ماند که احساس کند کارگزاری او را می شناسد و برای موفقیتش تلاش می کند. شعار «تعامل سازنده، تجربه ای متمایز» بیانگر مسیر آینده باشگاه مشتریان کارگزاری بانک مسکن است.

چشم انداز این کارگزاری آن است که باشگاه مشتریان در آینده صرفاً یک سامانه امتیاز و پاداش نباشد، بلکه به یکی از نقاط اصلی ارتباط مشتری با اکوسیستم جامع خدمات کارگزاری تبدیل شود. در این مسیر، توسعه شخصی سازی خدمات، یکپارچه تر شدن نقاط تماس مشتری، تقویت خدمات آموزشی و تحلیلی، دریافت مستمر بازخورد و استفاده هوشمندانه تر از فناوری و داده از محورهای کلیدی توسعه قرار دارند.

بهره گیری از تحلیل داده ها و ابزارهای دیجیتال، امکان شناخت دقیق تر الگوهای رفتاری مشتریان را فراهم کرده و تصمیم گیری مبتنی بر داده را در ارائه خدمات ممکن می سازد. هدف نهایی، آن است که مشتری برای دریافت خدمات مختلف با تجربه های پرآکنده و ناهمگون مواجه نباشد، بلکه در یک مسیر منسجم، ساده و کاملاً متناسب با نیاز خود به تمامی خدمات کارگزاری دسترسی داشته باشد. باشگاه مشتریان کارگزاری بانک مسکن در پی آن است که از یک ابزار صرفاً تبلیغاتی و وفادارسازی به یک بستر واقعی برای شناخت بهتر مشتری، تعامل مستمر و خلق ارزش مشترک تبدیل شود. این رویکرد، نه تنها منافع مشتریان را تأمین می کند، بلکه کارگزاری را نیز در مسیر تبدیل شدن به یک شریک بلندمدت و قابل اعتماد در بازار سرمایه قرار می دهد. در نهایت، موفقیت باشگاه مشتریان را نه در تعداد اعضای آن، بلکه در عمق و کیفیت روابطی که شکل می دهد، باید سنجید.

سهیلار جب طهرانی

کارشناس بازار سرمایه

عبور شاخص کل از مرز ۶ میلیون واحد در پایان مرداد و ادامه این مسیر در هفته اول شهریور، رشد حدود ۲۸ درصدی شاخص کل در یک ماه و ارزش معاملات بیش از ۳۰ همتی، همگی نشان می دهند بازار این روزها از یک حرکت صرفاً تکنیکی فاصله گرفته و نقدینگی با جدیت بیشتری در حال بازتعریف جایگاه سهام در برابر سایر دارایی ها است.

یکی از مهم ترین متغیرهایی که در پس این روند قرار دارد، محدودتر شدن منابع ارز ترجیحی است. کاهش دسترسی دولت به درآمد های ارزی، عملاً مسیر را برای آزادسازی تدریجی نرخ های فروش هموار کرده است؛ روندی که برخلاف تصور رایج، الزاماً یک عامل فشار بر شرکت ها نیست، بلکه برای بخش قابل توجهی از صنایع شرایط را برای قیمت گذاری واقعی تر محصولات و در نتیجه سودآوری پایدارتر هموار کرده است.

صنعت دارو که نمونه روشنی از این تحول است. این صنعت که سال ها با نرخ های دستوری و اتکا به ارز ترجیحی، حاشیه سود فشرده ای را تحمل کرده بود، اکنون با محدود شدن منابع ارز ترجیحی، شاهد اصلاح هفته به هفته قیمت ها و افزایش نرخ فروش است. این اصلاح، در کنار موجودی مواد اولیه ای که پیش از این با نرخ های پایین تر تأمین شده، در کوتاه مدت رشد محسوسی در حاشیه سود این صنعت ایجاد کرده است. نکته مهم تر اما این است که آزادسازی نرخ ها پایه سودآوری این صنعت را برای دوره های آتی نیز پایدار می کند؛ به همین دلیل است که در حال حاضر نگاه کلی بازار به صنعت دارو مثبت ارزیابی می شود.

خارک در جاده صعود؛ خوراک پتروشیمی

از فراز و فرود ۱۴۰۴ تا جهش تازه ۱۴۰۵

شده است. نرخ سوخت مصرفی نیز مسیری مشابه را طی کرد و از ۵۱۸ و ۱۱۲ ریال تا ۵۰۹ و ۱۴۱ ریال در اسفند رسید آنچه این روایت را برای سهامداران ارزشمند می کند، شفافیت شرکت در تشریح آثار مالی این تغییرات است. در گزارش فعالیت ماهانه منتهی به خرداد ۱۴۰۴، اصلاح نرخ گاز خوراک و سوخت به کاهش هزینه انرژی به ارزش ۶ هزار و ۸۰۰ میلیارد ریال منجر شد؛ رقمی که مستقیماً در صورت های مالی میان دوره ای سه ماهه شرکت انعکاس یافت. همچنین برای دوره ۹ ماهه منتهی به آذر ۱۴۰۴، مدیریت شرکت با نگاهی رو به جلو، پیش بینی نرخ خوراک زمستانی را نیز اعلام کرد؛ برآوردی معادل ۲۳۸ و ۲۰۴ ریال برای هر متر مکعب که بعدها با ابلاغیه های نهایی وزارت نفت تطبیق داده شد.

اما فصل تازه این داستان از همین امسال، یعنی ۱۴۰۵، آغاز شده و به نظر می رسد شتاب بیشتری به خود گرفته است. با پایان اعتبار ابلاغیه سال ۱۴۰۱ در انتهای ۱۴۰۴، وزارت نفت نرخ علی الحساب خوراک را برای سال جدید تعیین کرد؛ آغازی که از همان فروردین با جهش به ۴۷۱ و ۲۱۵ ریال همراه بود، در اردیبهشت در همین سطح باقی ماند، در خرداد به ۵۱۹ و ۲۴۱ ریال رسید و در تیرماه با رشدی چشمگیر به ۸۳۶ و ۳۱۸ ریال ارتقا یافت؛ رقمی که در مقایسه با تیرماه سال گذشته بیش از دو برابر شده است. نرخ های مرداد تا اسفند ۱۴۰۵ همچنان در انتظار ابلاغ رسمی وزارت نفت است.

جدیدترین حلقه این زنجیره اطلاع رسانی، به مرداد ۱۴۰۵ بازمی گردد؛ جایی که شرکت از دریافت نامه رسمی معاونت برنامه ریزی وزارت نفت درباره نرخ خوراک بازه فروردین تا تیر ۱۴۰۵ خبر داد و متعهد شد آثار مالی این نرخ ها را در صورت های مالی آتی به طور کامل محاسبه و افشا کند؛ تعهدی که یک بار دیگر انضباط اطلاع رسانی پتروشیمی خارک و پابندی آن به ماده ۱۳ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات ناشران بورسی را به نمایش می گذارد.

شایان ذکر است در تمامی این ابلاغیه ها تأکید شده که نرخ های اعلامی، بدون احتساب عوارض، مالیات و حقوق قانونی دولت است و محاسبه نهایی بر اساس مقررات و دستورالعمل های مالی مربوطه انجام خواهد شد.

نرخ خوراک گازی پتروشیمی خارک در مسیری پرفراز و نشیب طی سال ۱۴۰۴ حرکت کرد و اکنون با ورود به ۱۴۰۵، گام بلندی رو به بالا برداشته است؛

روندی که شرکت با شفافیت کامل، گام به گام آن را برای سهامداران روایت کرده است.

قصه قیمت خوراک پتروشیمی خارک در سال ۱۴۰۴ را می توان روایتی از فراز و فرود های پی در پی دانست؛ داستانی که با امضای مدیر عامل شرکت، کمیل پورضیائی، طی گزارش های متعدد کدالی برای سهامداران بازگو شده است. نقطه شروع این ماجرا به ابلاغیه پایه ای وزارت نفت بازمی گردد؛ قاعده ای ساده و شناخته شده که بر مبنای آن، نرخ خوراک خارک همواره معادل ۱۲۰ درصد قیمت گاز طبیعی محاسبه می شود.

فروردین ۱۴۰۴ با نرخ ۷۵۹ و ۱۲۵ ریال به ازای هر متر مکعب آغاز شد، اما مسیر ماه های بعد چندان یکنواخت نبود. در اردیبهشت، نرخ کمی تعدیل شد و به ۶۹۵ و ۱۱۶ ریال رسید؛ خرداد دوباره شاهد رشد تا سطح ۳۳۵ و ۱۲۰ ریال بود و تیر و مرداد با کاهش های مقطعی به ۴۱۸ و ۱۱۵ و ۷۴۸ و ۱۱۰ ریال همراه شدند. اما از شهریور به بعد، ورق برگشت و روند صعودی نرخ ها آغاز شد؛ رشدی پیوسته که خارک را تا مهر (۷۱۱ و ۱۲۸ ریال)، آبان (۵۰۳ و ۱۳۱ ریال) و آذر (۳۶۱ و ۱۳۶ ریال) همراهی کرد.

نقطه اوج این داستان اما در دل ماه های سرد سال رقم خورد. دی ماه با جهشی محسوس به ۳۵ و ۲۲۷ ریال رسید و بهمن، پرشتاب تر از همیشه، رکورد سال را با ۲۸۲ و ۲۷۰ ریال به ثبت رساند. اسفند اندکی از شتاب کاست و نرخ به ۴۷۱ و ۲۱۵ ریال بازگشت. جالب اینجاست که شرکت در گزارشی جداگانه که اردیبهشت ۱۴۰۵ منتشر کرد، با دقت و شفافیت به این نکته اشاره کرد که نرخ های برآوردی اولیه خودش برای بهمن و اسفند (۸۶۳ و ۲۶۰ و ۹۱۱ و ۲۷۰ ریال) با ارقام نهایی ابلاغی وزارت نفت اندکی تفاوت داشته و این مابه التفاوت به طور کامل در صورت های مالی لحاظ و افشا



فاصله میان قیمت و ارزش؛ مرز باریک میان فرصت خرید و سهم حبایی

بازار سهام در هفته‌های اخیر هم‌زمان با رشد شاخص‌ها، افزایش ارزش معاملات و ورود نقدینگی حقیقی، دوره‌هایی از عرضه و شناسایی سود را نیز تجربه کرده است. بنابراین، نمی‌توان صرفاً از روی مثبت یا منفی بودن چند روز معاملاتی درباره ارزش واقعی یک سهم قضاوت کرد. در نهایت، مقایسه قیمت با ارزش ذاتی باید محور اصلی تصمیم‌گیری قرار گیرد. ارزش ذاتی نیز یک عدد ثابت و قطعی نیست، بلکه براساس مفروضاتی مانند سودآوری آینده، نرخ رشد، نرخ ارز، هزینه سرمایه و شرایط صنعت تغییر می‌کند. بنابراین، سرمایه‌گذار باید به جای پرسیدن اینکه «این سهم چقدر افت کرده است؟» سؤال مهم‌تری را مطرح کند: «یا قیمت فعلی سهم نسبت به سودآوری و جریان نقدی که در آینده ایجاد خواهد کرد، منطقی است؟»

جمع‌بندی

در شرایطی که هیجان بازار می‌تواند حتی سهام‌بنیادی را برای مدتی تحت فشار قرار دهد، تفکیک فرصت خرید از سهم حبایی بیش از هر چیز به فاصله میان «قیمت» و «ارزش» بستگی دارد. کیفیت سود، جریان نقد عملیاتی، ارزش‌گذاری، چشم‌انداز سودآوری، ساختار مالی، شرایط صنعت و میزان وابستگی شرکت به نرخ ارز و قیمت‌های جهانی، مهم‌ترین متغیرهایی هستند که باید در این ارزیابی مورد توجه قرار گیرند. در واقع، کاهش قیمت به‌تنهایی نشانه فرصت خرید نیست و افزایش قیمت نیز الزاماً به معنای حبایی بودن سهم نیست. آنچه اهمیت دارد این است که آیا تغییر قیمت با تغییر ارزش بنیادی شرکت تناسب دارد یا خیر. در بازارهای هیجانی، ممکن است قیمت برای مدتی از واقعیت بنیادی فاصله بگیرد؛ اما برای سرمایه‌گذار میان‌مدت و بلندمدت، همین فاصله می‌تواند مهم‌ترین منشأ فرصت یا مهم‌ترین هشدار باشد. در نهایت، سرمایه‌گذاری موفق در چنین بازاری به توانایی شناسایی شرکت‌هایی وابسته است که از پشتوانه بنیادی مناسبی برخوردارند و قیمت فعلی آنها فاصله معناداری با ارزش واقعی‌شان دارد؛ و رویکردی که می‌تواند در بلندمدت زمینه دستیابی به بازدهی پایدارتر را فراهم کند.

مناسب‌تری برای تأمین مالی دارند، در برابر شوک‌های اقتصادی انعطاف‌پذیری بیشتری خواهند داشت. بنابراین، بررسی نسبت بدهی، هزینه مالی و توان شرکت در ایفای تعهدات، مکمل ضروری تحلیل سودآوری است. از سوی دیگر، چشم‌انداز صنعت و جایگاه شرکت در آن نیز باید مورد توجه قرار گیرد. یک شرکت ممکن است در حال حاضر عملکرد مالی مناسبی داشته باشد، اما اگر صنعت آن با کاهش تقاضا، افت قیمت محصولات یا محدودیت‌های ساختاری مواجه باشد، ادامه این سودآوری با ابهام همراه خواهد بود. در مقابل، شرکت‌هایی که در صنایع دارای مزیت نسبی فعالیت می‌کنند و از توان صادراتی، دسترسی مناسب به مواد اولیه یا قدرت قیمت‌گذاری برخوردارند، می‌توانند در برابر تغییرات اقتصاد کلان مقاومت بیشتری داشته باشند. یکی از مهم‌ترین معیارها برای شناسایی سهم حبایی نیز فاصله میان رشد قیمت و رشد متغیرهای بنیادی است. اگر قیمت یک سهم در مدت کوتاهی چندین برابر شود، اما سودآوری، فروش، جریان نقد و چشم‌انداز عملیاتی شرکت متناسب با آن افزایش پیدا نکرده باشد، باید نسبت به پایداری این رشد محتاط بود. در واقع، حباب زمانی شکل می‌گیرد که انتظارات سرمایه‌گذاران از آینده شرکت به مراتب جلوتر از شواهد بنیادی حرکت کند. در چنین وضعیتی، کوچک‌ترین تغییر در انتظارات می‌تواند موجب افزایش عرضه و اصلاح شدید قیمت شود. در نقطه مقابل، فرصت ناب خرید الزاماً به این معنی نیست که سهمی بیشترین افت قیمت را تجربه کرده باشد. یک سهم زمانی می‌تواند فرصت جذابی تلقی شود که قیمت آن به دلایل کوتاه‌مدت و عمدتاً هیجانی کاهش یافته باشد، در حالی که عوامل بنیادی تعیین‌کننده ارزش شرکت همچنان پابرجا هستند. برای مثال، اگر سودآوری شرکت، جریان نقد، وضعیت صنعت و چشم‌انداز عملیاتی آن تغییر اساسی نکرده باشد، اما قیمت سهم صرفاً تحت تأثیر جو عمومی بازار کاهش پیدا کند، فاصله ایجادشده میان قیمت بازار و ارزش ذاتی می‌تواند برای سرمایه‌گذار بلندمدت اهمیت پیدا کند. این موضوع در شرایط فعلی اهمیت بیشتری دارد؛ به این دلیل که

تصویر دقیق‌تری از کیفیت سود ارائه دهد. هم‌چنین بین رشد سود، جریان نقد و فروش معمولاً نشانه‌ای مثبت برای ارزیابی بنیادی شرکت است؛ در حالی که افزایش سود بدون پشتوانه نقدی می‌تواند نیازمند بررسی بیشتری باشد.

عامل مهم دیگر، ارزش‌گذاری سهم است. حتی بهترین شرکت‌ها نیز اگر با قیمت بیش از حد بالا خریداری شوند، لزوماً سرمایه‌گذاری مناسبی نخواهند بود. نسبت‌هایی مانند P/E، P/S و در برخی صنایع P/B می‌توانند برای مقایسه ارزش‌گذاری شرکت با سابقه تاریخی خود و همچنین شرکت‌های مشابه مورد استفاده قرار گیرند. البته هیچ‌یک از این نسبت‌ها نباید به‌صورت منفرد مبنای تصمیم‌گیری قرار گیرد. برای مثال، P/E پایین ممکن است در نگاه اول جذاب باشد، اما اگر سود فعلی شرکت ناشی از یک شرایط موقتی باشد، این نسبت می‌تواند تصویر گمراه‌کننده‌ای ارائه دهد و در مقابل، P/E بالاتر در شرکتی با رشد پایدار و چشم‌انداز روشن، الزاماً به معنای حبایی بودن سهم نیست. در شرایط فعلی بازار سهام ایران، رشد سودآوری آینده‌نگر اهمیت بیشتری پیدا کرده است. سرمایه‌گذار نباید تنها به سودی که شرکت در گذشته ساخته نگاه کند، بلکه باید بررسی کند که متغیرهای اثرگذار بر سود شرکت در ماه‌های آینده چه مسیری خواهند داشت.

نرخ ارز، قیمت جهانی کالاها، نرخ فروش محصولات، هزینه مواد اولیه، نرخ انرژی، هزینه تأمین مالی و سیاست‌های تنظیم‌گری از جمله عواملی هستند که می‌توانند سود آینده شرکت‌ها را به شکل قابل توجهی تغییر دهند. به همین دلیل، تحلیل بنیادی موفق در شرایط فعلی بیش از آنکه صرفاً به صورت‌های مالی گذشته وابسته باشد، به توانایی تحلیل چشم‌انداز آینده شرکت نیاز دارد. ساختار مالی شرکت نیز متغیر مهم دیگری است که نباید از آن غافل شد. در شرایطی که نرخ‌های سود و هزینه تأمین مالی اهمیت زیادی دارند، شرکت‌هایی که بدهی سنگین دارند ممکن است با افزایش هزینه‌های مالی، بخشی از سود عملیاتی خود را از دست بدهند. در مقابل، شرکت‌هایی که ترازنامه سالم‌تر، بدهی کنترل‌شده و توان

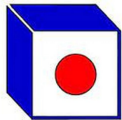
فرزاد محمدی کارشناس بازار سرمایه

در روزهایی که فضای عمومی بازار تحت تأثیر هیجان، اخبار و تغییرات سریع انتظارات سرمایه‌گذاران قرار دارد، یکی از مهم‌ترین چالش‌های فعالان بازار سهام، تشخیص تفاوت میان یک «افت قیمتی جذاب» و یک «هشدار بنیادی» است. در چنین شرایطی ممکن است حتی سهم‌شرکتی که گزارش‌های مالی مناسبی منتشر کرده، در کوتاه‌مدت با افزایش عرضه مواجه شود و قیمت آن کاهش پیدا کند. در مقابل، برخی سهم‌ها نیز ممکن است صرفاً تحت تأثیر جریان نقدینگی و هیجان عمومی بازار رشد کنند، بدون آنکه این رشد با بهبود واقعی در سودآوری و ارزش ذاتی شرکت همراه باشد. بنابراین، برای تفکیک فرصت‌های واقعی از سهم‌های حبایی، باید توجه را از رفتار کوتاه‌مدت قیمت به مجموعه‌ای از متغیرهای بنیادی معطوف کرد. نخستین و شاید مهم‌ترین متغیر، کیفیت و پایداری سودآوری شرکت است.

صرف افزایش سود خالص یک شرکت نمی‌تواند به‌تنهایی نشانه مطلوبی برای سرمایه‌گذاری باشد؛ چون بخشی از سود ممکن است ناشی از درآمدهای غیرعملیاتی، سود تسعیر ارز، فروش دارایی‌ها یا عوامل موقتی باشد. آنچه برای سرمایه‌گذار اهمیت بیشتری دارد، توان شرکت در ایجاد سود از محل فعالیت اصلی و تکرارپذیر خود است. شرکتی که درآمد عملیاتی آن در حال رشد است، حاشیه سود مناسبی دارد و می‌تواند این روند را در دوره‌های آینده نیز حفظ کند، از نظر بنیادی با شرکتی که تنها در یک دوره مالی سود بالایی ثبت کرده، تفاوت اساسی دارد. در کنار سودآوری، جریان نقد عملیاتی نیز اهمیت زیادی دارد. ممکن است شرکتی در صورت سود و زیان سود قابل توجهی شناسایی کند، اما بخش زیادی از این سود هنوز به‌وجه نقد تبدیل نشده باشد.

در چنین شرایطی، بررسی جریان نقد حاصل از عملیات می‌تواند

جهش درآمدهای صادراتی «فخاس»؛ چرخش استراتژیک فولاد خراسان در بازار پس از طوفان انرژی



شرکت مجتمع فولاد خراسان

کارنامه پنج‌ماهه نخست سال مالی ۱۴۰۵ مجتمع فولاد خراسان (با نماد «فخاس») روایتی شفاف از یک تغییر ریل استراتژیک در یکی از بزرگ‌ترین قطب‌های تولید فولاد کشور است. بازخوانی دقیق شاخص‌های مالی و عددی این شرکت نشان می‌دهد که فخاس توانسته است با انعطاف‌پذیری در ساختار فروش و تمرکز پر قدرت بر بازارهای برون‌مرزی، نه تنها از پس چالش‌های ساختاری و محدودیت‌های صلب انرژی برآید، بلکه رکوردهای تازه‌ای در جهش درآمدی و ارزش‌آوری به ثبت برساند. درآمد کل فولاد خراسان در پنج‌ماه نخست امسال با ثبت رقم ۲۲۷ هزار و ۸۸۳ میلیارد و ۲۲۳ میلیون ریال، جهش چشمگیر ۱۳۱.۲ درصدی را نسبت به درآمد ۹۸ هزار و ۵۴۷ میلیارد و ۶۶۴ میلیون ریالی مدت مشابه سال قبل تجربه کرده است. اما آن‌چه این کارنامه را متمایز می‌کند، جنس این رشد درآمدی و دستکاری هوشمندانده در جغرافیا و ترکیب سبد فروش است. در شرایطی که طی پنج‌ماه نخست سال گذشته، ۸۸ درصد از درآمدهای شرکت متکی به بازار داخلی بود و سهم صادرات تنها ۱۲ درصد برآورد می‌شد، مدیران فخاس در سال جاری وزن بازارهای صادراتی را با دو برابر افزایش به ۲۴ درصد رسانده‌اند.

ارزش فروش صادراتی شرکت با رشد تاریخی ۳۷۱ درصدی به بیش از ۵۴ هزار میلیارد ریال رسیده که نقطه عطف آن، جهش ۳۷ برابری در حجم صادرات شمش و ثبت رقم ۶۴ هزار و ۴۱۳ تن است. این چرخش استراتژیک، وابستگی شرکت به نوسانات مقطعی تقاضای داخلی را کاهش داده است.

در بعد تفکیک محصولات نیز، اگر چه «محصولات سبک ساختمانی» همچنان با سهم ۵۷ درصدی (در مقایسه با سهم ۷۰ درصدی سال قبل) لیدر اصلی درآمدزایی شرکت محسوب می‌شود، اما ورود پرنرگ‌تر شمش و افزایش سهم آن در ایجاد درآمد از

۲۹ درصد در سال گذشته به ۴۳ درصد در سال جاری، نشان‌دهنده تغییر وزن هوشمندانه در سبد تولید و فروش است. از سوی دیگر، بررسی ابعاد فیزیکی فعالیت شرکت، لایه‌های دیگری از این تاب‌آوری را نمایان می‌سازد. با وجود آن که محدودیت‌های قطعی برق، میزان تولید تجمیعی پنج‌ماهه را به یک میلیون و ۸۴۴ هزار و ۷۲۵ تن رساند و افت ناچیزی را نسبت به تولید یک میلیون و ۹۷۵ هزار و ۴۵۴ تنی دوره مشابه سال قبل تحمیل کرد، مدیریت فروش فخاس حجم فروش فیزیکی شرکت را با رشد ۲۸ درصدی از ۳۱۹ هزار و ۵۹۹ تن به ۴۰۷ هزار و ۳۰۶ تن رساند.

بررسی مقطعی مردادماه نیز حاکی از تسریع پر قدرت این مسیر است؛ فروش داخلی شرکت در مردادماه با ثبت رقم بیش از ۴۶ هزار میلیارد ریال، علاوه بر رشد ۱۰۷ درصدی نسبت به مرداد سال گذشته، رشدی ۴۵.۷ درصدی را در مقایسه با میانگین ماهانه چهار ماه نخست امسال به ثبت رسانده است. همچنین در این ماه، ۵۴ هزار و ۹۵۱ تن محصول سبک ساختمانی روانه بازار شد که رشد ۷۱.۷ درصدی نسبت به مدت مشابه سال قبل و رشد ۷۱.۳ درصدی نسبت به میانگین ۴ ماهه امسال را نشان می‌دهد. هم‌زمان با بخش فروش، خطوط تولید نیز در مردادماه با مجموع تولید ۳۳۷ هزار و ۴۴۵ تن و ثبت رشد ۴۳ درصدی نسبت به مرداد سال گذشته به مدار بازبایی بازگشتند. ثبت رشدهای جهشی در تمامی حلقه‌ها—از رشد ۷۶.۹ درصدی در تولید گندله و ۴۱.۵ درصدی در آهن اسفنجی گرفته تا رشد ۲۰.۶ درصدی شمش فولادی و ۲۰ درصدی میلگرد—تأییدی بر توازن فنی و استفاده حداکثری از ظرفیت‌های ساختاری مجتمع است.

در مجموع، کارنامه ۵ ماهه فولاد خراسان اثبات کرد که این مجموعه با عبور موفق از فزای اتکای صرف به بازار داخلی و دستیابی به توازن عملیاتی در تمامی حلقه‌های زنجیره تولید، توانسته است الگویی موفق از مدیریت بازاریابی و تاب‌آوری صنعتی را به نمایش گذارد.

درآمد فروش شرکت در مرداد ۱۴۰۵



جهش +۱۲۷%
درآمد فروش مرداد ۱۴۰۵ نسبت به دوره مشابه سال گذشته

فروش داخلی



جهش +۱۰۸%
فروش داخلی مرداد ۱۴۰۵ نسبت به دوره مشابه سال گذشته

فروش صادراتی



جهش +۴۸۷%
فروش صادراتی مرداد ۱۴۰۵ نسبت به دوره مشابه سال گذشته

اعداد بر اساس گزارش عملکرد دوره یک ماهه منتهی به مرداد ۱۴۰۵

عملکرد فروش
مجتمع فولاد
خراسان
در مرداد ماه
سال جاری

لیزینگ ایران در آستانه تغییر پارادایم؛ از تأمین مالی تامدیریت حرفه‌ای دارایی



اصلاحات جدید در دستورالعمل فعالیت شرکت‌های لیزینگ و توسعه ظرفیت‌هایی همچون فروش و اجاره مجدد، اجاره عملیاتی و دریافت کارمزد در قبال خدمات واقعی، می‌تواند فصل تازه‌ای در صنعت واسپاری کشور بگشاید. «بورس امروز» در گفت‌وگویی با مسعود حاجیلو، کارشناس ارشد پولی و بانکی، الزامات موفقیت مواد ۳۷، ۳۸ و ۴۳ را بررسی کرده‌است.

❖ **بورس امروز:** به نظر شما، مواد ۳۷، ۳۸ و ۴۳ چه تغییری در مسیر فعالیت صنعت لیزینگ ایجاد می‌کنند؟

● **مسعود حاجیلو:** اهمیت این مواد را نباید صرفاً در اضافه شدن چند ابزار یا عنوان جدید به سبد فعالیت شرکت‌های لیزینگ خلاصه کرد. آنچه در مواد ۳۷ و ۳۸ مورد توجه قرار گرفته، در صورت اجرای صحیح، می‌تواند زمینه تغییر تدریجی مدل کسب و کار صنعت واسپاری را فراهم کند. ماده ۳۷ با شناسایی فروش و اجاره مجدد یا لیزینگ، این امکان را ایجاد می‌کند که دارایی‌های موجود بنگاه‌ها به یکی از منابع تأمین نقدینگی تبدیل شوند؛ در حالی که ماده ۳۸ با توسعه اجاره عملیاتی، نقش شرکت لیزینگ را از یک تأمین‌کننده منابع فراتر برده و آن را وارد حوزه مالکیت و مدیریت مستقیم دارایی می‌کند. در کنار این دو، ماده ۴۳ نیز از منظر مدل درآمدی اهمیت ویژه‌ای دارد. وقتی شرکت لیزینگ علاوه بر تأمین مالی، خدماتی نظیر ارزیابی دارایی، بررسی اسناد، مدیریت امور قراردادی و خدمات تخصصی مرتبط با دارایی ارائه می‌دهد، طبیعی است که امکان دریافت کارمزد در برابر خدمات واقعی نیز مورد توجه قرار گیرد. البته این موضوع به معنای ایجاد عناوین متعدد برای دریافت هزینه از مشتری نیست؛ بلکه فلسفه اصلی باید در یافت کارمزد در برابر خدمت واقعی، مشخص و قابل احراز باشد.

بنابراین، این سه ماده را باید در کنار یکدیگر و در چارچوب یک منظومه واحد تحلیل کرد. ماده ۳۷ به آزادسازی ارزش اقتصادی دارایی‌های موجود و توسعه لیزینگ مربوط است، ماده ۳۸ ظرفیت حرکت به سمت اجاره عملیاتی و مدیریت چرخه عمر دارایی را فراهم می‌کند و ماده ۴۳ می‌تواند زمینه شفاف‌تر شدن مدل درآمدی خدماتی صنعت را ایجاد کند اما نکته مهم این است که تغییر مقررات، لزوماً به معنای آمادگی فوری صنعت برای اجرای مدل‌های جدید نیست. ورود به لیزینگ و اجاره عملیاتی، نیازمند زیرساخت‌های حقوقی، حسابداری، مالیاتی، مدیریتی و فناوریانه است. شرکتی که می‌خواهد مالک دارایی باشد، باید بتواند ارزش‌گذاری، وضعیت حقوقی، بیمه، نگهداری و مدیریت دارایی را در طول چرخه فعالیت خود مورد توجه قرار دهد. اگر این ظرفیت‌ها در صنعت شکل بگیرد، لیزینگ ایران می‌تواند به تدریج از صنعتی عمدتاً مبتنی بر تأمین مالی، به صنعتی حرفه‌ای‌تر در حوزه تأمین مالی، مالکیت و مدیریت دارایی تبدیل شود.

❖ **بورس امروز:** ماده ۳۷ و توسعه فروش و اجاره مجدد یا لیزینگ، چه ظرفیتی برای تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی ایجاد می‌کند؟

● **مسعود حاجیلو:** مهم‌ترین ظرفیت لیزینگ، آزادسازی نقدینگی منجمد در دارایی‌های بنگاه است. بسیاری از واحدهای تولیدی ممکن است از یک‌سو دارای ماشین‌آلات، تجهیزات و دارایی‌های سرمایه‌ای ارزشمند باشند و از سوی دیگر، با محدودیت نقدینگی یا کمبود سرمایه در گردش مواجه شوند. در چنین شرایطی، دارایی وجود دارد، اما ارزش اقتصادی آن به صورت مستقیم در اختیار بنگاه برای تأمین نیازهای جاری قرار ندارد.

در ساختار صحیح فروش و اجاره مجدد، بنگاه دارایی خود را به شرکت لیزینگ می‌فروشد، در مقابل فروش نقدینگی دریافت می‌کند و سپس همان دارایی را در قالب اجاره در اختیار می‌گیرد تا فعالیت اقتصادی یا تولیدی آن متوقف نشود. این ابزار می‌تواند میان نیاز بنگاه به نقدینگی و ضرورت حفظ دارایی در چرخه بهره‌برداری، تعادل ایجاد کند. اما شرط اصلی موفقیت این ابزار، واقعی بودن معامله است. شرکت لیزینگ برای اینکه بتواند در آینده به مالکیت خود استناد کند، باید نشان دهد که معامله واقعاً انجام شده است؛ یعنی انتقال مالکیت، پرداخت واقعی ثمن و مستندسازی مناسب فرآیند فروش، صرفاً ظاهری و صوری نبوده است. اگر قرارداد فروش صرفاً پوششی برای اعطای منابع مالی

و شناسایی دارایی بیشتر باشد، ریسک‌های ناشی از توقیف، تعارض با طلبکاران و اختلافات احتمالی نیز کاهش خواهد یافت. مالکیت زمانی ارزش واقعی پیدا می‌کند که در مقام اجرا و دفاع حقوقی نیز قابل اثبات باشد.

❖ **بورس امروز:** اجاره عملیاتی موضوع ماده ۳۸، چه تفاوتی با مدل‌های متعارف ایجاد می‌کند و شرکت‌های لیزینگ برای ورود به این حوزه به چه زیرساخت‌هایی نیاز دارند؟

● **مسعود حاجیلو:** اجاره عملیاتی، یکی از نقاط تحول در مدل کسب و کار صنعت لیزینگ است؛ زیرا در اینجا شرکت واسپاری صرفاً درگیر تأمین منابع نیست، بلکه مالکیت دارایی را نیز حفظ می‌کند و منفعت استفاده از آن را برای دوره مشخص در اختیار مستأجر قرار می‌دهد. این تفاوت، مجموعه‌ای از مسئولیت‌ها و ریسک‌های جدید را وارد فعالیت شرکت می‌کند.

وقتی شرکت مالک دارایی باقی می‌ماند، باید درباره تمام چرخه عمر آن تصمیم بگیرد. ارزش‌گذاری اولیه، عمر اقتصادی، استهلاک، بیمه، تعمیر و نگهداری، کیفیت بهره‌برداری، احتمال آسیب، ارزش باقیمانده و وضعیت دارایی در پایان قرارداد، همگی در سودآوری مدل مؤثر هستند. بنابراین، دیگر نمی‌توان تنها بر اعتبار مشتری تمرکز کرد؛ بلکه خود دارایی نیز به یکی از موضوعات اصلی مدیریت ریسک تبدیل می‌شود.

شرکت باید از ابتدا بداند که اگر دارایی در پایان قرارداد بازگردد، چه برنامه‌ای برای آن دارد. آیا بازار ثانویه مناسبی برای فروش آن وجود دارد؟ آیا امکان اجاره مجدد وجود دارد؟ هزینه آماده‌سازی یا بازسازی آن چقدر است؟ ارزش آن در پایان دوره چه میزان خواهد بود؟ به همین دلیل، شرکت‌هایی که قصد ورود جدی به اجاره عملیاتی را دارند، باید ساختار سازمانی خود را نیز متناسب با این تحول بازطراحی کنند. واحدهای حقوقی، مالی، حسابداری، اعتبارسنجی و وصول مطالبات ضروری هستند، اما به‌تنهایی کافی نیستند. شرکت به یک نظام حرفه‌ای مدیریت دارایی نیاز دارد؛ نظامی که بتواند وضعیت دارایی را از مرحله ارزش‌گذاری تا پایان عمر اقتصادی آن رصد و مدیریت کند. اجاره عملیاتی می‌تواند صنعت لیزینگ را به سمت تخصصی شدن بیشتر سوق دهد، اما این اتفاق تنها با خرید دارایی و انعقاد قرارداد اجاره رخ نمی‌دهد. شرکت باید توان واقعی مدیریت مالکیت و دارایی را ایجاد کند. اگر این توان ایجاد شود، ماده ۳۸ می‌تواند زمینه‌ساز توسعه بازار اجاره دارایی‌های سرمایه‌ای و ایجاد یک منبع درآمد پایدارتر برای صنعت باشد.

❖ **بورس امروز:** توسعه لیزینگ و اجاره عملیاتی چه آثار حسابداری، مالیاتی و مالی بر شرکت‌های لیزینگ خواهد داشت؟

● **مسعود حاجیلو:** ورود شرکت‌های لیزینگ به مالکیت مستقیم و نگهداری دارایی می‌تواند ساختار ترازنامه و نحوه تحلیل عملکرد مالی آنها را تغییر دهد. نخست باید مشخص شود که دارایی با چه هدفی نگهداری می‌شود. اگر شرکت آن را برای استفاده چنددوره‌ای و کسب درآمد مستمر از

اجاره نگهداری می‌کند، موضوعاتی مانند استهلاک، عمر مفید، کاهش ارزش و ارزش باقیمانده اهمیت پیدا می‌کند. این موضوع با حالتی که دارایی برای فروش مجدد نگهداری می‌شود، از نظر اقتصادی و حسابداری تفاوت دارد.

بنابراین، توسعه مدل‌های جدید می‌تواند باعث شود شاخص‌های سنتی ارزیابی عملکرد شرکت‌های لیزینگ نیز نیازمند تحلیل دقیق‌تر باشند. افزایش حجم ترازنامه یا تغییر برخی نسبت‌های مالی نیز لزوماً به معنای کاهش کیفیت عملکرد شرکت نیست. از منظر مالیاتی نیز لیزینگ و اجاره عملیاتی آثار خاص خود را دارند. در لیزینگ، انتقال اولیه دارایی ممکن است آثار ناشی از فروش و شناسایی سود یا زیان ایجاد کند و روابط اجاره‌ای بعدی نیز باید بر اساس ماهیت خود مورد بررسی قرار گیرد. در اجاره عملیاتی نیز موضوعاتی مانند استهلاک، تعمیرات، بیمه و سایر هزینه‌های مالکیت اهمیت پیدا می‌کنند.

چالش اصلی آن است که ممکن است یک معامله از نظر شکل حقوقی، فروش باشد، اما از منظر اقتصادی یا در تحلیل حسابداری و مالیاتی، ابعاد دیگری نیز داشته باشد. اگر رویه‌های شفاف و هماهنگ وجود نداشته باشد، همین تفاوت‌ها می‌تواند میان شرکت لیزینگ، حسابرس، مشتری و مراجع مالیاتی اختلاف ایجاد کند. از این رو، هم‌زمان با توسعه این ابزارها، صنعت باید به سمت گفت‌وگوی تخصصی و هماهنگی بیشتر میان نهادهای مرتبط حرکت کند. حضور فعال مدیران صنعت، حساب‌رسان، متخصصان مالیاتی و دانشگاهیان در بررسی این مسائل می‌تواند از شکل‌گیری ابهام‌ها و هزینه‌های بعدی جلوگیری کند. هرچه چارچوب‌های اجرایی، حسابداری و مالیاتی شفاف‌تر باشد، امکان توسعه پایدار این مدل‌ها نیز بیشتر خواهد بود.

❖ **بورس امروز:** ماده ۴۳ و موضوع دریافت کارمزد چه ظرفیتی برای صنعت لیزینگ ایجاد می‌کند و چارچوب مناسب برای آن چیست؟

● **مسعود حاجیلو:** ماده ۴۳ را نباید صرفاً به‌عنوان مجوزی برای افزودن عناوین جدید هزینه به قراردادهای مشتریان تفسیر کرد. چنین رویکردی نه به نفع صنعت است و نه با ضرورت شفافیت در روابط با مشتری سازگاری دارد. فلسفه اصلی باید این باشد که شرکت لیزینگ بتواند در برابر خدمات واقعی، مشخص و قابل احراز، کارمزد متناسب دریافت کند. شرکت لیزینگ در بسیاری از موارد با دارایی واقعی سروکار دارد؛ از بررسی اسناد و ارزیابی دارایی گرفته تا امور مرتبط با فرآیندهایی که متناسب با مدل کسب و کار شرکت شکل می‌گیرد. بنابراین، نمی‌توان یک نظام کارمزدی طراحی شده برای فعالیتی دیگر را بدون توجه به ویژگی‌های صنعت لیزینگ به این صنعت تعمیم داد. نظام کارمزدی مطلوب باید بر چند اصل استوار باشد. نخست، تعریف روشن خدمت؛ یعنی مشخص باشد کارمزد دقیقاً بابت چه خدمتی دریافت می‌شود. دوم، شفافیت برای مشتری؛ مشتری باید از نوع خدمت، مبلغ یا مبنای محاسبه و زمان دریافت کارمزد اطلاع داشته باشد. سوم، تفکیک درآمد‌ها؛ باید میان درآمد حاصل از تأمین مالی، درآمد خدماتی شرکت و هزینه‌های اشخاص ثالث تفاوت روشنی وجود داشته باشد.

اصل مهم دیگر، جلوگیری از دریافت مضاعف است. یک خدمت واحد نباید تحت عناوین مختلف مبنای دریافت چند کارمزد قرار گیرد. همچنین باید میان مبلغ کارمزد و ماهیت و پیچیدگی خدمت، تناسب اقتصادی قابل دفاعی وجود داشته باشد. از سوی دیگر، صنعت لیزینگ در حال حرکت به سمت خدمات متنوع‌تر است و این موضوع ایجاد می‌کند نظام کارمزدی نیز انعطاف‌پذیر باشد. ممکن است یک خدمت استاندارد نیازمند کارمزد ثابت باشد، در حالی که خدمات تخصصی‌تر، مانند برخی ارزیابی‌های پیچیده یا خدمات مرتبط با دارایی‌های خاص، نیازمند سازوکار متفاوتی باشند. بنابراین، یک مدل واحد لزوماً پاسخگوی همه خدمات و همه دارایی‌ها نخواهد بود.

در نهایت، ماده ۴۳ می‌تواند فرصت مهمی برای حرفه‌ای‌تر شدن مدل درآمدی صنعت ایجاد کند، مشروط بر اینکه شفافیت، تناسب و ارتباط مستقیم میان کارمزد و خدمت واقعی رعایت شود. صنعت لیزینگ به نظامی نیاز دارد که هم حق شرکت برای دریافت اجرت خدمات تخصصی را به رسمیت بشناسد و هم از حقوق مشتری در برابر هزینه‌های مبهم یا غیرشفاف حمایت کند.



گهرزمین؛ جهش ۶۵ درصدی در آمد در مسیر فتح قله های فولادی

گزارش، رشد چشمگیر در آمد فروش شرکت است. مجموع در آمد فروش داخلی و صادراتی گهرزمین از ابتدای سال مالی تا پایان مرداد ۱۴۰۵ به حدود ۷۱۶.۹ هزار میلیارد ریال رسید، در حالی که این رقم در مدت مشابه سال مالی گذشته حدود ۴۳۳.۲ هزار میلیارد ریال بود؛ رشدی معادل ۶۵ درصد که عمدتاً از بهبود نرخ های فروش محصولات شرکت نشئت گرفته است. حجم فروش داخلی به ۷۰۶ میلیون تن رسید که نزدیک به حجم ۷۵۴ میلیون تنی سال گذشته بوده و نشان می دهد رشد در آمد عمدتاً محصول بهبود ارزش فروش هر تن محصول است تا افزایش صرف حجم. در بخش صادرات نیز، با وجود تمرکز اصلی بر بازار داخلی، در آمد صادراتی به حدود ۴۲.۲ هزار میلیارد ریال رسید که نشان از بهبود نرخ فروش هر تن محصول صادراتی دارد.

در کنار این عملکرد، گهرزمین همزمان چند طرح توسعه ای و زیرساختی را در مسیر بهره برداری پیش می برد. پروژه آبرسانی قطارینه و عین البقر، زیرساخت پایدار تأمین آب مجموعه را تضمین کرده است. و پروژه آبیگری از باطله های خطوط کنسانتره نیز به بهره برداری رسیده است. پروژه توسعه ای احیای آهن اسفنجی ۳.۴ میلیون تنی بردسیر در قالب دو واحد احیای ۱.۷ میلیون تنی نیز با ۹۸ درصد پیشرفت فیزیکی و بر آورد سرمایه گذاری ریالی ۲۶،۵۳۰ میلیارد ریال و ارزی ۲۴۳ میلیون یورو، به بهره برداری رسیده و به عنوان شرکت احیا فولاد گهرزمین فعالیت خود را بصورت مستقل آغاز کرده است.

در حوزه اکتشاف، پهنه معدنی جبال بارز و پروژه معدنی زاهدان که ورود به حوزه مس و طلای شرکت را تقویت می کنند، در حال انجام اند. نصب غبارگیرهای ناحیه خردایش با ۸۴ درصد پیشرفت، در مسیر کاهش اثرات زیست محیطی است. پایانه ریلی سایت سیرجان نیز با ۴۰ درصد پیشرفت، در فازهای ابتدایی تر قرار دارد. در برنامه توسعه راهبردی، اصلاح کمی و کیفی خطوط کنسانتره سیرجان، توسعه معادن سیستان و مدیریت اکتشافات جبال بارز نیز در کنار اجرای دو فاز سیستم حمل پیوسته مواد معدنی (IPCC)، در دستور کار شرکت قرار دارند. در مجموع، گهرزمین در هشت ماهه نخست سال مالی جاری - که پایان آن آذرماه ۱۴۰۵ خواهد بود - توانست ضمن حفظ ثبات در تولید محصولات پایه، عبور از برنامه شش ماهه اعلامی خود در سه محصول اصلی و افزایش سهم محصولات فرآوری شده و فولادی، در آمد فروش خود را نیز با رشد چشمگیری همراه کند و پروژه های زیرساختی کلیدی را به مراحل پایانی نزدیک تر سازد؛ روندی که چشم انداز شرکت برای ورود به حوزه فولادسازی و ادامه رشد در آمدی را ملموس تر می کند.

شرکت معدنی و صنعتی گهرزمین در دوره هشت ماهه منتهی به ۳۱ مرداد ۱۴۰۵ با ثبت در آمد فروش نزدیک به ۷۱۷ هزار میلیارد ریال، رشدی حدود ۶۵ درصدی نسبت به مدت مشابه سال گذشته را تجربه کرد و تولید محصولات اصلی را فراتر از برنامه شش ماهه اعلامی خود برد. شرکت معدنی و صنعتی گهرزمین در دوره هشت ماهه منتهی به ۳۱ مرداد ۱۴۰۵ - که با احتساب پایان سال مالی شرکت در آذرماه، دو سوم از سال مالی جاری را پوشش می دهد - در کنار تثبیت تولید محصولات پایه، عملکرد در آمدی قابل توجهی را نیز به ثبت رساند و نشان داد مسیر رشد این شرکت معدنی و صنعتی همچنان با شتاب ادامه دارد.

بر اساس گزارش فعالیت ماهانه شرکت، تولید سنگ آهن دانه بندی شده از ابتدای سال مالی تا پایان مرداد به بیش از ۸.۵ میلیون تن رسید که نسبت به ۸.۴۸ میلیون تن مدت مشابه سال گذشته، تثبیت این محصول پایه را در پرتوی تولید شرکت نشان می دهد. کنسانتره سنگ آهن نیز با تولید حدود ۵.۴۹ میلیون تن در برابر ۵.۰۷ میلیون تن سال قبل، رشدی هشت درصدی داشت و گندله با تولید نزدیک به ۴ میلیون تن در برابر ۳.۹۳ میلیون تن مدت مشابه، روند مثبتی را طی کرد. رشد همزمان این دو محصول فرآوری شده، نشان دهنده تمرکز شرکت بر افزایش عمق فرآوری مواد معدنی استخراجی است؛ رویکردی که با استراتژی بلندمدت شرکت برای حرکت در امتداد زنجیره ارزش تا فولادسازی هم راستاست. شرکت در گزارش پیشین خود، برای دوره شش ماهه برنامه تولید ۶.۵ میلیون تن سنگ دانه بندی، ۴.۲ میلیون تن کنسانتره و ۳.۱ میلیون تن گندله را اعلام کرده بود؛ برنامه ای که با تحقق به ترتیب ۹۸، ۹۸ و ۹۵ درصدی همراه بود. با احتساب دو ماه تولید اضافه (تیر و مرداد)، تولید تجمعی هشت ماهه این سه محصول اکنون از همان اعداد برنامه شش ماهه هم عبور کرده است:

سنگ دانه بندی به حدود ۱۳۱ درصد، کنسانتره به حدود ۱۳۱ درصد و گندله به حدود ۱۳۰ درصد آن برنامه رسیده اند. کلوخه سنگ آهن نیز که برنامه شش ماهه آن ۹ میلیون تن بود، در این هشت ماهه به ۹.۰۹ میلیون تن رسید، معادل حدود ۱۰۱ درصد همان برنامه؛ رقمی که در مجموع تصویری از تداوم و شتاب تولید در ماه های اخیر شرکت ترسیم می کند. نقطه برجسته دیگر این دوره، رشد چندبرابری تولید بلوم و بیلت به ۱۴۷ هزار تن در برابر ۴۰ هزار تن سال قبل بود که از تقویت جایگاه شرکت در محصولات میان دستی فولاد حکایت دارد. در کنار این محصول، اقلام جانبی نظیر نرمه گندله با ۵ هزار و ۱۷۷ تن و ضایعات شمش با ۲ هزار و ۵۶۴ تن نیز به سید فروش شرکت افزوده شدند که فروش بهینه گهرزمین را باز تاب می دهند. در کنار این عملکرد تولیدی، مهم ترین نکته این

شرکت توسعه آهن و فولاد گل گهر
بزرگترین عرضه کننده آهن اسفنجی کشور
THE BIGGEST DRI SUPPLIER IN IRAN

پیکار کنیم

شرکت توسعه آهن و فولاد گل گهر
GOLGHAR IRON & STEEL DEVELOPMENT CO.
روابط عمومی و امور بین الملل

شرکت جهان فولاد سیرجان (سهامی عام)
Sirjan Jahan Steel Company (SJSO)
روابط عمومی و امور بین الملل

دولت پای کار مردم؛
روایت دفاع و سازندگی

هفته دولت ویاد و خاطره شهدای دولت گرمی باد



إِنَّ اللَّهَ وَمَلَائِكَتَهُ يُصَلُّونَ عَلَى النَّبِيِّ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا صَلُّوا عَلَيْهِ وَسَلِّمُوا تَسْلِيمًا



میلاد با سعادت پیامبر اکرم مبارک باد