



Alborz Asset Management Co.  
شرکت سبذگردان البرز



Servat Alborz Fund  
صندوق ثروت البرز

## صعود مطمئن با البرز

### گزارش خبری-تحلیلی بازار داخلی و بین الملل

شرکت سبذگردان البرز دارای مجوز رسمی و تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار با تلاش تیم مدیریت، کارشناسان و کارکنان براساس سه اصل اعتماد، اطمینان و حرفه‌ای‌گری، خدمات متنوعی به سرمایه‌گذاران محترم ارائه می‌کند. شرکت سبذگردان البرز بر اساس این سه اصل خود را متعهد می‌داند برای مشتریان خود دستیاری امین و قابل اعتماد بوده و دارایی سرمایه‌گذاران را در قالب قراردادهای روشن و واضح با الویت‌دهی به صرفه و صلاح ایشان متناسب با میزان ریسک‌پذیریشان سرمایه‌گذاری کند.

محتوای این گزارش بررسی آخرین وضعیت اقتصاد جهان، ایران، روند کالاهای اساسی، بورس اوراق بهادار، بورس کالا و بازار پول است. این گزارش صرفاً جهت اطلاع فعالین بازار سرمایه تهیه شده است و محتوای آن نباید به تنهایی جهت اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری و خرید و فروش اوراق بهادار مورد استفاده قرار گیرد. نظرات ارائه شده در این گزارش به هیچ عنوان، توصیه‌ای به خرید و فروش یا نگهداری سهام و سایر دارایی‌ها ندارد و مسئولیت استفاده از اطلاعات با خوانندگان گزارش است.

### در این شماره می‌خوانیم :

- مصاحبه با آقای آرین قبادی، مدیر ابزارهای نوین شرکت مادر تخصصی مالی و سرمایه‌گذاری سینا
- اهم اخبار اقتصادی داخلی و بین الملل
- گزارش بازار سرمایه در هفته گذشته
- بررسی و تحلیل بازارهای موازی
- تحلیل تکنیکال منتخب بازارها
- آموزش ارزش‌گذاری سهام



شماره ۹ - سه‌شنبه ۱۴۰۳/۰۷/۱۷



تحلیل بنیادی  
آموزش بورس

## ● آیا ابزارهای مشتقه می‌توانند نقشی در تأمین مالی شرکت‌ها داشته باشند؟ اگر بله، این نقش چگونه است؟

بدون شک ابزارهای مشتقه، به‌ویژه آپشن‌ها، می‌توانند نقشی مؤثر در تأمین مالی شرکت‌ها ایفا کنند. در بازارهای جهانی، آپشن‌ها به عنوان یکی از ابزارهای کلیدی در فرآیند تأمین مالی به کار می‌روند. برای مثال، یک شرکت می‌تواند از طریق صدور آپشن‌های خرید (Call) نقدینگی مورد نیاز خود را تأمین کند و در عین حال، به سرمایه‌گذاران این فرصت را بدهد که در آینده سهم این شرکت را با قیمتی مشخص خریداری کنند. یکی دیگر از روش‌های تأمین مالی مانند کاری است که صندوق توسعه بازار در ۱۰۲ ماه گذشته انجام داد. با این کار یک نرخ بدون ریسک برای سرمایه‌گذار تضمین می‌شود و سرمایه‌پذیر با نرخ مشخص تأمین مالی می‌کند. روند کار به این صورت است که سرمایه‌گذار سهام و اختیار فروش سهام را از سرمایه‌پذیر خریداری می‌کند و اختیار خرید آن سهم را به سرمایه‌پذیر واگذار می‌کند. این استراتژی به نام کانورژن معروف است و در دسته استراتژی‌های بدون ریسک قرار می‌گیرد.

## ● به عنوان مدیر ابزارهای نوین مالی، چه چالش‌هایی را در مسیر توسعه این ابزارها در بازار ایران می‌بینید؟

چالش‌های متعددی وجود دارد. اولین و شاید بزرگترین چالش، زیرساخت‌های فنی است. معاملات آپشن نیازمند سیستم‌های پیشرفته و پلتفرم‌های معاملاتی مجهز است که در حال حاضر بسیاری از کارگزاری‌ها از آن برخوردار نیستند. این موضوع باعث می‌شود که انجام معاملات به‌درستی و با کارایی بالا انجام نشود. دومین چالش، کمبود دانش و فرهنگ‌سازی میان سرمایه‌گذاران و حتی برخی از فعالان بازار است. بسیاری از افراد با مفاهیم پایه‌ای معاملات مشتقه آشنا نیستند و به‌دلیل پیچیدگی ظاهری آن، از استفاده از این ابزارها اجتناب می‌کنند. باید آموزش‌های بیشتری در این زمینه ارائه شود تا سرمایه‌گذاران بدانند که چگونه می‌توانند از آپشن‌ها به‌صورت هوشمندانه و برای مدیریت ریسک استفاده کنند. چالش دیگر، قوانین و مقررات پیچیده و ناپایدار است. یکی از مشکلاتی که باعث کندی توسعه بازار مشتقه در ایران شده، تغییرات مکرر در قوانین و مقررات است. برای توسعه این بازار، ما به یک چارچوب قانونی شفاف و پایدار نیاز داریم تا سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها بتوانند با اطمینان از این ابزارها استفاده کنند.

## ● چه پیشنهادی برای فعالان بازار اختیار معاملات در این روزها دارید؟

امروز در تاریخ ۱۵ مهر ۱۴۰۳ ارزش معاملات اختیار معاملات سهام به رقم ۶۵ میلیارد تومان رسیده است که رقم بسیار پایینی است. البته ذکر این نکته ضروری است که ابزارهای مشتقه تنها به سهام محدود نمی‌شود و ابزارهای مشتقه کالایی نیز وجود دارد (برای مثال معاملات آتی و اختیار شمش طلا، سکه و صندوق‌های طلا) که در کنار سهام می‌توان از آنها برای مدیریت ریسک پرتفو استفاده کرد. در نهایت توجه شود که ابزارهای مشتقه در وهله اول برای مدیریت ریسک استفاده می‌شوند و استفاده بدون علم از آنها می‌تواند ضررهای سنگینی به بار آورد.



## مصاحبه با آقای آریین قبادی، مدیر ابزارهای نوین مالی شرکت مادر تخصصی مالی و سرمایه‌گذاری سینا درباره وضعیت بازار اختیار سهام

### ● قراردادهای اختیار معامله یا آپشن‌ها در بازار سرمایه ایران نسبت به سایر بازارها به‌تازگی جایگاه خود را پیدا کرده‌اند. به نظر شما این ابزار چه نقشی در توسعه بازار ایفا می‌کند؟

قراردادهای اختیار معامله، یکی از پیشرفته‌ترین و چندمنظوره‌ترین ابزارهای مالی در جهان است که خوشبختانه در سال‌های اخیر در ایران نیز مورد توجه قرار گرفته است. نقش آپشن‌ها فراتر از یک ابزار صرف برای سودآوری است؛ این ابزار می‌تواند در مدیریت ریسک، بهبود نقدشوندگی بازار و حتی تسهیل فرآیندهای تأمین مالی بسیار مؤثر باشد. به‌ویژه در بازارهایی مانند ایران که هنوز بخش‌های مختلف مالی به‌طور کامل یکپارچه نشده‌اند، آپشن‌ها می‌توانند به‌عنوان یک پل بین سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها عمل کنند و به توازن عرضه و تقاضا در بازار کمک کنند. از سوی دیگر، در بازارهایی که قراردادهای آپشن به‌طور گسترده استفاده می‌شود، ما شاهد آن هستیم که امکان پیش‌بینی بهتر رفتار بازار و همچنین مدیریت بهتر ریسک برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌شود. در ایران، بازار سرمایه هنوز از نظر استفاده از ابزارهای مشتقه در مراحل ابتدایی قرار دارد، اما خوش‌بختانه تمایل برای توسعه این ابزارها وجود دارد.

### ● با توجه به ماهیت ابزارهای مشتقه، به‌خصوص قراردادهای اختیار معامله، این ابزارها تا چه اندازه می‌توانند در هدایت نقدینگی به بخش‌های مختلف بازار مؤثر باشند؟

هدایت نقدینگی یکی از جنبه‌های کلیدی ابزارهای مشتقه است. آپشن‌ها می‌توانند به‌عنوان یک ابزار تنظیم‌کننده نقدینگی عمل کنند و این ویژگی به ما امکان می‌دهد تا از تمرکز بیش از حد نقدینگی در یک بخش خاص بازار جلوگیری کنیم. یکی از مشکلاتی که ما در سال‌های اخیر شاهد آن بودیم، حباب‌های قیمتی ناشی از هجوم نقدینگی به یک بخش خاص، مانند بازار سهام در سال ۹۹ بود. آپشن‌ها به دلیل انعطاف‌پذیری و امکان انجام معاملات دوطرفه، به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهند که به‌جای تمرکز صرف بر خرید یا فروش سهام، استراتژی‌های متنوع‌تری مانند هجینگ و آربیتراژ را به کار بگیرند. این استراتژی‌ها به‌طور طبیعی نقدینگی را به بخش‌های مختلف هدایت می‌کنند.





### عراقچی به عربستان سفر می‌کند

وزیر امور خارجه: سه شنبه ۱۷ مهرماه سفر من به عربستان و برخی از کشورهای منطقه شروع خواهد شد. هدف از این سفرها رایزنی در مورد تحولات منطقه و تلاش برای توقف جنایات‌های رژیم صهیونیستی در لبنان و غزه است.

### ترامپ: مطمئنا با ایران معامله خواهم کرد

بایدن (در مورد حمله به ایران): مراکز هسته‌ای را نباید بزنند، ترامپ: اتفاقا مراکز هسته‌ای جاییست که باید اسرائیل بزند. ترامپ: دستیابی ایران به سلاح هسته‌ای بزرگترین خطری است که ما داریم. باید به توافق برسیم، زیرا عواقب آن غیرممکن است. ما باید معامله کنیم. شبکه سی‌ان‌ان نیز روز جمعه ۱۳ مهر، به نقل از یک مقام ارشد وزارت امور خارجه آمریکا گزارش داد که اسرائیل هیچ تضمینی به واشینگتن نداده است که به تاسیسات هسته‌ای ایران حمله نکند.

### کامالا هریس: ایران دشمن اصلی آمریکا است

نامزد دموکرات انتخابات ریاست جمهوری آمریکا باامداد سه‌شنبه مدعی شد که در صورت پیروزی، اولویت اصلی خود را جلوگیری از دستیابی ایران به سلاح هسته‌ای قرار می‌دهد.

### رئیس سیا: باید توانایی‌های نظامی تهران را جدی گرفت

رئیس سازمان اطلاعات مرکزی آمریکا (سیا):

ما با خطر بسیار واقعی تشدید بیشتر درگیری‌های منطقه‌ای روبرو هستیم. سران اسرائیل با دقت زیادی در حال بررسی نحوه پاسخ به حمله موشکی بالستیک ایران در هفته گذشته هستند. قضاوت‌های نادرست همچنان می‌تواند به یک ماریج بدون پایان منجر شود. خاورمیانه جایی است که همیشه در آن مسائل پیچیده اتفاق می‌افتد.

### رفع محدودیت‌های مالی FATF کلید خورد

دولت چهاردهم برای پیوستن ایران به گروه ویژه اقدام مالی (FATF)، ظرف چند روز آینده اسناد مورد نیاز برای بررسی این پرونده در مجمع تشخیص مصلحت نظام را تأمین می‌کند.

### واکنش پزشک‌ها به حمله موشکی ایران

بر اساس حقوق مشروع و با هدف صلح و امنیت برای ایران و منطقه، پاسخ قاطع به تجاوزات رژیم صهیونیستی داده شد. این اقدام در دفاع از منافع و اتباع ایرانی بود. نتانیاهو بداند، ایران جنگ طلب نیست اما در برابر هر تهدیدی قاطعانه می‌ایستد. این تنها گوشه‌ای از توان ماست. با ایران وارد درگیری نشوید

### معاون نیروی قدس سپاه: حال سردار قآنی خوب است

مسجدی، معاون هماهنگ‌کننده نیروی قدس سپاه: ایشان در صحت و سلامت است و مشغول فعالیت هستند. برخی می‌گویند که «بیانیه بدهید!» چرا بیانیه؟ نیازی نیست چنین اقدامی انجام شود.

### حجت‌الله صیدی رئیس سازمان بورس در مراسم روز کارگزار

حدود ۳۲ سال پیش بازار سرمایه را با کارگزاری شناختیم و آن زمان سازمان کارگزاران بورس و اوراق بهادار بود که آقای رجایی سلماسی دبیری سازمان را برعهده داشتند.

یکی از اولین کارهایی که در سازمان کردیم مسائل بازار سرمایه و سازمان را لیست کردیم که لیست بلندبالایی بود. حدود ۷۵ مشکل آن اولویت داشت. در این ۶ ماه اول تا پایان سال، باید اقداماتی انجام بدهیم تا بازار سرمایه روی رشد را ببیند که ۱۷ اقدام نهایی انتخاب شد.

واقعیت این است که ما به عنوان بخشی از اقتصاد کشور باید ببینیم چه باری روی دوش ما است. امروز صبح جلسه مهمی بود که گزارش مختصری خدمت دوستان دادم. مردم، نمایندگان مجلس و مسئولین همگی دغدغه رشد اقتصاد را دارند.

### سیاست انقباضی بسیار شدید بانک مرکزی

با انتشار نتایج آخرین عملیات بازار باز، می‌توان فهمید که بانک مرکزی مدتیست به درخواست اعتباری بانک‌ها پاسخ نمی‌دهد.

در آخرین عملیات بازار باز با وجود درخواست اعتبار ۵۷ همتی بانک‌ها از بانک مرکزی، بانک مرکزی صرفا به ۳۸ همت از آن پاسخ داده است.

بانک مرکزی در هفته‌های اخیر عمدتا به تمام درخواست اعتباری شبکه بانکی پاسخ می‌داد که این سیاست عوض شده و در جهت انقباض شدید حرکت کرده است.

این سیاست بسیار انقباضی و در نهایت منجر به رشد نرخ بهره خواهد شد که خلاف وعده‌های اخیر اقتصادی وزیر است.

در تاریخ ۱۴۰۲/۰۷/۰۹	عملیات بازار باز
۲۶	شماره حراج
توافق باخزید	موقع عملیاتی بانک مرکزی
۱۵	تعداد بانکها و موسسات اعتباری غیربانکی شرکت‌کننده در حراج
۵۷۱.۷	ارزش سفارش‌های ارسال شده (هزار میلیارد ریال)
۳۸۶.۴	ارزش سفارش‌های پذیرفته شده - توافق باخزید (هزار میلیارد ریال)
۷	مدت توافق باخزید (روز)
۲۳.۰۰	حداقل نرخ توافق باخزید (درصد)
۴۱۴.۰	ارزش توافق باخزید سررسید شده (هزار میلیارد ریال)
۲۶۳۵۵	ارزش مانده توافق باخزید سررسید نشده (مراحل قبل و مرحله جاری) - (هزار میلیارد ریال)

### دامنه نوسان بورس یک درصدی ماند

مدیرعامل بورس تهران:

فعلا دامنه نوسان تغییر نمی‌کند.

### کیش اینوکس ۲۰۲۴ آبان ماه برگزار می‌شود

علی‌رغم تعویق در برگزاری اجلاس فیس، کیش اینوکس ۲۰۲۴ از ۱۴ تا ۱۷ آبان ماه در جزیره کیش برگزار می‌شود.

در این رویداد چهار روزه، مقامات دولتی، اساتید دانشگاه، اقتصاددانان و کارشناسان در نشست‌های تخصصی و اکثریت بدنه اقتصادی کشور در ساعات برگزاری نمایشگاه حضور خواهند داشت.

نشست‌های تخصصی این رویداد با رویکرد بررسی چالش‌های اقتصادی، با مشارکت اساتید برجسته اقتصادی کشور نیز از روز ۱۵ آبان لغایت ۱۶ آبان به مدت دو روز در مرکز همایش‌های بین‌المللی جزیره کیش برگزار خواهد شد.

## روند قیمت کامودیتی‌ها در بازارهای جهانی



تغییر یکساله	تغییر یک ماهه	تغییر یک هفته	سال اخیر	یک ماهه اخیر	یک هفته اخیر	آخرین مقدار	شرح - دلار/تن
۵.۹%	۲.۴%	۶.۳%	۲۸۷	۲۹۷	۲۸۶	۳۰۴	اوره
۴۵.۷%	۶.۴%	-۰.۱%	۱,۸۲۰	۲,۴۹۳	۲,۶۵۲.۹	۲,۶۵۱.۴۷	طلا
-۱.۲%	۱.۴%	۱.۷%	۳۵۱	۳۴۲	۳۴۱	۳۴۶	متانول
۲۶.۲%	۱۱.۳%	-۰.۲%	۷,۸۹۹	۸,۹۵۵	۹,۹۸۴	۹,۹۶۹	مس
-۶.۹%	۶.۱%	۸.۸%	۸۴.۰۷	۷۳.۷۵	۷۱.۹۲	۷۸.۲۵	نفت

بانک مرکزی و بانک‌های چین طی ۵ ماه گذشته کماکان تغییری در ذخایر طلایی خود ندادند. همچنین داده‌های اشتغال آمریکا خوب بوده است و در صورت عدم وجود تنش‌های خاورمیانه می‌توانست باعث کاهش قیمت اونس طلای جهانی شود. نفت نیز در اثر تنش‌های جهانی رشد چشمگیری داشته است. و ذخایر نفت چین رقم مثبت را نشان می‌دهد.

## روند قیمت کامودیتی‌ها در بورس کالا



تغییر یکساله	تغییر یک ماهه	تغییر یک هفته	سال اخیر	یک ماهه اخیر	یک هفته اخیر	آخرین مقدار	شرح - ریال/تن
۱۱.۱%	۲.۷%	-۲.۱%	۱۹۹,۹۵۹	۲۱۶,۴۱۸	۲۲۶,۹۲۱	۲۲۲,۲۴۷	شمش فخوز
۱۶.۷%	۳.۰%	۰.۶%	۴۶,۸۲۲	۵۳,۰۲۸	۵۴,۲۸۵	۵۴,۶۳۶	گندله
۱.۵%	۵.۲%	۴.۱%	۱۲۸,۰۰۶	۱۳۳,۵۰۴	۱۲۴,۸۵۸	۱۲۹,۹۶۰	آهن اسفنجی
۴۰.۴%	۳.۱%	-۲.۲%	۳,۶۵۶,۳۵۵	۴,۹۸۱,۲۴۰	۵,۲۵۱,۹۳۳	۵,۱۳۴,۰۰۰	کاتد مس

افزایش دلار نیما به ۴۷.۳۶۵ تومان شاهد رشد ماهانه کامودیتی‌ها بوده‌ایم.

## روند قیمت در بازارهای موازی



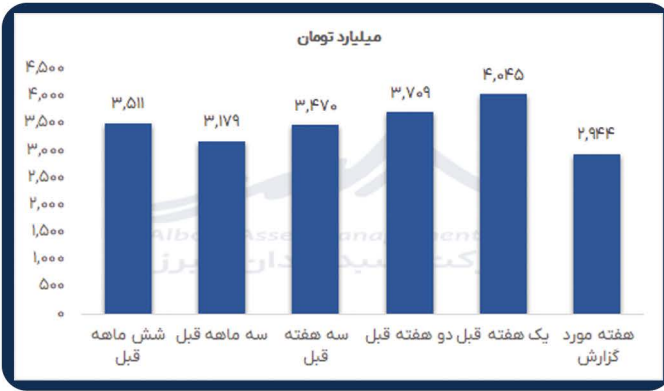
تغییر یکساله	تغییر یک ماهه	تغییر یک هفته	سال اخیر	یک ماهه اخیر	یک هفته اخیر	آخرین مقدار	مقدار
۲.۱%	-۰.۲%	-۲.۳%	۲,۰۵۲,۸۷۹	۲,۱۰۱,۶۲۹	۲,۱۴۶,۸۴۸	۲,۰۹۶,۵۹۲	شاخص کل
-۱.۸%	۵.۳%	-۱.۲%	۷۰۹,۲۶۷	۶۶۱,۶۹۱	۷۰۵,۴۲۵	۶۹۶,۶۵۵	شاخص هم وزن
۶۳.۰%	۱۴.۰%	۲.۸%	۳۰۱,۰۱۰,۰۰۰	۴۳۰,۲۵۰,۰۰۰	۴۷۷,۱۰۰,۰۰۰	۴۹۰,۶۰۰,۰۰۰	سکه امامی
۲۷.۶%	۵.۳%	۳.۸%	۴۹۵,۲۰۰	۶۰۰,۰۰۰	۶۰۹,۰۰۰	۶۳۲,۰۰۰	دلار آزاد
۲۱.۶%	۲.۲%	۰.۳%	۱۳,۴۵۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۶,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۶,۳۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۶,۳۵۰,۰۰۰,۰۰۰	خودرو(هایما SV)
۱۳۲.۴%	۱۴.۶%	-۵.۴%	۲۷,۹۶۹	۵۴,۲۸۹	۶۵,۷۶۲	۶۲,۲۱۶	بیت کوین
۱۶.۸%	۱.۲%	-	۷۵.۷۹	۸۷.۴۶		۸۸.۵	مسکن تهران (مرداد ۱۴۰۳)

سکه امامی توانسته با اهرم دلار و البته اونس طلا، تاکنون بازدهی چشمگیری به ثبت برساند. بازار سرمایه کماکان در اثر تنش‌های فراوان و ریسک‌های سیستماتیک، ضعیف‌ترین بازار بوده است. در بازارهای موازی به جز سکه، کماکان شاهد رکود و بازدهی کمتر از تورم بوده است. میانگین مسکن تهران متری ۱۴۱۶ دلار است که از میانگین خود بالاتر است. بازار ملک و خودرو با توجه به بالاتر بودن نرخ دلاری‌شان نسبت به ارزش ذاتی و عدم ورود تقاضای جدید درگیر رکود هستند.

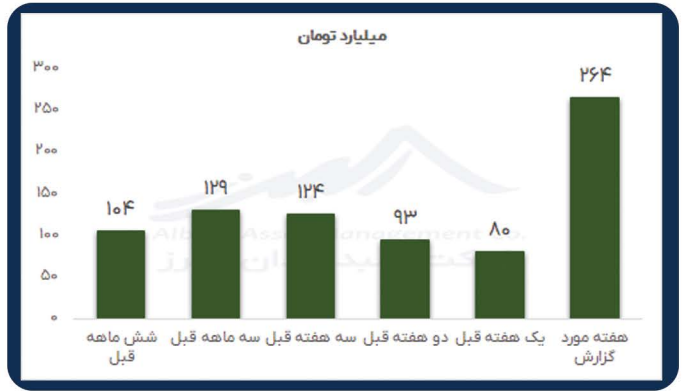




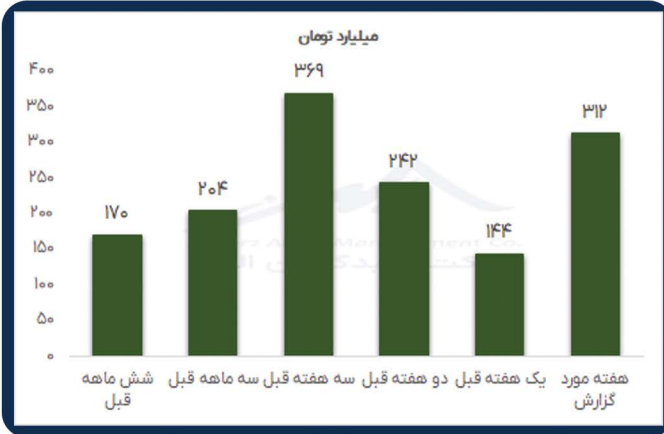
میانگین ارزش معاملات خرد روزانه سهام، حق تقدم و صندوق های سهامی



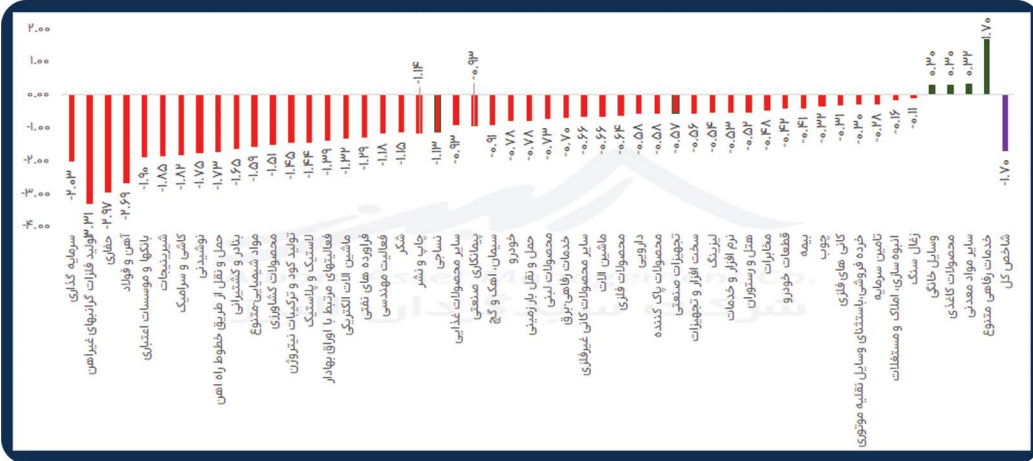
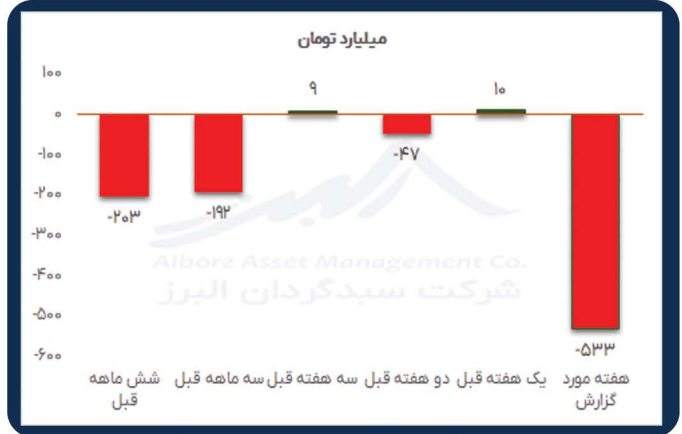
میانگین ورود پول حقیقی روزانه به صندوق طلا



ورود و خروج پول حقیقی در صندوق های درآمد ثابت



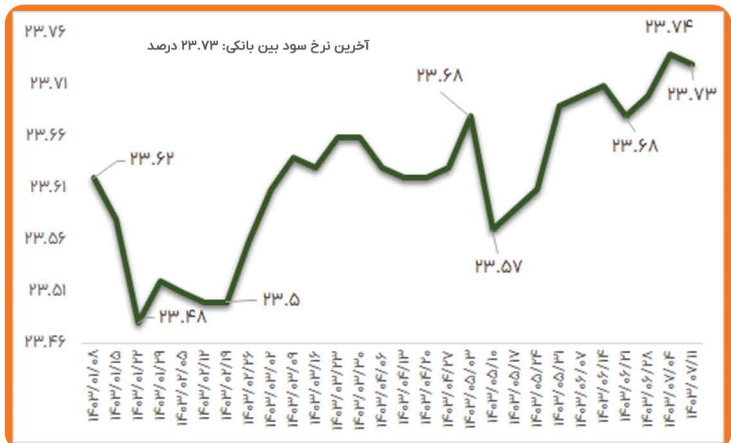
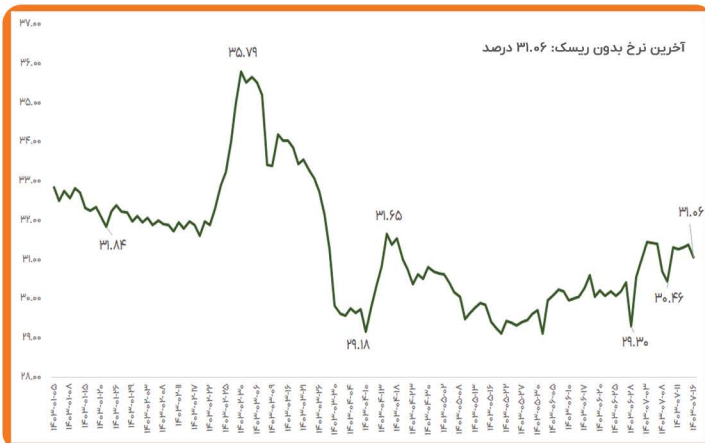
تغییر مالکیت حقیقی در معاملات خرد سهام و حق تقدم و صندوق های سهامی



### بازدهی هفتگی صنایع و شاخص کل



بازار بین بانکی و میانگین نرخ سود بدون ریسک



# بازدهی صندوق های سرمایه گذاری



در اوراق بهادار مبتنی بر سپرده کلایی

نماد	بازده هفتگی	بازده ماهانه	بازده سالانه
نقیس	۵.۵۳٪	۱۴.۲۲٪	۷۴.۲۴٪
زر	۵.۴۷٪	۱۴.۲۰٪	۶۴.۱۰٪
طلا	۵.۲۶٪	۱۴.۱۴٪	۶۶.۰۲٪
زرفام	۵.۲۶٪	۱۵.۲۷٪	۶۵.۲۵٪
کهربا	۵.۲۳٪	۱۴.۸۴٪	۶۷.۷۹٪

صندوق های سرمایه گذاری در سهام با ارزش خالص دارایی بالای ۱۰۰ میلیارد تومان و صندوق های سرمایه گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت با ارزش خالص دارایی بالای ۱۰۰۰ میلیارد تومان انتخاب شده اند و تقسیم سود ندارند

صندوق سرمایه گذاری در سهام

نماد	بازده هفتگی	بازده ماهانه	بازده سالانه
پتروآگاه	۱.۳۱٪	۱۴.۰۹٪	-
پتروفارس	۰.۰۲٪	۱۳.۷۱٪	-
بذر	-۰.۲۵٪	۱۴.۲۸٪	۷.۹۸٪
بهین رو	-۰.۲۷٪	۱۳.۰۲٪	-۲.۷۶٪
پیروز	-۰.۶۳٪	۱۳.۴۵٪	۱.۴۹٪

صندوق سرمایه گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت

نماد	بازده هفتگی	بازده ماهانه	بازده سالانه
خورشید	۰.۱۲٪	۳.۰۶٪	۳۱.۸۵٪
هامرز	۰.۱۲٪	۳.۱۱٪	۲۶.۳۷٪
آتیه ملت	۰.۴۸٪	۲.۴۳٪	۲۵.۲۳٪
کاج	۰.۵۷٪	۲.۳۸٪	۲۸.۹۰٪
سپر	۰.۵۴٪	۲.۶۴٪	۳۰.۴۰٪

## تحلیل تکنیکال



### شاخص قیمت (وزنی-ارزشی)



بررسی شاخص قیمت از شاخص کل تا حدودی آسان تر است چرا که سود نقدی شرکت ها در دل آن نبوده و سهولت تحلیل حتی با نگاهی کوتاه را به همراه دارد.

در اینجا شاهد روند شاخص قیمت (وزنی ارزشی) از ابتدای ۱۳۹۹ تا کنون هستیم و می توان واکنش به خطوط حمایت و مقاومتی و همچنین تبدیل سطوح را در آن دید.

در محدوده ۳۹۵،۰۰۰ - ۴۰۰،۰۰۰ واحدی می توان گفت بورس ریسک سرمایه گذاری پایینی دارد چرا که در محدوده حمایت استاتیک و همچنین تبدیل سطوح مقاومتی به حمایتی قرار دارد.

شاید بتوان گفت با توجه به مجموعه شرایط بازار و ریسک های مختلف، بازار سرمایه در حال کف سازی است و نیازمند زمان جهت تکمیل اصلاح و برگشت به روند صعودی باشد.

حد ضرر تحلیل فوق شکست محدوده ۳۷۵،۰۰۰ به پایین خواهد بود.

### شاخص کل بورس



**سناریوی اول:** شاخص کل بورس تهران حرکتی مشابه با حرکت چند سال گذشته خود داشته است و تا زمانی که عدد کف قبلی یعنی ۲،۰۶۵،۰۰۰ لمس نشده است، می توان به روند صعودی امیدوار بود. در صورتی که این کف به پایین بشکند احتمالاً سناریوی دوم مطرح خواهد شد.

**سناریوی دوم:** شاهد قرارگیری شاخص کل در یک چنگال سبز رنگ هستیم که با قرار گیری در باند پایینی چنگال می بایست به دنبال فرصت های خروج در حرکت های صعودی کوتاه مدت شاخص بود.

از جمله موارد مهم تاثیرگذار بر بازار سرمایه در این روزها، افزایش ریسک های سیستماتیک بازار بوده که امکان تحلیل قاطعانه را تا حدی کاهش می دهد و می بایست سرمایه گذاران انواع حالات را در نظر گرفته و به نقدشوندگی دارایی های خود بیش از پیش اهمیت بدهند و جهت نقدشوندگی بهتر و بیشتر، از کلاس دارایی های مختلف در سبد سرمایه گذاری خود قرار دهند.

با توجه به روند صعودی کوتاه‌مدت، میان مدت و بلندمدت طلای جهانی، انتظار رشد تا محدوده مشخص شده به ترتیب می‌رود. محدوده ۲۸۰۰ دلاری هدف کوتاه مدت، محدوده ۲۹۰۰ هدف میان مدت و محدوده ۳۲۰۰ هدف بلندمدت حرکت صعودی خواهد بود. همچنین لازم به ذکر است جذابیت سرمایه‌گذاری بر روی طلای جهانی با توجه به ریسک به ریوارد در قیمت ۲۶۵۰ دلاری، جذاب نیست و معامله‌گران و سرمایه‌گذاران نمی‌توانند انتظارات بسیار خوش‌بینانه‌ای داشته باشند. چرا که فاصله تا اهداف مدنظر کمتر از حد ضرر کوتاه مدتی خواهد بود. البته می‌توان به سرمایه‌گذارانی که در پرتفوی خود این فلز رنگین را ندارند کماکان توصیه به خرید و نگهداری طلا به عنوان دارایی ریسک‌گریز با توجه به ریسک‌های فزاینده سیاسی، ژئوپلیتیک و نظامی داشت.



تحلیل قیمت نفت از جهت بررسی وخامت تنش‌های نظامی و سیاسی جهان با مهندسی معکوس اهمیت دارد. چنانچه نفت و طلا هر دو به روند صعودی خود ادامه دهند، می‌توان ادامه تنش‌های نظامی و سیاسی را در جهان و علی‌الخصوص خاورمیانه پیش‌بینی کرد. رفتار کانالیزه نفت برنت در کوتاه مدت را شاهد هستیم. در صورت عدم توانایی لمس قیمت ۸۱.۵۶ دلاری امکان اصلاح به سمت محدوده ۷۲ دلار به دلیل وجود واگرایی مخفی منفی بالا خواهد بود. در صورت شکست عدد مذکور به سمت بالا تا محدوده سقف کانال قیمت صعود خواهد کرد. لازم به ذکر است ذخایر نفت چین صعودی بوده که احتمالاً تشدید تنش‌ها را پیش‌بینی کرده‌اند.



نمودار درهم امارات به واسطه عدم دستکاری دولت از نمودار دلار/ریال اعتباری بیشتری خواهد داشت و می‌تواند مبنای تصمیم‌گیری‌ها قرار گیرد. روند بلندمدت سعودی درهم امارات از سال ۱۳۹۷ تاکنون را در تصویر می‌بینیم که همواره شاهد دوره‌های تکرارشونده رشد و اصلاح در این ارز بوده‌ایم. در کوتاه مدت مجدداً شاهد خروج قیمت از تراکم اصلاحی یکساله خود هستیم و هدف اول سعودی محدوده ۱۸,۰۰۰ تومان و هدف دوم سعودی محدوده ۱۹,۶۰۰ تومان که دلار متناظر با آن محدوده ۶۶ و ۷۳ هزار تومان خواهد بود. هدف میان مدتی محدوده ۲۱,۷۰۰ تومان متناظر با دلار ۸۰ هزارتومانی خواهد بود. هدف بلندمدتی درهم امارات به سمت سقف کانال سعودی خود خواهد بود که البته تا حدی ترسناک ولی در دسترس است.



صندوق بانکی دارا یکم به عنوان نماد ریالی بازار سرمایه می‌تواند مورد بررسی و تحلیل قرار گیرد. این صندوق برای مدت زیادی پس از یک رشد خوب، درگیر تراکم خنثی است و بین سقف و کف آن در نوسان است. در صورت خروج از هر طرف، می‌توان به همان سمت معامله کرد. عمده دارایی این صندوق سه نماد وبملت، وتجارت و وپصادر است. سرمایه‌گذارانی که قصد خرید این سه نماد را دارند، این صندوق با اختلاف NAV با قیمت می‌تواند برایشان در میان‌مدت به دلیل ارزندگی بیشتر و هزینه معاملاتی کمتر جذاب باشد.



انس طلا

نفت برنت

درهم امارات

دارا یکم



## ارزش گذاری سهام

### ● ارزش گذاری بر مبنای جریان نقدی آزاد صاحبان سهام

جریان نقدی آزاد صاحبان سهام (FCFE) Free Cash Flow to Equity در واقع همان جریان نقدی آزاد شرکت است که مخارج بدهی شامل پرداخت‌های مربوط به بهره و اصل بدهی از آن کسر شده، به همین دلیل به آن جریان نقدی آزاد اهرمی نیز گفته می‌شود.

این روش بیانگر این است که در نهایت چه میزان وجه نقد برای سهامداران شرکت در دسترس است. در تزیل جریان نقدی صاحبان سهام باید از بازده مورد نظر سهام استفاده کرد. جریان نقدی آزاد سهامداران طبق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

جریان نقد آزاد سهامداران = سود خالص بعد از کسر بهره و مالیات + هزینه استهلاک - سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت - سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش غیر نقدی + افزایش خالص در اصل تسهیلات مالی دریافتی

نکته قابل توجه این است که اگر شرکت دارای سهام عادی به‌عنوان تنها منبع سرمایه باشد، FCFF و FCFE آن شرکت برابر خواهد بود.

### ● مدل رشد گوردون یا GGM

این روش مانند DDM است با این تفاوت که فرض می‌شود تقسیم سود سهام تا بی نهایت ادامه دارد.

$$v = D_1 / (r - g)$$

سود نقدی دوره بعد  $D_1$  = نرخ رشد سود نقدی  $g$  = بازده مورد انتظار  $r$

برای استفاده از این روش باید نرخ رشد سود نقدی شرکت از نرخ بازده مورد انتظار پایین‌تر باشد.

برای روش‌های ارزش‌گذاری مبتنی بر ارزش فعلی نیاز به محاسبه نرخ بازده مورد انتظار سهامداران است. با روش‌هایی مانند CAPM و APT نرخ آن را محاسبه می‌کنند که روش‌های مذکور در مطلب آموزشی جداگانه ای به تفصیل بیان خواهد شد.

### ● ارزش گذاری نسبی

روش ارزش گذاری نسبی یا روش ضرایب قیمت، رایج‌ترین مدل‌های ارزش‌گذاری سهام شرکت‌هاست. در ارزش‌گذاری نسبی، ارزش یک دارایی با توجه به قیمت‌گذاری دارایی‌های مشابه انجام می‌شود. عمده روش‌های ارزش‌گذاری نسبی شامل:

#### P/E

این نسبت بیانگر قیمت سهم تقسیم بر سود هر سهم است. به عنوان مثال، اگر نرخ بهره بدون ریسک (نرخ بهره بانکی) را معادل سالانه ۲۵ درصد در نظر بگیریم، در این صورت دوره بازگشت سرمایه ۴ سال خواهد بود و بدین معناست که سرمایه‌گذار پس از گذشت ۴ سال سودی معادل اصل سرمایه خود را دریافت کرده است. نسبت P/E هم مفهومی مشابه با همین توضیحات دارد و می‌توان در این شرایط P/E مورد انتظار بازار را ۴ در نظر گرفت. حال فرض کنید بخواهیم با استفاده از روش P/E ارزش فعلی سهام یک شرکت را محاسبه کنیم. اگر سود هر سهم شرکت ۲۵۰ تومان اعلام شده باشد. یعنی با توجه به شرایط، قیمت تعادلی این سهم ۱۰۰۰ تومان ارزش گذاری می‌شود.

#### P/S

مخرج کسر میران فروش شرکت لحاظ می‌گردد

#### P/D

مخرج کسر سود تقسیمی (نقدی) هر سهم لحاظ می‌گردد

دو روش عمده‌ای که برای تحلیل بازار سهام استفاده می‌شود که شامل تحلیل بنیادی و تکنیکال است. پایه روش تحلیل بنیادی بر محاسبه ارزش ذاتی دارایی بنا شده است. برای محاسبه ارزش ذاتی سهام از روش‌های ارزش‌گذاری استفاده می‌گردد. در این آموزش درباره انواع روش‌های ارزش‌گذاری سهام توضیحاتی داده می‌شود.

ارزش گذاری سهام به دو دسته کلی ارزش‌گذاری نسبی (روش ضرایب قیمت) و ارزش‌گذاری بر اساس ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی (روش ارزش فعلی) تقسیم می‌گردد. ارزش‌گذاری بر اساس ارزش فعلی این‌گونه است که ارزش ذاتی سهام یک شرکت را بر اساس صورت‌های مالی و دارایی‌های شرکت محاسبه می‌کند. ارزش‌گذاری نسبی در تلاش است تا با بررسی نسبت‌های معروف و کاربردی تحلیل بنیادی و سنجش این نسبت‌ها با هم و با صنایع و سهام شرکت‌های دیگر، یک محدوده نسبتاً دقیقی برای ارزش سهام آن شرکت نشان دهد.

### ● ارزش گذاری بر اساس ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی

ارزش‌گذاری بر اساس ارزش فعلی از سه روش عمده انجام می‌گردد. که در ادامه هر روش توضیح داده شده است.

#### ● ارزش‌گذاری بر مبنای مدل تزیل سود تقسیمی

در روش مدل تزیل سود تقسیمی یا Dividend Discount Model (DDM)، سود تقسیمی میان سهامداران، پایه ارزش‌گذاری است. با تزیل سودهای نقدی ارزش ذاتی سهم محاسبه می‌شود. نرخ تزیل بر اساس نرخ بازده مورد انتظار سهامداران تعیین می‌شود.

#### ● ارزش‌گذاری بر مبنای مدل جریان نقدی آزاد

یکی دیگر از مدل‌های ارزش‌گذاری سهام، مدل جریان نقدی آزاد یا همان Free Cash Flow (FCF) است. معمولاً زمانی از این مدل برای محاسبه ارزش سهام یک شرکت استفاده می‌شود که: ۱- شرکت سود نقدی سهام پرداخت نمی‌کند ۲- سود پرداختی متناسب با سودآوری شرکت نیست ۳- سهامدار بتواند بر سیاست تقسیم سود شرکت تأثیرگذار باشد.

جریان‌های نقدی آزاد یا برای شرکت یا سهامداران است. بر این اساس دو روش ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد تعریف می‌گردد:

#### ● ارزش‌گذاری بر مبنای مدل جریان نقدی آزاد شرکت

جریان نقدی آزاد شرکت یا Free Cash Flow to Firm (FCFF)، جریان نقدی باقیمانده قابل توزیع پس از پرداخت هزینه‌های عملیاتی و سرمایه‌های شرکت، برای همه سرمایه‌گذاران یک شرکت اعم از وام‌دهندگان و سهام داران است. از آنجا که پرداخت‌های بهره و اثرات اهرمی در محاسبه FCFF مورد توجه قرار نمی‌گیرند، از FCFF به عنوان جریان نقدی غیر اهرمی نیز یاد می‌شود.

جریان نقد آزاد شرکت = سود خالص + هزینه استهلاک + هزینه‌های مالی (نرخ مالیات - ۱) - سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت - سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش

جریان‌های نقدی آزاد شرکت پیش بینی شده برای سال‌های آینده را بر اساس بازدهی مورد انتظار تزیل کرده و ارزش فعلی را بدست می‌آوریم. برای تزیل از میانگین موزون هزینه سرمایه یا Weighted Average Cost of Capital (WACC) استفاده می‌گردد. مجموع ارزش فعلی بدست آمده برابر با ارزش ذاتی سهام است.