فرارسیدن ایام تاسوعا و عاشورای حسینی را
تسلیت و تعزیت عرض می‌نماییم


بورس اطلاعات
ETELAAT BOURSE



هفته‌نامه بورس را از مهمانداران ماهان، کاسپین، تابان
کیش‌ایر و ایران ایرتور بخواهید

هواپیمایی ماهان Mahan Air
هواپیمایی تابان
هواپیمایی کاسپین CASPIAN
KISH AIRLINES
IRAN AIRTOUR

پل ارتباطی بازار سرمایه با وب سرویس‌های نوآوران امین
کسب درآمد از داده‌ها
پیشرفت و توسعه عملکرد
تبادل داده
دسترسی سریع به منابع
API
نوآوران امین NOAVARAN AMIN
www.nadpco.com
۰۲۱-۸۷۷۰۰۸۰۸



سال چهاردهم ■ شماره ۶۳۳ ■ هفته اول تیر ■ شنبه ۳۰ خرداد ۱۴۰۵ ■ ۲۰ ژوئن ۲۰۲۶ ■ ۸ صفحه ■ ۳۰۰,۰۰۰ تومان ■ ISSN: ۲۲۵۲ - ۰۳۵X


# غافلگیری بهاری در تالار شیشه‌ای

**هفته‌نامه بورس** کمتر کسی تصور می‌کرد در شرایطی که سایه جنگ و تحولات سیاسی بر اقتصاد کشور سنگینی می‌کند، بورس به پربازده‌ترین بازار سرمایه‌گذاری تبدیل شود. همین نگرانی‌ها و ترس از واکنش بازار به ریسک‌های سیاسی، بازگشایی بورس را نیز با تردیدهای فراوان همراه کرد؛ به‌گونه‌ای که توقف فعالیت بازار سهام تا اواخر بهار ادامه یافت. بسیاری انتظار داشتند سرمایه‌ها به سمت بازارهای سنتی همچون طلا، سکه و ارز روانه شود، اما آنچه در بهار رقم خورد، روایتی متفاوت از انتظارات بود.

بورس با ثبت بازدهی حدود ۳۹ درصدی، نه‌تنها از شوک‌های سیاسی عبور کرد، بلکه تمامی بازارهای رقیب را پشت سر گذاشت و بر صدر جدول بازدهی ایستاد. در حالی که بسیاری از بازارها با رکود یا افت بازدهی مواجه بودند، تالار شیشه‌ای بار دیگر به کانون توجه سرمایه‌گذاران تبدیل شد و بخش قابل توجهی از نقدینگی را به سوی خود جذب کرد. اکنون باید دید آیا این جهش چشمگیر در ماه‌های پیش‌رو با شیبی ملایم‌تر ادامه خواهد یافت و بخشی از جاماندگی چند سال اخیر بورس را جبران خواهد کرد، یا اینکه این صعود تنها یک غافلگیری بهاری بوده است.

ادامه در صفحه ۷



مدیرعامل تأمین سرمایه لوتوس تشریح کرد:

## چالش‌های ارزش‌گذاری شرکت‌ها در بورس ایران

صفحه ۶

بررسی اثر توافق تهران-واشنگتن بر بازارها

## نفت ریخت طلا «بی‌محلی» کرد

صفحه ۵

پیش‌بینی ارزش‌گذاران در عرضه‌های اولیه چقدر محقق شد؟

## فاصله برآوردها با واقعیت شرکت‌ها

صفحه ۴

سرمقاله

### اقتصاد ایران در دو راهی



علی سرزعیم

اقتصاد ایران در مقطع حساسی قرار دارد و آینده کوتاه‌مدت آن تا حد زیادی به نتیجه مذاکرات و کیفیت توافق احتمالی وابسته است. می‌توان اعلام کرد که در مقطع زمانی فعلی اقتصاد ایران در یک دو راهی قرار گرفته است. تفاوت اساسی میان سناریوها در دامنه رفع تحریم‌ها نهفته است. توافقی که تنها به تحریم‌های نفتی محدود شود، اثری متفاوت با توافقی دارد که تحریم‌های غیرنفتی، بانکی و تجاری را نیز دربرگیرد. اگر صرفاً امکان فروش نفت افزایش یابد، بخشی از فشار ارزی کاهش پیدا می‌کند، اما مشکلات عمیق‌تری که در شبکه مالی و تجاری کشور شکل گرفته همچنان پابرجا خواهد ماند...

صفحه ۲

یادداشت

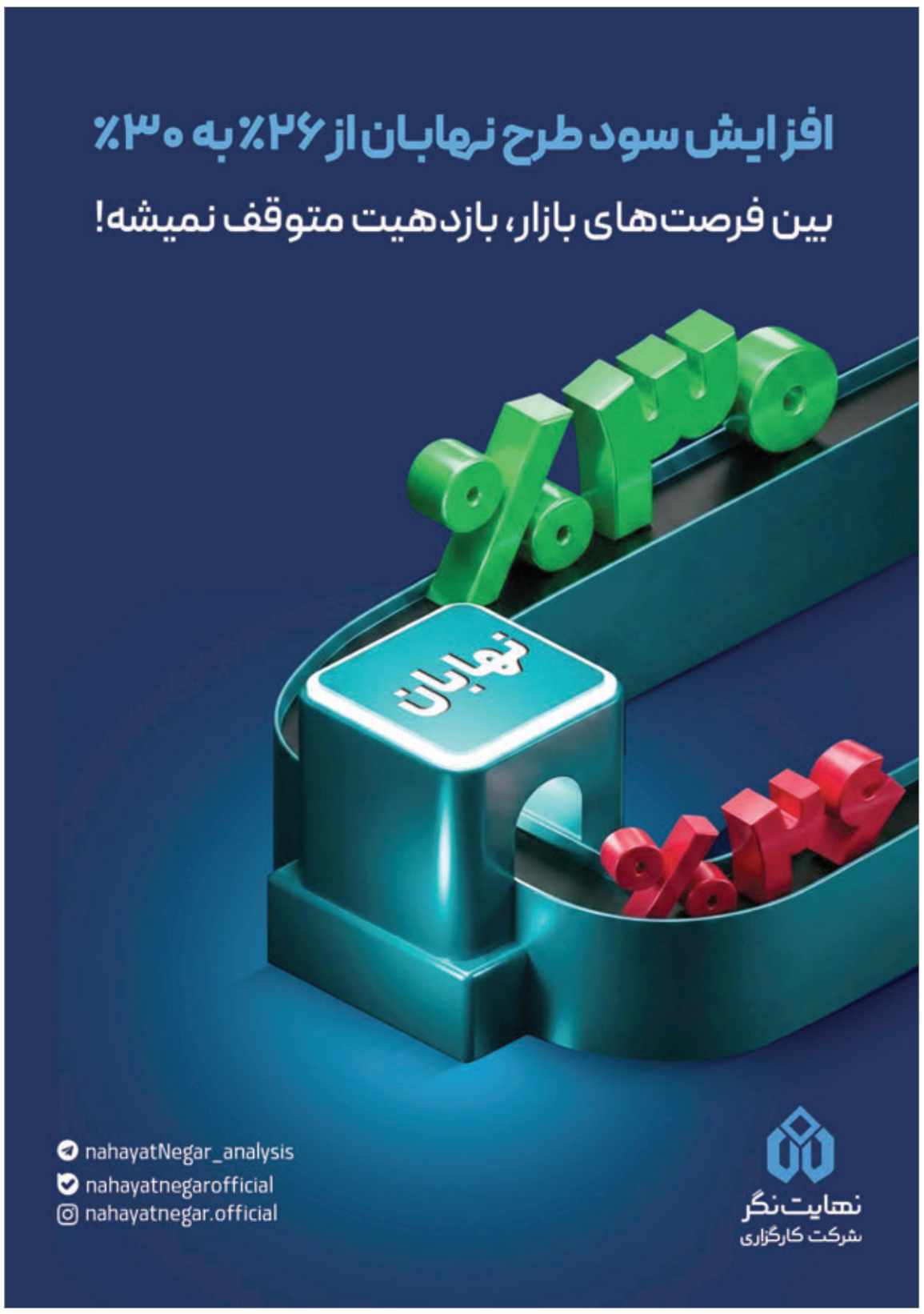
### مسکن در سناریوی توافق پایدار

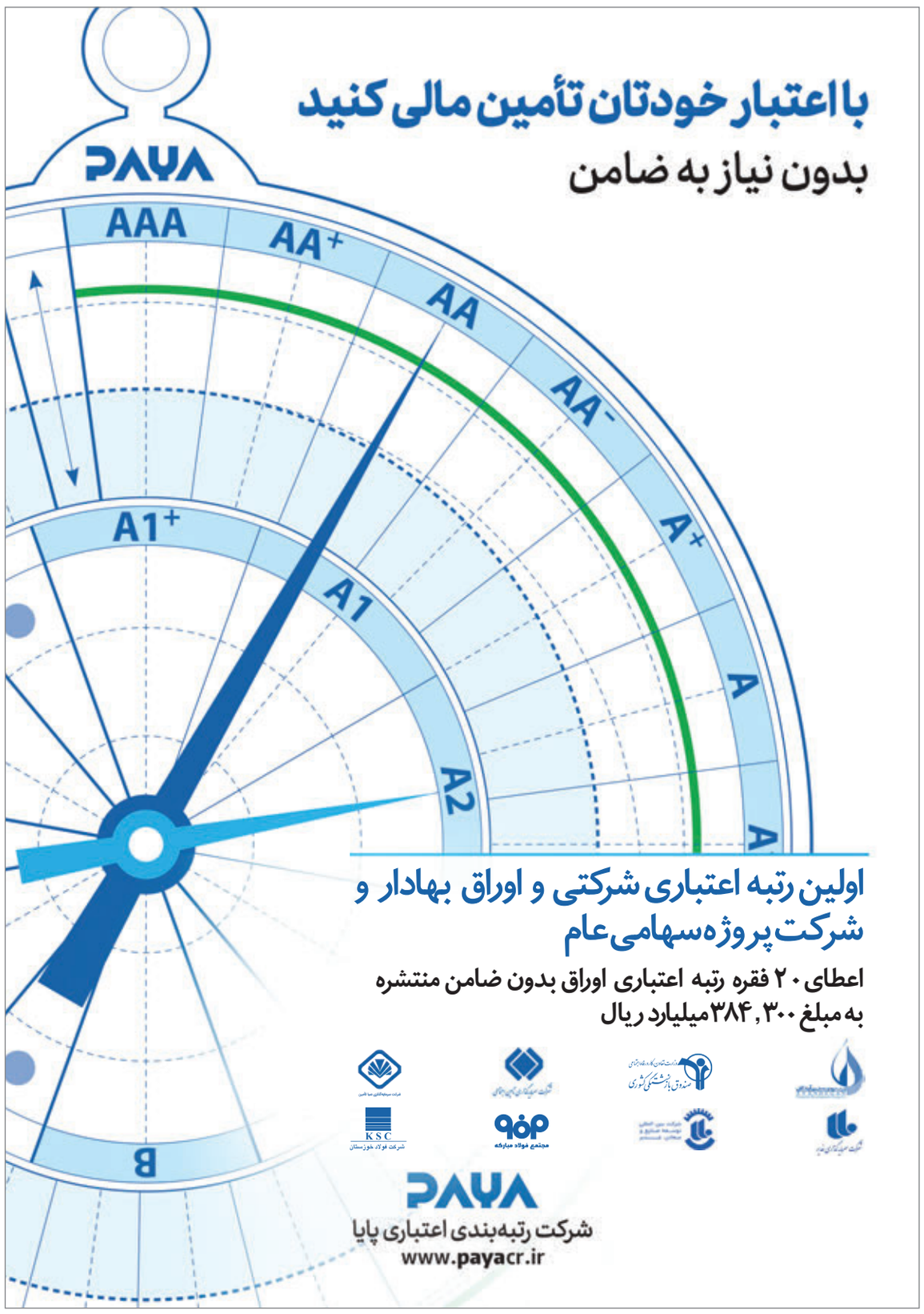


هاجر شادمانی

موضوع تفاهم سیاسی میان ایران و آمریکا اکنون به یکی از مهم‌ترین محورهای خبری و تحلیلی کشور تبدیل شده است؛ موضوعی که به‌طور طبیعی می‌تواند آثار قابل‌توجهی بر انتظارات فعالان اقتصادی و به‌ویژه بازار سرمایه داشته باشد. انتشار اخبار مبنی بر توافق اولیه ایران و آمریکا، موجب شده است نگاه بسیاری از سرمایه‌گذاران و تحلیلگران بازار به سمت جزئیات و پیامدهای احتمالی این رویداد معطوف شود...

صفحه ۳

## اخبار هفته

### دامنه نوسان بورس تغییر می‌کند؟



مدیرعامل بورس تهران گفت: در مقطع کنونی، هیأت مدیره بورس تهران تصمیمی برای تغییر در دامنه نوسان اتخاذ نکرده و به تبع آن، پیشنهادی نیز در این خصوص به سازمان بورس ارسال نشده است.

محمود گودرزی در خصوص تغییر دامنه نوسان در بازار سرمایه اظهار کرد: طبق دستورالعمل‌های جاری، هرگونه تغییر در دامنه نوسان، فرآیندی مشخص دارد که مستلزم ارائه پیشنهاد از سوی بورس‌ها و در نهایت تصمیم‌گیری هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار است. مدیرعامل بورس تهران در ادامه با اشاره بر عدم تغییر رویه فعلی گفت: در مقطع کنونی، هیأت مدیره بورس تهران تصمیمی برای تغییر در دامنه نوسان اتخاذ نکرده و به تبع آن، پیشنهادی نیز در این خصوص به سازمان بورس ارسال نشده است.

### اثر بورس انرژی در کاهش مصرف گاز



مدیرعامل بورس انرژی گفت: از زمان آغاز عرضه اوراق گواهی صرفه‌جویی گاز، ۱.۵ میلیارد متر مکعب در مصرف گاز صرفه‌جویی شده است.

محمد نظیفی اظهار کرد: در حوزه انرژی خلأ جدی سیاستگذاری داریم و نمی‌دانیم که اهداف ضد رقابتی را دنبال می‌کنیم یا خیر؟ اخیرا در برنامه هفتم به برق به عنوان صنعت نگاه شده که اتفاق خوبی است اما تنظیم‌گری‌هایی که در این بخش رخ می‌دهد با استانداردهای بین‌المللی و اروپا فاصله زیادی دارد.

نظیفی گفت: یکی از مبانی سوددهی شرکتها باید اقتصادی بودن نرخ انرژی باشد ولی در صنایع پتروشیمی، شرکت‌های ما خوراک را با نرخ پایین خریداری می‌کنند حتی وقتی به آنها می‌گوییم با استفاده از مکانیسم بازار نرخ گاز را تعیین کنید، می‌گویند مگر برای گاز باید پول بدهیم؟

### امیدواری برای سبز ماندن تابلوی بورس



وزیر امور اقتصادی و دارایی ضمن ابراز امیدواری نسبت به سبز ماندن تابلوی بورس، از آغاز فرآیند شناسایی و اصلاح مقررات مانع تولید و تجارت خبر داد و تأکید کرد: با وجود پایان جنگ، «جنگ اقتصادی» تازه آغاز شده و دولت با همین رویکرد مسیر حمایت از اقتصاد و کسب‌وکارها را ادامه خواهد داد.

سیدعلی مدنی‌زاده با ابراز امیدواری نسبت به سبز ماندن تابلوی بورس، از آغاز فرآیند شناسایی مقررات و دستورالعمل‌های مانع تولید و تجارت برای اصلاح آن‌ها خبر داد و گفت: این امکان وجود دارد تا در این مورد، نظرات اتاق ایران نیز دریافت شود. وزیر امور اقتصادی و دارایی همچنین اعلام کرد: پروژه حمل یک‌سره نیز در دستور کار دولت قرار گرفته و امیدواریم به‌زودی اجرایی شود تا زمان تجارت و حمل کالاها کاهش پیدا کند.

### تشکیل قرارگاه ناترازی انرژی



رئیس کمیسیون مشترک صنایع و انرژی مجلس، با اشاره به تشکیل «قرارگاه ناترازی انرژی» با هدف رصد، کنترل و پیشگیری از بروز خاموشی، اختلال در صنعت، حمل‌ونقل و نیروگاه‌ها و نیز مدیریت ذخایر استراتژیک انرژی کشور، گفت: وضعیت تأمین سوخت نیروگاهی و ذخایر استراتژیک نسبت به سال گذشته بهتر است و در صورت ادامه این روند، انتظار می‌رود کشور در فصل زمستان و دوره‌های اوج مصرف با شرایط پایدارتر و مدیریت‌شده‌تری در حوزه انرژی مواجه شود.

رمضان‌علی سنگدوینی اعلام کرد: اوج مصرف برق کشور در طول سال حدود ۴۵ هزار مگاوات است اما در فصل تابستان به حدود ۶۰ هزار مگاوات می‌رسد که این موضوع ضرورت افزایش ظرفیت تولید و مدیریت مصرف را دوچندان می‌کند. او افزود: توسعه انرژی‌های تجدیدپذیر در دستور کار قرار دارد.

## سرمقاله

### اقتصاد ایران در دو راهی

علی سرزعیم
اقتصاددان

اقتصاد ایران در مقطع حساسی قرار دارد و آینده کوتاه‌مدت آن تا حد زیادی به نتیجه مذاکرات و کیفیت توافق احتمالی وابسته است. می‌توان اعلام کرد که در مقطع زمانی فعلی اقتصاد ایران در یک دو راهی قرار گرفته است. تفاوت اساسی میان سناریوها در دامنه رفع تحریم‌ها نهفته است. توافقی که تنها به تحریم‌های نفتی محدود شود، اثری متفاوت با توافقی دارد که تحریم‌های غیرنفتی، بانکی و تجاری را نیز دربرگیرد. اگر صرفاً امکان فروش نفت افزایش یابد، بخشی از فشار ارزی کاهش پیدا می‌کند، اما مشکلات عمیق‌تری که در شبکه مالی و تجاری کشور شکل گرفته همچنان پابرجا خواهد ماند.

رفع تحریم‌های غیرنفتی اهمیت تعیین‌کننده‌ای دارد، زیرا بخش بزرگی از چالش‌های تولیدکنندگان و صادرکنندگان به محدودیت‌های بانکی، انتقال پول، بیمه حمل‌ونقل، دسترسی به مواد اولیه و فناوری مربوط می‌شود. حتی اگر درآمد نفتی افزایش یابد، بدون حل این گره‌ها امکان بازسازی سریع اقتصاد وجود ندارد. در مقابل، اگر گشایش در حوزه‌های غیرنفتی نیز اتفاق بیفتد، فضای کسب‌وکار به سمت پیش‌بینی‌پذیری حرکت می‌کند و بنگاه‌ها می‌توانند برای توسعه فعالیت‌های خود برنامه‌ریزی میان‌مدت انجام دهند.

#### نقطه شروع برای بازسازی اقتصاد

در سناریوی رفع گسترده‌تر تحریم‌ها، امکان بهبود رشد اقتصادی در سال آینده افزایش می‌یابد. افزایش صادرات، تسهیل واردات کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای و کاهش هزینه مبادلات می‌تواند ظرفیت‌های خالی تولید را فعال کند. همچنین کاهش نااطمینانی می‌تواند انتظارات تورمی را تعدیل و ثبات بیشتری در بازار ارز ایجاد کند. این تحولات به معنای حل کامل مشکلات ساختاری نیست، اما می‌تواند نقطه شروعی برای بازسازی تدریجی اقتصاد باشد.

اگر توافق محدود به حوزه نفت بماند، دولت از نظر منابع ارزی در موقعیت بهتری قرار می‌گیرد و فشار بر بودجه تا حدی کاهش می‌یابد. با این حال، استمرار محدودیت‌های بانکی و تجاری مانع از آن می‌شود که بخش خصوصی به‌طور کامل از این گشایش بهره‌مند شود. در چنین شرایطی رشد اقتصادی ممکن است مثبت باشد، اما شکننده خواهد بود و با کوچک‌ترین شوک بیرونی دچار نوسان می‌شود. بنابراین کیفیت توافق بیش از اصل آن اهمیت دارد.

در مقابل،در صورتی که به هر دلیل توافق به معنای واقعی و عملی انجام نشود و پایبندی به آن به هر دلیل و از هر طرف، با خدشه مواجه شود، این شرایط که عملا مصادف با وضعیت و سناریوی عدم توافق است، می‌تواند اقتصاد را با فشارهای مضاعف روبه‌رو کند. در سال‌های اخیر تاب‌آوری اقتصادی کاهش یافته و ادامه وضعیت فعلی احتمال تشدید مشکلات ارزی و تورمی را افزایش می‌دهد. نااطمینانی مداوم موجب می‌شود فعالان اقتصادی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را به تعویق بیندازند و خانوارها رفتارهای احتیاطی در پیش بگیرند. این چرخه می‌تواند رشد را تضعیف کرده و رکود تورمی عمیق‌تری ایجاد کند.

#### وضعیت تورم با نگاه به رفع یا تداوم محدودیت‌ها

تورم یکی از مهم‌ترین متغیرهایی است که به نتیجه این سناریوها وابسته خواهد بود. اقتصاد ایران با کسری بودجه مزمن، رشد نقدینگی بالا و انتظارات تورمی ریشه‌دار مواجه است. اگر گشایش خارجی رخ دهد و ثبات نسبی در بازار ارز برقرار شود، می‌توان امید داشت سرعت افزایش قیمت‌ها تا حدی مهار شود. اما در صورت تداوم محدودیت‌ها، فشار بر منابع مالی دولت و بازار ارز ممکن است تورم را در سطوح بالا تثبیت کند یا حتی افزایش دهد. مسیر آینده تورم به ترکیبی از سیاست خارجی و انضباط مالی داخلی وابسته است. وضعیت تولید نیز به همین اندازه به رفع نااطمینانی وابسته است. بسیاری از صنایع، به‌ویژه در حوزه‌های پتروشیمی، پلیمر و صنایع وابسته، با اختلال در زنجیره تأمین روبه‌رو بوده‌اند. بازگشت این زنجیره‌ها به حالت عادی نیازمند دسترسی پایدار به مواد اولیه، بازارهای صادراتی و شبکه بانکی بین‌المللی است. بدون این مؤلفه‌ها، حتی ظرفیت‌های موجود نیز به‌طور کامل فعال نمی‌شود و بهره‌وری کاهش می‌یابد.

در حال حاضر بخش تولید آسیب‌پذیر است و تخمین دقیقی از سرعت بازگشت برخی صنایع به مدار کامل فعالیت وجود ندارد. سرمایه‌گذاران در فضای مبهم، محتاطانه عمل می‌کنند و پروژه‌های توسعه‌ای را به تعویق می‌اندازند. این تعلیق تصمیم‌گیری هزینه‌ای پنهان اما سنگین بر اقتصاد تحمیل می‌کند و مانع شکل‌گیری موج جدید سرمایه‌گذاری می‌شود.

در نهایت، مسئله اصلی اقتصاد ایران خروج از وضعیت بلاتکلیفی است. اقتصاد برای رشد به ثبات، پیش‌بینی‌پذیری و اعتماد نیاز دارد. تعیین تکلیف سریع‌تر مسیر سیاست خارجی می‌تواند این پیش‌نیاز را فراهم کند، هرچند در کنار آن اصلاحات داخلی و مدیریت منسجم اقتصاد کلان نیز ضروری است. چه در سناریوی توافق گسترده و چه در شرایط محدودتر، سیاست‌گذاری دقیق و هماهنگ شرط لازم برای استفاده از فرصت‌ها و کاهش ریسک‌هاست. آینده اقتصاد نه‌تنها به توافق، بلکه به کیفیت حکمرانی اقتصادی در بهره‌برداری از آن وابسته خواهد بود.

# هفته تاریخ‌ساز بورس

ندا کریمی
کارشناس بازار سرمایه

هفته معاملاتی بازار سهام منتهی به چهارشنبه ۲۰ خردادماه، در حالی به پایان رسید که با وجود رشد کندل طی روز، کندل به جای مانده روندی نزولی داشت. همین موضوع موجب شد که سهامداران شروع هفته را با اندکی احتیاط آغاز کنند و در نتیجه عرضه ها نسبتا افزایش داشت، اما از روز یکشنبه و با انتشار اخبار مربوط به توافق بین ایران و آمریکا بازار با ثبت دو کندل صعودی کامل، و ادامه آن در روز دوشنبه رکوردهای قابل توجهی در ثبت صفوف خرید از خود برجای گذاشت.

بازار در نهایت با رسیدن به شاخص ۵ میلیونی که هدف اول صعودی شاخص کل بود، با عرضه همراه شد اما همچنان روند آن مثبت و صرفا در روز سه‌شنبه تا نیمه بازار عرضه‌ها قابل توجه بود. در نهایت این خریداران بودند که پیروز آن روز لقب گرفتند.طی معاملات آخرین روز هفته، (چهارشنبه ۲۷ خردادماه)، نیز روند شروعی بازار مناسب نبود، اما در ادامه شاهد به صف خرید نشستن بسیاری از نمادها بودیم.

روند معاملات در هفته گذشته به نحوی بود که حداقل مقدار ۸ همتی در روز شنبه تا ۳۹ همتی در روز سه شنبه ثبت شد که بیشترین مقدار در کل تاریخ بازار سرمایه بوده است.

#### بازگشایی برخی نمادها

از جمله رویدادهای هفته به پایان رسیده می توان به بازگشایی نمادهایی مانند، نوری(۴۱ درصد)، اروند(۴۲ درصد)، بوعلی(۱۲ درصد)، شگویا(۴۸ درصد)، فارس (۱۱ درصد) اشاره کرد.

#### اثر کاهش نرخ ارز بر بازار

با انتشار اخبار در خصوص توافق شاهد آن بودیم که از ارزش دلار تا



۱۵۲ هزار تومان در بازار آزاد کاسته و همین امر موجب کاهش قیمت طلا و صندوق های طلا نیز شد؛ از این‌رو می‌توان نتیجه گرفت بخشی از منابع آزاد شده در این بخش جذب بازار سرمایه شده است. نتیجه این شرایط نیز پیروزی خریداران در عرضه ها بر فروشندگان بود.

#### پربازده‌ترین و کم‌بازده‌ترین‌های بورس

در هفته گذشته صنایعی مانند محصولات کشاورزی، انبوه سازی، سایر مواد شیمیایی(شامل نمادهایی مانند نوری، اروند، بوعلی و ...) با ثبت بازدهی به میزان به ترتیب ۲۱/۰۳، ۱۹/۲۷ و ۱۸ درصد بیشترین تاثیر را در افزایش ارزش بازار داشتند.

کم بازده ترین صنایع مهم بزرگ نیز شامل آهن و فولاد با ۳/۷۴ درصد، لاستیک و پلاستیک با ۴/۷۸ درصد، کانی های فلزی با ۴/۸۳ درصد بود.

#### پیش‌بینی بازار در هفته جاری

اگر بخواهیم هفته پیش رو را پیش بینی کنیم، با توجه به روند حاصل شده از مذاکرات، که بازار به جمع بندی مثبت نسبت به آن رسیده و خوش بین است، به راحتی می توان انتظار داشت که بازار همچنان با روند رو به رشد به کار خود ادامه دهد، البته این نکته را باید مد نظر قرار داد که با توجه به رشد قیمت های ثبت شده از ابتدای بازگشایی ها، برخی نمادها بازده های مناسبی را عاید سرمایه‌گذاران خود کرده اند و عرضه های صورت گرفته با توجه به اشتیاق خریداران را می توان به حساب دست به دست شدن سهام از سمت کسانی که در مقطع زمانی پیش از شروع جنگ مبادرت به خرید کرده بودند به افرادی که در آن زمان نقد بودند در نظر گرفت.

از این رو با توجه به افزایش ارزش معاملات می توان انتظار داشت که بازار همچنان جذاب تر از ابتدای بازگشایی ها شده است و تازه به سرمایه گذاران جدید اجازه ورود داده است.

#### چرا بازار ارزنده است؟

گذشته از ورود افراد جدید، با توجه به نزدیک شدن به زمان انتشار صورت های مالی شرکت ها و مجامع و تقسیم مناسبی که به ثبت رسیده است، پی‌به‌ایی بازار به عدد ۷/۸ واحد رسیده و با سقف ثبت شده در زمستان گذشته فاصله دارد که به معنای ارزنده بودن بازار است.

#### ارزش دلاری بازار چقدر است؟

در حال حاضر ارزش دلاری بازار به ۱۰۷ میلیارد دلار رسیده است؛ این در حالی است که پیش از جنگ ۱۲ روزه و زمانی که فاصله قابل توجهی بین دلار بازار آزاد و بازار توافقی وجود داشت، ارزش بازار ۱۴۲ میلیارد دلار بود. در نتیجه می‌توان انتظار داشت در میان مدت ارزش بازار حداقل به سطوح ارزشی قبل از جنگ ۱۲ روزه، برسد.

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار اعلام کرد:

# حمایت سازمان بورس از توسعه خدمات کارگزاری‌ها

نخستین نشست «پیشگامان بازار سرمایه» به همت کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار و با میزبانی کارگزاری خبرگان سهام، با حضور حجت‌اله صیدی، رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار، مدیران ارشد بازار سرمایه، دبیرکل و اعضای هیأت‌مدیره کانون کارگزاران و مدیران عامل شرکت‌های کارگزاری برگزار شد.

در این نشست، مهم‌ترین موضوعات مرتبط با توسعه صنعت کارگزاری و آینده بازار سرمایه مورد بحث و بررسی قرار گرفت و بر ضرورت تقویت همکاری و هم‌افزایی میان ارکان مختلف بازار سرمایه تأکید شد. سلسله نشست‌های «پیشگامان بازار سرمایه» با هدف هم‌اندیشی، تبادل تجربیات، بررسی چالش‌ها و ارائه راهکارهای توسعه‌ای در صنعت کارگزاری و بازار سرمایه، هر دو ماه یک‌بار و با میزبانی یکی از شرکت‌های کارگزاری برگزار خواهد شد.

#### برنامه سازمان بورس برای توسعه بازار



حجت‌اله صیدی، رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار با تأکید بر ضرورت توسعه زیرساخت‌های بازار سرمایه و نقش‌آفرینی فعال نهادهای مالی، مجموعه‌ای از برنامه‌ها و رویکردهای آتی این سازمان را تشریح کرد.

صیدی با اشاره به برنامه‌های توسعه‌ای سازمان بورس اظهار کرد: توسعه بورس‌ها، گسترش ابزارهای مالی و افزایش عرضه‌های اولیه در دستور کار قرار دارد؛ برنامه‌هایی که با هدف تعمیق بازار، افزایش کارایی و ارتقای ظرفیت‌های بازار سرمایه دنبال می‌شود. همچنین بازار سرمایه خود را با شرایط و تحولات روز تنظیم خواهد کرد. رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار با اشاره به جایگاه کارگزاری‌ها در بازار سرمایه تصریح کرد: کارگزاری‌ها می‌توانند با تکمیل زنجیره خدمات، تنوع‌بخشی به درآمدها و بهره‌گیری از فناوری‌ها و ساختارهای نوین، مسیر رشد خود را تقویت کنند و سازمان بورس در این مسیر از ابزارهایی مانند توسعه نقش «کارگزار-معامله‌گر» حمایت خواهد کرد. صیدی با تأکید بر اهمیت ارتقای سواد مالی گفت: آموزش، توسعه دانش مالی و اطلاع‌رسانی صحیح می‌تواند به افزایش ثبات و کارایی بازار کمک کند. همچنین نهادهای مالی، کارگزاران و فعالان بازار می‌توانند در هفته‌های آتی از بروز رفتارهای هیجانی جلوگیری کرده و با آموزش و مشاوره، نقش مؤثری در حفظ تعادل بازار ایفا کنند.



رئیس سازمان بورس با اشاره به ارزیابی‌های موجود از وضعیت بازار گفت: بازار سرمایه در هفته‌های آینده متناسب با تحولات اقتصادی و سیاسی، روندی طبیعی از تنظیم‌گری را تجربه خواهد کرد. با وجود برخی عدم‌تعادل‌ها در متغیرهایی مانند تورم و نرخ ارز، تاب‌آوری بازار افزایش یافته و در شرایط مختلف، امکان حفظ تعادل وجود دارد.

#### بهبود عملکرد بورس‌های کالا و انرژی در ۱۴۰۵

صیدی همچنین بر ضرورت تسریع در توسعه ابزارها و عرضه‌های اولیه در بورس و فرابورس تأکید کرد و گفت: بورس‌های کالا و انرژی نیز در سال جاری عملکرد بهتری در حجم و ارزش معاملات خواهند داشت و کارگزاری‌ها همچون گذشته در این مسیر نقش حمایتی مهمی ایفا خواهند کرد.

وی با اشاره به عملکرد کارگزاری‌ها در ماه‌های اخیر اظهار کرد: شرکت‌های کارگزاری همواره در خط مقدم بازار حضور داشته‌اند و با ایفای نقش حرفه‌ای خود به حفظ تعادل و تاب‌آوری بازار کمک کرده‌اند. همچنین مدیریت ریسک در کارگزاری‌ها، به‌ویژه در شرکت‌های بزرگ، از اهمیت بالایی برخوردار است.

صیدی در پایان با اشاره به وضعیت رقابتی صنعت کارگزاری گفت: این صنعت همواره در حال ارزیابی و بهبود ساختاری است و انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگ‌تر از کارگزاری‌های کوچک‌تر حمایت کنند. همچنین کانون کارگزاران می‌تواند در مسیر ادغام و تملک کارگزاری‌های کوچک‌تر نقش مؤثرتری ایفا کند.

#### اقدامات کانون کارگزاران در جنگ رمضان



حسن رضائی‌پور، دبیرکل کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار، در ادامه نشست «پیشگامان توسعه بازار سرمایه»، ضمن تشریح مهم‌ترین اقدامات و برنامه‌های کانون، بر تداوم حمایت از صنعت کارگزاری و نقش این نهاد در پیگیری مطالبات اعضا تأکید کرد.

وی با اشاره به فعالیت‌های تخصصی کانون اظهار کرد: کانون کارگزاران با بهره‌گیری از ۱۷ کارگروه تخصصی، متناسب با شرایط و نیازهای بازار سرمایه، دیدگاه‌ها و پیشنهادهای کارشناسی خود را در حوزه‌های مختلف به سازمان بورس و اوراق بهادار ارائه کرده است.رضائی‌پور با تأکید بر اهمیت ارتقای زیرساخت‌های نظارتی افزود: تدوین شیوه‌نامه کنترل داخلی برای شرکت‌های کارگزاری و تهیه دستورالعمل‌های مرتبط با مبارزه با پولشویی، از جمله اقداماتی است که با هدف تقویت نظام نظارتی، مدیریت ریسک و انطباق با مقررات انجام شده است.

دبیرکل کانون کارگزاران با اشاره به ضرورت توجه به فرصت‌های جدید بازار گفت: کانون کارگزاران توسعه تعاملات خود با نهادهای مختلف از جمله کانون بانک‌های خصوصی را در دستور کار قرار داده است. همچنین با توجه به تحولات پیش‌رو، ظرفیت‌های بورس انرژی و فرصت‌های موجود در این حوزه مورد توجه قرار گرفته است.

#### ضرورت حمایت از توسعه صنعت کارگزاری

وی کارگزاری‌ها را نخستین نقطه تماس سرمایه‌گذاران با بازار سرمایه دانست و خاطرنشان کرد: شرکت‌های کارگزاری می‌توانند از طریق ارائه مشاوره‌های تخصصی، نقش مؤثری در هدایت صحیح سرمایه‌گذاران و مدیریت هیجانات بازار ایفا کنند و از این رو، فراهم‌سازی بسترهای قانونی لازم برای توسعه این خدمات ضروری است.رضائی‌پور با اشاره به برگزاری سلسله نشست‌های «پیشگامان توسعه بازار سرمایه» اظهار کرد: این نشست‌ها با هدف هم‌اندیشی، تبادل تجربیات، بررسی چالش‌ها و ارائه راهکارهای توسعه‌ای در صنعت کارگزاری، به‌صورت دو ماه یک‌بار و با میزبانی شرکت‌های کارگزاری برگزار خواهد شد.

دبیرکل کانون کارگزاران در پایان بر ضرورت حمایت از توسعه صنعت کارگزاری تأکید کرد و گفت: توسعه این صنعت نیازمند سرمایه‌گذاری مستمر و ایجاد بسترهای مناسب برای ارتقای کیفیت خدمات است و امید می‌رود با حمایت سیاست‌گذاران بازار سرمایه، زمینه رشد و توسعه این بازار فراهم آید.

رویداد هفته

## تلاش دولت برای مقابله با ناترازی انرژی



سخنگوی دولت با اشاره به آسیب‌هایی که در جریان جنگ ۴۰ روزه به زیرساخت‌های تولید انرژی وارد شده است، گفت: با وجود محدودیت‌های ایجادشده در تامین انرژی، دولت تلاش می‌کند آثار ناترازی برق بر فعالیت واحدهای تولیدی و صنعتی را به حداقل برساند.
فاطمه مهاجرانی، با بیان اینکه به دلیل خسارات ناشی از جنگ، کشور روزانه ۲۳۰ میلیون مترمکعب از گاز خود را از دست داده است، افزود: تصمیمات در حوزه توزیع برق و گاز با هدف ایجاد تعادل میان نیازهای بخش خانگی و حفظ پایداری تولید در صنایع اتخاذ خواهد شد و حمایت از بخش خصوصی همچنان یکی از اولویت‌های اصلی دولت است. مهاجرانی گفت: با وجود افزایش ظرفیت تولید برق خورشیدی به ۵۵۰۰ مگاوات، همچنان با ناترازی مواجه هستیم.

## تأمین مالی بخش تولید در اولویت صمت



قائم مقام وزیر صنعت، معدن و تجارت در امور بازرگانی با اشاره به سیاست‌های این وزارتخانه گفت: موضوع تأمین مالی بخش تولید یکی از اولویت‌های اصلی سال ۱۴۰۵ است.
محمدصادق مفتح با اشاره به شرایط خاص منطقه و ضرورت مدیریت هوشمندانه اقتصاد کشور اظهار کرد: تلاش خواهد شد با همکاری شبکه بانکی و مشارکت تشکل‌های اقتصادی، مسیر تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی تسهیل و تقویت شود. وی گفت: در شرایط پرتنش منطقه‌ای، استمرار تولید و ثبات بازار تنها با مشارکت فعال بخش خصوصی ممکن است و امروز تقریباً هیچ محفل تصمیم‌گیری در وزارت صمت بدون حضور نمایندگان تشکل‌های اقتصادی برگزار نمی‌شود. جلسات هفتگی و منظم با حضور فعالان اقتصادی برای مدیریت بازار برگزار و تصمیمات پس از بررسی کارشناسی، برای اجرا ابلاغ می‌شود.

## برخورد قاطع با ماینرهای غیرمجاز و پرمصرف



وزیر نیرو هشدار داد: با افرادی که اقدام به استفاده غیرمجاز از برق، به‌ویژه برای استخراج رمزارز، با مصرف بیش از الگو می‌کنند، برخورد قانونی و مالی خواهد شد و در صورت لزوم برق آن‌ها قطع می‌شود.
عباس علی‌آبادی از برنامه جدی وزارت نیرو برای توسعه اتصال الکتریکی با کشورهای همسایه خبر داد و گفت: ایران هم‌اکنون با کشورهایی چون ترکیه، عراق، ارمنستان، آذربایجان، ترکمنستان، افغانستان و پاکستان تبادل برق دارد و مطالعات اتصال با برخی کشورهای حوزه خلیج فارس از جمله قطر در مراحل پایانی است.
وزیر نیرو افزود: صنعت برق کشور طی حدود ۱۰ ماه گذشته بدون خاموشی برنامه‌ریزی‌شده و گسترده، مدیریت شده و در تابستان نیز با اجرای برنامه‌های مدیریت بار، تلاش می‌شود پایداری شبکه حفظ شود.

## استفاده از مزیت توافق برای جهش اقتصادی



رئیس اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی اعلام کرد: توافق اخیر باید به سکوی پرتابی برای جهش اقتصادی کشور تبدیل شود؛جهشی که ثمرات آن در سفره مردم،رونق بنگاه‌های اقتصادی،توسعه صادرات و ارتقای جایگاه ایران در اقتصاد منطقه و جهان نمایان شود.
صمد حسن‌زاده گفت: از منظر اقتصادی، پایان جنگ و کاهش تنش‌های بین‌المللی را باید نقطه عطفی در چشم‌انداز توسعه کشور دانست.اقتصاد ایران در سال‌های اخیر، هزینه‌های سنگینی را بابت نااطمینانی‌های سیاسی، محدودیت‌های تجاری، افزایش ریسک سرمایه‌گذاری و اختلال در ارتباطات اقتصادی بین‌المللی متحمل شده است. کاهش هزینه‌های مبادله، تسهیل تجارت خارجی، افزایش دسترسی به بازارهای جهانی، جذب سرمایه و فناوری و... می‌تواند زمینه‌ساز رشد اقتصادی پایدار و ارتقای رفاه عمومی شود.

چشم انداز بازار ارز در سایه توافق

# عبور از سد انتظارات تورمی با عبرت از برجام



محمدعلی ایروانیان
خبرنگار

خبر تفاهم اولیه ایران و آمریکا با کاهش انتظارات تورمی، بازار ارز را وارد فاز آرامش کرده است؛ اما تجربه نشان می‌دهد تداوم ثبات دلار به آزادسازی منابع ارزی و اصلاحات اقتصادی وابسته خواهد بود.
با نزدیک شدن به روزهای پایانی خرداد ۱۴۰۵ خبر تفاهم نامه اولیه میان ایران و آمریکا که با هدف توقف عملیات نظامی و لغو محاصره دریایی تدوین شده است، نگاه فعالان اقتصادی و سرمایه گذاران بار دیگر بر تابلوی صرافی‌ها و نوسانات بازار ارز دوخته شده است. بازار ارز در اقتصاد ایران همواره به عنوان دماسنجی حساس عمل کرده است که سریع ترین و تندترین واکنش‌ها را به تحولات ژئوپلیتیک و اخبار سیاسی نشان می‌دهد.
اکنون این بازار در تقاطعی سرنوشت‌ساز میان "کنترل انتظارات تورمی" ناشی از اخبار صلح و "واقعیت‌های ساختاری اقتصاد کلان" قرار گرفته که بررسی دقیق این شرایط نیازمند واکاوی داده‌های اقتصادی و نگاهی عمیق به تجربه‌های مشابه در گذشته است.

### ترمز روانی برای انتظارات تورمی

انتشار اخبار مثبت از روند مذاکرات و حرکت ملموس به سمت تنش زدایی به طور سنتی نقش یک ترمز روانی و قدرتمند برای انتظارات تورمی ایفا می‌کند(همانند اتفاقی که در برجام رخ داد).
در روزهای اخیر شنیده شدن اخبار توافق توانسته است رشد نرخ ارز را متوقف کرده و به تثبیت نسبی و همچنین کاهش قیمت دلار در بازار کمک شایانی کند. با این حال تحلیل‌های اقتصاد کلان نشان می‌دهد که به دلیل تورم مزمن، ریشه‌دار و نهادینه شده در اقتصاد ایران، تنها با تکیه بر سیگنال‌های مثبت سیاسی نمی‌توان انتظار بهبود ناگهانی و پایدار قیمت دلار را داشت.
در واقع تثبیت طولانی مدت و کاهش محسوس نرخ ارز، منوط به یک پیش شرط اساسی و غیرقابل انکار بوده و آن آزادسازی حقیقی منابع ارزی بلوکه شده و تزریق هدفمند آن‌ها به چرخه اقتصاد و تولید کشور است.

### جلوگیری از تکرار خطا با تجربه برجام

تجربه برنامه جامع اقدام مشترک (برجام) در سال ۱۳۹۴، حاوی نکات کلیدی و هشدارهای بسیار مهمی برای سیاست گذاران ارزی و فعالان بازار است تا از تکرار خطاهای گذشته جلوگیری شود.
در دوران پسا برجام، بازار ارز در ابتدا با یک شوک روانی مثبت و خوش بینی مفرط مواجه شد که به ثبات نسبی قیمت‌ها در کوتاه مدت و میان مدت انجامید و سفته بازی را موقتا متوقف کرد.
با این وجود، به دلیل برطرف نشدن کامل موانع تبادلات بانکی جهانی، پابرجا ماندن تحریم‌های چرخه دلاری (U-Turn) و از همه مهم‌تر بیرون آمدن ناگهانی آمریکا از برجام این ثبات دوام چندانی نیافت.
درس بزرگ و تاریخی تجربه برجام این است که اثر روانی هرگونه توافق بین المللی، تنها زمانی محدود را برای سیاست‌گذار می‌خرد تا اصلاحات دردناک اما ضروری اقتصادی را پیاده‌سازی کند. اگر تفاهم نامه فعلی با دسترسی بی قید و شرط به منابع ارزی و انضباط مالی همراه نشود، اثر کاهشی آن بر بازار ارز صرفا یک مسکن موقت خواهد بود.

### آینده ارز چه خواهد شد؟

برای درک بهتر آینده بازار ارز باید به رفتارهای دوره‌ای و چرخش نقدینگی در اقتصاد ایران توجه کرد، بررسی روند تاریخی بازارها نشان دهنده یک رابطه متناوب و الاکلنگی میان بازار کالا و بازار ارز است. الگوی حرکتی سرمایه‌های سرگردان نشان می‌دهد در دوره‌هایی که قیمت کالاها اعم از مصرفی و سرمایه‌ای در اقتصاد جهش می‌یابد، نرخ ارز معمولا در وضعیتی نسبتا با ثبات استراحت می‌کند و اصطلاحا از تورم جا می‌ماند. از آن سو به محض اشباع شدن بازار کالا و کاهش کشش تقاضا در آن بخش نقدینگی سرگردان مسیر خود را تغییر داده و به سمت بازار ارز و طلا سرازیر می‌شود تا ارزش خود را حفظ کند.
بر اساس این الگوی چرخه‌ای، از نظر اقتصادی انتظار می‌رفت که در فصل تابستان پیش رو فشارهایی برای افزایش تقاضا و رشد نرخ ارز در بازار شکل بگیرد اما دستیابی به توافق اولیه و پمپاژ اخبار مثبت به بازار می‌تواند شدت این جهش تابستانی را به میزان قابل توجهی خنثی کرده و شیب آن را بسیار ملایم کند.
با این حال، نباید فراموش کرد که با توجه به مشکلات ساختاری احتمال بازگشت مجدد فشارهای تورمی وجود دارد و این چرخه تا زمانی که ریشه‌های تورم خشکانده نشوند پیوسته تکرار خواهد شد.

## مسیر آینده دلار



رحمان سعادت، اقتصاددان و استاد دانشگاه، با اشاره به تأثیر اخبار مثبت سیاسی بر بازار ارز معتقد است، در صورت پیشرفت مذاکرات و دستیابی به توافق، احتمال تثبیت نرخ ارز و کاهش شتاب رشد آن وجود دارد، اما کاهش قابل توجه قیمت دلار بدون آزادسازی منابع بلوکه‌شده چندان محتمل نیست. وی همچنین با تشریح رابطه بازار کالا و ارز، از احتمال افزایش نرخ ارز در تابستان خبر داد. به اعتقاد وی براساس برآوردها قیمت واقعی دلار بیش از میزان فعلی است. همچنین، مجموعه عوامل اقتصادی و غیراقتصادی در ادامه سال جاری می‌تواند بر این موضوع اثرگذار بوده و تعیین کننده قیمت این ارز در بازار باشد.

**❋ اخبار مثبت سیاسی و پیشرفت مذاکرات چه اثری بر بازار ارز خواهد داشت؟**
در صورت پیشرفت مذاکرات و دستیابی به توافق، احتمال تثبیت نرخ ارز و کاهش شتاب رشد آن وجود دارد، اما کاهش قابل توجه قیمت دلار بدون آزادسازی منابع بلوکه‌شده چندان محتمل نیست.

**❋ انتشار اخبار مثبت از روند مذاکرات تا چه اندازه می‌تواند انتظارات تورمی و نرخ ارز را تحت تأثیر قرار دهد؟**
انتشار اخبار مثبت از روند مذاکرات می‌تواند انتظارات تورمی را تا حدی کنترل کند و مانع جهش‌های سریع نرخ ارز شود. با این حال، به دلیل تورم بالای اقتصاد ایران، حتی در صورت تحقق توافق نیز انتظار افت محسوس قیمت ارز وجود ندارد؛ مگر آنکه منابع ارزی بلوکه‌شده کشور آزاد و وارد چرخه اقتصادی شود.

**❋ برخی معتقدند بازار کالا و ارز بر یکدیگر اثرگذار هستند. ارزیابی شما در این باره چیست؟**
بررسی‌ها نشان می‌دهد بازار کالا و بازار ارز به‌صورت متناوب بر یکدیگر اثر می‌گذارند. معمولاً در دوره‌ای که قیمت کالاها افزایش می‌یابد، نرخ ارز در وضعیت نسبتاً باثبات قرار می‌گیرد و پس از اشباع بازار کالا، بخشی از نقدینگی به سمت بازار ارز حرکت می‌کند. به همین دلیل انتظار می‌رود در فصل تابستان شاهد افزایش نرخ ارز باشیم؛ هرچند در صورت دستیابی به توافق، شدت این رشد کمتر خواهد بود.

**❋ چشم‌انداز بازارها در فصل پاییز را چگونه ارزیابی می‌کنید؟**
در پاییز نیز احتمال بازگشت فشار تورمی به بازار کالاها وجود دارد و این چرخه می‌تواند مجدداً تکرار شود. از این رو، روند کلی اقتصاد همچنان تحت تأثیر تورم و انتظارات تورمی قرار دارد.

**❋ با درنظر گرفتن مجموعه عوامل موثر، ارزش واقعی نرخ ارز از منظر شاخص‌های اقتصادی در چه سطحی قرار دارد؟**
اگر صرفاً بر مبنای تورم و نظریه برابری قدرت خرید (PPP) محاسبه کنیم و متغیرهای سیاسی و بین‌المللی را کنار بگذاریم، قیمت واقعی ارز بیش از میزان فعلی برآورد می‌شود.

**❋ در چه شرایطی امکان کاهش نرخ ارز و فاصله گرفتن آن وجود خواهد داشت؟**
اگر تنش‌زدایی عملی و واقعی در عرصه بین‌الملل رخ دهد، قیمت ارز در مسیر کاهشی قرار خواهد گرفت.

**❋ چه عواملی در ماه‌های اخیر موجب حرکت نرخ ارز به سمت ارزش واقعی آن شده است؟**
افزایش قیمت بسیاری از کالاها در ماه‌های اخیر موجب شده نرخ ارز نیز به سمت ارزش واقعی خود حرکت کند. با این حال، در صورت تنش‌زدایی در روابط بین‌المللی، اجرای عملی توافقات و آزادسازی منابع ارزی کشور، امکان کاهش نرخ ارز و بازگشت آن به سطوح پایین‌تر نیز وجود خواهد داشت.

ریزش خوشبینانه تا کجا ادامه دارد؟

## زورآزمایی اونس و دلار در بازار طلا

با انتشار خبر تفاهم اولیه ایران و آمریکا، بازار طلا وارد فاز جدیدی از نوسان شد. کاهش نرخ ارز تحت تاثیر فضای مثبت سیاسی، قیمت طلا را با افت همراه کرده است. با این حال رشد قابل توجه بهای جهانی طلا می‌تواند در ادامه مسیر بازار داخلی نقش تعیین‌کننده‌ای ایفا کند.

### وضعیت پیچیده بازار طلای داخلی

انتشار خبر دستیابی ایران و آمریکا به یک تفاهم نامه اولیه شوک بزرگی را به بازارهای مالی داخلی و بین المللی وارد کرده است. این رویداد سیاسی، بازار طلا و جواهر تهران را در وضعیت پیچیده‌ای قرار داده؛ وضعیتی که از یک سو تحت تاثیر سقوط نرخ ارز در داخل است و از سوی دیگر، با جهش قیمت اونس جهانی مواجه شده است. با تایید رسمی خبر تفاهم موجی از خوش‌بینی روانه بازار تهران شد که در گام نخست ریزش قیمت دلار را به همراه داشت. اسکناس آمریکایی که پیش از این در سطوح بالاتری نوسان می‌کرد، به محدوده ۱۵۳ تا ۱۵۶ هزار تومان عقب نشینی کرده و معاملات در روزهای آتی نیز آرایشی کاملا کاهشی به خود گرفته‌اند.

### غلبه ریزش ارز بر صعود اونس در بازار طلا

این ریزش ارزی، بلافاصله اثر خود را روی طلای ۱۸ عیار نشان داد، قیمت هر گرم طلای ۱۸ عیار با ریزشی محسوس، به محدوده ۱۵ میلیون و ۸۷۱ هزار تومان سقوط کرد. این افت قیمت نشان می‌دهد که در حال حاضر، وزن کاهش دلار بسیار بیشتر از افزایش اونس جهانی بر بازار طلای تهران سنگینی می‌کند.
بررسی رفتار فعلی سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد که حافظه تاریخی بازار تهران به شدت فعال شده است، پس از توافق برجام در سال ۱۳۹۴، بازار طلا و ارز ایران برای مدتی طولانی وارد یک فاز رکودی و نزولی شد. در آن دوره، تخلیه حباب قیمت‌ها و فروکش کردن انتظارات تورمی، خریداران را عقب راند و فروشندگان را به بازار سرازیر کرد، امروز نیز بازار در حال بازخوانی همان سناریو است.
کارشناسان معتقدند ریزش فعلی طلا در بازار تهران ناشی از رفتارهای هیجانی اولیه و زنده شدن تجربه برجام است با این حال، یک تفاوت بزرگ میان شرایط کنونی و دوران برجام وجود دارد و آن قدرت اونس جهانی‌ست(هرچند که گفته شد هنوز چندان فعال نشده است).

### حفظ طلا با اهرم جهانی

در دوران برجام، اونس جهانی طلا در سطوح پایینی قرار داشت و هم راستایی افت دلار و اونس، ریزش شدیدی را در تهران رقم زد اما امروز، اونس جهانی در کانال ۴۳۰۰ دلار است. این اهرم جهانی احتمالا اجازه نخواهد داد که طلای داخلی همانند دوران برجام سقوطی آزاد و بی‌حد و مرز را تجربه کند.
با توجه به تفاهم نامه اخیر، بازار طلا در کوتاه مدت تحت تاثیر اخبار سیاسی و آزادسازی دارایی‌های بلوکه شده، حالتی نوسانی و متمایل به کاهش خواهد داشت اما سرمایه گذاران با تجربه‌تر به خوبی می‌دانند که فرمول تعیین قیمت طلا در ایران دو محرک دارد: "دلار داخلی" و "اونس جهانی".
اگر کاهش دلار در میان مدت متوقف و تثبیت شود توفان صعودی اونس جهانی می‌تواند عقب نشینی فعلی طلای تهران را جبران کند. بنابراین، هرچند سایه تفاهم بازار را احتیاط زده کرده است اما فاکتورهای جهانی این بار بازی متفاوتی را رقم خواهند زد.

یادداشت

## مسکن در سناریوی توافق پایدار

هاجر شادمانی
روزنامه‌نگار

بازار مسکن ایران در سال ۱۴۰۵ بیش از آنکه تحت تاثیر تحولات درونی خود باشد، از فضای سیاسی و اقتصادی ناشی از توافق ایران و آمریکا اثر خواهد پذیرفت. با این حال، برخلاف تصور عمومی، مهم‌ترین نتیجه این توافق برای بازار مسکن نه جهش قیمت خواهد بود و نه ریزش گسترده؛ بلکه تغییر در ماهیت بازیگران و رفتار سرمایه‌گذاران است. اگر سال‌های گذشته را دوره حکمرانی تورم و نااطمینانی بر بازار مسکن بدانیم، سال ۱۴۰۵ می‌تواند آغاز دوره‌ای باشد که متغیرهای واقعی اقتصاد بار دیگر نقش پررنگ‌تری در تعیین مسیر بازار ایفا کنند.
در سال‌های اخیر بخش قابل توجهی از تقاضای مسکن، مصرفی نبود. بسیاری از خریداران نه به دلیل نیاز به سکونت، بلکه برای حفظ ارزش دارایی خود وارد بازار می‌شدند. مسکن در عمل به پناهگاه سرمایه تبدیل شده بود؛ پناهگاهی که از نگاه سرمایه‌گذاران در برابر کاهش ارزش پول ملی امنیت بیشتری نسبت به سایر گزینه‌ها داشت؛ اما توافق احتمالی می‌تواند این معادله را دستخوش تغییر کند.
نخستین اثر توافق، کاهش انتظارات تورمی است. زمانی که چشم‌انداز اقتصاد با ثبات‌تر شود و نگرانی نسبت به جهش‌های شدید ارزی کاهش یابد، انگیزه خرید دارایی صرفا برای فرار از تورم نیز ضعیف‌تر خواهد شد. در چنین فضایی بخشی از تقاضای سرمایه‌ای که طی سال‌های گذشته وارد بازار مسکن شده بود، از شدت فعالیت خود می‌کاهد. این موضوع البته به معنای خروج کامل سرمایه از بازار نیست؛ بلکه به معنای پایان دوره خریدهای هیجانی و آغاز دوره تصمیم‌گیری‌های محتاطانه‌تر است.
به همین دلیل انتظار می‌رود روند قیمت مسکن در سال ۱۴۰۵ با سال‌های گذشته تفاوت محسوسی داشته باشد. احتمال رشد قیمت همچنان وجود دارد، زیرا هزینه زمین، مصالح ساختمانی، دستمزد و خدمات مرتبط با ساخت‌وساز همچنان صعودی خواهند بود. اما سرعت این رشد می‌تواند به مراتب کمتر از دوره‌های تورمی گذشته باشد. در واقع بازار مسکن به جای آنکه از انتظارات روانی تغذیه شود، بیش از گذشته از واقعیت‌های اقتصادی تاثیر خواهد پذیرفت.
یکی دیگر از پیامدهای مهم توافق، افزایش حجم معاملات است. در نگاه نخست شاید تصور شود کاهش تب سرمایه‌گذاری به افت معاملات منجر خواهد شد، اما تجربه بازارهای دارایی نشان می‌دهد ثبات معمولا به افزایش دادوستد می‌انجامد. در دوره‌های نااطمینانی، فروشندگان منتظر رشد بیشتر قیمت هستند و خریداران از ترس افت احتمالی بازار دست نگه می‌دارند. نتیجه این وضعیت کاهش تعداد معاملات است. اما هنگامی که فضای اقتصادی قابل پیش‌بینی‌تر شود، فاصله انتظارات خریدار و فروشنده کاهش می‌یابد و بازار به تدریج وارد فاز تحرک می‌شود.
در این میان، ترکیب تقاضا نیز تغییر خواهد کرد. سهم متقاضیان مصرفی، خانه‌اولی‌ها و خانوارهایی که خرید خود را به دلیل نااطمینانی به تعویق انداخته بودند، افزایش می‌یابد. در مقابل، بخشی از تقاضای کوتاه‌مدت و سفته‌بازانه از بازار فاصله خواهد گرفت. به بیان دیگر، کیفیت معاملات در سال ۱۴۰۵ احتمالا مهم‌تر از کمیت آن خواهد بود.
اما پرسش مهم برای سرمایه‌گذاران این است که آیا مسکن می‌تواند مقصد سرمایه‌های خارج‌شده از بازار ارز و طلا باشد؟ پاسخ این سوال تا حدی مثبت است، اما نه به اندازه‌ای که برخی انتظار دارند. توافق، فرصت‌های جدیدی را پیش روی سرمایه‌ها قرار می‌دهد. بازار سرمایه، پروژه‌های تولیدی، صنایع صادراتی و کسب‌وکارهای خدماتی همگی می‌توانند بخشی از نقدینگی سرگردان را جذب کنند. بنابراین مسکن دیگر تنها گزینه حفظ ارزش دارایی نخواهد بود. این بازار همچنان بخشی از سرمایه‌ها را جذب می‌کند، اما احتمالا سهم آن نسبت به سال‌های اوج نااطمینانی کمتر خواهد شد.
شاید مهم‌ترین اثر توافق در سمت عرضه بازار نمایان شود. صنعت ساختمان بیش از هر چیز به ثبات نیاز دارد. سازنده زمانی برای آغاز یک پروژه جدید تصمیم می‌گیرد که بتواند آینده هزینه‌ها و درآمدهای خود را تا حدودی پیش‌بینی کند. کاهش نوسانات اقتصادی، دسترسی آسان‌تر به منابع مالی و کاهش ریسک‌های کلان می‌تواند بخشی از سرمایه‌های منتظر را وارد چرخه ساخت‌وساز کند. در نتیجه احتمال افزایش سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ساختمانی و رشد عرضه مسکن در نیمه دوم سال ۱۴۰۵ وجود دارد.
در مجموع، اگر توافق به مرحله‌ای پایدار برسد، بازار مسکن در سال ۱۴۰۵ نه شاهد رونق تورمی خواهد بود و نه گرفتار رکود عمیق. محتمل‌ترین سناریو شکل‌گیری بازاری متعادل‌تر است؛ بازاری که در آن معاملات افزایش می‌یابد، رشد قیمت‌ها منطقی‌تر می‌شود، ساخت‌وساز جان تازه می‌گیرد و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بر پایه تحلیل اقتصادی انجام می‌شود. شاید مهم‌ترین دستاورد این تحول آن باشد که پس از سال‌ها، مسکن بار دیگر از یک پناهگاه اضطراری سرمایه به یک بازار قابل پیش‌بینی و مبتنی بر منطق اقتصادی تبدیل شود.

## سبدهای سهام پیشنهادی هفته

### سبد پیشنهادی سبدگردان داریک پارس (۱)

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| میان مدت | دارایکم | ۵۲۹,۷۲۱ | ۶۴۰,۰۰۰ | ارزندگی قیمت با توجه به افزایش NAV | ۱۵ |
| | خودرو | ۵۶۳ | ۷۲۰ | بهبود فروش و ساختار عملیاتی | ۱۵ |
| | وتجارت | ۶۲۶ | ۷۵۰ | بهبود ساختار عملیاتی و تسعیر ارز | ۱۵ |
| | فملی | ۲۲,۹۶۰ | ۲۶,۰۰۰ | رشد قیمت جهانی محصولات | ۱۵ |
| بلند مدت | فراز | ۳۹,۶۴۲ | - | بازدهی مناسب و کم ریسک | ۲۰ |
| | داریک | ۳۷,۴۵۶ | - | کاهش ریسک پرتفوی | ۲۰ |

### سبد پیشنهادی سبدگردان پیشرفت و توسعه صبا (۲)

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| میان مدت | نمک | ۲۵,۷۳۰ | ۲۸,۵۰۰ | وضعیت تکنیکال مناسب بهبود شرایط صنعت | ۱۵ |
| | سفارس | ۲۹,۰۵۰ | ۳۵,۵۰۰ | شرایط بنیادی مناسب افزایش سود زیرمجموعه‌ها | ۱۵ |
| | حگهر | ۲,۳۷۴ | ۲,۸۵۰ | وضعیت بنیادی مناسب قرارداد و دارایی مناسب | ۱۰ |
| بلند مدت | رزگلد | ۱۴,۹۶۷ | - | کنترل ریسک پرتفوی روند صعودی طلا جهانی | ۲۵ |
| | آرامش | ۱۸,۵۲۲ | - | سرمایه‌گذاری‌های مناسب کاهش ریسک پرتفوی | ۲۰ |
| | غمینو | ۵,۰۳۳ | ۶,۸۰۰ | شرایط بنیادی مناسب افزایش نرخ محصولات | ۱۵ |

### سبد پیشنهادی سبدگردان ویستا (۳)

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| میان مدت | چاشنی | ۱۶,۲۹۸ | ۲۰,۰۰۰ | پرتفوی بهینه | ۲۵ |
| | زبینا | ۱۱,۰۴۰ | ۱۶,۰۰۰ | رشد نرخ فروش طی سال جاری و نسبت p/e پایین | ۱۵ |
| | ددانا | ۷,۷۱۰ | ۹,۰۰۰ | رشد نرخ‌های فروش و نسبت p/e پایین | ۱۵ |
| | زروان | ۳۲,۳۶۰ | - | انتظار ثبات اونس طلا و رشد نرخ ارز | ۱۵ |
| | کهمدا | ۳,۴۶۶ | ۴,۴۰۰ | افزایش نرخ‌های فروش و نسبت p/e مناسب | ۱۵ |
| | سپاها | ۱۶,۵۱۰ | ۲۵,۰۰۰ | نسبت p/e مناسب | ۱۵ |

### سبد پیشنهادی سبدگردان نوین نگر آسیا (۴)

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| میان مدت | تیام | ۲۳,۸۶۰ | ۳۳,۵۰۰ | پرتفوی پرپتانسیل | ۲۰ |
| | پناه | ۲۱,۰۰۰ | ۳۱,۲۰۰ | پرتفوی پرپتانسیل | ۲۰ |
| | غشهداب | ۱,۵۰۰ | ۲,۲۰۰ | پی بر ای مناسب | ۲۰ |
| | خودکفا | ۷,۸۲۰ | ۱۳,۳۰۰ | پتانسیل سودآوری زیرمجموعه‌ها | ۲۰ |
| | وپخش | ۳۶,۹۵۰ | ۵۹,۱۲۰ | پی بر این پایین | ۲۰ |

## یادداشت

### تصویر بورس در آینه توافق



صادق توکلی
مدیرعامل سبدگردان انتخاب اول

در روزهای اخیر، موضوع تفاهم سیاسی میان ایران و آمریکا به یکی از مهم‌ترین محورهای خبری و تحلیلی کشور تبدیل شده است؛ موضوعی که به‌طور طبیعی می‌تواند آثار قابل‌توجهی بر انتظارات فعالان اقتصادی و به‌ویژه بازار سرمایه داشته باشد. انتشار اخبار مبنی بر توافق اولیه ایران و آمریکا، موجب شده است نگاه بسیاری از سرمایه‌گذاران، تحلیلگران و فعالان بازار به سمت جزئیات و پیامدهای احتمالی این رویداد معطوف شود.

بازار سرمایه، به دلیل حساسیت بالا نسبت به ریسک‌های سیاسی، نرخ ارز، نرخ بهره و چشم‌انداز سودآوری شرکت‌ها، معمولاً از نخستین بازارهایی است که به چنین اخبار مهمی واکنش نشان می‌دهد. از همین رو، بررسی این تحول از دو منظر کوتاه‌مدت و بلندمدت می‌تواند تصویر روشن‌تری از اثرات احتمالی آن بر بورس ارائه کند.

در کوتاه‌مدت، مهم‌ترین اثر چنین تفاهمی می‌تواند کاهش محسوس ریسک سیاسی و ریسک سیستماتیک بازار باشد. در شرایطی که بخش مهمی از احتیاط سرمایه‌گذاران ناشی از ابهام در روابط خارجی، محدودیت‌های تجاری و نگرانی‌های مرتبط با تحریم‌هاست، انتشار اخبار مثبت در این حوزه می‌تواند انتظارات را تغییر دهد و فضای روانی بازار را بهبود ببخشد. کاهش ریسک سیستماتیک معمولاً باعث می‌شود بخشی از نقدینگی از بازارهای کم‌ریسک‌تر یا بازارهایی که در دوره‌های نااطمینانی نقش پناهگاه سرمایه را ایفا می‌کنند، به سمت بازارهای پرریسک‌تر اما دارای بازدهی بالقوه بالاتر، از جمله بازار سهام، حرکت کند. نشانه‌هایی از این روند نیز در هفته‌های اخیر قابل مشاهده بوده و ورود قابل توجه پول به بازار سرمایه، تا حدی می‌تواند بازتاب همین تغییر انتظارات باشد. با این حال، پایداری این جریان نقدینگی تا حد زیادی به میزان شفافیت، اعتبار و اجرای عملی مفاد توافق وابسته خواهد بود.

از منظر بلندمدت، اهمیت اصلی این تفاهم در آن است که آیا می‌تواند به یک ثبات سیاسی پایدار و قابل اتکا منجر شود یا خیر. اگر این توافق صرفاً در سطح یک تفاهم محدود باقی بماند، اثر آن ممکن است بیشتر جنبه روانی و کوتاه‌مدت داشته باشد؛ اما در صورتی که به گشایش‌های اقتصادی واقعی، کاهش محدودیت‌های تجاری، افزایش صادرات، تسهیل مبادلات مالی و بهبود روابط بانکی منجر شود، می‌تواند متغیرهای بنیادی اقتصاد را تحت تأثیر قرار دهد. یکی از مهم‌ترین پیامدهای چنین وضعیتی، احتمال کاهش نرخ بهره در میان‌مدت و بلندمدت است. کاهش نرخ بهره، از منظر ارزش‌گذاری، می‌تواند به افزایش نسبت قیمت به سود یا همان P/E در بازار سرمایه منجر شود؛ زیرا با کاهش بازدهی ابزارهای بدون ریسک، جذابیت سرمایه‌گذاری در سهام افزایش می‌یابد. این موضوع به‌ویژه برای صنایع بزرگ و شرکت‌هایی که از گشایش‌های اقتصادی و کاهش هزینه‌های مالی منتفع می‌شوند، می‌تواند اهمیت مضاعفی داشته باشد.

در افق بلندمدت‌تر، اتصال مجدد یا گسترده‌تر نظام بانکی و مالی ایران به شبکه‌های بین‌المللی می‌تواند یکی از مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر اقتصاد و بازار سرمایه باشد. تسهیل نقل‌وانتقال پول، کاهش هزینه‌های مبادلاتی، افزایش شفافیت مالی و امکان تعامل مؤثرتر با نهادهای بین‌المللی، زمینه را برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی فراهم می‌کند. ورود سرمایه خارجی، در صورت تحقق، می‌تواند علاوه بر تأمین مالی پروژه‌های بزرگ، موجب بهبود استانداردهای مدیریتی، افزایش ظرفیت تولید و ارتقای بهره‌وری در برخی صنایع شود. طبیعتاً بازار سرمایه نیز از این مسیر می‌تواند منتفع شود، زیرا افزایش چشم‌انداز سودآوری شرکت‌ها و بهبود محیط کلان اقتصادی، بر ارزش سهام اثر مثبت خواهد گذاشت. با این وجود، برای ارزیابی دقیق‌تر اثرات این تفاهم بر بورس، باید منتظر انتشار جزئیات رسمی، سازوکار اجرایی، دامنه تعهدات طرفین و میزان پایداری این توافق بود؛ زیرا تنها در صورت روشن شدن این مؤلفه‌ها می‌توان تحلیل دقیق‌تری از مسیر آتی بازار سرمایه ارائه کرد.

پیش‌بینی ارزش‌گذاران در عرضه‌های اولیه چقدر محقق شد؟

# فاصله برآوردها با واقعیت شرکت‌ها

سپهر طاهری
خبرنگار

در ماه‌های اخیر با نزدیک شدن چندین عرضه اولیه جدید به تابلوی معاملات، موضوع کیفیت گزارش‌های ارزش‌گذاری بار دیگر به کانون توجه تحلیلگران و فعالان بازار سرمایه تبدیل شده است.

گزارش‌های ارزش‌گذاری که پیش از عرضه اولیه توسط نهادهای مالی و شرکت‌های تأمین سرمایه تهیه می‌شوند، سنگ‌بنای قیمت‌گذاری سهام و مبنای تصمیم‌گیری هزاران سرمایه‌گذار حقیقی و حقوقی هستند. این گزارش‌ها معمولاً بر پایه مجموعه‌ای از مفروضات درباره آینده شرکت، نرخ رشد فروش، هزینه‌های عملیاتی و متغیرهای کلان اقتصادی بنا می‌شوند. با این حال، تجربه نشان داده است که میان «دنیای پیش‌بینی‌ها» و «واقعیت‌های عملیاتی»، گاه فاصله‌ای عمیق وجود دارد.

بررسی میزان انطباق سودهای پیش‌بینی‌شده با سودهای محقق‌شده در سال‌های پس از عرضه، نه تنها عیار دقت ارزش‌گذاران را مشخص می‌کند، بلکه تصویری از میزان خوش‌بینی یا محافظه‌کاری حاکم بر این مدل‌های مالی ارائه می‌دهد. در این گزارش تحلیلی، عملکرد سودآوری پنج شرکت پی‌پاد، عالیس، تکاردان، کرومیت و نخریس را زیر ذره‌بین برده‌ایم تا مشخص شود پیش‌بینی‌های زمان عرضه تا چه حد با واقعیت‌های کدال همخوانی داشته‌اند.

### پی‌پاد؛ سایه سنگین خوش‌بینی بر پیش‌بینی‌های سودآوری

در زمان عرضه اولیه شرکت پی‌پاد، تأمین سرمایه امید به عنوان ارزش‌گذار، برآوردهای نسبتاً بالایی را برای رشد سودآوری این شرکت در سال‌های آتی ارائه داده بود. طبق این گزارش، سود خالص شرکت برای سال ۱۴۰۳ حدود ۵.۴ هزار میلیارد ریال و برای سال ۱۴۰۴ حدود ۷.۳ هزار میلیارد ریال پیش‌بینی شده بود.

با این حال، بررسی صورت‌های مالی محقق‌شده نشان می‌دهد که عملکرد واقعی شرکت نتوانسته است انتظارات ایجاد شده در مدل ارزش‌گذاری را برآورده کند. سود خالص پی‌پاد در سال ۱۴۰۳ با اختلافی معنادار به حدود ۳.۵ هزار میلیارد ریال رسید که تنها پوشش ۶۵.۶ درصدی را نشان می‌دهد.

این روند در سال ۱۴۰۴ نیز با تحقق سود ۴.۹ هزار میلیارد ریالی تکرار شد تا مشخص شود ارزش‌گذار با خوش‌بینی نسبت به توان توسعه بازار و کنترل هزینه‌ها در این شرکت نرم‌افزاری نگریسته است. تداوم این انحراف منفی در دو سال متوالی، ریسک عدم تحقق مفروضات در شرکت‌های با تکنولوژی بالا را بیش از پیش نمایان می‌کند.

**عالیس؛ فراتر از رویاهای ارزش‌گذار در جاده رشد**

داستان شرکت عالیس در بازار فرابورس، حکایت متفاوتی از رابطه پیش‌بینی و واقعیت است. در حالی که تأمین سرمایه کاردان در زمان عرضه اولیه، رویکردی بسیار محتاطانه را در پیش گرفته بود و سود خالص سال‌های ۱۴۰۲ و ۱۴۰۳ را به ترتیب در سطوح ۵.۵ و ۶.۶ هزار میلیارد ریال برآورد کرده بود، عملکرد عملیاتی شرکت تمامی این سقف‌ها را در هم شکست. عالیس موفق شد در سال ۱۴۰۲ سودی معادل ۱۱.۶ هزار میلیارد ریال (۲۱۰ درصد پیش‌بینی) و در سال ۱۴۰۳ سودی بالغ بر ۱۴.۱ هزار میلیارد ریال (۲۱۲ درصد پیش‌بینی) را محقق کند.

این جهش خیره‌کننده که بیش از دو برابر برآوردهای اولیه است، نشان می‌دهد که ارزش‌گذار احتمالاً در تخمین پتانسیل‌های تولیدی، قدرت قیمت‌گذاری محصولات و نفوذ در بازار این هلدینگ صنایع غذایی، درجه بسیار بالایی از محافظه‌کاری را لحاظ کرده بود. این میزان انحراف مثبت، اگرچه برای سهامداران خوشایند است، اما نشان‌دهنده دقت پایین مدل اولیه در شناسایی ظرفیت‌های واقعی رشد شرکت است.

### تکاردان؛ از سقوط آزاد سال اول تا اوج‌گیری غیرمنتظره

تحلیل عملکرد شرکت تکاردان نشان‌دهنده یک الگوی نوسانی و غیرقابل‌پیش‌بینی در تحقق مفروضات ارزش‌گذاری است. تأمین سرمایه دماوند سود سال ۱۴۰۳ را حدود ۱۴.۳ هزار میلیارد ریال برآورد کرده بود، اما شرکت در این سال با یک انحراف منفی شدید مواجه شد و تنها حدود ۵۱ درصد از این مبلغ را محقق کرد.

این موضوع در زمان خود موجی از انتقادات را نسبت به قیمت‌گذاری عرضه اولیه برانگیخت. با این حال، در سال ۱۴۰۴ ورق برگشت و تکاردان نه تنها پیش‌بینی ۱۹.۸ همتی را پوشش داد، بلکه با ثبت سود ۲۴ هزار میلیارد ریالی، حدود ۲۱ درصد فراتر از برآورد ارزش‌گذار ایستاد.

این نوسان شدید میان سال اول و دوم نشان می‌دهد که فعالیت‌های واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری به شدت تحت تأثیر تلاطمات بازار و فرصت‌های مقطعی هستند و مدل‌های خطی ارزش‌گذاری به سختی می‌توانند این چرخش‌های ناگهانی در سودآوری را پیش‌بینی کنند.

### کرومیت؛ سقوطی که در مدل‌های مالی دیده نشده بود

مورد شرکت کرومیت، یکی از چالش‌برانگیزترین نمونه‌های انحراف از گزارش ارزش‌گذاری در سال‌های اخیر است. در سال ۱۴۰۲، عملکرد شرکت با تحقق ۸۲.۶ درصدی سود پیش‌بینی‌شده توسط تأمین سرمایه لوتوس پارسیان، تا حدودی قابل دفاع به نظر می‌رسید و انحراف ۱۷ درصدی در بازارهای متلاطم کالایی امری غیرعادی تلقی نمی‌شد.

اما فاجعه اصلی در سال ۱۴۰۳ رخ داد؛ جایی که ارزش‌گذار سودی ۱.۲ هزار میلیارد ریالی را برای شرکت متصور شده بود، اما سود واقعی با سقوطی آزاد به رقم ناچیز ۵۶ میلیارد ریال رسید. تحقق تنها ۴.۵ درصدی پیش‌بینی در سال دوم عرضه، پرسش‌های جدی را درباره کیفیت تحلیل حساسیت در گزارش ارزش‌گذاری و دیده نشدن ریسک‌های توقف عملیاتی یا نوسانات شدید قیمت جهانی کرومیت مطرح می‌کند. این انحراف ۹۵ درصدی، زنگ خطری برای سرمایه‌گذارانی است که تنها به اعداد نهایی گزارش‌های ارزش‌گذاری اتکا می‌کنند.

### نخریس؛ شکاف تدریجی میان وعده‌ها و واقعیت‌های نساجی

شرکت نخریس که تحت ارزش‌گذاری تأمین سرمایه خلیج فارس وارد بازار شد، نمونه‌ای از فرسایش تدریجی تحقق سود در طول زمان است. در سال ۱۴۰۲، شرکت موفق شد حدود ۸۱.۸ درصد از سود پیش‌بینی‌شده ۲.۳ هزار میلیارد ریالی را محقق کند که نشان‌دهنده یک انحراف نسبتاً معمول در صنعت نساجی بود. اما در سال ۱۴۰۳، با وجود اینکه ارزش‌گذار انتظار داشت سود شرکت به مرز ۲.۹ هزار میلیارد ریال برسد، سود واقعی تقریباً در سطح سال گذشته درجا زد و روی عدد ۱.۹ هزار میلیارد ریال متوقف شد.

این به معنای تحقق تنها ۶۸ درصدی برآوردها در سال دوم است. تداوم و افزایش شکاف میان سود پیش‌بینی‌شده و محقق‌شده در این نماد، نشان‌دهنده آن است که مدل ارزش‌گذاری احتمالاً بدون توجه به محدودیت‌های ظرفیت تولید، چالش‌های تأمین مواد اولیه یا فشار هزینه‌های انرژی، رشدهای خوش‌بینانه‌ای را در برآورد سود خالص لحاظ کرده بود.

### جمع‌بندی و ضرورت بازنگری در مفروضات

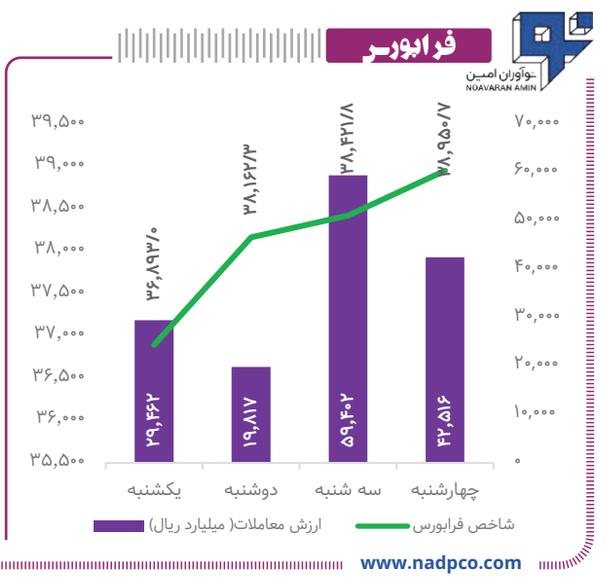
واکاوی عملکرد این پنج شرکت بورسی و فرابورسی به وضوح نشان می‌دهد که گزارش‌های ارزش‌گذاری، علی‌رغم ظاهر علمی و پیچیده، مصون از خطا نیستند. انحرافات مثبت ۲۱۰ درصدی در عالیس و انحرافات منفی ۹۵ درصدی در کرومیت، دو لبه یک قیچی هستند که نشان می‌دهند مدل‌های ارزش‌گذاری گاه فرسنگ‌ها با واقعیت عملیاتی فاصله دارند. این شکاف عمیق، لزوم بازنگری در دستورالعمل‌های عرضه اولیه و الزام ارزش‌گذاران به ارائه تحلیل‌های حساسیت دقیق‌تر و سناریوهای واقع‌بینانه را دوچندان می‌کند.

برای فعالان بازار، پیام این گزارش روشن است: اعداد مندرج در گزارش‌های ارزش‌گذاری را نباید به عنوان وحی منزل پذیرفت؛ بلکه باید با نگاهی انتقادی، کیفیت مفروضات، سوابق ارزش‌گذار و ریسک‌های خاص هر صنعت را پیش از هرگونه مشارکت در عرضه اولیه سنجید تا از غافلگیری‌های تلخ پس از بازگشایی نماد در امان ماند.

**بررسی ارزش‌گذاری پیش از عرضه اولیه ۵ شرکت بازار سرمایه**

| نماد | بازار | ارزش‌گذار | سال | سود خالص پیش‌بینی‌شده (میلیون ریال) | سود خالص محقق‌شده (میلیون ریال) | درصد تحقق | درصد انحراف | وضعیت |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| پی‌پاد | بورسی | تأمین سرمایه امید | ۱۴۰۳ | ۵,۴۱۳,۱۹۶ | ۳,۵۴۹,۱۹۷ | ۶۵/۶ | -۳۴/۴ | کمتر از پیش‌بینی |
| | | | ۱۴۰۴ | ۷,۳۱۶,۱۵۴ | ۴,۸۶۵,۲۷۲ | ۶۶/۵ | -۳۳/۵ | کمتر از پیش‌بینی |
| عالیس | فرابورسی | تأمین سرمایه کاردان | ۱۴۰۲ | ۵,۵۲۲,۱۶۳ | ۱۱,۶۱۷,۶۵۶ | ۲۱۰/۴ | ۱۱۰/۴ | فراتر از پیش‌بینی |
| | | | ۱۴۰۳ | ۶,۶۶۵,۹۲۷ | ۱۴,۱۳۱,۷۳۲ | ۲۱۲/۰ | ۱۱۲/۰ | فراتر از پیش‌بینی |
| تکاردان | بورسی | تأمین سرمایه دماوند | ۱۴۰۳ | ۱۴,۳۴۱,۳۱۶ | ۷,۳۹۲,۶۱۱ | ۵۱/۵ | -۴۸/۵ | کمتر از پیش‌بینی |
| | | | ۱۴۰۴ | ۱۹,۸۰۰,۷۵۷ | ۲۳,۹۸۹,۱۸۶ | ۱۲۱/۲ | ۲۱/۲ | فراتر از پیش‌بینی |
| کرومیت | فرابورسی | تأمین سرمایه لوتوس پارسیان | ۱۴۰۲ | ۱,۰۴۹,۶۵۳ | ۸۶۶,۷۱۵ | ۸۲/۶ | -۱۷/۴ | کمتر از پیش‌بینی |
| | | | ۱۴۰۳ | ۱,۲۴۹,۷۶۱ | ۵۶,۴۹۹ | ۴/۵ | -۹۵/۵ | کمتر از پیش‌بینی |
| نخریس | فرابورسی | تأمین سرمایه خلیج فارس | ۱۴۰۲ | ۲,۳۷۹,۵۳۰ | ۱,۹۴۵,۵۳۹ | ۸۱/۸ | -۱۸/۲ | کمتر از پیش‌بینی |
| | | | ۱۴۰۳ | ۲,۸۸۷,۳۰۲ | ۱,۹۷۰,۸۲۸ | ۶۸/۳ | -۳۱/۷ | کمتر از پیش‌بینی |

## فرابورس




**۱۰ سهم پر نوسان در فرابورس - مثبت**

| نماد | نوسان (درصد) | ارزش بازار (میلیون ریال) | ارزش معاملات (میلیون ریال) | تغییرات نسبت به هفته قبل |
|---|---|---|---|---|
| ساوه | ۵۰/۴۱ | ۲۵۳,۷۶۴,۶۷۵ | ۸۳۰,۰۴۵ | ۳۲/۸۲ |
| شگویا | ۴۱/۶۶ | ۳۶۱,۷۶۰,۰۰۰ | ۸,۸۱۳,۳۱۷ | ۴۱/۶۶ |
| غصینو | ۲۸/۹۹ | ۳۱۵,۳۱۴,۱۵۱ | ۴,۳۴۰,۰۳۵ | ۲۲/۵۲ |
| آریا | ۲۲/۵۷ | ۱,۲۷۸,۸۹۱,۳۶۰ | ۲,۴۹۱,۸۸۲ | ۲۲/۵۷ |
| شجم | ۱۶/۹۵ | ۹۴,۱۸۵,۰۰۰ | ۲۵۰,۶۹۸ | ۱۶/۹۵ |
| زاگرس | ۱۲/۵۱ | ۲۷۶,۲۴۰,۰۰۰ | ۴۷۲,۷۱۶ | ۱۵/۸۵ |
| هجرت | ۱۲/۵ | ۹۴,۷۸۳,۵۰۰ | ۱۴۱,۸۱۶ | ۱۲/۵ |
| بتهران | ۱۲/۵ | ۲۱,۶۶۲,۵۰۰ | ۸۵,۴۴۱ | ۱۵/۸۴ |
| حسیر | ۱۲/۴۸ | ۲۹,۴۲۰,۸۰۹ | ۶۴۲,۱۰۲ | ۱۵/۸۳ |
| ناما | ۱۲/۴۸ | ۱۶,۹۵۰,۰۰۰ | ۱۸۱,۹۶۳ | ۱۵/۶۲ |

**۱۰ سهم پر نوسان در فرابورس - منفی**

| نماد | نوسان (درصد) | ارزش بازار (میلیون ریال) | ارزش معاملات (میلیون ریال) | تغییرات نسبت به هفته قبل |
|---|---|---|---|---|
| زفکا | -۴/۲۵ | ۹۸,۵۷۸,۱۰۷ | ۲,۱۰۹,۳۵۲ | -۱/۴۶ |
| دزاگرس | -۳/۴۱ | ۱۳۵,۰۵۸,۰۰۰ | ۱۴,۲۰۱,۱۴۰ | -۰/۶۲ |
| بالاس | -۱/۳۱ | ۹,۶۳۰,۰۰۰ | ۱,۶۰۶,۰۴۶ | ۰/۴۷ |
| بمپنا | -۰/۱۹ | ۸۳,۳۶۷,۰۰۰ | ۲۱۹,۰۰۱ | ۲/۷۱ |
| فزر | ۰ | ۷۳۴,۱۳۰,۰۰۰ | ۲,۴۰۵,۷۷۶ | ۲/۹۱ |
| ودی | ۰/۴۷ | ۱۰۲,۵۸۰,۰۰۰ | ۷۱۴,۲۶۰ | ۳/۴۳ |
| پتوسعه | ۰/۷۶ | ۲۷,۷۲۰,۰۰۰ | ۳۳۵,۴۲۰ | ۳/۷ |
| کیسون | ۰/۷۸ | ۳۹,۹۲۸,۰۰۰ | ۱,۱۸۱,۶۸۷ | ۳/۷۸ |
| فروژ | ۰/۹ | ۲۰,۰۵۷,۴۰۰ | ۲۵۴,۸۹۸ | ۳/۹ |
| نخریس | ۰/۹۵ | ۱۶,۳۶۲,۵۰۰ | ۱۱۴,۵۹۰ | ۳/۹۱ |

## سبدهای سهام پیشنهادی هفته

### ۵ سبد پیشنهادی سبدگردان سرمایه و دانش

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| میان مدت | فملی | ۲۲,۹۶۰ | ۲۵,۰۰۰ | وضعیت بنیادی مناسب | ۱۰ |
| | شبندر | ۱۱,۲۹۰ | ۱۲,۵۰۰ | وضعیت بنیادی مناسب | ۱۰ |
| | سآبیك | ۶۷,۷۹۰ | ۷۵,۰۰۰ | وضعیت بنیادی مناسب | ۱۰ |
| | وبملت | ۱,۴۰۵ | ۱,۵۵۰ | وضعیت بنیادی مناسب | ۱۰ |
| بلند مدت | صندوق درآمد ثابت | - | - | کنترل ریسک متنوع سازی | ۱۰ |
| | صندوق پشتوانه طلا | - | - | کنترل ریسک متنوع سازی | ۳۰ |
| | صندوق مشترک افق | - | - | عملکرد مناسب تنوع سبد دارایی | ۲۰ |

### ۶ سبد پیشنهادی سبدگردان داریوش

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| کوتاه مدت | سرود | ۱۳,۲۸۰ | ۱۵,۹۳۶ | گزارش ماهانه p/e مناسب رشد نرخ فروش | ۱۰ |
| | فگستر | ۳,۹۹۲ | ۵,۰۰۰ | p/e مناسب گزارش ماهانه خوب | ۱۰ |
| | عالیس | ۵,۱۶۸ | ۶,۲۰۰ | P/E مناسب رشد نرخ فروش | ۱۰ |
| میان مدت | ارفع | ۱۰,۰۹۰ | ۱۲,۶۱۰ | P/E مناسب گزارش ماهانه مناسب | ۱۰ |
| | غکورش | ۱۵,۴۲۰ | ۱۹,۰۰۰ | گزارشات ماهانه خوب حذف ارز ترجیحی | ۱۰ |
| | سشرق | ۱۹,۰۴۰ | ۲۳,۸۰۰ | سودآوری شرکت‌های زیرمجموعه، p/e مناسب | ۱۰ |
| بلند مدت | تاصیکو | ۱۵,۰۰۰ | ۱۹,۵۰۰ | بهره برداری از طرح‌های توسعه‌ای عمدتا طلا نسبت P/NAV مناسب | ۱۰ |
| | گنجینه (درآمد ثابت) | ۱۹,۹۴۸ | - | در راستای مدیریت ریسک و مدیریت نقدینگی | ۱۰ |
| | نفتو داریوش | ۱۴,۱۶۹ | ۱۸,۵۰۰ | پرتفوی بهینه در صنعت | ۱۰ |
| | بنکو داریوش | ۱۹,۳۴۵ | ۲۵,۰۰۰ | پرتفوی بهینه در صنعت | ۱۰ |

### ۷ سبد پیشنهادی سبدگردان لقمان

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| میان مدت | صندوق سهامی درخشان آمیتیس | | | ترکیب پرتفوی بهینه | ۱۰ |
| | صندوق درآمد ثابت اندوخته آمیتیس | | | حفظ پویایی و نقدشوندگی پرتفوی | ۱۰ |
| | غکورش | ۱۵,۴۲۰ | ۱۷,۸۰۰ | وضعیت بنیادی مناسب | ۲۰ |
| | زبینا | ۱۱,۰۴۰ | ۱۲,۲۰۰ | وضعیت بنیادی مناسب | ۲۰ |
| | سفارس | ۲۹,۰۵۰ | ۳۳,۲۰۰ | وضعیت بنیادی مناسب | ۲۰ |
| | تلیسه | ۷,۷۱۰ | ۸,۷۰۰ | وضعیت بنیادی مناسب | ۲۰ |

### ۸ سبد پیشنهادی سبدگردان آسال

| افق زمانی | نماد شرکت | قیمت روز | هدف قیمتی | توضیحات | درصد از پرتفوی |
|---|---|---|---|---|---|
| بلندمدت | خبهمن | ۱,۹۵۷ | ۲,۶۰۰ | جزو صنایع پیشرو | ۵ |
| | خاور | ۱,۳۷۹ | ۱,۶۷۰ | جزو صنایع پیشرو | ۵ |
| | وبملت | ۱,۴۰۵ | ۱,۶۶۰ | جزو صنایع پیشرو | ۵ |
| | وپخش | ۳۶,۹۵۰ | ۴۵,۰۰۰ | جزو صنایع پیشرو | ۵ |
| | درهآور | ۱۳,۶۷۰ | ۱۶,۵۰۰ | جزو صنایع پیشرو | ۵ |
| | ونوین | ۳,۵۱۷ | ۴,۶۰۰ | جزو صنایع پیشرو | ۵ |

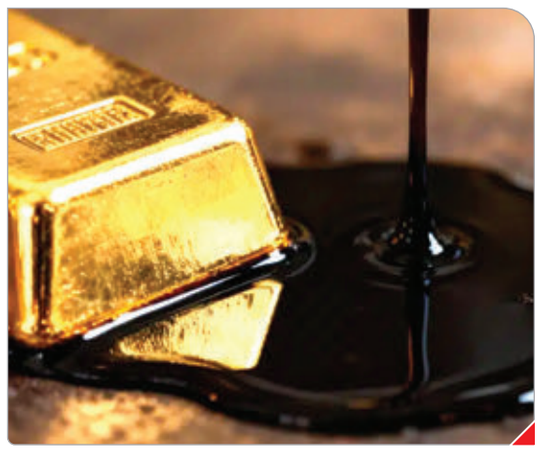
بررسی اثر توافق تهران-واشنگتن بر بازارها

# نفت ریخت؛ طلا «بی‌محلی» کرد

حمزه بهادیوند چگینی
روزنامه‌نگار

چه هفته عجیبی را از نظر ژئوپلیتیک پشت سر گذاشتیم؛ هفته‌ای که با تشدید مجدد تنش‌ها بین ایالات متحده و ایران آغاز شد و با اعلام رئیس جمهور ترامپ مبنی بر امضای توافق در آخر هفته به پایان رسید. این اولین باری نیست که جهان در این موقعیت قرار گرفته، با این حال، به نظر می‌رسد این بار سر و صداهای مثبت بیشتری پیرامون توافق، نه تنها از سوی ایالات متحده، بلکه از سوی سایر طرف‌های درگیر در مذاکرات، شنیده می‌شود.

نوسان قیمت در بازارهای نفت هم جالب بود؛ به سرعت، نفت به محدوده ۸۰ دلار رسید؛ یعنی ۴۰ دلار کمتر از نقطه اوج خود، اما به عقیده کارشناسان جهانی اگر توافق پایدار نباشد، این بار باید منتظر قیمت‌های بالاتر از ۱۲۰ دلار در هر بشکه باشیم. این در حالی است که اوپک در آخرین گزارش ماهانه بازار نفت خود اعلام کرد تولید این گروه در ماه مه همچنان رو به کاهش بود و تولید آن با ۱۷۷ هزار بشکه در روز کاهش ماهانه به ۱۸.۸ میلیون بشکه در روز رسید. ایران با فشار محاصره آمریکا بر صنعت نفت خود، بزرگترین کاهش را با ۵۴۶ هزار بشکه در روز تجربه کرد. این کاهش بزرگ با نشانه‌هایی از افزایش عرضه از سوی سایر تولیدکنندگان خلیج فارس جبران شد که با گزارش‌های اخیر مبنی بر جریان نفت بیشتر از تنگه هرمز مرتبط است.



### بی‌تفاوتی طلا به توافق

در مقابل در بازار طلا اما برای سرمایه‌گذاران، پیامد فوری توافق گزارش‌شده، کاهش یک منبع خاص ریسک ژئوپلیتیکی بود. از نظر تاریخی، دوره‌های کاهش تنش در خاورمیانه گاهی اوقات منجر به اصلاحات کوتاه‌مدت در طلا شده است، زیرا تقاضای پناهگاه امن تعدیل می‌شود. با این حال، محیط فعلی از بسیاری از جهات مهم با بسیاری از وقایع گذشته متفاوت است. بانک‌های مرکزی، به ویژه بانک‌های مرکزی در بازارهای نوظهور و کشورهای بریکس، چندین سال است که خریداران ثابت و قابل توجهی برای طلا بوده‌اند.

این تقاضای ساختاری، یک پیشنهاد ثابت را فراهم کرده است که تا حد زیادی مستقل از عناوین ژئوپلیتیکی کوتاه‌مدت است. حتی اگر تنش‌ها در خلیج فارس کاهش یابد، انتظار می‌رود این موسسات به تنوع‌بخشی به ذخایر خود به دور از دارایی‌های سنتی ادامه دهند. علاوه بر این، این توافق، چالش‌های مالی و پولی گسترده‌تر پیش روی اقتصادهای بزرگ را حل نمی‌کند.

ایالات متحده همچنان کسری بودجه زیادی دارد و سطح بدهی جهانی همچنان بالاست. بسیاری از تحلیلگران این عوامل کلان را به عنوان حمایت‌های پایدارتری برای طلا نسبت به هر درگیری منطقه‌ای واحد می‌دانند. بنابراین، سرمایه‌گذاران، افزایش قیمت فعلی را به عنوان یک نقطه ورود بالقوه یا فرصت ورود مجدد در نظر می‌گیرند، نه پایان مسیر صعودی طلا، بطوریکه حتی توافق خاورمیانه نیز نتوانست تغییری در مسیر افزایشی قیمت ایجاد کند و اونس در یک هفته گذشته از ۴۰۷۵ دلار به ۴۳۱۳ دلار رسید. با این حال کسانی که افق‌های زمانی بلندمدت‌تری دارند، بر این موضوع تمرکز می‌کنند که آیا حذف این خطر خاص، به سایر عوامل محرک صعودی - مانند نگرانی‌های مداوم در مورد تورم یا ترس از کاهش ارزش پول - اجازه می‌دهد تا خود را با وضوح بیشتری دوباره مطرح کنند یا خیر.

در کوتاه‌مدت، احتمالاً حرکت قیمت طلا به این بستگی خواهد داشت که بازار چقدر سریع و کامل پیامدهای این توافق را هضم کند. تحلیلگران فنی خاطرنشان می‌کنند که این فلز پیش از آخرین اخبار، از اوج‌های اخیر خود عقب‌نشینی کرده بود، که نشان می‌دهد نوعی سودگیری در حال انجام است. حرکت پایدار به سمت سطوح بالاتر از سطح فعلی احتمالاً مستلزم تأیید این است که پیشرفت دیپلماتیک پایدار است و هیچ منبع جدید عدم قطعیتی در روزهای آینده پدیدار نمی‌شود.

برعکس، هرگونه نشانه‌ای مبنی بر تأخیر در اجرای توافق یا افزایش سایر تنش‌های ژئوپلیتیکی می‌تواند به سرعت روند صعودی را معکوس کند. معامله‌گران همچنین دلار آمریکا و بازده اوراق خزانه‌داری را از نزدیک زیر نظر دارند. دلار ضعیف‌تر یا کاهش بازده واقعی، حمایت بیشتری برای طلا فراهم می‌کند، در حالی که قدرت هر یک از این دو می‌تواند در کوتاه‌مدت مانع از افزایش قیمت شود. با توجه به ماهیت سیال اوضاع، بسیاری از فعالان بازار تا زمانی که شفافیت بیشتری ایجاد شود، مدیریت ریسک نسبتاً سختگیرانه‌ای را در موقعیت‌های خود حفظ می‌کنند.

## بازارهای پایه نگران خسارت‌های جنگ

قیمت هر دلار آمریکا از زمان اعلام رسمی توافق تهران-واشنگتن و تایید آن توسط هر دو طرف ۱۴ هزار تومان کاهش یافته و به کانال ۱۶۰ هزار تومان نزدیک شده است؛ کاهشی که در بازه یک ماهه ۱۸ هزار تومان افت را نشان می‌دهد. هر گرم طلای ۱۸ عیار نیز در یک هفته ۱۰ درصد و در بازه ماهانه ۱۶ درصد افت را تجربه کرده و به این ترتیب در لحظه تنظیم این گزارش به ۱۶ میلیون و ۳۰۰ هزار تومان رسیده که البته قطعا در زمان انتشار این شماره «اطلاعات بورس» افت بیشتری را نیز تجربه کرده است. طلا احتمالا می‌تواند تا محدوده ۱۴ میلیون تومان عقب‌نشینی کند.

### انتظار بازار برای اثر ریزش دلار

کاهش قیمت دلار تمام ماجراست؛ اقتصاد دلاریزه ایران و بازارهای کالایی متکی بر دلار در کشور منتظرند تا اثر کاهشی این ارز به بازارها منتقل شود. طلا و سکه فوری ترین اثرات را از افت بهای دلار تجربه می‌کنند، اما سایر کالاها اینطور نیست و باید منتظر گذشت زمان باشیم، به خصوص این که ارز مورد محاسبه برای کالاهای پایه نظیر پتروشیمی، فلزات، فولاد و ... با ارز آزاد یک اختلاف قیمت ۱۰ تا ۲۰ درصدی دارد.

در این بین کارشناسان معتقدند اثر ارز یک فاکتور و عبور از خرابی‌های ناشی از جنگ در بسیاری از واحدهای تولید کالاهای پایه فاکتور دیگری است که بازار محصولات مذکور را کنترل می‌کند. به عنوان مثال بسیاری از شرکت‌های پتروشیمی در حال حاضر تحت تاثیر آسیب‌های ناشی از جنگ با مشکل روبه‌رو هستند. کارشناسان می‌گویند خطوط تولید واحدهای تولیدکننده پتروشیمی مستقیما کمتر مورد آسیب واقع شده‌اند؛ اما آسیب به واحدهای یوتیلیتی(فجر، مبین و دماوند) باعث اخلال جدی در زنجیره تولید این شرکت‌ها شده است.

### اثر تخریب جنگ بر ارز و درآمد نفتی

پتروشیمی خلیج فارس، فولاد مبارکه، پتروشیمی پردیس، پتروشیمی نوری، آریاساسول، مارون، پتروشیمی شیراز، جم، امیرکبیر، فولاد خوزستان، پتروشیمی تندگویان، زاگرس، فولاد هرمزگان جنوب، فولاد آلیاژی ایران، فولاد سپید فراب کویر و ... همگی شرکت‌هایی هستند که در جریان جنگ آسیب دیده اند که این امر اثرات خود را بر سمت عرضه نشان خواهد داد و به نظر می‌رسد با توجه به پایان ذخایر کالایی و مواد اولیه ای که از این شرکت‌ها به بازار منتقل و در فرآیند تولید در صنایع پایین دستی به کار گرفته می‌شد، سرعت بخشی برای بازسازی این شرکت‌ها از اهمیت زیادی برخوردار است.

برخی برآوردها می‌گویند خسارات مستقیم و غیرمستقیم ناشی از جنگ به سه بخش کلیدی پارس جنوبی، صنایع پتروشیمی و فولاد مبارکه، مجموعاً تا سه سال آینده بین ۹۰ تا ۱۰۵ میلیارد دلار ارزیابی شده که تامین این رقم به خودی خود ارزهای آزاد شده و فروش دو تا سه سال نفت کشور را می‌بلعد.

با این حال امید می‌رود ورود سرمایه گذاران خارجی و یا هر روش دیگری که برای جذب سرمایه‌های ارزی راکد در کشور در پیش گرفته می‌شود این خلأ را پر کند، در غیر این صورت بازسازی خسارات ناشی از جنگ سال‌ها به طول خواهد انجامید. این در حالی است که بسیاری از این واحدها تولیدکنندگان خوراک برای صنایع پایین دستی محسوب می‌شوند و توقف در تولید آنها همانطور که اشاره شد می‌تواند نتایج مستقیمی بر سایر بخش‌های اقتصاد ایجاد کند.

### تغییر مسیر به دلیل کمبود کالا و رقابت شدید

از سوی دیگر انتظار می‌رود در ماه‌های آینده و با توجه به فصل تابستان با تقاضای بیشتری برای برخی مواد اولیه تولید در صنایع روبه‌رو باشیم که این امر می‌تواند قیمت‌ها را دچار اختلال نماید و احتمالا مانع از بروز اثر توافق در بازارهای کالایی گردد.

شاید اینطور به نظر برسد که کاهش قیمت دلار اثر خود را در فرمول محاسبه قیمت‌های پایه نشان خواهد داد، اما این تمام ماجرا نیست، چراکه بارها و بارها اثبات شده کمبود کالا و رقابت‌های شدید در بورس کالا این مسیر را تغییر خواهد داد.

یادداشت

## بازار سرب زیر سایه ریسک و خام‌فروشی



علیرضا خداپرست
کارشناس صنعت و معدن

صنعت سرب در ایران علیرغم سهم ۲ درصدی از ذخایر جهان، با چالش «تولید ارزان - فروش سخت» مواجه است. در حالی که تقاضا برای باتری‌های سرب-اسید به دلیل رشد صنعت مخابرات و دیتاسنترها (UPS) همچنان با نرخ رشد سالانه ۲.۵درصد در حال افزایش است، ایران باید از خام‌فروشی کنسانتره (با حاشیه سود ۱۵درصد) به سمت صادرات باتری و شمش‌های آلیاژی (با حاشیه سود بالای ۳۵درصد) حرکت کند تا اثر ریسک‌های ژئوپلیتیک را با ارزش افزوده بالاتر جبران کنند.

سرب یکی از فلزات پایه راهبردی در اقتصاد جهانی است که بخش اصلی مصرف آن به صنعت باتری‌های سرب-اسید اختصاص دارد. در سال ۲۰۲۴، تولید جهانی سرب معدنی حدود ۴.۳ میلیون تن برآورد شده، در حالی که میزان سرب پالایش‌شده تولیدی جهان به حدود ۱۳.۵ میلیون تن و مصرف آن به حدود ۱۳.۱ میلیون تن رسیده است. این ارقام نشان می‌دهد بازار سرب در سطح جهانی در وضعیت نسبتاً متعادل با مازاد محدود قرار داشته است.

از نظر جغرافیای تولید، چین با تولید حدود ۱.۹ میلیون تن، بزرگ‌ترین تولیدکننده سرب معدنی جهان است و حدود ۴۴ درصد از کل تولید جهانی را در اختیار دارد. در این میان، ایران با تولید حدود ۶۰ هزار تن سرب معدنی، نزدیک به ۱.۴ درصد از تولید جهانی را به خود اختصاص می‌دهد و در رده تولیدکنندگان متوسط قرار می‌گیرد. همچنین از مجموع کل ذخایر شناسایی‌شده سرب در جهان که حدود ۹۶ میلیون تن برآورد شده است، ایران با حدود ۲ میلیون تن نزدیک به ۲ درصد از ذخایر جهانی سرب را در اختیار دارد. در سمت تقاضا، ویژگی اصلی بازار سرب آن است که بیش از ۸۵ درصد مصرف جهانی آن در صنعت باتری‌های سرب-اسید متمرکز است. این موضوع نشان می‌دهد که برخلاف فلزاتی مانند مس یا آلومینیوم که کاربردهای متنوع‌تری دارند، بازار سرب عمدتاً تابع وضعیت صنعت باتری است.

از منظر ژئوپلیتیک، تمرکز بخش بزرگی از تولید سرب در چند کشور محدود مانند چین، استرالیا، پرو، روسیه و آمریکا باعث شده بازار این فلز نسبت به ریسک‌های سیاسی، انرژی و لجستیک حساس باشد. برای ایران نیز اگرچه سهم تولید جهانی محدود است، اما ریسک‌هایی مانند تحریم، نوسان نرخ ارز، محدودیت در صادرات، هزینه بالای مبادلات مالی و محدودیت فناوری می‌توانند توسعه این صنعت را تحت تأثیر قرار دهند.

در مجموع، بازار جهانی سرب بازاری باتری‌محور، بازیافت‌محور و ژئوپلیتیک‌محور است. ایران اگرچه بازیگر اصلی این بازار نیست، اما می‌تواند با توسعه معادن، افزایش ظرفیت ذوب، تقویت بازیافت باتری‌های فرسوده و توسعه صنایع پایین‌دستی، جایگاه منطقه‌ای خود را ارتقا دهد. بنابراین آینده صنعت سرب در ایران بیش از آنکه صرفاً به حجم ذخایر وابسته باشد، به سرمایه‌گذاری، فناوری، بازیافت و مدیریت ریسک‌های ژئوپلیتیک بستگی دارد.

### ریسک‌های ژئوپلیتیک و اثرات آن بر ایران

ریسک‌های حاکم بر بازار سرب ایران به سه دسته تقسیم می‌شوند:

- **هزینه‌های مبادلاتی:** به دلیل تحریم‌ها، هزینه‌های نقل‌وانتقال ارزی و بیمه محموله‌ها، قیمت فروش کنسانتره و شمش ایران معمولاً ۸درصد تا ۱۲درصد زیر قیمت جهانی (LME) است.
- **لجستیک و کانتینر:** کمبود کانتینرهای مخصوص حمل مواد معدنی و محدودیت‌های کشتیرانی، هزینه حمل صادراتی ایران را نسبت به رقبایی مثل ترکیه یا هند، ۳۰درصد گران‌تر کرده است.
- **تکنولوژی:** شکاف تکنولوژیک در بخش بازیافت باعث شده راندمان استحصال سرب در ایران حدود ۵درصد تا ۸درصد کمتر از استانداردهای اروپا باشد که سالانه معادل ده‌ها میلیون دلار عدم‌النفع است.

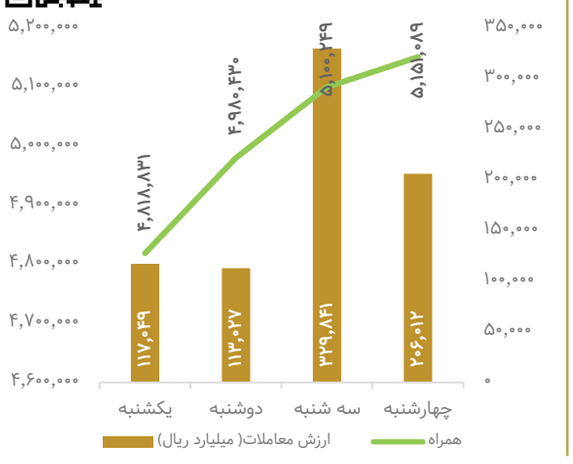
### ۱۰ سهم پر نوسان در بورس - منفی

| نماد | نوسان (درصد) | ارزش بازار (میلیون ریال) | ارزش معاملات (میلیون ریال) | تغییرات نسبت به هفته قبل |
|---|---|---|---|---|
| داتام | -۱۷/۱ | ۴۱,۱۹۶,۰۰۰ | ۹۸,۱۰۷ | -۱۴/۶۲ |
| شاملا | -۱۲/۷۴ | ۱۴۱,۵۰۰,۰۰۰ | ۲,۰۱۱,۰۶۳ | -۱۲/۷۴ |
| وبوعلی | -۹/۲۲ | ۲۸,۸۲۴,۰۰۰ | ۴۲,۲۸۵ | -۹/۲۲ |
| تکشا | -۵/۵۷ | ۱۰,۷۱۲,۰۰۰ | ۲,۴۴۶,۴۸۷ | -۳/۳۲ |
| ثفارس | -۱/۳ | ۵۵,۲۴۲,۰۰۰ | ۴,۲۴۵,۸۶۱ | ۱/۶۴ |
| کدما | -۰/۷۸ | ۱۷,۲۲۰,۰۰۰ | ۶۷,۷۴۳ | ۲/۲ |
| آبادا | -۰/۷۶ | ۲۳,۰۰۰,۰۰۰ | ۲۶,۴۵۰ | ۲/۲۲ |
| قمرو | ۰ | ۴۷,۰۰۰,۰۰۰ | ۶۲۹,۶۳۰ | ۲/۹۶ |
| کپشیر | ۰ | ۸۲,۵۰۰,۰۰۰ | ۲,۸۲۸,۱۵۱ | ۲/۷۷ |
| سشمال | ۰ | ۸۵,۹۰۰,۰۰۰ | ۶۵۹,۹۸۰ | ۳ |

### ۱۰ سهم پر نوسان در بورس - مثبت

| نماد | نوسان (درصد) | ارزش بازار (میلیون ریال) | ارزش معاملات (میلیون ریال) | تغییرات نسبت به هفته قبل |
|---|---|---|---|---|
| شیراز | ۴۷/۴۶ | ۱,۳۶۹,۶۵۶,۰۰۰ | ۶,۷۷۲,۵۵۹ | ۴۷/۴۶ |
| نوری | ۳۵/۸۰ | ۳,۷۰۹,۸۰۰,۰۰۰ | ۲۴,۴۳۲,۴۱۸ | ۳۵/۸ |
| اروند | ۳۴/۵۶ | ۸۵۰,۳۲۰,۰۰۰ | ۲۰,۶۳۴,۰۱۳ | ۳۴/۵۶ |
| سبجنو | ۳۲/۸۵ | ۹۹,۳۲۰,۰۰۰ | ۳,۲۵۳,۳۲۶ | ۳۲/۸۵ |
| سبهان | ۲۶/۵۸ | ۵۲,۵۴۷,۴۰۰ | ۱,۴۹۷,۶۶۰ | ۲۶/۵۸ |
| بوعلی | ۲۱/۵۶ | ۵۹۹,۸۸۷,۴۰۰ | ۴,۵۹۵,۷۹۴ | ۲۱/۵۶ |
| پارس | ۲۰/۹۷ | ۱,۵۸۰,۲۶۶,۰۲۸ | ۱,۶۹۰,۵۰۸ | ۲۰/۹۷ |
| پترول | ۱۹/۱۲ | ۱۶۷,۶۰۰,۰۰۰ | ۲,۲۱۲,۳۲۹ | ۱۹/۱۲ |
| دپارس | ۱۷/۱۰ | ۱۱۳,۰۶۷,۵۰۰ | ۱,۷۸۱,۸۵۱ | ۲۰/۵۹ |
| پاسا | ۱۵/۷۱ | ۲۸,۳۸۰,۰۰۰ | ۱۹۲,۸۲۴ | ۱۵/۷۱ |

بورس



## اخبار کریپتو

### «کوین وارش» و بازار کریپتو



«کوین وارش» رسما در جایگاه رئیس فدرال رزرو کار خود را آغاز کرد. او می‌تواند مسیر کوتاه‌مدت بازار کریپتو، به‌ویژه بیت‌کوین را تحت‌تأثیر قرار دهد.

هرچند بازار انتظار دارد نرخ بهره در محدوده ۳.۵۰ تا ۳.۷۵ درصد ثابت بماند، اما سیگنال اصلی در نمودار «دات پلات» پنهان است؛ گزارشی که نشان می‌دهد مقام‌های فدرال رزرو چه مسیری را برای نرخ بهره پیش‌بینی می‌کنند. اگر این گزارش احتمال افزایش نرخ بهره را پررنگ کند، دارایی‌های پرریسک مثل بیت‌کوین با فشار فروش تازه روبه‌رو خواهند شد. نرخ تورم آمریکا در ماه می به ۴.۲ درصد رسید و جهش قیمت انرژی، به‌دلیل تنش‌های اخیر ایران و آمریکا و اختلال در مسیر تنگه هرمز، نگرانی‌ها درباره ادامه سیاست‌های پولی سخت‌گیرانه را افزایش داد. در چنین فضایی، معامله‌گران کریپتو بیش از هر زمان دیگری به اظهارات وارش چشم دوخته‌اند.

### ماسک مالک هزاران بیت‌کوین



همزمان با آغاز معاملات سهام اسپیس‌ایکس در بورس نزدک، بحث‌ها درباره نقش این شرکت در بازار بیت‌کوین بار دیگر داغ شده است.

تیم دریپر، سرمایه‌گذار شناخته‌شده حوزه فناوری و رمزارزها، در شبکه اجتماعی ایکس اعلام کرد که ایلان ماسک را تقریباً به اندازه ساتوشی ناکاموتو دوست دارد؛ اظهارنظری که توجه فعالان بازار را به ارتباط نزدیک ماسک با بیت‌کوین جلب کرد. این اظهارات در حالی مطرح شد که اسپیس‌ایکس پس از عرضه اولیه سهام رکوردشکن خود و ثبت بزرگترین IPO تاریخ، جزئیات دارایی‌های بیت‌کوینی خود را نیز منتشر کرد. طبق اسناد ارائه‌شده، این شرکت در حال حاضر ۱۸ هزار و ۷۱۲ بیت‌کوین در اختیار دارد؛ رقمی که ارزش آن با قیمت‌های فعلی بازار حدود ۱.۱۹ میلیارد دلار برآورد می‌شود. این میزان ذخیره، اسپیس‌ایکس را در جایگاه هشتم بزرگترین شرکت‌های بورسی دارنده بیت‌کوین قرار داده است.

### اتریوم آماده جهش قیمت



با انتشار اخبار مربوط به توافق صلح خاورمیانه و کاهش تنش‌ها، اشتهای ریسک‌پذیری بار دیگر به بازارهای جهانی به ویژه کریپتوکارنسی بازگشته است.

در پی این اتفاق، اتریوم با رشدی چشمگیر مواجه شد و توجه نهنگ‌های بزرگ بازار را به خود جلب کرد. داده‌های درون‌زنجیره‌ای نشان می‌دهد که هم‌زمان با این جهش قیمتی، سرمایه‌گذاران دانه درشت در حال انباشت سنگین این ارز دیجیتال هستند. خبرها حکایت از آن دارند که آرتور هیز، ۳ هزار اتریوم (به ارزش ۵.۴۲ میلیون دلار) خریده است. این خرید سنگین بلافاصله پس از دوره‌ای رخ می‌دهد که بنیان‌گذار بیت‌مکس و مدیر ارشد سرمایه‌گذاری مل‌استروم، در حال کاهش دارایی‌های خود در چندین آلت‌کوین مختلف بود. در حال حاضر قیمت اتریوم نسبت به سال قبل ۳۱ درصد کاهش نشان می‌دهد.

### بازدهی بیت‌کوین مشابه اتریوم نیست



مایکل سیلور، رئیس شرکت «استراتژی» می‌گوید که بیت‌کوین نیازی به استیکینگ، تورم یا مکانیسم‌های سودآوری مبتنی بر پروتکل ندارد. او استدلال می‌کند که بازدهی باید از طریق محصولات مالی که پیرامون بیت‌کوین ساخته شده‌اند، به دست آید. سیلور در پستی در شبکه اجتماعی ایکس یک استک دارایی دیجیتال پنج‌لایه را ترسیم کرد که در آن بیت‌کوین را به عنوان پایه و اساسی برای ساختارهای اعتباری، پولی، سودآوری و سهامی معرفی می‌کند. او گفت که بیت‌کوین باید به عنوان سرمایه خالص دیجیتال باقی بماند و برای ایجاد سود برای سرمایه‌گذاران، نیازی ندارد به اتریوم تبدیل شود. این چارچوب، رویکرد شرکت استراتژی نسبت به بیت‌کوین به عنوان یک دارایی ذخیره خزانه‌داری را بیش از پیش تقویت می‌کند؛ در این رویکرد، بازدهی از طریق محصولات مالی پیرامون دارایی‌های بیت‌کوین این شرکت ایجاد می‌شود.

## بازدهی صندوق‌ها

| صندوق‌های مبتنی برکالا | قیمت صدور (ریال) | قیمت ابطال (ریال) | بازدهی هفتگی | بازدهی ماهانه |
|---|---|---|---|---|
| نهال | ۵۹,۴۶۶ | ۵۹,۱۷۷ | -۶.۲۵% | -۱۶.۶۳% |
| سحرخیز | ۶۱,۱۱۷ | ۶۰,۸۲۱ | -۶.۳۸% | -۱۶.۴۴% |
| سینرژی | ۲۶,۴۲۰ | ۲۶,۳۰۰ | -۶.۵۴% | -۱۰.۹۷% |
| طلای زرین ملت | ۱۰,۱۱۹ | ۱۰,۰۷۱ | -۷.۶۳% | -۱۴.۶۴% |
| طلای نور امین | ۹,۵۸۵ | ۹,۵۳۸ | -۷.۷۶% | -۱۵.۰۱% |
| نگین | ۱۲,۸۳۹ | ۱۲,۷۸۰ | -۷.۸۵% | -۱۴.۵۸% |
| گنج | ۱۴۳,۸۹۴ | ۱۴۳,۲۰۳ | -۷.۹۲% | -۱۴.۵۴% |
| درنا | ۱۹,۰۵۹ | ۱۸,۹۶۸ | -۷.۹۳% | -۱۴.۵۹% |
| مثقال | ۱۳۴,۶۶۰ | ۱۳۴,۰۳۵ | -۷.۹۴% | -۱۴.۵۷% |
| میراث | ۹,۹۲۸ | ۹,۸۸۱ | -۷.۹۵% | -۱۴.۴۱% |
| زروان | ۳۳,۶۶۷ | ۳۳,۵۱۱ | -۷.۹۵% | -۱۴.۵۶% |
| قیراط | ۲۹,۹۱۶ | ۲۹,۷۷۵ | -۷.۹۵% | -۱۵.۰۴% |
| آلتون | ۵۳,۰۳۱ | ۵۲,۷۸۳ | -۷.۹۵% | -۱۴.۵۷% |
| رزگلد | ۱۵,۵۱۸ | ۱۵,۴۴۶ | -۷.۹۶% | -۱۴.۶۵% |
| امرالد | ۲۲,۴۰۲ | ۲۲,۳۰۴ | -۸.۰۱% | -۱۴.۶% |
| لیان | ۳۰,۷۲۷ | ۳۰,۵۷۸ | -۸.۰۵% | -۱۴.۸۱% |
| درخشان | ۳۰,۲۲۹ | ۳۰,۰۸۷ | -۸.۳۶% | -۱۵.۵۹% |
| آتش | ۱۸,۵۲۵ | ۱۸,۴۳۶ | -۹.۶۶% | -۲۰.۱۹% |
| جواهر | ۵۹,۳۶۸ | ۵۹,۰۸۷ | -۱۱.۲۱% | -۱۸.۲۳% |
| گلدا | ۱۴,۶۵۲ | ۱۴,۵۸۱ | -۱۱.۳۶% | -۱۸.۵۳% |
| زرگر | ۱۶,۱۱۸ | ۱۶,۰۴۰ | -۱۱.۴% | -۱۸.۵۲% |
| ریتون | ۱۵,۳۳۳ | ۱۵,۲۵۹ | -۱۱.۴% | -۱۸.۴۴% |
| زرفام | ۱۱۷,۷۳۲ | ۱۱۷,۱۷۰ | -۱۱.۴۳% | -۱۸.۵۱% |
| ناب | ۵۴,۰۶۳ | ۵۳,۸۱۱ | -۱۱.۴۴% | -۱۸.۴۲% |
| نفیس | ۹۲,۹۱۸ | ۹۲,۴۸۴ | -۱۱.۴۶% | -۱۸.۵۱% |
| تابش | ۶۳,۶۳۲ | ۶۳,۳۲۴ | -۱۱.۴۶% | -۱۸.۵۷% |
| طلا | ۱,۱۳۱,۲۴۴ | ۱,۱۲۶,۱۳۱ | -۱۱.۴۸% | -۱۸.۴۵% |
| عیار | ۴۳۴,۲۶۳ | ۴۳۲,۲۹۸ | -۱۱.۵۱% | -۱۸.۴۹% |
| گلدیس | ۳۱,۰۳۲ | ۳۰,۸۹۰ | -۱۱.۵۲% | -۱۸.۶۵% |
| کهربا | ۱۵۲,۸۱۰ | ۱۵۲,۱۰۰ | -۱۱.۵۳% | -۱۸.۵۳% |
| همیان | ۱۳,۹۵۷ | ۱۳,۸۸۸ | -۱۱.۵۳% | -۱۸.۶۸% |
| گوهر | ۷۵۷,۱۹۸ | ۷۵۳,۶۳۶ | -۱۱.۵۶% | -۱۸.۶۴% |
| سیمین | ۱۰,۷۰۰ | ۱۰,۶۴۹ | -۱۱.۶۱% | -۲۴.۲۸% |
| زر | ۶۸۳,۵۹۵ | ۶۸۰,۵۷۷ | -۱۱.۶۴% | -۱۸.۶۶% |
| زمرد | ۲۲,۲۰۷ | ۲۲,۰۹۵ | -۱۲.۰۴% | -۱۹.۳۲% |
| رز | ۱۹,۶۰۷ | ۱۹,۵۱۸ | -۱۲.۱۶% | -۱۹.۴۹% |
| سیلور | ۱۰,۱۴۴ | ۱۰,۰۹۵ | -۱۵.۳۹% | -۲۷.۵۵% |

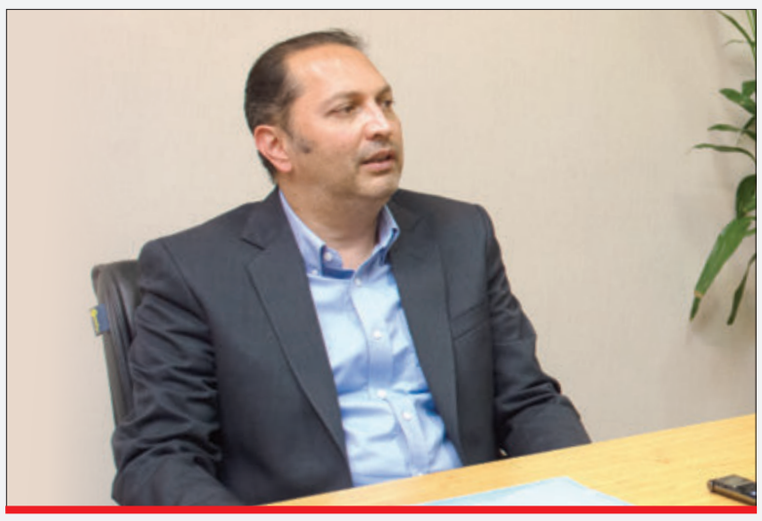
تاریخ به‌روز رسانی جدول ۱۴۰۵/۰۳/۲۶ - منبع: fipiran

| صندوق‌های درآمد ثابت | قیمت صدور (ریال) | قیمت ابطال (ریال) | بازدهی هفتگی | بازدهی ماهانه |
|---|---|---|---|---|
| مهرآور رامین | ۱,۸۸۰,۷۰۷ | ۱,۸۶۳,۶۷۲ | ۹.۱% | ۱۸.۱۵% |
| صنعت و معدن | ۹۴۶,۲۱۰ | ۹۴۴,۵۶۳ | ۱.۸۸% | ۳.۷% |
| طلوع | ۷۲,۷۶۵ | ۷۲,۶۴۸ | ۱.۶۳% | ۲.۸۴% |
| آتیه ملت | ۱۸,۰۷۷ | ۱۸,۰۶۶ | ۱.۱۸% | ۳.۹۵% |
| کاردان | ۱,۰۰۳,۰۶۹ | ۱,۰۰۳,۰۶۹ | ۱.۰۱% | ۲.۷۸% |
| تصمیم | ۵۶,۱۳۲ | ۵۶,۰۵۴ | ۰.۹۹% | ۳.۶۹% |
| نشان | ۲۹,۱۵۳ | ۲۹,۱۳۰ | ۰.۹۹% | ۳.۹۸% |
| رایکا | ۲۵,۵۹۷ | ۲۵,۵۷۷ | ۰.۹۸% | ۲.۹۱% |
| سپیدما | ۳۲,۸۵۲ | ۳۲,۸۱۰ | ۰.۹۵% | ۳.۱۴% |
| مانی | ۳۱,۱۰۴ | ۳۱,۰۸۷ | ۰.۹۳% | ۲.۲۲% |
| اونیکس | ۲۲,۶۲۴ | ۲۲,۶۰۶ | ۰.۹۳% | ۳.۶۷% |
| اوصتا | ۶۵,۰۰۸ | ۶۴,۹۴۴ | ۰.۹۱% | ۳.۹% |
| داریک | ۳۷,۰۰۷ | ۳۶,۸۹۷ | ۰.۹% | ۴.۳۷% |
| فاخر | ۲۲,۹۶۵ | ۲۲,۹۴۷ | ۰.۸۹% | ۴.۳۴% |
| یکم ایرانیان | ۱,۰۰۳,۵۹۸ | ۱,۰۰۰,۶۵۸ | ۰.۸۸% | ۲.۴% |
| بمان | ۲۰,۴۰۸ | ۲۰,۳۹۴ | ۰.۸۷% | ۳.۷۳% |
| ثمر | ۱۲,۹۴۷ | ۱۲,۹۳۶ | ۰.۸۶% | ۳.۱۹% |
| خاتم | ۳۸,۴۷۲ | ۳۸,۴۳۳ | ۰.۸۵% | ۲.۷۵% |
| ساحل | ۲۷,۸۹۸ | ۲۷,۸۷۴ | ۰.۸۵% | ۳.۰۷% |
| بازده | ۲۴,۵۴۰ | ۲۴,۵۱۷ | ۰.۸۳% | ۲.۹۳% |
| اصیل | ۱۹,۶۶۵ | ۱۹,۶۴۹ | ۰.۸۲% | ۳.۸۱% |
| پاسارگاد | ۱۶,۱۱۱ | ۱۶,۰۹۸ | ۰.۷۸% | ۳.۷۴% |
| افق خاورمیانه | ۱,۰۰۳,۰۱۲ | ۱,۰۰۰,۷۳۸ | ۰.۷۷% | ۲.۵% |
| اعتبار | ۲۶,۸۸۶ | ۲۶,۸۶۷ | ۰.۷۴% | ۳.۰۴% |
| دارا | ۲۳,۲۴۸ | ۲۳,۲۲۷ | ۰.۷۳% | ۳% |
| نهال آتیه | ۱,۰۸۲,۸۸۱ | ۱,۰۸۲,۶۰۵ | ۰.۷% | ۲.۸۴% |
| هامرز | ۱۰,۱۰۵ | ۱۰,۰۸۹ | ۰.۷% | ۳.۶۴% |
| نخل | ۱۰,۲۴۳ | ۱۰,۲۲۲ | ۰.۶۷% | ۲.۴۸% |

تاریخ به‌روز رسانی جدول ۱۴۰۵/۰۳/۲۶ - منبع: fipiran

احسان مرادی، مدیرعامل تأمین سرمایه لوتوس تشریح کرد:

# چالش‌های ارزش‌گذاری شرکت‌ها در بورس ایران



نجمه آجرپندیان
خبرنگار

**وضعیت اقتصاد کلان کشور و اثر متغیرهایی مانند نوسانات ارزی، تورم و نرخ بهره، از جمله عواملی هستند که منجر به بروز تفاوت‌های ساختاری ارزش‌گذاری در ایران نسبت به بورس‌های جهانی شده‌اند. مدیرعامل تأمین سرمایه لوتوس، در گفت‌وگو با هفته‌نامه اطلاعات بورس با تشریح چالش‌های ارزش‌گذاری شرکت‌ها در بورس ایران، بر ضرورت اصلاح وضعیت اقتصاد کلان، شفافیت اطلاعات و افزایش عمق بازار برای رفع چالش ها در این حوزه تاکید می کند. مشروح گفت‌وگو با احسان مرادی را در ادامه بخوانید.**

*** ارزش‌گذاری شرکت‌ها چه جایگاهی در فرآیند پذیرش و عرضه اولیه در بازار سرمایه دارد؟**

ارزش‌گذاری یکی از مهم‌ترین مراحل در فرآیند پذیرش و عرضه اولیه سهام است. تعیین ارزش منصفانه یک شرکت نه‌تنها مبنای قیمت‌گذاری عرضه اولیه را مشخص می‌کند، بلکه نقش مهمی در شکل‌گیری انتظارات سرمایه‌گذاران و اعتماد آن‌ها به بازار دارد. اگر این فرآیند به‌درستی و با دقت انجام شود، می‌تواند به تخصیص بهینه منابع و افزایش کارایی بازار سرمایه کمک کند.

*** فرآیند ارزش‌گذاری در بورس ایران از نظر نظری تا چه حد با بازارهای سرمایه توسعه‌یافته شباهت دارد؟**

از منظر نظریه‌های مالی، تفاوت بنیادینی وجود ندارد. در ایران نیز همانند بازارهای توسعه‌یافته از روش‌های استانداردی مانند تنزیل جریان‌های نقدی (DCF)، مدل تنزیل سود تقسیمی (DDM)، ارزش‌گذاری نسبی مبتنی بر نسبت‌های مالی و روش خالص ارزش دارایی‌ها (NAV) استفاده می‌شود. این چارچوب‌ها در ادبیات مالی جهانی پذیرفته‌شده هستند و در گزارش‌های ارزش‌گذاری داخلی نیز معمولاً به‌صورت ترکیبی به کار می‌روند. تفاوت اصلی نه در ابزارها، بلکه در محیط اجرایی و شرایط اقتصادی است.

*** مهم‌ترین تفاوت‌های ساختاری ارزش‌گذاری در ایران نسبت به بورس‌های جهانی چیست؟**

مهم‌ترین تفاوت به شرایط محیط کلان اقتصادی بازمی‌گردد. در اقتصاد ایران متغیرهایی مانند نرخ تورم، نرخ ارز و نرخ بهره نوسانات بالایی دارند. این نوسانات مستقیماً بر پارامترهای کلیدی مدل‌های ارزش‌گذاری اثر می‌گذارند؛ از جمله نرخ تنزیل، نرخ رشد بلندمدت و برآورد جریان‌های نقدی آتی. در حالی که در بسیاری از اقتصادهای توسعه‌یافته، ثبات نسبی این متغیرها باعث می‌شود مفروضات ارزش‌گذاری با اطمینان بیشتری تعیین شوند.

*** کیفیت اطلاعات و افشای مالی شرکت‌ها چه تأثیری بر دقت ارزش‌گذاری در ایران دارد؟**

کیفیت افشا در همه شرکت‌ها یکسان نیست. در برخی موارد با اصلاحات مکرر صورت‌های مالی، وجود اقلام غیرتکرارپذیر یا تفاوت در سطح شفافیت مواجه هستیم. این موضوع تحلیل سودآوری پایدار شرکت را دشوار می‌کند. تحلیلگر ناچار است تعدیلات تحلیلی متعددی انجام دهد تا به تصویری واقع‌بینانه از عملکرد شرکت برسد. بدیهی است هرچه عدم قطعیت اطلاعاتی بیشتر باشد، دامنه خطای برآورد نیز افزایش می‌یابد.

*** آیا محدودیت عمق بازار و تعداد شرکت‌های قابل مقایسه نیز چالش ایجاد می‌کند؟**

بله، این موضوع یکی از چالش‌های مهم است. در بازارهای توسعه‌یافته، تحلیلگران به تعداد زیادی شرکت مشابه برای انجام مقایسه‌های نسبی دسترسی دارند و حتی داده‌های معاملات ادغام و تملیک نیز در دسترس است. در ایران در برخی صنایع تعداد شرکت‌های بورسی محدود است و تفاوت در ساختار مالکیت یا مدل کسب‌وکار، قابلیت مقایسه را کاهش می‌دهد. بنابراین استفاده از نسبت‌های مقایسه‌ای ممکن است با خطای بیشتری همراه باشد.

*** نقش مداخلات سیاست‌گذار در صنایع مختلف تا چه اندازه بر فرآیند ارزش‌گذاری اثرگذار است؟**

در برخی صنایع مانند انرژی، پتروشیمی، فولاد، خودرو و دارو، سیاست‌های دولتی در حوزه قیمت‌گذاری یا نرخ نهاده‌ها تأثیر مستقیم بر سودآوری شرکت‌ها دارد. تغییر ناگهانی نرخ خوراک، تعرفه‌های صادراتی یا اعمال قیمت‌گذاری دستوری می‌تواند در مدت کوتاهی سود شرکت را دگرگون کند. این سطح از عدم قطعیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی را دشوارتر می‌کند و طبیعتاً دقت مدل‌های ارزش‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

*** فرآیند تهیه گزارش ارزش‌گذاری در عرضه‌های اولیه در ایران چگونه انجام می‌شود؟**

در ایران معمولاً مشاور پذیرش که اغلب یکی از شرکت‌های تأمین سرمایه است، گزارش ارزش‌گذاری را تهیه می‌کند. این گزارش به بورس یا فرابورس ارائه می‌شود و مبنایی برای تعیین محدوده قیمتی عرضه اولیه قرار می‌گیرد. در عمل معمولاً چند روش ارزش‌گذاری به‌صورت هم‌زمان استفاده می‌شود و نتیجه نهایی از میانگین وزنی یا ترکیب نتایج این روش‌ها استخراج می‌شود. البته این فرآیند صرفاً یک مدل‌سازی مالی نیست و تا حدی تحت تأثیر شرایط بازار و ملاحظات نظارتی نیز قرار دارد.

*** درباره دقت ارزش‌گذاری شرکت‌هایی که در بورس عرضه می‌شوند چه می‌توان گفت؟ آیا می‌توان آن را پیش‌بینی قطعی قیمت آینده دانست؟**

خیر. گزارش ارزش‌گذاری یک پیش‌بینی قطعی از قیمت آینده سهم نیست، بلکه برآوردی تحلیلی مبتنی بر مجموعه‌ای از مفروضات است. هر تغییری در مفروضات کلیدی مانند نرخ رشد، نرخ تنزیل یا شرایط کلان اقتصادی می‌تواند نتیجه را تغییر دهد. به همین دلیل بهتر است این گزارش‌ها به‌عنوان یک چارچوب تحلیلی در نظر گرفته شوند، نه یک عدد قطعی که الزاماً باید با قیمت بازار منطبق باشد.

*** آیا ارائه یک عدد مشخص به‌عنوان ارزش نهایی، با توجه به عدم قطعیت‌های اقتصاد ایران، روش مناسبی است؟**

در شرایط فعلی اقتصاد ایران که سطح عدم قطعیت بالاست، ارائه یک بازه ارزشی همراه با تحلیل حساسیت نسبت به مفروضات کلیدی می‌تواند تصویر واقع‌بینانه‌تری ارائه دهد. با این حال، انتظار نهاد ناظر معمولاً ارائه یک عدد مشخص است. در حالی که از منظر تحلیلی، بیان دامنه ارزش به‌همراه سناریوهای مختلف می‌تواند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را دقیق‌تر کند.

*** با توجه به مسئولیت بالا و ریسک‌های موجود، چرا برخی تأمین سرمایه‌ها تمایل محدودی به انجام ارزش‌گذاری دارند؟**

فرآیند ارزش‌گذاری در ایران حساسیت و ریسک بالایی دارد، در حالی که حق‌الزحمه آن در مقایسه با مسئولیت حرفه‌ای و تبعات احتمالی چندان بالا نیست. به همین دلیل تنها تعداد محدودی از شرکت‌های تأمین سرمایه، عمدتاً با هدف کمک به توسعه بازار سرمایه و تسهیل پذیرش شرکت‌ها، این مسئولیت را می‌پذیرند.

*** جمع‌بندی شما درباره جایگاه ارزش‌گذاری در بازار سرمایه ایران چیست؟**

ارزش‌گذاری ابزار تحلیلی مهمی برای برآورد ارزش ذاتی شرکت‌هاست، اما باید آن را در چارچوب مفروضات و محدودیت‌های محیط اقتصادی ایران تحلیل کرد. هرچه شفافیت اطلاعات، ثبات متغیرهای کلان و عمق بازار افزایش یابد، دقت ارزش‌گذاری نیز بهبود خواهد یافت. در نهایت، استفاده‌کنندگان گزارش‌های ارزش‌گذاری باید با قضاوت حرفه‌ای و در نظر گرفتن ریسک‌های محیطی از این گزارش‌ها بهره ببرند و آن را معادل پیش‌بینی قطعی قیمت آینده سهام تلقی نکنند.

نمای هفته

## رشد در سایه ترس و احتیاط

بازار کریپتوکارنسی هفته گذشته را در فضایی مبهم سپری کرد و در مجموع با رشد اندکی روبه‌رو شد.

در معاملات روز چهارشنبه ۱۷ ژوئن (۲۷ خرداد) ارزش بازار کریپتوکارنسی با کمتر از یک درصد افت مواجه شد اما طی هفته منتهی به پنجشنبه شاهد رشد ۱۱۰ میلیارد دلاری ارزش بازار بود. در این روز، ضریب همبستگی بازار کریپتو با شاخص اس‌اندپی ۵۰۰ معادل ۷۱ درصد و بازار طلا معادل ۵۸ درصد بود.

در معاملات هفته منتهی به پنجشنبه ۱۱ ژوئن (۲۱ خرداد) تنها ۱۰ کریپتو با افت قیمت روبه‌رو شدند و بیشترین افت قیمت به میزان ۶۵ درصد به رمزارز BEAT تعلق داشت. در مقابل، رمزارز SPX با ۵۷ درصد رشد قیمت در صدر مثبت‌های هفته جای گرفت. در همین حال بزرگان بازار نیز هفته مثبتی را پشت سر گذاشتند. بیت‌کوین در مجموع با حدود ۶/۹ درصد رشد به ۶۵ هزار ۴۷۴ دلار رسید. اتریوم ۱۰ درصد رشد قیمت را تجربه کرد و به ۱۷۸۳ دلار افزایش یافت. همچنین باینس ۳/۷ درصد، ریپل بیش از ۹ درصد، سولانا ۱۵ درصد، هایپرلیکویید ۳۲ درصد و دوج‌کوین ۴/۲ درصد افزایش قیمت داشتند. شاخص ترس و طمع کریپتوها نیز روی عدد ۲۴ قرار گرفت. هفته گذشته این عدد به ۱۴ رسیده بود. در نمودار، نوسان قیمت ۱۰ کریپتو برتر بازار طی هفته گذشته مشاهده می‌شود.

| # | Name | Price | Market Cap | 24h Volume | Hour % | Day % | Week % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Bitcoin BTC | $65,383 | $1.31T | $24.88B | ▼0.40% | ▼1.50% | ▲6.80% |
| 2 | Ethereum ETH | $1,780 | $214.88B | $12.71B | ▼0.50% | ▲0.20% | ▲9.80% |
| 3 | Tether USDT | $0.9992 | $186.4B | $47.48B | 0% | 0% | 0% |
| 4 | BNB BNB | $605.71 | $81.64B | $938.8M | ▼0.20% | ▼1.60% | ▲3.60% |
| 5 | USDC USDC | $1.001 | $74.93B | $11.17B | 0% | 0% | 0% |
| 6 | XRP XRP | $1.206 | $74.85B | $1.88B | ▼0.50% | ▼2.40% | ▲9.00% |
| 7 | Solana SOL | $72.92 | $42.3B | $2.26B | ▼0.70% | ▼2.30% | ▲14.80% |
| 8 | TRON TRX | $0.3188 | $30.23B | $518.3M | ▲0.10% | ▲0.20% | ▼0.90% |
| 9 | Hyperliquid HYPE | $73.27 | $16.3B | $1.83B | ▼0.60% | ▲0.60% | ▲32.00% |
| 10 | Dogecoin DOGE | $0.08668 | $13.41B | $626.9M | ▼0.40% | ▼1.20% | ▲4.00% |

رویدادها

## رشد ۴۳ درصدی درآمد شستا



مدیرعامل شستا گفت: درآمد تجمیعی شستا از حدود ۴۰۱ هزار میلیارد تومان به ۵۷۰ هزار میلیارد تومان رسیده که نشان‌دهنده رشد حدود ۴۳ درصدی است.

محمدرضا سعیدی گفت: این افزایش زمینه رشد سودآوری شرکت‌های زیرمجموعه را فراهم می‌کند، هرچند به دلیل برگزار نشدن مجامع، هنوز رقم نهایی سود مشخص نشده است و تصمیم‌گیری در این خصوص به شرایط بازار و آثار تحولات اخیر بستگی دارد. به گفته وی، یکی از شرکت‌های توزیع دارویی زیرمجموعه شستا آماده ورود به بازار سرمایه است. سعیدی افزود: همچنین در صورت نهایی شدن انتقال سهام شرکت نفت ستاره خلیج فارس به سازمان تأمین اجتماعی، مقدمات ورود این شرکت به بورس در دستور کار قرار خواهد گرفت. ستاره خلیج فارس می‌تواند یکی از بزرگ‌ترین و جذاب‌ترین عرضه‌های آینده بازار سرمایه باشد.

## آغاز نخستین پروژه سرمایه‌گذاری خصوصی «کیان»



مدیرعامل شرکت مدیریت سرمایه گذاری خصوصی کیان از آغاز نخستین پروژه سرمایه‌گذاری خصوصی کیان در منطقه ۲ تهران خبر داد و گفت: ارزش این پروژه ۵.۳ همت است که با هدف توسعه ابزارهای نوین تامین مالی اجرا می‌شود.

علی سنگینیان افزود: این پروژه، یک پروژه ساختمانی لوکس مسکونی در منطقه دو تهران و محدوده شهرک غرب است و در بازه زمانی پنج‌ساله اجرا خواهد شد. در این پروژه از اهرم مالی نیز استفاده شده و تسهیلات بانکی روی زمین دریافت شده و با شرکت «نکسا» به‌عنوان یکی از برندهای مطرح ساخت‌وساز منطقه دو تهران برای طراحی، ساخت و فروش پروژه قرارداد منعقد شده است. گروه مالی کیان در راستای توسعه خدمات مدیریت دارایی، موضوع سرمایه‌گذاری خصوصی را در دستور کار خود قرار داده است.

## عرضه اولیه سهام «تادیکو» در بورس



مدیرعامل "تادیکو" با اشاره به عرضه اولیه ۵ درصد سهام "تادیکو" در بورس، اعلام کرد: سرمایه‌گذاری کشت و دام و صنایع لبنی تأمین یکی از هلدینگ‌های تخصصی زیرمجموعه سازمان تأمین اجتماعی و گروه شستاست که در زنجیره ارزش کشاورزی، دامپروری و صنایع لبنی فعالیت می‌کند. سابقه فعالیت این شرکت به سال ۸۲ بازمی‌گردد.

محسن محمدی افزود: تادیکو علاوه بر کسب درآمد از محل سرمایه‌گذاری‌ها و سود سهام شرکت‌های زیرمجموعه، نقش راهبردی در توسعه و مدیریت شرکت‌های فعال در بخش کشاورزی، تولید شیر خام، دامپروری و صنایع تبدیلی ایفا می‌کند و در تلاش است سهم بیشتری از ارزش افزوده زنجیره تولید را در اختیار بگیرد. به گفته وی، شرکت‌های تولیدی به ژنراتورهای پشتیبان مجهز هستند و در صورت قطعی برق نیز امکان تداوم فعالیت‌ها وجود دارد.

## علت انتخاب «زهلال» برای ورود به بورس



مدیرعامل سرمایه‌گذاری هلال‌احمر درباره علت انتخاب "زهلال" به‌عنوان نخستین زیرمجموعه برای ورود به بورس، گفت: این شرکت از نظر ساختار، عملکرد و ظرفیت‌های توسعه آمادگی لازم را داشت.

یاسر فلاح افزود: واگذاری سایر شرکت‌های دارای ظرفیت برای حضور در بازار سرمایه در دستور کار است. طی سال جاری مراحل قانونی پذیرش شرکت صنایع نساجی هلال نیز در بازار سرمایه انجام می‌شود. حضور در بازار سرمایه بخشی از برنامه تحول در ساختار اقتصادی هلال‌احمر است و نباید آن را صرفاً عرضه سهام تلقی کرد. شرکت‌هایی که وارد بازار سرمایه می‌شوند ملزم به رعایت استانداردهای بالاتر در شفافیت، انضباط مالی، پاسخگویی و حاکمیت شرکتی هستند. این الزامات به افزایش اعتماد ذی‌نفعان، ارتقای کیفیت مدیریت و در نهایت رشد ارزش دارایی‌های مجموعه منجر می‌شود.

### بورس پساجنگ، برنده رقابت بازارها شد

# غافلگیری بهاری در تالار شیشه‌ای

مهدی امیری
خبرنگار

بازه زمانی ۲۹ اردیبهشت تا ۲۷ خرداد، از منظر مقایسه بازدهی بازارهای دارایی، یکی از مقاطع مهم سال به شمار می‌رود؛ دوره‌ای که هم‌زمان با بازگشایی بازار سرمایه پس از وقفه ناشی از جنگ آغاز شد و مسیر بازارها به‌طور معناداری از یکدیگر فاصله گرفت. در حالی که اغلب بازارهای موازی از جمله طلا، سکه، ارز، نقره و بیت‌کوین با افت قیمت همراه شدند، بازار سهام روندی متفاوت را در پیش گرفت و رشد قابل‌توجهی را به ثبت رساند. این واگرایی موجب شد بخشی از سرمایه‌گذاران بار دیگر توجه خود را از بازارهای سنتی به سمت بورس معطوف کنند.

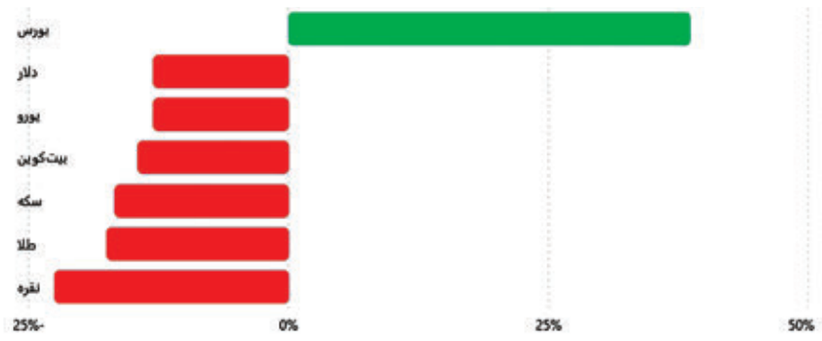
### افت دسته‌جمعی طلا، سکه و نقره

در بازار فلزات گران‌بها، روند قیمت‌ها نزولی بود. قیمت طلای ۱۸ عیار از حدود ۱۸ میلیون و ۹۰۰ هزار تومان به ۱۵ میلیون و ۶۰۰ هزار تومان رسید که معادل افتی نزدیک به ۱۷.۵ درصد است. نقره ۹۹۹ نیز عملکردی ضعیف‌تر داشت و از ۴۸۴ هزار تومان به ۳۷۵ هزار تومان کاهش یافت؛ بنابراین این دارایی حدود ۲۲.۵ درصد افت را تجربه کرد.

در بازار سکه نیز شرایط مشابهی حاکم بود. قیمت سکه تمام بهار آزادی از حدود ۱۸۶ میلیون تومان به ۱۵۵ میلیون تومان رسید و نزدیک به ۱۶.۷ درصد کاهش یافت. این ارقام نشان می‌دهد بازار فلزات گران‌بها در این مقطع تحت تأثیر فشار فروش و کاهش انتظارات قیمتی قرار داشته است.

مقایسه بازدهی بازارها از ۲۹ اردیبهشت تا ۲۷ خرداد

«بورس تنها بازار با بازدهی مثبت در این دوره بود»




### کاهش هم‌زمان دلار، یورو و بیت‌کوین

بازار ارز نیز در همین مسیر حرکت کرد. نرخ دلار از حدود ۱۷۸ هزار تومان به ۱۵۵ هزار تومان رسید و یورو نیز از ۲۰۷ هزار تومان به ۱۸۰ هزار تومان کاهش یافت. به این ترتیب، هر دو ارز مهم بازار آزاد در این بازه افتی نزدیک به ۱۳ درصد را ثبت کردند.

کاهش قیمت ارز در کنار افت طلا و سکه، نشان می‌دهد بخش مهمی از بازارهای موازی با کاهش تقاضای سفته‌بازانه و تعدیل انتظارات مواجه بوده‌اند. بیت‌کوین نیز از این روند مستثنی نبود و قیمت آن از ۷۶ هزار و ۹۳۰ دلار به ۶۵ هزار و ۷۶۰ دلار رسید؛ یعنی افتی در حدود ۱۴.۵ درصد. در مجموع، تصویر بازارهای موازی در این دوره عمدتاً منفی و همراه با کاهش ارزش دارایی‌ها بود.

### بورس در مسیر معکوس بازارهای موازی

در نقطه مقابل، بورس عملکردی متفاوت از خود نشان داد. شاخص کل بورس از حدود ۳ میلیون و ۷۱۶ هزار واحد به حدود ۵ میلیون و ۱۵۰ هزار واحد رسید و رشدی نزدیک به ۳۸.۶ درصد را تجربه کرد. این میزان رشد در یک بازه نسبتاً کوتاه، بورس را به پربازده‌ترین بازار این دوره تبدیل کرد.

اهمیت این رشد زمانی بیشتر می‌شود که آن را در بستر زمانی خاص این دوره بررسی کنیم؛ مقطعی که بازار پس از وقفه ناشی از جنگ بازگشایی شده بود و انتظار می‌رفت احتیاط و تردید بر فضای معاملات غلبه داشته باشد. با این حال، بورس نه‌تنها در برابر این فضای احتیاطی مقاومت کرد، بلکه توانست مسیر صعودی قدرتمندی را دنبال کند.

### صندوق‌های طلا و نقره زیر فشار دارایی پایه

در مقابل، صندوق‌های مبتنی بر طلا و نقره نتوانستند از افت دارایی‌های پایه خود فاصله بگیرند. این صندوق‌ها که از ابتدای سال نیز بازدهی منفی ثبت کرده‌اند، در بازه مورد بررسی نیز تحت تأثیر کاهش قیمت طلا، سکه و نقره قرار داشتند.

به بیان دیگر، ابزارهای مالی مبتنی بر فلزات گران‌بها در این دوره نتوانستند نقش پناهگاه سرمایه را برای سرمایه‌گذاران ایفا کنند و هم‌راستا با بازار فیزیکی، بازدهی منفی داشتند.

### جمع‌بندی؛ برتری بورس در رقابت بازارها

جمع‌بندی این مقطع روشن است؛ در بازه ۲۹ اردیبهشت تا ۲۷ خرداد، تقریباً همه بازارهای موازی شامل طلا، نقره، سکه، دلار، یورو و بیت‌کوین با افت قیمت مواجه شدند، اما بورس مسیری متفاوت را طی کرد و رشد قابل‌توجهی به ثبت رساند. بررسی عملکرد بازارها نشان می‌دهد در این دوره، بازار سهام نه‌تنها در مقایسه با سایر گزینه‌های سرمایه‌گذاری برتری محسوسی داشت، بلکه توانست بخشی از سرمایه‌ها را از بازارهای موازی به سمت خود جذب کند؛ موضوعی که از تغییر نگاه سرمایه‌گذاران و افزایش جذابیت بورس در فضای پساجنگ حکایت دارد.

## رشد سود تلفیقی «داتام» در ۱۴۰۴

مجمع عمومی عادی سالانه شرکت گروه مالی داتام با حضور ۹۲.۳ درصد سهامداران برگزار شد و در جریان آن، مدیرعامل شرکت از رشد قابل توجه سود تلفیقی گروه خبر داد.

به گزارش صدای بورس، دانیال محجوب، مدیرعامل گروه مالی داتام، گفت: آخرین افزایش سرمایه گروه در سال ۱۴۰۳ انجام شد و سرمایه شرکت از یک‌هزار میلیارد تومان به یک‌هزار و ۲۰۰ میلیارد تومان رسید. وی درباره عملکرد شرکت سرمایه‌گذاری اوراق بهادار حافظ افزود: درآمدهای عملیاتی این شرکت از ۱۳۲ میلیارد تومان به ۳۵۵ میلیارد تومان رسیده و سود عملیاتی آن نیز از حدود ۵۰ میلیارد تومان به ۳۳۶ میلیارد تومان افزایش یافته است. بازدهی این شرکت نه تنها از شاخص کل و شاخص هم‌وزن بیشتر بوده، بلکه به جز سکه امامی، از سایر بازارهای موازی نیز پیشی گرفته و به حدود ۶۸ درصد رسیده است. وی در ادامه به عملکرد شرکت کارگزاری حافظ اشاره کرد و گفت: ارزش کل معاملات کارگزاری در سال ۱۴۰۴ نسبت به سال قبل تقریباً دو برابر شده و درآمد عملیاتی شرکت نیز از ۱۳۰ میلیارد تومان به ۲۷۶ میلیارد تومان افزایش یافته است. سود عملیاتی کارگزاری حافظ نیز از ۱۱۰ میلیارد تومان به ۲۲۴ میلیارد تومان و سود خالص آن نیز از ۱۴۷ میلیارد تومان به ۳۶۱ میلیارد تومان رسیده است. محجوب در تشریح عملکرد شرکت مشاور سرمایه‌گذاری هدف حافظ گفت: سرمایه این شرکت از ۱۰۰ میلیارد تومان به ۲۰۰ میلیارد تومان افزایش یافته و سود عملیاتی‌اش از ۸۹ میلیارد تومان به ۱۲۷ میلیارد تومان رسیده است. سود خالص این شرکت نیز از ۷۰ میلیارد تومان به ۱۴۷ میلیارد تومان افزایش یافته است. همچنین سود ناخالص شرکت لیزینگ ایران‌زمین در سال ۱۴۰۴ به ۸۷ میلیارد تومان رسیده است.

در پایان مجمع عمومی عادی سالانه شرکت گروه مالی داتام به‌ازای هر سهم ۸۴۰ ریال سود نقدی تصویب شد.

## اعلام زمان تقسیم سود ۷۵۰ تومانی «شخارک»

مجمع عمومی عادی سالانه شرکت پتروشیمی خارک با حضور سهامداران برگزار و در جریان این مجمع زمان پرداخت سود ۷۵۰۰ ریالی «شخارک» اعلام شد.

در این نشست، کمیل پورضیائی، مدیرعامل شرکت پتروشیمی خارک، گفت: به طور میانگین قیمت جهانی محصولات شرکت به‌جز گوگرد در سال گذشته حدود ۱۰ درصد کاهش داشته است.مهم‌ترین چالش‌ها شامل نبود ثبات در نرخ خوراک و سوخت، لزوم نگهداری خطوط خوراک بالادستی و همچنین فرسودگی بخشی از ماشین‌آلات و تجهیزات است. وی افزود: توقفات ناشی از جنگ ۱۲ روزه، توقفات مرتبط با جنگ رمضان، اورهال واحد گوگردی و همچنین کاهش کمیت و کیفیت خوراک دریافتی از عوامل اصلی کاهش تولید نسبت به سال گذشته بوده‌اند. به گفته وی، ۶۱ درصد از ساختار بهای تمام‌شده شرکت مربوط به مواد مستقیم است. پورضیائی با اشاره به پروژه اتانول سنتزی به عنوان یکی از طرح‌های توسعه‌ای مهم شرکت گفت: برآورد سرمایه‌گذاری آن حدود ۳۰۰ میلیون دلار است. تاکنون حدود ۲۳۷ میلیون دلار در این طرح هزینه شده است.

وی افزود: قراردادهای لایسنس، PDP و Basic Engineering منعقد شده و پیشرفت فیزیکی پروژه به حدود ۱۲ درصد رسیده است. پیش‌بینی می‌شود عملیات اجرایی (Construction) این پروژه تا پایان سال آغاز شود. پورضیائی گفت: در جریان حوادث اخیر برخی خسارات به شرکت وارد شده اما این خسارات در حدی نبوده که فعالیت شرکت را متوقف کند و بخش عمده تهدیدها در قالب تهدیدات لفظی و محدودیت‌های مقطعی بوده است.

در پایان مجمع عمومی عادی سالانه شرکت پتروشیمی خارک، سود نقدی ۷۵۰۰ ریالی به ازای هر سهم تصویب شد که این مبلغ برای سهامداران حقیقی تا پایان ماه جاری پرداخت خواهد شد.

## «سولار» فارابی در راه بورس تهران

نخستین صندوق پروژه نیروگاه خورشیدی کشور با نماد «سولار» توسط گروه مالی فارابی در بورس تهران پذیره‌نویسی می‌شود. فرآیند پذیره‌نویسی این صندوق روز شنبه ۳۰ خرداد ماه انجام می شود.

این صندوق با هدف تأمین مالی پروژه‌های انرژی‌های تجدیدپذیر و کمک به رفع ناترازی برق کشور راه‌اندازی شده و اجرای دو نیروگاه خورشیدی در استان سیستان و بلوچستان را در دستور کار دارد. هدف اصلی صندوق پروژه «سولار» گروه مالی فارابی، تامین مالی برای ساخت دو نیروگاه خورشیدی با ظرفیت مجموع ۴۰ مگاوات در مناطق خاش و میرجاوه (استان سیستان و بلوچستان) است. در واقع، سرمایه‌های جمع‌آوری‌شده در فرایند پذیره‌نویسی، مستقیماً به چرخه ساخت این نیروگاه‌ها وارد می‌شود. با بهره‌برداری از این پروژه‌ها، درآمد حاصل از تولید و فروش تضمینی برق، بازدهی اقتصادی این صندوق را برای سرمایه‌گذاران رقم خواهد زد.

نیروگاه‌های خورشیدی به دلیل سرعت اجرای بالا، هزینه نگهداری پایین و عدم نیاز به سوخت‌های فسیلی، بهترین راهکار برای عبور از بحران خاموشی‌ها هستند. صندوق «سولار» بستری فراهم کرده تا سرمایه‌های خرد و کلان بخش خصوصی -به جای بازارهای غیر مولد- به سمت حل این بحران راهبردی هدایت شود. تمایز اصلی «سولار» در مدل تأمین مالی آن نهفته است. برخلاف پروژه‌های سنتی که به بودجه‌های دولتی یا وام‌های سنگین بانکی متکی هستند، این صندوق از قدرت «بازار سرمایه» بهره می‌برد.

## تقسیم سود «تجلی» به مجمع بعدی موکول شد

تقسیم سود شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات، به مجمع بعدی موکول شد.

مجمع عمومی عادی سالیانه شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات، روز چهارشنبه، ۲۷ خردادماه، با حضور حداکثری سهامداران برگزار شد. با این حال، در این مجمع تقسیم سود انجام نشده و به مجمع بعدی موکول شد. مرتضی علی‌اکبری، مدیرعامل شرکت تجلی توسعه معادن و فلزات، اظهار کرد: بیشترین سرمایه‌گذاری تجلی در سال ۱۴۰۴ مربوط به شرکت سرمد ابرکوه بوده و مجموع سرمایه‌گذاری‌های در جریان این مجموعه به حدود یک میلیارد و ۷۸۰ میلیون یورو می‌رسد. وی افزود: شرکت‌های سرمایه‌پذیر تجلی شامل معدن‌کار باختر، اکتشاف تجلی صبا، شرکت بازرگانی معادن و صنایع معدنی ایران و شرکت سبدگردان تجلی آفتاب هستند. همچنین پرتفوی معدنی شرکت نیز محدوده‌های مروست خاوری و مروست باختری را در بر می‌گیرد.

مدیرعامل تجلی از اجرای گسترده فعالیت‌های اکتشافی در سال گذشته خبر داد و اظهار کرد: حفر ۶۹ حلقه چاهک کم‌عمق در مرحله اکتشاف مقدماتی، تهیه نقشه‌های توپوگرافی، انجام مطالعات آزمایشگاهی و تست‌های نیمه‌صنعتی فرآوری، مطالعات ژئوشیمی آبراهه‌ای و نمونه‌برداری از ۱۱۰ نقطه از مهم‌ترین اقدامات انجام‌شده در این حوزه بوده است. وی همچنین به روند سرمایه‌گذاری‌های شرکت اشاره کرد و افزود: مجموع سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت شرکت در سال مالی گذشته روندی نزولی داشته است. وی گفت: ارزش روز شرکت تجلی در حال حاضر به ۲۰ هزار و ۴۵۵ میلیارد تومان رسیده است.

ذره‌بین

## آلومینیوم ایران

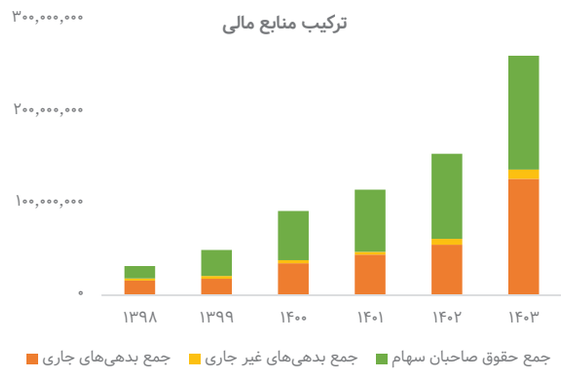
| | |
|---|---|
| نام شرکت | آلومینیوم ایران |
| تابلو | تابلوی اصلی بازار اول بورس |
| صنعت | فلزات اساسی |
| گروه | ساخت فلزات اساسی غیر آهنی |
| نماد | فایرا |
| تاریخ تاسیس | ۱۳۴۶/۰۹/۱۴ |
| تاریخ آغاز فعالیت (بهره‌برداری) | ۱۳۵۱/۱۰/۰۱ |
| تاریخ ثبت اولیه | ۱۳۷۵/۰۲/۱۵ |
| شماره ثبت اولیه | ۲۶۰۰ |
| سال مالی | ۱۲/۳۰ |

رشد ۹ ماهه ۱۴۰۴ نسبت به دوره مشابه سال ۱۴۰۳

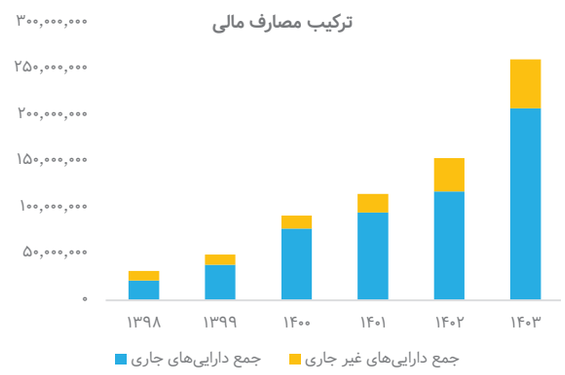
| | عنوان قلم | ۱۴۰۴/۰۹ | ۱۴۰۳/۰۹ |
|---|---|---|---|
| ترازنامه | سرمایه | ۲۴/۰۰% | ۳۱/۷۰% |
| | جمع دارائی‌های جاری | ۱۰۵/۵۸% | ۷/۶۴% |
| | جمع دارائی‌های غیرجاری | ۳۱/۰۰% | ۴۰/۰۸% |
| | جمع کل دارائی‌ها | ۸۷/۸۵% | ۱۳/۹۱% |
| | جمع بدهی‌های جاری | ۱۹۶/۷۵% | -۸/۲۱% |
| | جمع بدهی‌های غیرجاری | ۹۴/۶۶% | ۳۳/۲۶% |
| | جمع کل بدهی‌ها | ۱۸۵/۸۴% | -۵/۰۵% |
| | جمع حقوق صاحبان سهام | ۲۴/۷۸% | ۳۰/۷۱% |

وضعیت مالی شرکت

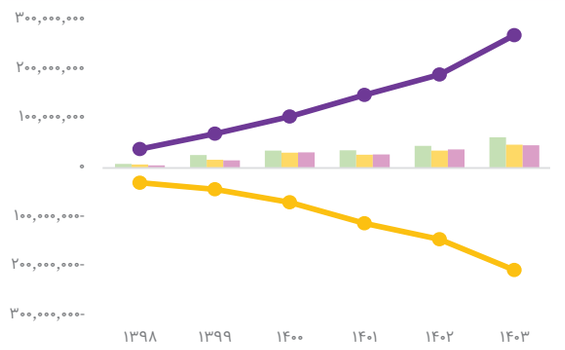
ترکیب منابع مالی




ترکیب مصارف مالی




عملکرد مالی شرکت




نوآوران امین
NOAVARAN AMIN
فرزانه نورانی - کارشناس ارشد شرکت پردازش اطلاعات مالی نوآوران امین
اطلاعات برگرفته از سامانه سودیاب نوآورن امین
www.nadpco.com

سخن هفته

**وقتی همه از بازار متنفر می‌ترسند شما طمع کار باشید! فرصت‌های خوب در بازار متنفر را شناسایی و روی آنها سرمایه‌گذاری کنید.**

«وارن بافت»

- صاحب امتیاز: شرکت نیکان رسانه بازار سرمایه
- مدیر مسئول: امیرآشتیانی عراقی
- قائم مقام مدیرمسئول: معراج نادری فصیح
- زیر نظر: شورای سردبیری
- دبیر تحریریه:هاجر شادمانی
- تحریریه: حبیب علیزاده، حمزه بهادیوند چگینی، سپهر طاهری، غزل غفاریان، مهدی امیری، نجمه آجربندیان، محمدعلی ایروانیان
- مدیر هنری: سید مهدی لنکرانی
- ویراستار: نسرین اسلامی
- عکس: مهدی زرقانی
- بازرگانی: فاطمه اسکندری، زینب همت‌یار، سحر کاشفی
- توزیع و اشتراک: مهدیه حمیدی‌پناه
- ناظر فنی:هادی میرزایی
- آمار و پردازش اطلاعات: شرکت نوآوران امین
- نشانی: تهران، میدان گلها، بزرگراه شهید گمنام، خیابان جهان‌آرا، کوچه ۱۳/۲ (بابک)، پلاک ۱۶، طبقه دوم
- تلفن: ۸۸۶۳۵۸۰۸ – ۸۸۰۲۷۳۷۸ – ۴۱۶۷۴۰۰۰ (۰۲۱)
- فکس: ۴۱۴۲۵۸۹۴ (۰۲۱)
- چاپ: مؤسسه جام‌جم برتر برنا
- فروش برخط: jaaar.com / fidibo.com / taaghche.com
- ایمیل مدیر مسئول: amir.ashtiani@gmail.com
- ISSN: 2252 - 035X

## نخته سیاه

### گروه مالی شریف

| نام دوره | زمان برگزاری |
|---|---|
| معامله‌گری و سرمایه‌گذاری در بازار رمزارز (مقدماتی) | ۲۸ خرداد |
| تحلیل بنیادی صنعت بانک | ۱۰ تیر |
| تحلیل بنیادی بازارهای جهانی و فارکس | ۱۱ تیر |
| آمادگی آزمون گواهینامه اصول بازار سرمایه | ۱۴ تیر |

www.irfinance.ir

### آکادمی بورس سوری

| نام دوره | زمان برگزاری |
|---|---|
| هشتمین دوره آموزشی مبارزه با پولشویی سطح تخصصی (تحلیل و شناسایی موارد مشکوک) | ۱۳ تیر |
| هشتمین دوره آموزشی مبارزه با پولشویی سطح تخصصی (نظارت و تطبیق با مقررات) | ۱۷ تیر |

ble.ir/s/mehdisouri_academy

### آکادمی بورس پشوتن

| نام دوره | هزینه (تومان) |
|---|---|
| مبانی بورس | ۲,۵۰۰,۰۰۰ |
| تحلیل تکنیکال | ۸,۳۰۰,۰۰۰ |
| پرایس اکشن | ۵,۸۰۰,۰۰۰ |
| رانشناسی ترید | ۴,۲۰۰,۰۰۰ |
| آموزش فارکس | ۵,۴۰۰,۰۰۰ |
| تریدینگ روم | ۷,۴۰۰,۰۰۰ |
| آموزش عملی متاتریدر | ۳,۸۰۰,۰۰۰ |

www.pashootanacademy.com

### پیشگامان دنیای مالی

| نام دوره | زمان برگزاری |
|---|---|
| دوره فشرده تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی بانک‌ها | آنلاین |
| اسمارت مانی به سبک ICT (مایکل هادلستون) | آنلاین |
| ده گام تا استراتژی و نوسان‌گیری در آپشن سهام و طلا | آنلاین |

www.donyayemali.com

### مدرسه سرمایه‌گذاری صما

| نام دوره | زمان برگزاری |
|---|---|
| وبینار تحلیلی چشم‌انداز صنعت دارو | ۸ تیر |
| آشنایی با گواهی سپرده کالایی | ۲۱ تیر |

www.smbroker.ir

کیوسک خارجی

## پارادوکس جام جهانی




قوانین جهانی سرگرمی و وقت‌گذرانی در حال تغییر هستند. به بهانه برگزاری جام جهانی فوتبال در نیم‌کره غربی با حضور ۴۸ تیم ملی از سراسر جهان، نشریه «اکونومیست» به بررسی روند بازنویسی قوانین سرگرمی پرداخته و نوشته است: تم اصلی اشعاری که به زبان‌های انگلیسی، فرانسوی، اسپانیایی، ایتالیایی و ژاپنی در مراسم افتتاحیه جام جهانی فوتبال مردان در روز ۱۱ ژوئن (۲۱ خرداد) خوانده شدند، ضرورت افزایش یکپارچگی و اتحاد جهانی بود. انتظار می‌رود که حدود نیمی از مردم سراسر جهان این مسابقات را طی هفته‌های آینده دنبال کنند. در این میان، هر بیننده‌ای ممکن است به دو نتیجه کلی دست پیدا کند. نخست اینکه فرهنگ سرگرمی بیش از گذشته جهانی شده است و دوم، آمریکا همچنان ابرقدرت جهان است. اما احتمال هر دو نتیجه‌گیری نادرست خواهند بود. رویدادهای بزرگ همچون جام جهانی هنوز هم توجه جهان را به خود جلب می‌کنند، اما تصویر بزرگتر این است که سرگرمی تکه‌تکه شده است.

آمار

نخستین تریلیونر جهان پدیدار شد

## فرود هیجانی اسپیس‌ایکس در نزدک

**علی دانیال**
روزنامه‌نگار

عرضه اولیه سهام شرکت اسپیس‌ایکس با مدیریت ایلان ماسک روز جمعه ۱۲ ژوئن (۲۲ خرداد) در بورس نزدک انجام و با استقبال گسترده‌ای مواجه شد. این تنها IPO بورس نزدک در روز جمعه بود. با بورسی شدن این شرکت، ایلان ماسک (مدیرعامل) به نخستین تریلیونر جهان تبدیل شد. امروز شرکت بورسی اسپیس‌ایکس با ارزش بازار بیش از ۲ تریلیون دلار، ششمین شرکت باارزش آمریکا به شمار می‌رود. شرکت‌های انویدیا (۴/۹۶ تریلیون دلار)، آلفابت (۴/۳۶ تریلیون دلار)، اپل (۴/۲۷ تریلیون دلار)، مایکروسافت (۲/۹ تریلیون دلار) و آمازون (۲/۵۶ تریلیون دلار) به ترتیب رتبه‌های اول تا پنجم باارزش‌ترین شرکت‌های بورسی آمریکا را در اختیار دارند.

قیمت هر سهم شرکت اسپیس‌ایکس در زمان عرضه اولیه معادل ۱۳۵ دلار تعیین شده بود که با آغاز معاملات با ۱۱ درصد رشد به محدوده ۱۵۰ دلار رسید و ارزش شرکت را به ۱/۹۶ تریلیون دلار رساند. روند رشد قیمت سهام اسپیس‌ایکس ادامه یافت و در پایان معاملات روز جمعه، قیمت هر سهم این شرکت با بیش از ۱۹ درصد رشد از مرز ۱۶۰ دلار عبور کرد. این IPO چهاربرابر بیشتر از حد انتظار با استقبال سرمایه‌گذاران مواجه شد.




روز جمعه، بازارهای سهام در مجموع با امید به توافق صلح بین ایران و آمریکا که به بازگشایی تنگه هرمز و بازگشت آرامش به قلب تولید انرژی جهان منجر می‌شود، روندی صعودی را تجربه کردند. در این روز شاخص‌های اس‌اندپی ۵۰۰ با ۰/۵ درصد، نزدک با ۰/۶۴ درصد و داو جونز با ۰/۷ درصد رشد روبه‌رو شدند. دیگر بورس‌های جهان نیز عموما واکنش مثبتی به این اتفاق داشتند. نیکی ژاپن ۲/۸ درصد رشد کرد و فوتسی ۱۰۰ لندن شاهد رشد ۱/۶۳ درصدی بود. همچنین دکس آلمان ۱/۷۶ درصد، سی‌ای‌سی ۴۰ پاریس ۱/۸۳ درصد، فوتسی ۴۰ ایتالیا ۱/۹۷ درصد، شانگهای ۱/۱ درصد و سنسکس هند ۲/۳ درصد افزایش را تجربه کردند. تنها شاخص‌های بورس روسیه و برزیل با افت روبه‌رو شدند.

در این عرضه اولیه، تا ۷۰ درصد سهام به سرمایه‌گذاری نهادی بلندمدت (استراتژی که دارندگان آن دارایی را بر اساس پیش‌بینی رشد ارزش در طول زمان خریداری می‌کنند) و صندوق‌های ثروت دولتی (از جمله صندوق ثروت عربستان سعودی و کویت) اختصاص یافت. البته این IPO با مخالفت‌هایی نیز روبه‌رو شد. یک روز قبل از عرضه اولیه، تعدادی از مخالفان عده‌ای در برابر بازار نزدک در نیویورک تجمع کردند و به دلیل سیاست‌های یکی از زیرمجموعه‌های اسپیس‌ایکس، خواستار توقف عرضه سهام این شرکت شدند.

از ابتدا تا ۱۲ ژوئن، ۲۰ عرضه اولیه در بورس‌های آمریکا انجام شد که چهار مورد آن با کاهش بازده همراه بود. بیشترین بازده مثبت عرضه اولیه در این مدت به میزان ۳۶ درصد به شرکت دارویی پارابیلیس تعلق داشت.

کیوسک خارجی

## تدبیری برای بریتانیا




کارشناسان بریتانیایی می‌گویند که این کشور دچار سردگردانی شده و مردم نیز شرایط مشابهی را تجربه می‌کنند. اما با چند تغییر ساده می‌توان آینده کشور و مردم را متحول کرد. نشریه «پراسپکت» در تازه‌ترین شماره خود به بررسی این موضوع پرداخته و نوشته است: بریتانیا در حوزه‌های رشد اقتصادی، مالیات، مسکن، انرژی، سرمایه‌گذاری و حاکمیت دیجیتال نیازمند تغییراتی است. به عنوان مثال، رشد اقتصادی امری گریزپاست و لازم است که حزب حاکم کارگر در این زمینه تلاش بیشتری به عمل آورد. منشاء رشد اقتصادی دو چیز است: نخست، شما به شرکت‌هایی که در خط مقدم اقتصاد قرار دارند (مثل علوم زیستی، رایانش کوانتومی، خدمات تخصصی و صنایع خلاق)، کمک می‌کنید تا محصولات و فناوری‌های جدیدی تولید و مدل‌های تجاری نوینی خلق کنند. دوم، به دیگر بخش‌های اقتصاد کمک می‌کنید تا خود را به شرکت‌های گروه اول برسانند. در حال حاضر فاصله بین این دو گروه بسیار زیاد نیازمند توجه است.

