

دوره کاربردی تحلیل بنیادی و ارزشیابی سهام

FUNDAMENTAL ANALYSIS AND STOCK VALUATION)



لینکهای ارتباطی

<http://mehrani1.blogfa.com/>

<http://www.donya-e-eqtasad.com/>

<http://www.irbourse.com/>

<http://www.tsetmc.com/>

<http://www.seo.ir/>

<http://www.codal.ir/>

<http://www.sena.ir/>

<http://www.bloomberg.com/>

<http://www.iies.ac.ir/>

<http://www.opec.org>

<http://tonto.eia.doe.gov>

<http://omrpublic.iea.org/>

<http://www.mesteel.com>

<http://www.worldsteel.org/>

جلسه اول

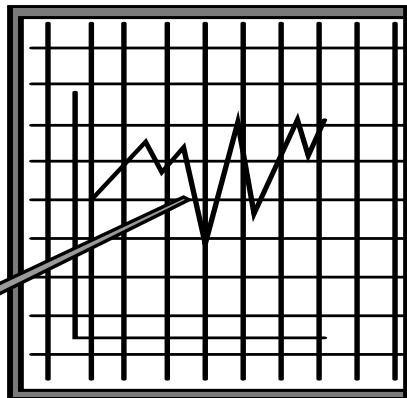
مقدمه ای بر

آشنایی با تحلیل بنیادی

(استراتژی تحلیلیگری بازار)

بیچ چیز خطرناک تر از این نیست که در جهانی غیر عقلانی

در جستجوی سیاست‌های عقلانی باشیم.



جان مینارد کینز

الف) تحلیل‌گران بنیادی Fundamentakist

- در تجربه و تحلیل بنیادی فرض می‌شود که ارزش واقعی در ویژگی‌های بنیادین مانند چشم‌انداز **رشد**، **ریسک** و **جریان ورودی** نهفته است.
- هرگونه انحراف از ارزش واقعی علامتی است که نشان می‌دهد شرکت زیر ارزش (Undervalued) یا بیش‌تر از ارزش (Over Valued) است.
- در استراتژی سرمایه‌گذاری بلندمدت ۳ فرض مهم زیر وجود دارد:
 1. بین ارزش و عوامل بنیادین مالی رابطه وجود دارد و این رابطه قابل اندازه‌گیری است.
 2. این رابطه در طول زمان ثابت است.
 3. انحراف از این رابطه در زمان مناسب اصلاح می‌شود.

ب) سرمایه‌گذاری در ارزش یا خریداران فرانسیز Value Investing or Franchise Buyer

- وارن بافت بنیانگذار این فلسفه سرمایه‌گذاری است.
 - سرمایه‌گذاری در ارزش در جستجوی کسب‌وکارهای زیر ارزش است.
 - در این استراتژی و با فرض سرمایه‌گذاری بلندمدت دو فرض مهم زیر وجود دارد:
1. سرمایه‌گذار درک صحیحی از وضعیت کسب‌وکار شرکت دارد و فرض می‌کند که شرایط موجود بهبود می‌یابد.
 2. می‌توان شرکت زیر ارزش را بدون آنکه قیمت آن نزدیک به ارزش واقعی باشد تحصیل کرد.

ج) چارت‌گرایان Chartist

- ◎ چارت‌گرایان اعتقاد دارند که روان‌شناسی بازار قیمت سهام را تعیین می‌کند نه متغیرهای بنیادین مالی.
- ◎ به عقیده این گروه با علائم روانی بازار مانند حرکات قیمت، حجم مبادلات و فروش‌های استقرایی و ... حرکات آتی قیمت را می‌توان برآورد کرد.

د) معامله بر مبنای اطلاعات ویژه Information Trader

- قیمت اوراق بهادار تابعی از اطلاعات است.
- اگر اطلاعات شرکت تغییر کند قیمت آن نیز تغییر خواهد کرد.
- مبادله‌گران اطلاعات ویژه **(رانت‌خواران اطلاعاتی)** سعی می‌کنند با خرید اطلاعات جدید سرمایه‌گذاری نمایند. اگر اطلاعات خوبی درباره شرکت وجود دارد اقدام به خرید و اگر اطلاعات بدی داشته باشند اقدام به فروش نمایند.
- فرض بنیادین در این دیدگاه این است که مبادله‌گر می‌تواند براساس اطلاعاتی که منتشر می‌شود واکنش بهتری نسبت به میانگین افراد سرمایه‌گذار در بازار داشته باشد.
- در این دیدگاه ارتباط بین **اطلاعات** و **تغییر در ارزش** از خود ارزش مهم‌تر است. این سرمایه‌گذاران ممکن است سهام شرکتی را که بیش از ارزش است بخرند زیرا اطلاعات بیشتر باعث افزایش بیشتر در قیمت‌ها می‌شود، سپس بعد از خرید در یک زمان مناسب آنرا می‌فروشند.
- باین نگرش ارزش اهمیت زیادی ندارد فقط **چگونگی واکنش بازار به اطلاعات** مهم است.

هـ) سرمایه‌گذاران با بینش کارایی بازار Efficient Marketers

- براساس این دیدگاه قیمت بازار در بلندمدت به سمت ارزش نیل می‌کند، یعنی بازار نسبت به اطلاعات واکنش سریع و صحیح نشان داده و فرصت آربیتراژ وجود ندارد.
- این گروه معتقدند که در زمانی مشخص قیمت بازار با ارزش واقعی برابر خواهد شد و هرگونه تلاش برای کسب سود در بازار کارآمد بی‌فایده است.
- این سرمایه‌گذاران معتقدند که هر تلاشی در بازار ناکارآمد برای کسب سود در شرایط آربیتراژ با هزینه‌های معاملات جبران می‌شود.
- برای این سرمایه‌گذاران مهم است که بدانند چرا شرکتی خریده یا فروخته می‌شود، پس مدل‌های ارزشیابی از این منظر قابل استفاده است. هدف یافتن شرکت‌هایی است که با اطلاعات موجود کم‌تر یا بیش‌تر از ارزش معامله می‌شوند

(د) فرصت‌شناسان بازار Market Timers

① این گروه اعتقاد دارند که بازده ناشی از تغییرات در کل بازار مالی

بیشتر و مهم‌تر از بازده یک سهم زیر ارزش است.

② آنها استدلال می‌کنند که راحت‌تر می‌توان حرکات بازار را

پیش‌بینی کرد و معتقدند که این پیش‌بینی براساس عوامل قابل

مشاهده انجام می‌شود.

تحلیل بنیادی چیست؟

- زوایه مدیریت سبد دارایی‌ها (Portfolio Management) و آشنایی با محصولات متنوع مالی در بازارهای سرمایه
- زوایه ارزش (Value) و فعالیت‌های ارزش آفرین
- ارزشیابی سهام **فرایندی** است **سیستماتیک** که با تجزیه و تحلیل **تاریخی** و **استراتژیک** یک شرکت (یا صنعت) با هدف تعیین ارزش ذاتی اقدام به پردازش داده‌های مورد نیاز (شامل رشد، ریسک و جریان‌های نقدی) می‌نماید و یا از طریق سایر روش‌های متداول و متعارف به بررسی عوامل ارزش‌افزایی می‌پردازد.

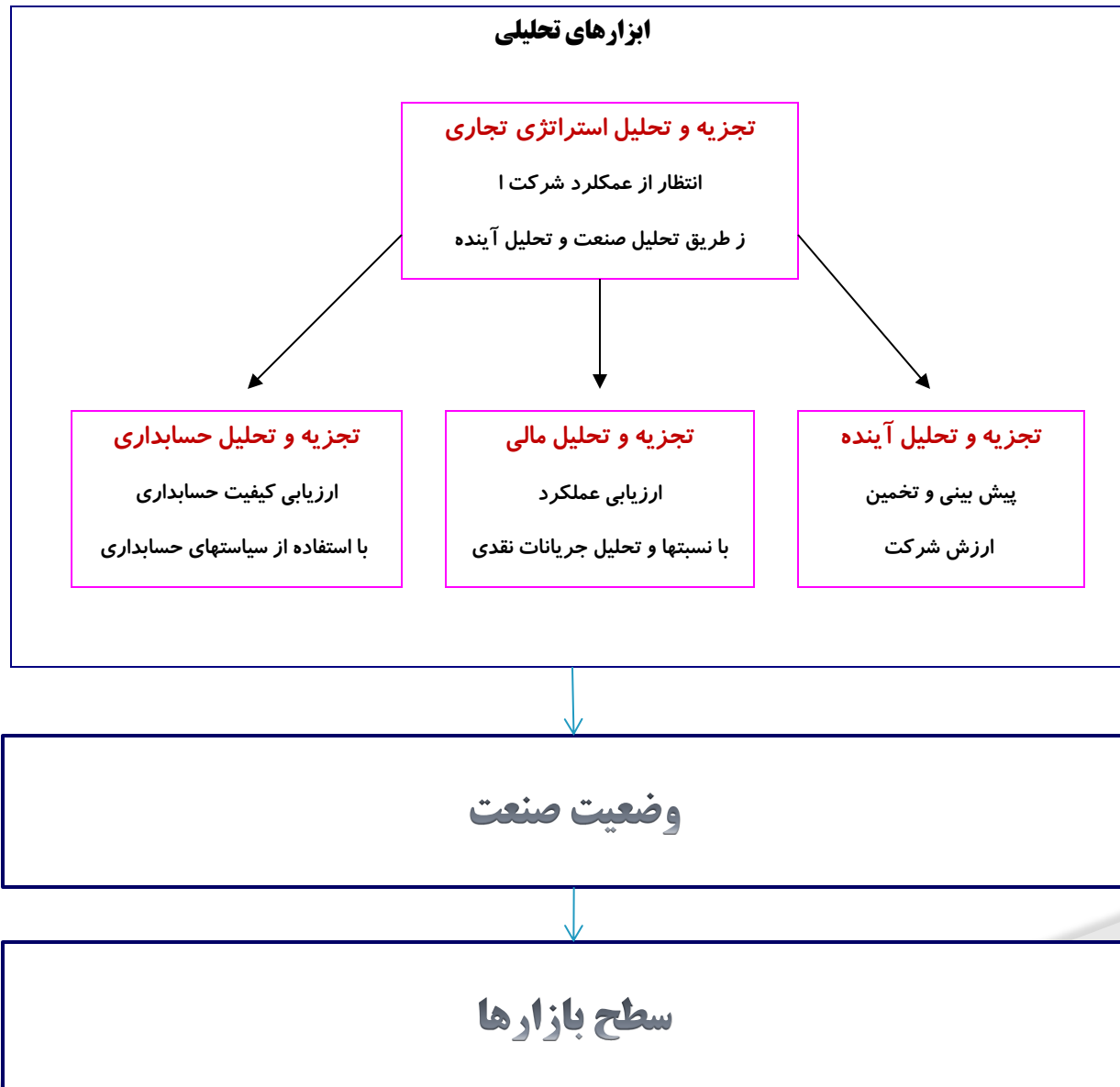
بطور کلی تحلیل بنیادی بر اساس ۲ سبک متفاوت صورت میگیرد:

- ◎ سبک بالا به پایین (top-down style)
- ◎ سبک پایین به بالا (bottom –up style)

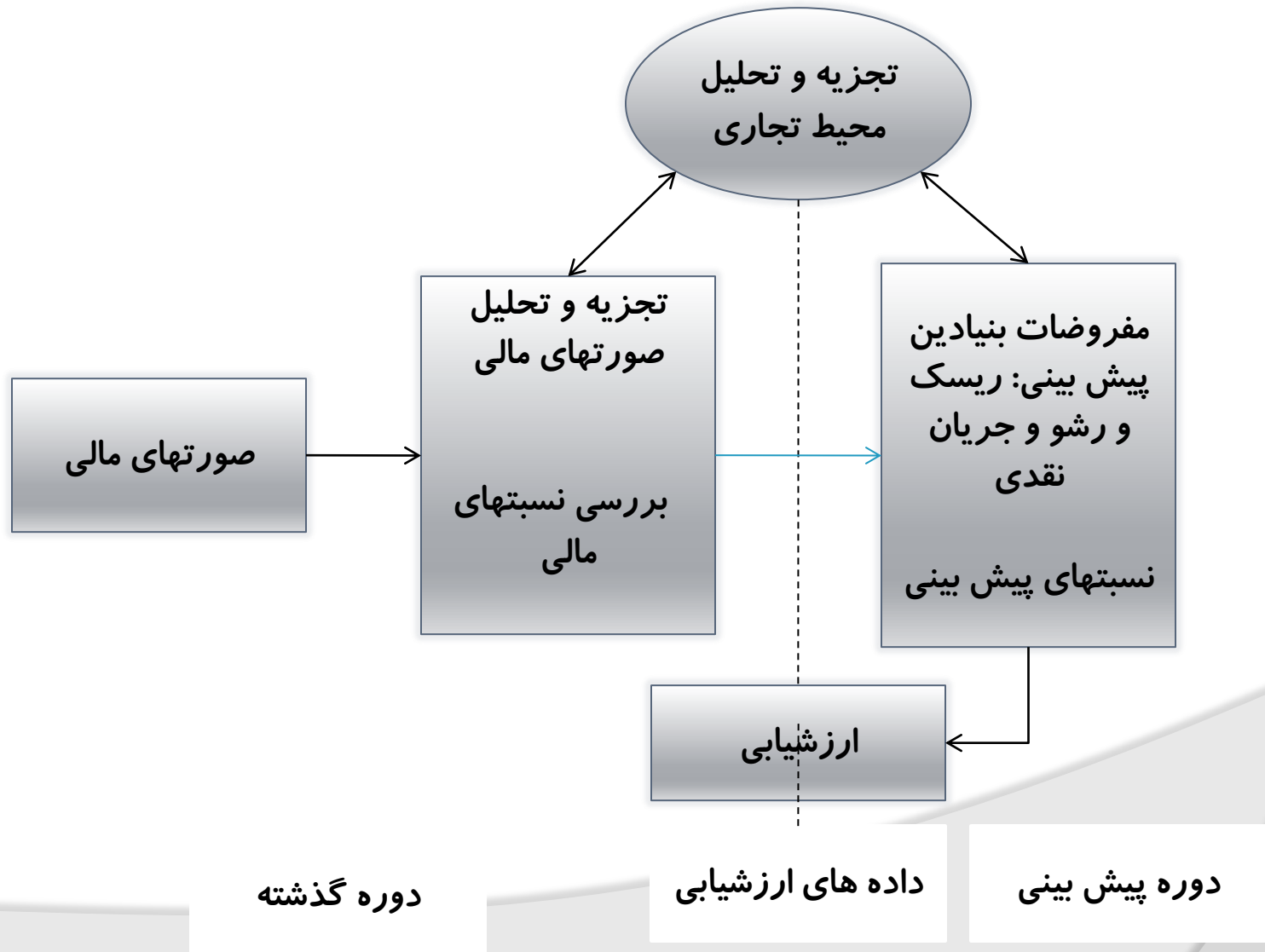
سبک بالا به پایین (top-down style)



سبک پایین به بالا (bottom –up style)



چارچوب کلی



تجزیه و تحلیل محیط تجاری

هدف: کسب اطلاعات لازم درباره تجارت ، صنعت، رقبا و

عوامل موثر بر ارزش شرکت

نتیجه: بدست آمدن مفروضات بنیادین برای ارزشیابی

مفروضات بنیادین: ریسک ، رشد، جریان نقدی ، فروش،

هزینه ها و مخارج سرمایه ای

فاکتورهای محیط بیرونی :

متغیرهایی است که خارج از حیطه کنترل شرکت (تحت ارزشیابی) است. این فاکتورها برای شرکت فرصتها و تهدیداتی را به ارمغان می آورد.

فاکتورهای محیط درونی:

متغیرهای داخل شرکت که نقاط قوت و ضعف را نشان میدهد.

جنبه های مختلف کسب و کار و ارزش آفرینی

تحلیل بیرونی

ساختار
اقتصادی درون
صنایع

تحلیل
مشتریان

تحلیل درونی:

- رسالت
- خدمات و محصولات
- چرخه عمر محصول
- قیمت گذاری
- بازاریابی و استراتژی فروش
- زنجیره تامین
- منابع انسانی
- سرمایه گذاریها
- منابع مالی

ارزیابی تک تک
رقبا

تحلیل قوانین و
مقررات دولتی

تجزیه و تحلیل ساختار اقتصادی درون صنایع

- یک عامل تعیین کننده درباره بازده، سود آوری و جریان های نقدی است.
- در مدل پورتر به **۵ نیروی رقابتی** میتوان اشاره کرد.
- این ۵ نیرو میتواند فرصتها و تهدیداتی را برای چشم انداز آینده ایجاد کند.
- این فرصتها و تهدیدات تحلیلگر را قادر می سازد تا سناریو ها و مفروضات ارزشیابی را تدوین نماید. (رویدادهای بیدار کننده)

قدرت عرضه کنندگان

رقبای موجود در صنعت

- میزان تمرکز محصول
- تمایز محصول
- ظرفیت اضافی
- نسبت هزینه ثابت به متغیر
- رشد تقاضا
- نوسانات چرخه‌ای
- موانع خروج

تهدید جانشین‌ها

- گرایش مشتریان به جانشین‌ها
- عملکرد نسبی قیمت جانشین‌ها

تهدید تازه واردها

- صرفه‌جویی مقیاس اقتصادی
- مزیت هزینه
- سرمایه لازم
- محصول متمایز
- دسترسی به کانال توزیع
- موانع قانونی و دولتی
- رابطه با سازندگان

قدرت مشتریان

قدرت چانه‌زنی:

- اندازه و میزان توجه خریداران
- هزینه‌های کلیدی
- اطلاعات مشتریان
- توانایی خرید مشتریان در ادغام عمودی

حساسیت قیمت‌ها:

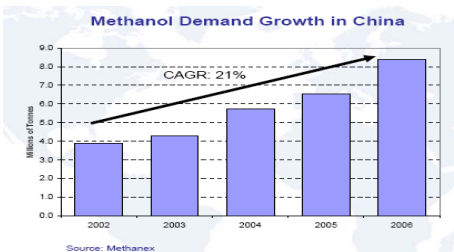
- هزینه خرید به کل هزینه سبد مشتریان
- میزان سودآوری مشتریان
- درجه اهمیت کیفی محصول

تهدید تازه وارد ها

26 میلیون تن ظرفیت جدید تا ۲۰۱۰ نصب خواهد شد

عدم تهدید مشتریان

-رشد تقاضای جهانی بدون چین ۳٪
-تقاضای چین ۲۰٪ رشد نموده که ممکن است در بلند مدت اثر خنثی داشته باشد



رقابت بین شرکتهای موجود

شهرت	سهام بازار
METANEX	۱۹
MHTL	۹
SABIC	۸
MITSUI	۴
MGC	۳
IPCC	۳
مجموع	۴۶
سایر	۵۴

تهدید تامین کنندگان

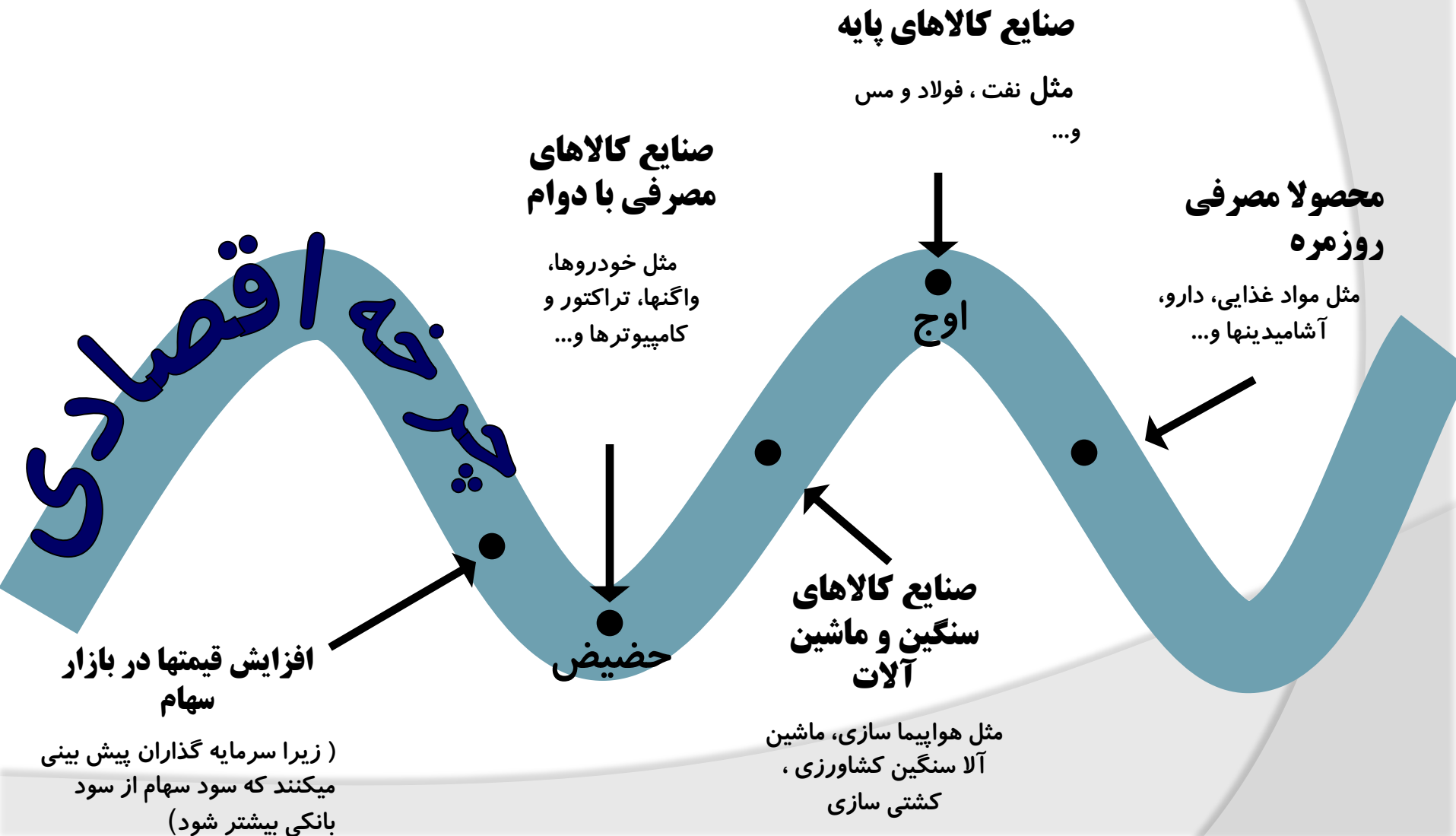
-رشد قیمت نفت و گاز در کوتاه مدت
-کمبود انرژی و عدم اجرای طرحهای توسعه گاز(فقط احتمال نصب در روسیه)
-افزایش هزینه حمل به دلیل قیمت فزاینده انرژی

عدم تهدید جانشینی

۴-۴

داراییهای مالی (مثل سهام و اوراق بهادار)	Financial Stocks
صنایع کالاهای مصرفی با دوام مثل خودروها، واگنها، تراکتور و کامپیوترها و...	Consumer Durables
صنایع کالاهای سنگین و ماشین آلات مثل هواپیما سازی، ماشین آلا سنگین کشاورزی ، کشتی سازی	Capital Goods
صنایع کالاهای پایه مثل نفت ، فولاد و مس و...	Basic Industries
محصولات مصرفی روزمره مثل مواد غذایی، دارو، آشامیدینها و...	Consumer Staples

بازار سهام و چرخه های تجاری



۱- **شکل ضعیف کارایی** مجموعه اطلاعاتی شامل اطلاعات درباره گذشته اوراق بهادار است.

۲- **شکل نیمه قوی کارایی** مجموعه اطلاعاتی شامل همه اطلاعات اعلان شده و موجود است.

۳- **شکل قوی کارایی** مجموعه اطلاعاتی شامل همه اطلاعات و همچنین اطلاعات خصوصی است. (حتی اطلاعات محرمان شرکت) شواهد تجربی در ادبیات حسابداری و مالی در دوره‌های گذشته شکل ضعیف و نیمه قوی کارایی را تأیید نموده‌اند.

کارایی ضعیف

کارایی نیمه قوی

کارایی قوی

حجم معاملات
الگوی قیمت‌ها

سهم
بازار

تغییرات
مدیریتی

اعلام
EPS

اطلاعات
معاملات

اطلاعات
مهم سابقه
سهام

اطلاعات نهانی
و محرمانه

اطلاعات
درباره مقدار
تقسیم سود

اطلاعات
درباره
محصول
جدید

تحلیلهای
قوی بنیادی
مؤسسات
مالی

اطلاعات درباره
برنامه های جدید
هیات مدیره

ردیف	نام شرکت	نماد	تعداد سهام	آخرین قیمت هر سهم	ارزش ویژه سهم	EPS	P/E	P/B	ارزش بازار سهام - میلیارد تومان	سهم بازار سهام	تجمعی سهم بازار
۱	مخابرات ایران	اخابر	۴۵,۸۷۳,۶۵۶,۰۰۰	۲,۰۵۵	۱,۱۰۷	۱۰۰	۲۰.۶	۱.۹	۹,۴۲۷	۱۴.۲	۱۴.۲
۲	ملی صنایع مس ایران	فملی	۵,۷۸۹,۶۴۵,۰۰۰	۷,۳۸۵	۳,۰۴۶	۱,۰۴۵	۷.۱	۲.۴	۴,۲۷۶	۶.۴	۲۰.۶
۳	فولاد مبارکه اصفهان	فولاد	۱۵,۸۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۹۴۸	۱,۷۹۴	۲۲۳	۸.۷	۱.۱	۳,۰۷۸	۴.۶	۲۵.۳
۴	پالایش نفت اصفهان	شینا	۴,۱۶۲,۲۵۸,۰۰۰	۶,۵۳۳	۱,۰۳۰	۱,۴۰۶	۴.۶	۶.۳	۲,۷۱۹	۴.۱	۲۹.۴
۵	مینا (نیروگاهی ایران)	رمینا	۷,۹۵۰,۰۰۰,۰۰۰	۲,۶۷۰	۱,۲۰۸	۳۳۸	۷.۹	۲.۲	۲,۱۲۳	۳.۲	۳۲.۶
۶	گشتی ایرانی ایران	گشتی	۸,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۲,۵۸۷	۱,۱۸۱	۱۰۴	۲۴.۹	۲.۲	۲,۰۷۰	۳.۱	۳۵.۷
۷	بانک پارسیان	ویارس	۷,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۲,۵۵۳	۱,۲۷۴	۴۹۵	۵.۲	۲.۰	۱,۹۳۷	۲.۹	۳۸.۶
۸	بانک صادرات ایران	وبصادر	۱۶,۸۰۳,۰۰۰,۰۰۰	۱,۱۴۰	۱,۳۴۱	۲۳۰	۵.۰	۰.۹	۱,۹۱۶	۲.۹	۴۱.۵
۹	سایپا	خسایا	۱۰,۴۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۷۰۳	۱,۹۲۳	۶۷۴	۲.۵	۰.۹	۱,۷۷۱	۲.۷	۴۴.۲
۱۰	بانک ملت	ومملت	۱۳,۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۳۴۶	۱۵۱۷	۲۴۷	۵.۴	۰.۹	۱,۷۶۳	۲.۷	۴۶.۸
۱۱	سر- غدیر	وغدیر	۶,۰۷۵,۰۰۰,۰۰۰	۲,۷۲۸	۲,۳۱۳	۵۵۱	۵.۰	۱.۲	۱,۶۵۷	۲.۵	۴۹.۳
۱۲	چادرملو	کچاد	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۸,۰۸۱	۱,۳۳۲	۱,۷۴۸	۴.۶	۶.۱	۱,۶۱۶	۲.۴	۵۱.۸
۱۳	سر- امید	وامید	۵,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۲,۸۶۴	۱,۴۱۰	۴۸۵	۵.۹	۲.۰	۱,۴۳۲	۲.۲	۵۳.۹
۱۴	پتروشیمی خارک	شخارک	۱,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۳,۰۵۷	۱,۵۲۱	۱,۹۲۰	۶.۸	۸.۶	۱,۳۰۶	۲.۰	۵۵.۹
۱۵	گل گهر	کگل	۸۸۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۴,۰۲۵	۱,۶۴۸	۲,۸۰۶	۵.۰	۸.۵	۱,۲۳۴	۱.۹	۵۷.۷
۱۶	بانک تجارت	وتجارت	۱۰,۴۳۷,۳۸۴,۰۰۰	۱,۱۷۷	۱,۴۳۵	۲۶۰	۴.۵	۰.۸	۱,۲۲۸	۱.۹	۵۹.۶
۱۷	سر- یازنسنگی	وصندوق	۷,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۶۳۰	۱,۱۲۲	۳۲۰	۵.۱	۱.۵	۱,۱۷۴	۱.۸	۶۱.۴
۱۸	فولادخوزستان	فخوز	۲,۱۹۲,۰۰۰,۰۰۰	۴,۸۰۶	۱,۵۴۱	۱۲۷	۳۷.۸	۳.۱	۱,۰۵۳	۱.۶	۶۳.۰
۱۹	ایران خودرو	خودرو	۶,۳۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۳۸۲	۱,۱۹۹	۱,۱۹۹	۱.۲	۱.۲	۸۷۱	۱.۳	۶۴.۳
۲۰	بانک اقتصاد نوین	ونوین	۳,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۲,۷۱۳	۱,۴۰۶	۵۱۸	۵.۲	۱.۹	۸۱۴	۱.۲	۶۵.۵
۲۱	بانک کارآفرین	وکار	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۳,۸۱۲	۱,۲۰۴	۷۹۰	۴.۸	۳.۲	۷۶۲	۱.۱	۶۶.۶
۲۲	سر- معادن و فلزات	ومعادن	۱,۸۹۳,۳۷۵,۰۰۰	۳,۹۶۹	۲,۰۵۸	۶۰۰	۶.۶	۱.۹	۷۵۱	۱.۱	۶۷.۸
۲۳	حفاری شمال	حفاری	۲,۶۰۵,۴۰۵,۰۰۰	۲,۷۸۸	۱,۰۷۸	۱۵۸	۱۷.۶	۲.۶	۷۲۶	۱.۱	۶۸.۹
۲۴	سیمان فارس و خوزستان	سفارس	۴,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۲۹۳	۱,۱۸۸	۳۱۲	۴.۱	۱.۱	۵۸۲	۰.۹	۶۹.۷
۲۵	فولادخراسان	فخاس	۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۳,۶۰۷	۱,۴۳۷	۱۷۲	۲۱.۰	۲.۵	۵۴۱	۰.۸	۷۰.۶
۲۶	پتروشیمی فن آوران	شفن	۹۵۰,۰۰۰,۰۰۰	۵,۲۰۹	۲,۶۳۶	۲۳۵	۲۲.۲	۲.۰	۴۹۵	۰.۷	۷۱.۳
۲۷	گروه بهمن	خبهمن	۳,۵۲۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۱۷۷	۱,۵۶۵	۴۰۰	۲.۹	۰.۸	۴۱۴	۰.۶	۷۱.۹
۲۸	سر- بانک ملی	وبانک	۳,۲۲۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۲۵۶	۳,۰۷۳	۱۱۵	۱۰.۹	۰.۴	۴۰۴	۰.۶	۷۲.۵
۲۹	صنعتی دریایی	خصندرا	۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۲,۵۵۰	۱,۷۶۰	-۱۸۷	-۱۳.۶	۱.۴	۳۸۳	۰.۶	۷۳.۱
۳۰	توسعه ساختمان	ناخت	۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۲,۴۵۹	۱,۰۸۵	۷۰۰	۳.۵	۲.۳	۳۶۹	۰.۶	۷۳.۷
۳۱	بانک سینا	وسینا	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۸۰۰	۱,۰۷۷	۲۷۰	۶.۷	۱.۷	۳۶۰	۰.۵	۷۴.۲
۳۲	خدمات انفورماتیک	رانفور	۲۵۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۴,۴۳۵	۳,۲۱۱	۲,۶۹۵	۵.۳	۴.۵	۳۵۸	۰.۵	۷۴.۸
۳۳	پتروشیمی اراک	شاراک	۱,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۲,۸۲۶	۶۵,۱۵۸	۵۳۳	۵.۳	۰.۰	۳۳۹	۰.۵	۷۵.۳
۳۴	معادن روی ایران	کروی	۱,۰۹۷,۲۵۰,۰۰۰	۳,۰۲۳	۱,۱۱۷	۱۳۸	۲۱.۹	۲.۷	۳۳۲	۰.۵	۷۵.۸
۳۵	پتروشیمی شیراز	شیراز	۲,۵۵۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۲۸۸	۱,۰۷۹	۳۸	۳۳.۹	۱.۲	۳۲۸	۰.۵	۷۶.۳
۳۶	سر- ملی	ونیکی	۲,۹۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۰۷۶	۱,۱۴۳	۱۹۰	۵.۷	۰.۹	۳۱۲	۰.۵	۷۶.۷
۳۷	نفت بهران	شبهرن	۱۸۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۶,۹۰۳	۲,۶۶۷	۴,۱۷۷	۴.۰	۶.۹	۳۰۴	۰.۵	۷۷.۲
۳۸	ایران ترانسفو	بترانس	۳۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۹,۹۸۶	۳,۷۳۹	۲,۴۴۰	۴.۱	۲.۷	۳۰۰	۰.۵	۷۷.۶
۳۹	سیمان تهران	ستران	۱,۳۱۲,۴۹۲,۰۰۰	۲,۱۹۸	۹۲۹	۵۳۵	۴.۱	۲.۴	۲۸۸	۰.۴	۷۸.۱
۴۰	تایید واتر	حتایید	۲۱۶,۰۰۰,۰۰۰	۱۳,۲۹۵	۲,۹۷۸	۱,۲۹۶	۱۰.۳	۴.۵	۲۸۷	۰.۴	۷۸.۵
			۲۸۶,۹۹۹,۶۸۲,۷۱۵		۱۳۰,۳۳۰				۵۲,۱۰۲	۷۸.۵	

سهام بازار شرکتهای بزرگ

۶۵ درصد بازار سهم در ۲۰ شرکت

