



بانک کارآفرین  
KARAFARIN BANK



# معرفی صنعت سرمایه‌گذاری چندرشته صنعتی

بهار ۱۴۰۱

مدیریت ریسک و مطالعات اقتصادی

اداره تحلیل بازارهای مالی و بخش‌های اقتصادی



## خلاصه مدیریتی

شرکت‌های سرمایه‌گذاری یکی از انواع نهادهای مالی دارای مجوز هستند که مطابق با اساسنامه، در موارد مشخص شده فعالیت و سرمایه‌گذاری می‌کنند. امروزه با رشد این صنعت و ادغام و تملیک‌های متعدد در جهت بهبود مدیریت سرمایه، هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری شکل گرفته‌اند. هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای از مهم‌ترین انواع هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری هستند که در صنایع مختلفی اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند.

هلدینگ سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای زمانی شکل می‌گیرد که یک شرکت بسیاری از شرکت‌های دیگر را تملک کرده و یا اینکه با آن‌ها ادغام شود. شرکت‌های چند رشته‌ای اغلب با یک شرکت مادر واحد تشکیل می‌شوند و آن شرکت مادر به‌عنوان "شرکت اصلی" یا "هلدینگ" شناخته می‌شود.

چند رشته‌ای‌ها در اواسط قرن بیستم با گسترش تجارت بین‌المللی، و زمانی که شرکت‌های بزرگ شروع به تنوع بخشیدن به دارایی‌های تجاری خود کردند، به‌عنوان وسیله‌ای برای کاهش ریسک و محافظت در برابر نوسانات بازار، به شهرت جهانی رسیدند. در برخی موارد، چند رشته‌ای‌ها دارایی‌های خود را در طیف گسترده‌ای از کسب‌وکارها گسترش می‌دهند که هیچ ارتباطی با یکدیگر ندارند، اما بسیاری از آن‌ها بر شرکت‌هایی تمرکز می‌کنند که در یک صنعت واحد مانند انرژی، محصولات غذایی یا هواپیمایی خدمات می‌دهند.

هلدینگ‌های چند رشته‌ای‌های صنعتی غربی که در مرحله پس از جنگ رونق داشتند، از آغاز قرن جدید با افول مواجه شده‌اند. این در حالی است که پیشرفت‌های فناوری منجر به رشد شرکت‌های تخصصی‌تر در صنعت فناوری در دهه گذشته شده است. در ژاپن و کره جنوبی، روند مشابهی در مرحله پس از جنگ مشاهده می‌شود. با این حال، از دهه ۲۰۰۰ راکد بوده است. از سوی دیگر در بازارهای نوظهور مانند هند رشد قابل توجهی را در صنعت چند رشته‌ای در دهه گذشته تجربه شده است.



هلدینگ‌های چند رشته‌ای در اقتصاد ایران نیز چندین دهه سابقه دارند. بسیاری از این هلدینگ‌ها با توجه به ماهیتی که دارند در بورس اوراق بهادار تهران نیز پذیرفته شده‌اند. در این گروه ۶ نماد شامل سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، سرمایه‌گذاری غدیر (وغدیر)، گروه مدیریت سرمایه‌گذاری امید (وامید)، سرمایه‌گذاری گروه توسعه ملی (وبانک)، سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی (وصندوق) و سرمایه‌گذاری ملی ایران (ونیک) در بازار بورس ایران فعال هستند.

این هلدینگ‌ها در بازار سهام ایران تحت عنوان گروه شرکت‌های چند رشته‌ای صنعتی قرار دارند. این شرکت‌ها به دلیل حوزه‌های متعدد سرمایه‌گذاری و تنوع زیرمجموعه‌هایشان به نسبت سایر شرکت‌ها ریسک کمتری داشته‌اند. فلذا بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند. این گروه از شرکت‌ها حدود ۱۰ درصد ارزش بازار بورس ایران را به صورت مستقیم در اختیار دارند و علاوه بر این در مالکیت بسیاری از شرکت‌های دیگر بازار نیز سهم دارند. حجم عظیم سرمایه و در اختیار داشتن شرکت‌های متعدد هم‌گروه، فرصت تکمیل زنجیره تأمین را به صورت افقی و عمودی برای آن‌ها فراهم کرده است. بنابراین، با بررسی این صنعت سهم عمده‌ای از بازار سهام ایران مورد بررسی قرار می‌گیرد و یک تصویر مناسب از زیرمجموعه‌های این هلدینگ‌ها را نیز فراهم می‌کند. این گزارش به بررسی این گروه از شرکت‌های بازار سرمایه ایران می‌پردازد.

با بررسی صورت‌های مالی ۴ فصل منتهی به پاییز ۱۴۰۰ این شرکت‌ها مشخص شد که به‌طور کلی شرکت سرمایه‌گذاری غدیر عملکرد بهتری در نسبت‌های مالی دارد. با این حال در بسیاری از شاخص‌ها عملکرد برخی شرکت‌ها به یکدیگر نزدیک است لذا با امتیازدهی و رتبه‌بندی شرکت‌های مورد نظر، شرکت غدیر با کسب ۷۴٫۵ امتیاز از ۱۰۰ بیشترین امتیاز را در بین شرکت‌ها کسب کرد و پس از آن به ترتیب شرکت‌های وامید، وصندوق، شستا، وبانک و در نهایت ونیک قرار گرفتند.



### سلب مسئولیت

آنچه در این گزارش مطالعه می‌کنید، تحلیل آخرین وضعیت صنعت سرمایه‌گذاری چندرشته‌ای و شرکت‌های پذیرفته‌شده این صنعت در بازار بورس ایران است. محتوای این گزارش برای تصمیم‌گیری مالی کافی نبوده و به هیچ وجه نباید به‌عنوان توصیه‌ای برای خرید و فروش سهام در نظر گرفته شود.



## فهرست مطالب

۱	مقدمه.....
۲	۱- شرکت های سرمایه گذاری.....
۳	۲- شرکت های چند رشته ای.....
۴	۲-۱- تاریخچه ی چند رشته ای ها.....
۵	۲-۲- مزایا چند رشته ای ها.....
۶	۲-۳- معایب چند رشته ای ها.....
۶	۲-۴- کاهش جذابیت شرکت های چند رشته ای.....
۷	۲-۵- تخفیف چند رشته ای ها.....
۹	۲-۶- بزرگ ترین شرکت های چند رشته ای جهان.....
۱۱	۳- هلدینگ سرمایه گذاری چند رشته ای.....
۱۱	۳-۱- تفاوت هلدینگ و شرکت های سرمایه گذاری.....
۱۳	۳-۲- برخی از هلدینگ های چند رشته ای معروف.....
۱۴	۳-۳- هلدینگ های چند رشته ای در کشورهای مختلف.....
۱۵	۳-۴- ظهور و سقوط هلدینگ های چند رشته ای های صنعتی.....
۱۶	۳-۵- بزرگ ترین هلدینگ های سرمایه گذاری چند رشته ای.....
۱۷	۴- هلدینگ های سرمایه گذاری چند رشته ای بازار بورس ایران.....
۲۰	۴-۱- بررسی هلدینگ های چند رشته ای بورس ایران.....
۲۰	۴-۱-۱- سرمایه گذاری تامین اجتماعی (شستا).....
۲۱	۴-۱-۲- سرمایه گذاری غدیر (وغدیر).....
۲۳	۴-۱-۳- مدیریت سرمایه گذاری امید (وامید).....



- ۴-۱-۴- سرمایه گذاری صندوق بازنشستگی کشوری (وصندوق)..... ۲۵
- ۴-۱-۵- سرمایه گذاری گروه توسعه ملی (وبانک)..... ۲۶
- ۴-۱-۶- سرمایه گذاری ملی ایران (ونیک)..... ۲۸
- ۴-۲-۲- مقایسه هلدینگ های چند رشته ای بورس ایران..... ۳۰
- ۴-۲-۱- وضعیت کلی..... ۳۰
- ۴-۲-۲- درآمد و فروش..... ۳۳
- ۴-۲-۳- سودآوری..... ۳۴
- ۴-۲-۴- کیفیت بدهی..... ۴۴
- ۴-۲-۵- نقدینگی..... ۴۹
- ۴-۲-۶- افزایش سرمایه..... ۵۱
- ۴-۲-۷- بهره وری..... ۵۳
- ۴-۳- جمع بندی و رتبه بندی..... ۵۶



## فهرست نمودارها

- نمودار ۱: تفاوت ارزش بازار و مجموع ارزش زیرمجموعه‌های شرکت DiversiCo..... ۸
- نمودار ۲: بزرگ‌ترین شرکت‌های چند رشته‌ای جهان به لحاظ ارزش بازار تا آوریل ۲۰۲۱ (میلیارد دلار)..... ۱۰
- نمودار ۳: روند رونق و افول هلدینگ‌های چند رشته‌ای در جهان..... ۱۶
- نمودار ۴: بزرگ‌ترین هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری تا سپتامبر ۲۰۲۱ براساس شاخص S&P ۵۰۰..... ۱۷
- نمودار ۵: روند ارزش بازار یک سال اخیر هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای بازار بورس ایران..... ۳۱
- نمودار ۶: نسبت ارزش معاملات ۶ ماه اخیر به ارزش بازار سهم..... ۳۲
- نمودار ۷: شناوری سهم..... ۳۳
- نمودار ۸: رشد فروش شرکت نسبت به سه سال قبل..... ۳۴
- نمودار ۹: سود خالص ۴ فصل اخیر - میلیون ریال..... ۳۶
- نمودار ۱۰: نسبت قیمت به سود آینده‌نگر..... ۳۷
- نمودار ۱۱: نسبت قیمت به ارزش خالص دارایی‌ها..... ۳۸
- نمودار ۱۲: رشد سود ریالی و دلار - ۱۲ ماهه منتهی به آذر ۱۴۰۰..... ۳۹
- نمودار ۱۳: حاشیه سود ناخالص و حاشیه سود خالص..... ۴۱
- نمودار ۱۴: بازدهی دارایی‌ها و بازدهی حقوق صاحبان سهام..... ۴۲
- نمودار ۱۵: درصد تقسیم سود شناسایی شده سالانه..... ۴۴
- نمودار ۱۶: کل بدهی‌های هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای..... ۴۵
- نمودار ۱۷: نسبت بدهی..... ۴۶
- نمودار ۱۸: نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام..... ۴۷
- نمودار ۱۹: نسبت کل بدهی به فروش ۱۲ ماهه قبل..... ۴۸
- نمودار ۲۰: نسبت کل بدهی به مطالبات..... ۴۹
- نمودار ۲۱: نسبت جاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای..... ۵۰
- نمودار ۲۳: نسبت نقد شرکت‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای..... ۵۱
- نمودار ۲۴: نسبت سود انباشته به سرمایه ثابتی..... ۵۲
- نمودار ۲۵: نسبت تخمین ارزش روز زمین به سرمایه ثابتی..... ۵۳



نمودار ۲۶: سود خالص به تعداد کارکنان - میلیون ریال..... ۵۴

نمودار ۲۸: نسبت هزینه عمومی، اداری تشکیلاتی به سود خالص - درصد..... ۵۵

### فهرست جداول

جدول ۱: هلدینگ های سرمایه گذاری چند رشته ای بورس ایران..... ۱۸

جدول ۲: شرکت های برتر در هر یک از نسبت های مالی..... ۵۶

جدول ۳: رتبه بندی شرکت های سرمایه گذاری چند رشته ای صنعتی..... ۵۷





## مقدمه

یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های صاحبان سرمایه مدیریت و رشد سرمایه است. برای این هدف علاوه بر ایجاد بازده مناسب، مدیریت ریسک و کاهش احتمال زیان نیز مهم و ضروری است. به همین منظور نهادهای مالی متناسبی در بازارهای مالی شکل گرفته است. از جمله آن‌ها می‌توان به شرکت‌های سرمایه‌گذاری اشاره کرد. شرکت‌های سرمایه‌گذاری یکی از انواع نهادهای مالی دارای مجوز هستند که مطابق با اساسنامه، در موارد مشخص شده فعالیت و سرمایه‌گذاری می‌کنند.

شرکت‌های سرمایه‌گذاری با تملک‌ها و ادغام‌های عمودی و افقی در جهت تکمیل زنجیره ارزش، کاهش هزینه‌ها و استفاده از سرریز دانش و در نهایت افزایش سودآوری اقدام می‌کنند. در این راستا هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری شکل می‌گیرند که علاوه بر مدیریت سرمایه از مزایا و کارکردهای دیگری نیز برخوردار هستند. هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای از مهم‌ترین انواع هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری هستند که در صنایع مختلفی اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند.

سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای زمانی شکل می‌گیرد که یک شرکت بسیاری از شرکت‌های دیگر را تملک کرده و یا اینکه با آن‌ها ادغام شود. شرکت‌های چند رشته‌ای اغلب با یک شرکت مادر واحد تشکیل می‌شوند و آن شرکت مادر به عنوان "شرکت اصلی" یا "هلدینگ" شناخته می‌شود.

هلدینگ‌های چند رشته‌ای در اقتصاد ایران نیز چندین دهه سابقه دارند. بسیاری از این هلدینگ‌ها با توجه به ماهیتی که دارند در بورس اوراق بهادار تهران نیز پذیرفته شده‌اند. این هلدینگ‌ها در بازار سهام ایران تحت عنوان گروه شرکت‌های چند رشته‌ای صنعتی قرار دارند. این گزارش به بررسی این گروه از شرکت‌های بازار سرمایه ایران می‌پردازد.

برای این منظور، در بخش اول این گزارش به بررسی صنعت سرمایه گذاری و وضعیت کلی سرمایه گذاری های چند رشته ای پرداخته شده است. پس از بررسی مزایا و معایب، وضعیت فعلی و چشم انداز این صنعت نیز بررسی خواهد شد. در بخش دوم نیز به تجزیه و تحلیل شرکت های چند رشته ای صنعتی پذیرفته شده در بازار بورس ایران پرداخته شده و در نهایت رتبه بندی این شرکت ها بر اساس متغیرهای بنیادی انجام می شود.

### ۱- شرکت های سرمایه گذاری

شرکت سرمایه گذاری، یک بنگاه اقتصادی است که سرمایه ی خود را باهدف کسب سود، به خرید سهام شرکت ها، صندوق ها و سایر دارایی های سود ده، اختصاص می دهد. شرکت سرمایه گذاری بسته به ترجیحات سرمایه گذاران خود و میزان ریسک پذیری آنها، سبد سرمایه گذاری (پرتفوی) خود را تشکیل داده و مدیریت می کند.

شرکت های سرمایه گذاری را می توان طبق مؤلفه های گوناگون به دسته بندی های متفاوتی تقسیم کرد:

- ۱- از نظر نوع فعالیت: شرکت هایی با فعالیت عام - شرکت هایی با فعالیت خاص
- ۲- از نظر مالکیت: شرکت هایی با مالکیت دولتی - شرکت هایی با مالکیت خصوصی - شرکت هایی وابسته به نهاد عمومی غیردولتی - شرکت هایی با مالکیت مختلط
- ۳- از نظر پذیرش در بازار بورس: شرکت های پذیرفته شده در بورس - شرکت های خارج از بورس
- ۴- از نظر تملک دارایی: تمرکز در یک صنعت - تملک شرکت های متنوع

## ۲- شرکت‌های چند رشته‌ای

یک شرکت چند رشته‌ای<sup>۱</sup> زمانی شکل می‌گیرد که یک شرکت بسیاری از شرکت‌های دیگر را تملک کرده و یا اینکه با آن‌ها ادغام شود. شرکت‌های چند رشته‌ای اغلب با یک شرکت مادر واحد تشکیل می‌شوند و آن شرکت مادر به عنوان "شرکت اصلی" یا "هلدینگ" شناخته می‌شود. شرکت مادر مالک بخش و یا تمام شرکت‌های دیگر است که تحت عنوان "شرکت‌های تابعه" شناخته می‌شوند. چند رشته‌ای‌ها از این جهت با شرکت‌ها تفاوت دارند که یک چند رشته‌ای مالکیت کلی و یا جزئی شرکت‌های دیگر را در اختیار دارد در حالی که شرکت‌ها غالباً زیرمجموعه ندارند.

از نظر تاریخی، چند رشته‌ای‌ها اغلب برای استفاده از مزایای ادغام عمودی شکل می‌گیرند. در این سیستم، هر کسب و کار جدید در بخش متفاوتی از همان صنعت به فعالیت‌های شرکت مادر اضافه می‌شود. در حالت ایده‌آل، کسب و کارها می‌توانند هزینه‌های کمتری را فراهم کنند و با همکاری یکدیگر بر صنعت تسلط پیدا کنند. با این حال، چند رشته‌ای‌های مدرن معمولاً شرکت‌هایی هستند که در بسیاری از صنایع غیر مرتبط حضور دارند. در برخی موارد، این امر منجر به تنوع در کالاها و خدمات شده و شرکت را انعطاف‌پذیرتر می‌کند. همچنین هر شرکت تابعه می‌تواند در مواقعی که مشکل مالی دارد به دیگران تکیه کند.

برای مثال تصور کنید یک شرکت مبل‌ساز پول نقد زیادی دارد. به جای صرف پول برای رشد در صنعت خود، دو شرکت را در صنایع مختلف خریداری می‌کند. یک شرکت میوه و شرکت دیگر برنامه‌های تلویزیونی تولید می‌کند. شرکت حاصل - که مبل‌ساز، میوه و برنامه‌های تلویزیونی تولید می‌کند، یک چند رشته‌ای است.

---

<sup>۱</sup> conglomerate



امروزه انواع مختلفی از چند رشته‌ای‌های تخصصی در جهان وجود دارند که از تولید گرفته تا رسانه و مواد غذایی شکل گرفته‌اند. یک شرکت رسانه‌ای ممکن است شروع به مالکیت چندین روزنامه کند، سپس ایستگاه‌های تلویزیونی و رادیویی و شرکت‌های انتشار کتاب را خریداری کند. یک شرکت غذایی ممکن است با فروش چیپس سیب‌زمینی شروع به کار کند، اما در ادامه تصمیم بگیرد که تنوع ایجاد کند و یک شرکت نوشابه را تملک کند، سپس با خرید شرکت‌های دیگری که محصولات غذایی مختلف تولید می‌کنند، توسعه بیشتری پیدا کند.

## ۲-۱- تاریخچه چند رشته‌ای‌ها

در آمریکا، چند رشته‌ای‌ها برای اولین بار در اواخر دهه ۱۸۷۰ ایجاد شدند. شرکت‌هایی مانند استاندارد اویل<sup>۲</sup>، آمریکن توباکو<sup>۳</sup>، کداک<sup>۴</sup> و آلکوا<sup>۵</sup> همگی در این دوره تأسیس شدند.

این شرکت‌ها به صورت عمودی ادغام شدند و بسیاری از آن‌ها در بازارهای مربوطه خود به انحصار دست یافتند. به دنبال آن دولت آمریکا با قانون ضد تراست به مقابله با انحصار پرداخت. دولت استاندارد اویل و امریکن توباکو را برای ارتقای رقابت تجزیه کرد. کداک و آلکوا نیز به سرنوشتی مشابهی دچار شدند.

موج بزرگ بعدی چند رشته‌ای‌ها در آمریکا در دهه ۱۹۶۰ شکل گرفت. نرخ بهره پایین انجام خریدهای اهرمی از سایر مشاغل را برای شرکت‌ها آسان‌تر کرد. از آنجایی که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به اندازه امروز محبوب نبودند، خرید سهام یک مجموعه به عنوان یک راه عالی برای تنوع بخشیدن به سبد سرمایه‌گذاری تلقی می‌شد.

<sup>۲</sup> Standard Oil

<sup>۳</sup> American Tobacco

<sup>۴</sup> Kodak

<sup>۵</sup> Alcoa



با این حال، افزایش نرخ‌های بهره در دهه‌های ۷۰ و ۸۰ این استراتژی را به یک استراتژی کمتر مؤثر تبدیل کرد. با گذشت زمان، روشن شد که خرید یک شرکت جدید همیشه منجر به افزایش کارایی و افزایش سود نمی‌شود. در نتیجه، جذابیت تشکیل چند رشته‌ای‌ها کاهش یافت. بسیاری از چند رشته‌ای‌ها، شرکت‌ها را واگذار کردند تا بر محصولات و صنایع کمتری تمرکز کنند.

## ۲-۲- مزایا چند رشته‌ای‌ها

یکی از مهم‌ترین مزایای تشکیل یک چند رشته‌ای، تنوع و کاهش ریسک است. شرکت‌هایی که فقط در یک صنعت فعالیت می‌کنند بسیار آسیب‌پذیر هستند. اگر تقاضا در آن صنعت کاهش یابد، شرکت‌ها با مشکل جدی برای رشد مواجه می‌شوند. در حالی که یک چند رشته‌ای می‌تواند دوره بد در یک صنعت را به راحتی پشت سر بگذارد، چرا که درآمد یک چند رشته‌ای به چندین صنعت مختلف متکی است.

چند رشته‌ای‌ها همچنین می‌توانند با کاهش موقعیت‌های اضافی سود خود را افزایش دهند. در برخی موارد، شرکت‌های تابعه می‌توانند منابع و موقعیت‌ها را به اشتراک بگذارند و تعداد مشاغل مورد نیاز خود را برای رفع نیازهای خود کاهش دهند.

مزیت دیگر این است که چند رشته‌ای‌ها می‌توانند سود را از شرکت‌های سودآور به سایر شرکت‌هایی که سود کمتری دارند یا برای توسعه طرح‌های خود به سرمایه نیاز دارند، هدایت کنند. سود حاصل در یک چند رشته‌ای می‌تواند برای گسترش سایر شرکت‌های زیرمجموعه مورد استفاده قرار گیرد. از آنجایی که هلدینگ می‌تواند از دارایی‌های تمام شرکت‌های تابعه خود استفاده کند، می‌تواند وام‌های بزرگ‌تری دریافت کرده و شرکت‌های بزرگ‌تر را خریداری و یا احداث کند.



## ۲-۳- معایب چند رشته‌ای‌ها

با این حال، چند رشته‌ای‌ها جنبه‌های منفی دارند. یکی از مشکلاتی که با افزودن کسب و کارهای جدید به مجموعه ایجاد می‌شود، خطر پراکندگی بیش از حد آن است. اگر مدیریت ارشد نتواند با موفقیت روی تمام مشاغل خود تمرکز کند، برخی از شرکت‌های تابعه ممکن است آسیب ببینند.

چند رشته‌ای‌ها همچنین در معرض خطر اقدامات ضد تراست هستند. اقدام ضد انحصار شکلی از اعمال نظارتی توسط دولت برای ارتقای رقابت در یک صنعت است. اگر دولت تشخیص دهد که یک شرکت به شیوه‌ای ضد رقابتی رفتار می‌کند، ممکن است جریمه‌هایی بر آن اعمال کند.

عیب دیگر چند رشته‌ای‌ها با خریدهای اهرمی مرتبط است. شرکت‌های چند رشته‌ای از دارایی‌هایی خود به عنوان اهرم برای ایجاد بدهی و خرید شرکت‌های جدید استفاده می‌کنند. اگر تملک‌های جدید سودآور نباشد، با توجه به بدهی‌های ایجاد شده می‌تواند سود چند رشته‌ای‌ها را تحت تأثیر قرار دهد.

## ۲-۴- کاهش جذابیت شرکت‌های چند رشته‌ای

چند رشته‌ای‌ها در اواسط قرن بیستم با گسترش تجارت بین‌المللی و زمانی که شرکت‌های بزرگ شروع به تنوع بخشیدن به دارایی‌های تجاری خود کردند، به عنوان وسیله‌ای برای کاهش ریسک و محافظت در برابر نوسانات بازار، به شهرت جهانی رسیدند. در برخی موارد، چند رشته‌ای‌ها دارایی‌های خود را در طیف گسترده‌ای از کسب و کارها گسترش می‌دهند که هیچ ارتباطی با یکدیگر ندارند، اما بسیاری از آن‌ها بر شرکت‌هایی تمرکز می‌کنند که در یک صنعت واحد مانند انرژی، محصولات غذایی یا هواپیمایی خدمات می‌دهند.

دهه‌های اخیر، محبوبیت این نوع شرکت‌ها به دلایلی کاهش یافته است، از جمله این دلایل می‌توان به واریانس بالای بازده آن‌ها اشاره کرد که ناشی از قرار گرفتن آن‌ها در معرض ریسک وسیعی از صنایع مختلف است. در



بسیاری از موارد، مزایای مالی که منجر به شکل‌گیری سریع چندرشته‌ای‌ها در دهه ۱۹۶۰ شد، در دهه ۱۹۸۰ کم رنگ شد. به‌ویژه از آنجایی که نرخ‌های بهره در واکنش به افزایش مداوم تورم تعدیل شد و عملکرد چند رشته‌ای‌ها بهبود خاصی پیدا نکرد، شرکت‌ها شروع به واگذاری دارایی‌های خود کردند و تمرکز بخش‌هایی که در آن مشارکت داشتند را کاهش دادند. علاوه بر این، اندازه بزرگ یک چند رشته‌ای نیز می‌تواند به عملکرد مدیریت شرکت‌های زیرمجموعه و قیمت سهام آن لطمه بزند، و منجر به ارزش‌گذاری آن کمتر از مجموع ارزش دارایی‌های آن شود.

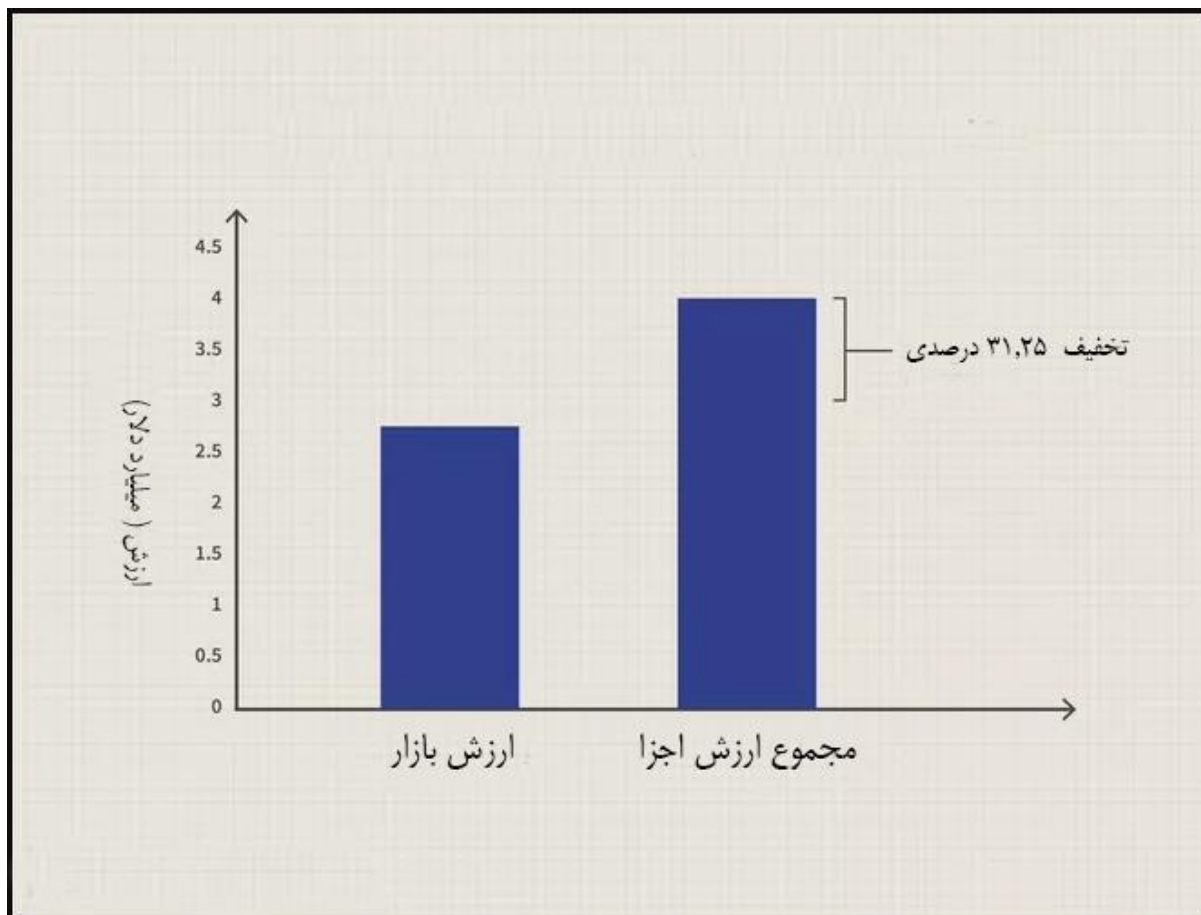
## ۲-۵- تخفیف چند رشته‌ای‌ها

تخفیف چند رشته‌ای<sup>۶</sup> زمانی است که سرمایه‌گذاران نسبت به ارزش واقعی، ارزش کمتری را به یک چند رشته‌ای اختصاص می‌دهند زیرا اجزا درون چند رشته‌ای عملکرد خوبی ندارند. این تخفیف به دلیل ارزش‌گذاری مجموع شرکت‌های زیرمجموعه ایجاد می‌شود، که سرمایه‌گذاران ارزش کمتری را برای یک شرکت بزرگ در مقابل شرکتی که بر فعالیت اصلی خود متمرکز است اعمال می‌کند.

وجود یک تخفیف بزرگ نشان می‌دهد که اگر شرکت برچیده شود و بخش‌های آن به‌عنوان شرکت‌ها و سهام جداگانه اداره شوند، سهامداران سود خواهند برد. در نمودار ۱ مثالی از تخفیف چند رشته‌ای نشان داده شده است و بیان می‌کند که در صورتی که مجموع ارزش شرکت‌های زیرمجموعه یک چند رشته‌ای به‌عنوان مبنای محاسبه قرار بگیرد، در نهایت رقم بالاتری را نسبت به ارزش بازار آن نشان می‌دهد.

<sup>۶</sup> The conglomerate discount

نمودار ۱: تفاوت ارزش بازار و مجموع ارزش زیرمجموعه‌های شرکت DiversiCo



ماخذ: Investopedia

تخفیف ۳۱,۲۵ درصدی سهام شرکت چند رشته‌ای DiversiCo یک تخفیف عمیق را نشان می‌دهد در حالی که قیمت سهام آن منعکس کننده ارزش بخش‌های جداگانه آن نیست. سرمایه‌گذاران ممکن است برای ایجاد ارزش بیشتر برای واگذاری بخش‌های نوشیدنی و بیوتکنولوژی آن تلاش کنند، زیرا اگر شرکت به شرکت‌های جداگانه تقسیم شود، ارزش بیشتری خواهد داشت. به همین خاطر همواره احتمال فروش و عرضه مستقیم شرکت‌های زیرمجموعه یک هلدینگ به عنوان یک جذابیت برای سرمایه‌گذاران آن مطرح می‌شود.

یکی دیگر از دلایلی که در برای وجود تخفیف در قیمت چندرشته‌ای‌ها مطرح می‌شود، ریسک کمتری است که این شرکت‌ها با آن مواجه هستند. در واقع با توجه به تنوع صنعتی که در یک چند رشته‌ای وجود دارد، منجر





می‌شود که با ریسک سیستماتیک کمتری نیز مواجه باشند فلذا بازده انتظاری آنها نیز کاهش می‌یابد که این مسئله خودش را در قیمت نشان می‌دهد.

## ۲-۶- بزرگ‌ترین شرکت‌های چند رشته‌ای جهان

رتبه‌بندی بزرگ‌ترین چند رشته‌ای‌ها جهان بر اساس معیار مقایسه، متفاوت خواهد بود. به عنوان مثال، بانک صنعتی و تجاری چین بیش از ۴ تریلیون دلار دارایی دارد که در رتبه اول جهان قرار دارد. اما در رتبه‌بندی بر اساس درآمد در رتبه ۳۰ در بین بانک‌ها قرار می‌گیرد.

در اینجا نگاهی به رتبه‌بندی بر اساس وجوه تحت کنترل آنها (دارایی‌های تحت مدیریت یا AUM)، بر اساس آخرین ترازنامه‌های گزارش شده آنها تا فوریه ۲۰۲۲ است. ممکن است برخی از این شرکت‌ها را بشناسید، زیرا آنها برخی از بزرگ‌ترین مؤسسات مالی در جهان هستند.



نمودار ۲: بزرگ‌ترین شرکت‌های چند رشته‌ای جهان به لحاظ ارزش بازار تا آوریل ۲۰۲۱ (میلیارد دلار)



ماخذ: statista



### ۳- هلدینگ سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای

در یک هلدینگ چند رشته‌ای، یک شرکت مالک مجموعه‌ای از شرکت‌های کوچک‌تر می‌شود به نحوی که شرکت‌های کوچک‌تر اغلب صنعت متفاوتی نسبت به شرکت اصلی و یا نسبت به یکدیگر دارند. این تنوع اغلب برای کاهش ریسک، افزایش کارآمدی و هم‌افزایی انجام می‌شود. برای مثال تشکیل چند رشته‌ای<sup>۷</sup> برای هم‌افزایی در صنایع سرگرمی و مواد غذایی رایج هستند. نکته‌ی مهمی که باید به آن اشاره کرد این است که غالباً خود هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان یک شرکت مادر فعالیت تولیدی خاصی انجام نمی‌دهند و صرفاً به مدیریت شرکت‌های زیرمجموعه خود می‌پردازند، اما ممکن است هلدینگ‌ها از تملک‌های مستمر و در طول فعالیت یک شرکت مادر که خود در یک صنعت خاص فعالیت می‌کند، شکل بگیرند. شرکت مادر با توسعه فعالیت‌های خود و تملک دارایی مختلف در راستای تکمیل زنجیره تولید خود و یا کاهش ریسک، رفته‌رفته تبدیل به یک هلدینگ بزرگ‌شده که باید سرمایه‌گذاری‌های مختلفی را مدیریت کند.

### ۳-۱- تفاوت هلدینگ و شرکت‌های سرمایه‌گذاری

به‌طور کلی به شرکتی که سهام مدیریتی یک یا چند شرکت دیگر را در اختیار داشته باشد هلدینگ می‌گویند (معمولاً بین ۱۶ تا ۵۰ درصد و معمولاً بیشتر از ۳۳ درصد را سهام مدیریتی می‌گویند). به‌عبارت‌دیگر هلدینگ‌ها معمولاً هیچ فعالیت و کسب‌وکاری جز مالکیت دارایی‌ها انجام نمی‌دهند. به‌عنوان مثال سهام شرکت جانسون و جانسون<sup>۸</sup> که یکی از معروف‌ترین سهام موجود در جهان است، تنها هلدینگی است که مالکیت ۲۵۶ کسب‌وکار مجزا را در اختیار دارد.

<sup>۷</sup> conglomerate

<sup>۸</sup> Johnson & Johnson



هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند شرکت‌های چندملیتی باشند که دارای شرکت‌های تابعه بوده و مستقل از هلدینگ مادر و سایر شرکت‌ها مدیریت می‌شوند. با این حال، تیم‌های مدیریت باید به مدیریت ارشد شرکت مادر گزارش دهند.

هلدینگ‌ها در سراسر جهان در صنایع مختلف از جمله مواد غذایی، خرده‌فروشی، تولید و رسانه وجود دارند. به عنوان مثال، یک شرکت بزرگ ممکن است به عنوان یک تولیدکننده شروع به کار کند و با رشد کسب و کار، یک شرکت خدمات مالی را خریداری کند تا به مشتریان کارت‌های اعتباری ارائه دهد تا خرید کالاهای تولیدی خود را تسهیل کند. اگر سازنده در نهایت به نرم‌افزار نیاز داشته باشد، ممکن است شرکتی در صنعت فناوری یا الکترونیک بخرد و به همین ترتیب با ادغام‌ها و تملک‌های متعدد هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری شکل می‌گیرند. البته ممکن است یک شرکت مادر از ابتدا با جمع‌آوری وجوه سرمایه‌گذاران شروع به خرید و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مختلف کند.

بنابراین تفاوت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها در این است که هلدینگ‌ها برای مدیریت و کنترل شرکت‌ها سهام آن‌ها را می‌خرند و به صورت بلندمدت روی آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند در حالی که شرکت‌های سرمایه‌گذاری جهت کسب سود برای سهامداران به طور مداوم سهام شرکت‌های بورسی را معامله می‌کنند، اما غالباً در مدیریت آن‌ها هیچ نقش و دخالتی ندارند. بنابراین شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهام شرکت‌های زیرمجموعه‌ی خود را در زمان کسب سود حداکثری می‌فروشند در حالی که هلدینگ‌ها جز در مواقع خاص سهام شرکت‌های زیرمجموعه‌ی خود را نمی‌فروشند.

برای مثال، یک شرکت رسانه‌ای ممکن است در ابتدا صاحب چندین روزنامه باشد، اما در طول سال‌ها یک ایستگاه رادیویی و یک شرکت رسانه دیجیتال را برای کمک به جبران کاهش درآمدهای بخش روزنامه‌ها به

دست آورد. یکی از اهداف اصلی هلدینگ‌ها، تنوع بخشیدن به جریان درآمدی خود است تا بتوانند در هر نوع محیط اقتصادی درآمد ایجاد کنند.

### ۳-۲- برخی از هلدینگ‌های چند رشته‌ای معروف

برکشایر هاتاوی<sup>۹</sup> یکی از معروف‌ترین شرکت‌های بزرگ جهان است. این شرکت که توسط وارن بافت<sup>۱۰</sup> هدایت می‌شود و به‌طور کامل مالک شرکت‌هایی مانند BNSF، Dairy Queen، Duracell، GEICO و Fruit of the Loom است. همچنین سهامدار در شرکت‌های کرافت هاینز، امریکن اکسپرس، ولز فارگو، کوکاکولا، بانک آمریکا، اپلای، خطوط هوایی متحده، خطوط هوایی جنوب غربی، و خطوط هوایی آمریکا است.

شرکت والت دیزنی<sup>۱۱</sup> خیلی تنوع فعالیت ندارد. با این حال، از چندین شرکت تابعه برای اهداف مختلف در صنعت سرگرمی استفاده می‌کند. شرکت‌های تابعه عبارت‌اند از والت دیزنی پیکچرز، استودیو انیمیشن والت دیزنی، پیکسار، استودیو مارول، لوکاس فیلم، فاکس قرن بیستم، ABC، ESPN، نشنال جنوگرافیک، کانال دیزنی، و همچنین پارک‌ها و استراحتگاه‌های والت دیزنی.

سامسونگ<sup>۱۲</sup> هلدینگ دیگری است که غالباً به دلیل بزرگ‌ترین زیرمجموعه خود، Samsung Electronics شناخته می‌شود. این شرکت تابعه همه‌چیز را از تلویزیون گرفته تا گوشی‌های هوشمند تولید می‌کند. با این حال این هلدینگ شرکت‌های دیگری را نیز تحت کنترل خود دارد. این‌ها عبارت‌اند از Samsung Everland که یک پارک موضوعی را اداره می‌کند، Samsung Fire & Marine Insurance، یک شرکت بیمه عمومی، و Samsung

<sup>۹</sup> Berkshire Hathaway

<sup>۱۰</sup> Warren Buffet

<sup>۱۱</sup> Walt Disney

<sup>۱۲</sup> Samsung



Heavy Industries که کشتی و پل می‌سازد. سامسونگ همچنین مالک مرکز پزشکی سامسونگ است که خدمات پزشکی ارائه می‌دهد.

### ۳-۳- هلدینگ‌های چند رشته‌ای در کشورهای مختلف

کشورهای مختلف گاهی دارای انواع مختلفی از هلدینگ‌های چند رشته‌ای هستند. به عنوان مثال، دولت چین در مالکیت بسیاری از هلدینگ‌های چند رشته‌ای این کشور دخالت دارد.

در ژاپن، چند رشته‌ای‌ها اغلب به شکل "keiretsu" هستند. به جای اینکه یک شرکت هلدینگ، مجموعه را هدایت کند، یک بانک به عنوان شخصیت مرکزی در چند رشته‌ای‌ها عمل می‌کند. هر شرکت در keiretsu دارای سهمی در هر شرکت دیگری در گروه است. بانک تأمین مالی می‌کند، در حالی که کنترل مشترک همکاری بین شرکت‌ها را ارتقا می‌دهد.

این سیستم همکاری نزدیک را ترویج می‌کند و هزینه‌ها را کاهش می‌دهد. باین حال، در این سازوکار، بانک می‌تواند از تجارت شرکت‌ها با شرکت‌های خارج از keiretsu جلوگیری کند. لازم به ذکر است که توجه به Keiretsu از آغاز قرن ۲۱ کاهش یافته است. در سال ۲۰۱۵، ژاپن قوانین را به نحوی تغییر داد که شرایط را برای شرکت‌ها در جهت ایجاد چند رشته‌ای‌ها به شدت دشوار کرده است.

در کره، چند رشته‌ای‌ها اغلب به شکل چیبول<sup>۱۳</sup> هستند. چیبول‌ها مشاغل خانوادگی هستند که بسیاری از آن‌ها مانند سامسونگ، هیوندای و ال جی در سطح بین‌المللی نیز مشهور شده‌اند. برخلاف keiretsu، چیبول‌ها حول

<sup>۱۳</sup> chaebol



یک بانک سازمان‌دهی نمی‌شوند. در عوض، به دلیل سیاست مساعد دولت و دسترسی آسان به اعتبار ارزان، بسیاری از چیبول‌ها توانستند رشد فراوانی را تجربه کنند.

### ۳-۴- ظهور و سقوط هلدینگ‌های چند رشته‌ای‌های صنعتی

یک هلدینگ چند رشته‌ای ممکن است با مشارکت فعال در انواع مختلف کسب‌وکار، ریسک‌ها را کاهش دهد. همچنین کل هزینه‌های عملیاتی شرکت مادر را کنترل کرده و منابع موردنیاز را نیز کاهش دهد. با این حال، بزرگ شدن بیش از حد منجر به ناکارآمدی در کسب‌وکار می‌شود. این مشکل معمولاً به‌عنوان "نفرین بزرگی" شناخته می‌شود.

ظهور هلدینگ‌های چند رشته‌ای در غرب از دهه ۱۹۶۰ آغاز شد. در آن زمان به دنبال شکل‌گیری انحصارهای بزرگ در اقتصاد آمریکا، قوانین ضد انحصار در حال شکل‌گیری و توسعه بود. کسب‌وکارهای جاه‌طلبی که امکان رشد بیشتر در صنعت اصلی خودشان ممکن نبود رو به ورود و تصاحب شرکت‌ها در صنایع دیگر کردند. این منجر به افزایش محبوبیت مدل کسب‌وکار هلدینگ‌های چند رشته‌ای شد. شرکت‌ها، کسب‌وکارهایی را از بخش‌های مختلف و غیر مرتبط تملک کردند تا متنوع‌سازی کنند. چند رشته‌ای‌های صنعتی پس از جنگ جهانی دوم به وجود آمدند و اکثر شرکت‌ها بازسازی خود را با واگذاری بخش‌های تجاری غیرمرتبط در دهه ۱۹۸۰ آغاز کردند.

روند رونق و افول هلدینگ‌های چند رشته‌ای در نمودار ۳ نشان داده شده است. چند رشته‌ای‌های صنعتی غربی که در مرحله پس از جنگ رونق داشتند، از آغاز قرن جدید با افول مواجه شده‌اند. این در حالی است که پیشرفت‌های فناوری منجر به رشد شرکت‌های تخصصی‌تر در صنعت فناوری در دهه گذشته شده است. در ژاپن و کره جنوبی،

روند مشابهی در مرحله پس از جنگ مشاهده می‌شود. باین حال، از دهه ۲۰۰۰ را کد بوده است. از سوی دیگر در بازارهای نوظهور مانند هند، رشد قابل توجهی در صنعت چند رشته‌ای در دهه گذشته تجربه شده است.

نمودار ۳: روند رونق و افول هلدینگ‌های چند رشته‌ای در جهان



#### ماخذ Strategy Busines

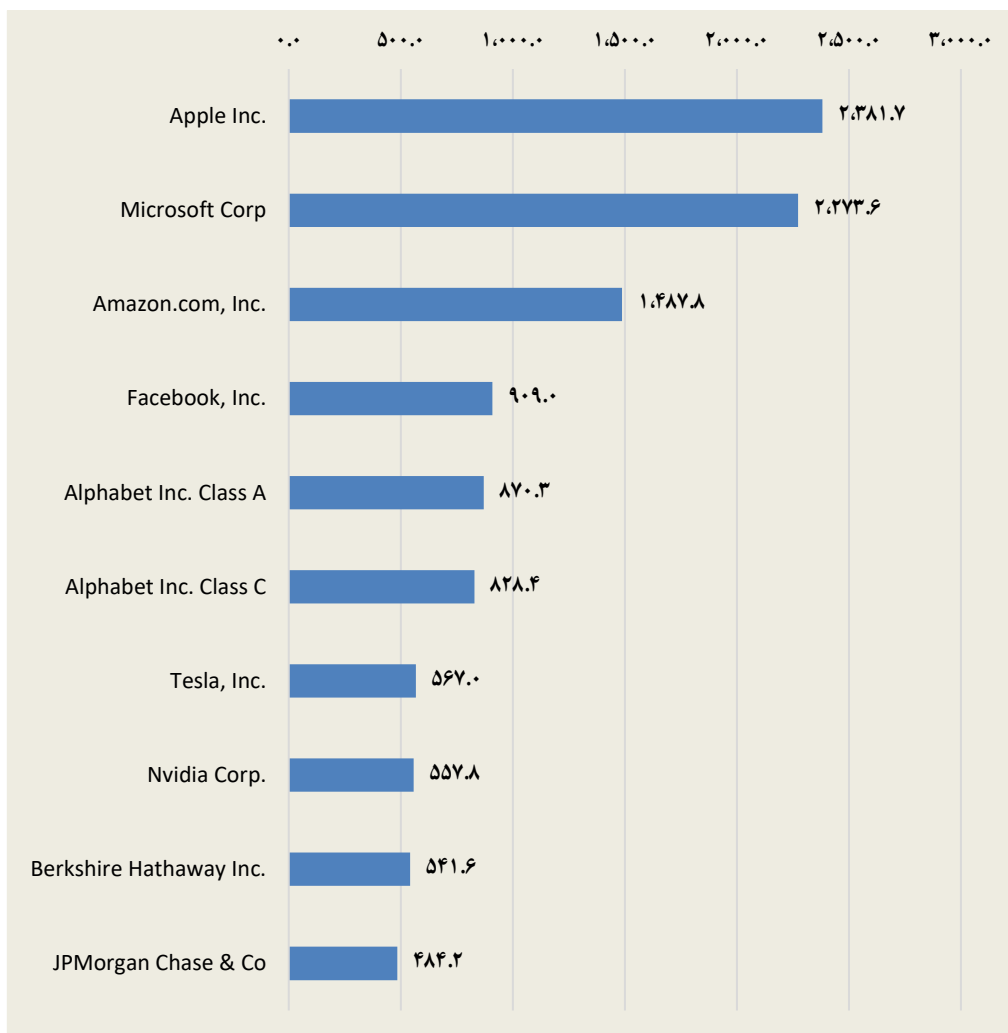
چند رشته‌ای‌های صنعتی در دهه گذشته تحت بازسازی قرار گرفته‌اند، زیرا تمرکز خود را به صنایع خاصی برای افزایش تخصص و سودآوری تغییر داده‌اند. طرح‌های بازسازی همچنین می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا هویت نام تجاری خود را در یک زیر صنعت خاص ایجاد کنند. این اصلاحات به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا با تمرکز بر تخصصی سازی فعالیت‌های خود، امکان بهبود عملکرد مالی را فراهم کنند. به طور کلی، انتظار می‌رود که برنامه‌های تجدید ساختار این صنعت در نهایت منجر به از بین رفتن چند رشته‌ای‌های صنعتی در ۱۰ سال آینده شود.

### ۳-۵- بزرگ‌ترین هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای

در نمودار ۴ بزرگ‌ترین هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای بر اساس شاخص S&P۵۰۰ نشان داده شده است. همان‌طور که نشان داده شده است شرکت اپل با ارزش بازار بیش از ۲,۳ تریلیون دلار در صدر این رتبه‌بندی قرار دارد.



نمودار ۴: بزرگ‌ترین هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری تا سپتامبر ۲۰۲۱ بر اساس شاخص S&P ۵۰۰ (میلیارد دلار)



ماخذ: S&P ۵۰۰

#### ۴- هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای بازار بورس ایران

شرکت‌های مادر تخصصی یا هلدینگ در بورس دودسته‌اند؛ (۱) شرکت‌هایی که در گروه واسطه‌های مالی فهرست شده‌اند و در رشته‌ی صنعتی یا خدماتی مربوط طبقه‌بندی شده‌اند. (۲) شرکت‌هایی که در گروه واسطه‌های مالی طبقه‌بندی شده و ارزش بازار آن‌ها بیش از ۲٪ از کل ارزش بازار بوده و بیش از ۵۰٪ فروش یا سود آن‌ها به یک رشته‌ی صنعتی خاص تعلق ندارد، در گروه‌بندی مستقلی تحت عنوان «شرکت‌های هلدینگ چند رشته‌ای» طبقه‌بندی شده‌اند. شرکت‌های چند رشته‌ای هلدینگ‌های بزرگ سرمایه‌گذاری هستند که عمدتاً در رشته‌های



مختلف صنعتی نظیر پتروشیمی ها، صنایع فولادی، نیروگاه ها و... فعالیت می کنند. گزارش حاضر در خصوص بررسی شرکت های طبقه بندی شده در دسته دوم است، که اسامی و اطلاعات کلی آن ها در جدول ۱ آمده است.

جدول ۱: هلدینگ های سرمایه گذاری چند رشته ای بورس ایران

هلدینگ های سرمایه گذاری های چند رشته ای				
P/Nav منتهی به آذر ۱۴۰۰	NAV هر سهم منتهی به آذر ۱۴۰۰	ارزش بازار (هزار میلیارد تومان)	سرمایه (میلیارد ریال)	چند رشته ای صنعتی
۰,۵۳	۲۷۹۰۰	۱۰۵	۷۲۰۰۰	وغدیر
۰,۷۸	۱۳۷۰۰	۱۵۵	۱۴۲۰۰۰	شتا
۰,۴۱	۳۱۵۰۰	۵۰	۴۰۷۷۰	وصندوق
۰,۵۷	۲۵۰۰۰	۱۴۰	۹۶۹۸۰	وامید
۰,۴۵	۲۰۸۰۰	۱۶	۱۷۵۰۰	ونیکی
۰,۵۲	۱۶۰۰۰	۲۳	۲۷۲۵۰	وبانک

در این قسمت از گزارش وضعیت نسبت های مالی هولدینگ های سرمایه گذاری چند رشته ای بورس با استفاده از آخرین صورت های مالی منتشر شده مورد بررسی و مقایسه قرار می گیرد. این شرکت ها به دلیل حوزه های متعدد سرمایه گذاری و تنوع زیر مجموعه های شان به نسبت سایر شرکت ها ریسک کمتری داشته فلذا بیشتر مورد توجه سرمایه گذاران قرار می گیرند. حجم عظیم سرمایه و در اختیار داشتن شرکت های متعدد هم گروه، فرصت تکمیل زنجیره تأمین را به صورت افقی و عمودی برای آن ها فراهم کرده است.

همچنین می توانند به عنوان ابزار جذابی برای پوشش تورم نیز به کار گرفته شوند. از جمله مزایای دیگر این گروه باید به نقد شوندگی بالای آن ها نیز اشاره کرد. موضوعی که می تواند باعث کاهش قابل توجه هزینه های سربار تولید شده و امکان سرمایه گذاری در طرح های توسعه ای بیشتری را فراهم کند.



برای بررسی و مشاهده وضعیت این هولدینگ‌ها ابتدا معرفی کوتاهی از این نمادها خواهیم داشت، سپس در ادامه با نگاهی به مهم‌ترین شاخصه این شرکت‌ها یعنی روند سودآوری، خالص ارزش دارایی و سایر نسبت‌های مالی به مقایسه آن‌ها با یکدیگر پرداخته می‌شود.



#### ۴-۱- بررسی هلدینگ‌های چند رشته‌ای بورس ایران

##### ۴-۱-۱- سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)

شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی، شرکت هلدینگ سرمایه‌گذاری متعلق به سازمان تأمین اجتماعی است، که در زمینه مدیریت سرمایه‌گذاری و دارایی فعالیت می‌کند. این شرکت از سال ۱۳۹۹ در بورس تهران پذیرفته شد و هم‌اکنون حدود ۳ درصد از این بازار را به خود اختصاص داده است.

عمده پرتفوی بورسی شستا شامل ۷۰ درصد سرمایه‌گذاری نفت و گاز و پتروشیمی تأمین، ۵۸ درصد سرمایه‌گذاری صباتامین، ۳۵ درصد شرکت سرمایه‌گذاری دارویی تأمین، ۲۴ درصد کشتیرانی جمهوری اسلامی ایران، ۳۱ درصد شرکت سرمایه‌گذاری صدر تأمین و ۸۹ درصد سرمایه‌گذاری سیمان تأمین است. و برخی مالکیت‌های جزئی دیگر که در اینجا از بیان همه آن‌ها صرف نظر می‌شود. در کنار این پرتفوی بورسی، شستا دارای پرتفوی خارج از بورسی نیز به ارزش تقریبی ۴۵ هزار میلیارد تومان با بهای تمام‌شده تقریبی ۱۰۰۰ میلیارد تومان است.

اطلاعات کلی شرکت			
۱۴۲,۰۰۰,۰۰۰	سرمایه (میلیارد ریال)	۱۳۶۵	سال تأسیس
۱,۴۴۰,۰۰۰	ارزش بازار (میلیارد ریال)	۱۴۵۹	EPS گذشته‌نگر
۱۷۵۳	سود برآوردی آینده‌نگر	۷	P/E گذشته‌نگر
۵,۷	P/E آینده‌نگر	۰.۳/۳۰	سال مالی
۱۳۷۰۰	خالص دارایی‌های شرکت (NAV)	٪۱۱	درصد سهام شناور
٪۷۸	P/NAV	٪۳	درصد از بازار



درصد	سهام	سهامدار/دارنده
۸۸,۷۶۰	۱,۴۵۲ B	سازمان تأمین اجتماعی
۸۸,۷۶٪	۱,۴۵۲,۲۵۲,۶۱۰,۲۹۹	جمع کل سهامداران درصدی
۱۱,۲۴٪	۱۸۳,۷۶۰,۸۴۵,۷۰۱	شناور سهام

خلاصه محاسبه NAV	
۱,۴۰۷,۹۵۰,۸۷۶,۷ M	ارزش روز پرتفوی بورسی
۲۰۵,۶۷۵,۲۳۱,۰ M	بهای تمام شده پرتفوی بورسی
۱,۲۰۲,۲۷۵,۶۴۵,۷ M	مازاد ارزش پرتفوی بورسی
۵۳۷,۸۷۱,۷۹۰ M	ارزش روز پرتفوی غیر بورسی
۸۳,۵۳۷,۴۷۴,۰ M	بهای تمام شده غیر بورسی
۴۵۴,۳۳۴,۳۱۶ M	مازاد ارزش غیر بورسی
۴۵۴,۳۳۴,۳۱۶ M	حقوق صاحبان سهام
۱۴۲۰۰۰	تعداد سهام-میلیون
۱۰۰۷۰	قیمت ۳۰ آذر ۱۴۰۰
۱۳,۷۲۹	NAV هر سهم
۷۸٪	P/NAV

#### ۴-۱-۲- سرمایه‌گذاری غدیر (وغدیر)

سرمایه‌گذاری غدیر به‌عنوان یکی از بزرگ‌ترین شرکت‌های هلدینگ چند رشته‌ای صنعتی است که در زمینه سرمایه‌گذاری در صنایع حمل‌ونقل دریایی، صنعت و معدن، مالی و تجاری، برق و انرژی، نفت و گاز و پتروشیمی، ساختمان، سیمان و فناوری اطلاعات و ارتباطات فعالیت می‌نماید که در حال حاضر حدود ۲ درصد از بازار سرمایه و حدود ۵ درصد از صنعت سرمایه‌گذاری را تشکیل می‌دهد.



این شرکت در سال ۱۳۷۰ با نام شرکت سرمایه گذاری بانک صادرات، در اداره ی ثبت شرکت ها به ثبت رسید و در سال ۱۳۸۷ توسط سازمان تأمین اجتماعی نیروهای مسلح خریداری شد. سرمایه گذاری غدیر از سال ۱۳۸۰ در فهرست بورس اوراق بهادار تهران قرار گرفت. مرکز اصلی این هلدینگ، شهر تهران است. سرمایه گذاری غدیر در حال حاضر با سرمایه ۷۲۰۰ میلیارد تومان با نماد و غدیر در بازار اول بورس تهران فعال هست. سهامدار اصلی این شرکت، سازمان تأمین اجتماعی نیروهای مسلح بوده و ۳ کرسی هیئت مدیره آن متعلق به این سازمان است.

اطلاعات کلی شرکت			
سال تأسیس	۱۳۷۰	سرمایه (میلیارد ریال)	۷۲،۰۰۰
EPS گذشته نگر	۱۲۱۲	ارزش بازار (میلیارد ریال)	۱،۰۵۰،۰۰۰
P/E گذشته نگر	۱۲	سود برآوردی آینده نگر	۲۷۷۹
سال مالی	۰۹/۳۰	P/E آینده نگر	۴،۵
درصد سهام شناور	٪۳۱	خالص دارایی های شرکت (NAV)	۲۷۹۶۰
درصد از بازار	٪۲	P/NAV	٪۵۳

درصد	سهام	سهامدار/دارنده
۲۱،۳٪	۱۵ B	۱ موسسه صندوق بازنشستگی، وظیفه، از کارافتادگی و پ
۱۸٪	۱۳ B	۲ صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح
۵،۳٪	۴ B	۳ شرکت سرمایه گذاری تأمین اجتماعی نیروهای مسلح
۴،۶٪	۳ B	۴ -شرکت گروه توسعه مالی مهرآیندگان-سهامی عام
۱۲،۶٪	۵ B	۵ شرکت سرمایه گذاری تأمین اجتماعی نیروهای مسلح
۴،۳٪	۳ B	۶ موسسه صندوق بیمه اجتماعی روستائیان و عشایر
۱،۹٪	۱ B	۷ -شرکت بیمه کوثر-سهامی عام
۱،۸٪	۱ B	۸ صندوق بیمه عمر و حوادث نیروهای مسلح
۱،۴٪	۱ B	۹ -شرکت توسعه و مدیریت سرمایه صبا-سهامی خاص
۱،۴٪	۱ B	۱۰ -شرکت واسط مالی اسفندیکم-بامستولیت محدود
۱،۰٪	۷۸۰ M	۱۱ -شرکت واسط مالی مهرپنجم-بامستولیت محدود
۶۸،۸۲٪	۴۹،۵۹۸،۵۷۷،۶۴۶	جمع کل سهامداران درصدی
۳۱،۱۸٪	۲۲،۴۰۱،۴۲۲،۳۵۴	شناور سهم



خلاصه محاسبه NAV	
۱,۱۲۰,۶۲۳,۵۳۸ M	ارزش روز پرتفوی بورسی
۵۷,۳۸۰,۲۷۴ M	بهای تمام شده پرتفوی بورسی
۱,۰۶۳,۲۴۳,۲۶۴ M	مازاد ارزش پرتفوی بورسی
۸۹۲,۳۳۷,۶۷۱ M	ارزش روز پرتفوی غیر بورسی
۱۰۳,۲۰۶,۹۲۷ M	بهای تمام شده غیر بورسی
۷۸۹,۱۳۰,۷۴۴ M	مازاد ارزش غیر بورسی
۱۶۱,۴۲۱,۰۴۶ M	حقوق صاحبان سهام
۷۲,۰۰۰	تعداد سهام-میلیون ریال
۱۴,۶۲۰	قیمت ۳۰ آذر ۱۴۰۰
۲۷,۹۵۰	NAV هر سهم
۵۳٪	P/NAV

#### ۴-۱-۳- مدیریت سرمایه گذاری امید (وامید)

شرکت گروه مدیریت سرمایه گذاری امید در سال ۱۳۸۰ و با سرمایه ۶۵۰ میلیارد ریال به شکل سهامی خاص، تأسیس و در اداره ثبت شرکتها و مؤسسات غیرتجاری تهران به ثبت رسید. بر اساس مصوبه مجمع عمومی فوق العاده صاحبان سهام مورخ ۱۰/۲۹/۱۳۸۳ شرکت از سهامی خاص به سهامی عام، تبدیل و در تاریخ ۱۰/۱۶/۱۳۸۶ به عنوان چهارصد و سی و هشتمین شرکت پذیرفته شده در بورس نماد آن معامله شد. شرکت یادشده در زمینه هایی چون معادن و فولاد، سیمان و ساختمان، بازار سرمایه و خدمات مالی برتر، بازرگانی و نفت و گاز و انرژی فعالیت می کند.



اطلاعات کلی شرکت			
سال تأسیس	۱۳۸۰	سرمایه (میلیارد ریال)	۳۰,۰۰۰
EPS گذشته‌نگر	۱۱۸۰	ارزش بازار (میلیارد ریال)	۱,۳۰۰,۰۰۰
P/E گذشته‌نگر	۱۱,۳	سود برآوردی آینده‌نگر	۱۷۴۶
سال مالی	۱۰/۳۰	P/E آینده‌نگر	۷.۵
درصد سهام شناور	۵%	خالص دارایی‌های شرکت (NAV)	۲۵۰۰۰
درصد از بازار	۲.۵%	P/NAV	۵۷%

سهامدار/دارنده			
۱	بانک سپه	۲۱ B	۷۱,۳%
۲	موسسه صندوق بازنشستگی، وظیفه	۵ B	۱۷%
۳	موسسه رفاه و تامین آتیه کارکنان بانک سپه	۱ B	۳.۶%
۴	- صندوق سرمایه BFM	۰,۵ B	۱.۶۷%
۵	شرکت بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران	۰,۴ B	۱.۳۶%
۶	شرکت سرمایه‌گذاری سپه-سهامی عام	۰,۴ B	۱.۳۶%
جمع کل سهامداران درصدی		۹۲,۵۰۸,۹۷۵,۸۹۴	۹۵.۳۹%
شناور سهام		۴,۴۷۰,۷۶۶,۱۰۶	۴.۶۱%

خلاصه محاسبه NAV	
ارزش روز پرتفوی بورسی	۲,۱۳۴,۰۵۹,۱۴۰,۵ M
بهای تمام‌شده پرتفوی بورسی	۱۰۶,۴۹۵,۶۷۵,۰ M
مازاد ارزش پرتفوی بورسی	۲,۰۲۷,۵۶۳,۴۶۵,۵ M
ارزش روز پرتفوی غیر بورسی	۱۳۴,۶۵۱,۵۶۹ M
بهای تمام‌شده غیر بورسی	۲۸,۱۷۱,۳۴۷,۰ M
مازاد ارزش غیر بورسی	۱۰۶,۴۸۰,۲۲۲ M
حقوق صاحبان سهام	۲۹۰,۱۴۸,۱۵۴ M
تعداد سهام-میلیون ریال	۹۶,۹۷۹
قیمت ۳۰ آذر ۱۴۰۰	۱۳,۳۵۰
NAV هر سهم	۲۵,۰۰۰
P/NAV	۵۷%





#### ۴-۱-۴ - سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی کشوری (صندوق)

فعالیت اصلی شرکت سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی کشوری سرمایه‌گذاری در طرح‌ها یا سهام شرکت‌های فعال در زمینه تهیه، تولید و تأمین انواع مواد اولیه نفتی، پتروشیمی، فرآورده‌ها و مشتقات فرعی نفت و گاز و فرآوری آن‌ها و سایر مواد خام اعم از آلی و معدنی و همچنین حوزه انرژی شامل آب و برق است.

اطلاعات کلی شرکت			
سال تأسیس	۱۳۶۷	سرمایه (میلیارد ریال)	۲۷,۰۰۰
EPS گذشته‌نگر	۲۰۹۹	ارزش بازار (میلیارد ریال)	۵۱۰,۰۰۰
P/E گذشته‌نگر	۶	سود برآوردی آینده‌نگر	۲۳۴۱
سال مالی	۱۲/۲۹	P/E آینده‌نگر	۵,۴
درصد سهام شناور	۴۲%	خالص دارایی‌های شرکت (NAV)	۳۱۵۰۰
درصد از بازار	۱%	P/NAV	۴۱%

سهم	درصد	سهامدار/دارنده
۲۱ B	۴۹.۳%	صندوق بازنشستگی کشوری
۵ B	۲.۹%	شرکت سرمایه‌گذاری آتیه صبا-سهامی خاص
۱ B	۲.۳%	شرکت بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران
۰,۵ B	۱.۸%	موسسه صندوق بیمه اجتماعی روستائیان و عشایر
۰,۴ B	۱.۱%	شرکت خدمات گسترصبا انرژی-سهامی خاص
۲۳,۴۷۵,۳۶۶,۰۰۰	۵۷.۵%	جمع کل سهامداران درصدی
۱۷,۲۹۴,۶۳۴,۰۰۰	۴۲.۵%	شناور سهم



خلاصه محاسبه NAV	
۶۴۱,۴۹۴,۵۲۹,۰ M	ارزش روز پرتفوی بورسی
۶۰,۸۷۴,۶۰۰,۰ M	بهای تمام شده پرتفوی بورسی
۵۸۰,۶۱۹,۹۲۹,۰ M	مازاد ارزش پرتفوی بورسی
۶۶۱,۳۶۰,۷۴۳ M	ارزش روز پرتفوی غیر بورسی
۶۶۱,۳۶۰,۷۴۳ M	بهای تمام شده غیر بورسی
۶۶۱,۳۶۰,۷۴۳ M	مازاد ارزش غیر بورسی
۶۹,۱۲۳,۷۹۹ M	حقوق صاحبان سهام
۴۰,۷۷۰	تعداد سهام-میلیون ریال
۱۲,۶۵۰	قیمت ۳۰ آذر ۱۴۰۰
۳۱,۵۰۰	NAV هر سهم
۴۱٪	P/NAV

#### ۴-۱-۵- سرمایه گذاری گروه توسعه ملی (وبانک)

شرکت سرمایه گذاری گروه توسعه ملی هم یکی دیگر از شرکت هایی است در گروه چند رشته ای صنعتی در بازار بورس اوراق بهادار تهران فعالیت دارد. این شرکت از نظر ارزش بازار و سرمایه به ترتیب رتبه پنجم و چهارم در صنعت مذکور را به خود اختصاص داده است. اهم سرمایه گذاری و فعالیت شرکت در صنایع محصولات شیمیایی، نفت و گاز پتروشیمی، سیمان، محصولات غذایی و آشامیدنی، سرمایه گذاری ها و... است.

مهم ترین پروژه در دست اجرای شرکت، مربوط به پروژه شرکت صنایع پتروشیمی بین الملل قشم با موضوع تبدیل گاز طبیعی به پلی پروپیلن و محصولات جانبی با ظرفیت ۵۰۰ هزار تن در سال است، برآورد میزان سرمایه گذاری در طرح ۱۵۰۰ میلیون دلار است که ۸۰ درصد آن از طریق فاینانس خارجی و ۲۰ درصد به عنوان آورده نقدی سهامداران تأمین می شود.



اطلاعات کلی شرکت			
سال تأسیس	۱۳۷۰	سرمایه (میلیارد ریال)	۲۷,۲۵۰
EPS گذشته نگر	۱۵۳۶	ارزش بازار (میلیارد ریال)	۲۲۶,۰۰۰
P/E گذشته نگر	۵,۵	سود برآوردی آینده نگر	۱۶۸۵
سال مالی	۱۲/۲۹	P/E آینده نگر	۴,۵
درصد سهام شناور	۲۰%	خالص دارایی های شرکت (NAV)	۱۶۰۰۰
درصد از بازار	۰,۴%	P/NAV	۵۴%

درصد	سهام	سهمدار/دارنده
۶۴%	۱۷B	بانک ملی ایران
۱۰,۵%	۳ B	موسسه صندوق بازنشستگی، وظیفه، از کارافتادگی
۲,۵%	۰,۷ B	شرکت بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران
۱,۹%	۰,۵ B	صندوق سرمایه گذاری ۱. بازارگردانی توسعه IFM
۱,۱%	۰,۳ B	شرکت سهامی بیمه ایران-سهامی خاص
۸۰%	۲۱,۸۱۰,۵۶۹,۹۳۷	جمع کل سهامداران درصدی
۲۰%	۵,۴۳۹,۴۳۰,۰۶۳	شناور سهام

خلاصه محاسبه NAV	
ارزش روز پرتفوی بورسی	۳۷۳,۲۷۸,۰۴۹,۳ M
بهای تمام شده پرتفوی بورسی	۳۳,۵۱۶,۴۱۲,۰ M
مازاد ارزش پرتفوی بورسی	۳۳۹,۷۶۱,۶۳۷,۳ M
ارزش روز پرتفوی غیر بورسی	۵۸,۸۲۳,۱۲۸ M
بهای تمام شده غیر بورسی	۱۹,۵۲۷,۹۳۴,۰ M
مازاد ارزش غیر بورسی	۱۹,۵۲۷,۹۳۴,۰ M
حقوق صاحبان سهام	۵۹,۳۶۵,۶۶۲M
تعداد سهام-میلیون	۲۷,۲۵۰
قیمت ۳۰ آذر ۱۴۰۰	۸,۴۴۰
NAV هر سهم	۱۶,۰۰۰
P/NAV	۴۵%



#### ۴-۱-۶- سرمایه‌گذاری ملی ایران (ونیکی)

شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران به‌عنوان یکی از ۶ شرکت چند رشته‌ای صنعتی در صنایع شیمیایی، معادن و فلزات اساسی، سیمان و صنایع وابسته، برق و انرژی، محصولات غذایی و آشامیدنی، مواد و محصولات دارویی، خودرو، فرآورده‌های نفتی، کانی غیرفلزی و واسطه‌گری‌های مالی فعالیت داشته که بیشترین سهم بهای تمام‌شده سرمایه‌گذاری شرکت در سه گروه «شیمیایی»، «استخراج کانه‌های فلزی» و «فلزات اساسی» قرار دارد.

اطلاعات کلی شرکت			
سال تأسیس	۱۳۵۴	سرمایه (میلیارد ریال)	۱۷,۵۰۰
EPS گذشته‌نگر	۱۶۰۰	ارزش بازار (میلیارد ریال)	۱۶۰,۰۰۰
P/E گذشته‌نگر	۶,۳	سود برآوردی آینده‌نگر	۱۸۰۰
سال مالی	/۰۹/۳۰	P/E آینده‌نگر	۵,۶
درصد سهام شناور	۱۵,۵%	خالص دارایی‌های شرکت (NAV)	۲۰۸۰۰
درصد از بازار	-	P/NAV	%۴۵

سهامدار/دارنده		سهم	درصد
۱	بانک تجارت	vB	%۴۲
۲	موسسه صندوق بازنشستگی، وظیفه، از کارافتادگی	۵ B	%۲۹,۵
۳	بانک صادرات ایران	۰,۹ B	%۵
۴	بانک ملی ایران	۰,۷ B	%۴
۵	شرکت بانک ملت-سهامی عام	۰,۴ B	%۲,۵
جمع کل سهامداران درصدی		۱۴,۸۰۷,۹۱۵,۲۱۹	%۸۴,۵
شناور سهم		۲,۶۹۲,۰۸۴,۲۸۱	%۱۵,۵



خلاصه محاسبه NAV	
۳۴۶,۵۷۵,۵۴۶,۷ M	ارزش روز پرتفوی بورسی
۶۴,۰۰۴,۲۷۲,۰ M	بهای تمام شده پرتفوی بورسی
۲۸۲,۵۷۱,۲۷۴,۷ M	مازاد ارزش پرتفوی بورسی
۲۵,۳۱۱,۳۴۵ M	ارزش روز پرتفوی غیر بورسی
۵,۵۹۰,۷۷۵,۰ M	بهای تمام شده غیر بورسی
۵,۵۹۰,۷۷۵,۰ M	مازاد ارزش غیر بورسی
۶۲,۶۰۰,۷۰۲M	حقوق صاحبان سهام
۱۷,۵۰۰	تعداد سهام-میلیون
۱۰,۱۷۰	قیمت ۳۰ آذر ۱۴۰۰
۲۰,۸۰۰	NAV هر سهم
۴۵٪	P/NAV



#### ۴-۲- مقایسه هلدینگ های چند رشته ای بورس ایران

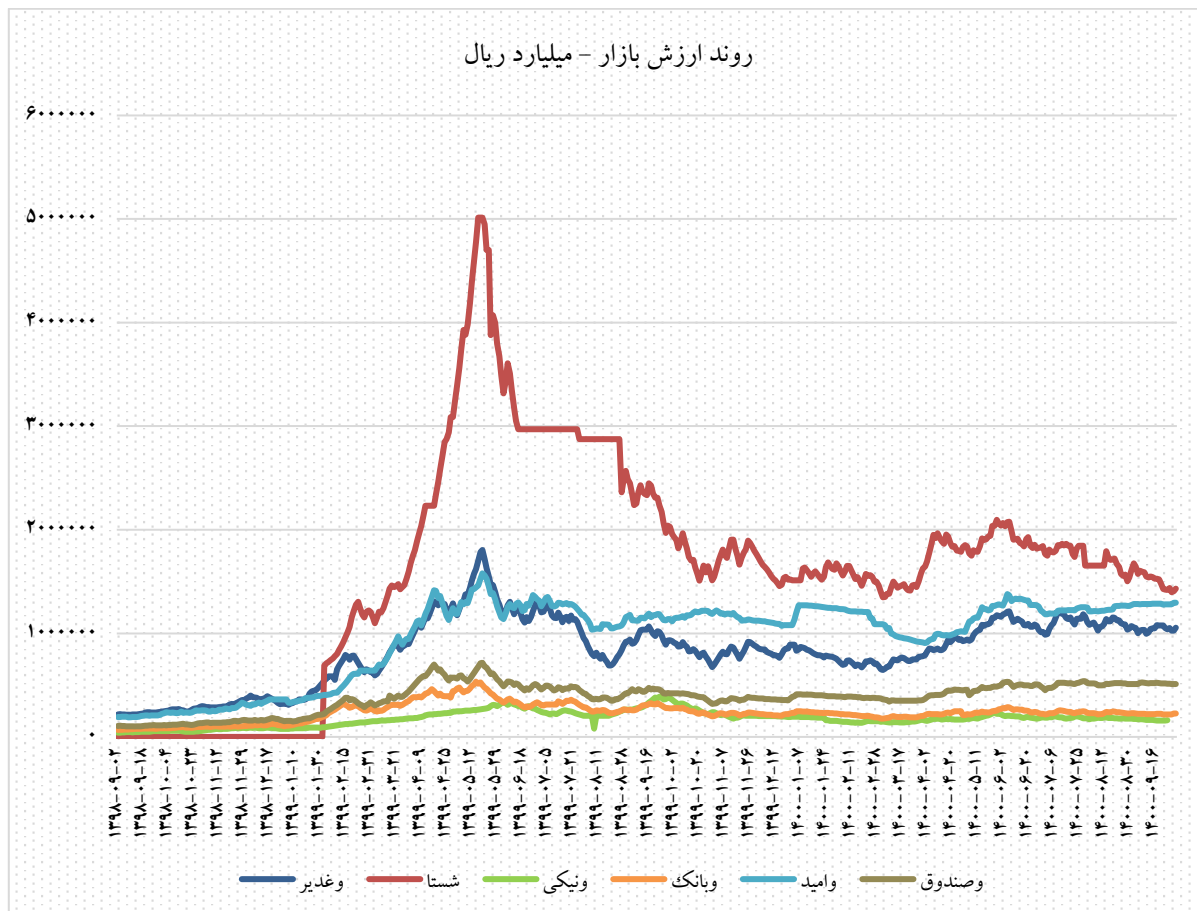
پس از معرفی و بررسی هلدینگ های چند رشته ای پذیرفته شده در بازار سهام، در این قسمت به مقایسه آنها با یکدیگر پرداخته می شود. برای این منظور سودآوری، وضعیت درآمد و بدهی، نقد شوندگی، ارزش بازار، وضعیت دارایی ها و سرمایه این شرکت های تولیدی با یکدیگر مقایسه می شوند.

صورت های مالی تلفیقی این شرکت ها همواره با تأخیر راهی سامانه کدال می شود. در این گزارش از آخرین اطلاعات منتشر شده از شرکت های مورد نظر که تا پایان پاییز ۱۴۰۰ است استفاده شده است. با توجه به این که سال مالی این هلدینگ ها با یکدیگر متفاوت است، از اطلاعات مالی ۴ فصل آخر منتهی به ۱۴۰۰ برای همه شرکت ها استفاده شده است. هرچند ممکن است این کار دقت مقایسه را کاهش دهد اما بررسی آنها می تواند متضمن اطلاعات مفیدی باشد.

#### ۴-۲-۱- وضعیت کلی

روند تغییرات ارزش بازار هلدینگ های مورد نظر در نمودار ۵ نشان داده شده است. همان طور که مشخص است هم زمان با ریزش بازار سهام از مرداد ۱۳۹۹، ارزش این شرکت ها هم افت کرده است و همچنان با سقف قیمتی خود فاصله دارند.

نمودار ۵: روند ارزش بازار یک سال اخیر هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای بازار بورس ایران

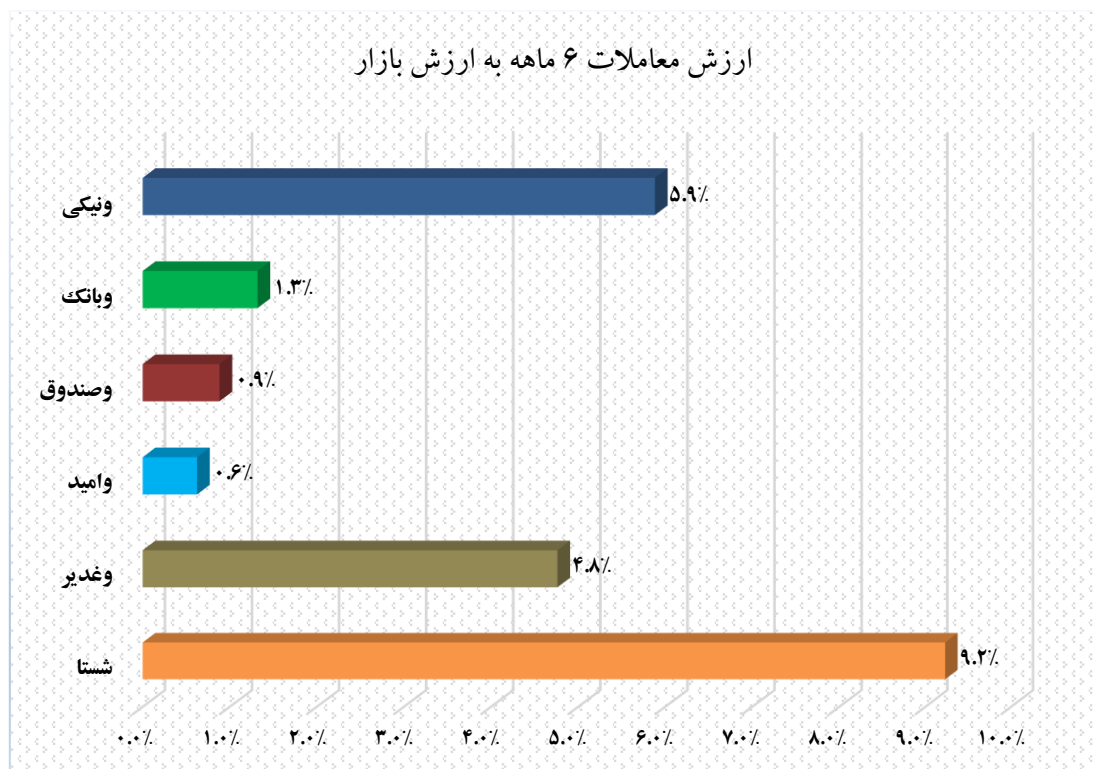


سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی با ارزش بازار تقریباً ۱۴۰ هزار میلیارد تومانی بزرگ‌ترین شرکت این گروه محسوب می‌شود. هولدینگ شستا که از ابتدای سال ۱۳۹۹ در بازار عرضه شد، رشد قابل توجهی را نیز پس از عرضه اولیه خود تجربه کرد. این مسئله را می‌توان در هم‌زمانی عرضه اولیه این شرکت و روند قوی صعودی بازار سرمایه در ابتدای سال ۱۳۹۹ ریشه‌یابی کرد که پس از ریزش بازار و فروکش کردن هیجان‌ات، شستا نیز به صورت شدیدتری دچار کاهش ارزش بازار شده است.

ارزش کل این صنعت بیش از ۴۶۰ هزار میلیارد تومان است که حدود ۱۰ درصد ارزش کل بازار بورس ایران را تشکیل می‌دهد که این نشان‌دهنده اثرگذاری بالای این صنعت در بازار بورس است.

در کنار ارزش بازار، ارزش معاملاتی که در طی چند ماه اخیر بر روی سهم انجام شده است، نشان دهنده نقد شوندگی و توجه بازار به سهم است. در نمودار ۶ این نسبت نشان داده شده است و بیانگر این مسئله است که در طی ۶ ماه اخیر هر کدام از سهم‌ها چند برابر ارزش بازار خود معامله شده‌اند.

نمودار ۶: نسبت ارزش معاملات ۶ ماه اخیر به ارزش بازار سهم



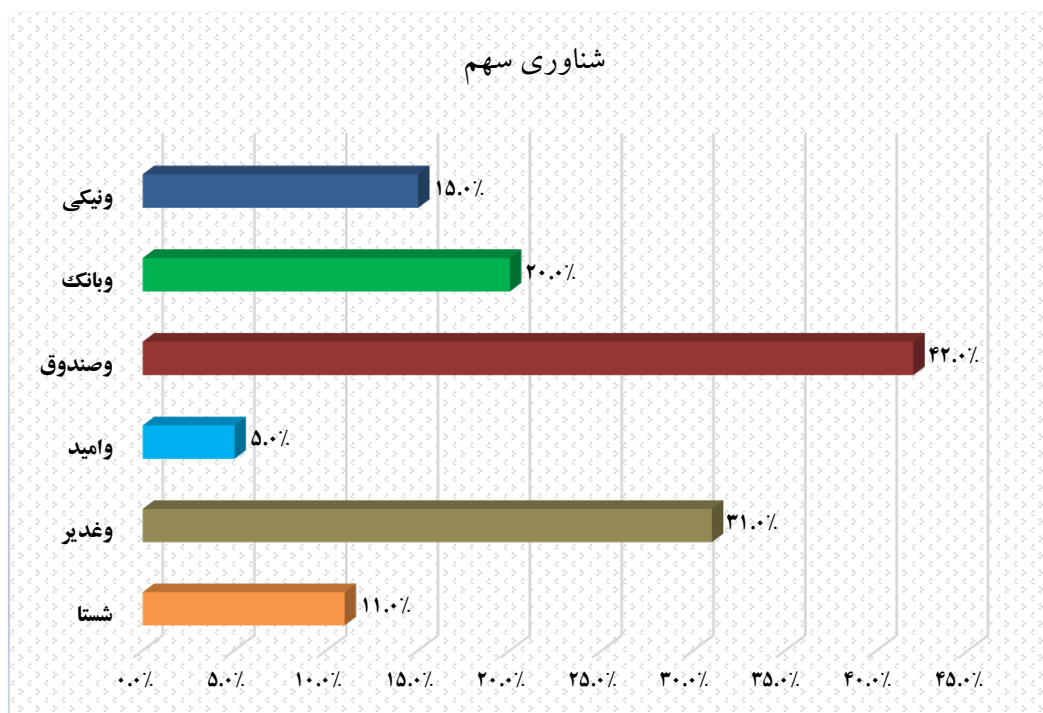
همان‌طور که مشخص است، سهم‌های این گروه ارزش معاملات به نسبت خوبی دارند و این بیانگر این مسئله است که نقد شوندگی آن‌ها نیز مناسب است. شستا، ونیکي و وغدیر به ترتیب بزرگ‌ترین نسبت ارزش معاملات ۶ ماهه به ارزش بازار را داشته‌اند. بررسی این مسئله در کنار میزان شناوری سهم می‌تواند تصویر کامل‌تری از شرایط معاملات و نقد شوندگی این شرکت‌ها نشان دهد. در نمودار ۷ درصد شناوری هر سهم نشان داده شده است.





**سهام شناور** به بخشی از سهام یک شرکت گفته می‌شود که عموماً دارندگان آن جز سرمایه‌گذاران خرد بوده و آماده عرضه و فروش آن سهام هستند. در واقع آن‌ها قصد ندارند با حفظ آن قسمت از سهام، در مدیریت شرکت مشارکت کنند و انتظار می‌رود در آینده نزدیک، آن سهام، قابل معامله باشد. اگر درصد شناوری سهم بالا باشد در شرایط بحرانی و شوک‌های بازار، سهم پتانسیل عرضه‌های شدید و صف فروش‌های سنگین را دارد. از آن طرف هم اگر شناوری سهم خیلی کم باشد، امکان کنترل قیمت سهم برای سفته‌بازها بیشتر است و در این صورت الزاماً جهت قیمت سهم را بازار تعیین نمی‌کند. بنابراین به‌طور کلی یک حد متوسط از شناوری در حدود ۱۵ تا ۲۵ درصد را می‌تواند شرایط مناسب برای یک سهم در نظر گرفت.

نمودار ۷: شناوری سهم

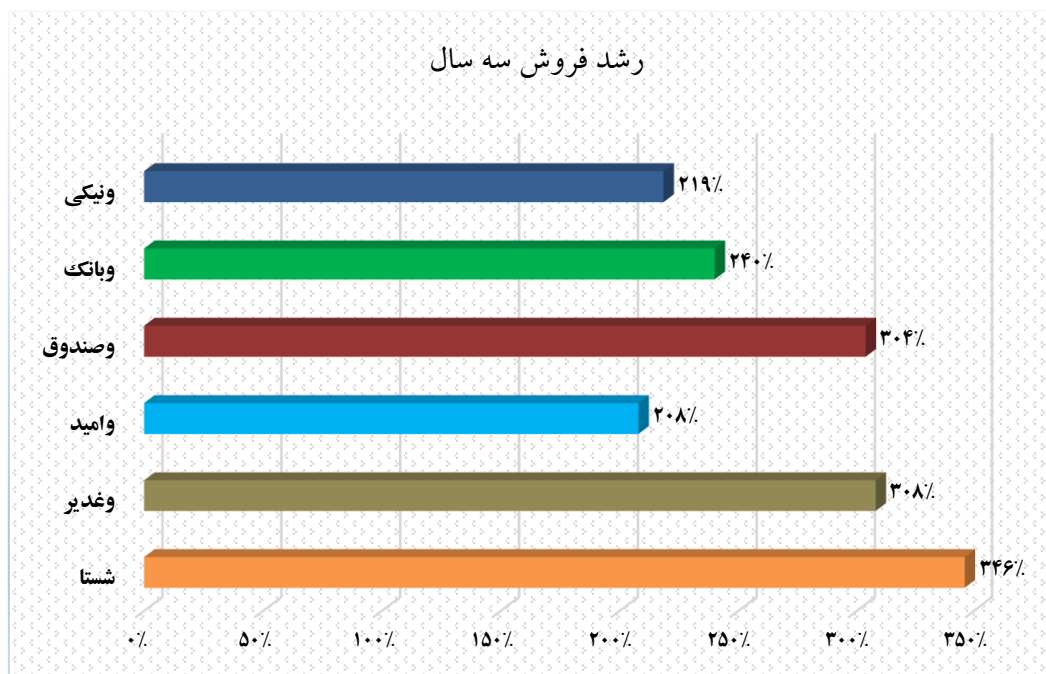


#### ۴-۲-۲- درآمد و فروش

یکی دیگر از شاخص‌هایی که پویایی و فعالیت شرکت را نشان می‌دهد، وضعیت درآمد و فروش شرکت است. میزان **رشد درآمد** شرکت نسبت به مدت مشابه سه سال قبل در نمودار ۸ نشان داده شده است. از این جهت برای

مدت سه سال در نظر گرفته شده است که اثرات شوک‌های مقطعی و اثرات شرایط اقتصادی در کوتاه مدت بر روی شرکت کم رنگ شوند. حداقل رشد ارزش درآمد که یک شرکت در طی سه سال تجربه می کند، رشد میزان تورم سه ساله است. بنابراین شرکتی که رشد درآمد سه ساله آن کمتر از ۱۵۰ درصد رشد داشته باشد نتوانسته است تورم این ۳ سال را پوشش بدهد.

نمودار ۸: رشد فروش شرکت نسبت به سه سال قبل



هلدینگ‌های سرمایه گذاری مورد نظر عملکرد خوبی را از خود به ثبت رسانده‌اند. در این میان شستا عملکردی بهتری نسبت به سایر هلدینگ‌ها داشته است و سرمایه گذاری امید با رشد ۲۰۸ درصدی کمترین رقم را در بین هلدینگ‌ها از خود نشان داده است.

#### ۴-۲-۳- سودآوری

نتیجه همه فعالیت‌ها و برنامه ریزی‌های شرکت خودش را در سودآوری نشان خواهد داد، بنابراین بررسی سودآوری و نسبت‌های مربوط به آن مهم ترین معیار بررسی یک شرکت است. روند سود سازی شرکت در طول

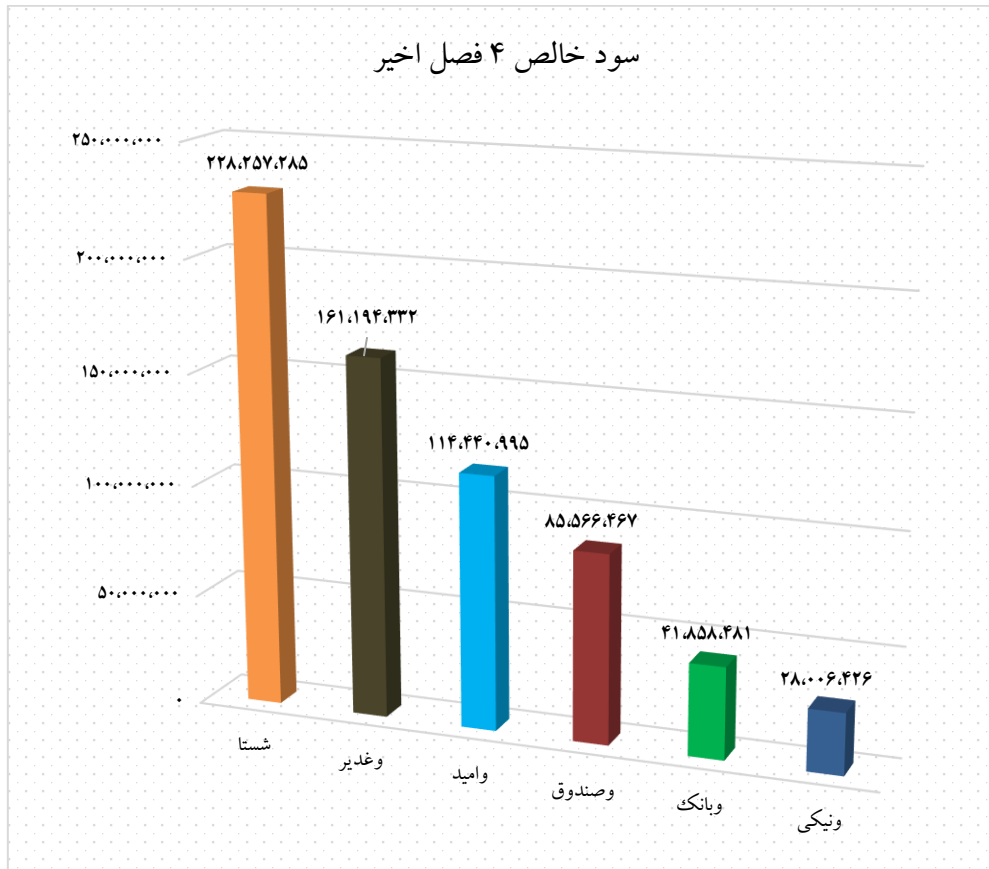


زمان و در شرایط اقتصادی مختلف، کیفیت سود شناسایی شده و امکان تکرار و استمرار سود برای سال‌های آتی نیز از جمله شاخص‌های مهم ارزیابی سودآوری یک شرکت است.

درواقع نسبت‌های سودآوری نشان‌دهنده منبع درآمد شرکت و تأثیر آن بر کل سود شرکت است. این نسبت‌ها یکی از شاخص‌های مهم در تعیین کارایی مدیریت شرکت، توانایی در کسب سود و نرخ بازگشت مناسب در سرمایه‌گذاری‌ها است. در ادامه به بررسی نسبت‌های سودآوری برای شرکت‌های موردبررسی و مقایسه آن‌ها با یکدیگر پرداخته می‌شود.

در نمودار زیر **سود ۴ فصل** اخیر برای شرکت‌های موردنظر آورده شده است. میزان سود سازی خودش به تنهایی نمی‌تواند دلالت خاصی داشته باشد اما طبیعتاً شرکت‌های که حجم سودسازی بالایی دارند شرکت‌های بزرگ‌تر و با آسیب‌پذیری کمتری نیز هستند. درواقع این عدد یک تصویر کلی از اندازه و وسعت فعالیت شرکت را نشان می‌دهد.

نمودار ۹ سود خالص ۴ فصل اخیر - میلیون ریال

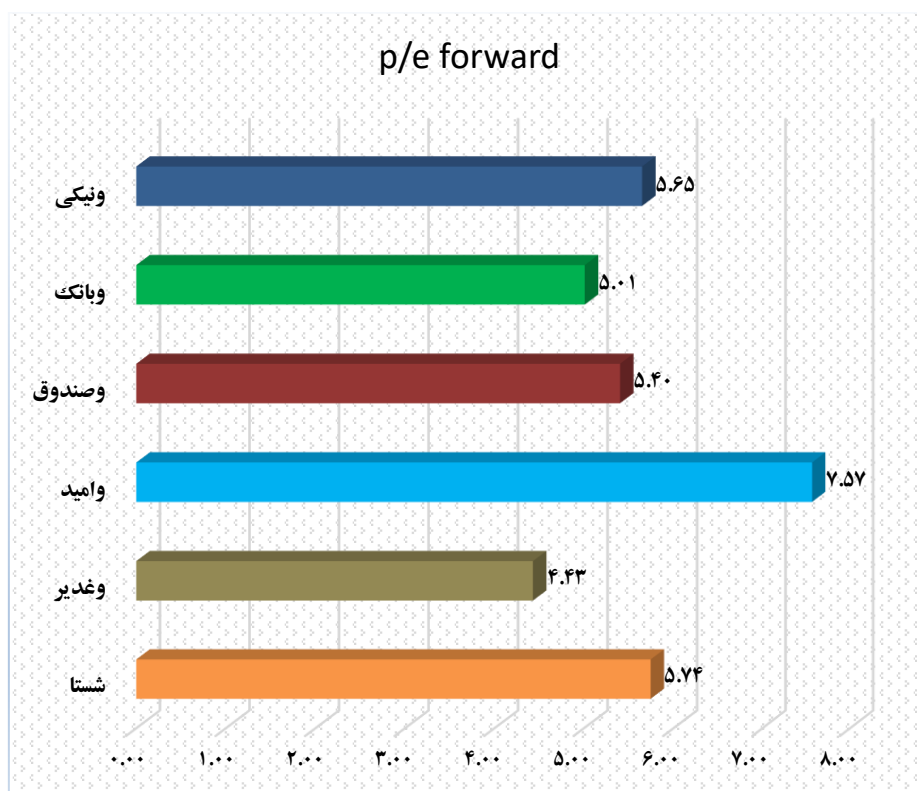


همان طور که مشخص است شستا و سرمایه گذاری غدیر به نسبت سود بیشتری در ۴ فصل اخیر ایجاد کرده اند.

شاید بتوان گفت مهم ترین شاخص سود سازی یک شرکت، **سود آینده نگر بنگاه** است. اینکه فعالیت ها و تصمیم هایی که بنگاه برای تولید، فروش و بازاریابی امروز می گیرد چه تأثیری در سود آینده شرکت خواهد داشت، خودش را در این شاخص نشان می دهد. بر این اساس نسبتی تعریف می شود که وضعیت قیمت را نسبت به سودی که قرار است شرکت در ماه های پیش رو محقق کند نشان می دهد. این نسبت به **p/e forward** و یا نسبت قیمت به سود آینده نگر مشهور است.

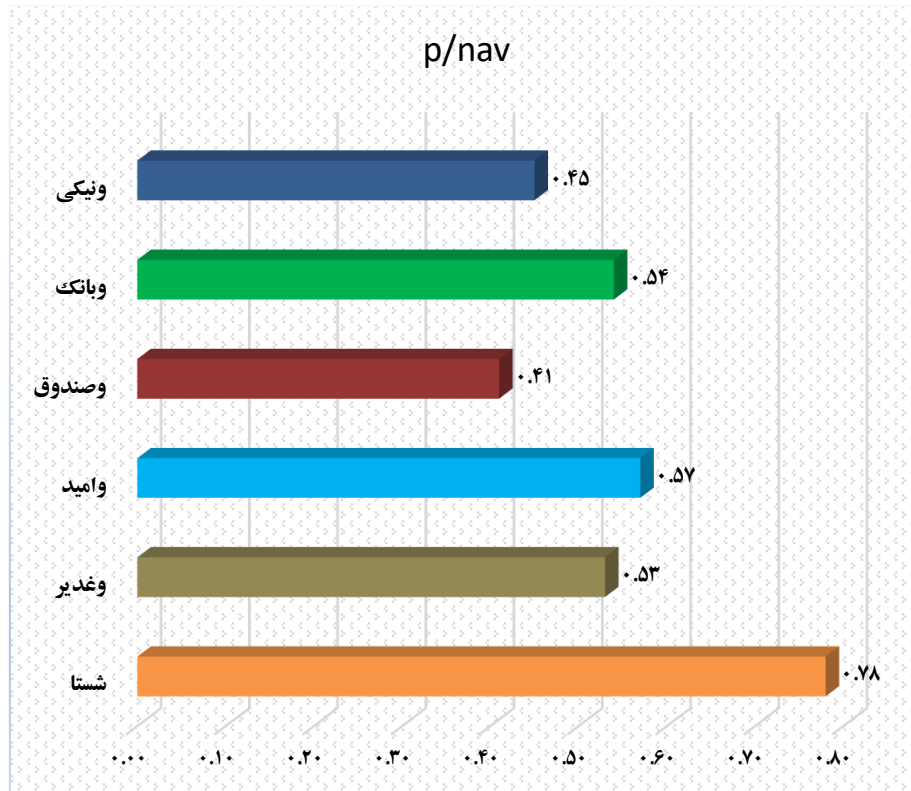
بر این اساس هر چه قدر این مقدار عدد کمتری را به خود اختصاص دهد، سهام شرکت از ارزش بیشتری برخوردار است. در نمودار زیر مبتنی بر محاسبات و تخمین سودی که برای هر کدام از شرکت‌ها در قسمت قبل انجام شد، این نسبت با قیمت‌های آخرین روز آذرماه ۱۴۰۰ در نمودار زیر نمایش داده شده است.

نمودار ۱۰: نسبت قیمت به سود آینده‌نگر



همان‌طور که مشخص است سرمایه‌گذاری بیشترین مقدار و سرمایه‌گذاری‌های کمترین مقدار را در این نسبت دارند. البته نسبت دیگری که برای بررسی ارزشمندی سرمایه‌گذاری‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد و آن نسبت قیمت به ارزش خالص دارایی‌ها است. در نمودار زیر این نسبت برای هلدینگ‌های مورد نظر رسم شده است.

نمودار ۱۱: نسبت قیمت به ارزش خالص دارایی‌ها

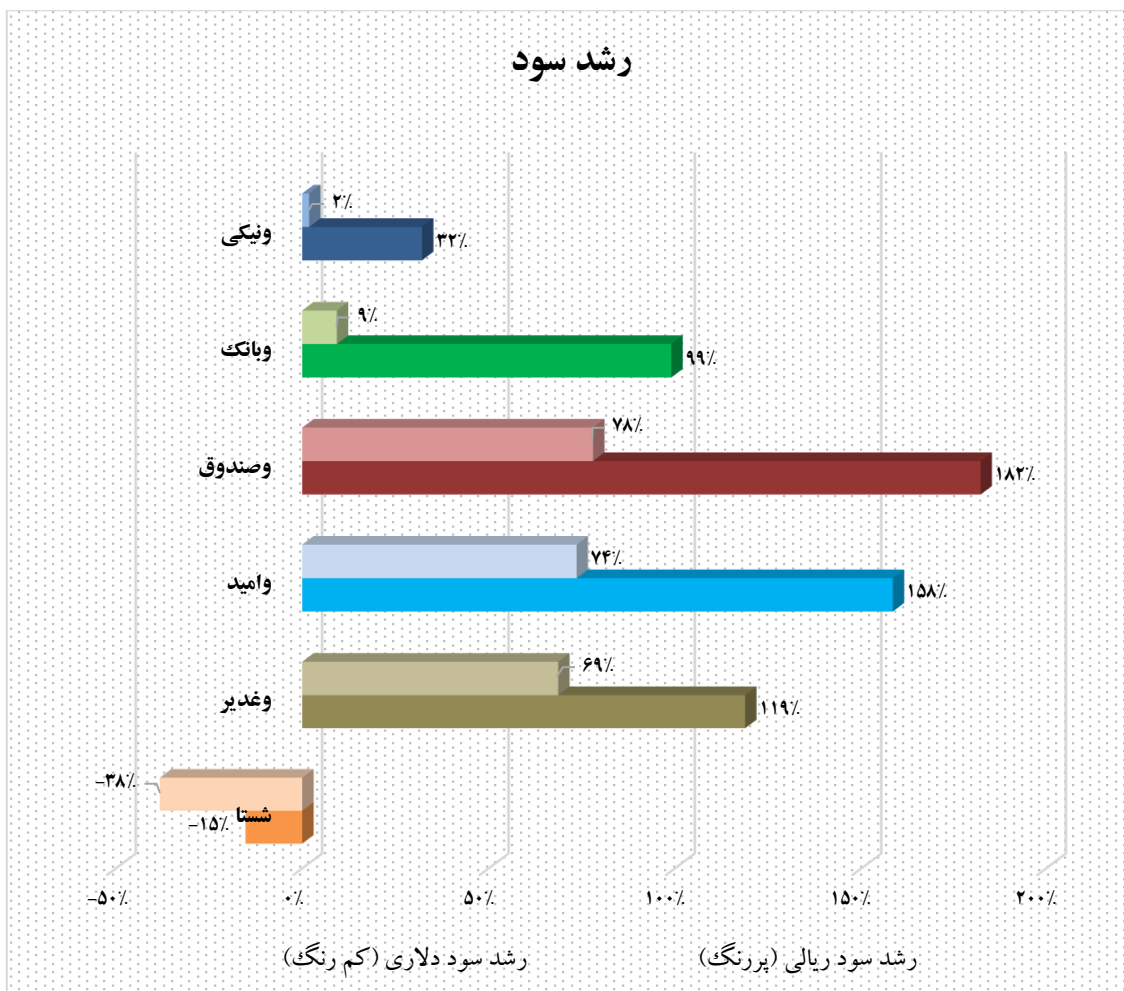


ماخذ: محاسبات اینگما

سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی در این نسبت بالاترین مقدار را کسب کرده است که به نظر از تخفیف و جذابیت کمتری نسبت به سایر هلدینگ‌ها برخوردار است. اما نکته قابل توجه این است که الزاماً نسبت قیمت به خالص دارایی‌های کمتر به معنی شرایط بهتر برای سرمایه‌گذاری نیست. همان‌طور که گفته شد این تخفیف ممکن است ناشی از عملکرد ضعیف مدیران هلدینگ باشد. وقتی سابقه این نسبت برای هلدینگ شستا بررسی می‌شود، مشخص می‌شود که این همواره در حدود ۹۰ درصد قرار داشته است و این می‌تواند حاکی از عملکرد خوب مدیران شستا باشد. برای این مهم هرچقدر اختلاف شرکت‌ها از میانگین تاریخی خود فاصله داشته باشند، جذابیت بیشتری دارند. در رتبه‌بندی از همین اختلاف برای محاسبه امتیاز سهم‌ها در این معیار استفاده شده است.

یکی دیگر از مواردی که باید در بررسی سود شرکت‌ها مورد توجه قرارداد، روند سود سازی آن‌ها است. به این صورت که آیا شرکت‌ها توانسته‌اند تورم را پوشش دهند؟ آیا شرکت توانسته است مازاد بر تورم سود بیشتری کسب کند؟ برای بررسی این منظور رشد سود سازی ریالی و دلاری برای شرکت‌های مورد نظر ۱۲ ماهه منتهی به ۱۴۰۰ در نمودار زیر آمده است. رشد سود دلاری، به معنی این است که سود شرکت صرفاً به دلیل تورم و افزایش قیمت‌ها نبوده است بلکه توانسته است مازاد بر تورم نیز سودش را افزایش دهد.

نمودار ۱۲: رشد سود ریالی و دلاری - ۱۲ ماهه منتهی به آذر ۱۴۰۰





سرمایه گذاری صندوق بازنشتگی عملکرد قابل توجهی را در این شاخص از خود به جای گذاشته است. و صندوق هم در افزایش سود ریالی و هم در افزایش سود دلاری از سایر هلدینگ‌ها در ۴ فصل اخیر بهتر عمل کرده است. نکته قابل ذکر در مورد منفی شدن رشد سود شستا در بازه زمانی مورد بررسی، عملکرد فوق‌العاده این هلدینگ<sup>۳</sup> در سال مالی قبلی است که با عملکرد معمولی سال اخیر این هلدینگ منجر به منفی شدن رشد سود در ۴ فصل اخیر شده است.

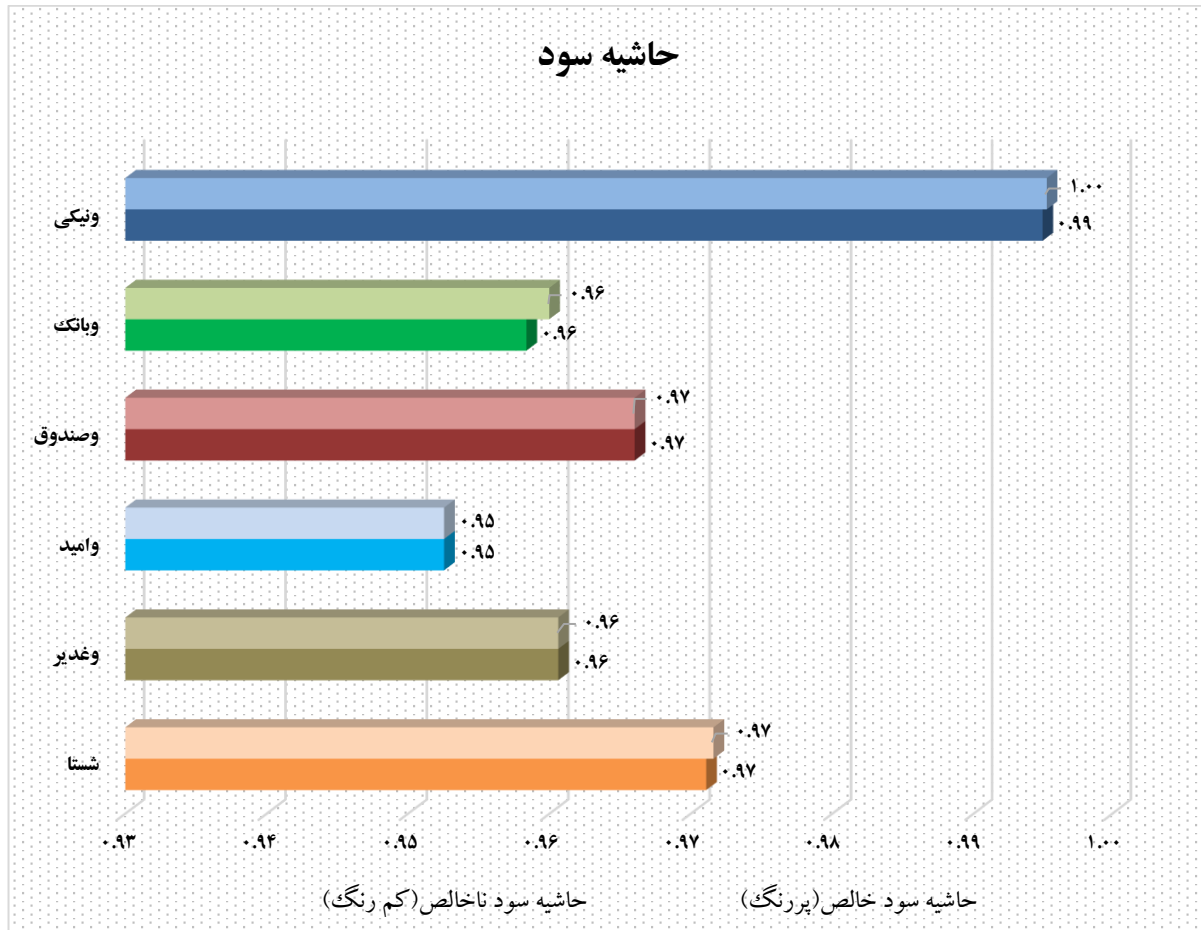
از تقسیم سود ناخالص به درآمد کل (فروش) نسبت **حاشیه سود ناخالص** به دست می‌آید. این نسبت یکی از معیارهای سودآوری است که نشان‌دهنده درآمدی است که پس از کسر هزینه، عاید شرکت می‌شود. این حاشیه سود نشان‌دهنده این هست که تیم مدیریت اجرایی شرکت در قبال هزینه‌هایی که برای تولید محصولات انجام داده، چقدر موفق به کسب درآمد شده است. به‌طور خلاصه این نسبت هرچقدر بیشتر باشد، عملکرد شرکت بهتر بوده است. حاشیه سود ناخالص وابسته به دو عامل قیمت محصول و از طرفی بهای تمام‌شده کالای ساخته‌شده هست و هرگونه تغییری در این دو متغیر سود ناخالص شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

**حاشیه سود خالص** شرکت نیز یکی دیگر از نسبت‌های سودآوری است که از طریق تقسیم کردن سود خالص به کل فروش محاسبه می‌شود. سود خالص ممکن است از طریق کم کردن هزینه‌های عملیاتی و سایر هزینه‌ها مانند مالیات و هزینه خرید مواد اولیه از کل درآمد محاسبه شود.

در نمودار ۱۳ به بررسی وضعیت حاشیه سود شرکت‌های این صنعت در سال مالی گذشته پرداخته شده است:



نمودار ۱۳: حاشیه سود ناخالص و حاشیه سود خالص



همان‌طور که در نمودار بالا نشان داده شده است، سرمایه‌گذاری ملی ایران حاشیه سود بهتری نسبت به سایر هلدینگ‌ها دارد.

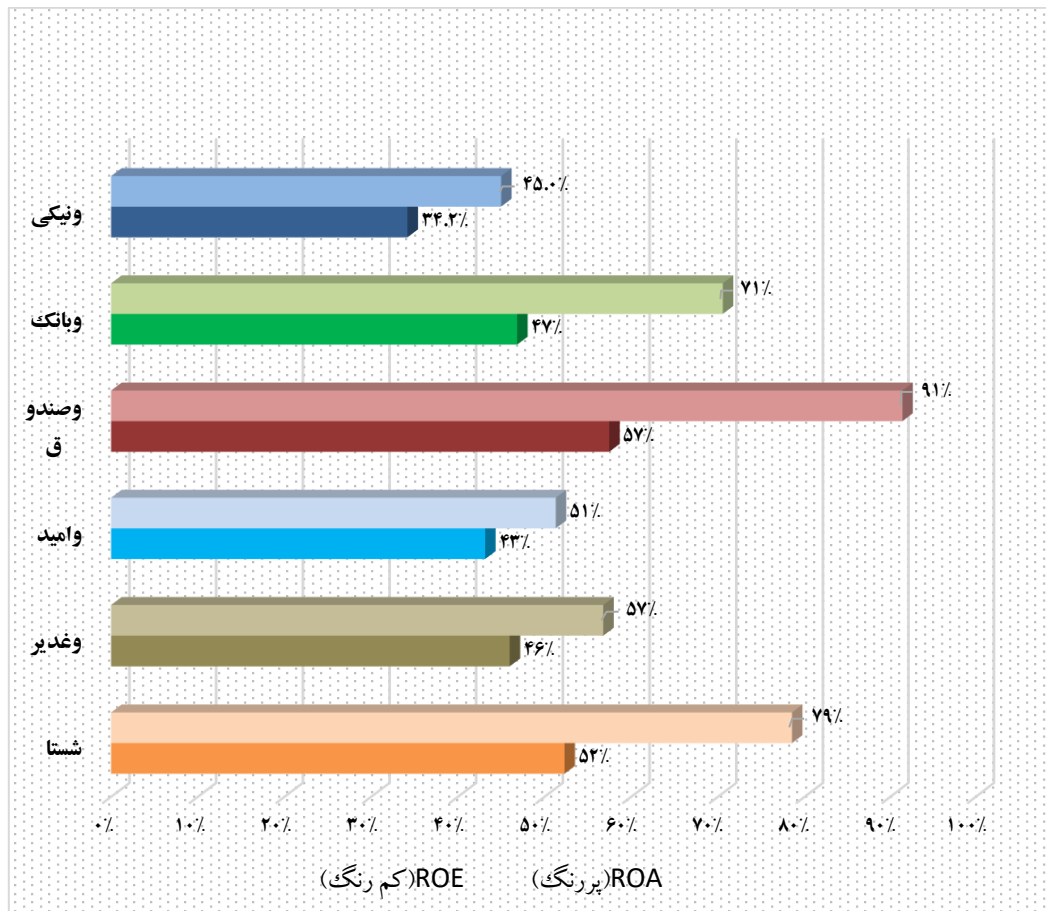
نسبت دیگری که مورد توجه کارشناسان قرار می‌گیرد، نسبت‌های مربوط به بازدهی است. یکی از این نسبت‌ها، **نسبت بازده دارایی‌ها** یا همان  $ROA^{۱۴}$  است. این نسبت بیان‌گر این است که یک شرکت با استفاده از تمام دارایی‌های خود چقدر می‌تواند سود خالص ایجاد کند؟ برای محاسبه  $ROA$  کافی است سود (زیان) خالص به

<sup>۱۴</sup> Return on Asset

جمع تمام دارایی‌ها (جاری و غیرجاری) تقسیم شود. حاشیه سود خالص بالا و گردش دارایی مناسب می‌تواند اثرگذاری مثبتی بر بازده دارایی‌ها داشته باشد.

نسبت دیگر، نسبت **بازده حقوق صاحبان سهام** یا همان ROE<sup>۱۵</sup> است. برای سرمایه‌گذارها ROE از بقیه نسبت‌های مالی مهم‌تر است، چون به‌طور مستقیم با حقوق صاحبان سهام سروکار دارد. حقوق صاحبان سهام برابر است با تمام دارایی‌ها منهای تمام بدهی‌ها. نسبت ROE از تقسیم سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام به‌دست می‌آید. در نمودار زیر این دو نسبت برای شرکت‌های موردنظر نشان داده شده است.

نمودار ۱۴: بازدهی دارایی‌ها و بازدهی حقوق صاحبان سهام



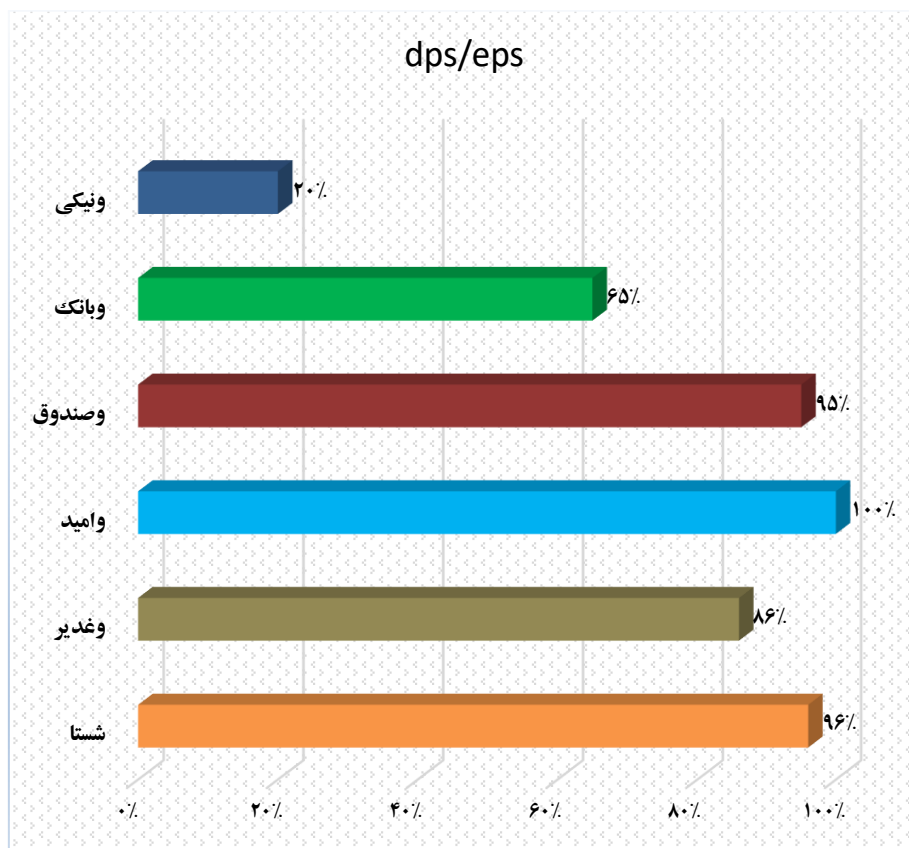
<sup>۱۵</sup> Return on equity



همان‌طور که در نمودار مشخص است، در نسبت بازده دارایی‌ها به ترتیب شرکت و صندوق و شستا بهترین عملکرد را داشته‌اند. این نسبت بیانگر این است که این دو شرکت توانمندی بیشتری در به دست آوردن سود از دارایی‌های خود دارد. نسبت بازده دارایی‌ها می‌تواند شاخص نهایی برای ارزیابی کفایت و کارایی مدیریت شرکت باشد. هرچه این نسبت بزرگ‌تر باشد مطلوبیت بیشتری حاصل شده است. در نسبت بازده حقوق صاحبان سهام نیز به ترتیب و صندوق و شستا بهترین عملکرد را از خود نشان داده‌اند.

یکی دیگر از مواردی که به لحاظ دلالت مالی شاید چندان قابل بررسی نباشد اما در بازار سهام ایران مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار دارد، میزان تقسیم سود سالانه شرکت است. بسیاری از شرکت‌ها جهت رشد و ایجاد زنجیره ارزش، برنامه‌ها و طرح‌های توسعه متنوعی دارند و این مستلزم نگاه داشتن سود در داخل شرکت برای پیشرفت این طرح‌ها است. این در حالی است که سهامدار در بازار سهام ایران نسبت به تقسیم سود علاقه بیشتری نشان می‌دهد. در نمودار ۱۵ میزان تقسیم سود از سود شناسایی شده سالانه برای هر کدام از شرکت‌ها نشان داده شده است.

نمودار ۱۵: درصد تقسیم سود شناسایی شده سالانه



در مقایسه شرکت سرمایه‌گذاری امید با ۱۰۰٪ تقسیم سود بیشترین میزان تقسیم سود را در بین شرکت‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای دارد. اشاره شد که عدم تقسیم سود الزاما متغیر نامطلوبی برای شرکت محسوب نمی‌شود. ممکن است شرکت برای طرح‌های توسعه خود سیاست عدم تقسیم سود را پیگیری کند.

#### ۴-۲-۴- کیفیت بدهی

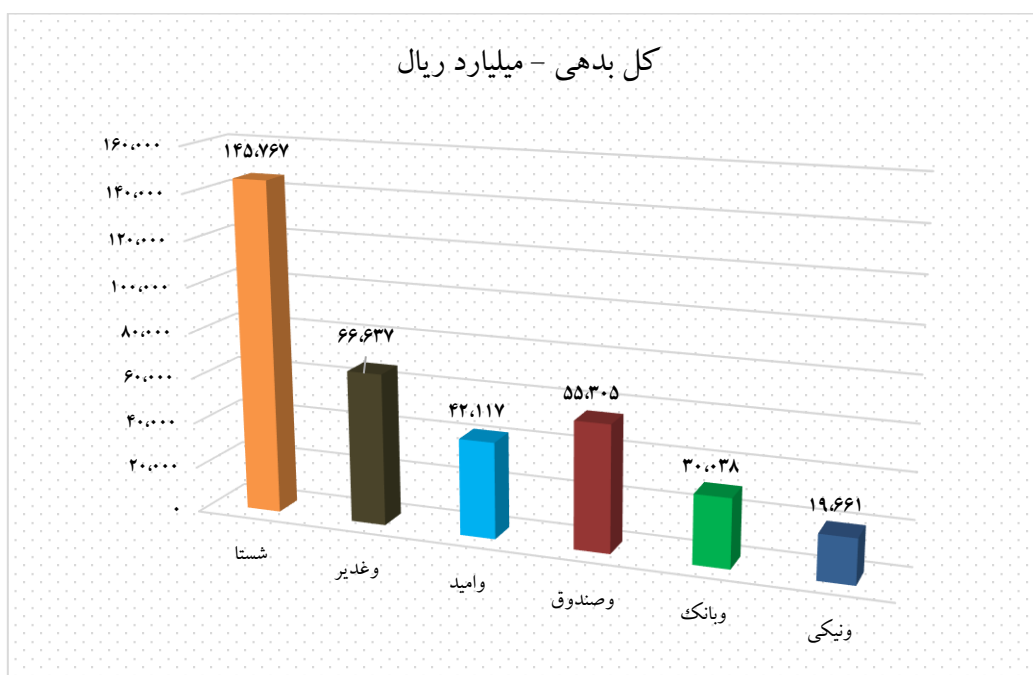
بدهی یکی از مهم‌ترین ارکان ترازنامه هر شرکتی است که به صورت‌های مختلفی برای شرکت‌های ایجاد می‌شود. در نگاه اول شاید بدهکار بودن یک مفهوم منفی در بین اذهان مردم باشد اما باید گفت که بدهکاری الزاما اتفاق بدی نیست. توانایی ایجاد بدهی به‌خودی‌خود یک قدرت برای شرکت محسوب می‌شود و اگر این بدهی‌ها در

طرح و برنامه شرکت برای توسعه و رشد سودآوری نیز باشد، می تواند به عنوان یک اهرم برای رشد شرکت عمل کند.

به هر حال برای ارزیابی یک شرکت، بررسی میزان و کیفیت بدهی آن یک امر ضروری است برای این منظور نسبت ای متفاوتی در نظر گرفته شده است که در ادامه به بررسی آن ها پرداخته می شود.

ارزش کل بدهی های شرکت های مورد نظر در نمودار ۱۶ آورده شده است.

نمودار ۱۶: کل بدهی های هلدینگ های سرمایه گذاری چند رشته ای



بنابراین شستا بیشترین ارزش بدهی را در میان شرکت های مورد نظر دارد.

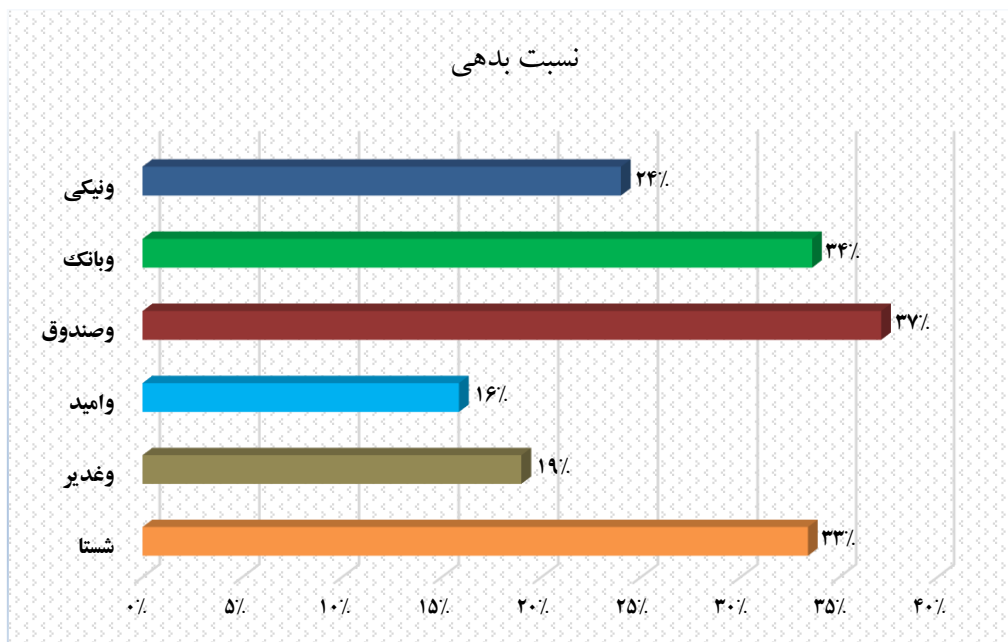
**نسبت های اهرمی** که به آن ها نسبت های سرمایه گذاری هم گفته می شود، منعکس کننده توانایی شرکت در انجام تعهدات بلندمدت و میان مدت خود است و میزان منابع مالی شرکت برای تسویه بدهی ها و حقوق صاحبان سهام را بررسی می کند. میزان جوهری را که شرکت از راه گرفتن وام تأمین کرده است به وسیله نسبت های بدهی



یا اهرمی نشان می دهند. این نسبت ها دودسته هستند. دسته **اول** به بخش بدهی ها و حقوق صاحبان سهام (مندرج در صورت وضعیت مالی) مربوط است و میزان منابعی را که شرکت از راه گرفتن وام تأمین کرده است (و نه از محل منابعی که سهامداران شرکت تأمین می کنند) نشان می دهد از جمله نسبت بدهی. دسته **دوم** توان شرکت در ایجاد سود کافی برای پرداخت بهره یا پوشش هزینه ها است.

**نسبت بدهی** که از تقسیم کل بدهی بر کل دارایی به دست می آید، نشان دهنده درصد وجوهی است که به وسیله بدهی تأمین شده اند. اعتباردهندگان نسبت بدهی پایین را ترجیح می دهند. زیرا در صورت بالابودن، ریسک مالی شرکت نیز بالا است.

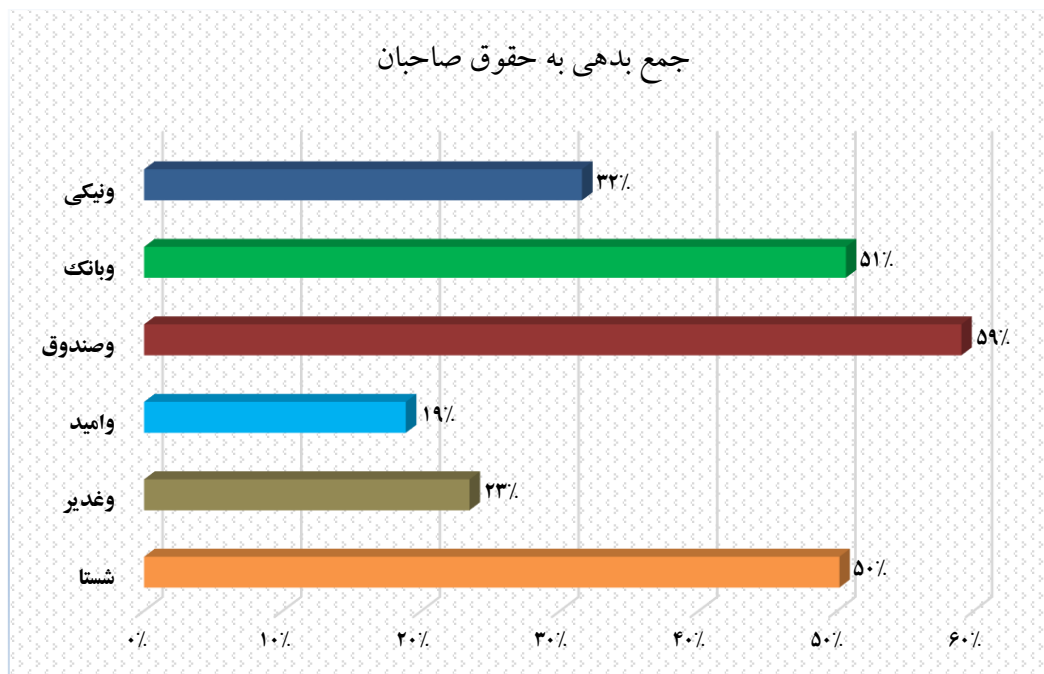
نمودار ۱۷: نسبت بدهی



سهامداران ترجیح می دهند که این نسبت کوچک تر باشد چون ریسک ورشکستگی شرکت را کاهش می دهد. از این نظر و امید بهترین عملکرد را در بین شرکت های بررسی شده دارد.

نسبت **بدهی به حقوق صاحبان سهام** نیز از تقسیم کل بدهی به حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید و هر چه این نسبت بیشتر باشد میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت بیشتر خواهد بود. اگر این شرکت بخواهد در آینده مجدداً قرض بگیرد وام‌دهندگان یا به او قرض نمی‌دهند یا به قرض دادن با نرخ بهره بالا تمایل دارند. نمودار ۱۸ این نسبت را برای شرکت‌های منتخب نشان داده است.

نمودار ۱۸: نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام

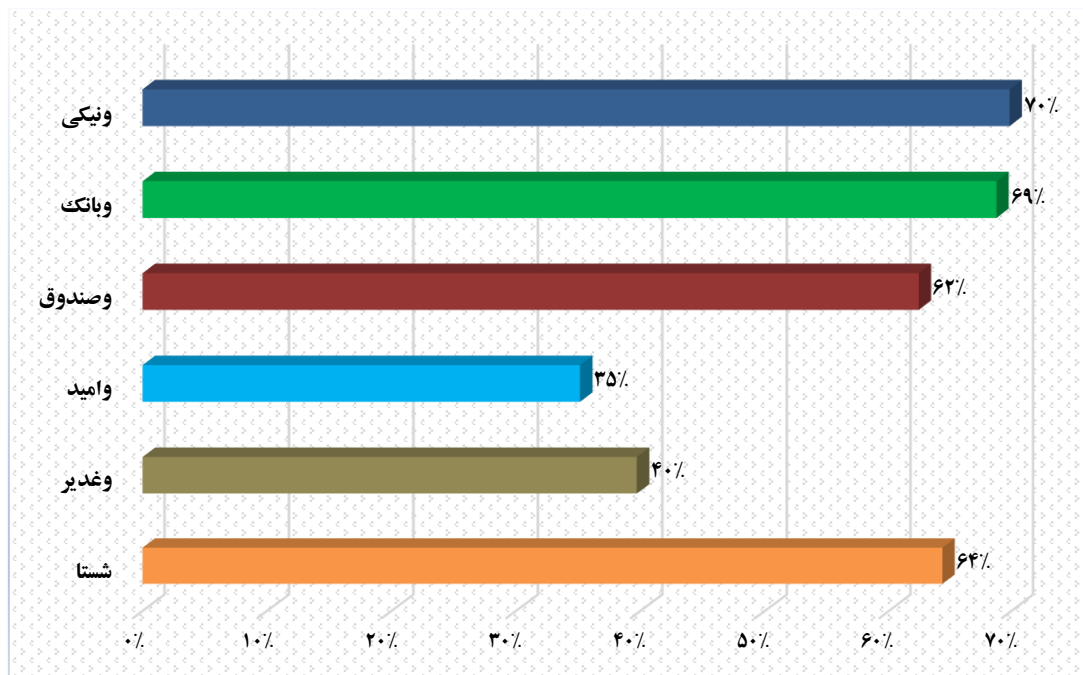


در این نسبت نیز سرمایه‌گذاری امید و سرمایه‌گذاری غدیر به نسبت شرایط مناسبی دارند و شرکت سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی به نسبت با ریسک بالاتری مواجه است.

بررسی میزان پوشش بدهی با فروش ۱۲ ماهه شرکت یکی دیگر از نسبت‌هایی است که در ارزیابی شرکت‌ها بررسی می‌شود. این نسبت بیان می‌کند که با فروش ۱۲ ماهه اخیر، چه مقدار از بدهی‌های ایجاد شده قابل پرداخت است. در نمودار ۱۹ نسبت **کل بدهی به درآمد ۱۲ ماهه** نمایش داده شده است. هر چه قدر این نسبت کمتر باشد یعنی شرکت ریسک کمتری از جهت بدهی متحمل می‌شود و می‌تواند میزان بدهی خود را افزایش دهد.

دلالت دیگری که این نسبت در مقایسه با سایر نسبت‌های بدهی بیان می‌کند این است که نقش بدهی‌های ایجادشده در عملیات شرکت را نیز نشان می‌دهد. ممکن است شرکتی در سایر نسبت‌های بدهی وضعیت مناسبی نداشته باشد، اما پایین بودن این نسبت بیانگر این مسئله است که علی‌رغم اینکه شرکت بدهی زیادی دارد اما توانسته است به خوبی از این بدهی‌ها در عملیات شرکت بهره‌بردارد. در صورتی که افزایش سرعت فروش نسبت به افزایش سرعت بدهی بیشتر باشد، ایجاد بدهی خیلی نگران‌کننده نخواهد بود.

نمودار ۱۹: نسبت کل بدهی به فروش ۱۲ ماهه قبل



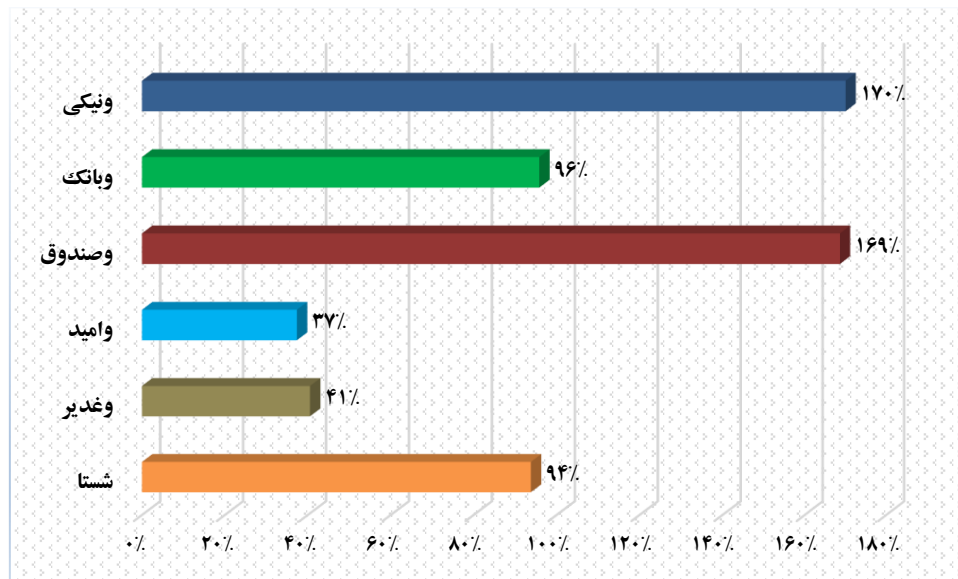
شرایط این نسبت در این صنعت وضعیت مساعدی دارد. در این نسبت وامید با اخذ کمترین مقدار، بهترین شرایط را دارا است. پس از آن وغدیر نیز شرایط مناسبی دارد. ونیکی نیز بدترین رتبه را از لحاظ این نسبت دارد.

در کنار بدهی، شرکت‌ها مطالبات مختلفی را نیز از طرف‌های خود دارند. این مطالبات می‌تواند مربوط به فروش شرایطی محصولات خود باشد. مقایسه میزان بدهی و طلب شرکت را در نسبت کل بدهی به مطالبات بررسی می‌شود و اگر شرکتی مطالبات بیشتری نسبت به بدهی داشته باشد این نسبت زیر ۱۰۰٪ خواهد بود. هرچقدر این



نسبت کمتر باشد بهتر است. البته باید به این مسئله هم توجه کرد که ممکن است شرکت توانایی و یا امکان وصول مطالبات خود را نداشته باشد.

نمودار ۲۰: نسبت کل بدهی به مطالبات



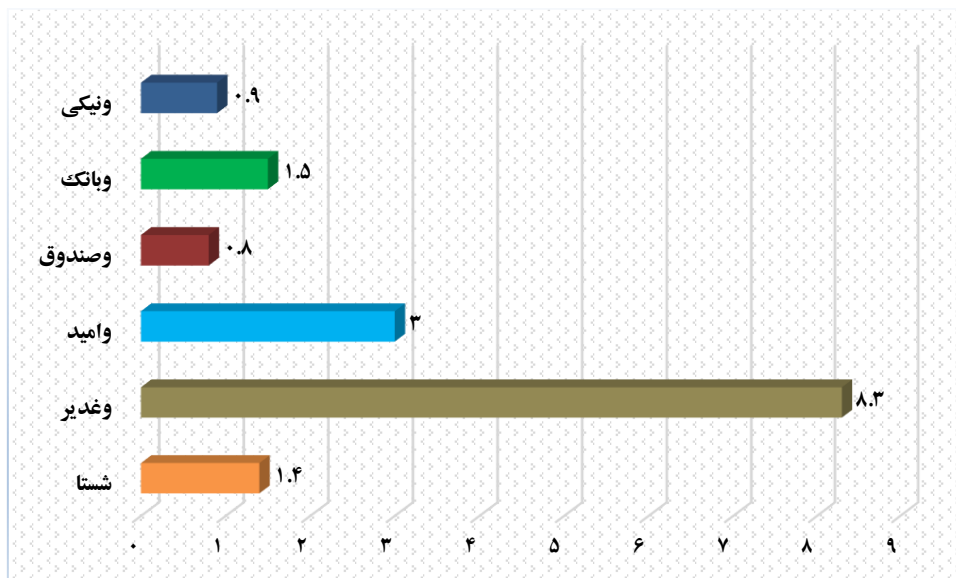
همان طور که در نمودار مشخص شده است، به ترتیب شرکت وامید و وغدیر بهترین عملکرد را در این نسبت داشته‌اند و بدترین نسبت نیز مربوط به ونیکی و وصندوق است.

#### ۴-۲-۵- نقدینگی

نسبت‌های نقدینگی، توانایی نقدی شرکت را بررسی کرده و به ارزیابی توانایی بازپرداخت بدهی‌های جاری و تعهدات کوتاه‌مدت شرکت می‌پردازد. در ادامه چند نسبت مهم نقدینگی بررسی می‌شود.

اولین نسبت نقدینگی، **نسبت جاری** است که از تقسیم تمام دارایی‌های جاری بر تمام بدهی‌های جاری به دست می‌آید. بنابراین این نسبت هرچه بزرگ‌تر باشد نشان‌دهنده وضعیت بهتری برای شرکت است. این نسبت نشان می‌دهد که با چه میزان از دارایی‌های جاری شرکت می‌توان بدهی‌های جاری آن را پوشش داد.

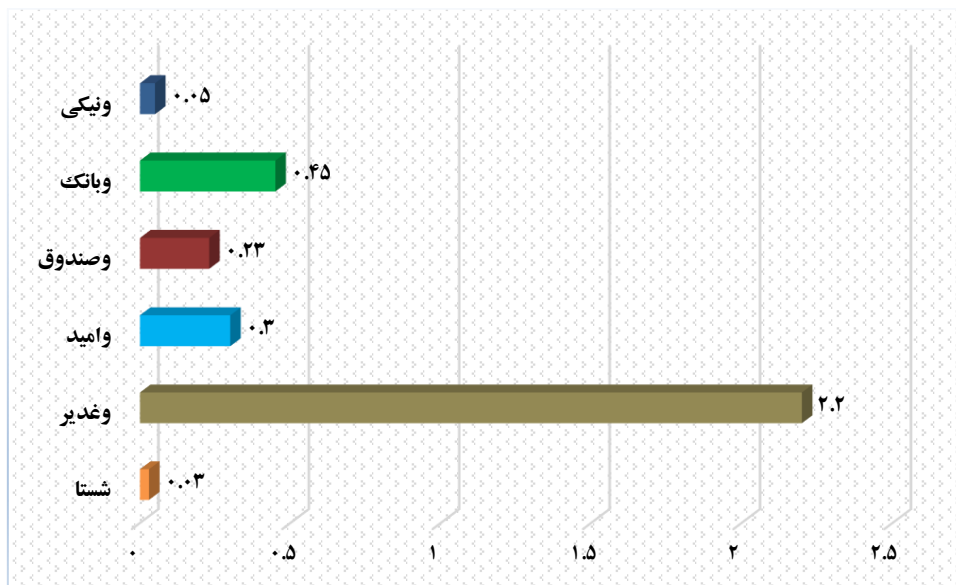
نمودار ۲۱: نسبت جاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای



بهترین شرایط را در نسبت جاری برای شرکت وغدیر است و با توجه به نسبت‌های بدهی بررسی شده، طبق انتظار وصندوق نیز ضعیف‌ترین شرایط را دارد.

**نسبت نقد** نیز یکی دیگر از نسبت‌های بررسی نقدینگی شرکت است. این نسبت حاصل تقسیم وجوه نقد و دارایی‌های معادل وجه نقد بر بدهی‌های جاری است. این نسبت بیانگر این است که با وجوه نقد شرکت تا چه میزان از بدهی‌های جاری شرکت را می‌توان پرداخت کرد. هرچقدر این نسبت بزرگ‌تر باشد بیانگر این است که بخش بزرگ‌تری از بدهی‌های جاری شرکت را می‌توان با وجوه نقد در شرکت پرداخت کرد. در نمودار ۲۲ به وضعیت نسبت نقد شرکت‌های برتر اشاره شده است:

نمودار ۲۲: نسبت نقد شرکت‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای



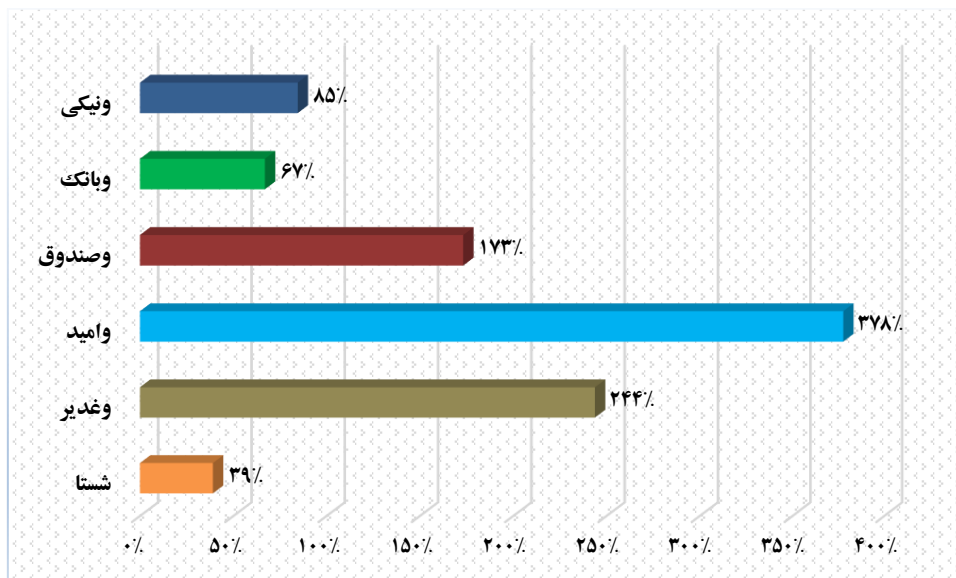
همان‌طور که در نمودار نشان داده شده است شرکت وغدیر با اختلاف شرایط بهتری را در این نسبت در بین هم‌گروهی‌های خود دارد.

#### ۴-۲-۶- افزایش سرمایه

در این قسمت به دنبال بررسی امکان افزایش سرمایه از دو محل سود انباشته و تجدید ارزیابی سهام‌های بررسی شده می‌پردازیم. روشن است که این اتفاق صرفاً یک عملیات حسابداری بوده و در واقعیت عملیات شرکت اثر آن‌چنانی ندارد اما به‌واسطه این که سهامدار سهام جایزه دریافت می‌کند و از آن مهم‌تر قیمت سهم متناسب با درصد افزایش سرمایه، تقسیم می‌شود، منجر به جذابیت روانی قیمت سهم خواهد شد.

درواقع یکی از مواردی که به‌صورت تاریخی برای سهامداران بازار سهام ایران مورد توجه بوده است، بحث افزایش سرمایه است و در این قسمت این مسئله نیز بررسی می‌شود. در نمودار ۲۳ نسبت سود انباشته به سرمایه ثبتي شرکت‌ها نشان داده شده است. این نسبت هر چه بیشتر باشد احتمال افزایش سرمایه جذاب از این محل برای شرکت افزایش می‌یابد.

نمودار ۲۳: نسبت سود انباشته به سرمایه ثبتي

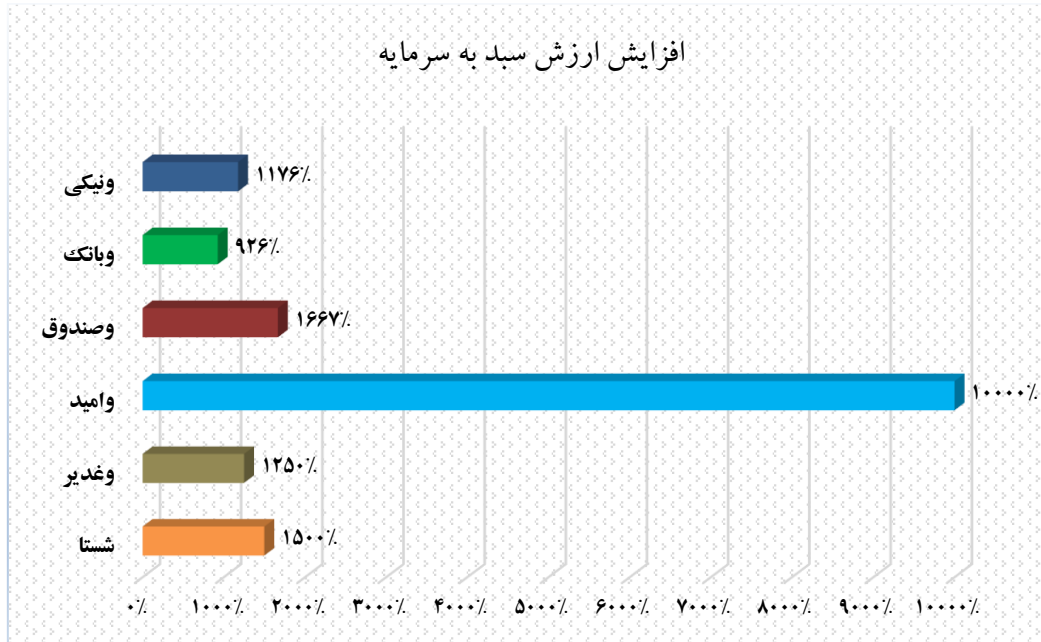


از این نظر به ترتیب شرکت‌های وامید، و غدیر و و صندوق، با توجه به سود انباشته مناسب ظرفیت افزایش سرمایه از این محل را دارند و این مسئله می‌تواند یکی از جذابیت‌های این سهم‌ها برای سهامداران بلندمدتی باشد.

به‌واسطه شرایط اقتصادی و وقوع تورم‌های بالا و مستمر، دارایی‌های شرکت‌ها از لحاظ ریالی با افزایش ارزش مواجه شده‌اند. بسیاری از شرکت‌ها که مالک زمین و ساختمان بوده‌اند از این جهت منتفع شده‌اند. در این بین شرکت‌هایی که قدمت بیشتری دارند، ارزش ثبتي این دارایی‌ها مربوط به سال‌های قبل بوده و از این جهت امکان تجدید ارزیابی دارایی‌ها برای آن‌ها فراهم است. از طرف دیگر با توجه به افزایش شدید قیمت‌ها، در صورت انجام فرآیند تجدید ارزیابی، درصد افزایش سرمایه از این محل قابل توجه بوده و قیمت سهم را پس از اعمال با ضریب بیشتری کاهش پیدا کرده و جذاب‌تر خواهد شد.

در نمودار ۲۴ نسبت ارزش تخمینی دارایی‌های زمین و ساختمان این شرکت‌ها به سرمایه ثبتي آورده شده است. هر چه قدر این نسبت بزرگ‌تر باشد، احتمال اعمال افزایش سرمایه قابل توجه در بلند برای آن سهم بیشتر است.

نمودار ۲۴: نسبت تخمین ارزش روز زمین به سرمایه ثبتی

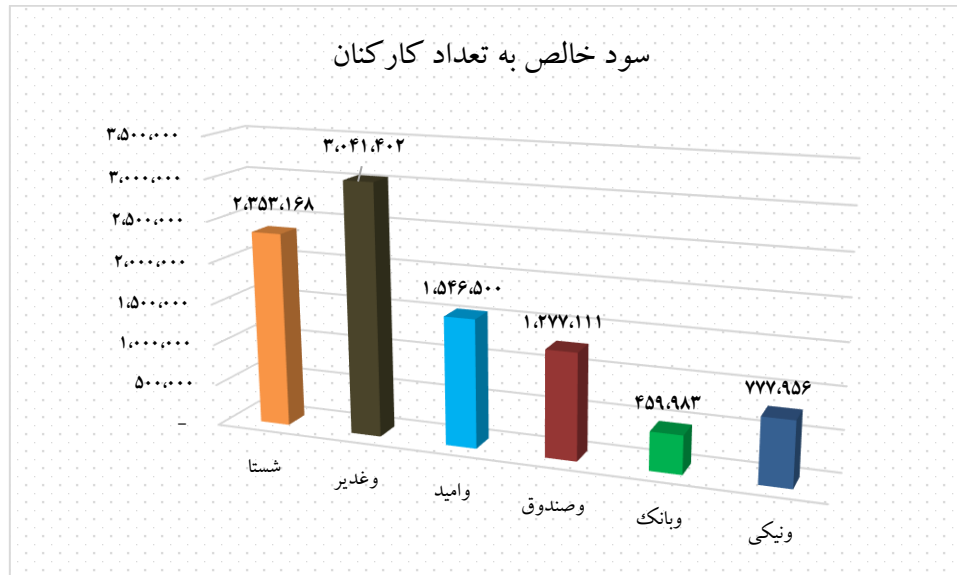


همان‌طور که در نمودار مشخص است سرمایه‌گذاری امید امکان تجدید ارزیابی قابل توجهی برایش وجود دارد و از این جهت جذابیت بیشتری برای سهامداری بلندمدت دارد.

#### ۴-۲-۷- بهره‌وری

در نمودار ۲۵ سود خالص به تعداد کارکنان نشان داده شده است و بیانگر سودی است که شرکت به ازای هر کارکن خود ایجاد کرده است. هرچه قدر این مقدار بیشتر باشد بیانگر این مسئله است که کارکنان شرکت درازای فعالیت خود سود بیشتری را ایجاد کرده‌اند. همان‌طور که در نمودار مشخص است، به ترتیب شرکت‌های وغانیر شستا شرایط مناسبی را دارند.

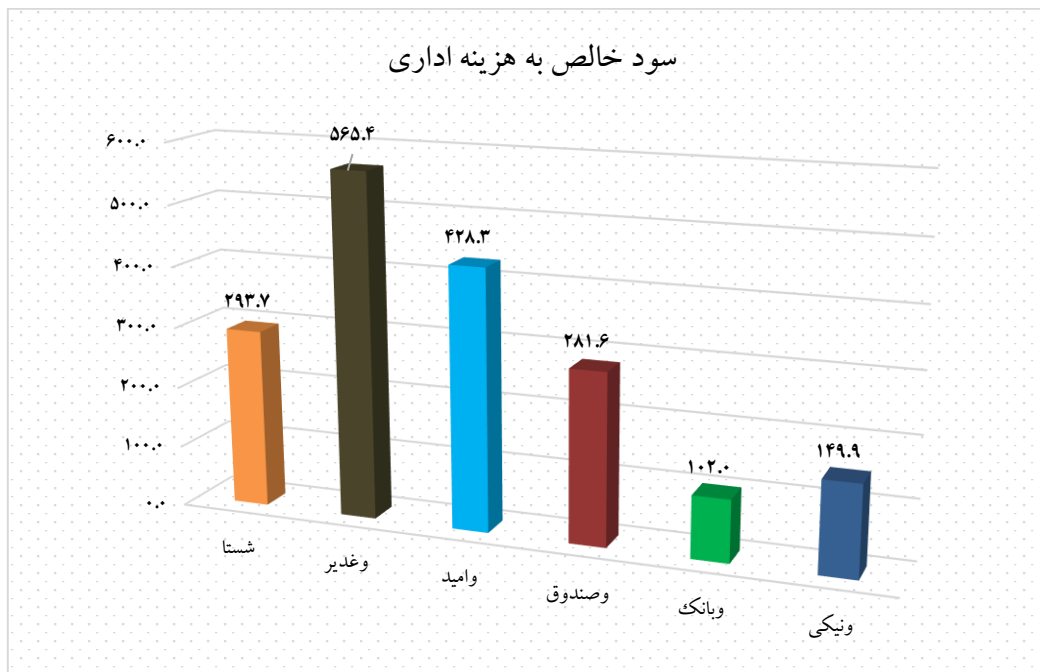
نمودار ۲۵: سود خالص به تعداد کارکنان - میلیون ریال



در نمودار ۲۶ به بررسی این مسئله پرداخته شده است که شرکت درازای هر واحد سودی که ایجاد می کند، چقدر هزینه عمومی، اداری و تشکیلاتی پرداخت می کند. این نسبت هر چه کمتر باشد بهتر است و نشان دهنده این است که شرکت به نسبت سودی که ایجاد می کند هزینه های اداری کمتری دارد. وبانک و ونیک در این نسبت شرایط مناسبی دارند.



نمودار ۲۶: نسبت هزینه عمومی، اداری تشکیلاتی به سود خالص - درصد





#### ۴-۳- جمع بندی و رتبه بندی

یکی از روش های اولویت بندی بین شرکت های یک صنعت توجه به نسبت های مالی آن است. در حالت کلی شرکت هایی که وضعیت بهتری در نسبت های مالی خود دارند می توانند در اولویت بالاتری قرار بگیرند و شرایط مساعدتری برای سرمایه گذاری یا ارائه تسهیلات خواهند داشت. با توجه به مقایسه ای که در صورت های مالی و نسبت های مالی بین هلدینگ های مورد نظر صورت گرفت، جمع بندی وضعیت شرکت ها در جدول ۲ آورده شده است:

جدول ۲: شرکت های برتر در هر یک از نسبت های مالی

ردیف	شاخص	نسبت مالی	شرکت برتر	بهترین در شاخص
۱	وضعیت کلی	ارزش بازار	شستا	شستا
۲		ارزش معاملات	شستا	
۳		سهم شناور	وبانک	
۴	درآمد	رشد فروش نسبت به سال قبل	شستا	شستا
۶	سودآوری	ارزش سود خالص ۴ فصل اخیر	شستا	وصندوق
۷		قیمت به سود آینده نگر (P/E)	وغدیر	
		قیمت به خالص ارزش دارایی	وصندوق	
۸		رشد سود	وامید-وصندوق	
۹		حاشیه سود	ونیکی	
۱۰		ROA	وصندوق	
۱۱		ROE	شستا	
۱۲		تقسیم سود	وامید	
۱۳	بدهی	نسبت بدهی	وغدیر-وامید-ونیکی	وغدیر-وامید
۱۴		بدهی به حقوق صاحبان سهام	وغدیر-وامید	
۱۵		کل بدهی به فروش ۱۲ ماه	وغدیر-وامید	
۱۶		کل بدهی به مطالبات	وغدیر-وامید	
۱۷	رقابت پذیری	نسبت جاری	وغدیر	وغدیر
۱۹		نسبت نقد	وغدیر	





ردیف	شاخص	نسبت مالی	شرکت برتر	بهترین در شاخص
۲۰	افزایش سرمایه	سود انباشته به سرمایه	وغدیر-وامید-وصندوق	وامید
۲۱		ارزش روز دارایی به سرمایه	وامید	
۲۲	بهره‌وری	سود خالص به تعداد کارکنان	وغدیر	وغدیر
۲۴		هزینه عمومی، اداری به سود خالص	وغدیر	

به‌طور کلی به نظر می‌رسد که شرکت سرمایه‌گذاری غدیر عملکرد بهتری در نسبت‌های مالی دارد. اما در بسیاری از شاخص‌ها عملکرد برخی شرکت‌ها به یکدیگر نزدیک است لذا بر اساس جدول زیر به امتیازدهی و رتبه‌بندی شرکت‌های مورد بررسی پرداخته می‌شود. ضرایب و امتیازات در نظر گرفته‌شده برای هر نسبت با استفاده از پرسش‌نامه‌ای از فعالین بازار سرمایه تعیین شده است. بر این اساس امتیازهای هر کدام از شرکت‌های بررسی شده برای شاخص‌های مختلف محاسبه شده و گزارش آن در جدول ۳ آمده است.

جدول ۳: رتبه‌بندی شرکت‌های سرمایه‌گذاری چند رشته‌ای صنعتی

جمع کل	امتیاز بهره‌وری	امتیاز افزایش سرمایه	امتیاز نقدینگی	امتیاز بدهی	درآمد	امتیاز سودآوری	امتیاز وضعیت کلی	
۵۴,۵	۱,۵	۵	۱	۶	۴	۲۹	۸	شستا
۷۴,۵	۳	۹	۳	۱۷	۱	۳۴,۵	۷	وغدیر
۶۴,۶	۱,۵	۱۲	۱,۵	۱۷	۰	۲۶,۱	۶,۵	وامید
۶۴,۴	۱	۱۰	۰,۵	۷	۱	۴۰,۴	۴,۵	وصندوق
۴۵,۴	۰	۶	۱	۸,۵	۰	۲۴,۹	۵	وبانک
۴۰,۳	۰	۷	۰,۵	۱۰	۰	۱۶,۸	۶	ونیک

همان‌طور که انتظار می‌رفت شرکت **وغدیر** بیشترین امتیاز را کسب کرده است و با امتیاز ۷۴,۵ رتبه اول، در بین شرکت‌های سرمایه‌گذاری چندرشته صنعتی پذیرفته‌شده در بورس، را در اختیار دارد. پس‌از آن نیز به ترتیب شرکت‌های وامید، وصندوق، شستا، وبانک و در نهایت ونیک قرار دارد. لازم به ذکر است که این امتیازات بر



اساس صورت‌های مالی سال ۱۳۹۹ و قیمت‌های آخر پاییز ۱۴۰۰ محاسبه شده است و بدیهی است که با انتشار صورت مالی‌های جدید، تغییر قیمت‌ها و یا بروز هر اتفاق غیرمنتظره مرتبط، امتیازات و رتبه‌بندی‌های فوق نیز تغییر خواهد کرد.