



کاري از گروه تحلیلي سبدگردان تصمیم

  
بانک صادرات ایران  
Bank Saderat Iran

[www.tasmimsabad.ir](http://www.tasmimsabad.ir)

## تحلیل بنیادین سهام بانک صادرات از منظر خالص ارزش دارایی‌های

### مقدمه:

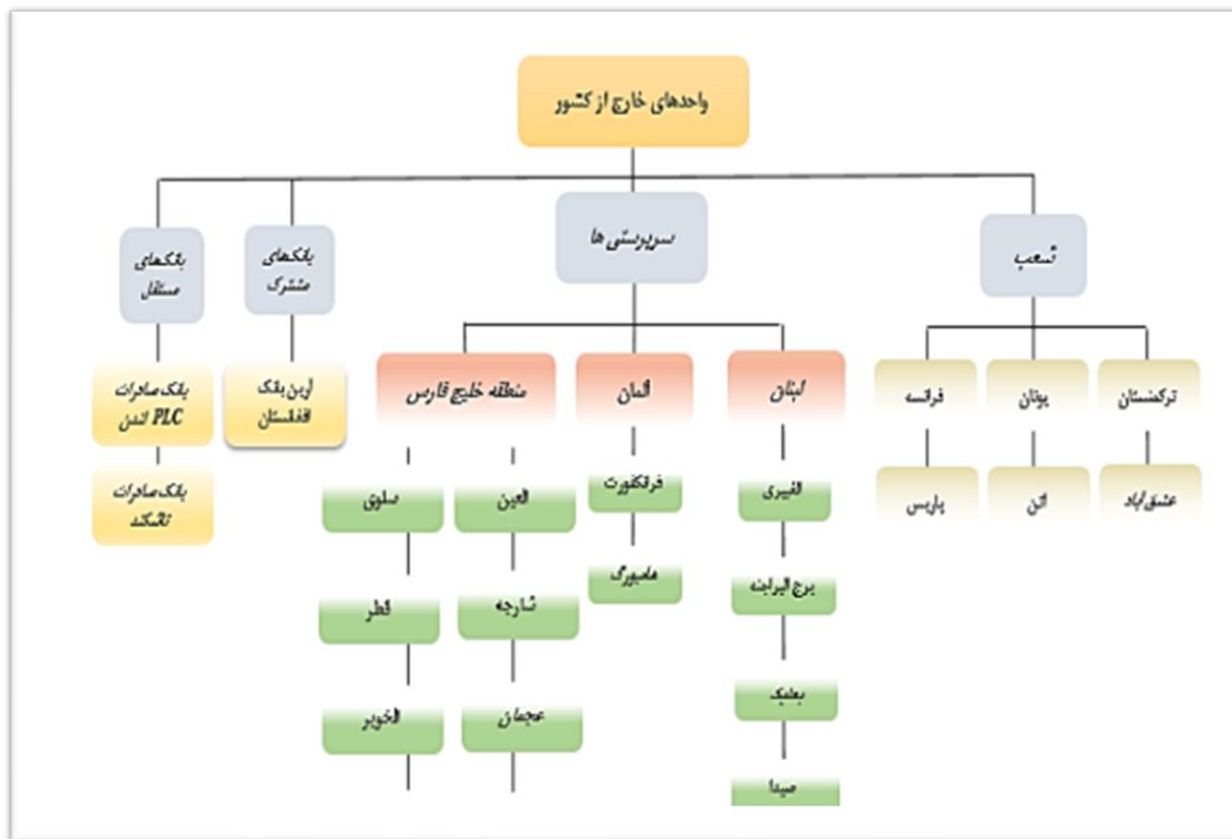
هدف از سرمایه‌گذاری افزایش ارزش دارایی سهامداران است. در این راستا سرمایه‌گذاران و تحلیلگران به دنبال یافتن ارزش واقعی شرکتها، سهام و سایر اوراق بهادار هستند تا با خرید آن‌ها به قیمتی ارزانتر از ارزش ذاتی و فروش آن در قیمت بالاتر، سود مد نظر خود را کسب کنند. راه‌های متفاوتی برای بدست آوردن ارزش ذاتی (یا ارزش واقعی) شرکتها و واحدهای تجاری و سهام آن‌ها وجود دارد که خالص ارزش دارایی که با نام اختصاری NAV شناخته می‌شود یکی از آن‌هاست. ارزش خالص دارایی (Net Asset Value) یا به اختصار NAV ارزش خالص یک واحد تجاری را نشان می‌دهد و به عنوان ارزش کل دارایی‌های آن واحد منهای ارزش کل بدهی‌های آن محاسبه می‌شود. این شاخص معیاری استاندارد شده به حساب می‌آید که می‌توان از آن به منظور انجام مقایسه عملکرد شرکتها استفاده کرد.

### کلیات بانک صادرات

یکی از سهامی که در شرایط فعلی بازار بورس، بعنوان سهام ارزشمند و زیر ارزش ذاتی می‌توان در مورد آن به بحث و بررسی پرداخت، سهام بانک صادرات است. بانک صادرات ایران در سال ۱۳۳۱ به عنوان «بانک صادرات و معادن» به ثبت رسید و در سال ۱۳۸۸ در بورس با نماد «وبصادر» پذیرفته شد. آخرین تغییرات سرمایه‌ای بانک صادرات پس از پذیرش در بورس به شرح ذیل بوده است:

تاریخ ثبت افزایش سرمایه	درصد افزایش سرمایه	مبلغ افزایش سرمایه (میلیارد ریال)	مبلغ سرمایه جدید (میلیارد ریال)	محل افزایش سرمایه
سال ۱۳۸۹	۲۰	۳.۳۶۰	۲۰.۱۶۳	سود انباشته
از سال ۱۹۰۰ الی ۱۳۹۱	۱۳.۶	۲.۷۴۲	۲۲.۹۰۶	سود انباشته
سال ۱۳۹۲	۱۵۲.۳	۳۴.۸۹۴	۵۷.۸۰۰	تجدید ارزیابی دارایی‌ها و سود انباشته
سال ۱۳۹۷	۲۰.۳	۱۱۷.۳۵۳	۱۷۵.۳۵۳	تجدید ارزیابی دارایی‌ها

بر اساس اطلاعات منتشره از سوی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، سهم بانک صادرات از بازارهای سپرده و تسهیلات شبکه بانکی کشور در پایان آذر ماه ۱۳۴۱ به ترتیب ۷.۴ و ۷.۵ درصد است. حضور در اقصی نقاط داخل و خارج از کشور با ۲۰۰۰۰ شعبه و بانک مستقل که بعضاً در بهترین نقاط تجاری و اقتصادی کشور واقع می‌باشند، از یک سو و اعتماد عامه مردم به این بانک و برندینگ قوی آن از سوی دیگر، سرمایه اجتماعی قابل توجهی به شمار می‌رود. این بانک در حال حاضر ۱.۵۸۵ شعبه در استان‌ها، ۳۶۶ شعبه در تهران و ۲۴ شعبه در مناطق آزاد دارد. در خارج از کشور هم ۲۲ شعبه، ۳ دفتر سرپرستی و ۲ بانک مستقل در خارج از کشور، سهم عمده‌ای در فعالیت‌های بانکی بین‌المللی می‌تواند ایفا نماید.



علاوه بر این استقرار بیش از ۵۲۰۰ دستگاه خودپرداز، بیش از ۸۰۰ هزار پایانه فروش، حدود ۷۰۰۰ پایانه شعب و صدور حدود ۳۲ میلیون کارت فعال، نشان دهنده فعالیت قابل توجه بانک در نظام جامع و فناوری به روز می باشد.

برای برآورد NAV بانک صادرات، دارایی های بانک را در سه حوزه سرمایه گذاری در شرکت های بورسی، شرکت های غیربورسی و نیز حوزه املاک و مستغلات می توان مورد بررسی قرار داد که در ادامه بطور مختصر به بررسی کلی هر کدام از آنها می پردازیم:

## الف) پرتفوی بورسی بانک صادرات

بانک صادرات به دلیل قدمت و سابقه حضور طولانی مدت در بازار سرمایه، پرتفوی نسبتاً متنوعی از سهام بازار سرمایه را در تملک خود قرار داده است. پرتفوی متنوعی که شامل طیف وسیعی از صنایع مختلف که عمدتاً تحت شرکت «گروه مالی سپهر» دسته‌بندی شده است و سهام پالایشگاهی و خودرویی و برقی که بصورت مستقیم تحت مالکیت بانک است.

مبنای ارزشگذاری	ارزش در پرتفوی (هزار میلیارد ریال)	ارزش کل (هزار میلیارد ریال)	درصد مالکیت	سرمایه گذاری ها
ارزش روز نماد	۴۴۴,۶۴۰	۴۷۵,۵۰۰	۹۳/۵۱%	سرمایه گذاری مالی سپهر صادرات
ارزش روز نماد	۱۰۲,۹۰۸	۲,۱۵۱,۹۶۰	۴/۷۸%	پالایش نفت اصفهان
ارزش روز نماد	۹۰,۳۹۵	۱,۸۸۰,۷۸۷	۴/۸۱%	پالایش نفت بندرعباس
ارزش روز نماد	۸۶,۸۰۲	۱,۶۵۲,۷۵۰	۵/۲۵%	پالایش نفت تهران
ارزش روز نماد	۴۰,۵۲۲	۱,۲۰۴,۸۱۴	۳/۳۶%	ایران خودرو
ارزش روز نماد	۲۹,۹۴۹	۵۷۷,۲۰۰	۵/۱۹%	پالایش نفت تبریز
ارزش روز نماد	۹,۲۴۷	۳۶۱,۵۵۰	۲/۵۶%	سرمایه گذاری ملی ایران
ارزش روز نماد	۸,۰۳۷	۵۵,۶۳۴	۱۴/۴۵%	توسعه بین المللی پدیده شاندیز
ارزش روز نماد	۴,۱۸۱	۱۳۲,۳۶۰	۳/۱۶%	ایران ترانسفو
ارزش روز نماد	۱,۲۱۹	۶۴,۸۶۵	۱/۸۸%	تولید تجهیزات سنگین هپکو
ارزش روز نماد	۱,۱۴۰	۵,۶۶۴,۰۰۰	۰/۰۲%	فولاد مبارکه اصفهان
ارزش روز نماد	۶۲۸	۵۶,۲۴۰	۱/۱۲%	بیمه اتکایی امین
ارزش روز نماد	۳۹۸	۱,۹۵۳,۳۶۰	۰/۰۲%	هلدینگ غدیر
-	۲,۰۲۴	-	-	سایر
	۸۲,۰۹۰	۱۶,۲۳۳,۰۴۴		جمع

مهمترین سرمایه‌گذاری‌های بانک در بخش پرتفوی بورسی، عمدتاً شامل مالکیت حدود ۹۳.۵ درصد سهام شرکت سرمایه‌گذاری سپهرصادرات است که وزن ۶۸ درصدی از پرتفوی بورسی این بانک را تشکیل می‌دهد. پالایشگاه‌های مهم کشور مانند شپنا، شتران، شبندر و تبریز حدود ۲۹ درصد از پرتفوی بورسی را تشکیل می‌دهند.

## ب) پرتفوی غیربورسی بانک صادرات

مهم‌ترین سرمایه‌گذاری‌های غیربورسی بانک صادرات متشکل از پرتفویی شامل ۹۸ درصد نیروگاه سپهر زواره، ۱۴.۳ درصد سهام بانک قرض الحسنه مهر ایران، ۴۰ درصد شرکت معظم توسعه نیشکر و صنایع جانبی، ۲۱ درصد ملی انفورماتیک و ... را دارد. توضیح اینکه با توجه به اینکه در محاسبه خالص ارزش دارایی‌ها، گروه مالی سپهر صادرات به قیمت بازار و نه قیمت NAV لحاظ شده است، بنابراین مهم‌ترین دارایی‌های غیربورسی بانک که با یک واسطه در شرکت پایین دستی قرار دارند؛ یعنی شرکت توسعه نیشکر و ملی انفورماتیک در محاسبه NAV، در دسته پرتفوی غیربورسی بانک صادرات مورد ارزشگذاری قرار گرفته‌اند.

سرمایه گذاری ها	درصد مالکیت	ارزش کل (هزار میلیارد ریال)	ارزش در پرتفوی (هزار میلیارد ریال)	مبنای ارزشگذاری
نیروگاه سپهر زواره	۹۸٪	۵۰	۴۹	بر اساس شرکت‌های مشابه در بورس
توسعه نیشکر و صنایع جانبی	۴۰٪	۹۰۰	۳۶۰	ارزشگذاری سازمان خصوصی سازی در سال ۱۴۰۱
ملی انفورماتیک	۲۱٪	۲۶۰	۵۵	
بانک قرض الحسنه مهر ایران	۱۴.۳٪	۳۰۰	۴۲	بر اساس سودآوری
مجموع			۵۰۶	

اهم نکات تحلیلی پرتفوی غیربورسی بانک صادرات به شرح ذیل است:

۱. نیروگاه سپهر زواره با ظرفیت ۵۰۰ مگا وات براساس شرکت های مشابه در بورس ارزشگذاری شده است
۲. بانک قرض الحسنه مهر ایران با توجه به گزارشات شش ماهه خود توانسته ۱۵،۲۸۵ میلیارد ریال سود خالص بسازد و پیش‌بینی می‌شود در انتهای سال بتواند بیش از ۲۷،۵۱۳ میلیارد ریال سود خالص محقق سازد.
۳. پتروشیمی گچساران که در اسفند ۱۴۰۱ دارای پیشرفت فیزیکی ۹۴ درصدی بوده و با ظرفیت سالیانه حدود ۱ میلیون تن اتیلن جزو زیر مجموعه و سپهر بوده که عمده سهامدار آن صادرات است.
۴. شرکت توسعه نیشکر و صنایع جانبی که عمده سهام دار آن و سپهر است در سال ۱۴۰۱ توسط سازمان خصوصی سازی ۹۰۰ هزار میلیارد ریال ارزشگذاری شده بود که برآورد می‌شود بصورت محافظه کارانه حداقل حدود ۱۵۰۰ هزار میلیارد ریال عرضه شود.
۵. شرکت انرژی سپهر دارای سه طرح دنا، سبلان و سیراف است که هر یک به ظرفیت ۱۶۵۰ میلیون تن متانول می‌باشند و برآورد می‌شود حدود ۱ میلیارد دلار ارزش داشته باشد که جزو زیر مجموعه‌های و سپهر است

## ج) املاک و مستغلات بانک صادرات

از مهمترین دارایی‌های این بانک می‌توان به املاک و مستغلات آن اشاره کرد که با توجه به آخرین گزارش ارزش‌گذاری که در سال ۹۷ انجام شده معادل ۱۷۵،۳۵۳ میلیارد ریال برآورد شده است.

برای تخمین روز ارزش املاک و مستغلات از یک مقایسه نسبتاً ساده یعنی تغییرات میانگین هر متر مربع در تهران می‌توانیم استفاده کنیم؛ با این توضیح که چنانچه میانگین قیمت هر متر آپارتمان در تهران در مقطع ارزیابی‌ها یعنی مهر ۱۳۹۷، ۸ میلیون تومان در نظر بگیریم مرکز آمار ایران میانگین قیمت یک متر مربع مسکن در تهران برای دی ۱۴۰۱ معادل ۵۴ میلیون و ۹۶۳ هزار تومان اعلام کرده که برای اردیبهشت ماه ۱۴۰۲ بطور متوسط می‌توان ۵۸ میلیون تومان در نظر گرفت. بر این اساس می‌توان بدون احتساب ارزش املاک و مستغلات خریداری شده طی این فاصله زمانی، ارزش دارایی‌های ثابت بانک را بصورت کاملاً محافظه‌کارانه ۱،۲۹۵ هزار میلیارد ریال می‌توان برآورد کرد.

## جمع بندی خالص ارزش دارایی های بانک صادرات

با توجه به مطالب قبلی، بانک صادرات با دارا بودن پرتفوی بورسی به ارزش ۱،۰۶۱،۴۵۷ میلیارد ریال و پرتفوی غیر بورسی و املاک و مستغلات به ارزش ۱،۰۶۹،۶۰۶ میلیارد ریال، دارای ارزش دارایی به مقدار ۱،۷۸۶،۶۹۹ میلیارد ریال می‌باشد.

با در نظر گرفتن سرمایه‌های ثبته معادل ۱۷۵،۳۵۳ میلیارد ریال، خالص ارزش دارایی‌های بانک صادرات به ازای هر سهم معادل ۱۲،۷۱۵ ریال می‌شود.

محاسبه NAV بانک صادرات (ارقام برای سادگی بر مبنای همت است)	
۱۷.۴	سرمایه بانک
۸۱	ارزش روز سهام بورسی
۵۰	ارزش برآوردی سهام غیربورسی
۱۲۹	ارزش دارایی‌های ثابت (زمین و ساختمان)
۲۶۰	مجموع خالص ارزش دارایی‌ها
NAV بازای هر سهم - ریال	۱۴.۸۰۰ ریال

- ۱- امکان افزایش سرمایه از محل تجدید داراییها هر پنج سال یکبار وجود دارد که امسال می تواند افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی داراییها مجددا انجام شود. با توجه به اینکه تمام فعالیت های بانکی اعم از تسهیلات، نسبت های نظارتی همگی منوط و وابسته به نسبت کفایت سرمایه است و نسبت کفایت سرمایه بانک در حال حاضر حدود ۱.۵ و کمتر از ۲ است، بانک لازم است که هرچه سریع تر به سمت انجام افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی داراییها حرکت کند.
- ۲- عرضه توسعه نیشکر
- ۳- پتانسیل شعب خارج از ایران
- ۴- پتانسیل تسعیر ارزی (بعنوان مثال طلب ۱۸۰ میلیون یورویی از فولاد خوزستان که اخیرا در کدال افشا شد)

### بیانیه سلب مسئولیت

گزارش تحلیلی موجود، حاصل تلاش های گروه تحلیلی سبد گردان تصمیم بوده که در فضای مجازی بصورت رایگان منتشر شده است این گزارشات، فاقد هر گونه توصیه به خرید، فروش یا نگهداری سهم می باشند.

سبد گردان تصمیم با انتشار این متن از خود بابت سود و زیان های احتمالی سلب مسئولیت کرده و اعلام می دارد مسئولیت هر گونه تصمیم گیری بر اساس گزارشات موجود در این سامانه با شخص سرمایه گذار است.