



تحلیل بنیادی

FUNDAMENTAL ANALYSIS

بهمن ماه ۹۴

شرکت کارگزاری نهایت نگر

Nahayatnegar Brokerage Co.





▪ نگاهی به شرکت

سال مالی: ۰۶/۳۱	سرمایه: ۳,۰۰۰,۰۰۰ میلیون ریال	نماد شرکت: ورنا
ارزش ویژه هر سهم: ۱,۴۴۱ ریال	آخرین قیمت: ۱,۵۴۴ ریال	حجم مبنا: ۱,۲۰۰,۰۰۰
درصد سود تقسیمی سال قبل: ۰٪	انحراف نسبت به پیش بینی قبل: ۵۱	پیش بینی EPS سال ۹۵: ۹-
P/E صنعت: -۱۱,۷	رتبه نقد شوندگی: ۴۳۷	P/E شرکت: -۱۷۲
بازده کل دوره جاری: ۳۱,۳۵٪		بازده قیمتی دوره جاری: ۱۵۴۴-۷۲۳

▪ عوامل بنیادی موثر بر شرکت

شرکت سرمایه گذاری گروه صنعتی رنا با توجه به کانون اصلی سرمایه گذاری های خود در بازار بورس اوراق بهادار تهران در صنعت خودرو طبقه بندی شده است و به عنوان یک هلدینگ خودرو تلقی می شود. سرمایه ثبت شده شرکت معادل ۳۰۰۰ میلیارد ریال و ارزش آن در پایان روز ۱۸ بهمن ۱۳۹۴، ۴۶۳۲۲ میلیارد ریال می باشد. شرکت سرمایه گذاری گروه صنعتی رنا در صنعت خودرو بین شرکت های بورسی از نظر ارزش روز بازار در جایگاه ۷ قرار دارد.

طبق آخرین پرتفو شرکت که منتهی به دوره ۹۴/۱۰/۳۰ می باشد. گروه خودرو و ساخت قطعات با ۷۷,۳۴ درصد و واسطه گریهای مالی با ۸,۴۷ درصد بیشترین سهم را در پرتفو شرکت دارند. قابل ذکر است حدود ۸۱ درصد پرتفو شرکت را شرکتهای بورسی و ما بقی را غیر بورسی تشکیل داده است.

▪ تاریخچه و موضوع فعالیت

شرکت سرمایه گذاری گروه صنعتی رنا در تاریخ ۱۳۵۵/۱۰/۰۹ به صورت شرکت سهامی عام تاسیس شده و طبق شماره ۲۷۲۴۹ مورخ ۱۳۵۵/۱۰/۱۲ در اداره ثبت شرکت ها و مالکیت صنعتی تهران به ثبت رسیده است. شرکت در تاریخ ۱۳۷۴/۸/۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده است. مرکز اصلی شرکت در شهر تهران خیابان شریعتی، خیابان وحید دستگردی (ظفر) شماره ۱۶۲ واقع است. موضوع شرکت طبق مفاد ماده ۳ اساسنامه که در جلسه مجمع عمومی فوق العاده مورخ ۱۳۹۰/۱۱/۱۵ به منظور انطباق اساسنامه شرکت با نمونه اساسنامه شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران به تصویب رسیده عبارت است از:

الف- موضوع فعالیت های اصلی

۱. سرمایه گذاری در سهام، سهم الشرکه، واحدهای سرمایه گذاری صندوق ها یا سایر اوراق بهادار دارای حق رای با هدف کسب انتفاع به طوری که به تنهایی یا به همراه اشخاص تحت کنترل یا اشخاص تحت کنترل واحد، کنترل شرکت، موسسه یا صندوق سرمایه پذیر را در اختیار گرفته یا در آن نفوذ قابل ملاحظه یابد و شرکت، موسسه یا صندوق سرمایه پذیر (اعم از ایرانی یا خارجی) در زمینه یا زمینه های زیر فعالیت کند:

۱-۱ تولید، واردات، توزیع و فروش قطعات خودروهای سبک و سنگین و صنایع مرتبط با خودرو؛



۲-۱ تولید، واردات، توزیع و فروش قطعات خودروهای سبک و سنگین در داخل و خارج کشور؛

۳-۱ خدمات پس از فروش خودروهای سبک و سنگین؛

۲. انجام فعالیتهای زیر در ارتباط با اشخاص سرمایه پذیر موضوع بند ۱ فوق :

۲-۱- خدمات اجرایی در تهیه و خرید مواد اولیه و ماشین آلات برای اشخاص حقوقی سرمایه پذیر؛

۲-۲- انجام مطالعات، تحقیقات و بررسی های تکنولوژی، فنی، علمی، بازرگانی و اقتصادی برای بهره برداری توسط اشخاص حقوقی سرمایه پذیر.

ب - موضوع فعالیتهای فرعی

۱. سرمایه گذاری در مسکوکات، فلزات گرانبها، گواهی سپرده ی بانکی و سپرده های سرمایه گذاری نزد بانک ها و موسسات مالی اعتباری مجاز؛

۲. سرمایه گذاری در سهام، سهم الشرکه، واحدهای سرمایه گذاری صندوق یا اوراق بهادار دارای حق رای شرکت ها، موسسات یا صندوق های سرمایه گذاری با هدف کسب انتفاع به طوری که به تنهایی یا به همراه اشخاص تحت کنترل و اشخاص تحت کنترل واحد، کنترل شرکت، موسسه یا صندوق سرمایه گذاری سرمایه پذیر را در اختیار نگرفته یا در آن نفوذ قابل ملاحظه نیابد؛

۳. سرمایه گذاری در اوراق بهادار که به طور معمول دارای حق رای نیست و توانایی انتخاب مدیر یا کنترل ناشر را به مالک اوراق بهادار نمی دهد.

۴. سرمایه گذاری در سایر دارایی ها از جمله دارایی های فیزیکی، پروژه های تولیدی و پروژه های ساختمانی به هدف کسب انتفاع؛

۵. ارائه خدمات مرتبط با بازار اوراق بهادار از جمله :

۵-۱- پذیرش سمت در صندوق های سرمایه گذاری؛

۵-۲- تامین مالی بازارگردانی اوراق بهادار؛

۵-۳- مشارکت در تعهد پذیره نویسی اوراق بهادار؛

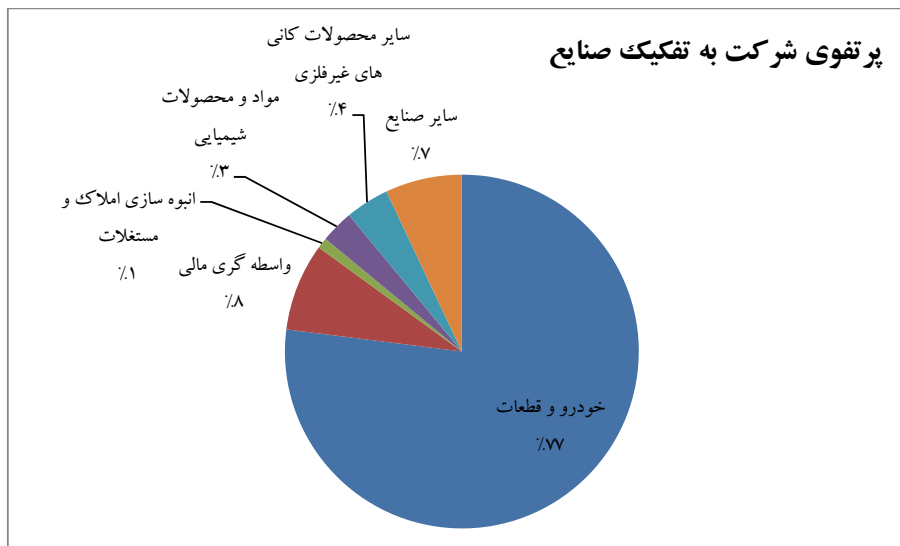
۵-۴- تضمین نقد شوندگی، اصل یا حداقل سود اوراق بهادار؛

▪ سهامداران شرکت

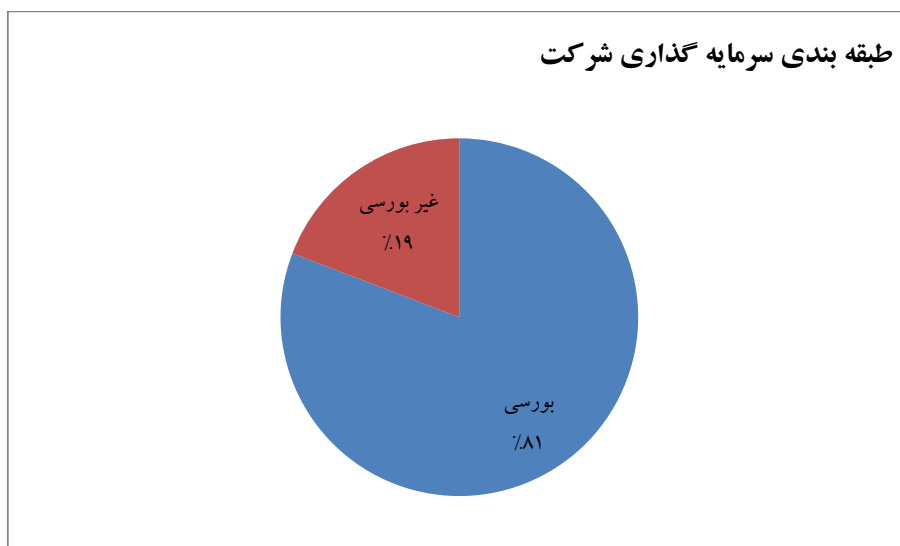
نام شرکت	درصد مالکیت
شرکت سرمایه گذاری سایپا - سهامی عام	۱۴,۹۹ درصد
شرکت پیشگامان بازرگانی ستاره تابان - سهامی خاص	۱۲,۰۵ درصد
شرکت تجارت الکترونیک خودرو تابان - سهامی خاص	۱۲ درصد
شرکت سرمایه گذاری صندوق بازنشستگی کشوری	۹,۹۱ درصد
صندوق بازنشستگی کشوری	۷,۲۹ درصد
سازمان گسترش و نوسازی ایران - معاف از مالیات	۵ درصد
شرکت توسعه اقتصادی آراین	۱,۳۱ درصد

خلاصه نکات کلیدی ترازنامه

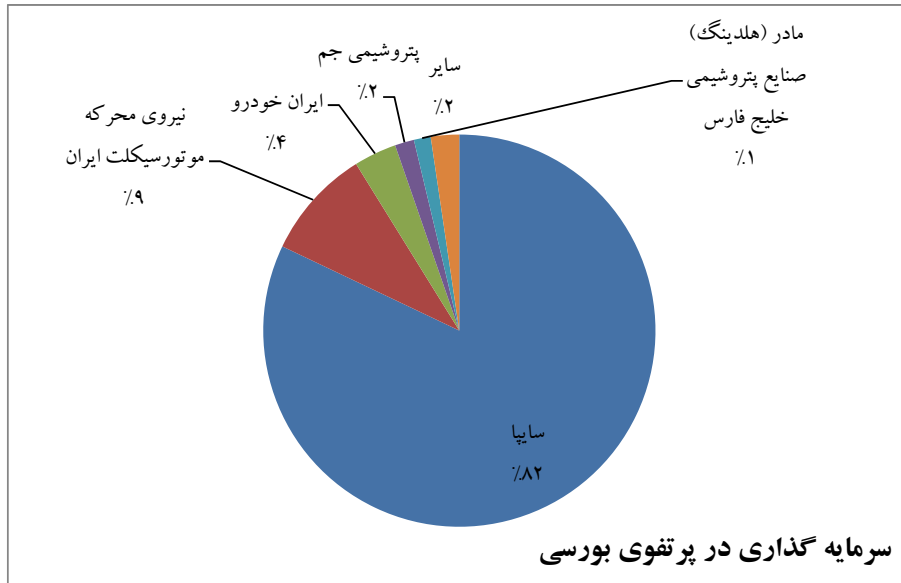
- دارایی های شرکت در ۳ سال اخیر روند نزولی داشته است. سرمایه گذاری های شرکت در سال مالی ۹۴ وزنی معادل ۷۸٪ از داراییهای شرکت داشته است. ۱۴٪ از دارایی های شرکت را نیز طلب از شرکتهای گروه و شرکتهای وابسته تشکیل داده است.
 - بدهی های شرکت در ۳ سال اخیر روند صعودی داشته است. لازم به ذکر است دارایی های شرکت ۵۸٪ از محل بدهی و ۴۲٪ از محل حقوق صاحبان سهام تشکیل شده است.
 - حقوق صاحبان سهام در ۳ سال اخیر بدون تغییر بوده است.
- وضعیت سرمایه گذاری شرکت



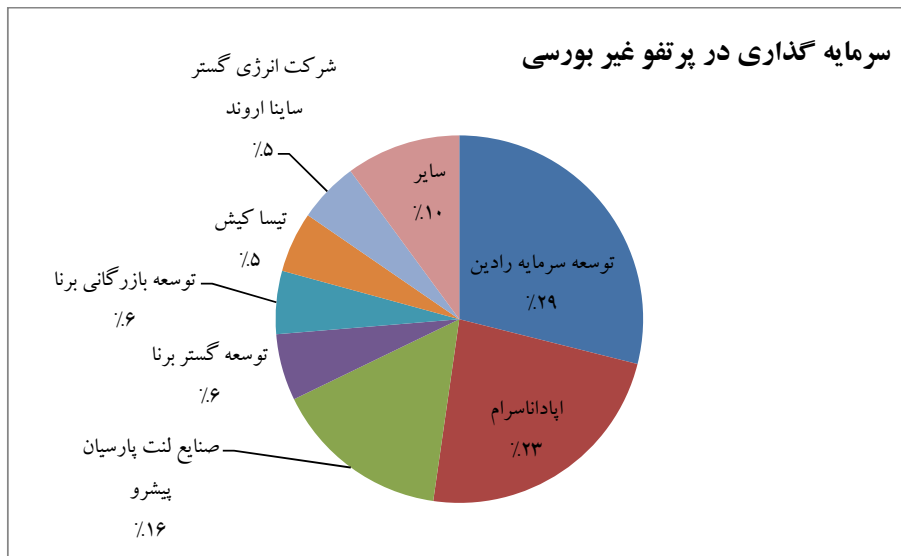
تفکیک سرمایه گذاری ها به تفکیک بورسی و غیر بورسی



▪ تفکیک سرمایه گذاری پرتفوی بورسی



▪ تفکیک سرمایه گذاری پرتفوی غیر بورسی





ارزش روز خالص داراییها ، (پرتفوی بورسی)

نام شرکت	سرمایه (میلیون ریال)	ارزش اسمی هر سهم	درصد مالکیت	بهای تمام شده	ارزش روز هر سهم	ارزش روزدر ۹۴/۱۱/۱۸	مازاد ارزش	درصد پرتفو
سایپا	۱۷,۴۴۳,۳۰۶	۱,۰۰۰	۸,۲۵	۲,۴۱۰,۳۴۵	۱,۰۶۸۳	۲,۴۲۲,۷۲۱	۱۲,۳۷۶	۳۱٪
سایپا-فروش بلوک ۹,۵درصدی به وسایپا	۱۷,۴۴۳,۳۰۶	۱,۰۰۰	۹,۵	۲,۷۷۶,۰۶۴	۱,۰۶۸۳	۲,۷۸۸,۹۲۳	۱۲,۸۵۹	۳۶٪
نیروی محرکه موتورسیکلت ایران	۱,۰۲۰,۶۰۰	۱,۰۰۰	۳۱,۵۳	۵۷۴,۸۶۳	۲,۴۳۷	۷۸۴,۲۸۸	۲۰۹,۴۲۵	۷٪
ایران خودرو	۱۵,۳۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۸۵	۲۲۲,۹۶۹	۲,۰۶۷۰	۳۴۵,۳۱۸	۱۲۲,۳۴۹	۳٪
پتروشیمی جم	۹,۶۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۱۱	۹۹,۸۴۳	۱۰,۰۰۶	۱۰,۰۰۶	۶,۲۲۱	۱٪
مادر (هلدینگ) صنایع پتروشیمی خلیج فارس	۵۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۲	۸۷,۳۴۳	۵,۸۷۲	۷۱,۰۶۵	-۱۶,۲۷۸	۱٪
نیروی محرکه موتورسیکلت ایران (حق تقدم)	۱۲۷,۵۷۵	۱,۰۰۰	۳۶,۰۴	۳۶,۱۴۸	۳,۰۶	۱۴,۰۶۸	-۲۲,۰۸۰	۰٪
پتروشیمی اراک	۳,۶۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۱	۲۶,۰۹۶	۵,۲۰۷	۱۸,۷۴۵	-۷,۳۵۱	۰٪
ایران خودرو (حق تقدم)	۳,۳۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۱,۰۷	۲۵,۴۳۹	۱,۰۲۳۳	۴۳,۵۱۴	۱۸,۰۷۵	۰٪
مدیریت پروژه های نیروگاهی ایران(مپنا)	۹,۹۷۵,۱۰۳	۱,۰۰۰	۰,۰۲	۱۴,۷۸۹	۹,۴۵۰	۱۶,۰۶۵	۱,۲۷۶	۰٪
سرمایه گذاری نفت و گاز و پتروشیمی تامین	۴۳,۵۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۱	۱۴,۵۹۰	۲,۴۷۲	۱۰,۰۱۲	-۴,۵۷۸	۰٪
تامین مواد اولیه فولاد صبانور	۲,۰۳۶,۴۲۲	۱,۰۰۰	۰,۱۲	۷,۷۷۰	۲,۳۲۲	۵,۹۰۵	-۱,۸۶۵	۰٪
ایران ترانسفو	۱,۵۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۳	۴,۵۳۳	۱۱,۹۲۹	۴,۷۷۲	۲۳۹	۰٪
سنگ آهن گل گهر	۲۴,۰۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۱	۴,۰۹۷	۲,۰۴۸	۵,۵۳۵	۱,۴۳۸	۰٪
پالایش نفت بندرعباس	۱۳,۸۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰	۲,۶۰۰	۳,۹۳۹	۱,۱۸۲	-۱,۴۱۸	۰٪
بانک تجارت	۴۵,۷۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰	۲,۱۳۰	۱,۱۹۷	۲,۳۹۴	۲۶۴	۰٪
بانک پاسارگاد	۵۰,۴۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰	۱,۹۱۹	۱,۳۲۳	۱,۹۸۵	۶۶	۰٪
معدنی و صنعتی چادرملو	۱۷,۱۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۱	۱,۵۱۴	۲,۸۰۵	۲,۴۹۹	۹۸۵	۰٪
بانک ملت	۴۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰	۱,۴۸۴	۲,۰۲۸	۱,۵۶۰	۷۶	۰٪
هلدینگ توسعه معادن و فلزات	۲۱,۹۲۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰	۱,۰۰۷	۱,۳۰۷	۹۶۵	-۴۲	۰٪
پارس خودرو	۶,۷۷۳,۸۵۳	۱,۰۰۰	۰,۰۱	۹۸۷	۱۳۷۴	۱۳۷۴	۳۸۷	۰٪
سایپا دیزل	۲,۱۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۵	۹۵۹	۱۴۵۲	۱۴۷۲	۵۱۳	۰٪
رایان سایپا	۲,۴۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۲	۸۱۳	۲۵۲۲	۱۰۰۹	۱۹۶	۰٪
سنگ آهن گل گهر (حق تقدم)	۶,۰۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰	۴۶۵	۵۳۴	۴۸۱	۱۶	۰٪
لیزینگ صنعت و معدن	۲,۰۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۲	۴۲۱	۱۶۳۳	۴۹۰	۶۹	۰٪
فولاد مبارکه	۷۵,۰۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰	۲۰۸	۱۲۹۰	۱۶۵	-۴۳	۰٪
هلدینگ توسعه معادن و فلزات (حق تقدم)	۱,۰۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰	۹۹	۴۲۳	۱۱۶	۱۷	۰٪
فولاد مبارکه اصفهان (حق تقدم)	۲۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰	۲۹	۵۵	۳	-۲۶	۰٪
بانک کار آفرین	۸,۵۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰	۱۸	۲۹۴۲	۳۸	۲۰	۰٪
بانک پارسیان	۲۳,۷۶۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰	۱	۱۴۷۳	۱	۰	۰٪
مهندسی تکنوتار	۱۶۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰	۱	۱۸۰۶	۱	۰	۰٪
جمع				۶,۳۱۹,۵۴۴		۶,۶۵۲,۷۲۹	۳۳۳,۱۸۵	۸۱٪



ارزش روز خالص داراییها، (پرتفوی غیر بورسی)

نام شرکت	سرمایه (میلیون ریال)	ارزش اسمی هر سهم	تعداد سهام	درصد مالکیت	بهای تمام شده	درصد پرتفو
توسعه سرمایه رادین	۱	۱۰,۰۰۰	۹۸	۹۸.	۴۳۳,۹۲۵	۶٪
اپاداناسرام	۱,۴۷۰,۲۵۵	۱,۰۰۰	۳۰۶,۷۳۸,۵۵۰	۲۰,۸۶	۳۵۰,۳۵۱	۴٪
صنایع لنت پارسین پیشرو	۲۸۶,۱۶۷	۱,۰۰۰	۲۳۳,۳۶۷,۲۰۰	۸۱,۵۵	۲۳۳,۳۶۴	۳٪
توسعه گستر برنا	۱۰۰,۰۰۰	۱۰,۰۰۰	۹,۹۹۹,۹۹۶	۱۰۰.	۸۸,۰۰۲	۱٪
توسعه بازرگانی برنا	۸۶,۰۰۰	۱۰,۰۰۰	۶,۷۱۳,۵۸۷	۷۸,۰۶	۸۳,۲۱۲	۱٪
تیساکیش	۴۰۰,۰۰۰	۱۰,۰۰۰	۸,۰۰۰,۰۰۰	۲۰.	۸۰,۰۰۰	۱٪
شرکت انرژی گستر سایناروند	۲۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۷۹,۹۹۹,۹۹۰	۴۰.	۸۰,۰۰۰	۱٪
گسترش موادپیشرفته	۱۴۵,۲۳۱	۱,۰۰۰	۴۳,۵۶۹,۳۰۰	۳۰.	۴۳,۵۶۹	۱٪
توسعه سرمایه رسا	۵۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۲۲,۴۳۱,۵۳۸	۴۴,۸۶	۳۳,۲۰۰	۰٪
گسترش انفورماتیک ایران	۵۵,۲۸۹	۱,۰۰۰	۱۶,۳۴۱,۸۷۹	۲۹,۵۶	۲۰,۶۹۳	۰٪
کارگزاری بانک صنعت و معدن	۱۲۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۴۰,۸۰۰,۰۰۰	۳۴.	۱۶,۸۳۴	۰٪
گسترش صنعت علوم زیستی	۵۴,۵۰۰	۱,۰۰۰	۱۶,۳۵۰,۰۰۰	۳۰.	۱۶,۳۵۰	۰٪
توسعه صنایع گاز لنگرود	۵۶,۲۶۰	۱,۰۰۰	۱۲,۰۰۰,۰۰۰	۲۱,۳۳	۱۲,۰۰۰	۰٪
بورس انرژی	۶۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۳,۲۶۱,۰۰۰	۰,۵۴	۳,۲۶۲	۰٪
ساخت تجهیزات نیروگاهی آرمان نیرو آسیا	۱۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۲,۰۰۰,۰۰۰	۲۰.	۲,۰۰۰	۰٪
صندوق سرمایه گذاری مشترک کوثر	۲۱,۸۷۲	۱,۰۰۰,۰۰۰	۱,۲۵۱	۵,۷۲	۱,۲۷۱	۰٪
صندوق سرمایه گذاری مشترک صنعت و معدن	۳۰,۸۵۲	۱,۰۰۰,۰۰۰	۳۲۰	۱,۰۴	۱,۰۰۶	۰٪
فرا بورس ایران	۴۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۴,۰۰۰,۰۰۰	۱.	۱,۰۰۰	۰٪
موسسه توسعه صنعت سرمایه گذاری ایران	۳,۰۰۰	۱۰,۰۰۰	۱۲,۰۰۰	۴.	۱۲۰	۰٪
کشتی سازی اروندان	۲۱۷,۸۵۲	۱,۰۰۰	۲۱,۷۸۵	۰,۰۱	۵۰	۰٪
بازرگانی بین المللی ایدرو	۵,۰۰۰	۱۰,۰۰۰	۵,۰۰۰	۱.	۵۰	۰٪
فن اوری ارتباطات ایماء	۳۵۰	۳۵	۶۰۰,۰۰۰	۶.	۲۱	۰٪
اسکلتهای فولادی مخازن ایران	۲,۰۰۰	۶۷,۵۶۸	۷۴	۰,۲۵	۵	۰٪
کالج بین المللی آموزشهای هوانوردی ایران کیش	۱۰۰	۱,۰۰۰	۲,۰۰۰	۲.	۲	۰٪
کیش رؤیای زندگی (سهامی خاص)	۳۰۰,۰۰۰	۱۰,۰۰۰	۱۵۰	۰	۱	۰٪
جمع					۱,۵۰۰,۲۸۸	۱۹٪



ارزش روز خالص دارایی هر سهم شرکت ، با توجه به مفروضات متفاوت به شرح زیر است :

الف - محاسبه NAV براساس ارزش گذاری داراییهای بورسی براساس قیمت بازار و داراییهای غیر بورسی به بهای تمام شده :

شرح	بورسی (میلیون ریال)	غیر بورسی (میلیون ریال)	جمع
ارزش جاری	۶,۶۵۲,۷۲۹	۱,۵۰۰,۲۸۸	۸,۱۵۳,۰۱۷
بهای تمام شده	۶,۳۱۹,۵۴۴	۱,۵۰۰,۲۸۸	۷,۸۱۹,۸۳۲
ارزش افزوده	۳۳۳,۱۸۵	۰	۳۳۳,۱۸۵
حقوق صاحبان سهام			۴,۳۲۵,۶۶۱
ذخیره کاهش ارزش			۴۵,۷۱۵
ارزش روز خالص ارزش دارایی ها			۴,۷۰۴,۵۶۱
سرمایه			۳,۰۰۰,۰۰۰
NAV			۱,۵۶۸
قیمت بازار			۱,۵۴۴
قیمت بازار به خالص دارایی هر سهم			۹۸٪

ارزش روز خالص دارایی ها به تاریخ ۹۴/۱۱/۱۸ محاسبه شده است. شرکت های غیر بورسی به بهای تمام شده لحاظ شده است . در حال حاضر قیمت سهم حدود ۹۸ درصد NAV معامله می شود.

با توجه به اخبار موجود در بازار مبنی بر فروش بلوک ۹/۵ درصدی سایپا ونیرو محرکه NAV مورد انتظار شرکت حدود ۲۳۸۳ ریال محاسبه می شود.

شرکت سرمایه گذاری رنا طبق آخرین پرتفو به طور مستقیم مالکیت ۱۷/۷۵ درصد سایپا را داراست ولیکن مالکیت حدود ۲۴٪ سایپا را به طور مستقیم و غیر مستقیم دارا می باشد ولیکن قصد فروش بلوک ۹/۵ درصدی این شرکت را به وسایپا دارد به منظور تسویه بدهی. با توجه به بسته بودن نماد سایپا و نامشخص بودن قیمت بازگشایی سهم قابل ذکر است در صورت انجام معامله بلوکی هر ۱۰۰ ریال افزایش قیمت سایپا، ۸۵ ریال NAV هر سهم را افزایش خواهد داد.



ب - محاسبه NAV براساس ارزش گذاری داراییهای بورسی و برخی از داراییهای غیربورسی براساس قیمت بازار و سایر داراییهای غیر بورسی به بهای تمام شده :

شرح	بورسی (میلیون ریال)	غیر بورسی (میلیون ریال)	جمع
ارزش جاری	۶,۶۵۲,۷۲۹	-۴۰۷,۴۰۶	۶,۲۴۵,۳۲۳
بهای تمام شده	۶,۳۱۹,۵۴۴	۱,۵۰۰,۲۸۸	۷,۸۱۹,۸۳۲
ارزش افزوده	۳۳۳,۱۸۵	-۱,۹۰۷,۶۹۴	-۱,۵۷۴,۵۰۹
حقوق صاحبان سهام			۴,۳۲۵,۶۶۱
ذخیره کاهش ارزش			۴۵,۷۱۵
ارزش روز خالص ارزش دارایی ها			۲,۷۹۶,۸۶۷
سرمایه			۳,۰۰۰,۰۰۰
NAV			۹۳۲
قیمت بازار			۱,۵۴۴
قیمت بازار به خالص دارایی هر سهم			۱۶۶٪

ارزش روز خالص دارایی ها به تاریخ ۹۴/۱۱/۱۸ محاسبه شده است. شرکت های غیر بورسی (به استثنای شرکت های توسعه سرمایه رادین، توسعه گستر برنا) به بهای تمام شده لحاظ شده است. در حال حاضر قیمت سهم حدود ۱۶۶ درصد NAV معامله می شود.

عمده کاهش ارزش پرتفو غیر بورسی مربوط به شرکت توسعه سرمایه رادین می باشد که ناشی از بدهی بالای شرکت مذکور و همچنین بالا بودن بهای خرید سایپا (۶,۵۹٪) می باشد. با توجه به اخبار موجود در بازار مبنی بر فروش بلوک ۹/۵ درصدی سایپا و نیرومحرکه NAV مورد انتظار شرکت حدود ۱۷۴۸ ریال محاسبه می شود.