

تحلیل بنیادی شرکت صنعتی زر ماکارون (غزر)

کارگزاری
تدبیرگران فردا



معاونت توسعه بازار

زمستان ۱۴۰۲

www.tadbirbroker.ir



شرکت صنعتی زرماکارون از تاریخ ۱۳۸۴/۰۷ شروع به بهره برداری نموده است. شرکت در تاریخ ۱۳۹۹/۰۲ به موجب صورتجلسه مجمع عمومی فوق العاده مورخ ۱۳۹۹/۰۲/۰۹ به شرکت سهامی عام تبدیل و در تاریخ ۱۳۹۹/۰۲/۲۴ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده است. نشانی مرکز و محل فعالیت اصلی در استان البرز - شهرستان ساوجبلاغ واقع است.

در واقع این گروه که در حال حاضر بزرگترین صادرکننده ایرانی انواع ماکارونی می باشد، در سکوی نخست صنعت ماکارونی ایران قرار گرفته و توانسته است با ایجاد فضای رقابتی در صنعت، به عنوان اولین تولیدکننده انواع ماکارونی و پاستا با آرد سمولینا در ایران، نقش مهمی را در ارتقاء کیفیت تولیدات داخلی به عهده بگیرد. به نحوی که هم اکنون محصولات ماکارونی ایران قادرند هم تراز با برندهای معتبر جهانی در رقابت های بین المللی موفق و سربلند وارد شوند. از سوی دیگر این گروه توانسته است با افزایش تعداد سیلوهای غلات خود، بالاترین توان ذخیره سازی یکجا در کشور را کسب کرده و با راه اندازی ۵ خط تولیدی آرد نیز در مقام نخست بیشترین ظرفیت تولید یکجا انواع آرد ایران قرار گیرد.

ظرفیت عملیاتی شرکت (میانگین سه سال گذشته) برای گروه محصولات شرکت، شامل ماکارانی رشته ای، ماکارانی فرمی، رشته آش، فتوچینی، لازانیا و ... به مقدار ۲۱۵،۹۲۲ تن میباشد. همچنین شرکت طرح توسعه افزایش ظرفیت تولید ماکارانی رشته ای را پیش رو دارد که طبق آخرین اعلام شرکت در گزارش شش ماهه حسابرسی شده انتهای سال ۱۴۰۲ به بهره برداری میرسد ولی از بابت اینکه درصد تکمیل ۱۰٪ میباشد، به نظر میرسد که شرکت نتواند در زمان مذکور طرح خود را به بهره برداری برساند، ما نیز برای تولید سال ۱۴۰۳ افزایش تولید ناشی از طرح توسعه را در نظر نگرفتیم.



آخرین اطلاعات موجود از طرح توسعه شرکت در گزارش تفسیری نه ماهه منتهی به ۱۴۰۲/۰۹ به شرح زیر میباشد:

تشریح تاثیر طرح در فعالیتهای آتی شرکت	تاریخ برآوردی بهره برداری از طرح	هزینه های برآوردی تکمیل طرح - میلیون ریال	هزینه های انجام شده تا تاریخ ۱۴۰۲/۰۹/۳۰ میلیون ریال	نوع ارز	هزینه های برآوردی ارزی طرح	هزینه های برآوردی ریالی طرح - میلیون ریال	طرح های عمده در دست اجرا
تداوم فعالیت، توسعه و بهبود تولید، افزایش سهم بازار	۱۴۰۲/۱۲/۲۹	۱,۲۹۰,۴۳۷	۲,۷۰۹,۵۶۳	یورو	۸,۳۵۰,۰۰۰	۴,۰۰۰,۰۰۰	خط تولید ماکارونی رشته ای به ظرفیت ۶ تن در ساعت به همراه دستگاههای بسته بندی و کارتن زن اتوماتیک

با توجه به اینکه شرکت صنعتی زرماکارون (سهامی عام) در شرکت بنیان تلاش سپهر به میزان ۹۸ درصد دارای سهام می باشد و شرکت مزبور فاقد عملیات در طی صورتهای مالی منتهی به ۱۴۰۲/۰۶ بوده و دارایی ها و بدهی های آن طبق صورتهای مالی منتهی به ۱۴۰۲/۰۶ تاثیر با اهمیتی نداشته است و مبلغ سرمایه گذاری آن نیز با اهمیت نمیباشد، صورتهای مالی تلفیقی تهیه نشده است و صورتهای مالی شرکت بنیان تلاش سپهر در سامانه کدال افشا گردیده است.

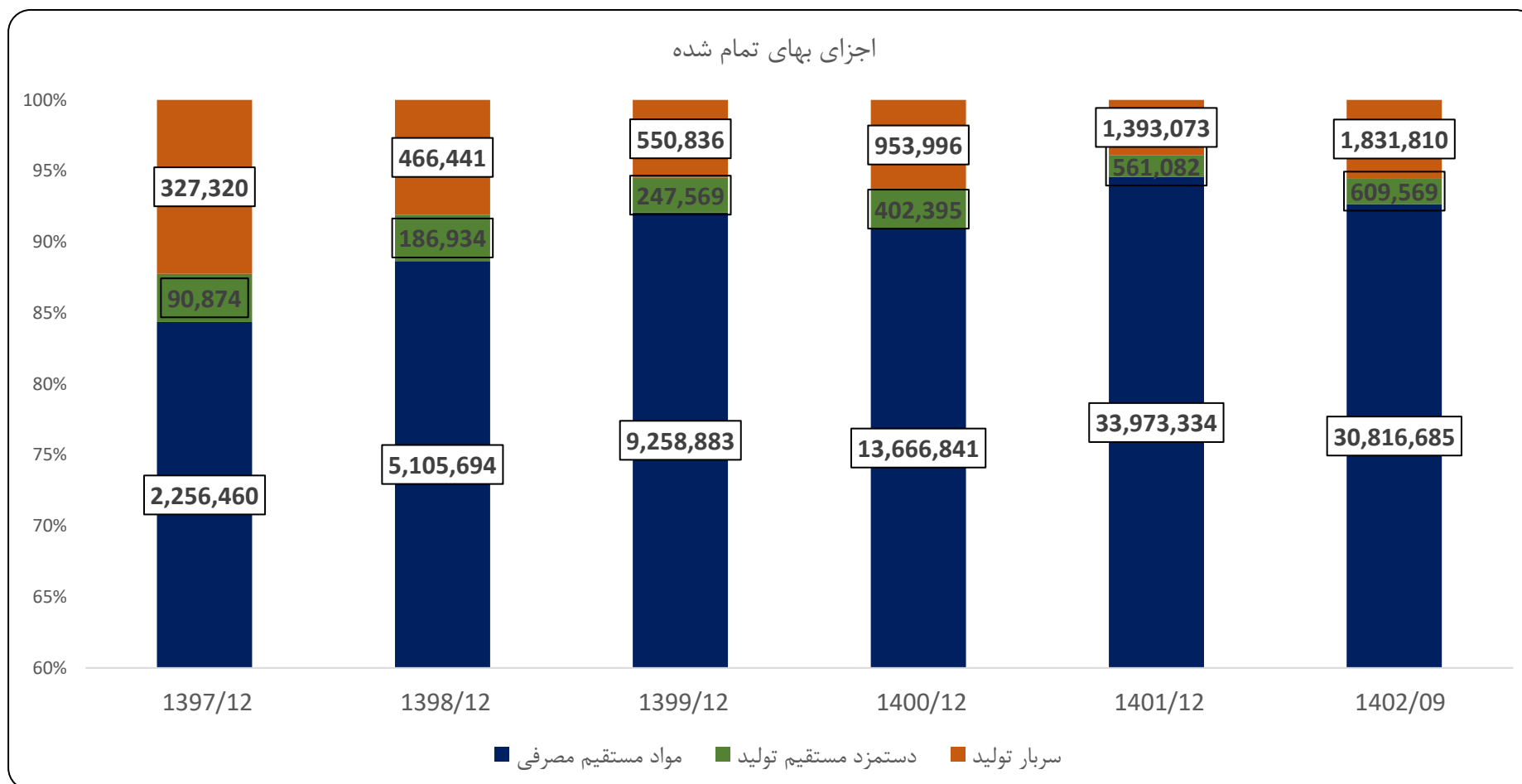
مهمترین ریسک حاکم بر شرکت ریسک نرخ فروش محصولات میباشد، با توجه به اینکه قیمت گذاری محصولات شرکت توسط سازمان حمایت نرخ گذاری میگردد شرکت در فواصل مختلف و با افزایش هزینههای حقوق و دستمزد و سر بار تولید امکان افزایش قیمت فروش محصولات خود را نداشته و این افزایش نیازمند تأیید سازمانهای مربوطه میباشد و لذا با توجه به اینکه شرکت تأثیرات افزایش نرخ های دستمزد و سر بار را از زمان شروع افزایش متحمل میگردد و تا زمان دریافت افزایش قیمت که زمانبر بوده متحمل هزینه میگردد.

البته لازم به ذکر است که ماکارانی های فرمی و دیگر محصولات شرکت توسط هیئت مدیره قیمت گذاری میشود، که همین موضوع باعث شده که ماکارانی فرمی حاشیه سود بالاتری نسبت به ماکارانی رشته ای داشته باشد، این مهم را در صورتهای مالی منتهی به شهریور ۱۴۰۲ میبینیم:

۶ماهه منتهی به ۱۴۰۱/۰۶/۳۱	۶ماهه منتهی به ۱۴۰۲/۰۶/۳۱				
درصد سود ناخالص به درآمد عملیاتی	درصد سود ناخالص به درآمد عملیاتی	سود ناخالص	پهای تمام شده درآمد عملیاتی	درآمد عملیاتی	
میلیون ریال	میلیون ریال	میلیون ریال	میلیون ریال	میلیون ریال	
					فروش خالص:
۲۳٪	۲۳٪	۴,۴۲۴,۴۳۲	(۱۵,۰۷۲,۷۴۲)	۱۹,۴۹۷,۱۷۴	محصولات رشته ای
۳۱٪	۲۹٪	۲,۱۲۰,۹۳۴	(۵,۱۰۶,۹۷۷)	۷,۲۲۷,۹۱۱	محصولات فرمی
۴۰٪	۲۸٪	۲۸۴,۳۴۷	(۹۸۵,۵۹۹)	۱,۳۶۹,۹۴۶	محصولات خاص
۱۶٪	۱۴٪	۲۴۱,۲۷۳	(۱,۵۱۳,۴۶۰)	۱,۷۵۴,۷۳۳	سایر محصولات
۲۵٪	۲۴٪	۷,۱۷۰,۹۸۵	(۲۲,۶۷۸,۷۷۸)	۲۹,۸۴۹,۷۶۴	

با توجه به اینکه بخش زیادی از داراییها و مواد اولیه شرکت از داخل کشور تامین میشود لذا نوسانات نرخ ارز نمیتواند تاثیر زیادی بر عملکرد شرکت داشته باشد. همچنین با توجه به تولید ماکارونی از آرد، کاهش بارش و آفتهای محصولات زراعی از اصلی ترین علل افزایش ریسک تامین مواد اولیه می باشند.

همانطور که در نمودار زیر ملاحظه میفرمایید تقریباً ۹۴٪ از بهای تمام شده را مواد مستقیم تشکیل میدهد:

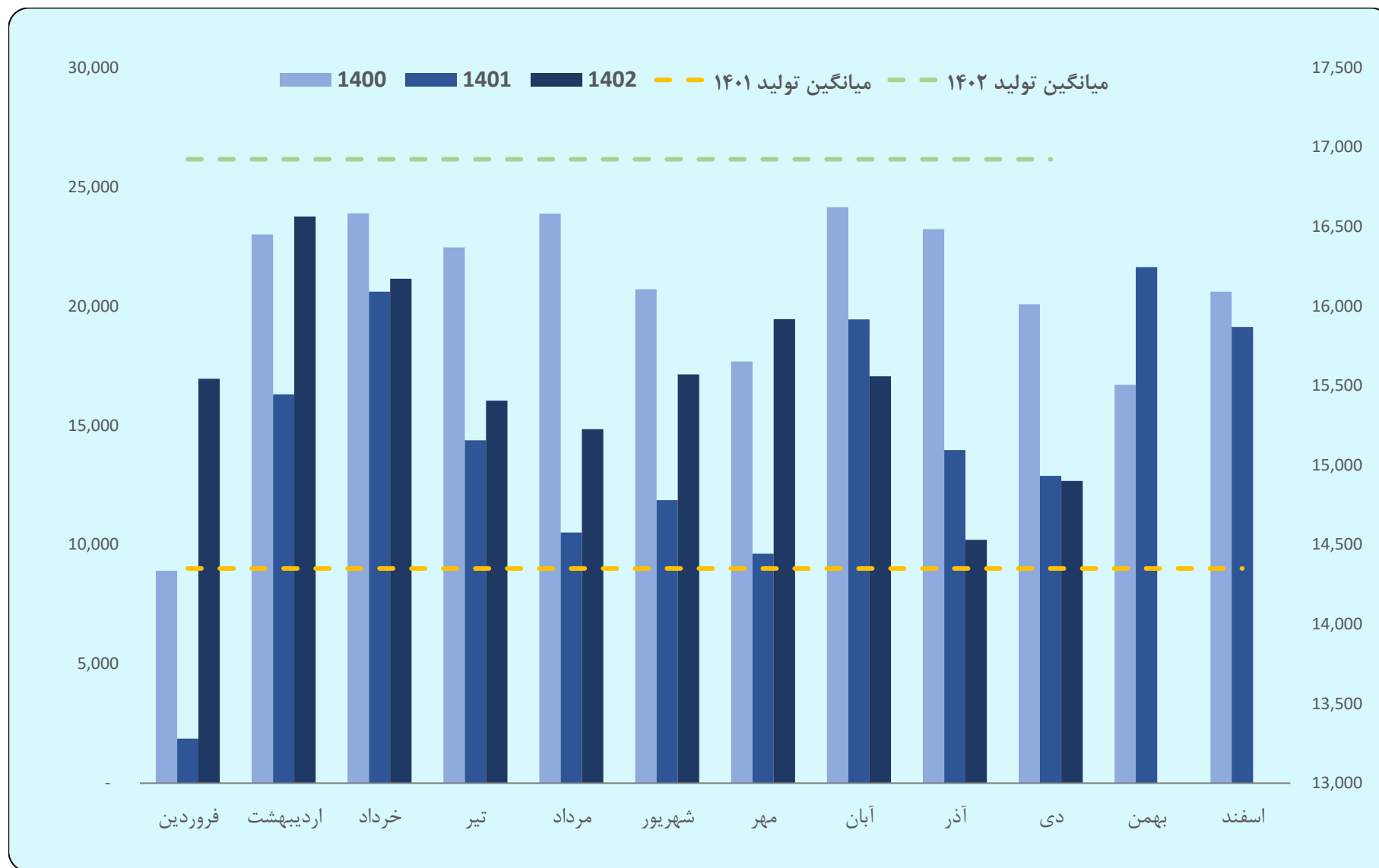


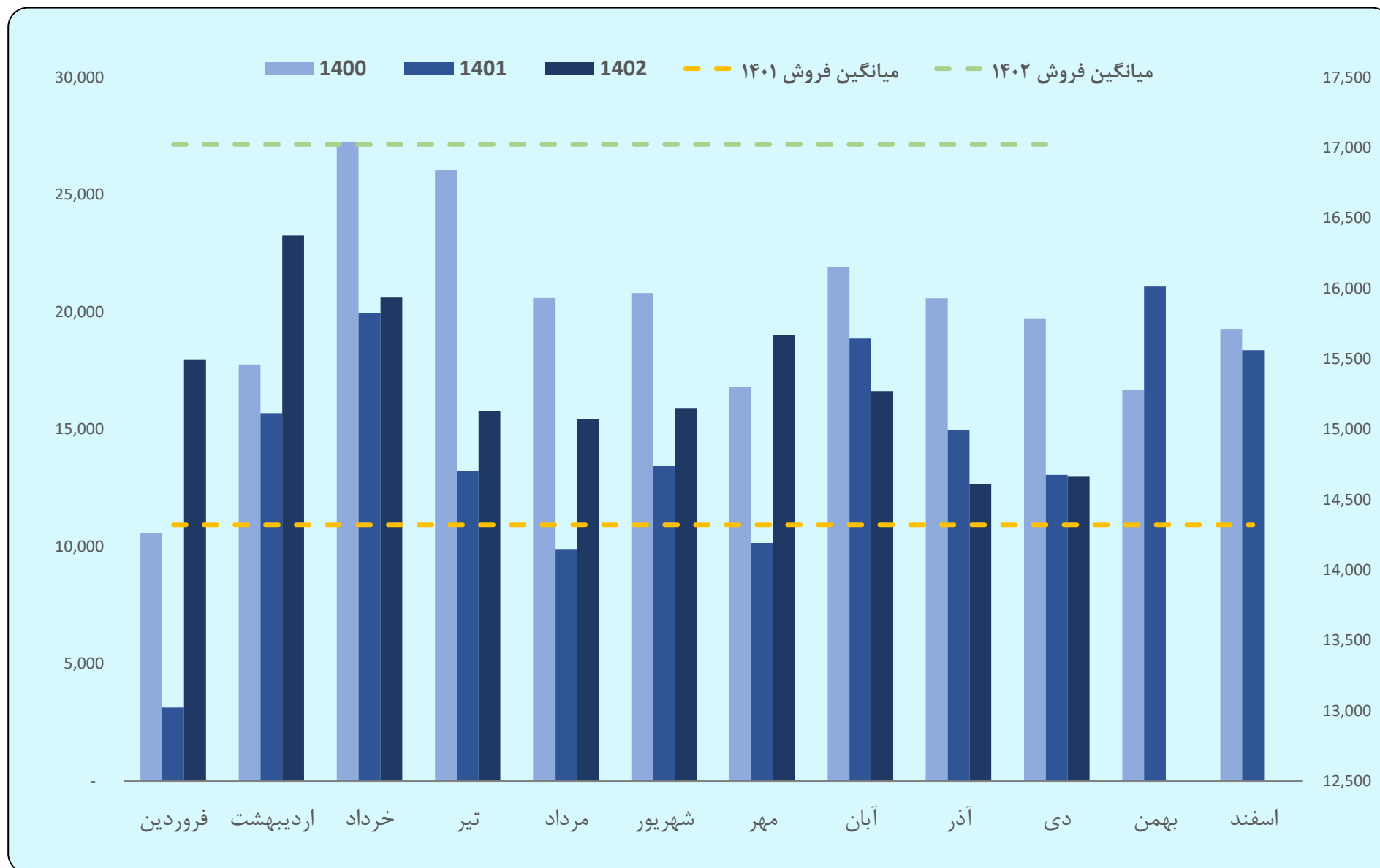
که به طور میانگین ۸۰٪ از مبلغ مواد مستقیم مربوط به مبلغ مصرف آرد میباشد.

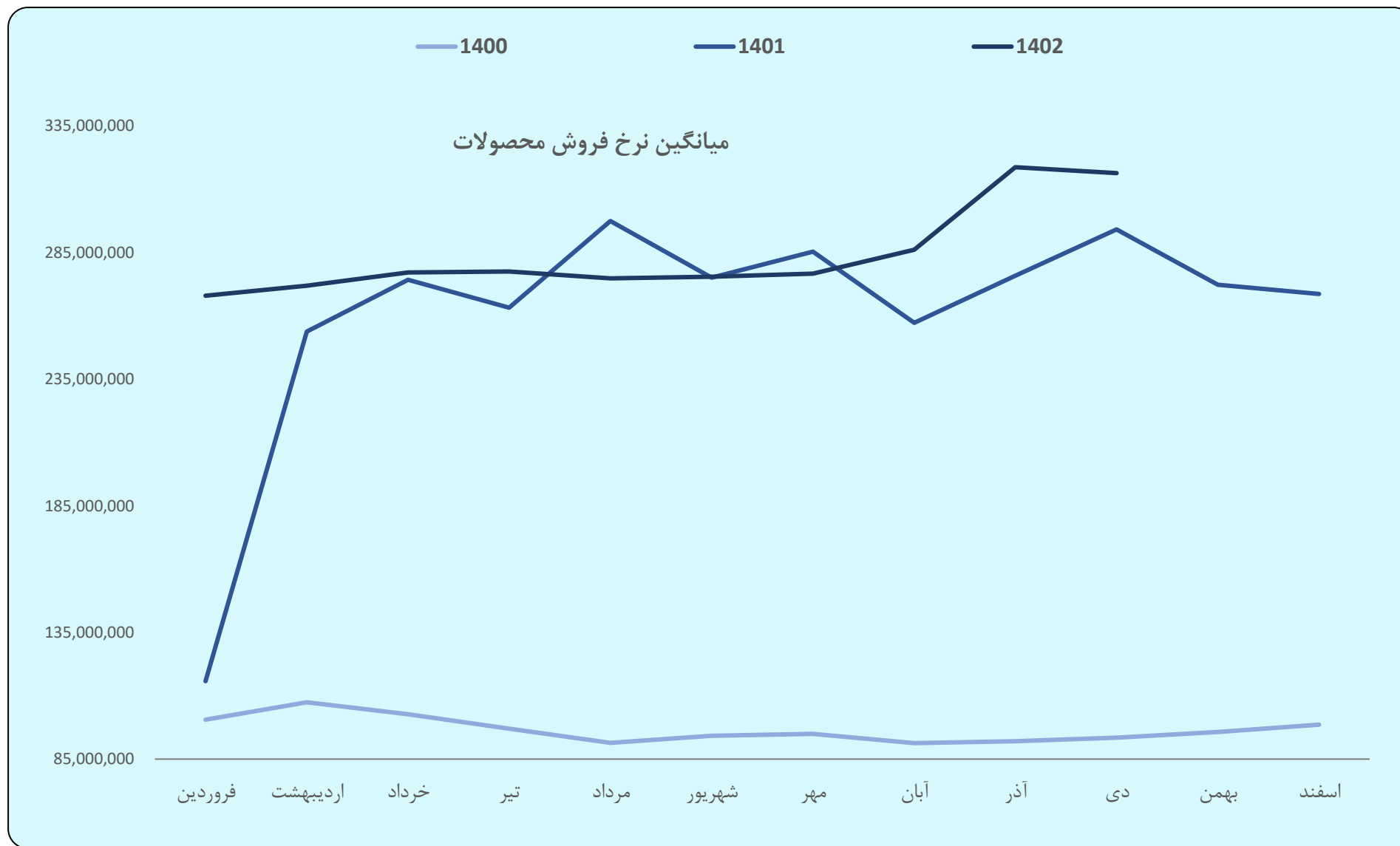
شرکت زر ماکارون با بهره گیری از شبکه گسترده توزیع خود به کمک شرکتهای زرنگار پخش و زرپخش از طریق ۲۷ شعبه استانی ، اقدام به توزیع محصولات خود می نماید. همچنین این شرکت با انعقاد قراردادهای بلند مدت محصولات خود را به فروشگاه های بزرگ زنجیره ای نظیر رفاه ، هایپرمی ، کوروش و ارائه مینماید و روشهای فروش به شرح ذیل می باشد.

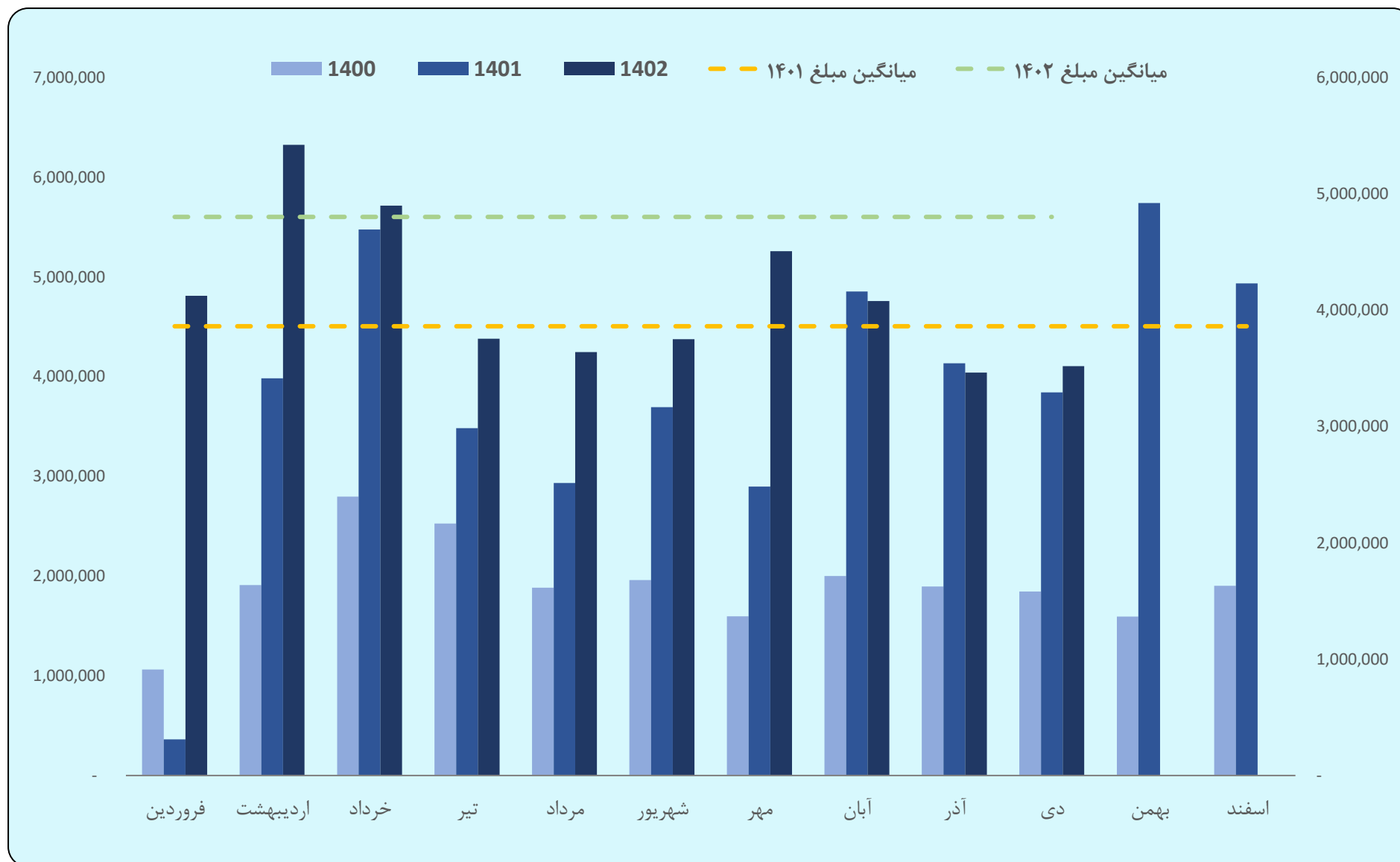
- فروش مویرگی
- فروش نمایندگی
- فروشگاه عرضه مستقیم
- فروش سازمانی
- صادرات

روند مقدار تولید، مقدار فروش، مبلغ فروش و نرخ فروش شرکت برای سه سال مالی گذشته برای کل محصولات شرکت به عنوان یک تک محصول به شرح زیر میباشد:









مفروضات و اطلاعات مربوط به pe برای برآورد سود سال مالی منتهی به اسفند ۱۴۰۳ به شرح زیر است:

مفروضات	واحد	سه ماهه ۱۴۰۳/۰۳	۱۴۰۳/۱۲
مقدار تولید ماکارانی رشته ای	تن	۲۵,۲۲۴	۱۳۰,۰۰۰
مقدار تولید ماکارانی فرمی	تن	۷,۵۰۰	۳۸,۰۰۰
نرخ فروش ماکارانی رشته ای	ریال بر تن	۲۸۰,۰۰۰,۰۰۰	۳۵۰,۰۰۰,۰۰۰
نرخ فروش ماکارانی فرمی	ریال بر تن	۲۵۵,۰۰۰,۰۰۰	۴۵۰,۰۰۰,۰۰۰
درصد افزایش نرخ فروش سایر محصولات	-	۱۰٪	۳۰٪
نرخ خرید آرد	بال بر کیلوگر	۱۶۰,۰۰۰	۲۱۶,۵۶۳
پارامترهای کلان	واحد	سه ماهه ۱۴۰۳/۰۳	۱۴۰۳/۱۲
نرخ تورم	-	۷.۵٪	۲۵٪
نرخ افزایش حقوق و دستمزد	-	۰٪	۲۰٪

نام شرکت	سال مالی	سرمایه	ارزش بازار	eps ۱۴۰۲	eps ۱۴۰۳	قیمت	p/ef ۱۴۰۳	p/etm	p/etm his
غزر	اسفند	۲۴,۵۰۰,۰۰۰	۵,۶۳۵	۳۰۵	۴۲۶	۲,۳۰۰	۵.۳	۶.۱۹	۱۱.۵

صورت سود و زیان برآورد شده برای سال مالی ۱۴۰۲/۱۲ و ۱۴۰۳/۱۲ به شرح جدول زیر است:

دوره مالی	واحد	۱۳۹۷/۱۲	۱۳۹۸/۱۲	۱۳۹۹/۱۲	۱۴۰۰/۱۲	۱۴۰۱/۱۲	۱۴۰۲/۰۹	سه ماهه ۱۴۰۲/۱۲	۱۴۰۲/۱۲	۱۴۰۳/۱۲
فروش	میلیون ریال	۳,۲۵۸,۵۱۰	۹,۷۲۸,۶۰۰	۱۸,۹۸۲,۷۶۵	۲۲,۹۷۰,۴۶۹	۴۶,۱۵۴,۶۹۳	۴۳,۹۰۷,۱۸۵	۱۲,۲۵۴,۳۱۰	۵۶,۱۶۱,۴۹۵	۷۶,۸۶۵,۱۴۰
بهای تمام شده کالای فروش رفته	میلیون ریال	(۲,۶۵۹,۵۵۲)	(۵,۶۷۲,۹۴۴)	(۱۰,۵۱۹,۳۴۳)	(۱۵,۲۷۳,۱۴۷)	(۳۵,۲۷۰,۲۰۷)	(۳۳,۲۴۴,۴۸۱)	(۸,۷۵۱,۶۴۳)	(۴۱,۹۹۶,۱۲۴)	(۵۷,۸۷۳,۷۵۱)
سود (زیان) ناخالص	میلیون ریال	۵۹۸,۹۵۸	۴,۰۵۵,۶۵۶	۸,۴۶۳,۴۲۲	۷,۶۹۷,۳۲۲	۱۰,۸۸۴,۴۸۶	۱۰,۶۶۲,۷۰۴	۳,۵۰۲,۶۶۷	۱۴,۱۶۵,۳۷۱	۱۸,۹۹۱,۳۸۹
هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی	میلیون ریال	(۳۴۲,۷۴۳)	(۱,۱۴۵,۲۹۱)	(۱,۶۹۵,۲۱۵)	(۲,۳۶۶,۹۸۹)	(۳,۲۳۵,۲۸۴)	(۳,۰۰۷,۷۰۵)	(۱,۰۵۹,۳۵۰)	(۴,۰۶۷,۰۵۵)	(۵,۰۲۰,۹۱۰)
خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی	میلیون ریال	۶۵,۰۶۹	۱۰۵,۰۱۰	۲۰۶,۸۰۴	۱۵۰,۱۹۲	۸۱۴,۰۳۷	۱۵۴,۲۶۷	۱۱۴,۶۷۷	۲۶۸,۹۴۴	۲۳۶,۱۸۰
سود (زیان) عملیاتی	میلیون ریال	۳۲۱,۲۸۴	۳,۰۱۵,۳۷۵	۶,۹۷۵,۰۱۱	۵,۴۸۰,۵۲۵	۸,۴۶۳,۲۳۹	۷,۸۰۹,۲۶۶	۲,۵۵۷,۹۹۳	۱۰,۳۶۷,۲۵۹	۱۴,۳۰۶,۶۵۹
هزینه های مالی	میلیون ریال	(۲۴۹,۰۶۳)	(۵۷۳,۶۰۷)	(۴۸۰,۷۱۱)	(۵۲۸,۲۰۲)	(۷۹۷,۴۸۵)	(۹۲۵,۲۱۰)	(۲۹۶,۵۴۶)	(۱,۲۲۱,۷۵۶)	(۱,۵۲۷,۱۹۵)
خالص سایر درآمدها و هزینه های غیر عملیاتی	میلیون ریال	۸۲,۶۸۲	۲۹۹,۱۶۲	۶۷,۴۶۰	۱۰۰,۴۸۴	۵۴۷,۵۲۱	۱۰۵,۵۷۳	۱۰,۹۱۸	۱۱۶,۴۹۱	۱۴۵,۶۱۴
سود (زیان) عملیات در حال تداوم قبل از مالیات	میلیون ریال	۱۵۴,۹۰۳	۲,۷۴۰,۹۳۰	۶,۵۶۱,۷۶۰	۵,۰۵۲,۸۰۷	۸,۲۱۳,۲۷۵	۶,۹۸۹,۶۲۹	۲,۲۷۲,۳۶۵	۹,۲۶۱,۹۹۴	۱۲,۹۲۵,۰۷۷
مالیات	میلیون ریال	(۶۰,۰۰۲)	(۵۶۳,۸۶۷)	(۱,۰۲۹,۳۱۷)	(۶۸,۸۴۸)	(۴۲۹,۱۷۴)	(۱,۳۴۷,۸۸۱)	(۴۳۳,۱۳۳)	(۱,۷۸۱,۰۱۴)	(۲,۴۸۵,۳۹۹)
سود (زیان) خالص	میلیون ریال	۹۴,۹۰۱	۲,۱۷۷,۰۶۳	۵,۵۳۲,۴۴۳	۴,۹۸۳,۹۵۹	۷,۷۸۴,۱۰۱	۵,۶۴۱,۷۴۸	۱,۸۳۹,۲۳۲	۷,۴۸۰,۹۸۰	۱۰,۴۳۹,۶۷۹
سرمایه	میلیون ریال	۱,۳۰۰,۰۰۰	۱,۶۰۰,۰۰۰	۸,۰۰۰,۰۰۰	۱۸,۰۰۰,۰۰۰	۱۸,۰۰۰,۰۰۰	۱۸,۰۰۰,۰۰۰	۲۴,۵۰۰,۰۰۰	۲۴,۵۰۰,۰۰۰	۲۴,۵۰۰,۰۰۰
سود هر سهم بر اساس آخرین سرمایه	ریال	۴	۸۹	۲۲۶	۲۰۳	۳۱۸	۲۳۰	۷۵	۳۰۵	۴۲۶
حاشیه سود ناخالص	-	۱۸%	۴۲%	۴۵%	۳۴%	۲۴%	۲۴%	۲۹%	۲۵.۲%	۲۴.۷%
حاشیه سود خالص	-	۳%	۲۲%	۲۹%	۲۲%	۱۷%	۱۳%	۱۵%	۱۳.۳%	۱۳.۶%
نرخ مالیات	-	-۳۹%	-۲۱%	-۱۶%	-۱%	-۵%	-۱۹%	-۱۹%	-۱۹.۲%	-۱۹.۳%

جدول تحلیل حساسیت سود هر سهم، به ازای نرخ های متفاوت خرید آرد و نرخ های متفاوت فروش ماکارونی رشته ای به شرح جدول زیر است:

نرخ فروش ماکارانی رشته ای (ریال بر تن)									
۳۷۰,۰۰۰,۰۰۰	۳۶۵,۰۰۰,۰۰۰	۳۶۰,۰۰۰,۰۰۰	۳۵۵,۰۰۰,۰۰۰	۳۵۰,۰۰۰,۰۰۰	۳۴۵,۰۰۰,۰۰۰	۳۴۰,۰۰۰,۰۰۰	۳۳۵,۰۰۰,۰۰۰	۳۳۰,۰۰۰,۰۰۰	
۶۲۴	۶۰۲	۵۸۱	۵۶۰	۵۳۸	۵۱۷	۴۹۵	۴۷۴	۴۵۲	۲۰۰,۰۰۰
۵۹۰	۵۶۹	۵۴۷	۵۲۶	۵۰۴	۴۸۳	۴۶۱	۴۴۰	۴۱۹	۲۰۵,۰۰۰
۵۵۶	۵۳۵	۵۱۳	۴۹۲	۴۷۰	۴۴۹	۴۲۸	۴۰۶	۳۸۵	۲۱۰,۰۰۰
۵۲۲	۵۰۱	۴۸۰	۴۵۸	۴۳۷	۴۱۵	۳۹۴	۳۷۲	۳۵۱	۲۱۵,۰۰۰
۴۸۹	۴۶۷	۴۴۶	۴۲۴	۴۰۳	۳۸۱	۳۶۰	۳۳۹	۳۱۷	۲۲۰,۰۰۰
۴۵۵	۴۳۳	۴۱۲	۳۹۰	۳۶۹	۳۴۸	۳۲۶	۳۰۵	۲۸۳	۲۲۵,۰۰۰
۴۲۱	۴۰۰	۳۷۸	۳۵۷	۳۳۵	۳۱۴	۲۹۲	۲۷۱	۲۵۰	۲۳۰,۰۰۰

نرخ خرید
آرد (ریال بر
کیلوگرم)

جمع بندی:

با توجه به نسبت قیمت به سود آینده نگر سهم که ۵.۳ واحد میباشد، و از آنجاییکه سهم در صنعتی قرار دارد که ریسک نرخ دلار آن را تهدید نمیکند و حتی افزایش نرخ دلار باعث درآمد تسعیر نرخ ارز و افزایش نرخ صادراتی در این شرکت میشود و همچنین به واسطه تامین امنیت غذایی کشور و همچنین تولید محصولاتی که کالای جانشین ندارند و همچنین دیتاهای تاریخی تایید میکنند که میتوان pe بالاتر از pe بورس ایران به این سهم و صنعت نسبت داد که هم اکنون pe صنعت ۹.۳۵ واحد میباشد.

از طرفی نیز ریسک هایی که به سهام بزرگ و تغییر در سودآوری آنها اعمال میشود این دسته از سهم های با ارزش بازار کوچک و صنعتی که امنیت غذایی کشور را تامین میکند را کمتر تهدید میکند. و با توجه به رکود در معاملات سهام بزرگ میتوان انتظار داشت بازار به سهم های کوچکتر روی آورد.