

تحلیل بنیادی شرکت به نوش ایران (غبه نوش)

کارگزاری
تدبیرگران فردا



معاونت توسعه بازار



زمستان ۱۴۰۲

www.tadbirbroker.ir



شرکت بهنوش ایران اولین و بزرگترین تولیدکننده ماءالشعیر در ایران است. این شرکت در سال ۱۳۴۵ با نام «مالتای ایران» تأسیس شد و تنها کارخانه ای بود که پس از پیروزی انقلاب اسلامی با تغییر محصول ماءالشعیر خود به غیرالکلی و تغییر نام به «بهنوش ایران» تا سالهای متمادی بدون رقیب در این عرصه فعالیت کرد و با تولیدات متنوع خود، تحولی بزرگ در صنعت نوشیدنی ایجاد کرد.

شرکت بهنوش ایران در تاریخ ۱۳۷۸/۰۹/۰۷ در سازمان بورس اوراق بهادار تهران در گروه شیمیایی و غذایی و با نماد غبنوش ثبت شده و سهام آن برای اولین بار در تاریخ ۱۳۷۹/۰۷/۳۰ مورد معامله قرار گرفته است. شرکت بهنوش ایران با دارا بودن توان تولیدی چندین برابر رقبای داخلی و در اختیار داشتن شبکه گسترده عاملین و نمایندگان در اقصی نقاط کشور و همچنین یک ناوگان توزیع تملیکی، پیشرو بازار تولید ماءالشعیر و نوشیدنی های طبیعی است. در حال حاضر شرکت دارای ۹ واحد تولیدی است که ۸ واحد آن با استفاده از حداکثر توان عملیاتی و ۱ واحد به صورت فصلی مشغول به تولید می باشد.

بهنوش با داشتن امکانات مورد نیاز برای فرآوری جو و تبدیل آن به مالت جو، از امتیازی منحصر به فرد در میان رقبای خود برخوردار است. این شرکت با ۱ کارخانه و ۱ خط تولید ماءالشعیر آغاز به کار کرد اما اکنون ۹ کارخانه و ۱۸ خط تولید انواع نوشیدنی در گستره ایران عزیز دارد.



شرکت بهنوش ایران با تکنولوژی روز دنیا (ایران ، آلمان ، سوئیس، دانمارک، فرانسه، تایلند، ایتالیا) امکان تولید با ظرفیت اسمی طبق جدول زیر را دارا میباشد:

ردیف	نوع محصول (اصلی یا فرعی)	واحد اندازه گیری	ظرفیت اسمی	تولید واقعی ۹ ماهه ۱۴۰۲
۱	انواع ماء الشعیر	هزار لیتر	۴۳۵،۷۴۴	۹۵،۴۰۶
۲	انواع ایراندا و آبمیوه	هزار لیتر	۱۲۸،۳۲۸	۶۶،۹۱۰
۳	انواع دوغ	هزار لیتر	۱۶،۲۷۹	۱۲،۳۰۸
۴	کنسانتره	تن	۷،۵۰۰	۳،۸۰۷

ریسک آثار ناشی از قیمت گذاری دستوری (تکلیفی):

قیمت گذاری محصولات شرکت از طریق کمیسیون های داخلی تعیین و با رعایت قوانین حمایت از مصرف کننده به تأیید هیئت مدیره می رسد و به صورت دستوری تعیین نمی گردد. بدین گونه که ماءالشعیر های تولیدی شرکت توسط سازمان حمایت قیمت گذاری میشود که تقریباً ۵۰٪ از مبلغ فروش شرکت را به خود اختصاص میدهد، و مابقی محصولات شرکت توسط هیئت مدیره قیمت گذاری میشود.

مواد اولیه شرکت در دوره مالی منتهی به ۱۴۰۲/۰۹/۳۰ از داخل و خارج از کشور به شرح جدول زیر تهیه شده است:

ردیف	نام ماده اولیه	واحد اندازه گیری	میزان مصرفی	تامین کننده ها
۱	بتر شیشه ای	عدد	۱۲۳،۵۱۴،۹۵۷	شیشه و گاز - شیشه سازی مینا - شیشه سازی رازی - زاب سان - شیشه کریستال
۲	شکر	kg	۱۰،۷۴۹،۴۷۵	کشت و صنعت نیشکر دهخدا - پرتو مبین پاکان - آوا تجارت صبا - کشت و صنعت میرزا کوچک خان - قند شیروان - قند پانیزفام - کشت و صنعت دعبل خزاعی - قند اصفهان - آوا تجارت صبا - کشت و صنعت امیرکبیر - شرکت تجارت زرین گستر رامان - شرکت شکرافشان تهران
۳	مالت	kg	۴،۲۵۵،۹۶۱	بازرگانی ارمغان پاک نیروانا - کاسپین کوهدشت - بهین تجارت آرتانیک
۴	رزین	kg	۱،۴۵۴،۰۹۰	شرکت پتروشیمی تندگویان
۵	قوطی	عدد	۵۲،۸۳۹،۵۴۶	شرکت قوطی سازی کاوه - زمزم ایران
۶	شیر	Lit	۶،۴۲۳،۳۸۰	شرکت صبحدم لبن اصفهان - شرکت پخش سراسری پاک
۷	انواع میوه	kg	۲۲،۱۵۳،۱۰۸	خرید مستقیم از باغداران
۸	اسانس	kg	۳۵،۵۳۵	شرکت M2N - شرکت IFF - هاگسان - شرکت باریج اسانس - مجتمع کشت و صنعت گل آذین شهریار - دهلر ایرانیان

این شرکت اولین تولید کننده ماءالشعیر در ایران می باشد. به دلیل مطلوبیت این محصولات در مقایسه با نوشابه های گازدار، واحد های تولیدی دیگر سعی بر تولید این نوع محصولات داشته اند و با تولید این محصولات ممکن است باعث افت فروش شرکت گردد. برند شرکت در بازار جزو نقاط قوت این سازمان محسوب می شود ولی به دلیل عدم نظارت مناسب بر بازار و اعطای تخفیفات و حاشیه سود خارج از عرف تجاری توسط رقبا، اعطای اعتبار بیش از اندازه به خریداران توسط رقبا، نهایتاً رقابت ناسالم توسط رقبا، کاهش قدرت خرید اقشار مختلف مردم و... می تواند باعث کاهش تولید و فروش محصولات گردیده و شرکت را با ریسک های تجاری مواجه سازد.





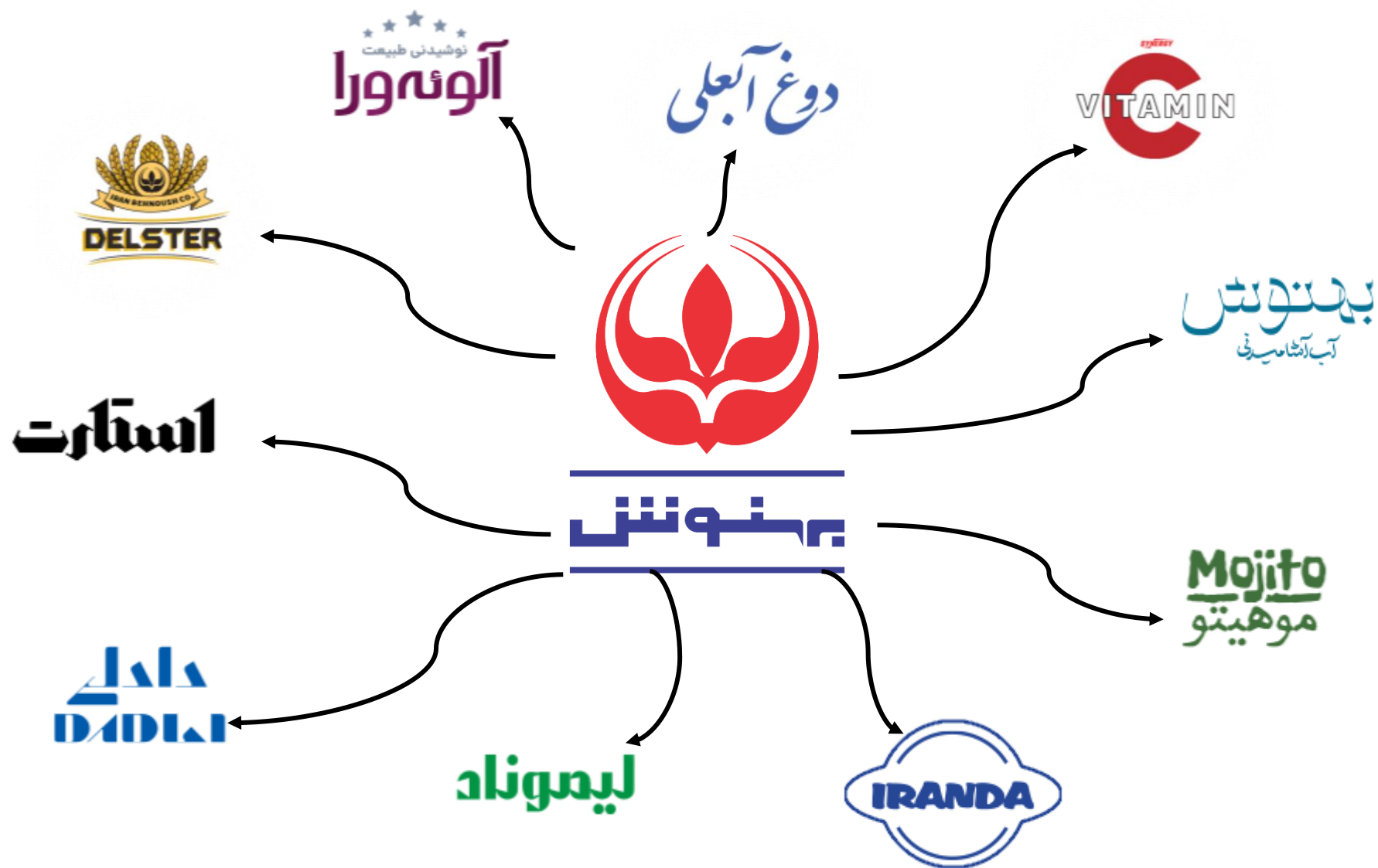
تاثیر تورم، تغییرات قیمت ها، نرخ ارز بر شرکت :

در سال مالی اخیر، افزایش نرخ تورم، باعث بالا رفتن قیمت مواد اولیه شده و از سویی نیز توان خرید خانوارها را کاهش داده است. این عامل، کاهش میزان مصرف و آهنگ رشد آن را دنبال داشته است. نوسانات نرخ تورم نیز لطمات زیادی را به شرکت های تولید کننده وارد ساخته است، که تهدید بزرگی برای آنها به حساب می آید.

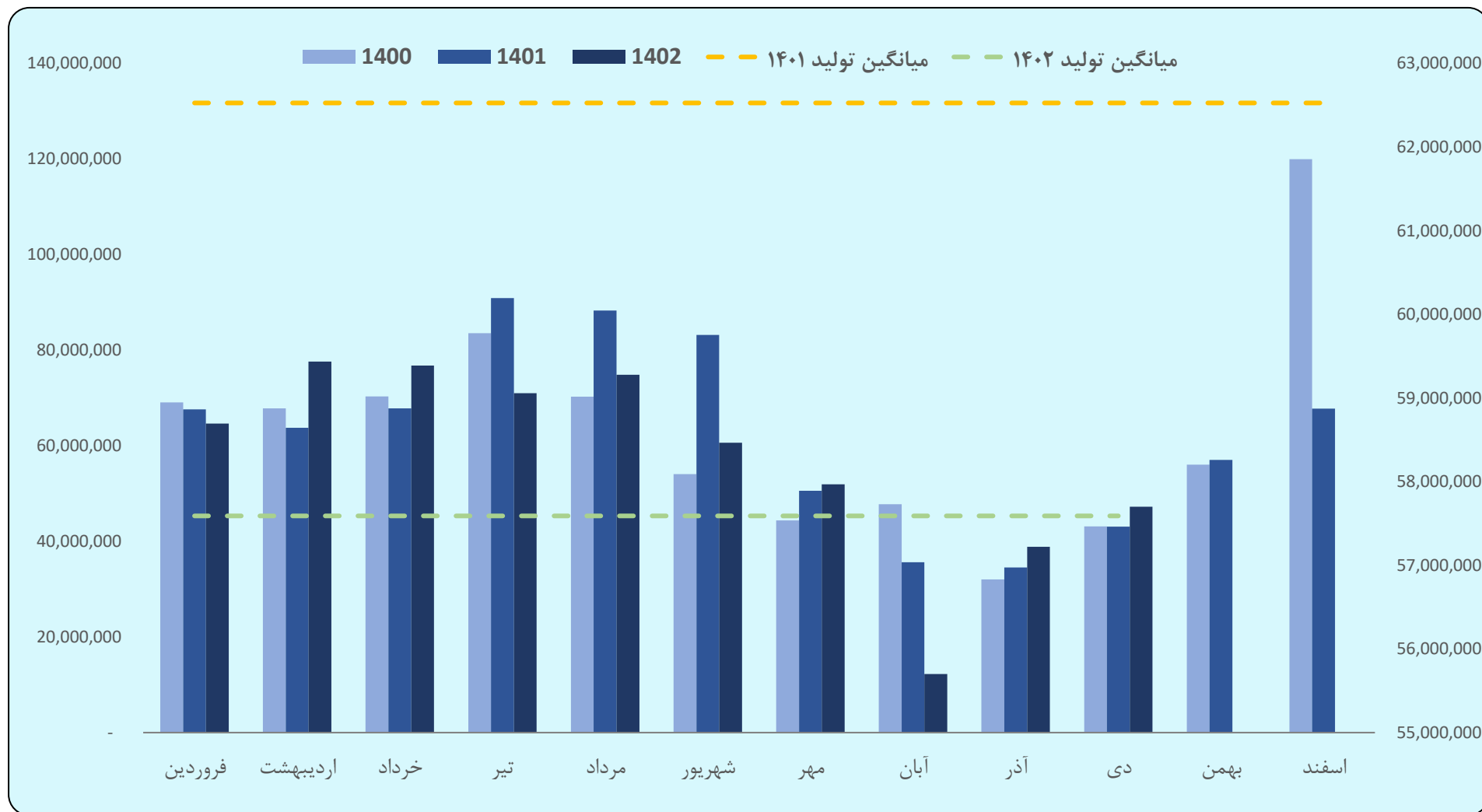
بطور کلی ۰.۴۷ درصد از بهای تمام شده محصولات تحت تاثیر خریدهای ارزی می باشد. اقلام تشکیل دهنده وارداتی شرکت عصاره مالت، اسانس لیمو، عصاره رازک و اسانس انگور می باشد.

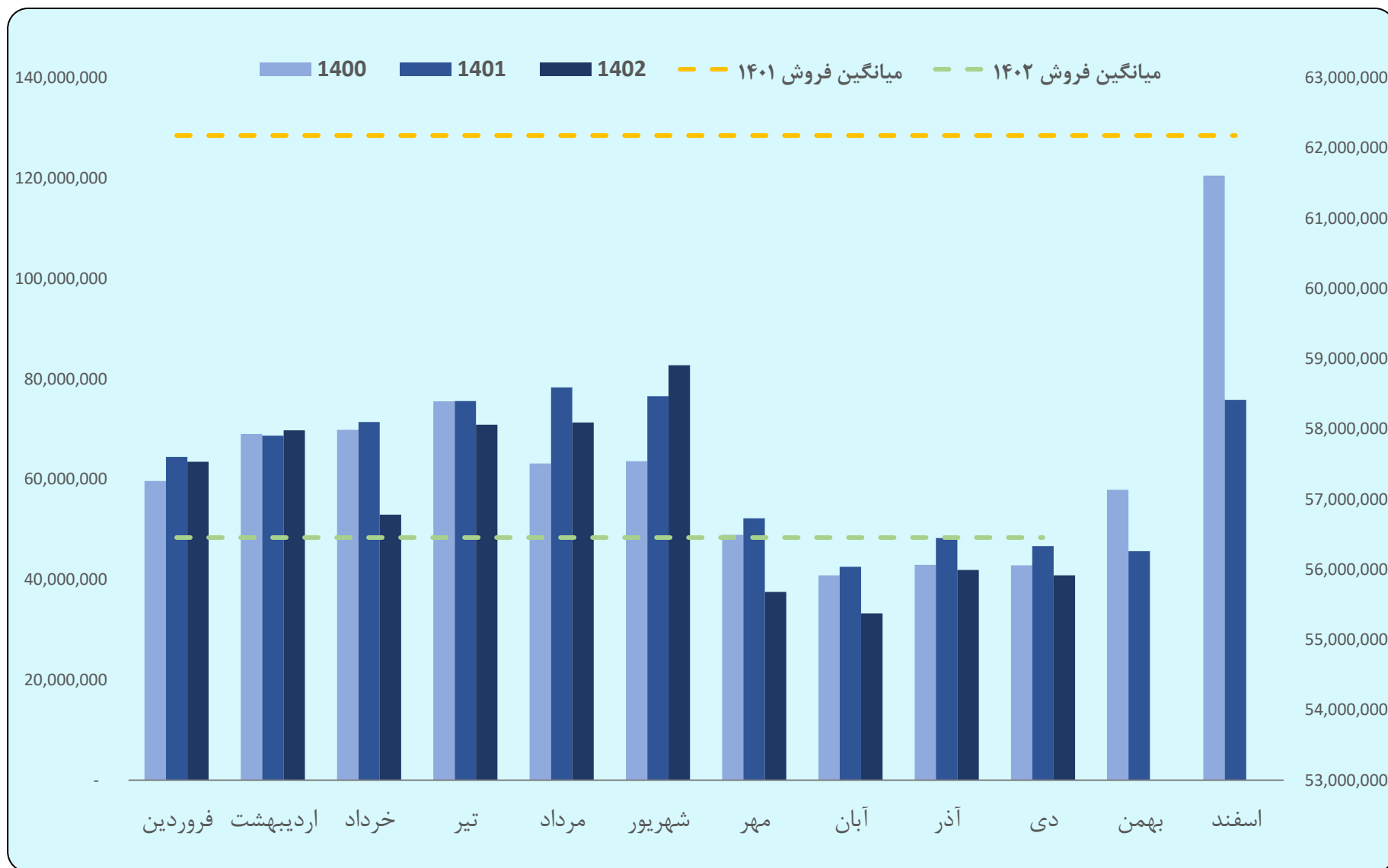
همانطور که در بالا اشاره شد یکی از نکات قوت شرکت بهنوش ایران برند های تجاری مطرح و زبان زدی میباشد که شرکت دارد. از جمله این برند های تجاری میتولن به دوغ آبعلی، دلستر، ویتامین C، موهیتو و ... اشاره کرد که در ادامه برند های تجاری شرکت را مشاهده مینمایید:

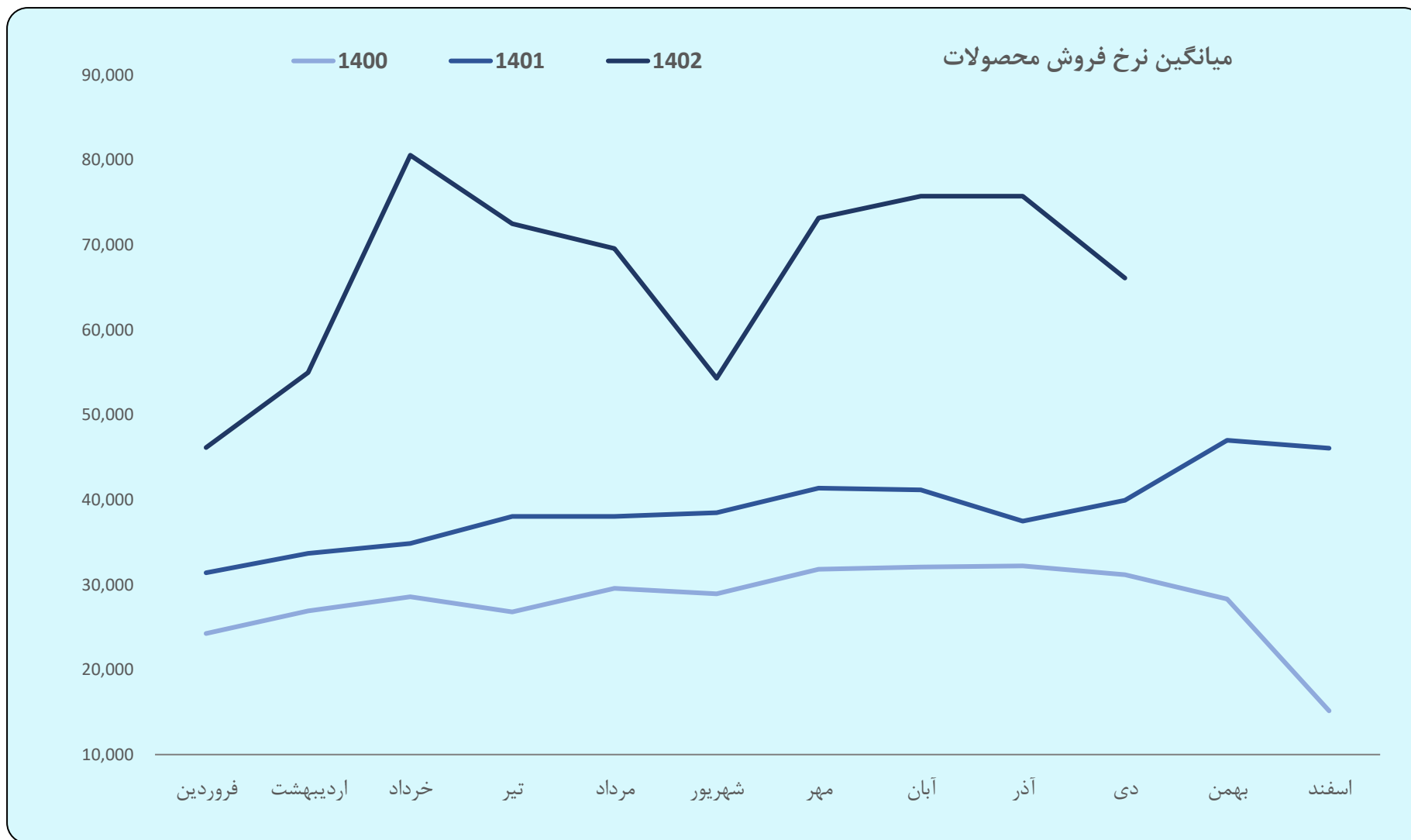


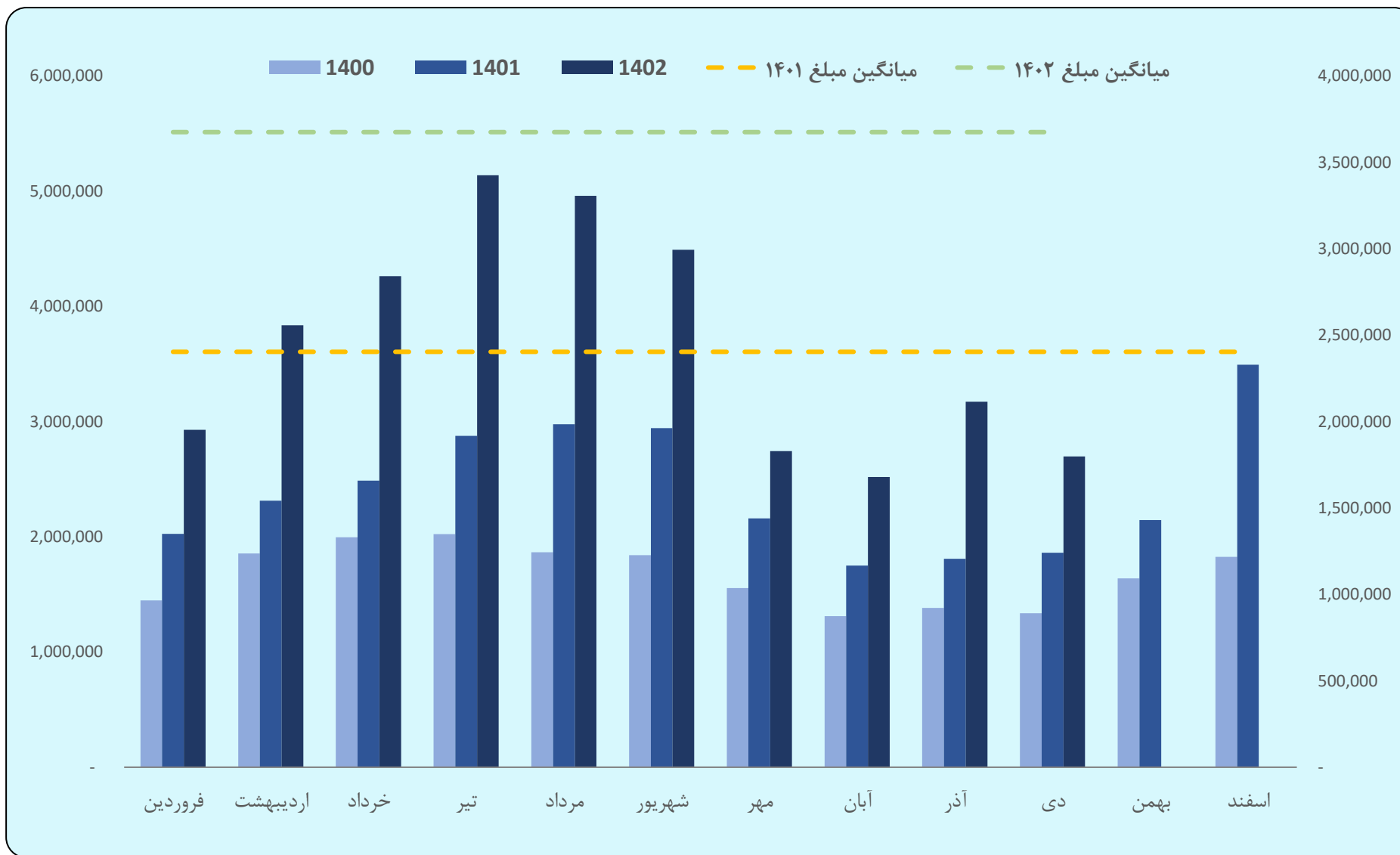


گزارش مقدار تولید، مقدار فروش، مبلغ فروش و ترخ فروش برای سه سال مالی گذشته به شرح زیر است:









مفروضات برای برآورد سود شرکت بهنوش ایران به شرح جدول زیر میباشد:

مفروضات	واحد	سه ماهه ۱۴۰۳/۰۳	۱۴۰۳/۱۲
مقدار تولید انواع ماء الشعیر	۳۳۰CC	۱۱۶,۵۳۶,۲۱۱	۴۰۰,۰۰۰,۰۰۰
مقدار تولید انواع نوشابه و انرژی زا	۳۳۰CC	۱۱,۶۲۶,۵۶۶	۶۸,۰۰۰,۰۰۰
مقدار تولید انواع آبمیوه	۳۳۰CC	۳۲,۲۳۰,۳۰۶	۱۲۰,۰۰۰,۰۰۰
نرخ انواع ماء الشعیر	ریال / ۳۳۰CC	۵۶,۱۰۱	۷۵,۰۰۰
نرخ انواع نوشابه و انرژی زا	ریال / ۳۳۰CC	۱۳۰,۳۳۶	۱۵۰,۰۰۰
نرخ انواع آبمیوه	ریال / ۳۳۰CC	۶۵,۳۱۱	۸۰,۰۰۰
نرخ خرید شکر	تن / ریال	۳۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۳۶۰,۰۰۰,۰۰۰
نرخ خرید ظروف	هزار عدد / ریال	۴۰,۰۰۰,۰۰۰	۵۰,۰۰۰,۰۰۰
درصد افزایش نرخ سایر مواد اولیه	-	۰٪	۲۵٪
پارامترهای کلان	واحد	سه ماهه ۱۴۰۳/۰۳	۱۴۰۳/۱۲
نرخ تورم	-	۷.۵٪	۲۵٪
نرخ افزایش حقوق و دستمزد	-	۰٪	۲۰٪

صورت سود و زیان پیش بینی شده به شرح جدول زیر میباشد:

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	۵,۲۳۴,۰۱۵	۶,۷۲۵,۳۱۲	۱۱,۶۴۶,۷۱۴	۲۰,۰۶۸,۹۹۹	۲۸,۵۵۴,۹۸۴	۳۴,۲۶۴,۴۳۳	۱۱,۴۱۱,۷۰۵	۴۵,۶۷۶,۱۳۸	۵۵,۳۰۷,۴۸۰
بهای تمام شده کالای فروش رفته	میلیون ریال	(۳,۴۵۳,۷۶۱)	(۴,۵۰۶,۲۶۶)	(۷,۶۱۱,۱۲۳)	(۱۳,۳۸۰,۶۷۰)	(۲۱,۱۳۴,۸۴۶)	(۲۲,۶۶۹,۳۹۶)	(۸,۰۹۴,۲۳۱)	(۳۰,۷۶۳,۶۲۷)	(۳۷,۵۰۵,۳۸۸)
سود (زیان) ناخالص	میلیون ریال	۱,۷۸۰,۲۵۴	۲,۲۱۹,۰۴۶	۴,۰۳۵,۵۹۱	۶,۶۸۸,۳۲۹	۷,۴۲۰,۱۳۸	۱۱,۵۹۵,۰۳۷	۳,۳۱۷,۴۷۴	۱۴,۹۱۲,۵۱۱	۱۷,۸۰۲,۰۹۲
هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی	میلیون ریال	(۱,۰۵۷,۴۰۸)	(۱,۴۴۲,۶۳۵)	(۲,۴۵۱,۵۰۳)	(۴,۶۸۱,۰۷۹)	(۶,۹۳۹,۷۴۵)	(۷,۷۱۲,۵۵۸)	(۲,۷۴۹,۸۱۵)	(۱۰,۴۶۲,۳۷۳)	(۱۳,۰۲۱,۵۴۲)
خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی	میلیون ریال	(۳۸,۶۶۲)	(۱۱۵,۴۳۴)	۱۲,۳۹۶	۱۲۴,۷۱۰	۳۰۲,۲۸۲	۹۹,۶۱۰	۳۵,۶۹۴	۱۳۵,۳۰۴	۱۶۹,۱۲۹
سود (زیان) عملیاتی	میلیون ریال	۶۸۴,۱۸۴	۶۰۶,۳۶۴	۱,۵۹۶,۴۸۴	۲,۱۳۱,۹۶۰	۷۸۲,۶۷۵	۳,۹۸۲,۰۸۹	۶۰۳,۳۵۲	۴,۵۸۵,۴۴۱	۴,۹۴۹,۶۸۰
هزینه های مالی	میلیون ریال	(۵۱۳,۱۰۴)	(۴۷۱,۶۹۱)	(۴۵۶,۱۰۳)	(۵۳۶,۲۵۷)	(۳۷۲,۱۷۳)	(۶۳۱,۱۸۸)	(۱۵۵,۶۰۱)	(۷۸۶,۷۸۹)	(۷۸۶,۷۸۹)
خالص سایر درآمدها و هزینه های غیر عملیاتی	میلیون ریال	۲۰,۱۳۵	۵۵,۴۲۵	۳۲,۸۷۸	۹,۶۳۶	۸۷,۳۳۳	(۹۹,۱۴۰)	۰	(۹۹,۱۴۰)	۱۰۹,۱۶۶
سود (زیان) عملیات در حال تداوم قبل از مالیات	میلیون ریال	۱۹۱,۲۱۵	۱۹۰,۰۹۸	۱,۱۷۳,۲۵۹	۱,۶۰۵,۳۳۹	۴۹۷,۸۳۵	۳,۲۵۱,۷۶۱	۴۴۷,۷۵۱	۳,۶۹۹,۵۱۲	۴,۲۷۲,۰۵۷
مالیات	میلیون ریال	(۶۶,۱۱۵)	(۶۳,۲۷۷)	(۲۶۰,۱۸۶)	(۲۶۱,۳۸۶)	(۹۷,۱۲۴)	(۸۱۲,۱۴۰)	(۸۹,۵۵۰)	(۹۰۱,۶۹۰)	(۸۵۴,۴۱۱)
سود (زیان) خالص	میلیون ریال	۱۲۵,۱۰۰	۱۲۶,۸۲۱	۹۱۳,۰۷۳	۱,۳۴۳,۹۵۳	۴۰۰,۷۱۱	۲,۴۳۹,۶۲۱	۳۵۸,۲۰۱	۲,۷۹۷,۸۲۲	۳,۴۱۷,۶۴۶
سرمایه	میلیون ریال	۳۶۰,۰۰۰	۳۶۰,۰۰۰	۳۶۰,۰۰۰	۳۶۰,۰۰۰	۳۶۰,۰۰۰	۳۶۰,۰۰۰	۳۶۰,۰۰۰	۳۶۰,۰۰۰	۳۶۰,۰۰۰
سود هر سهم بر اساس آخرین سرمایه	ریال	۳۴۸	۳۵۲	۲,۵۳۶	۳,۷۳۳	۱,۱۱۳	۶,۷۷۷	۹۹۵	۷,۷۷۲	۹,۴۹۳
حاشیه سود ناخالص	-	۳۴%	۳۳%	۳۵%	۳۳%	۲۶%	۳۴%	۲۹%	۳۳%	۳۲.۲%
حاشیه سود خالص	-	۲%	۲%	۸%	۷%	۱%	۷%	۳%	۶%	۶.۲%
نرخ مالیات	-	-۳۵%	-۳۳%	-۲۲%	-۱۶%	-۲۰%	-۲۵%	-۲۰%	-۲۴%	-۲۰%

جدول مربوط به اطلاعات **pe** آینده نگر و گذشته نگر سهم به شرح جدول زیر است، همچنین جدول حساسیت سود هر سهم به دنبال آن آورده شده است:

نام شرکت	سال مالی	سرمایه	ارزش بازار	eps ۱۴۰۲	eps ۱۴۰۳	قیمت	p/ef ۱۴۰۳	p/etm	p/etm his
غبنوش	اسفند	۳۶۰,۰۰۰	۲,۵۸۵	۷,۷۷۲	۹,۴۹۳	۷۱,۸۰۰	۶.۸	۱۲.۷۷	۱۶.۹

نرخ فروش ماء الشعیر (ریال / ۳۳۰CC)

۷۸,۰۰۰	۷۷,۰۰۰	۷۶,۰۰۰	۷۵,۰۰۰	۷۴,۰۰۰	۷۳,۰۰۰	۷۲,۰۰۰	۷۱,۰۰۰	۷۰,۰۰۰	۹,۴۹۳
۱۴,۷۵۵	۱۳,۸۶۳	۱۲,۹۷۲	۱۲,۰۸۰	۱۱,۱۸۸	۱۰,۲۹۶	۹,۴۰۴	۸,۵۱۲	۷,۶۲۰	۴۵,۰۰۰,۰۰۰
۱۴,۰۶۰	۱۳,۱۶۸	۱۲,۲۷۶	۱۱,۳۸۴	۱۰,۴۹۲	۹,۶۰۰	۸,۷۰۸	۷,۸۱۷	۶,۹۲۵	۴۶,۰۰۰,۰۰۰
۱۳,۳۶۴	۱۲,۴۷۲	۱۱,۵۸۰	۱۰,۶۸۸	۹,۷۹۷	۸,۹۰۵	۸,۰۱۳	۷,۱۲۱	۶,۲۲۹	۴۷,۰۰۰,۰۰۰
۱۲,۶۶۸	۱۱,۷۷۷	۱۰,۸۸۵	۹,۹۹۳	۹,۱۰۱	۸,۲۰۹	۷,۳۱۷	۶,۴۲۵	۵,۵۳۳	۴۸,۰۰۰,۰۰۰
۱۱,۹۷۳	۱۱,۰۸۱	۱۰,۱۸۹	۹,۲۹۷	۸,۴۰۵	۷,۵۱۳	۶,۶۲۲	۵,۷۳۰	۴,۸۳۸	۴۹,۰۰۰,۰۰۰
۱۱,۲۷۷	۱۰,۳۸۵	۹,۴۹۳	۸,۶۰۲	۷,۷۱۰	۶,۸۱۸	۵,۹۲۶	۵,۰۳۴	۴,۱۴۲	۵۰,۰۰۰,۰۰۰
۱۰,۵۸۲	۹,۶۹۰	۸,۷۹۸	۷,۹۰۶	۷,۰۱۴	۶,۱۲۲	۵,۲۳۰	۴,۳۳۸	۳,۴۴۷	۵۱,۰۰۰,۰۰۰
۹,۸۸۶	۸,۹۹۴	۸,۱۰۲	۷,۲۱۰	۶,۳۱۸	۵,۴۲۷	۴,۵۳۵	۳,۶۴۳	۲,۷۵۱	۵۲,۰۰۰,۰۰۰
۹,۱۹۰	۸,۲۹۸	۷,۴۰۷	۶,۵۱۵	۵,۶۲۳	۴,۷۳۱	۳,۸۳۹	۲,۹۴۷	۲,۰۵۵	۵۳,۰۰۰,۰۰۰

نرخ خرید
ظروف (ریال
بر هزار عدد)



نتیجه گیری:

با توجه به اینکه نسبت قیمت به سود آینده نگر سهم ۶.۸ واحد بدست آمده و از طرفی این سهم ریسک قوانین و مقرراتی که از طرف دولت به صنایع بزرگ اعمال میشود را ندارد، و همچنین بیش از نیمی از فروش شرکت توسط خود هیئت مدیره خود شرکت تعیین میشود که این مهم باعث میشود شرکت بتواند حاشیه سود خود را حفظ کند و در شرایط رکودی فعلی دچار افت حاشیه سود نشود.

از طرفی نیز با توجه به برند های تجاری قوی شرکت بهنوش ایران همچنین مقایسه با PE صنعت در میابیم که میتوان PE نه الی ده واحدی به عنوان سطح PE که سهم در آن سطح به قیمت میباشد به سهم اختصاص داد، پس میتوان انتظار رشد قیمت را از همین محدوده ها داشت.

سلب مسئولیت:

مفروضات و برآورد سود ارائه شده در این گزارش محتمل ترین سناریو احتمالی از نظر تحلیلگر میباشد و حقیقت میتواند انحراف معیار قابل توجهی نسبت به انتظارات ما داشته باشد که باعث میشود سود برآوردی و روند تغییر قیمت سهم دچار تغییراتی شوند.