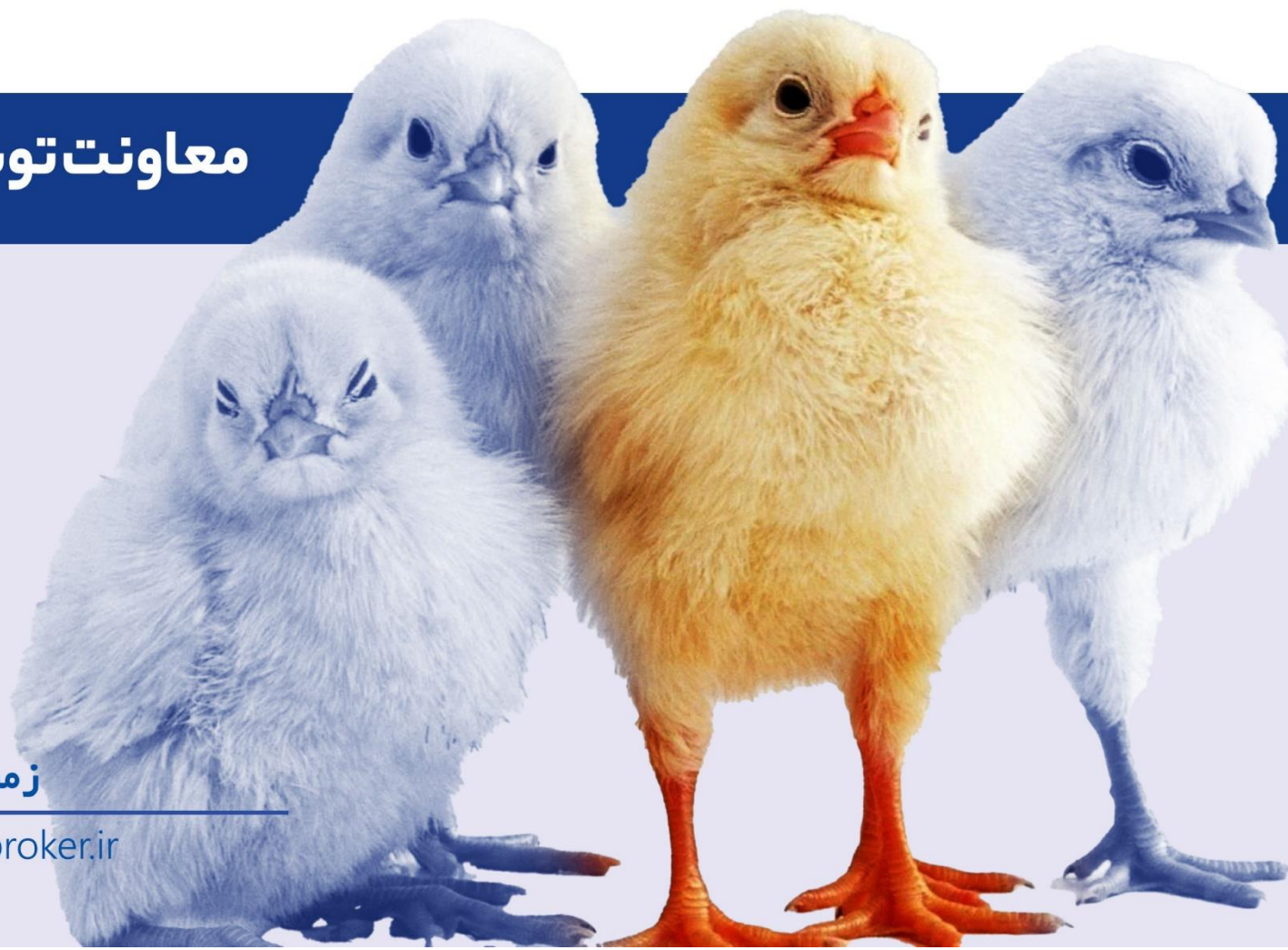


تحلیل بنیادی شرکت سپیدماکیان (سپید)

کارگزاری
تدبیرگران فردا



معاونت توسعه بازار



زمستان ۱۴۰۲

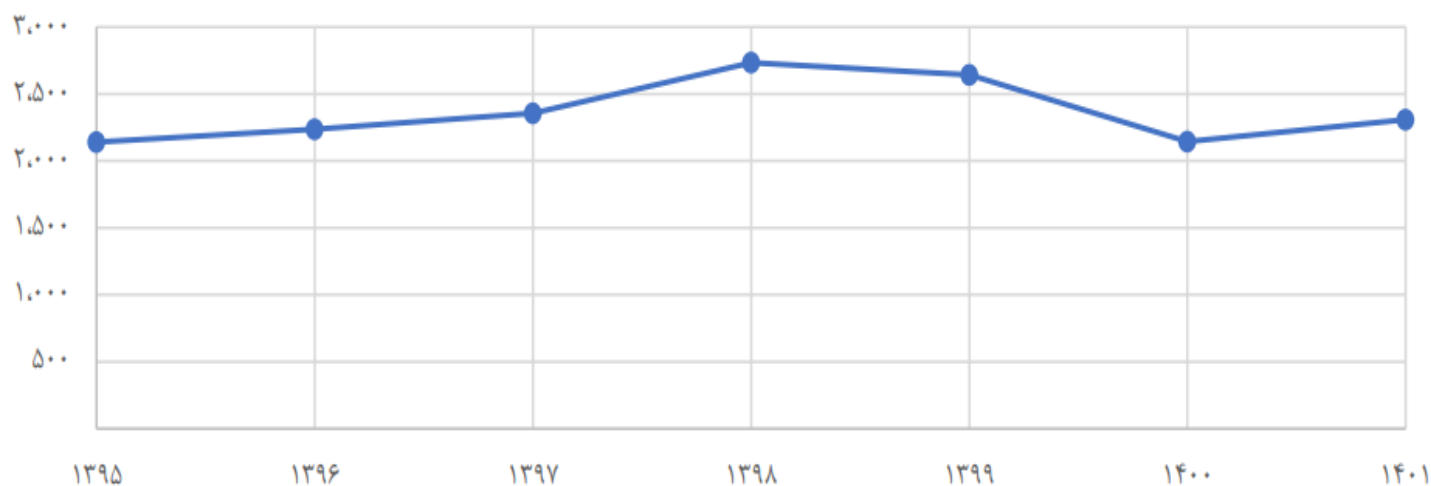
www.tadbirbroker.ir

- ماهیت شرکت و صنعت:

شرکت در صنعت کشاورزی فعالیت می نماید. شرکت سپید ماکیان، بزرگترین زنجیره تولید گوشت مرغ در کشور است که زنجیره یکپارچه کامل تولید گوشت مرغ را دارد. از فعالیت های این شرکت عبارتست از مدیریت کل چرخه تولید گوشت مرغ شامل مزارع مرغ مادر، کارخانه جوجه کشی، مزارع پرورش مرغ گوشتی، کارخانه دان پلت، کشتارگاه صنعتی، کارخانه قطعه بندی، فرآوری گوشت (محصولات نیمه آماده) و در نهایت توزیع محصول نهایی می باشد.

- مقدار تولید گوشت مرغ در کل کشور:

تولید گوشت مرغ کشور - هزار تن



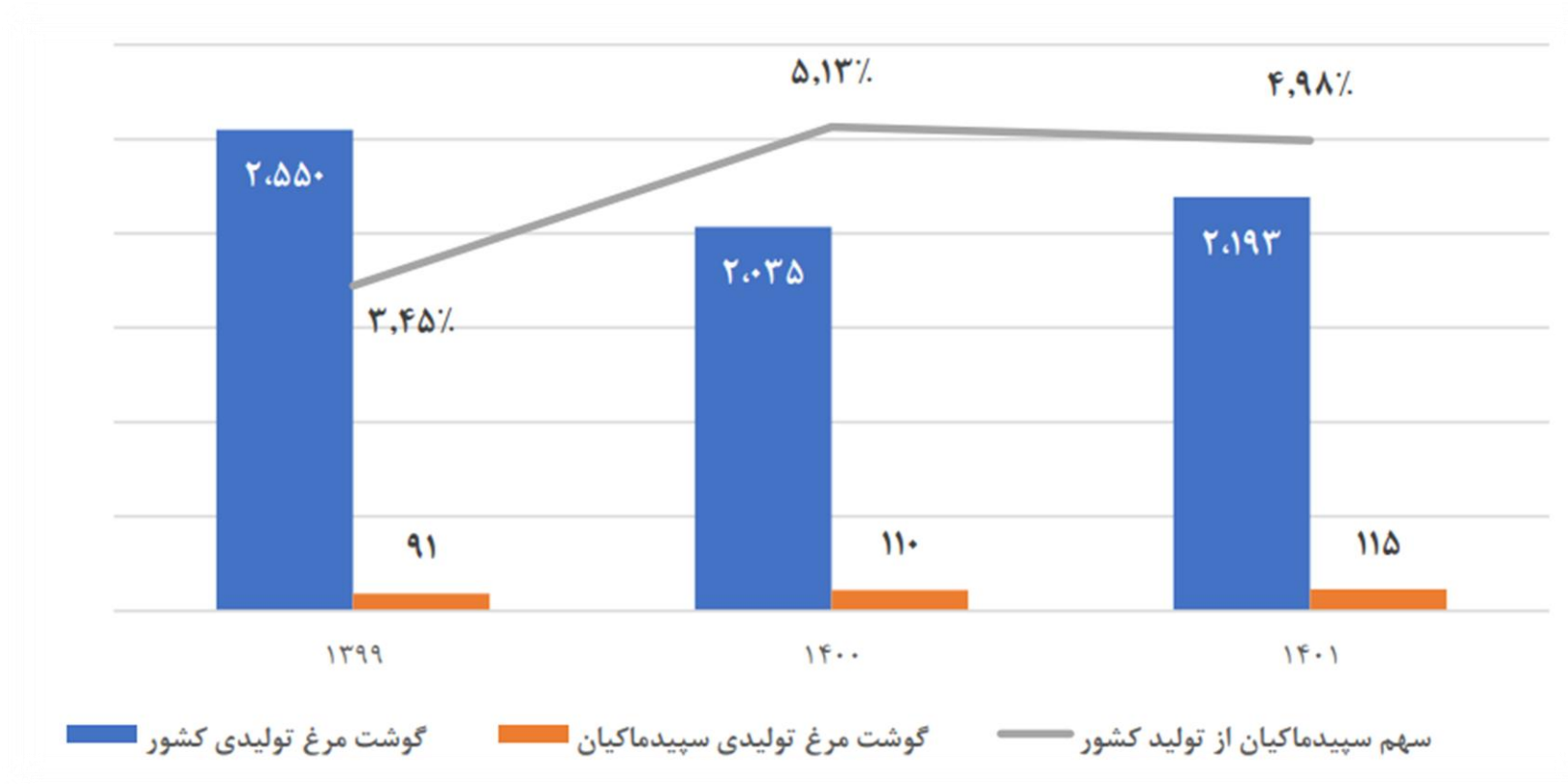


- همچنین جایگاه شرکت در بین شرکتهای تولید کننده گوشت مرغ در خاورمیانه به شرح جدول ذیل است:

Head slaughtered annually (millions)	Region	Country	Company	rank
603	Middle East	Saudi Arabia	Arab Company for Livestock Development (ACOLID)	1
300	Middle East	Saudi Arabia	Al-Watania	2
200	Middle East	Saudi Arabia	Al-Fakieh Poultry Farms	3
195	Middle East	Saudi Arabia	Almarai Co.	4
160	Middle East	Turkey	Erpiliç	5
146	Middle East	Turkey	Keskinoğlu	6
121	Middle East	Turkey	Beypiliç	7
110	Middle East	Turkey	Şenpiliç Gıda Sanayi	8
90	Middle East	Turkey	Abaloğlu Group	9
90	Middle East	Turkey	Banvit	10
75	Middle East	Saudi Arabia	Arasco Foods	11
75	Middle East	Iran, Islamic Republic of	<u>Sepidmakian</u>	12
73	Middle East	Turkey	CP Standart Gıda Sanayi Ve Ticaret (CP Turkey)	13
66	Middle East	Turkey	Seker Pilic ve Yem	14



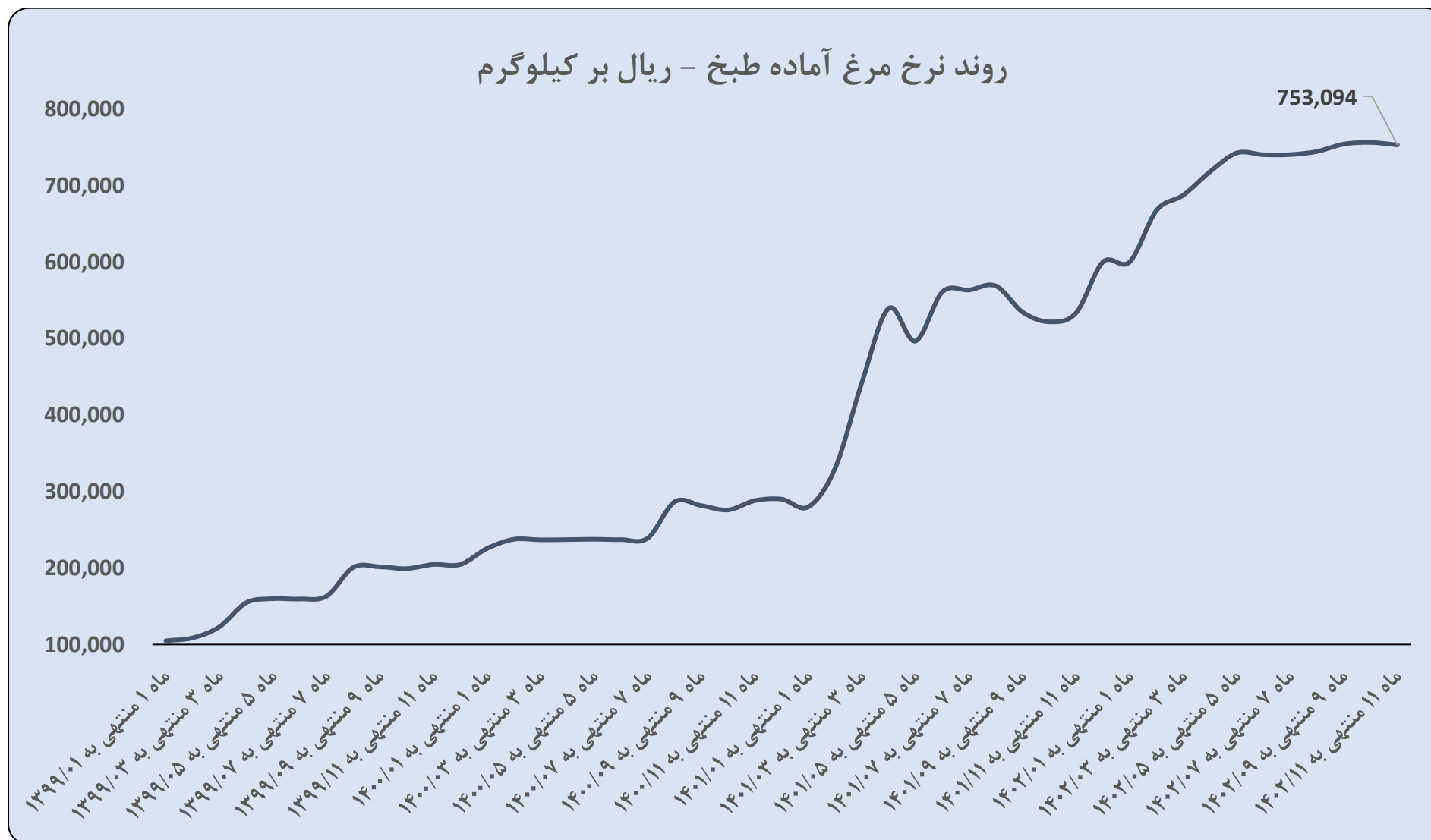
- شرکت سپید ماکیان، در حال حاضر بزرگترین زنجیره یکپارچه تولید گوشت مرغ کشور با تولید حدود ۱۳۰ هزار تن مرغ آماده طبخ می باشد.



- قیمت مرغ در جهان یک کالای منطقه ای محسوب میشود و محدوده گسترده ای از قیمت ها را در بر میگیرد، در جدول زیر قیمت مرغ را در کشور های مختلف قاره آسیا مشاهده میکنید، قیمت دلاری هر کیلو فیله مرغ در ایران نسبت به کشور های همسایه پایین تر میباشد:

RANK	COUNTRIES	Chicken Fillets - PER KG	RANK	COUNTRIES	Chicken Fillets - PER KG
1	Hong Kong	10.50 \$	18	Oman	5.05 \$
2	Israel	10.46 \$	19	Sri Lanka	4.79 \$
3	Singapore	10.20 \$	20	Azerbaija	4.48 \$
4	Cyprus	8.68 \$	21	Philippin	4.26 \$
5	South Korea	8.54 \$	22	Iraq	3.93 \$
6	Taiwan	8.53 \$	23	Uzbekista	3.81 \$
7	Qatar	8.00 \$	24	Malaysia	3.72 \$
8	United Arab	7.61 \$	25	Vietnam	3.71 \$
9	Saudi	7.43 \$	26	China	3.60 \$
10	Armenia	6.94 \$	27	Indonesia	3.29 \$
11	Palestine	6.72 \$	28	Iran	3.24 \$
12	Georgia	6.59 \$	29	India	3.20 \$
13	Japan	6.11 \$	30	Nepal	3.18 \$
14	Turkey	5.67 \$	31	Pakistan	2.82 \$
15	Kuwait	5.53 \$	32	Thailand	2.58 \$
16	Kazakhstan	5.21 \$	33	Banglades	2.53 \$
17	Jordan	5.08 \$			

- نرخ مرغ آماده طبخ که محصول اصلی شرکت میباشد را از فروردین ماه ۱۳۹۹ مشاهده میکنید، قیمت گذاری این محصول به صورت دستوری و توسط سازمان حمایت از تولیدکنندگان و مصرف کنندگان تعیین میشود.



- لازم به ذکر است که با توجه به حذف ارز ۴۲,۰۰۰ ریالی در اردیبهشت ۱۴۰۱، نهاده های دامی که پیش از این با قیمت های محاسبه شده بر مبنای ارز مذکور خریداری میشد، میبایست با قیمت ارز نیمایی خریداری گردد، که این موضوع باعث افزایش ۳۰۰٪ نرخ نهاده های دامی مصرفی شد. قیمت مرغ آماده طبخ از ۳۱ هزار تومان به ۶۰ هزار تومان در آن وهله افزایش پیدا کرد.
- برند های تجاری شرکت شامل دو برند "سمین" و "زیرک" میباشد که در زیر مشاهده میکنید:



- محصولات اصلی شامل قیمت گذاری دستوری:

مرغ آماده طبخ، مرغ زنده و جوجه یکروزه که ۷۳.۳٪ از مبلغ فروش شرکت را تشکیل میدهند، شامل قیمت گذاری دستوری توسط سازمان حمایت از تولیدکنندگان و مصرف کنندگان میباشد و این محصولات به صورت میانگین حاشیه سود ۱۳.۳٪ دارند که نسبت به سایر محصولات شرکت بسیار پایینتر میباشد.



- محصولات فرعی تابع قیمت بازار:

محصولاتی همچون گوشت بوقلمون، محصولات قطعه بندی، جوجه یکروزه بوقلمون، مرغ منجمد و ... که طبق نرخ بازار عرضه میشوند، شرکت قدرت بیشتری در اعمال هزینه های خود به مصرف کننده دارد به طوریکه به صورت میانگین این محصولات حاشیه سود ۲۲.۸٪ دارند. در نهایت در نه ماهه منتهی به ۱۴۰۲/۰۹ محصولات مذکور حاشیه سود ۱۵.۹٪ برای شرکت داشتند.



- ریسکهای مرتبط با ساختار صنعت :

✓ ریسک استراتژیک بودن محصول: استراتژیک و اساسی بودن محصول تولیدی شرکت گوشت مرغ باعث دخالت شدید دولت در بازار شده است که بعضاً با تصمیمات غیر کارشناسی سیاست گذاریهای نادرست و یا قیمت گذاریهای غیر منطقی تلاطمات زیادی را در این صنعت به وجود می آورد. در نتیجه این موارد باعث عدم تطابق افزایش قیمت نهاده های تولید و قیمت فروش محصولات در بازه های زمانی گوناگون میگردد. شایان ذکر است مهمترین ریسک ذاتی صنعت پرورش مرغ و تولید گوشت مرغ شیوع بیماریهای مختلف برای طیور و عدم توانایی در کنترل و درمان به موقع و سرایت سریع آن میباشد که میتواند مشکلات بسیاری را برای تولید گوشت مرغ در کشور فراهم آورد امکان ایجاد شیوع چشم گیر برخی از بیماریهای طیور از جمله آنفولانزا و برنشیت در کشور و عدم توانایی تولید کنندگان در مدیریت درمان بیماریها به دلیل تراکم مرغدارها و عدم رعایت ضوابط امنیت زیستی ریسک تولید را افزایش میدهد حضور واسطه گران فعال در صنعت طیور که در برخی موارد موجب افزایش قیمت برای مصرف کننده نهایی میشوند و نیز لزوم تسریع فروش محصولات صنعت به دلیل عدم امکان نگهداری طولانی مدت نیز سایر ریسکهای مهم صنعت میباشد.

۷ وابستگی مواد اولیه به خارج از کشور:

صنعت طیور به واردات نهاده های اساسی از جمله سویا، ذرت، ویتامینها، واکسن و سایر اقلام مورد نیاز وابسته است و بخش عمده این مواد اولیه از خارج کشور تأمین میشوند. در نتیجه هر گونه تغییر و نوسان در نرخ ارز مستقیماً به واردکنندگان و مصرف کنندگان این محصولات تحمیل میگردد. علاوه بر تغییرات نرخ ارز، سازوکارهای ناکارآمد بانک مرکزی و شبکه بانکی جهت تخصیص بهینه ارز دولتی موجب ایجاد مشکلاتی در این خصوص شده است.

ردیف	نام ماده اولیه	واحد اندازه گیری	میزان مصرفی	تأمین کننده ها
۱	ذرت	کیلوگرم	۱۶۳،۵۸۲،۹۲۳	واردکنندگان داخلی و پشتیبانی امور دام - مشارکت در واردات با وارد کننده داخلی
۲	سویا	کیلوگرم	۸۴،۴۲۵،۰۱۶	واردکنندگان داخلی و پشتیبانی امور دام
۳	سایر مواد اولیه دان	کیلوگرم	۲۶،۷۳۵،۰۴۲	واردکنندگان داخلی و بخشی دیگر واردات توسط شرکت
۴	مواد کمکی	کیلوگرم	۶۸۳،۵۷۸،۶۶۷	واردکنندگان داخلی

شرکت سپید ماکیان، عمده مواد اولیه تشکیل دهنده دان از جمله ذرت و سویا را به نرخ دولتی از طریق سایت بازارگاه وزارت جهاد کشاورزی تأمین می نماید. ویتامین ها، داروها و واکسنهای مورد نیاز هم از شرکتهای واردکننده معتبر و باکیفیت خارجی تأمین میشود. از سوی دیگر، عمده جوجه یکروزه مرغ مادر نیمچه گوشتی را، خود تولید نموده و مقدار اندکی را از داخل کشور تأمین مینماید.

- زیرمجموعه ها و شرکتهای فرعی سپید ماکیان: دو زیر مجموعه اصلی شرکت سپید ماکیان شرکت پرورش مرغ کاشانک و شرکت تولید مرغ دریای صومعه سرا میباشد که به ترتیب حوزه فعالیت آنها پرورش مرغ مادر تخم گذار و پرورش مرغ گوشتی میباشد.

نام شرکت	نوع شرکت	موضوع فعالیت	سرمایه ثبت شده میلیون ریال	سال مالی	درصد مالکیت
شرکت تولید مرغ دریای صومعه سرا	سهامی خاص	پرورش مرغ نیمچه گوشتی	۳۰۰	۱۴۰۲/۱۲/۲۹	۷۵
شرکت پرورش مرغ کاشانک	سهامی خاص	پرورش مرغ مادر نیمچه گوشتی	۱۲،۰۰۰	۱۴۰۲/۱۲/۲۹	۳۷

تمامی مراودات زیرمجموعه ها با شرکت اصلی سپید ماکیان میباشد، همچنین فروش و سود خالص آنها در مقایسه با شرکت اصلی بسیار ناچیز و فاقد اهمیت است، به طوریکه هنگام برآورد سود سال مالی ۱۴۰۳ برای محاسبه سود تقسیمی آنها در شرکت اصلی از روش تقریبی رشد با تورم استفاده کردیم.

- ضریب تبدیل:

بهره وری نهایی در صنعت مرغداری با شاخص ضریب تبدیل نشان داده میشود. ضریب تبدیل نشان میدهد که برای تولید یک کیلوگرم "مرغ زنده"، چند کیلوگرم "دان" مصرف شده است. کمتر بودن این شاخص نمایانگر استفاده بهینه تر از منابع میباشد. ضریب تبدیل شرکت سپید ماکیان، در سال های اخیر در حدود ۱.۶۷۳ بوده است که در رنکینگ جهانی، یکی از بهترین ضرایب تبدیل می باشد.

- قراردادهای مشارکتی:

استفاده از قراردادهای مشارکتی بدون نیاز به سرمایه گذاری اولیه موجب افزایش حجم تولیدات شرکت میگردد همچنین واحدهای مشارکت کننده با دریافت خدمات مناسب علاوه بر افزایش تولید، افزایش بهره وری و بازدهی بهتر و همچنین بهرمندی از امکانات و خدمات به روز و مطابق استانداردهای جهانی اقدام به مشارکت با شرکت مینمایند، به طوری که تعداد واحدهای مشارکتی گوشتی به ۲۹۲ واحد (شامل ۱۳ واحد بوقلمون) افزایش یافته است. یکی از مهمترین راهبردهای شرکت در جهت توسعه تولید، افزایش ظرفیت از طریق انعقاد قراردادهای مشارکت در مزارع مادری و گوشتی میباشد. این مدل به شرکت این امکان را میدهد تا **بدون نیاز به سرمایه گذاری اولیه** حجم تولیدات خود را افزایش دهد.

• مالیات:

عمده ی فعالیت شرکت سپید ماکیان، در زمینه ی زنجیره ی تولید مرغ گوشتی متمرکز بوده و با عنایت به معافیت موضوع ماده ۸۱ قانون مالیاتهای مستقیم، فعالیتهای مذکور از پرداخت مالیات بصورت کامل معاف میباشد لیکن شرکت با هدف رعایت اصول کیفی فرایندهای تولیدی و همچنین مدیریت زمان و تسریع عملیات تولید قراردادی موسوم به مشارکت، مطابق و در چارچوب اساسنامه ی خود، اقدام به تأمین و فروش سایر اقلام مورد نیاز به طرفین قراردادهای مشارکت مدنی نموده و با عنایت به اینکه فعالیت مذکور از شمول معافیت مالیاتی مزبور، خارج است لذا هزینه ی مالیات مربوط به درآمد غیر عملیاتی حاصل از این بخش از فعالیتهای شرکت شناسایی و در دفاتر مالی ثبت و در صورتهای مالی شرکت نیز افشا شده است. لازم بذکر است که برخی از محصولات تولیدی شرکت شامل بخشی از غذای نیمه آماده، مشمول مالیات بر ارزش افزوده نیز میباشد.

• شراکت استراتژیک با دولت:

شرکت سپید ماکیان، در طی مقاطع مختلف در صورت انعقاد قرارداد با شرکت پشتیبانی امور دام اقدام به تأمین ذخایر مرغ استراتژیک کشور نموده و در ازای آن مواد اولیه دان دریافت می نماید.



- آخرین اطلاع رسانی شرکت در مورد طرح های توسعه، به شرح جدول ذیل میباشد:

طرح های عمده در دست اجرا	شروع پروژه	درصد پیشرفت فیزیکی طرح در تاریخ ۱۴۰۲/۰۳/۳۱	درصد پیشرفت فیزیکی طرح در تاریخ ۱۴۰۲/۰۶/۳۱	درصد پیشرفت فیزیکی طرح در تاریخ ۱۴۰۲/۰۹/۳۰	برآورد درصد پیشرفت فیزیکی طرح در تاریخ ۱۴۰۲/۱۲/۲۹	برآورد درصد پیشرفت فیزیکی طرح تا پایان سال ۱۴۰۳
پروژه ساخت کشتارگاه کومله لنگرود	۱۴۰۰/۰۲/۰۱	۷۰	۷۵	۸۰	۱۰۰	-
پروژه ساخت کارخانه دان کلاشم صومعه سرا (فاز ۱)	۱۴۰۰/۰۲/۰۱	۴۵	۵۰	۵۳	۸۰	۱۰۰
پروژه ایجاد کارخانه قطعه بندی شهر صنعتی رشت	۱۴۰۲/۱۱/۰۱	-	-	۱۵	۲۵	۱۰۰

- مهمترین دستاورد های شرکت طی سالهای اخیر به شرح ذیل است:

✓ افزایش تعداد قرارداد های مشارکتی: تعداد واحدهای مشارکتی گوشتی از ۱۸۹ واحد به ۲۶۵ واحد (شامل ۱۳ واحد بوقلمون) افزایش یافته است.

✓ توسعه کسب و کار غذای نیمه آماده: با هدف تکمیل سبد محصولات شرکت و تولید محصولات غذایی نیمه آماده با کیفیت عالی برند پک فود در سال ۱۴۰۰ راه اندازی گردید و در سال ۱۴۰۱ نیز با تکمیل ظرفیت تولید خود، محصولات متنوعی را روانه بازار نموده است.

✓ ورود به بازار تولید بوقلمون: گوشت بوقلمون دارای ارزش غذایی فراوانی است و هر دو نوع پروتئین گوشتی قرمز و سفید را دارا می باشد. شرکت سپید ماکیان در راستای رسالت خود مبتنی بر ایجاد دسترسی آحاد جامعه به غذای با کیفیت، اقدام به تاسیس و تکمیل زنجیره تولید گوشت بوقلمون نموده است در سال ۱۴۰۱ با ۳ واحد بوقلمون مادری، ۱۶ واحد گوشتی و ۱ واحد جوجه کشی بیش از ۹۶۰ تن گوشت بوقلمون را تولید و روانه بازار نموده است.

- مفروضات برآورد سود برای سه ماهه منتهی ۱۴۰۲/۱۲ و سال مالی منتهی ۱۴۰۳/۱۲ به شرح جدول زیر است:

مفروضات	واحد	سه ماهه ۱۴۰۲/۱۲	۱۴۰۳/۱۲
مقدار فروش مرغ آماده طبخ	کیلوگرم	۳۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۱۰,۰۰۰,۰۰۰
نرخ مرغ آماده طبخ	ریال بر کیلوگرم	۷۵۵,۰۰۰	۸۵۰,۰۰۰
پارامترهای کلان	واحد	سه ماهه ۱۴۰۲/۱۲	۱۴۰۳/۱۲
نرخ تورم	-	۷.۵٪	۳۰٪
نرخ افزایش دستمزد و حقوق	-	-	۲۰٪
نرخ سویا میل جهانی	دلار بر کیلوگرم	۰.۳۳	۰.۳۵
نرخ ذرت جهانی	دلار بر کیلوگرم	۰.۱۶	۰.۱۸
نرخ نیما تالار دوم	ریال	۳۹۸,۰۰۰	۴۸۰,۰۰۰

- صورت سود و زیان برآورد شده طبق مفروضات فوق، در صفحه بعد آمده است:

[illegible]

- اطلاعات حاصل از تحلیل و حساسیت هر یک از پارامترهای تحلیل در جداول زیر آمده است:

نام شرکت	سال مالی	سرمایه	ارزش بازار	eps ۱۴۰۲	eps ۱۴۰۳	قیمت	p/e f ۱۴۰۳	p/e ttm	p/e ttm his
سپید	اسفند	۹,۰۰۰,۰۰۰	۷,۰۲۹	۱,۲۹۳	۱,۵۸۴	۷,۸۱۰	۴.۶	۹.۸۹	۹.۵

حساسیت سود به پارامترهای تحلیل	
مقدار فروش مرغ آماده طبخ	۶.۴
نرخ مرغ آماده طبخ	۹.۱
نرخ تورم	(۰.۶)
نرخ افزایش دستمزد و حقوق	(۰.۱)
نرخ سویا میل جهانی	(۱.۷)
نرخ ذرت جهانی	(۲.۴)
نرخ نیما تالار دوم	(۴.۱)

- جدول تحلیل حساسیت: به دلیل اینکه دو متغیر نرخ مرغ آماده طبخ و نرخ نیما تالار دوم، بیشترین اهرم را روی سود شرکت دارند و همچنین امکان تغییر آنها طی زمان زیاد می باشد، تغییر سود را به ازای تغییرات این دو پارامتر بررسی کرده ایم.

نرخ مرغ آماده طبخ (ریال بر کیلوگرم)									
۸۹۰,۰۰۰	۸۸۰,۰۰۰	۸۷۰,۰۰۰	۸۶۰,۰۰۰	۸۵۰,۰۰۰	۸۴۰,۰۰۰	۸۳۰,۰۰۰	۸۲۰,۰۰۰	۸۱۰,۰۰۰	
۲,۶۶۸	۲,۴۹۷	۲,۳۲۷	۲,۱۵۷	۱,۹۸۶	۱,۸۱۶	۱,۶۴۵	۱,۴۷۵	۱,۳۰۵	۴۵۰,۰۰۰
۲,۵۳۴	۲,۳۶۳	۲,۱۹۳	۲,۰۲۳	۱,۸۵۳	۱,۶۸۲	۱,۵۱۲	۱,۳۴۱	۱,۱۷۱	۴۶۰,۰۰۰
۲,۴۰۰	۲,۲۳۰	۲,۰۵۹	۱,۸۸۹	۱,۷۱۸	۱,۵۴۸	۱,۳۷۸	۱,۲۰۷	۱,۰۳۷	۴۷۰,۰۰۰
۲,۲۶۶	۲,۰۹۶	۱,۹۲۵	۱,۷۵۵	۱,۵۸۴	۱,۴۱۴	۱,۲۴۴	۱,۰۷۳	۹۰۳	۴۸۰,۰۰۰ نرخ نیما
۲,۱۳۲	۱,۹۶۲	۱,۷۹۱	۱,۶۲۱	۱,۴۵۱	۱,۲۸۰	۱,۱۱۰	۹۳۹	۷۶۹	۴۹۰,۰۰۰ تالار دوم
۱,۹۹۸	۱,۸۲۸	۱,۶۵۷	۱,۴۸۷	۱,۳۱۷	۱,۱۴۶	۹۷۶	۸۰۵	۶۳۵	۵۰۰,۰۰۰
۱,۸۶۴	۱,۶۹۴	۱,۵۲۳	۱,۳۵۳	۱,۱۸۳	۱,۰۱۲	۸۴۲	۶۷۱	۵۰۱	۵۱۰,۰۰۰
۱,۷۳۰	۱,۵۶۰	۱,۳۹۰	۱,۲۱۹	۱,۰۴۹	۸۷۸	۷۰۸	۵۳۸	۳۶۷	۵۲۰,۰۰۰

- نتیجه گیری:

با توجه مفروضات محافظه کارانه ای که در تحلیل اعمال کردیم، نسبت قیمت به سود آینده نگر سهم ۴.۶ واحد بدست میاید، و از آنجاییکه سهم های موجود در این صنعت عموما بالاتر از نسبت pe بازار معامله میشوند، میتوان برای سال مالی ۱۴۰۳ این سهم بازده قیمتی بالاتر از تورم را انتظار داشت.

سلب مسئولیت:

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