تحلیل بنیادی شرکت صنعتی بهشهر
(غبشهر)

شرکت سبدگردانی ویستا

اطلاعات بازار	
سال مالی 30 آذر 1400	
قیمت روز هر سهم (ریال)	26،240
ارزش بازار - میلیارد ریال	78،720
آخرین DPS%	36%
درصد سهام شناور	20%

بازدهی		
بازده	سهم	شاخص
1 ماه	% 2	% 10
3 ماه	% 35	% 34
6 ماه	% 38	% 31
1 سال	% 4	- 5%

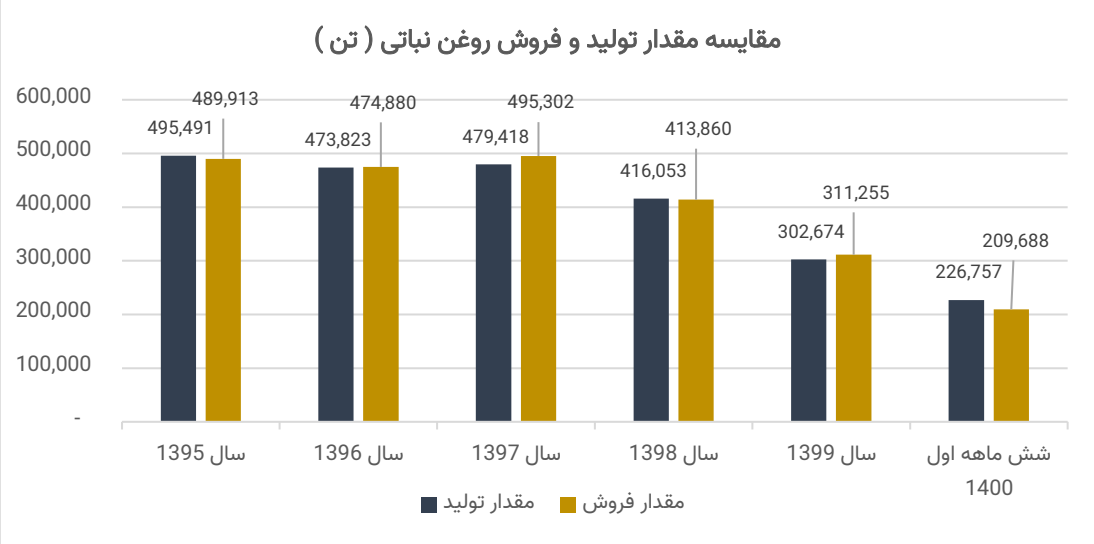
شهریور ۱۴۰۰

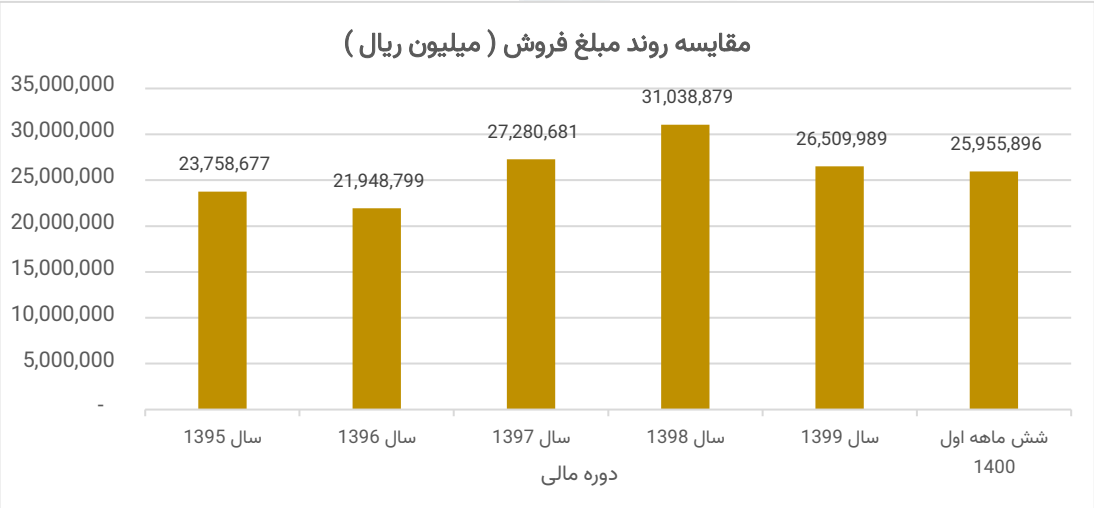
معرفی و کلیات

شرکت صنعتی بهشهر (با نماد غبشهر) بزرگ‌ترین و قدیمی‌ترین شرکت ایرانی تولید کننده روغن‌های گیاهی خوراکی شامل روغن‌های مایع، روغن‌های مخصوص سرخ‌کردنی، نیمه جامد و روغن‌های مخصوص شیرینی‌پزی است که از سال ۱۳۳۰ فعالیت خود را آغاز کرده است. ظرفیت اسمی تولید روغن خوراکی در شرکت صنعتی بهشهر برابر با 500،000 تن در سال می باشد . شرکت محصولات خود را تحت روغن های " بهار " ، " بهار الماس " و " لادن " به بازار عرضه می نماید . کارخانه شرکت واقع در استان تهران ، کیلومتر 8 جاده قدیم کرج – بزرگراه فتح می باشد .

بررسی تولید و فروش

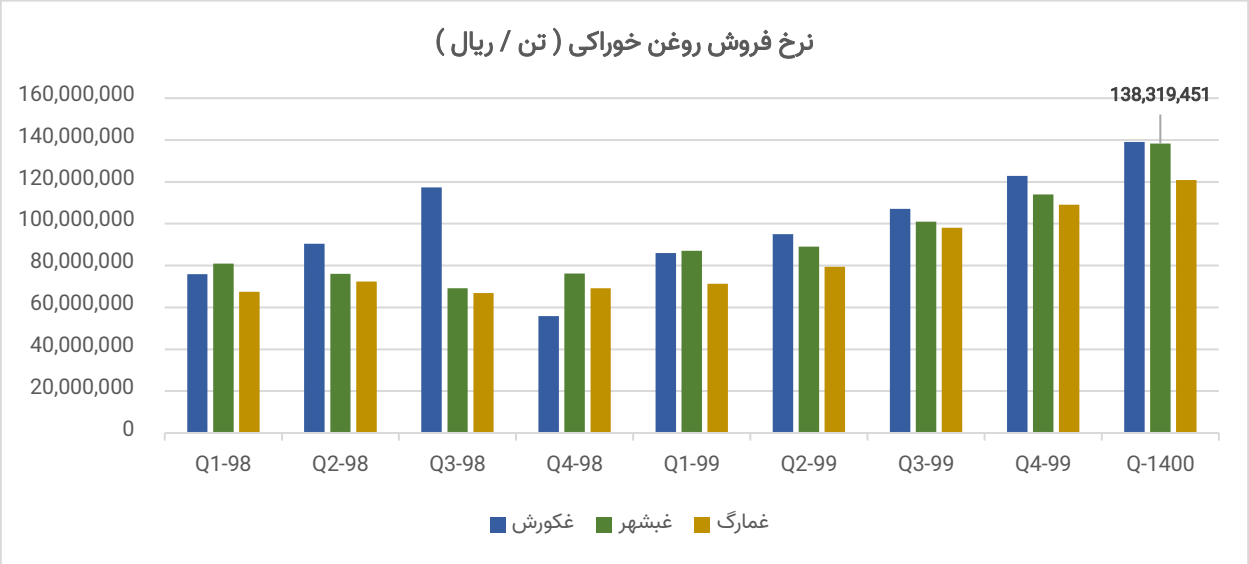
مقدار تولید روغن خوراکی در شش ماهه اول سال 1400 معادل 226،757 تن و در شش ماهه اول 1399 معادل 192،717 تن می باشد که نسبت به مدت مشابه سال قبل 18 درصد رشد داشته است .





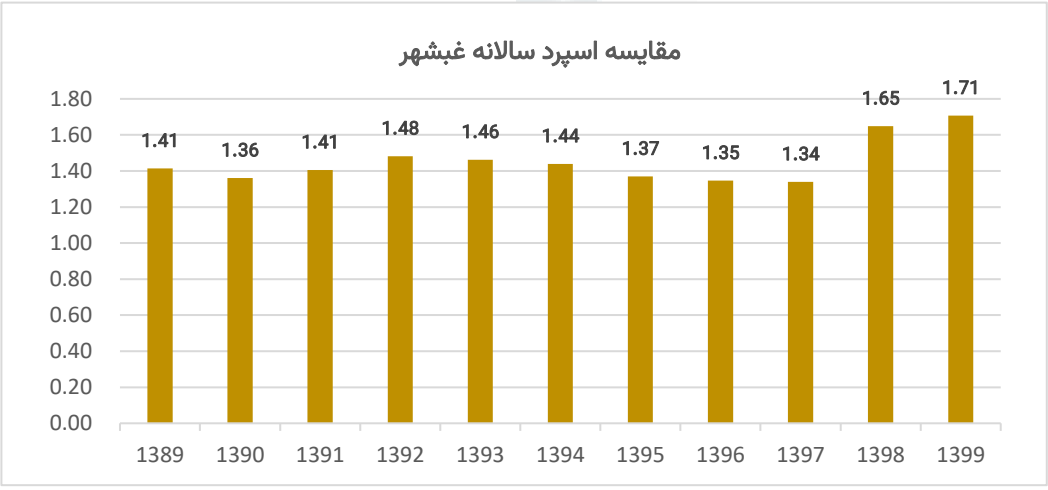
مقایسه نرخ های فروش روغن خوراکی

همانطور که در نمودار ذیل ملاحظه می فرمایید نرخ های فروش شرکت های روغنی تفاوت قابل توجهی نسبت به یکدیگر ندارند و دلیل این موضوع قیمت گذاری محصولات بر مبنای دستورالعمل سازمان حمایت از مصرف کننده و تولید کننده می باشد .همچنین آخرین نرخ فروش هر تن روغن خوراکی در مرداد ماه سال جاری 149,394,206 ریال / تن می باشد.(نمودار 3)

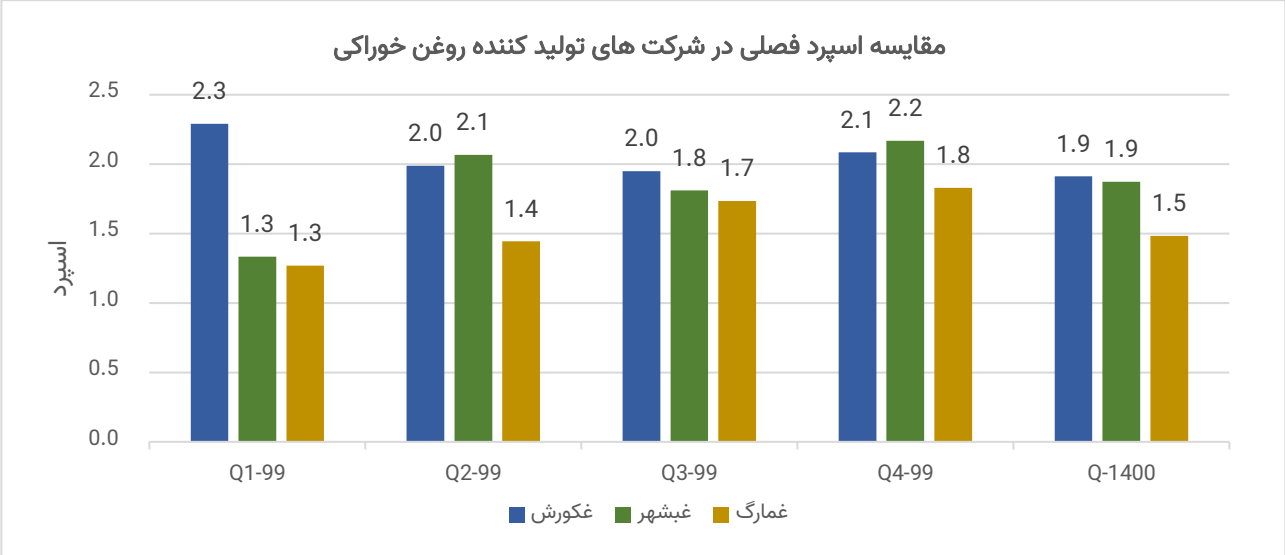


مقایسه اسپرد نرخ های فروش روغن خوراکی و روغن خام

در نمودار ذیل به بررسی مقایسه اسپرد (نرخ فروش روغن خوراکی به نرخ خرید روغن خام) پرداخته شده است . همانطور که ملاحظه می فرمایید طی سال های 1389 الی 1399 اسپرد بین 1.34 الی 1.71 بوده است . در صورت آزاد سازی نرخ ارز واردات روغن خام انتظار می رود نسبت اسپرد به حالت نرمال سنوات قبل برگشته و در تحلیل پیش رو با فرض حذف ارز ترجیحی 42،000 ریالی از اسپردهای نرمال در سنوات گذشته استفاده شده است که در ادامه به بررسی خواهیم پرداخت . (نمودار 4)



نمودار ذیل به بررسی اسپرد (نرخ فروش روغن خوراکی به نرخ خرید روغن خام) در فصول اخیر اشاره دارد که این نسبت بین 1.3 الی 2.2 برای " غبشهر " بوده است . نسبت اسپرد به عوامل مختلفی بستگی دارد که از مهم ترین آن می توان به تغییرات قیمت جهانی روغن خام ، عدم دریافت به موقع افزایش نرخ ، ثبت سفارش و پیش پرداخت خرید روغن خام با نرخ های بالاتر از نرخ های چهانی و ... اشاره داشت (نمودار 5)



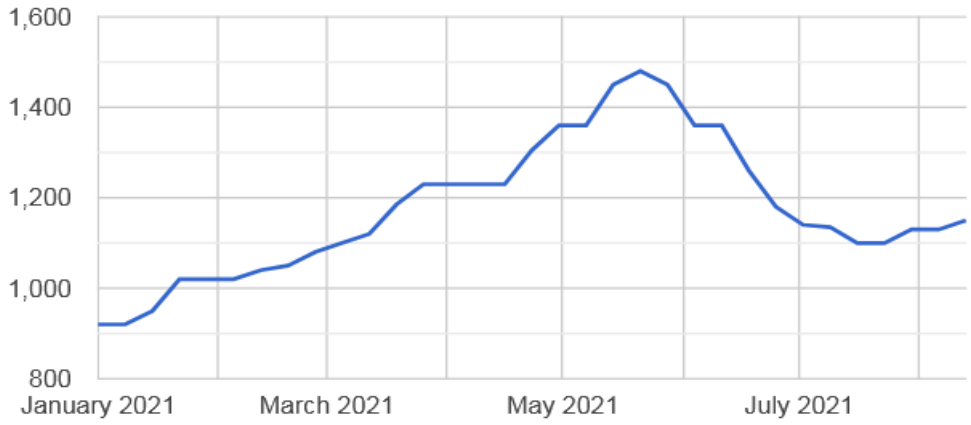
قیمت های جهانی انواع روغن خام خوراکی

روند قیمتی هر تن / دلار روغن آفتابگردان در بازار های جهانی از ابتدای سال 2021 میلادی

همانطور که در نمودار ذیل ملاحظه می فرمایید روغن آفتابگردان طی سال 2021 قیمت 1،700 دلار/ تن را تجربه کرده و سپس به حوالی قیمت 1،300 دلار / تن کاهش پیدا کرده است . (نمودار 6)

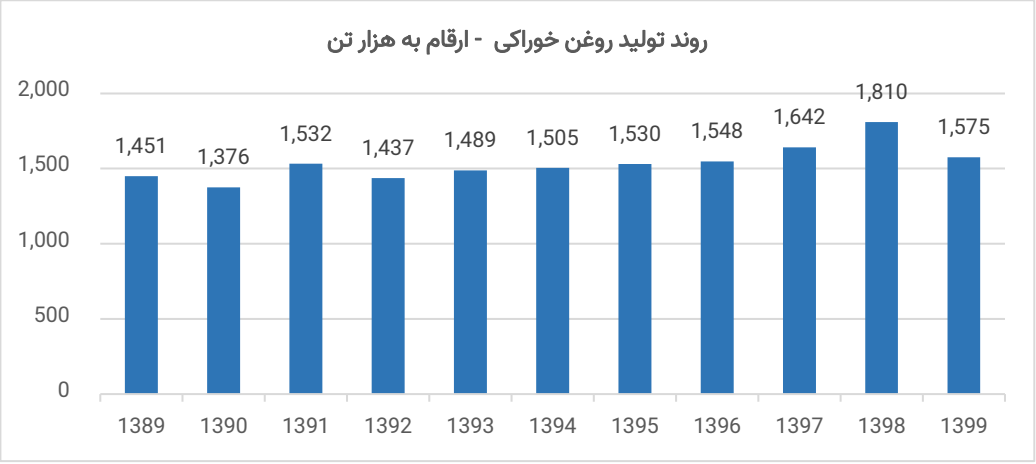
روند قیمتی هر تن / دلار روغن سویا در بازار های جهانی از ابتدای سال 2021 میلادی

همانطور که در نمودار ذیل ملاحظه می فرمایید روغن سویا طی سال 2021 قیمت 1،480 دلار/ تن را تجربه کرده و سپس به حوالی قیمت 1،180 دلار / تن کاهش پیدا کرده است . (نمودار 7)



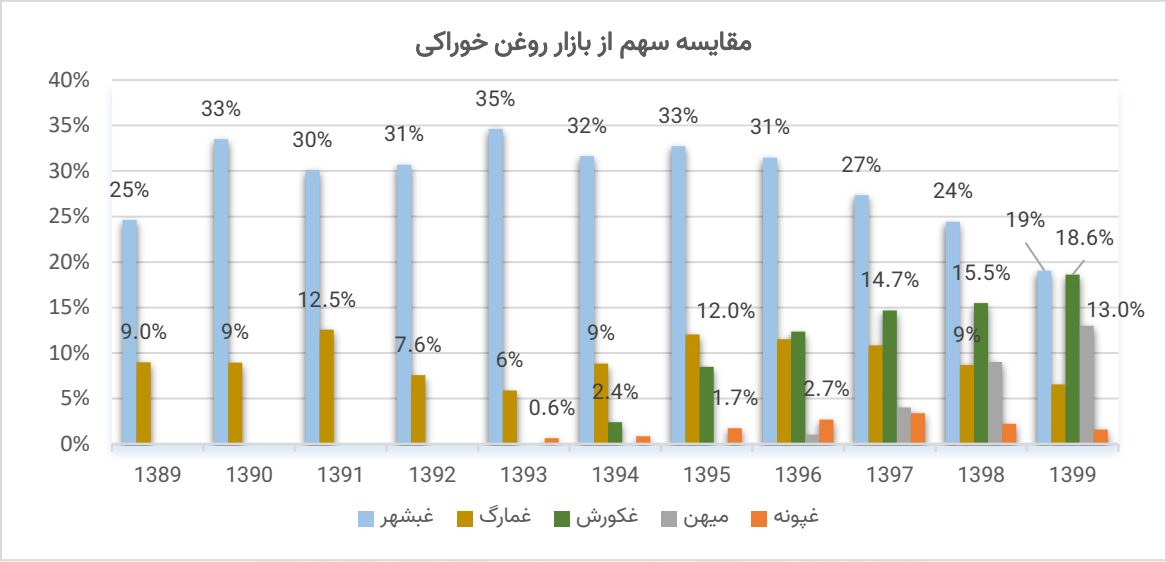
مقایسه میزان تولید روغن خوراکی در کشور

همانطور که در جدول ذیل ملاحظه می فرمایید تولید روغن خوراکی در سال گذشته برابر با 1،575 هزار تن بوده که نسبت به سال 1398 کاهش 13 درصدی را به همراه داشته است . میانگین تولید طی سال های 1389 الی 1399 برابر با 1،530 هزار تن می باشد .طی سال های اخیر سهم روغن پالم از 40% به کمتر از 20% و همچنین سهم روغن آفتابگردان از 10% به 40 % افزایش یافته است . (نمودار 8)



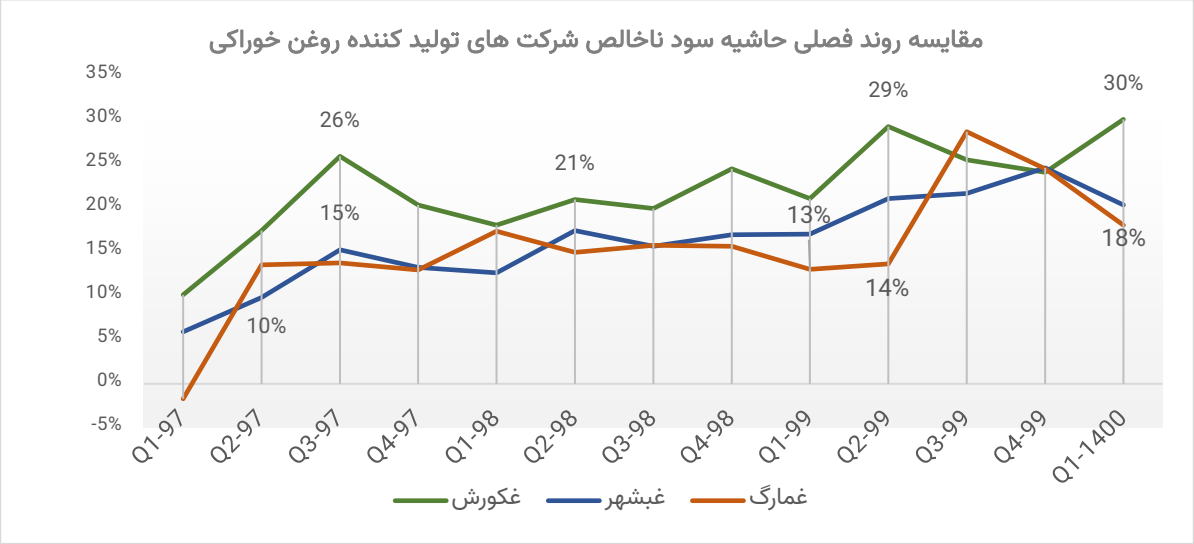
مقایسه سهم از بازار روغن خوراکی در کشور

همانطور که در نمودار ذیل ملاحظه می فرمایید سهم از بازار « غبشهر » در سال 1389 از 25% به 19% در سال 1399 کاهش داشته و همچنین سهم از بازار « غمارگ » از 9% به 6.5% تنزل پیدا کرده است و از طرفی سهم از بازار « غکورش » در سال 1394 از 2.4% به 18.6% افزایش یافته است . لازم به ذکر است در سال 1399 شرکت میهن با برند « طبیعت » سهم 13 درصدی را از بازار روغن خوراکی از آن خود کرده است . (نمودار 9)

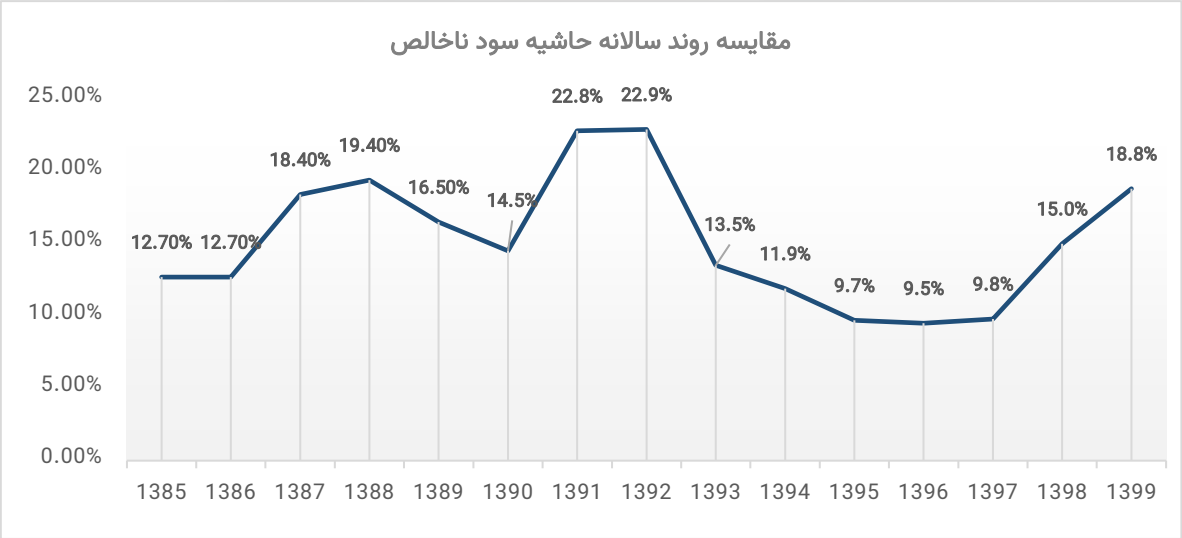


مقایسه روند مارجین شرکت های تولید کننده روغن خوراکی

روند مارجین (حاشیه سود ناخالص) شرکت های تولید کننده روغن خوراکی طی بهار 1397 الی بهار 1400 در نمودار ذیل نشان داده شده است ، همانطور که ملاحظه می فرمایید « غکورش » بیشترین مارجین را نسبت به سایر همگروهی های خود دارد . بیشترین مارجین مربوط به بهار 1400 برای « غکورش » می باشد. در بازه زمانی مذکور به دلیل عدم دریافت به موقع افزایش نرخ مارجین شرکت ها با افت قابل توجهی روبه رو شده است که می توان به مارجین منفی 2 درصد برای « غمارگ » و همچنین مارجین های پایین تر برای سایر شرکت های اشاره کرد . (نمودار 10)



همانطور که در نمودار ذیل ملاحظه می فرمایید روند حاشیه سود ناخالص " غبشهر " طی سال های 1385 الی 1399 بین 9.5% الی 22.9% بوده است و در سال های 1391 و 1392 به دلیل تغییر ارز ترجیحی 12،260 ریال حاشیه سود ناخالص شرکت دستخوش تغییراتی شده است که در سال ها بعد از آن روندلی نزولی در پیش گرفته و سپس به نسبت های نرمال و حتی کمتر از نرمال (سال های 1395 الی 1397) تنزل پیدا کرده و در سال های 1398 و 1399 ایم نسبت بهبود یافته است که دلیل آن را می توان به افزایش نرخ فروش و تغییرات قیمت جهانی و تخصیص ارز ترجیحی 42،000 ریالی اشاره داشت .



مفروضات برآورد سود سالهای 1400 و 1401

به منظور بررسی سود و زیان شرکت صنعتی بهشهر « غبشهر » از دو سناریو الف) تداوم ارز ترجیحی 42،000 ریالی و ب) حذف ارز ترجیحی استفاده شده است و در جدول ذیل مفروضات پایه نشان داده شده است .

مفروضات شش ماهه پایانی 1400 (جدول 1)		مفروضات 1401 (جدول 2)	
روغن آفتابگردان (تن / دلار)	1،450	روغن آفتابگردان (تن / دلار)	1،450
روغن سویا (تن / دلار)	1،400	روغن سویا (تن / دلار)	1،400
روغن پالم (تن / دلار)	1،350	روغن پالم (تن / دلار)	1،350
دلار (ریال)	42،000	دلار (ریال)	42،000
نرخ فروش (تن / ریال)	**149،000،000**	نرخ فروش (تن / ریال)	**155،000،000**
انرژی	50%	انرژی	50%
تورم	40%	تورم	40%
حقوق و دستمزد	30%	حقوق و دستمزد	30%
تناژ تولید و فروش روغن خوراکی (تن)	210،000	تناژ تولید و فروش روغن خوراکی (تن)	450،000

الف) تداوم ارز ترجیحی 42،000 ریالی

در صـورت سـود و زیان آورده شـده در جدول ذیل به بررسـی تداوم ارز ترجیحی 42،000 ریالی جهت تامین مواد اولیه (روغن خام) برای شش ماهه پایانی 1400 و 1401 پرداخته شده است. (جدول 3)

صورت سود و زیان (میلیون ریال)	1399	شش ماهه اول 1400	کارشناسی شش ماهه دوم 1400	کارشناسی 1400	کارشناسی 1401
فروش	26,509,989	26,405,609	30,281,105	56,686,714	67,501,024
بهای تمام شده کالای فروش رفته	(21,536,330)	(20,529,899)	(24,331,545)	(44,861,444)	(53,937,845)
سود (زیان) ناخالص	4,973,659	5,875,710	5,949,560	11,825,270	13,563,179
هزینه های عمومی, اداری و تشکیلاتی	(1,529,278)	(1,085,565)	(1,184,735)	(2,270,300)	(3,129,781)
خالص سایر درامدها (هزینه های) عملیاتی	(415,591)	206,453	0	206,453	0
سود (زیان) عملیاتی	3,028,790	4,996,598	4,764,825	9,761,423	10,433,399
هزینه های مالی	(191,728)	(766,399)	(940,276)	(1,706,675)	(1,442,785)
خالص سایر درامدها و هزینه های غیرعملیاتی	(60,325)	309,257	(218,123)	91,134	(136,038)
سود قبل از کسر مالیات	2,776,737	4,539,456	3,606,425	8,145,881	8,854,576
مالیات	(1,090,018)	(1,141,571)	(793,414)	(1,934,985)	(1,948,007)
سود خالص	1,686,719	3,397,885	2,813,012	6,210,897	6,906,569
سود هر سهم (ریال)	562	1,133	938	2,070	2,302
سرمایه	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000
حاشیه سود ناخالص	%19	%22	%20	%21	%20
حاشیه سود عملیاتی	%11	%19	%16	%17	%15
حاشیه سود خالص	%6	%13	%9	%11	%10
نرخ مالیات	%39-	%25-	%22-	%24-	%22-

سایر نکات

1- صـورت سـود و زیان ارائه شـده در جدول فوق با فرض تداوم دلار 42،000 ریالی جهت تخصـیص واردات روغن خام برای شـش ماهه پایانی 1400 و سـال 1401 در نظر گرفته شـده اسـت . با توجه به اینکه حدود 95% از بهای تمام شـده روغن خوراکی را روغن خام تشـکیل می دهد لذا هر گونه تغییر در نرخ ارز ترجیحی 42،000 ریال باعث تغییرات با اهمیت سود و زیان شرکت می گردد .

2- در صورت افزایش نرخ های جهانی روغن خام ، شرکت با توجه به سوابق قبل و انتظار کاهش حاشیه سود اقدام به افزایش نرخ محصولات می نماید .

3- تخفیفات فروش شرکت طی سال های 1397 الی 1399 به ترتیب برابر با 1.8% ، 0 % و 3.4 % بوده است و درشش ماهه اول سال 1400 معادل 3.2% بوده و در تحلیل فوق با فرض تداوم ارز ترجیحی برای شش ماهه پایانی سال 1400 و سال 1401 معادل 3.2 % در نظر گرفته شده است .

4- به ازای 1% تغییر در تناژ تولید و فروش ، سود هر سهم شرکت 1.5% تغییر می یابد.

5- در سنوات گذشته شرکت تولید بیش از ظرفیت اسمی (500،000 تن) را داشته است . در صورت تولید با ظرفیت 500،000 تن در سال 1401 سود هر سهم به 2،660 ریال افزایش می یابد .

6- سفارشات و پیش پرداخت شرکت در تاریخ 31 خرداد 1400 مبلغ 16،484،132 میلیون ریال می باشد که شامل : 9،486،111 میلیون ریال سفارش روغن خام خارجی ، 1،883،872 میلیون ریال سفارشات لوازم بسته بندی خارجی و 4،839،758 میلیون ریال سفارشات روغن خام و بسته بندی داخلی و ... می باشد . با توجه به اینکه در زمان ثبت سفارش روغن خام ، قیمت های جهانی بین 1،500 الی 1،700 دلار بوده و در ماه های اخیر قیمت های جهانی به 1،300 دلار کاهش پیدا کرده است ، در تحلیل شش ماهه دوم سال 1400 قیمت های جهانی برای روغن آفتابگردان معادل 1،450 دلار / تن در نظر گرفته شده است که این موضوع باعث کاهش اسپرد (نرخ فروش روغن خوراکی به نرخ خرید روغن خام) می گردد و در نتیجه اسپرد برای شش ماهه دوم سال 1400 برابر 1.9 خواهد بود .

7- با توجه به اینکه پیش بینی بهای تمام شده مواد اولیه برای سال 1401 معادل 51،000،000 میلیون ریال برآورد می گردد و از طرفی شرکت دارای 16،484،132 میلیون ریال سفارشات و پیش پرداخت و همچنین دارای 6،175،518 میلیون ریال موجودی مواد اولیه و لوازم بسته بندی می باشد ، لذا انتظار می رود هزینه های مالی در سال 1401 نسبت به سال 1400 کاهش یابد . لازم به ذکر است مانده تسهیلات مالی در 31 خرداد 1400 برابر با 15,559,415 میلیون ریال می باشد که عمدتا صرف سفارشات و پیش پرداخت مواد اولیه و بسته بندی شده و همچنین مانده تسهیلات مالی در 30 آذر 1399 (پایان سال مالی قبل) برابر با 4،666،173 میلیون ریال بوده است .

8- با توجه به سابقه طولانی حضور شرکت در صنعت روغن خوراکی و مستهلک شدن تجهیزات و به روز نبودن فناوری و ماشین آلات ، نسبت تبدیل روغن خام به روغن تصفیه شده (خوراکی) به صورت قابل توجهی افزایش یافته و این موضوع باعث افزایش بهای تمام شده تصفیه روغن خام می گردد. به طوری که در سال های گذشته نسبت تبدیل روغن خام به خوراکی برابر با 1.05 الی 1.07 بوده که این نسبت در سال 1399 به 1.15 و در شش ماهه اول سال 1400 معادل 1.15 می باشد . (به عبارت دیگر برای تولید 1 تن روغن خوراکی نیاز به 1.15 تن روغن خام می باشد)

ب) حذف ارز ترجیحی 42،000 ریالی برای سال 1401

همانطور که قبلا توضیح داده شد ، اسپرد (نرخ فروش روغن خوراکی به نرخ خرید روغن خام) بین سال های 1389 الی 1399 بین 1.34 الی 1.71 بوده است و با توجه به دوران ثبات ارزی طی سال های 1393 الی 1396 انتظار می رود با آزد سازی ارز ترجیحی ، اسپرد به

حالت نرمال سال های گذشته برگردد و در سناریوی حذف ارز ترجیحی از سه سناریو با نسبت های 1.35 ، 1.41 و 1.46 استفاده شده است (جدول 5 و 4) .

سناریو حذف ارز ترجیحی و افزایش نرخ جدید			
نوع سناریو	دلار (ریال)	نرخ روغن خوراکی (تن / ریال)	اسپرد (نرخ روغن خوراکی به روغن خام)
سناریو 1	200،000	480,000,000	1.35
سناریو 2	200،000	500,000,000	1.41
سناریو 3	200،000	520,000,000	1.46
تناژ تولید و فروش (تن)		450,000	

صورت سود و زیان (میلیون ریال)	سال 1399	کارشناسی 1401 (سناریو 1)	کارشناسی 1401 (سناریو 2)	کارشناسی 1401 (سناریو 3)
فروش	26,509,989	209,035,429	217,745,239	226,455,049
بهای تمام شده کالای فروش رفته	(21,536,330)	(194,333,175)	(194,333,175)	(194,333,175)
سود (زیان) ناخالص	**4,973,659**	**14,702,254**	**23,412,064**	**32,121,873**
هزینه های عمومی, اداری و تشکیلاتی	(1,529,278)	(4,776,483)	(4,877,818)	(4,979,154)
خالص سایر درامدها (هزینه های) عملیاتی	(415,591)	0	0	0
سود (زیان) عملیاتی	**3,028,790**	**9,925,771**	**18,534,246**	**27,142,720**
هزینه های مالی	(191,728)	(5,257,143)	(5,257,143)	(5,257,143)
خالص سایر درامدها و هزینه های غیرعملیاتی	(60,325)	(136,038)	(136,038)	(136,038)
سود قبل از کسر مالیات	2,776,737	4,532,591	13,141,065	21,749,539
مالیات	(1,090,018)	(997,170)	(2,891,034)	(4,784,898)
سود خالص	**1,686,719**	**3,535,421**	**10,250,030**	**16,964,640**
سود هر سهم (ریال)	562	1,178	3,417	5,655
سرمایه	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000
حاشیه سود ناخالص	%19	%7	%11	%14
حاشیه سود عملیاتی	%11	%5	%9	%12
حاشیه سود خالص	%6	%2	%5	%7

سایر نکات

1- سود و زیان هر سهم با فرض دلار نیمایی (230،000 ریال) و نرخ فروش هر تن روغن خوراکی معادل 550،000،000 ریال / تن در سال 1401 برابر با 1،842 ، با نرخ فروش هر تن روغن خوراکی معادل 560،000،000 ریال / تن ریال معادل 2،961 ریال ، با نرخ فروش هر تن روغن خوراکی معادل 570،000،000 ریال / تن معادل 4،080 ریال و با نرخ فروش هر تن روغن خوراکی معادل 580،000،000 ریال / تن ریال معادل 5،200 ریال می گردد.

2- به ازای هر 1 درصد تغییر در تناژ تولید و فروش ، سود شرکت 1.6درصد تغییر می یابد.

3- مقدار تولید و فروش در تمامی سناریو ها برای سال 1401 ، معادل 450،000 تن در نظر گرفته شده است و در سال های گذشته شرکت تولید بیش از ظرفیت اسمی (500،000 تن) را هم داشته است.

4- درسال 1356 قرارداد وامی به مبلغ 7،500،000 فرانک سوئیس بین سهامداران وقت شرکت و بانک کردیت سوئیس منعقد شده است. بانک کردیت سوئیس دادخواستی علیه شرکت بابت مطالبه اصل ، سود و جرائم معوق وام فوق تنظیم نموده که بموجب آراء صادره توسط دیوانعالی کشور درسالهاي 1384 و 1386 شرکت محکوم به پرداخت اصل وام به نرخ روز ارز گردیده است . متعاقب راي دیوانعالی کشور ، مبالغ 5،936 و 2،476 و257 میلیون ریال طی سه مرحله از حسابهاي شرکت با حکم دادگاه برداشت گردیده است. شرکت ضمن اعتراض به راي صادره مبلغ 1،715 میلیارد ریال ، ذخیره بابت اصل وام براساس نرخهاي ارز در دسترس درحسابها منظورنموده است.پرونده جهت رسیدگی مجدد و کامل به شعبه 4 هیات تشخیص دیوانعالی کشور ارجاع شده است و درمرحله کارشناسی می باشد. تا تاریخ تصویب صورتهاي مالی از پیامد پرونده مذکور اطلاعی دردست نیست . برای شش ماهه پایانی سال 1400 و سال مالی 1401 به ترتیب ذخیره ای برابر با 245،000 میلیون ریال و 185،000 میلیون ریال در نظر گرفته شده است .

آدرس: شهرک غرب، خیابان فخار مقدم، پلاک ۲۴، طبقه ۵

تلفن: ۰۲۱-۸۶۱۷۵۰۹۶

کانال تلگرام : vistaamc

پیش‌بینی های ارائه شده در این تحلیل صرفاً ایده و نظر تحلیل‌گران مجموعه بوده و نباید به تنهایی مبنای تصمیم و سرمایه گذاری باشد. اطلاعات و مفروضات این گزارش ممکن است در هر لحظه تغییر کرده و مسئولیتی از بابت به روز رسانی آنها متوجه شرکت سبدگردانی ویستا نمی باشد.

سلب مسئولیت