

گزارش تحلیلی شرکت شیشه قزوین (سهامی عام) بازار پایه زرد فرابورس فروردین ۱۴۰۲

امیررضا اعلا بایف (فعال و سرمایه گذار خصوصی)

بیانیه سلب مسئولیت

این گزارش صرفاً نظرات شخصی کارشناس تحلیل بوده و به هیچ عنوان نباید تنها معیار تصمیم گیری در خصوص سرمایه گذاری در سهام شرکت مذکور باشد. همچنین این گزارش پیشنهادی مبنی بر نگهداری، خرید یا فروش سهام نمی باشد.

بخش اول : آشنایی با شرکت و مدل کسب و کار

• درباره شرکت

کارخانه شیشه قزوین در سال ۱۳۴۴ با سرمایه اولیه بالغ بر یک میلیارد ریال در زمینی به مساحت ۲۶۰,۰۰۰ مترمربع با تخصیص زیربنای ۱۰۰,۰۰۰ مترمربع به مجموعه ای از سالنهای تولید، انبارها، واحد های اداری، خدماتی و تعمیراتی در ۳ کیلومتر جاده قزوین- رشت راه اندازی شد.

بدین صورت بزرگترین کارخانه شیشه تخت کشور با نام « کارخانه شیشه قزوین » و با استفاده از فناوری روز دنیا وارد عرصه تولید شد. در آن زمان شیشه تولید شده در این کارخانه در نوع خود از مرغوبترین تولیدات خاور میانه به حساب می آمد. در خلال سالهای آتی افزایش چشمگیر تقاضای بازار داخلی برای انواع شیشه تخت، شرکت را بر آن داشت تا با استفاده از فناوریهای جدید، ارتقای دانش و تکیه بر پشتکار افزون پرسنل مجرب، علاوه بر احداث کارخانه شیشه مشجر نسبت به تاسیس کارخانجات شیشه فلوت و صنایع جانبی (شیشه فرآوری شده) اقدام نماید تا علاوه بر تامین مصارف داخلی از توان رقابتی مضاعف در بازارهای خارجی نیز بهره مند گردد.

فعالیت های این واحد صنعتی تا به امروز ادامه یافته و می توان گفت در حال حاضر مساحت کل کارخانجات شرکت شیشه قزوین بالغ بر ۳,۰۰۰,۰۰۰ مترمربع است.

• واحد های تولیدی و سبد محصولات

۱- واحد شیشه مشجر

شیشه مشجر به دلیل داشتن طرح و ناهمواری در یک یا دو طرف آن موجب شکست نامنظم نور عبوری شده و تصویر واضحی از اشیاء آن سوی شیشه به ناظر ارائه نمی دهد. این شیشه با استفاده از روش نورد مذاب شیشه از بین دو غلطک - معمولاً غلطک زیرین نقش دار است - تولید میشود. شیشه مشجر در اجرای دکوراسیون و تزئینات، تقسیم بندی فضاها (پارتیشن)، شیشه گلخانه ای و نمای داخلی و خارجی ساختمان کاربرد دارد. در حال حاضر کارخانجات شیشه قزوین دارای دو خط تولید شیشه مشجر بوده و با ظرفیت سالیانه ۳۰ هزار تن به تولید شیشه رنگی (آبی، سبز، کهربایی، برنز و بیرنگ) با نقش های مختلف (برفی، کاراتاجی، بازوبندی، ذره بینی، برگ بیدی و ...) از ضخامت ۴ الی ۱۰ و به عرض ۱۶۰۰ میلیمتر ادامه می دهد. این محصول بدلیل برخورداری از کیفیتی ممتاز جزو بهترین برند های شیشه مشجر در کشور محسوب شده و علاوه بر مصارف داخلی، بخشی از نیاز بازار کشور های همسایه و آسیای میانه را نیز تامین مینماید.

۲- واحد شیشه فلوت

در اوایل اردیبهشت سال ۱۳۸۰ خبر احداث کارخانه تولید شیشه به روش فلوت در ایران توسط شرکت شیشه قزوین با مشارکت شرکت پیلکینگتون (Pilkington) اعلام و مطابق آن کارهای مطالعاتی، طراحی و عملیات اجرایی احداث کارخانه در ۷۰ کیلومتری شهر قزوین در منطقه فارسجین در زمینی به مساحت ۲,۰۰۰,۰۰۰ مترمربع با زیر بنای صنعتی ۷۰,۰۰۰ مترمربع آغاز گردید. عملیات اجرایی طرح در نیمه دوم سال ۱۳۸۸ پایان پذیرفت و تولید شیشه فلوت این شرکت رسماً آغاز شد. این کارخانه با بهره گیری از تکنولوژی شرکت پیلکینگتون قادر است شیشه فلوت را در طیفی از ضخامت های حداقل ۱/۸ تا حد اکثر ۱۲ میلیمتر با کیفیت بسیار بالا در حداکثر ابعاد ۳,۶۰۰*۶,۵۰۰ میلیمتر با ظرفیت ۱۸۰,۰۰۰ تن در سال تولید نماید. قرارداد بین دو شرکت شیشه قزوین و شرکت پیلکینگتون برای احداث دو خط تولید شیشه فلوت منعقد و عملیات اجرایی خط دوم نیز همزمان با مراحل پایانی خط اول آغاز شده است. کیفیت شیشه های تولیدی به دلیل یکنواختی ضخامت برای تولید انواع شیشه اتومبیل، آئینه و مصارف صنعتی دیگر بسیار مناسب است.

اطلاعات ظرفیت تولید و مقایسه با تولید تحقق یافته برگرفته از صورت های مالی

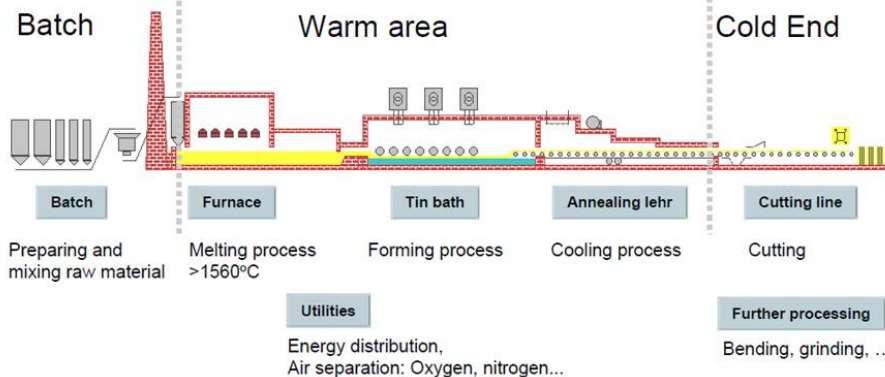
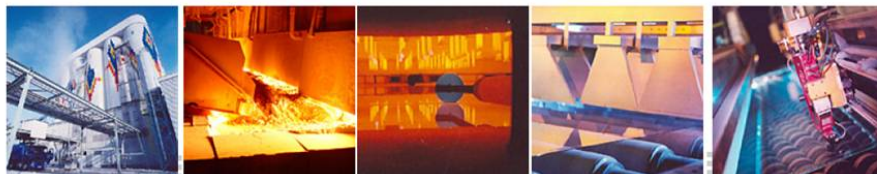
۶-۲- مقایسه مقدار تولید شیشه های شرکت با ظرفیت اسمی نتایج زیر را نشان میدهد.

تولید واقعی ۶ ماهه منتهی به		ظرفیت معمول (عملی) سالانه	ظرفیت اسمی سالانه	نوع تولید	واحد تولیدی
۱۴۰۰/۰۶/۳۱	۱۴۰۱/۰۶/۳۱				
تن	تن	تن	تن		
۱۲,۵۴۴	۸,۴۱۱	۲۲,۷۰۰	۲۹,۷۰۰	مشجر	کوره یک
۵۱,۶۵۹	۵۷,۲۸۴	۱۳۰,۰۰۰	۱۸۰,۰۰۰	فلوت	کوره فلوت
۶۴,۲۰۳	۶۵,۶۹۵	۱۵۲,۷۰۰	۲۰۹,۷۰۰		

۶-۲-۱- ظرفیت اسمی واحد تولیدی (کوره یک) با ارتقاء دانش فنی و بهسازی شرایط کوره و سرعت ماشین در سنوات قبل از ۱۸,۰۰۰ تن به مقدار ۲۹,۷۰۰ تن در سال افزایش یافته است.

تولید واقعی ۶ ماهه منتهی به		ظرفیت اسمی-سالانه	واحد	نوع تولید	واحد تولیدی
۱۴۰۰/۰۶/۳۱	۱۴۰۱/۰۶/۳۱				
۹۲,۱۸۵	۱۴۴,۷۲۷	۱۸۷,۰۰۰	متر مربع	سکوریت	خط تولید شیشه ایمنی
۳۱,۸۵۳	۱۲۲,۳۵۷	۱۵۰,۰۰۰	متر مربع	دوچاره	خط تولید شیشه چند جداره
۱۷۲,۵۵۵	۱۷۸,۸۷۹	۱۸۷,۰۰۰	دوميله	طلقى	خط تولید شیشه لمینت
۶۴,۱۲۳	۹۳,۸۸۸	۳۱۵,۰۰۰	دوميله	لعابى	خط تولید شیشه لعابى
۴۹۴,۹۷۵	۳۶,۸۰۶	-	دوميله	(قواره بری ، فرآیند و...)	سایر خدمات صنایع جانبی

پروسه تولید



همانطور که در شکل مقابل نیز قابل مشاهده است به طور کلی پروسه تولید شیشه به سه بخش تقسیم می گردد که در بخش اول که تحت عنوان Batch نامگذاری شده است مواد اولیه شامل مواد معدنی نظیر دولومیت و کلسیت و مخلوط شده و به فاز بعدی تحت عنوان ناحیه گرم وارد می شود که در برگزیده کوره نیز می باشد و پس از طی پروسه تولید وارد بخش سرد می شود که عملیات برش و هر گونه پروسسینگ تکمیلی محصولات در این فاز انجام می گردد. شرکت شیشه قزوین دارای دو واحد تولیدی می باشد.

زنجیره ارزش صنعت شیشه

نقطه آغاز زنجیره ارزش یا value chain صنعت تولید شیشه را می توان بخش معدنی و استخراج در نظر گرفت که شرکت شیشه قزوین در این حلقه نیز دارای یک شرکت زیرمجموعه تحت عنوان شرکت استخراج و فرآوری مواد اولیه شیشه با تولید سالانه ۲۶۰ هزار تن سیلیس جهت مصرف در کوره های شرکت اصلی می باشد. در حلقه های بعدی تولید کنندگان انواع شیشه شامل شیشه های تخت، بلور و کریستال و بطری و... را در نظر گرفت و سپس در حلقه های پایانی زنجیره مصرف کنندگان انواع مختلف شیشه نظیر صنعت ساخت و ساز، خودروسازی، نوشیدنی و مواد غذایی و... را در نظر گرفت.

- صنعت شیشه در ایران

وضعیت عرضه: به دلیل عدم وجود ساختار اطلاعاتی مناسب اطلاعات تولید واقعی شرکت ها در دسترس و قابل اتکا نمی باشد. لیکن اطلاعات جدول زیر از سایت وزارت صنعت معدن و تجارت و گمرک جمهوری اسلامی ایران استخراج گردیده است.

شرح	سال	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰
میزان تولید واحدهای موجود - هزار تن	۴۶۰/۹	۴۴۴	۴۴۴	۴۴۴	۴۴۴	۴۹۵
صادرات - هزار تن	(۵۹)	(۷۰)	(۸۹)	(۹۰)	(۵۷)	
مصرف داخلی - هزار تن	۴۰۱	۳۷۴	۵۵	۳۵۳	۴۳۸	

جدول برگرفته از گزارش تفسیری مدیریت شرکت شیشه همدان (۱۴۰۱/۰۹)

- شیشه سازهای فعال بورسی

نام شرکت	ارزش بازار (م.ریال)	ظرفیت تولید (تن)	محصول اصلی	طرح توسعه	P/E ttm	سرمایه در گردش خالص	سرمایه در گردش خالص به ارزش بازار	P/S ttm
شیشه و گاز (گاز)	17,850,000	40,000	بطرسبک	دارد	104	(5,986,965)	IRR	3.75
شیشه همدان (کهمدان)	38,230,000	168,000	بطر و جار	ندارد	9.2	2,662,855	IRR	4.67
تولیدی شیشه رازی (کرازی)	32,450,000	68,000	بطر دارویی و غیر دارویی	دارد	8.54	3,541,005	IRR	3.78
شیشه قزوین (کفروی)	33,920,000	209,700	شیشه فلوت اتومبیل	دارد	6.73	(2,174,626)	IRR	2.35
شیشه سازی مینا (کمینا)	11,390,000	44,000	بطر و جار	دارد	زیانده	(1,606,191)	IRR	2.73
سایا شیشه (کسپا)	18,960,000	در دسترس نیست	شیشه ایمنی خودرو	ندارد	زیانده	141,328	IRR	5.66

همانطور که در جدول فوق نیز قابل مشاهده می باشد به طور کلی صنعت شیشه (شرکت های بورسی) با کسری سرمایه در گردش به میزان حداقل ۳۴۲ میلیارد تومان برگرفته از آخرین صورت های مالی میان دوره ای منتشره می باشد که شرکت شیشه قزوین نیز با کسری ۲۱۷ میلیارد تومانی مواجه شده است و از منظر نقدینگی و سرمایه در گردش در موقعیت مناسبی قرار ندارد که می تواند منجر به افزایش بار هزینه مالی شرکت شود، از منظر ضرایب گذشته نگر شرکت شیشه قزوین پایین تر از میانگین صنعت بوده و با در نظر گرفتن با کیفیت و تکرار پذیر بودن سود تحقق یافته طی ۱۲ ماه اخیر ارزنده جلوه می نماید. همچنین کفروی با ظرفیت نزدیک به ۲۱۰ هزار تن سهم حدود ۴۰ درصدی از ظرفیت اسمی شرکت های فعال بورسی دارد. مجموع ارزش بازار صنعت حدود ۱۵۰۳ همت محاسبه می گردد.

- ارتباط شیشه قزوین با صنعت خودرو و شرکت ایرنخودرو

با بررسی میزان مانده حساب اسناد دریافتی (دارایی جاری) سایر مشتریان مشاهده می گردد که در ردیف اول شرکت تولیدی شیشه های ایمنی به نور با سهم ۵۷ درصدی قرار گرفته است که بر این اساس می توان فرض کرد که مشتری اصلی شرکت شیشه قزوین و محصول شیشه سبر اتومبیلی آن می باشد. شرکت به نور از شرکت های تابعه شرکت گسترش سرمایه گذاری ایرانخودرو است. همچنین شرکت شیشه ایمنی امید اصفهان نیز در ردیف دوم از تامین کنندگان شیشه اتومبیل برای شرکتهای گروه سایپا می باشد لذا میتوان چنین استدلال نمود که ارتباط غیر مستقیمی میان سطح تولید اتومبیل توسط ایرانخودرو و سایپا و میزان فروش کفروی وجود دارد.

۱۸- مانده حساب اسناد دریافتی سایر مشتریان به شرح ذیل می باشد:

۱۴۰۰/۱۲/۲۹	۱۴۰۱/۰۶/۳۱	
۱۶۴,۶۶۱	۹۸۰,۲۴۴	تولیدی شیشه های ایمنی به نور
-	۳۶۰,۰۰۰	شرکت شیشه ایمنی امید اصفهان
۱۱,۳۵۶	۱۱۲,۴۳۲	شرکت شیشه ایمنی شیشه سپهر
۲۲,۵۰۰	۶۲,۷۴۴	شرکت سایپا شیشه
۶۲,۲۵۹	۴۵,۷۱۸	شرکت ونوس شیشه
۵۰,۰۰۰	۳۶,۵۰۰	عادلی محمد رضا
۵۹,۰۰۰	۳۶,۰۰۰	جواد ایرانی راد
۲۰,۹۰۰	۲۹,۰۰۰	احمدی ثابت مسعود
۱۵,۰۰۰	-	شرکت بازرگانی مهربان تجارت البرز
۹,۵۶۰	۴,۱۰۰	حسن بلبا
۵۲۵,۰۰۰	-	شرکت شیشه ایمنی اسپا شیشه
۵۱,۳۹۳	۶۱,۷۲۵	سایر
۹۹۱,۶۲۹	۱,۷۲۸,۴۶۳	

• صنعت شیشه اتومبیل و چشم انداز آن در سطح جهان (fortune business insights)

The global automotive glass market size was USD 14.48 billion in 2020 and is projected to grow from USD 15.48 billion in 2021 to USD 31.16 billion in 2028, at a CAGR of 10.5% during forecast period. The global impact of COVID-19 has been unprecedented and staggering, with the market witnessing a negative impact on demand across all regions amid the pandemic. Based on our analysis, the global market exhibited a decline of 12.9% in 2020 as compared to the average year-on-year growth during 2017-2019. The rise in CAGR is attributable to this market's demand and growth, returning to pre-pandemic levels once the pandemic is over.

Rapid growth in the transportation and logistics sector has fueled the production of heavy-duty vehicles. Increasing disposable income and rising population across the globe has also boosted the manufacturing and sales of automobiles. These key factors are driving the automotive glass market growth. Technological advancements in vehicle glass are enabling cost and weight reductions while improving driver comfort and safety.

Also, safety standards implemented by various governments concerning occupant crash protection are fueling the advancement in this type of glass. For instance, the Federal Motor Vehicle Safety Standard 205, introduced by the US government, addresses precise standards for auto glass transparency and strength. Additionally, they also introduced Standard 212, which includes standards for the amount of force/damage a windshield could withstand during an accident.

Increased Adoption of Sunroof and Growing Focus on Safety to Drive Market Growth

Focus on improving the application of sunroof in mainstream vehicles and use of features such as head-up displays to improve driver alertness has led to increased investment in technological up-gradation of automotive glass. Set standards for windshield retention and roof crush during the rollover to enhance the safety features of cars is driving market trends. All these factors support and complement each other, owing to which the market is witnessing substantial growth.

Increasing Application of Glass in Automobiles and Environmental Benefits to Boost Market

Aerodynamic styling results in a more pronounced installation angle of windshields and back windows, thus making them longer. The added surface area increases the importance of the look of glass on the vehicles resulting in increasing preference for sunroofs and moonroofs. Reflective coatings decrease the air conditioning load, thus saving gas and reducing air pollution. Therefore environmental benefits of advancement in this type of glass are expected to have a positive impact on the market.

DRIVING FACTORS

Growing Demand for Electric & Hybrid Vehicles to Drive Market Growth

Emphasis on emission control and stringent environmental regulations are advancing the production of hybrid and [electric vehicles](#), boosting the market growth. Consumers and manufacturers are likely to seek more eco-friendly cars to comply with government norms, giving a push to hybrid & electric vehicles, which is driving the product.

Stringent Safety Norms Imposed by Government to Drive Market Growth

The stabilization of prices of materials such as soda ash, lime, oxides of magnesium, potassium, and aluminum, and skyrocketing fuel prices have boosted the growth of cost-effective glass for cars. Rising demand for vehicles in the transportation and logistics sector, coupled with a focus on improving vehicle aerodynamics owing to safety regulations, is driving the market growth of the market. Furthermore, the increase in the sale of crossovers and SUVs and rising disposable income, particularly in developing nations, are driving the growth of this market.

RESTRAINING FACTORS

High Cost and Intensive Capital Investment to Restrain Market Growth

The cost of laminated glass is substantially higher compared to tempered glass and the use of this technology is considerably restrained by low adoption in developing countries. Also, a high capital cost is required for R&D and the production of thin laminated glass for side windows. This investment, coupled with an emphasis on reducing production costs and cost burden on consumers, is anticipated to restrain the growth of this market.

• طرح های توسعه در دست اجرا

۸-۱۳- دارائیهای در جریان تکمیل:

شرح	برآورد تاریخ بهره برداری	برآورد مخارج تکمیل	مخارج انباشته		تاثیر پروژه بر عملیات
			۱۴۰۱/۰۶/۳۱	۱۴۰۰/۱۲/۲۹	
احداث ساختمان جدید طرح شیشه فلوت	-	میلیون ریال	میلیون ریال	میلیون ریال	افزایش ظرفیت
تعمیرات اساسی کوره ۲ کارخانه قزوین	۱۴۰۱	-	۸۱۰,۳۹۵	۷۳۶,۷۰۹	افزایش ظرفیت
گسترش انبار محصول صنایع جانبی	۱۴۰۱	-	۲۲۸,۹۵۰	۱۱۹,۱۸۶	افزایش ظرفیت
احداث طبقه دوم ساختمان اداری فلوت	-	-	۶۸۷	۱۸۰,۹۴	افزایش ظرفیت
ساختمان اداری شماره دو فلوت	-	-	۶,۷۵۹	۵,۸۱۷	افزایش ظرفیت
احداث خانه های سازمانی در واحد فلوت	-	-	۵۴۰	۵۲۸	افزایش رفاه کارکنان
پروژه لوله گذاری آبیاری قطره ای فضای سبز	۱۴۰۱	-	-	۶۵۴	افزایش رفاه کارکنان
پروژه کوره شیشه خرده فلوت	-	-	۲۱,۹۳۰	۳۰	افزایش ظرفیت
کارگاه تولیدی وین دکو ، آتی ساز	۱۴۰۱	-	-	۱,۳۸۰	افزایش ظرفیت و رفاه کارکنان
			۱,۰۶۹,۲۶۱	۸۸۳,۰۷۰	

• شرکت های تابعه و وابسته

۱-۱۵- سرمایه گذاری در سهام سایر شرکتها به شرح زیر تفکیک می شود:

یادداشت	نوع وابستگی	تعداد سهام	درصد سرمایه گذاری	بهای تمام شده	کاهش ارزش انباشته
شرکت شیشه شناور ایران	فرعی	۳۴۵,۰۰۰	۱۰۰	۳,۷۲۱	-
شرکت حمل و نقل شیشه فلوت کاسپین	فرعی	۷,۰۰۰	۷۰	۷۰	-
شرکت استخراج و فرآوری مواد اولیه شیشه	فرعی	۹۰,۱۳,۹۷۶	۴۵	۵۳,۸۱۱	-
شرکت فرآورده های ساختمانی	-	۱۶,۷۰۳,۳۷۷	۷	۱,۲۷۵	-
شرکت توسعه سرمایه گذاری استان همدان	-	-	-	۲۰	-
				۵۸,۸۹۷	-

• آنالیز SWOT شیشه قزوین

- **نقاط قوت:** تنها شرکت تولید کننده شیشه های اتومبیل پذیرفته شده در بورس تهران، خروج از روند زیاندهی در کوارتر چهارم سال ۱۳۹۹ و تداوم روند پرشتاب رشد سود خالص پس از آن به طوری شرکت از زیان خالص 1.2 میلیون دلاری در ۹ ماهه سال مالی ۱۳۹۹ به سود خالص نزدیک به ده میلیون دلار در پایان دوره ۹ ماهه سال ۱۴۰۱ رسیده است و انتظار می رود این روند تداوم پیدا کند، بهبود قابل توجه حاشیه سود ناویژه و ارزش افزوده ایجاد شده توسط شرکت، وجود طرح های توسعه، ضرایب جذاب در مقایسه با سایر شرکت های مشابه بورسی، تبدیل زیان انباشته در شهریور سال ۱۴۰۰ به ۴۷۰ میلیارد تومان سود انباشته در پایان آذر ۱۴۰۱ و امکان تقسیم سود و ایجاد بازده نقدی برای سهامداران، عملکرد مناسب مدیریت سهام و بازدهی بهتر در مقایسه با متوسط صنعت و بازار

○ **نقاط ضعف :** کسری سرمایه در گردش و نسبت های نامناسب نقدینگی و تحمیل هزینه مالی فاینانس کوتاه مدت که می تواند ناشی از دوره وصول مطالبات بالا باشد که این معیار نیز در بازه سالانه در حال کاهش و بهبود می باشد، اختصاص نزدیک به ۴۰ درصد از سرمایه در گردش به موجودی مواد و کالا که منجر به کاهش نسبت آتی و تشدید کسری نقدینگی شده است، موجودی نقد بسیار پایین در مقابل بدهی جاری بالای یک هزار و صد میلیارد تومانی، عدم وجود طرح های توسعه قابل مازور، جریان نقد آزاد پایین در نتیجه سرمایه گذاری مجدد بالا در سرمایه در گردش، شناوری بالای سهام

○ **فرصت ها :** وابستگی بالا به تقاضای صنعت خودرو و برنامه رشد تولیدات خودروساز های داخلی، افزایش کاربرد شیشه در خودرو های مدرن با اضافه شدن سانروف و... استفاده بیشتر از ظرفیت تولید شرکت، عدم شمول قیمت گذاری دستوری و سیاست های دولتی، تأثیرپذیری ناچیز از نوسانات بازار های جهانی، صنعت ادواری و امکان رشد درآمد مناسب در فاز های انبساط از چرخه های اقتصادی، استفاده از پتانسیل های صادراتی، مونتاژ خودرو های چینی توسط خودروساز های داخلی و تقاضای موجود برای تامین شیشه این محصولات، برخلاف صنعت بطر شیشه ای در بخش شیشه تخت مازاد عرضه وجود ندارد

○ **تهدیدها :** نوسانات نرخ ارز و تاثیر آن بر بدهی های ارزی شرکت به مبلغ بیش از ۳ میلیون دلار به شرکت پلکینگتون از بابت پروژه فلوت و شناسایی زبان تسعیر ارز و همچنین تاثیر تغییرات نرخ حواله و اسکناس ارز سامانه مبادله ارزی بر تسعیر منابع ارزی حاصل از صادرات (تقریباً ۱۰ درصد از فروش عمدتاً به مقصد کشور ترکیه)، تحریم ها و تاثیر منفی آن بر توسعه فعالیت های صادراتی و پیشبرد پروژه های شرکت، افزایش نرخ بهره و تاثیر آن بر رشد هزینه های مالی با توجه به کسری سرمایه در گردش و نیاز به تامین مالی کوتاه مدت، رشد هزینه های یوتیلیتی و افزایش هزینه سربار که می تواند منجر به کاهش حاشیه سود ناخالص شود

● **نحوه تعیین قیمت محصولات**

۲-۵- نرخ خالص فروش انواع محصولات تولیدی شرکت (داخلی و صادراتی) در مقاطع زمانی مختلف براساس تقاضا و کسش قیمت بازار ، با توجه به شرایط رقابتی حاکم بر بازار و بر اساس توافق انجام شده با مشتریان ، با نظر و تایید مدیریت شرکت اعمال گردیده است . افزایش مبلغ فروش نسبت به سال قبل عمدتاً ناشی از افزایش نرخ فروش محصولات می باشد.

بخش دوم : بررسی و ارزش کارشناسی دارایی های ثابت مشهود شرکت

شرح دارایی	بهای تمام شده	استهلاک انباشته	ارزش دفتری	نوع کاربری	وضعیت مالکیت	موقعیت مکانی	متراز	تشریح وضعیت ویژه	تشریح پرونده های حقوقی
طیقه زمین	۴۴۱,۰۰۰	-	۴۴۱,۰۰۰	صنعتی	شش دانگ	قزوین - کیلومتر ۳ جاده رشت	۴۹۰,۰۰۰		
	۷۲,۰۰۰	-	۷۲,۰۰۰	رفاهی، فرهنگی	شش دانگ	قزوین - کیلومتر ۳ جاده رشت	۱۰۰,۰۰۰		
	۹,۱۸۳	-	۹,۱۸۳	رفاهی، فرهنگی	شش دانگ	استان گیلان ، شهرستان آستارا، دهستان عباس آباد	۱۰۰,۷۱		
	۱۷۶,۶۶۸	-	۱۷۶,۶۶۸	صنعتی	شش دانگ	کیلومتر ۲۳ جاده تاکستان اهر روبروی فارسجین	۵۰۰,۰۰۰	وثیقه نزد بانک تجارت	
	۴۹۰,۰۰۰	-	۴۹۰,۰۰۰	صنعتی	شش دانگ	کیلومتر ۲۳ جاده تاکستان اهر روبروی فارسجین	۱,۴۰۰,۰۰۰	وثیقه نزد بانک تجارت	
	۴۵,۹۰۰	-	۴۵,۹۰۰	صنعتی	شش دانگ	قزوین - کیلومتر ۳ جاده رشت ، بخش ۴ شمال غربی استان قزوین	۱۷۰,۰۰۰		
	۲۴,۲۰۴	-	۲۴,۲۰۴	رفاهی، فرهنگی	شش دانگ	مشهد، خیابان امام رضا (ع) ، کوچه شهید مظفری، باقریه، پلاک ۷۷	۴۰۳		
	۹۹,۰۰۰	-	۹۹,۰۰۰	اداری	شش دانگ	تهران ، مطهری ، خیابان شهید سرفراز نش کوچه سوم، پ ۱۳	۶۰۰	وثیقه نزد بانک تجارت	
	۳,۰۰۰	-	۳,۰۰۰	صنعتی	شش دانگ	قزوین نظام آباد	۱۲,۷۵		
	۳۳۸۸۹	-	۳۳۸۸۹	صنعتی	قولنامه	استان زنجان جاده سلطانیه به قیدار نرسیده به روستای طهماسب آباد	۹۴۰		
طیقه ساختمان	۱۴۲	۷۳	۶۹	رفاهی، فرهنگی	شش دانگ	قزوین ، بر بلوار شهید لشکری-جنب مدرسه علامه دهخدا ، نبش کوچه دهخدا	۱۰۰		
	۱۱۵	۵۹	۵۶	رفاهی، فرهنگی	شش دانگ	تهران ، انوشیروان چمران شمال ، خیابان شهید سوری ، جنب مسجد الزهرا ، فاز ۲ بلوک ۱۶	۱۴۰		
	۱,۸۱۳	۹۲۱	۸۸۲	رفاهی، فرهنگی	شش دانگ	مشهد، احمد آباد ، خیابان بانک ، کوچه کلاهدوز پلاک ۵۱ طبقه اول غربی و شرقی	۲۳۸,۲۴		
	۳۹۷	۲۰۴	۱۹۳	رفاهی، فرهنگی	شش دانگ	قزوین ، بر بلوار شهید لشکری-جنب مدرسه علامه دهخدا ، نبش کوچه دهخدا	۶۱۹		
	۲۱	۱۱	۱۰	رفاهی، فرهنگی	شش دانگ	قزوین ، خ فردوسی شمالی (منازل بانک مسکن)	۳۱۰		
	۳۵۷	۸۷	۲۷۰	رفاهی، فرهنگی	شش دانگ	قزوین ، بلوار نیروزیان، کوچه شهید نورخیز	۲۵۰		
	۸۳۳	۶۸۰	۱۵۳	اداری	شش دانگ	تهران ، مطهری ، خیابان شهید سرفراز نش کوچه سوم، پ ۱۳	۶۰۰	وثیقه نزد بانک تجارت	
	۳۱۴	۰	۰	رفاهی، فرهنگی	شش دانگ	مشهد، خیابان امام رضا (ع) ، کوچه شهید مظفری، باقریه، پلاک ۷۷	۴۰۳		
	۱۹۵	۱۱۸	۷۷	رفاهی، فرهنگی	شش دانگ	استان گیلان ، شهرستان آستارا، دهستان عباس آباد	۱۰۰,۷۱		
	۹۴۲	۹۲۵	۱۸	رفاهی، فرهنگی	شش دانگ	قزوین ، کیلومتر ۳ جاده رشت	۱۰۰,۰۰۰		
۲۲۷,۶۱۴	۱۸۸,۵۷۵	۱۵۹,۰۲۹	صنعتی	شش دانگ	کیلومتر ۲۳ جاده تاکستان اهر روبروی فارسجین و قزوین ، کیلومتر ۳ جاده رشت	-			

• برآورد بهای تمام شده درآمد های عملیاتی

محاسبه هزینه حامل های انرژی و یوتیلیتی					
شرح	طبقه بندی	ضریب مصرف	مصرف پیشبینی شده	بهای هر واحد	هزینه کل به م.ریال
گاز طبیعی	سوخت	-	50000000	IRR 30,000	IRR 1,500,000
					0
					مجموع هزینه پیشبینی شده کل سال
					IRR 1,500,000

پیشبینی می شود میزان مصرف گاز سوخت این واحد تولیدی در طی سال ۱۴۰۲ معادل ۵۰ میلیون متر مکعب باشد که با لحاظ نرخ بدبینانه ۳۰ هزار ریال در هر متر مکعب معادل ۵۰ درصد نرخ گاز خوراک واحد های پتروشیمی (۶۰ هزار ریال) هزینه ای معادل ۱۵۰ میلیارد تومان از این بابت پرداخت گردد.

محاسبه هزینه سربار		
سال مالی	۱۴۰۲/۱۲/۲۹	سال مالی
هزینه حامل های انرژی و یوتیلیتی	IRR 1,500,000	IRR
سایر اقلام هزینه سربار	IRR 2,280,370	IRR
هزینه تحقق یافته کوارتر های پیشین	IRR -	IRR
مجموع هزینه پیشبینی شده کل سال	IRR 3,780,370	IRR

با فرض رعایت نسبت ۱۰ درصد فروش برای سایر اقلام هزینه سربار می توان مجموع هزینه سربار سال ۱۴۰۲ را در حدود ۳۷۸ میلیارد تومان تخمین زد.

برآورد COGS		
سال مالی	۱۴۰۲/۱۲/۲۹	سال مالی
هزینه مواد مستقیم مصرفی	IRR 6,932,324	IRR
هزینه سربار	IRR 3,780,370	IRR
هزینه دستمزد مستقیم تولید	IRR 685,000	IRR
هزینه تحقق یافته کوارتر های قبلی	IRR -	IRR
مجموع بهای تمام شده برآوردی کل سال	IRR 11,397,694	IRR
سود ناویژه برآوردی	IRR 11,406,004	IRR
حاشیه سود ناویژه برآوردی	50.0%	

با توجه به شفافیت مالی پایین تر شرکت و عدم افشای جزئیات مصرف مواد اولیه و عدم در دسترس بودن ضرایب مصرف و ... برای برآورد بهای تمام شده مواد مستقیم مصرفی از نسبت صورت های مالی حسابرسی شده ۶ ماهه ۱۴۰۱ استفاده شده است و هزینه ای معادل ۶۹۳ میلیارد تومان برای آن فرض شده است که میزان کل بهای تمام شده را برای سال ۱۴۰۲ در حدود ۱۱۴۰ میلیارد تومان قرار می دهد.

• برآورد سایر اقلام صورت سود و زیان

برای برآورد سایر اقلام موجود در صورت سود و زیان از جمله هزینه های عمومی، اداری و فروش و ... از نسبت های موجود در آخرین صورت های مالی منتشره استفاده شده است

• صورت سود و زیان کارشناسی

سود و زیان کارشناسی ۱۴۰۲		
IRR	22,803,698	درآمد های عملیاتی (فروش)
IRR	(11,397,694)	بهای تمام شده فروش
IRR	11,406,004	سود ناخالص
	50%	حاشیه سود ناخالص
IRR	(2,087,222)	هزینه های عمومی، اداری و فروش
IRR	125,420	سایر درآمد های عملیاتی
IRR	(1,870)	سایر هزینه های عملیاتی
IRR	9,442,332	سود عملیاتی
	41%	حاشیه سود عملیاتی
IRR	(200,000)	هزینه های مالی
IRR	-	خالص سایر درآمد های غیر عملیاتی
IRR	9,242,332	سود عملیات در حال تدویم قبل مالیات
IRR	(1,876,193)	مالیات پرداختی
IRR	7,366,138	سود خالص
	32%	حاشیه سود خالص
IRR	1,428,000	سرمایه
IRR	5,158	سود هر سهم
IRR	2,579	سود نقدی پیشبینی شده
IRR	23,750	قیمت بازار هر برگه سهم
	4.60	پی به ای فوروارد

مطابق با مفروضات در نظر گرفته شده انتظار می رود در سطح میانگین نرخ ارز ۵۷۵ هزار ریالی شرکت شیشه قزوین قادر به تحقق بالغ بر ۷۳۶ میلیارد تومان سود خالص معادل ۵۱۵۸ ریال به ازای هر برگه سهم در طی سال ۱۴۰۲ باشد. نکته ای که نیازمند توجه می باشد تلرانس بالای برآورد های انجام شده بر روی چنین شرکت ها با توجه به شفافیت مالی کمتر و عدم وجود فرمول های مشخص و در نتیجه احتمال انحراف قابل توجه اعداد واقعی از اعداد بودجه کارشناسی می باشد.

• آنالیز حساسیت سود خالص به ازای هر برگه سهم بر اساس تغییرات نرخ دلار بازار آزاد و نرخ دلاری شیشه سبز اتومبیلی (محصول استراتژیک)

		USD/IRR										
		IRR 5,158	400,000	475,000	500,000	525,000	550,000	575,000	600,000	625,000	650,000	675,000
نرخ شیشه سبز اتومبیلی به دلار 1402 EPS SENSITIVITY	0.8		430	750	857	963	1070	1176	1283	1389	1496	1602
	1		857	1256	1389	1523	1656	1789	1922	2055	2188	2322
	1.2		1283	1762	1922	2082	2242	2402	2561	2721	2881	3041
	1.4		1709	2268	2455	2641	2828	3014	3201	3387	3574	3760
	1.6		2135	2774	2988	3201	3414	3627	3840	4053	4266	4479
	1.8		2561	3281	3520	3760	4000	4239	4479	4719	4959	5198
	2.1		3201	4040	4319	4599	4879	5158	5438	5718	5997	6277
	2.2		3414	4293	4586	4879	5172	5465	5758	6051	6344	6637
	2.4		3840	4799	5118	5438	5758	6077	6397	6717	7036	7356
	2.6		4266	5305	5651	5997	6344	6690	7036	7382	7729	8075
	2.8		4692	5811	6184	6557	6930	7303	7675	8048	8421	8794
	3		5118	6317	6717	7116	7516	7915	8315	8714	9114	9513
3.2		5545	6823	7249	7675	8102	8528	8954	9380	9806	10232	

بخش چهارم : ارزشیابی سهام بر مبنای مدل نسبی

با توجه به عدم قطعیت موجود از سیاست تقسیم سود شرکت و همچنین عدم انطباق جریان نقد آزاد شرکت با روند سودآوری آن از مدل نسبی ارزشگذاری جهت تخمین ارزش نسبی سهام شرکت شیشه قزوین استفاده شده است، با در نظر گرفتن سناریو پایه تحقق ۵۱۵۸ ریال سود خالص به ازای هر برگه سهم و لحاظ ضریب پی به ای تحلیلی معادل ۷ واحد (تنها تولید کننده شیشه فلت در بورس و تفاوت با سایر شیشه ساز ها) می توان به ارزش نسبی **36,106 ریال** به ازای هر برگه سهم رسید، همچنین در صورت اعمال ضریب پی به اس تحلیلی معادل **۲۰.۵ واحد** می توان به ارزش نسبی **39,922 ریال** به ازای هر برگه سهم رسید که با لحاظ ضریب اتکای **۵۰ درصدی** به هر یک از مدل ها می توان ارزش نسبی هر برگه سهم را در عدد **38,000 ریال** جمع بندی نمود.