

زر ماکارون



علی سماعی

مهرماه ۱۴۰۰

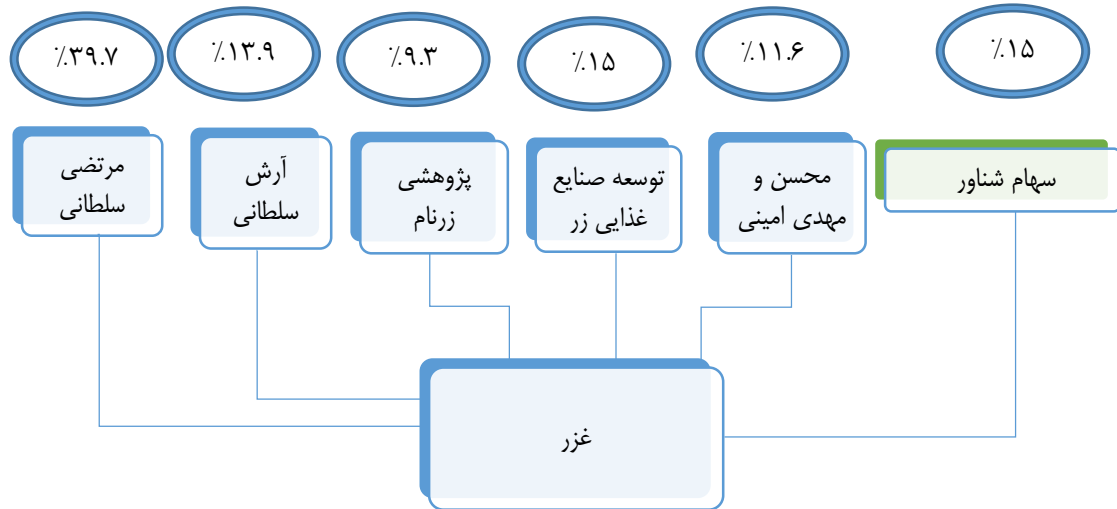
غزر یک حلقه از زنجیره گروه غذایی زر از گندم تا مصول نهایی

 گروه غذایی زر	
 سیلوه‌های ذخیره سازی و فراوری غلات زر	 ذخیره سازی گندم
 شرکت صنعتی آرد زر  شرکت صنعتی سمولینای زر Semolina Zar Ind. Co	 تولید آرد
	 ماکارونی
 	 پخش و فروشگاه زنجیره‌ای
  	 سایر محصولات غذایی

گروه صنایع غذایی زر در زنجیره گندم از خرید پیمانی گندم از کشاورزان تا ذخیره سازی گندم و تولید آرد و ماکارونی و پالایش غلات و تولید روغن و سایر محصولات از غلات فعالیت می کند.

تولیدی ماکارونی زر ماکارون تنها حلقه از زنجیره است که در بورس تهران با نماد غزر معامله می شود.

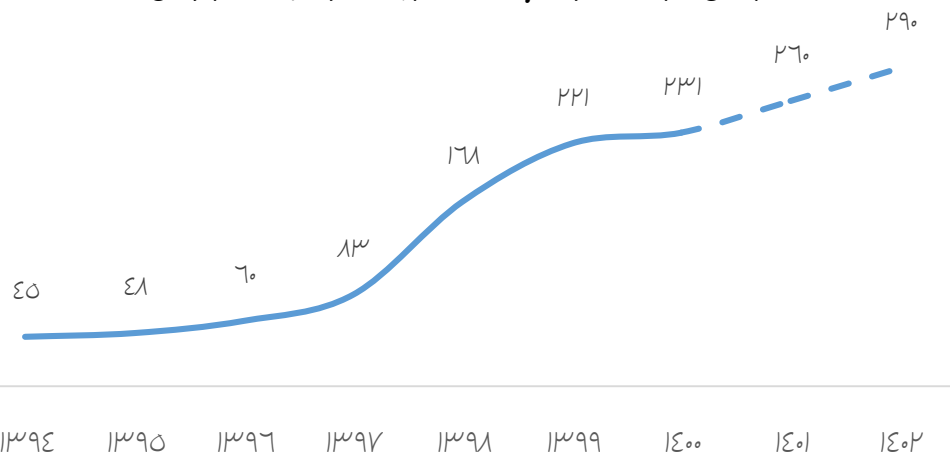
نماد	غزر
قیمت هر سهم (۱۴۰۰/۰۷/۱۲) (ریال)	۱۳,۰۷۰
ارزش بازار (همت)	۱۰,۳
میانگین ارزش معاملات ۳ ماهه (میلیارد تومان)	۱۱,۵
سرمایه (میلیون ریال)	۸,۰۰۰,۰۰۰
شناور آزاد	۱۵٪



عملکرد موفق تولید شرکت در یک دهه اخیر ابهام در مورد عملکرد شرکت در حوزه حاکمیت شرکتی و منافع سهامدار فرد

شرکت زر ماکارون توسط **مرتضی سلطانی** در اواسط دهه ۸۰ کلنگ خورد و سال ۸۸ برای اولین بار در بازار ماکارونی حضور یافت. ظرفیت اسمی فعلی شرکت ۴۳۰ هزار تن می باشد که محدودیت های تولید قالب های خاص سبب می شود ماکزیمم ظرفیت عملی شرکت در محدوده ۲۳۰ تا ۲۵۰ هزار تن باشد. شرکت در سال های ۸۹ و ۹۷ اقدام به افزایش ظرفیت و ورود ماشین آلات جدید به شرکت کرده است و قصد دارد در سال آینده ظرفیت تولید خود را ۵۳ هزار تن دیگر افزایش دهد.

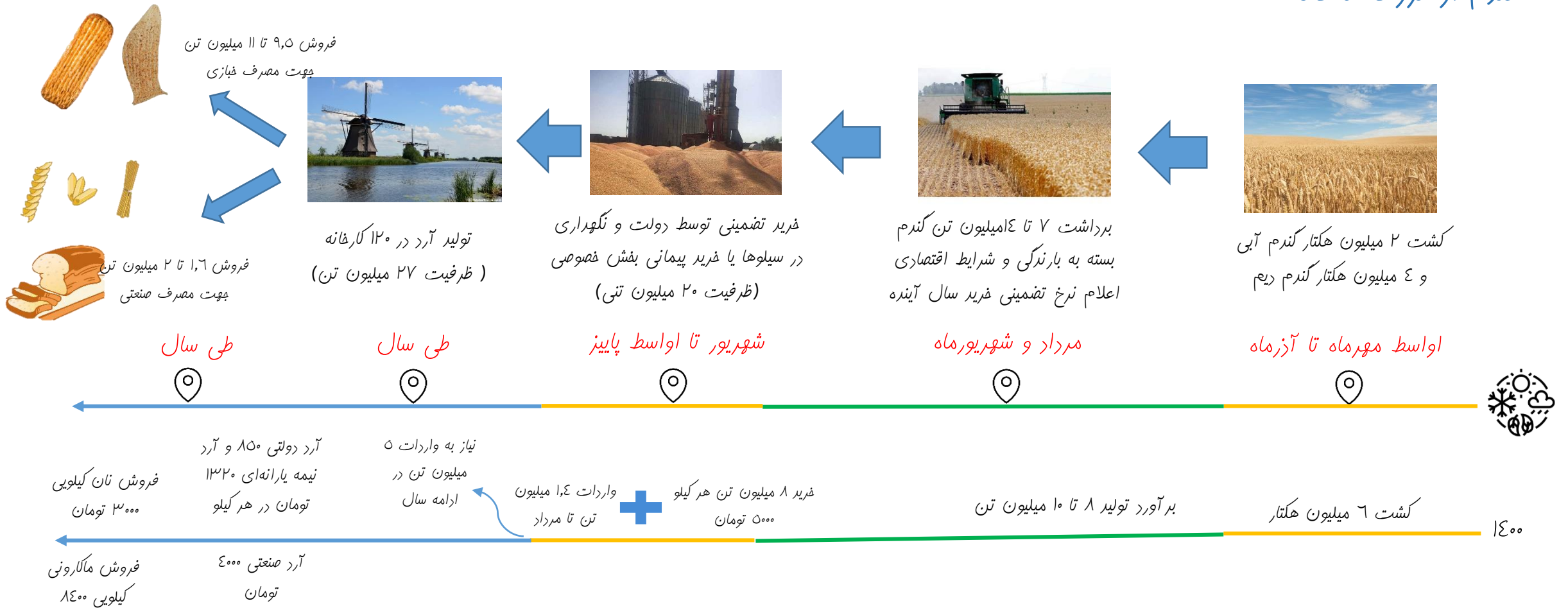
افزایش ظرفیت تولید با اضافه کردن خطوط جدید (هزار تن)



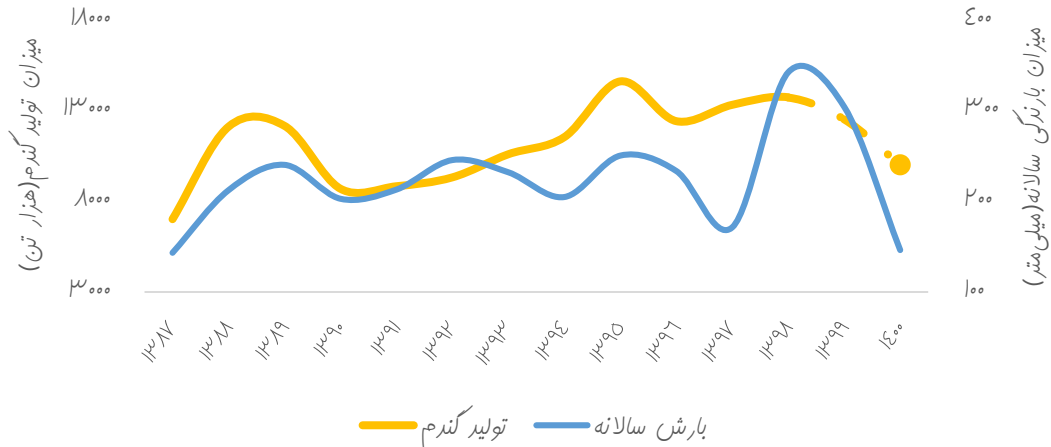
سلطانی به تازگی ریاست کمیسیون کشاورزی اتاق بازرگانی ایران را بر عهده گرفته است و حضور پررنگی نیز در رسانه ها دارد. بخش عمده ای از خرید مواد اولیه و فروش محصولات به شرکت های همگروه می باشد که می تواند اطمینان از حفظ منافع سهامداران فرد در این معاملات را با ابهام رو به کند. به طور مثال در سال ۹۹ نزدیک به ۳۰۰ میلیارد تومان از تسهیلات شرکت های زیرمجموعه به ترازنامه شرکت منتقل شده است تا شرکت همگروه بتواند از این تسهیلات بهره

ببرد.

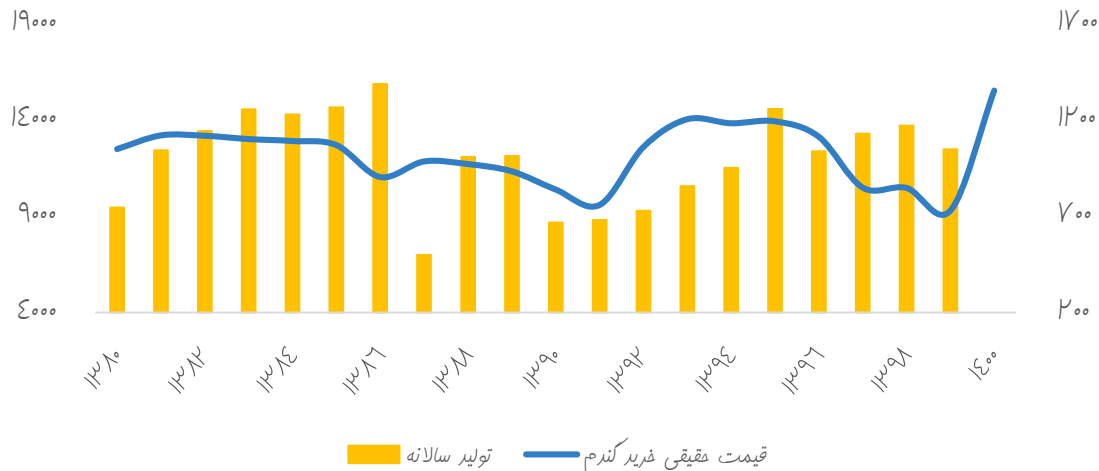
گندم از مزرعه تا خانه



بارندگی سالانه و تولید گندم.



قیمت واقعی خرید گندم تضمینی و میزان تولید سالانه

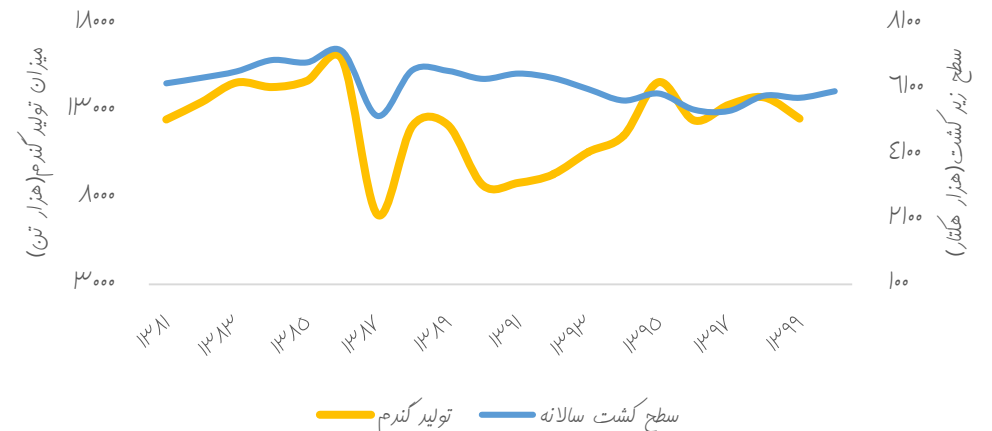


انتظار کاهش با اهمیت تولید گندم در سال جاری بارش، سطح زیر کشت و قیمت خرید تضمینی گندم، سه متغیر موثر بر تولید سالانه گندم

تولید گندم در سال جاری افت قابل ملاحظه‌ای خواهد داشت که منجر به نیاز به واردات به منظور جبران این عدد خواهیم بود.

برعکس سالیان قبل که کاهش تولید داخلی بعضی مواقع مشکلاتی برای تامین مواد اولیه کارخانه ایجاد می‌کرد، در سالیان اخیر با سیاست خرید پیمانکاری مستقیم گندم، دوروم (گندم مخصوص تولید آرد سمولینا و ماکارونی) این موضوع کمرنگ‌تر شده است و شرکت مانع خاصی برای تهیه مواد اولیه ندارد.

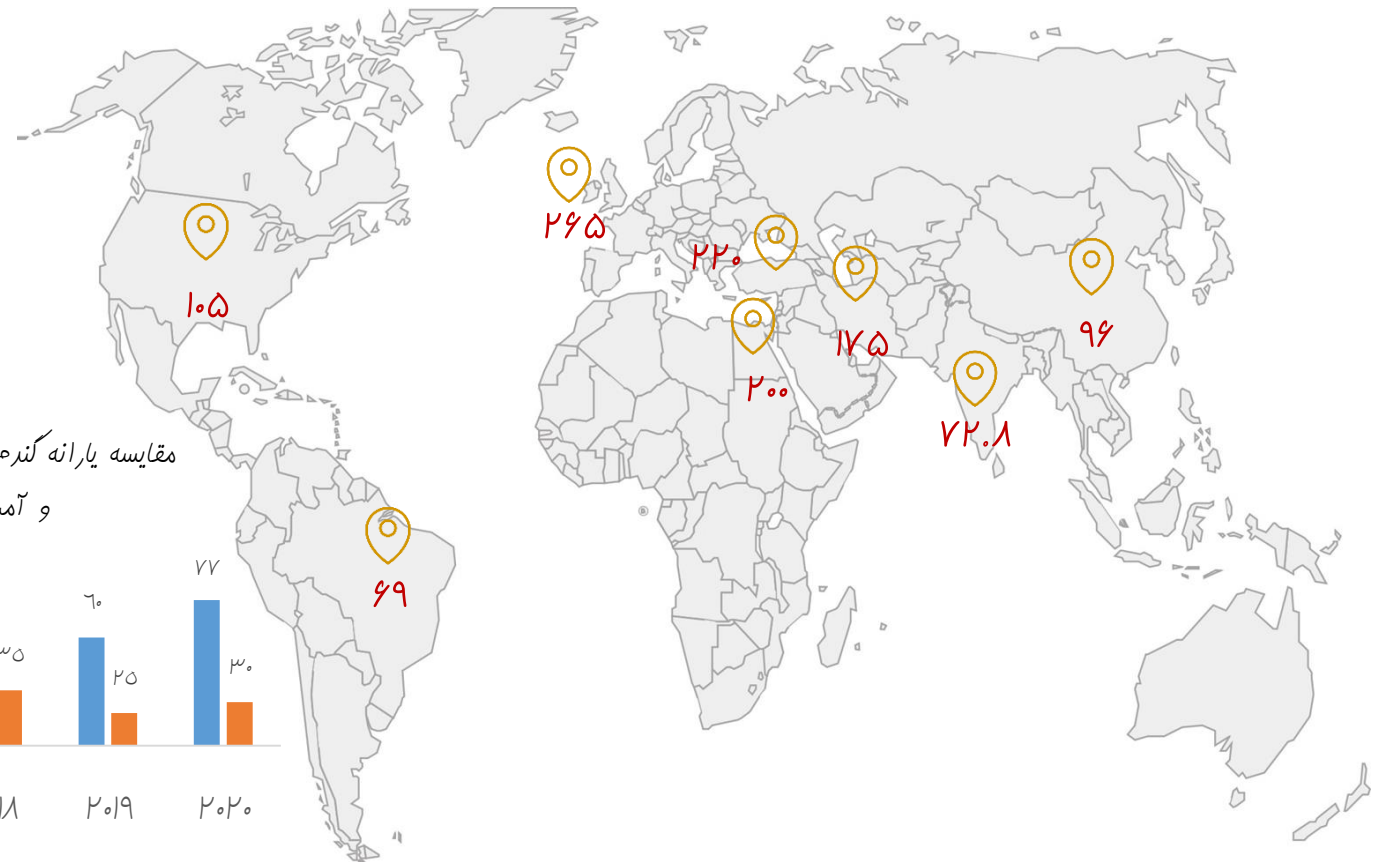
تولید گندم و سطح زیر کشت



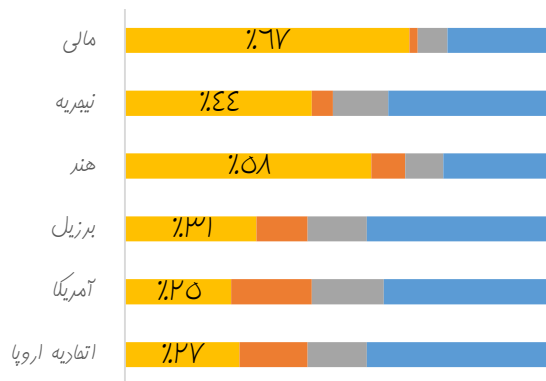
بهبود مصرف گندم با افزایش تولید ملی کشورها سوم بیشتر غلات در سبد مصرفی کشورهای فقیرتر

سرانه مصرف گندم

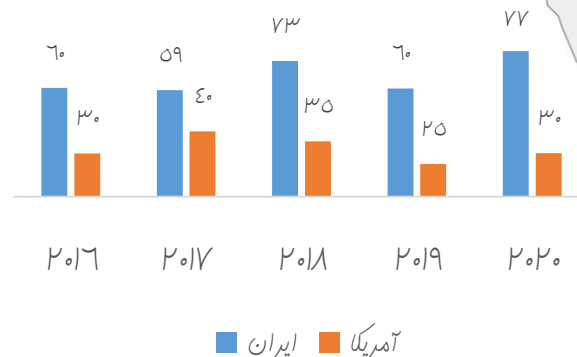
با روند یک دهه افیر و کاهش تولید سرانه کشور و ادامه این روند در آینده انتظار می‌رود سوم گندم و مشتقات آن در سبد مصرف کشور افزایش یابد.



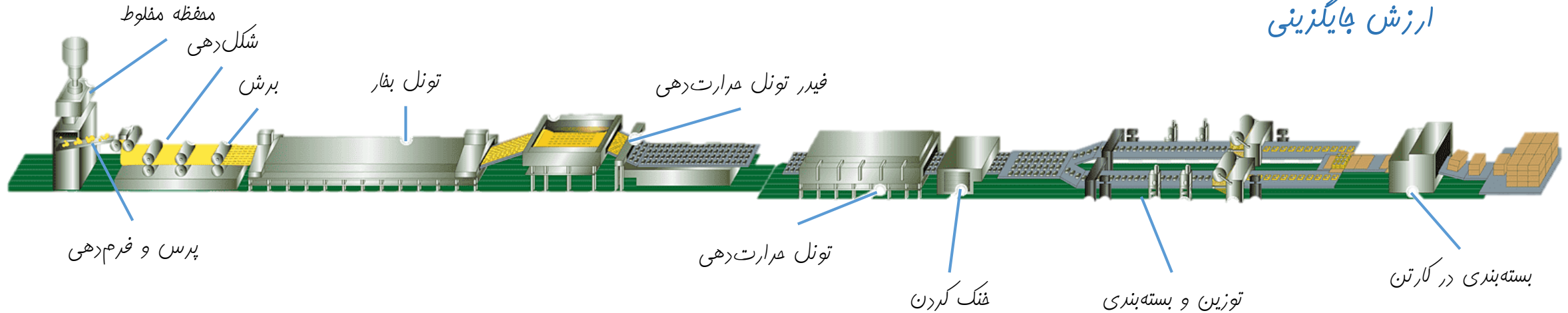
ترکیب رژیم غذایی کشورهای مقفل



مقایسه یارانه گندم و نان پرداختی در ایران و آمریکا (دلار/تن)



فرآیند تولید ماکارونی و ارزش جایگزینی



ماشین آلات و تکنولوژی تولید ماکارونی چندان پیچیده و پیشرفته نیست. در کشور ۱۲ میلیون تن ظرفیت نصب شده است و از این بین ۶۰۰ هزار تن ماکارونی تولید می شود. راه اندازی یک کارخانه تولید ماکارونی چندان پیچیده نیست اما نکته مهم برندسازی و دسترسی به مواد اولیه باکیفیت است که ورود به صنعت ماکارونی را سخت می کند. سطح هزینه های تبلیغاتی شرکت ها بالاست و صنعت نیاز به سرمایه در گردش بالایی نیز دارد.

در جدول مقابل ارزش جایگزینی خطوط تولید شرکت را مشاهده می کنید که ارزش بازار شرکت تقریباً ۱۰۹ برابر ارزش جایگزینی ماشین آلات می باشد.

مشخصات	معمول	ظرفیت	هزینه
خط تولید مکانیزه همراه با توزین و بسته بندی	ماکارونی رشته ای	۶ تن در ساعت، ۴۳ هزار تن سالانه	۱۹ میلیون دلار
ظرفیت تولید	ارزش ماشین آلات	ارزش ماشین آلات	ارزش بازار
۴۳۰ هزار تن اسمی ۲۳۰ هزار تن عملی	۲۰۰ میلیون دلار	۵,۶ همت	۱۰۳ همت

سرانه مصرف ماکارونی (کیلوگرم/نفر)

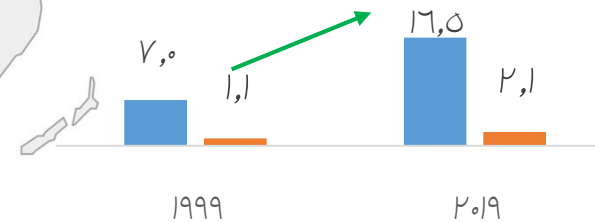
سرانه مصرف ماکارونی ارتباط خاصی با تولید ناخالص داخلی ندارد و بیشتر تابع عادات و فرهنگ غذایی کشورهاست.

در سال ۲۰۱۹ در کل دنیا ۱۶ میلیون تن پاستا تولید شد که سهم ایران از این تولید ۳.۷٪ می باشد.

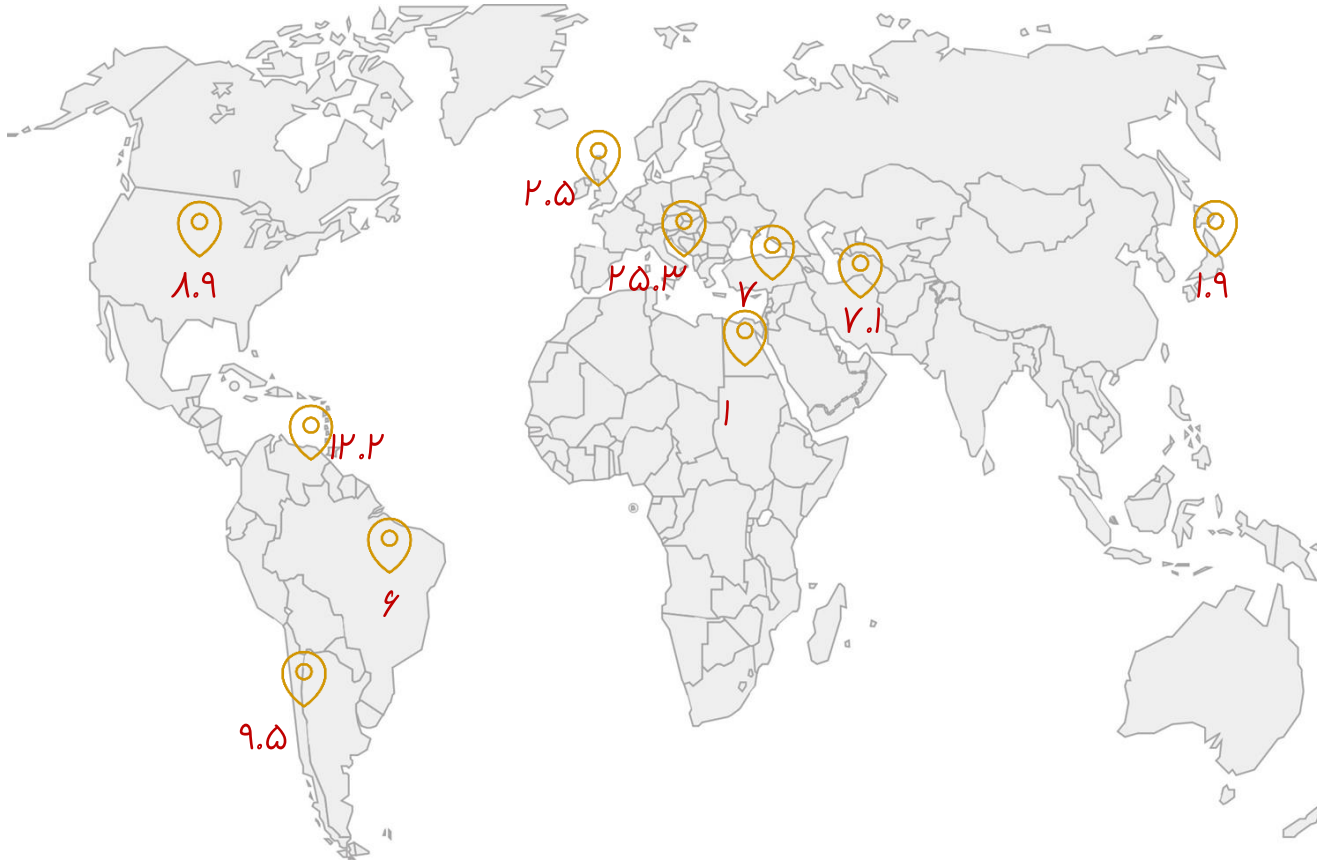
در ۲۰ سال اخیر مصرف سرانه ماکارونی در دنیا از ۱.۱ کیلوگرم به ازای هر نفر به ۲.۱ کیلوگرم به ازای هر نفر افزایش یافته است.

میزان مصرف ماکارونی بیشتر تابع عادات و فرهنگ های غذایی است تا مولفه های اقتصادی. به طور مثلا دو کشور اسپانیا و ایتالیا مشابهت های اقتصادی و سیاسی زیادی دارند. اما مصرف سرانه پاستای ایتالیا ۲۵.۳ کیلو به ازای هر نفر است و اسپانیا ۲.۵.

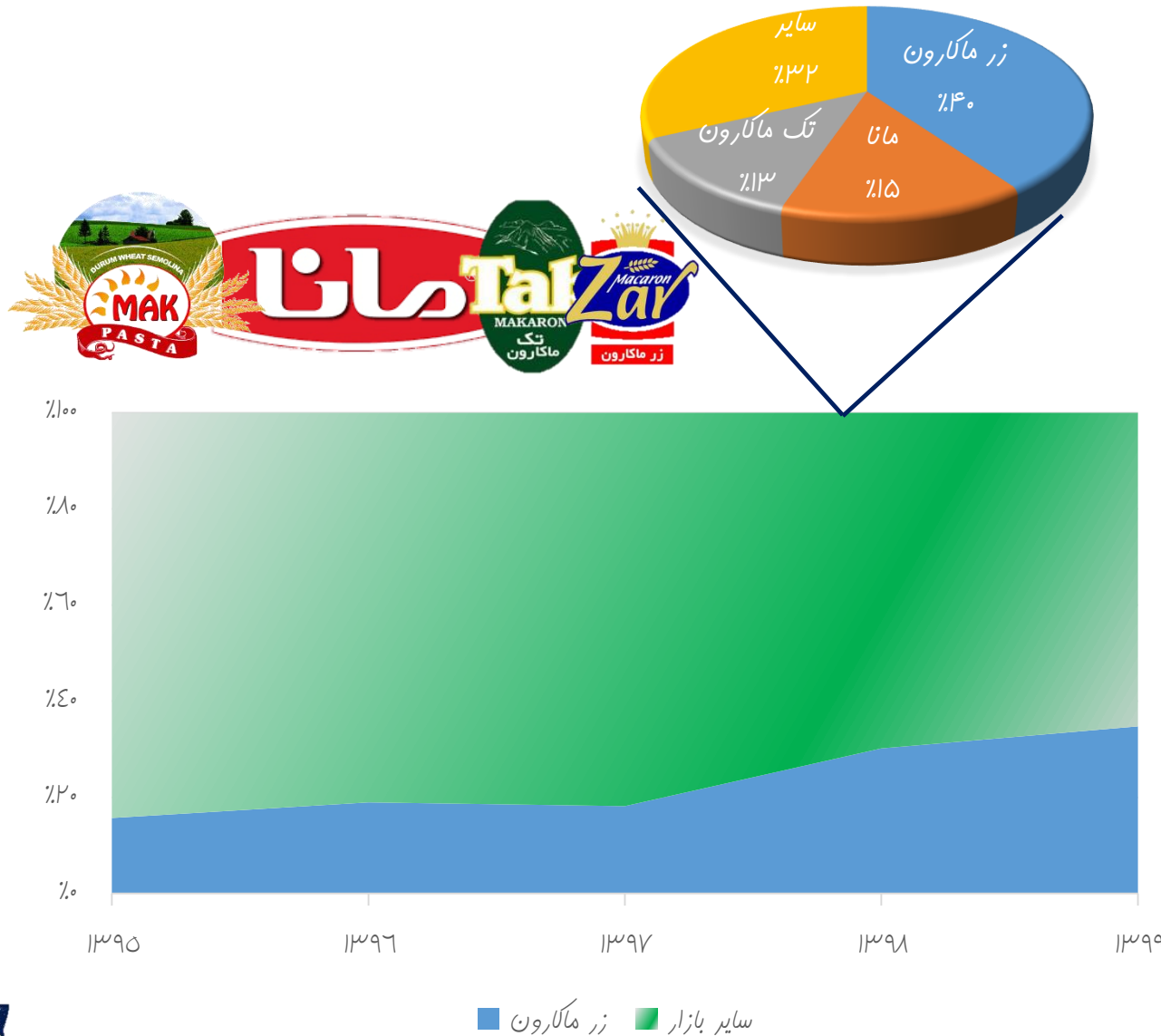
تولید و مصرف سرانه دنیا در گذر زمان



تولید (میلیون تن) مصرف سرانه (کیلو/نفر)



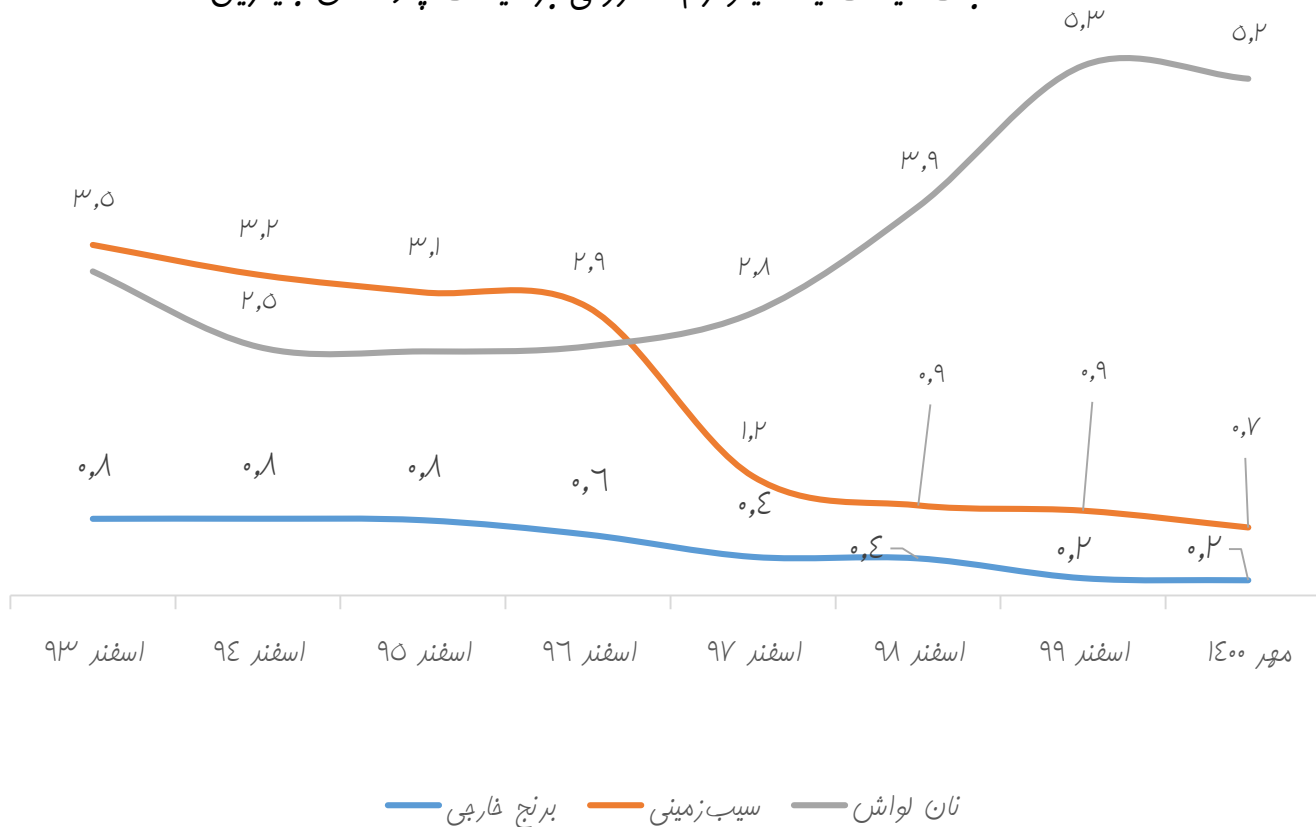
به دست آوردن سهم بازار قابل توجه در سال‌های اخیر با عملکرد مناسب



زر ماکارون بزرگترین تولیدکننده کشور می‌باشد. در سال‌های اخیر سهم بازار بسیار خوبی از بازار ماکارونی کشور را از آن خود کرده است. سهم بازار شرکت از کمتر از ۲٪ در سال ۹۵ به بیش از ۴۰٪ در سال ۹۸ رسیده است.

سیاست قیمت‌گذاری و خرید گندم دولت موجب جذاب‌تر شدن ماکارونی به نسبت برقی کالاهای جایگزین شده است.

نسبت قیمت یک کیلوگرم ماکارونی بر قیمت چند کالای جایگزین



قیمت تضمینی خرید گندم در هر سال در شهریور سال پیش از آن به تصویب می‌رسد. یعنی قیمت خرید گندم در سال ۹۹ با شرایط تورمی در سال ۹۸ که شرایط تورمی آرام‌تر بوده است تعیین شده است. مجموع این شرایط سبب می‌شود افزایش نرخ آرد صنعتی نیز به نسبت با تأخیر رخ دهد که سبب شده است نرخ ماکارونی به نسبت کالاهای جایگزین مثل سیب‌زمینی و برنج بسیار ارزان باشد.

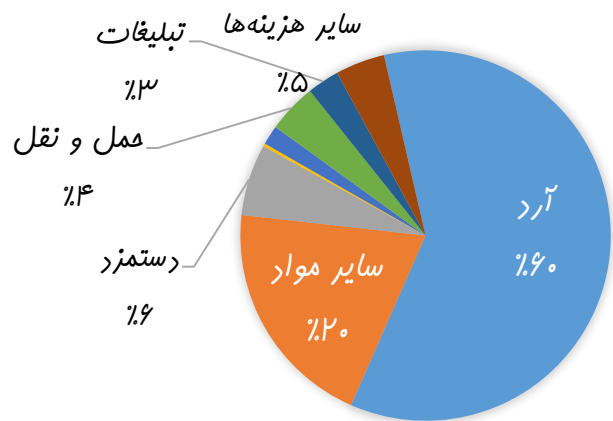
این موارد نشان می‌دهد در سال‌های آینده با تعدیل نرخ آرد و افزایش نرخ‌های خرید تضمینی گندم، جذابیت خرید ماکارونی همچنان وجود دارد و افزایش نرخ آن به کاهش مصرف زیادی نمی‌انجامد.



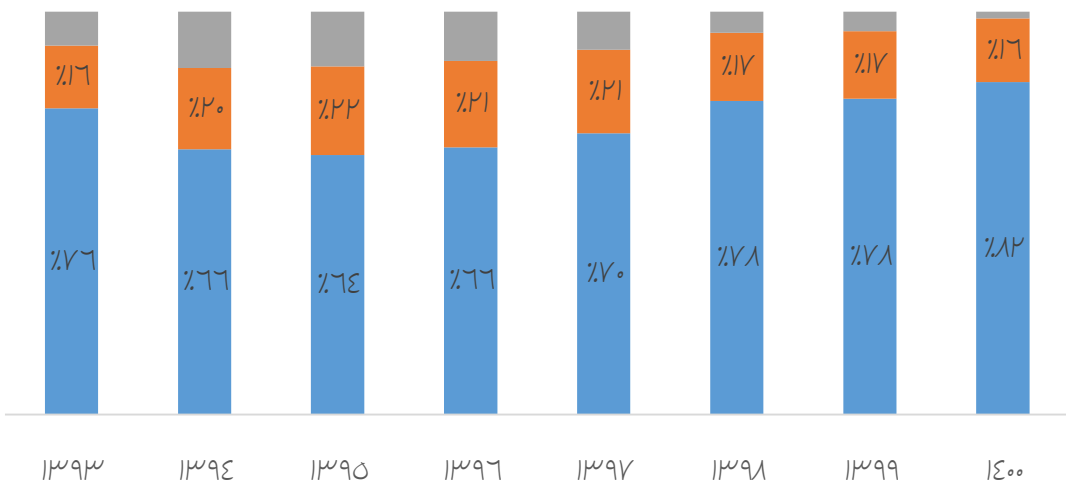
قیمت ماکارونی از شاخص قیمت سایر کالاها به شدت عقب افتاده است.

قیمت ماکارونی در قیاس با شاخص قیمت کالا و خدمات مصرف‌کننده در سال‌های اخیر پس از جهش ارزی کاملاً عقب افتاده است.

با وجود ماشیه سود بالاتر محصولات فرمی به نسبت محصولات رشته‌ای (۳٪ بالاتر) سهم این محصولات به نسبت سال‌های ۹۶ در سبد محصولات شرکت کاهش داشته است.

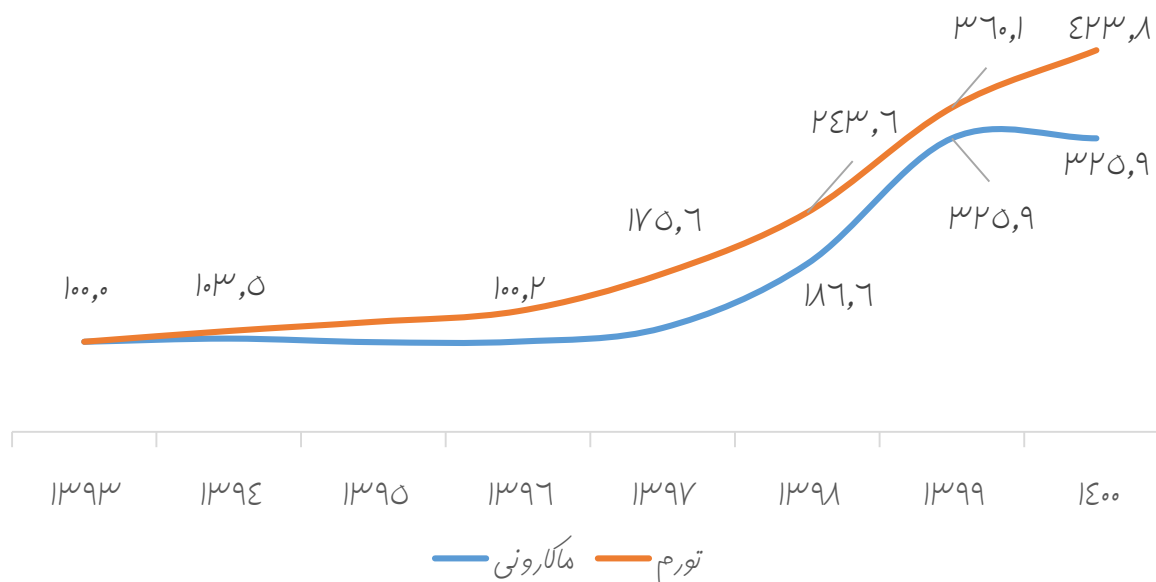


سبد محصولات شرکت در گذر زمان



رشته‌ای فرمی محصولات خاص

شاخص قیمت ماکارونی و شاخص تورم



ماکارونی تورم

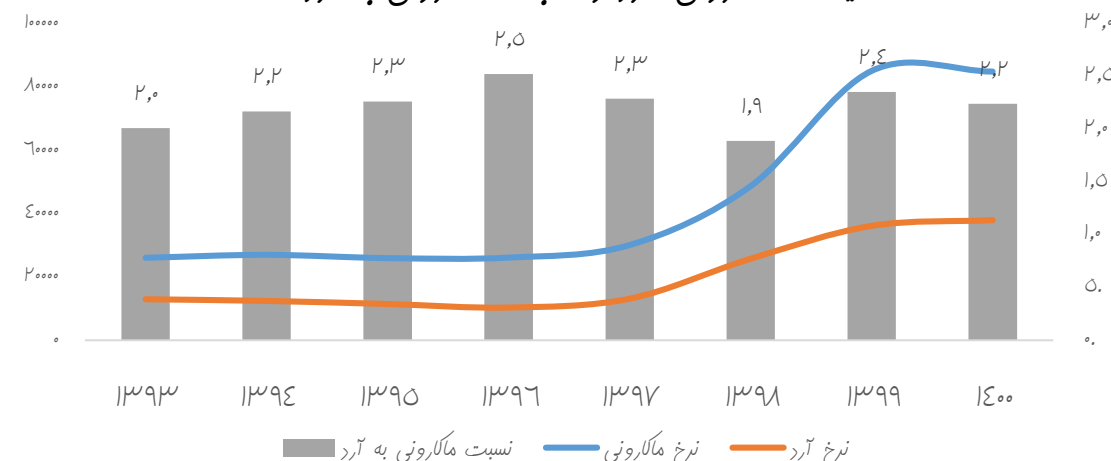
بهای تمام شده تولید هر کیلو ماکارونی (ریال/کیلو)

سال ۹۴	سال ۹۵	سال ۹۶	سال ۹۷	سال ۱۳۹۸	سال ۱۳۹۹	
۹,۰۹۲	۸,۲۸۷	۱۰,۱۱۲	۹,۷۱۶	۲۱,۳۰۸	۳۴,۵۹۰	آرد
۳,۳۲۲	۴,۲۵۳	۳,۷۶۹	۵,۳۳۱	۶,۴۷۶	۱۱,۵۹۷	سایر مواد
۲,۱۳۷	۲,۷۲۸	۲,۴۸۰	۱,۸۲۳	۳,۴۴۷	۳,۵۸۶	دستمزد
۴۲۱	۲۹۱	۲۳۶	۲۰۳	۱۶۴	۱۴۸	انرژی
۱,۳۱۰	۱,۳۳۷	۱,۰۸۵	۱,۲۴۳	۱,۱۶۰	۹۶۹	استهلاک
۴۳۱	۳۷۶	۴۷۱	۶۷۳	۲,۰۶۸	۲,۴۷۵	حمل و نقل
۱۹۰	۲۲۶	۱۶۸	—	۵۸۹	۱,۶۱۲	تبلیغات
۱,۳۴۰	۱,۱۹۷	۱,۱۳۹	۱,۴۸۶	۲,۳۵۹	۲,۴۷۹	سایر هزینه ها
۱۸,۲۴۳	۱۸,۶۹۵	۱۹,۴۶۱	۲۰,۴۷۶	۳۷,۵۷۱	۵۷,۴۵۶	مجموع
۲۷,۹۱۹	۲۷,۵۷۷	۲۷,۴۴۰	۳۱,۴۶۴	۵۱,۲۹۶	۸۱,۱۷۸	نرخ فروش
۳۱٪	۳۰٪	۲۷٪	۲۳٪	۴۱٪	۴۳٪	حاشیه سود محصول رشته ای

بهبود با اهمیت ماشیه سود ناشی از افزایش ظرفیت تولید

ماشیه سود نافالص شرکت به واسطه بهره برداری از ماشین آلات جدید و سرشکن شدن هزینه های ثابت حاصل شده است و مولفه های بنیادین ماکم بر صنعت تغییر خاصی نداشته است. ماشیه سود دو سال اخیر تقریباً پایدار بوده و قابل اتکا برای دوره های بعدی می باشد. مثلاً در جدول بهای تمام شده به ازای هر کیلو مشاهده می شود که هزینه نیروی انسانی و سایر هزینه های در سال ۹۷ به واسطه افزایش تولید به نسبت سال ۹۴ در عمل کاهش داشته است.

قیمت ماکارونی، آرد و نسبت ماکارونی به آرد



در نمودار رو به رو نیز مشاهده می شود که نسبت سال های ۹۳ تا ۹۶ که در شرایط ثبات اقتصادی شرکت ماشیه سود کمتری داشته است، نسبت نرخ ماکارونی به آرد صنعتی تغییر با اهمیتی نداشته است.

نرخ آرد صنعتی، کلید حل نرخ آتی ماکارونی نرخ گندم، تعیین کننده نرخ نهایی آرد صنعتی

به منظور برآورد نرخ‌های آتی ماکارونی ابتدا تحت دو سناریو نرخ آرد برآورد می‌شود:

۱. فاصله قیمتی بین آرد صنعتی و نرخ خرید تضمینی گندم

۲. برآورد نرخ آرد صنعتی با توجه به مقادیر احتمالی یارانه در نظر گرفته شده در بودجه

در ادامه در هر دو حالت نرخ آرد صنعتی احتمالی برآورد می‌شود و بر اساس آن با فرض حفظ حاشیه سود میانگین دوساله نرخ ماکارونی برآورد می‌شود و سپس سود شرکت برآورد می‌شود. (به منظور احتیاط از میانگین حاشیه سود ناخالص دو سال اخیر ۴٪ نیز کمتر در نظر گرفته شده است.)

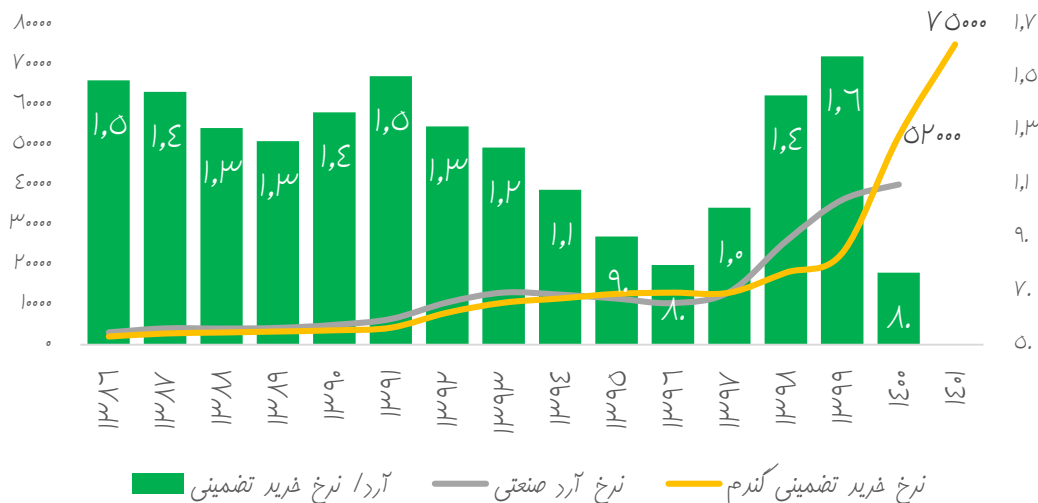
سال	نرخ خرید تضمینی گندم	نرخ خرید تضمینی گندم سال آتی ابلاغ شده در شهریور	نرخ واردات	نرخ واردات در صورت استفاده از نرخ نیمایی یا بازار غیررسمی
۱۳۹۰	۳,۶۰۰	۴,۲۵۰	۳,۷۷۹	۳,۷۹۸
۱۳۹۱	۴,۲۵۰	۸,۰۰۰	۶,۳۹۲	۸,۹۲۲
۱۳۹۲	۸,۰۰۰	۱۰,۵۰۰	۹,۱۲۹	۱۶,۵۵۳
۱۳۹۳	۱۰,۵۰۰	۱۱,۵۵۰	۸,۶۳۰	۱۴,۰۴۹
۱۳۹۴	۱۱,۵۵۰	۱۲,۷۰۵	۷,۸۹۷	۱۱,۴۳۶
۱۳۹۵	۱۲,۷۰۵	۱۳,۳۰۰	۷,۸۷۲	۹,۱۲۰
۱۳۹۶	۱۳,۳۰۰	۱۳,۳۰۰	۸,۵۶۰	۱۰,۱۴۹
۱۳۹۷	۱۳,۳۰۰	۱۷,۵۰۰	-	-
۱۳۹۸	۱۷,۵۰۰	۲۲,۰۰۰	-	-
۱۳۹۹	۲۲,۰۰۰	۵۰,۰۰۰	۱۱,۷۵۴	۵۶,۵۰۷
۱۴۰۰	۵۰,۰۰۰	۷۵,۰۰۰	۱۳,۵۸۱	۷۴,۷۰۰



بد آورد قیمت آرد به کمک نرخ‌های خرید تضمینی گندم

میانگین نرخ آرد صنعتی به نرخ خرید تضمینی گندم در نمودار رو به رو مشاهده می‌شود. در شرایط سال ۱۴۰۰ دولت روی هر کیلو آرد تمویلی به صنعت تقریباً ۱۵۰۰ تومان یارانه و روی هر کیلو آرد تمویلی به فبازی‌ها بیش از ۴۰۰۰ تومان یارانه می‌دهد. ضریب ۰.۸ نرخ آرد صنعتی به گندم به صورت تارینی بی سابقه بوده است و انتظار می‌رود در سال‌های آتی این ضریب بالاتر باشد.

در جدول پایین در سه سناریو تکرار وضعیت سال ۱۴۰۰، در سال آتی یا بازگشت به میانگین ۵ ساله و میانگین ۱۵ ساله مشاهده می‌شود. در هر سناریو نسبت P/E آینده نگر سهم نیز در جدول آورده شده است.



سال	سناریو	خرید تضمینی	آرد/گندم	نرخ آرد صنعتی	نرخ ماکارونی غرر با فرض حفظ ماشیه سود	افزایش نرخ	سود هر سهم غرر ۱۴۰۱	f. P/E
۱۴۰۱	ضریب ۹۱ سال	۷۵,۰۰۰	۰.۸	۶۰,۰۰۰	۱۲۵,۰۰۰	%۴۸	۱,۴۱۵	۹.۲
۱۴۰۱	میانگین ۵ سال افیر	۷۵,۰۰۰	۱.۱۵	۱۶,۲۵۰	۱۶۵,۰۰۰	%۹۶	۱,۱۹۶	۶.۱
۱۴۰۱	میانگین ۱۵ سال افیر	۷۵,۰۰۰	۱.۲۵	۹۳,۷۵۰	۱۷۹,۰۰۰	%۱۱۳	۲,۱۰۴	۶.۱



۱۳۹۹

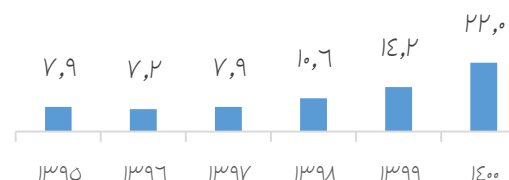
برآورد قیمت آرد به کمک یارانه تفصیعی به گندم و نان

طبق تبصره ۱۴ قانون بودجه هر ساله میزان تفصیعی به عنوان یارانه گندم و نان در قالب قانون هر فمندسازی یارانه‌ها مشخص می‌شود.

این یارانه تفصیعی در سمت هزینه‌ها صرف خرید گندم و واردات احتمالی گندم به کشور می‌شود و در سمت منابع آرد به فبازی‌ها به صورت یارانه‌ای و نیمه‌یارانه‌ای و آرد صنعتی به تولیدکنندگان نان صنعتی، بیسکویت و ماکارونی می‌فروشد.

در جدول رو به رو مسابسات مرتبط با خرید گندم تضمینی و واردات و فروش آرد به نانواپی‌ها و واحدهای صنعتی را ملاحظه می‌نمایید. مسابسات مدودی صورت گرفته با اعداد در نظر گرفته شده در قانون بودجه مطابقت دارد.

یارانه حقیقی نان و گندم (تعدیل شده با تورم) (همت)



شرح	مقدار (میلیون تن)	نرخ (دلار/کیلو)	نرخ ارز	نرخ (ریال/کیلو)	مبلغ (همت)
خرید تضمینی	۹	-	-	۲۲,۰۰۰	۱۹.۸
مقدار واردات	۳.۳	۰.۲۸	۴۲,۰۰۰	۱۱,۷۵۴	۳.۹
فروش آرد فبازی	۱۱	-	-	۶,۰۰۰	۶.۶
فروش آرد صنعتی	۱.۳	-	-	۳۵,۰۰۰	۴.۵
مبلغ تفصیعی بودجه	۱۲.۱			برآیند	۱۲.۶

۱۴۰۰

شرح	مقدار (میلیون تن)	نرخ (دلار/کیلو)	نرخ ارز	نرخ (ریال/کیلو)	مبلغ (همت)
خرید تضمینی	۷	-	-	۵۰,۰۰۰	۳۵
مقدار واردات	۵.۵	۰.۳	۴۲,۰۰۰	۱۲,۵۰۰	۶
فروش آرد فبازی	۱۱	-	-	۸,۵۰۰	۹.۵
فروش آرد صنعتی	۱.۵	-	-	۳۹,۰۰۰	۶.۵
مبلغ تفصیعی بودجه	۲۲			برآیند	۲۵

منبع: قانون بودجه ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰



٪۲۵ افزایش نرخ آرد و

محصولات پایین دست

۱۴۰۱

با فرض **باقی** دلار ۴۲۰۰

قیمت آرد سال ۱۴۰۱

برآورد قیمت آرد به کمک یارانه تفصیعی به گندم و نان

با حذف دلار ۴۲۰۰ تومانی برآورد می شود حفظ قیمت نان و افزایش حداقلی آن حداقل ۷۰ همت هزینه برای دولت داشته باشد و در صورت باقی این در سال آتی پیش بینی می شود هزینه ای نزدیک به ۵۰ همت برای دولت داشته باشد.

در جدول صفحه آینده تحلیل حساسیت نرخ آرد صنعتی به تغییر در میزان یارانه تفصیعی در بودجه و میزان افزایش نرخ نان مشاهده می شود.

شرح	مقدار (میلیون تن)	نرخ (دلار/کیلو)	نرخ ارز	نرخ (ریال/کیلو)	مبلغ (همت)
خرید تضمینی	۱	-	-	۷۵,۰۰۰	۶۰
مقدار واردات	۴.۵	۰.۳۵	۴۲,۰۰۰	۱۴,۷۰۰	۶.۷
فروش آرد خبازی	۱۱	-	-	۱۰,۶۲۵	۱۱.۷
فروش آرد صنعتی	۱.۵	-	-	۴۹,۰۰۰	۷.۴
مبلغ مورد نیاز یارانه					۴۷.۶

۱۴۰۱

٪۳۵ افزایش قیمت نان و

٪۶۰ افزایش قیمت آرد صنعتی

با فرض **حذف** دلار ۴۲۰۰

طبق جدول پایین که شرح خلاصه ای از منابع و مصارف حمایتی قانون هدفمندی یارانه ها می باشد حذف دلار ۴۲۰۰ هم سمت منابع از محل افزایش مبلغ صادرات فرآورده ها منتفع می کند و هم سمت مصارف را و از منظر این قانون حذف این ارز شدنی می باشد.

شرح	مقدار (میلیون تن)	نرخ (دلار/کیلو)	نرخ ارز	نرخ (ریال/کیلو)	مبلغ (همت)
خرید تضمینی	۱	-	-	۷۵,۰۰۰	۶۰
مقدار واردات	۴.۵	۰.۳۲	۲۳,۰۰۰	۷۳,۵۰۰	۳۳
فروش آرد خبازی	۱۱	-	-	۱۱,۵۰۰	۱۲.۷
فروش آرد صنعتی	۱.۵	-	-	۶۷,۰۰۰	۱۰
مبلغ مورد نیاز یارانه					۷۰.۳

شرح	مبلغ (همت)	شرح	مبلغ (همت)
فروش داخلی فرآورده	۵۸	یارانه و طرح معیشتی خانوار	۷۴
فروش صادراتی فرآورده	۱۰۶	کمیت امداد و بوزیستی	۴۳
فروش داخلی گاز طبیعی	۳۱	یارانه گندم و نان	۲۲
فراک میعانات	۲۵	رفع مصرومیت	۲۰
سایر	۳۶	سایر	۱۰۶
مجموع	۲۶۵	مجموع	۲۶۵



برآورد قیمت آرد به کمک یارانه تفصیسی به گندم و نان

در جدول زیر تحلیل حساسیت نرخ آرد صنعتی به تغییر در میزان یارانه تفصیسی در بودجه و میزان افزایش نرخ نان مشاهده می‌شود.

به نظر می‌رسد در صورتی که دولت روند افزایش نرخ‌های حداقلی نان‌های یارانه‌ای و نیمه یارانه‌ای را ادامه دهد، قیمت‌های بین ۶۵۰۰ تا ۸۲۰۰ تومان برای نرخ آرد صنعتی منطقی می‌باشد.

با در نظر گرفتن ۴ سناریو در جدول زیر میزان افزایش نرخ ماکارونی مدنظر برای حفظ مازای سود ۳۹٪ در سال آتی و P/E آینده نگر سهم مشاهده می‌شود.

در مجموع به نظر می‌رسد در سال آتی با افزایش نرخ خرید تضمینی گندم نرخ آرد به حوالی ۷۵۰۰ تومان و نرخ ماکارونی به ۱۴ هزار تومان در هر کیلو برسد که معیار برآورد صورت سود و زیان و ارزشگذاری در صفات آتی خواهد بود.

نرخ آرد صنعتی	نرخ ماکارونی غرر با فرض حفظ مازای سود	افزایش نرخ	سود هر سهم غرر سال ۱۴۰۱	f. P/E
۶۰,۰۰۰	۱۲۵,۰۰۰	٪۴۸	۱,۴۱۵	۹.۲
۷۳,۱۰۰	۱۴۳,۰۰۰	٪۷۰	۱,۶۰۳	۸.۱
۸۲,۴۵۰	۱۵۷,۰۰۰	٪۸۶	۱,۷۴۶	۷.۴
۱۱۱,۷۱۷	۲۰۰,۰۰۰	٪۱۴۰	۲,۲۹۴	۵.۶

تحلیل حساسیت نرخ آرد صنعتی به نسبت مبلغ یارانه بودجه و درصد افزایش نرخ نان یارانه‌ای

درصد افزایش نرخ نان یارانه‌ای							
۱۰۰٪	۷۵٪	۶۰٪	۴۵٪	۳۰٪	۱۵٪		
۱۵۰,۳۳۳	-	-	-	-	-	۵۰	مبلغ یارانه (همت)
۸۳,۶۶۷	۱۱۱,۷۱۷	۱۲۱,۰۶۷	۱۳۰,۴۱۷	۱۳۹,۷۶۷	۱۴۹,۱۱۷	۶۰	
-	۴۵,۰۵۰	۵۴,۴۰۰	۶۳,۷۵۰	۷۳,۱۰۰	۸۲,۴۵۰	۷۰	



مفروضات	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲
مقدار تولید ماکارونی	۸۲,۲۷۷	۱۶۶,۲۵۵	۲۱۸,۷۰۵	۲۳۲,۳۳۸	۲۲۸,۰۰۰	۲۳۰,۰۰۰
تولید فط جدید، رشته‌ای	-	-	-		۲۱,۵۰۰	۴۳,۰۰۰
تولید فط جدید لازانیا	-	-	-		۵,۰۰۰	۱۰,۰۰۰
نرخ ماکارونی، رشته‌ای	۳۰,۱۷۵	۴۸,۷۹۶	۷۶,۰۸۴	۸۴,۴۶۰	۱۴۷,۹۸۸	۱۹۹,۷۸۴
رشد نرخ ماکارونی	۱۵٪	۶۲٪	۵۶٪	٪۰	٪۷۵	۳۵٪
نرخ آرد	۱۵,۲۸۳	۲۰,۲۹۸	۳۳,۰۱۷	۴۰,۰۰۰	۷۵,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰
نرخ دلار	۷۵,۰۰۰	۱۱۴,۰۰۰	۲۰۷,۵۰۰	۲۳۶,۰۲۵	۲۷۷,۵۰۰	۳۳۳,۰۰۰
تورم			۴۲٪	۳۳٪	۳۶٪	۲۰٪
نرخ رشد دستمزد	-	-	۳۰٪	۴۴٪	۲۰٪	۲۰٪
نرخ رشد هزینه انرژی	-	-	۰٪	۳۴٪	۲۰٪	۱۵٪



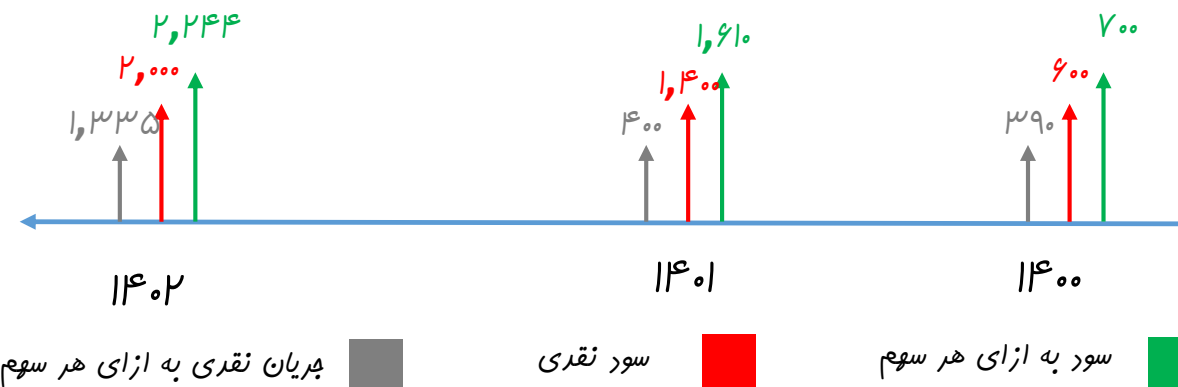
صورت سود و زیان

شرکت اصلی - میلیون ریال	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	
درآمدهای عملیاتی	۲,۴۰۸,۶۷۷	۴,۵۲۵,۳۹۵	۳,۳۸۱,۷۲۵	۳,۲۵۸,۵۱۰	۹,۷۲۸,۶۰۰	۱۸,۹۸۲,۷۶۴	۲۳,۸۵۴,۸۹۴	۴۵,۲۷۹,۸۴۳	۶۴,۴۳۸,۴۸۹	
بهای تمام شده کالای فروش رفته	-۱,۹۹۲,۰۷۵	-۴,۰۸۹,۷۹۴	-۲,۹۳۰,۹۸۹	-۲,۶۵۹,۵۵۲	-۵,۶۷۲,۹۴۴	-۱۰,۵۱۹,۳۴۳	-۱۴,۸۷۱,۲۲۲	-۲۷,۰۱۶,۶۸۶	-۳۸,۹۵۲,۰۶۷	
سود (زیان) ناخالص	۴۱۶,۶۰۲	۴۳۵,۶۰۱	۴۵۰,۷۳۶	۵۹۸,۹۵۸	۴,۰۵۵,۶۵۶	۸,۴۶۳,۴۲۱	۸,۹۸۳,۶۷۲	۱۸,۲۶۳,۱۵۷	۲۵,۴۸۶,۴۲۳	۴۰٪
هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی	-۱۶۴,۲۶۱	-۲۰۷,۲۳۷	-۲۷۰,۳۹۳	-۳۴۲,۷۴۳	-۱,۱۴۵,۲۹۱	-۱,۶۹۵,۲۱۵	-۲,۰۲۵,۹۱۶	-۲,۸۹۲,۰۹۵	-۳,۷۴۴,۲۳۱	-۶٪
خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی	-۲,۰۵۴	-۶۲۴	-۱,۰۹۱	۶۵,۰۶۹	۱۰۵,۰۱۰	۲۰۶,۸۰۴	-۸,۷۶۴	-۱۱,۹۴۸	-۱۴,۳۳۷	۰٪
سود (زیان) عملیاتی	۲۵۰,۲۸۷	۲۲۷,۷۴۰	۱۷۹,۲۵۲	۳۲۱,۲۸۴	۳,۰۱۵,۳۷۵	۶,۹۷۵,۰۱۰	۶,۹۴۸,۹۹۲	۱۵,۳۵۹,۱۱۵	۲۱,۷۲۷,۸۵۴	۳۴٪
هزینه های مالی	-۲۵۲,۶۹۵	-۲۹۱,۶۱۴	-۱۸۹,۳۲۸	-۲۴۹,۰۶۳	-۵۷۳,۶۰۷	-۴۸۰,۷۱۱	-۴۴۰,۳۴۵	-۶۲۲,۷۷۷	-۱,۲۱۳,۴۶۱	-۲٪
خالص سایر درآمدها و هزینه های غیر عملیاتی	۴۲,۲۰۰	۱۰۰,۲۰۳	۳۵,۹۴۲	۸۲,۶۸۲	۲۹۹,۱۶۲	۶۷,۴۶۰	-۳۹,۷۲۲	-۱۳,۵۵۵	۳,۳۰۰	۰٪
سود (زیان) خالص قبل از مالیات	۳۹,۷۹۲	۳۶,۳۲۹	۲۵,۸۶۶	۱۵۴,۹۰۳	۲,۷۴۰,۹۳۰	۶,۵۶۱,۷۵۹	۶,۴۶۸,۹۲۵	۱۴,۷۲۲,۷۸۳	۲۰,۵۱۷,۶۹۳	۳۲٪
مالیات	-۱۰,۳۸۲	۰	۰	-۶۰,۰۰۲	-۵۶۳,۸۶۷	-۶۸۲,۳۰۱	-۸۷۲,۰۶۳	-۱,۸۴۰,۳۴۸	-۲,۵۶۴,۷۱۲	-۴٪
سود (زیان) خالص شرکت اصلی	۲۹,۴۱۰	۳۶,۳۲۹	۲۵,۸۶۶	۹۴,۹۰۱	۲,۱۷۷,۰۶۳	۵,۸۷۹,۴۵۸	۵,۵۹۶,۸۶۲	۱۲,۸۸۲,۴۳۵	۱۷,۹۵۲,۹۸۱	۲۸٪
سود هر سهم پس از کسر مالیات	۴	۵	۳	۱۲	۲۷۲	۷۳۵	۷۰۰	۱,۶۱۰	۲,۲۴۴	
سرمایه	۸,۰۰۰,۰۰۰	۸,۰۰۰,۰۰۰	۸,۰۰۰,۰۰۰	۸,۰۰۰,۰۰۰	۸,۰۰۰,۰۰۰	۸,۰۰۰,۰۰۰	۸,۰۰۰,۰۰۰	۸,۰۰۰,۰۰۰	۸,۰۰۰,۰۰۰	

ارزشگذاری

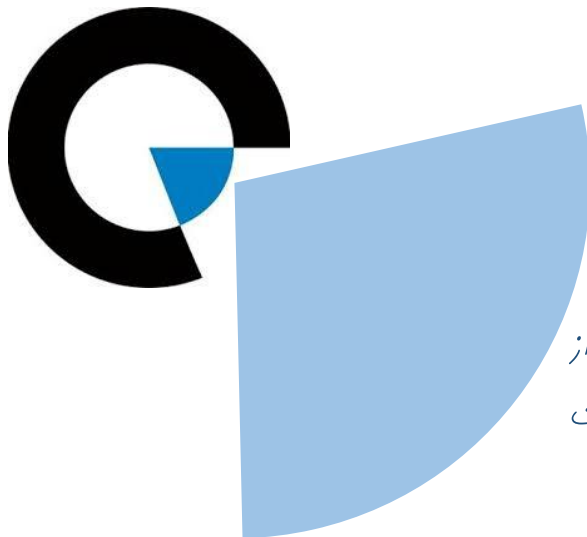
مفروضات

۲۰٪	نرخ بازده بدون ریسک
فروش در انتهای سال ۱۴۰۳ با کف P/E از ابتدای عرضه سهم	شیوه مناسبه ارزش نهایی در روش DDM
میانگین تورم ۴۰ ساله به اضافه ۲٪ رشد واقعی ناشی از رشد جمعیت و مصرف	نرخ رشد سودآوری انتهای دوره در ارزشگذاری به روش گوردن برای FCFE
۱۴٪	صرف ریسک بازار سرمایه



۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	FCFE
۱,۳۳۵	۴۰۰	۳۹۰	جریان نقدی هر سهم
۲۴,۸۴۴	-	-	ارزش نهایی
۱۵,۲۰۱	۳۰۴	۳۳۶	ارزش فعلی
۱۵,۸۴۱	ارزش ذاتی هر سهم	۱۳,۰۷۰	قیمت فعلی

۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	DDM
۲,۰۰۰	۱,۴۰۰	۶۰۰	سود نقدی هر سهم
۲۴,۶۸۴	-	-	ارزش نهایی
۱۳,۳۶۳	۹۱۹	۵۱۷	ارزش فعلی
۱۴,۷۹۹	ارزش ذاتی هر سهم	۱۳,۰۷۰	قیمت فعلی



نتیجه‌گیری تیم تحلیل آگاه:

۱. در ۵ سال گذشته زر ماکارون روند مثبت رو به رشدی را پشت سر گذاشته است. سووم بازار شرکت از کمتر از ۲٪ به بالای ۴٪ در حال حاضر رسیده است. افزایش ظرفیت تولید موجب بهبود استفاده از دارایی‌های شرکت و افزایش ماشیه سود تولید محصولات شده است.

۲. با توجه به افزایش با اهمیت نرخ خرید تضمینی گندم از کشاورز در سال ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ (به ترتیب ۵۲۰۰ و ۷۵۰۰ تومان در هر کیلو) انتظار می‌رود بر خلاف سال جاری و رشد کم نرخ آرد و ماکارونی در سال ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ شاهد رندهای با اهمیت در نرخ‌های آرد صنعتی و به تبع آن ماکارونی باشیم.

۳. به نظر می‌رسد در آینده کوتاه مدت شرکت افزایش نرخ محصولات یا خبر خوب به خصوصی در انتظار ندارد و سود تابستان نیز جذابیت عجیبی به نسبت سود فصل‌های قبلی ندارد اما افزایش نرخ‌های آرد و گندم در سال آتی در کنار طرح توسعه ۴۳ هزار تنی ماکارونی رشته‌ای و ۱۰ هزار تنی لازانیا در نیمه دوم سال ۱۴۰۱، می‌تواند به رشد جدی سودآوری در دو سال آتی بیانجامد. بر طبق مدل‌های ارزشگذاری و با مفروضات بالا قیمت شرکت فاصله ۱۳٪ تا ارزشگذاری دارد. پس از چند روز معاملاتی خوب پس از بازگشایی پس از مجمع افزایش سرمایه، خرید نماد غزر در اصلاح‌های آتی سووم می‌تواند گزینه مناسبی از میان شرکت‌های گروه غذایی باشد.