

ولیوبولتن

گزارش تحلیلی

شماره ۲۶ | بررسی صنعت روغن خوراکی | تیر ۱۴۰۵



صنعت روغن خوراکی را می‌توان یکی از حلقه‌های حساس و اثرگذار زنجیره تأمین مواد غذایی کشور دانست؛ صنعتی که به واسطه مصرف گسترده در سبد خانوار، صنایع غذایی، رستوران‌ها و تولیدکنندگان محصولات فرآوری‌شده، از تقاضایی نسبتاً پایدار و کمتر چرخه‌ای برخوردار است. با این حال، ثبات نسبی در سمت تقاضا لزوماً به معنای ثبات سودآوری شرکت‌های این صنعت نیست؛ زیرا بخش مهمی از مواد اولیه مورد نیاز، شامل دانه‌های روغنی و روغن خام، از مسیر واردات تأمین می‌شود و همین موضوع، صنعت را در معرض نوسانات نرخ ارز و تغییرات قیمت‌های جهانی قرار می‌دهد. از سوی دیگر، به دلیل ماهیت مصرفی و اثرگذار روغن خوراکی در معیشت خانوار، سیاست‌های قیمت‌گذاری داخلی نیز نقش تعیین‌کننده‌ای در حاشیه سود شرکت‌ها دارد. در نتیجه، تحلیل صنعت روغن خوراکی در بورس بیش از آنکه صرفاً بر مقدار فروش متکی باشد، نیازمند بررسی همزمان متغیرهایی مانند نرخ ارز، قیمت جهانی روغن‌های گیاهی، هزینه تأمین مواد اولیه و چارچوب قیمت‌گذاری داخلی است.

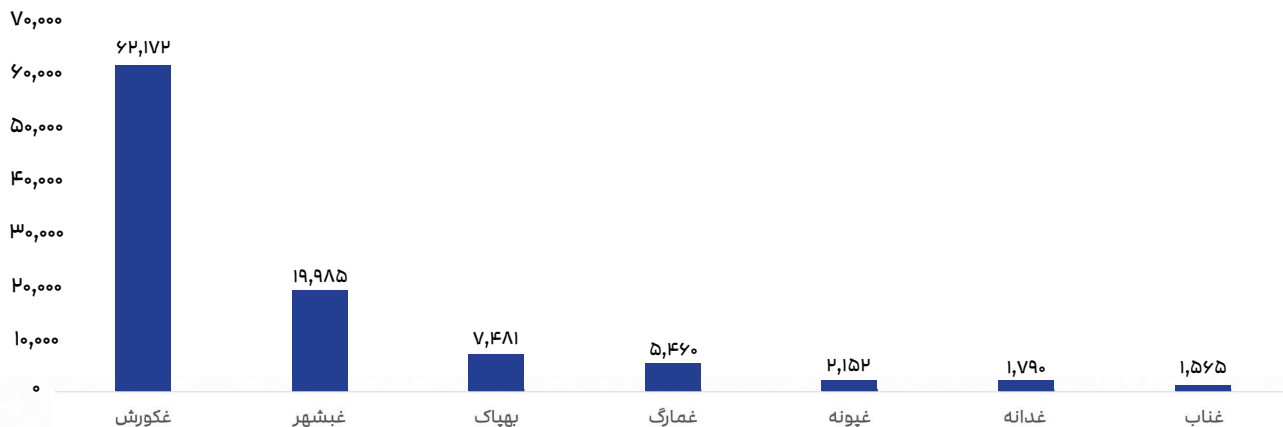


صنعت روغن خوراکی در بورس

بازاری متمرکز بر چند نماد بزرگ

بررسی ارزش بازار شرکت‌های بورسی صنعت روغن خوراکی نشان می‌دهد که این صنعت در بازار سرمایه ساختاری بسیار متمرکز دارد. مجموع ارزش بازار نمادهای مورد بررسی حدود ۱۰۰ هزار میلیارد تومان است که از این میزان، غکورث با ارزش بازار حدود ۶۲ هزار میلیارد تومان و سهم ۶۲ درصدی، بزرگ‌ترین شرکت صنعت محسوب می‌شود. پس از آن، غبشهر با سهم ۲۰ درصدی در جایگاه دوم قرار دارد و به این ترتیب، دو نماد اصلی صنعت در مجموع حدود ۸۲ درصد ارزش بازار گروه را در اختیار دارند. این موضوع نشان می‌دهد که تحلیل وضعیت صنعت روغن خوراکی در بورس، بیش از هر چیز به بررسی عملکرد شرکت‌های بزرگ‌تر وابسته است. در مقابل، سایر نمادها از جمله بهپاک، غمارگ، غپونه، غناب و غدانه مجموعاً سهم محدودتری از ارزش بازار دارند. بنابراین در تحلیل این صنعت، متغیرهایی مانند روند فروش، حاشیه سود، تأمین مواد اولیه، نرخ ارز، قیمت‌گذاری داخلی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های بزرگ‌تر، اهمیت تعیین‌کننده‌تری در ارزیابی چشم‌انداز صنعت خواهد داشت.

نمودار ۱: ارزش بازار شرکت‌های صنعت روغن خوراکی (میلیارد تومان)

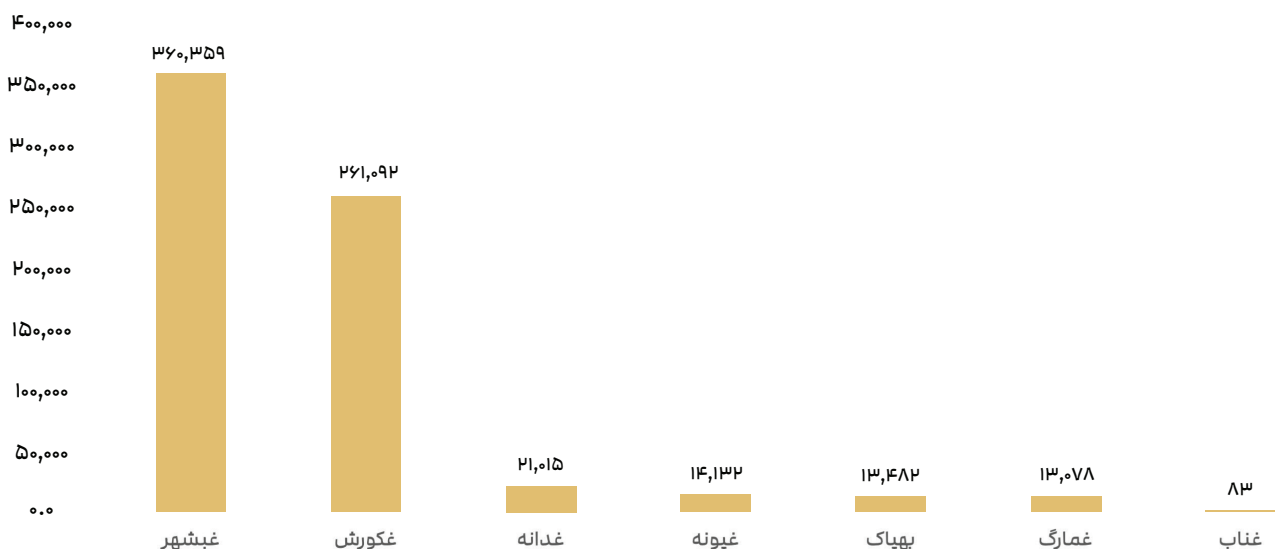


سهم شرکت‌های بورسی از تولید روغن خوراکی کشور

بررسی ظرفیت و تولید شرکت‌های بورسی صنعت روغن خوراکی نشان می‌دهد که مجموع ظرفیت اسمی نمادهای مورد بررسی حدود ۱۰۵ میلیون تن است؛ رقمی که نزدیک به ۷۶ درصد مصرف تقریبی ۲ میلیون تنی روغن در کشور محسوب می‌شود. با این حال، تولید واقعی ثبت‌شده این شرکت‌ها در سال ۱۴۰۴ حدود ۶۸۳ هزار تن بوده و بر این اساس، حدود ۳۴ درصد از بازار مصرف کشور را پوشش می‌دهد. البته باید توجه داشت که در ارقام تولید واقعی ارائه‌شده، تولیدات کارمزدی لحاظ نشده است؛ غبشهر با تولید حدود ۳۶۰ هزار تن و سهم ۱۸ درصدی از مصرف کشور، بزرگ‌ترین تولیدکننده بورسی صنعت روغن خوراکی محسوب می‌شود و پس از آن، غکورش با تولید حدود ۲۶۱ هزار تن و سهم ۱۳ درصدی در جایگاه دوم قرار دارد. این دو شرکت در مجموع بیش از ۶۲۱ هزار تن تولید ثبت‌شده داشته‌اند و حدود ۳۱ درصد مصرف کشور و بیش از ۹۰ درصد تولید واقعی گزارش‌شده شرکت‌های بورسی این صنعت را به خود اختصاص داده‌اند.



نمودار ۲: مقدار تولید روغن خوراکی سال ۱۴۰۴ (تن)



بررسی سهامداران عمده صنعت روغن خوراکی نشان می‌دهد که مالکیت شرکت‌های بورسی این گروه عمدتاً در اختیار مجموعه‌های تخصصی و هلدینگ‌های صنعتی قرار دارد. این موضوع از منظر تحلیل بورسی اهمیت دارد، زیرا ساختار مالکیت می‌تواند بر ثبات مدیریتی، سیاست‌های تولید، تأمین مواد اولیه و نحوه تقسیم سود شرکت‌ها اثرگذار باشد.

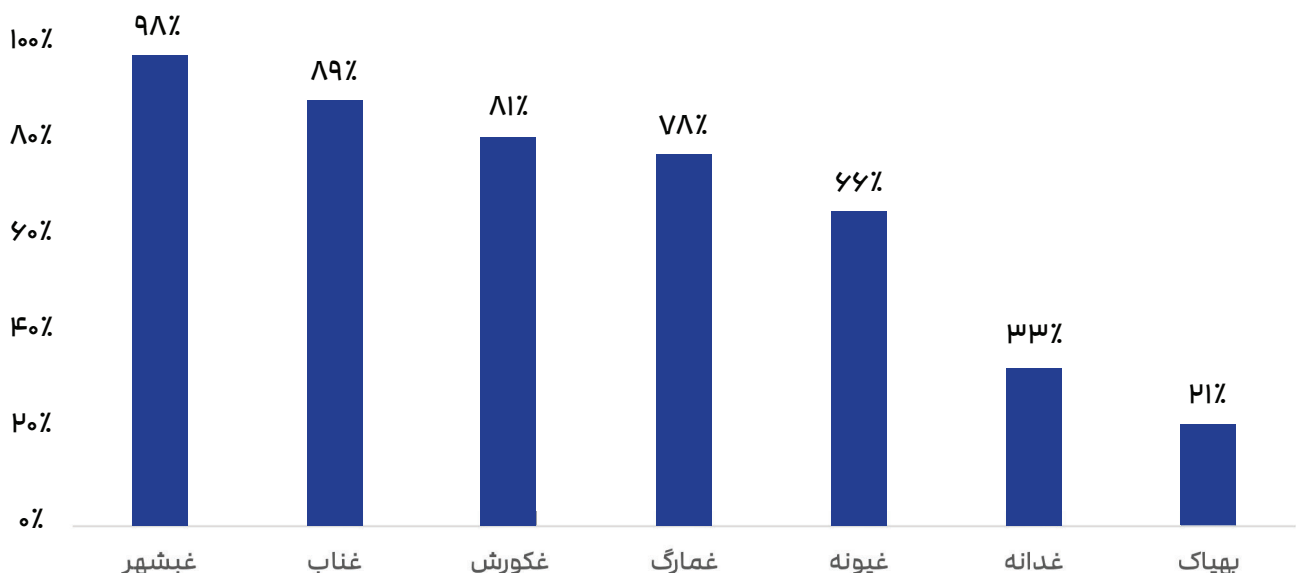
جدول شماره ۱: سهامداران عمده صنعت روغن خوراکی

نماد	سهامدار عمده
غکورش	شرکت گسترش صنایع بسته‌بندی کوروش
غبشهر	شرکت سپنتا بهشهر
بهپاک	شرکت توسعه صنایع بهشهر
غمارگ	شرکت توسعه صنایع بهشهر
غبهنوش	شرکت گروه کارخانجات صنعتی تبرک
غناب	شرکت سرمایه‌گذاری خانه‌های بهتر شرق
غدانه	شرکت سرمایه‌گذاری توسعه صنعت کوثر صبا

تحلیل ترکیب فروش شرکت‌های صنعت روغن خوراکی

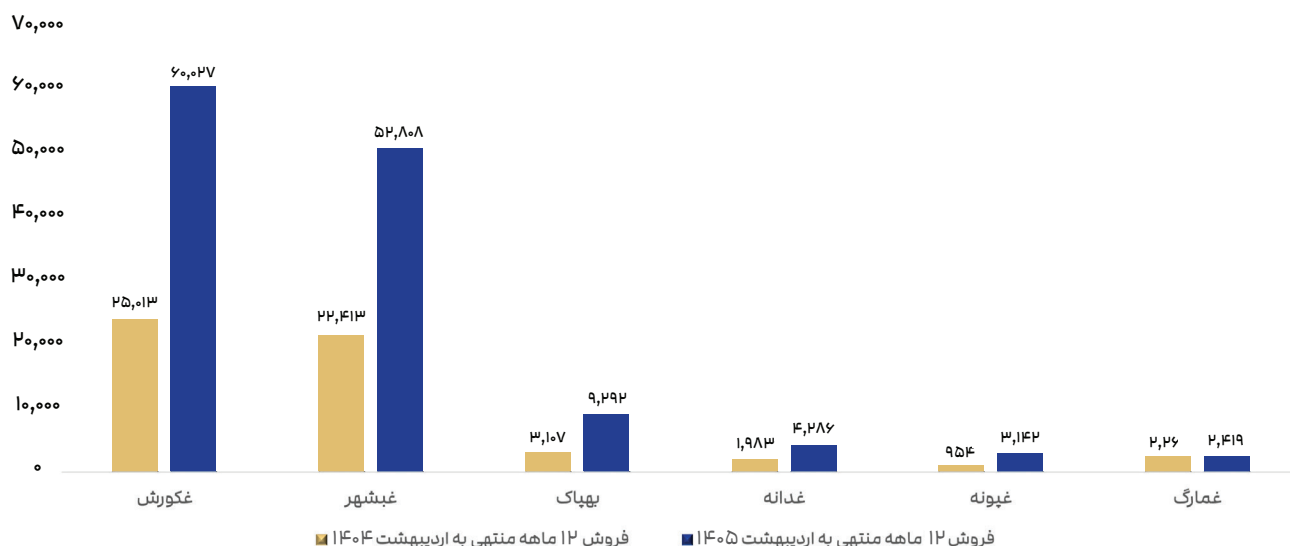
بررسی سهم روغن خوراکی از کل مبلغ فروش شرکت‌های بورسی این صنعت نشان می‌دهد که میزان وابستگی شرکت‌ها به محصول اصلی، در میان نمادهای مختلف تفاوت معناداری دارد. غبشهر با سهم ۹۸ درصدی، عملاً بیشترین تمرکز فروش را بر روغن خوراکی دارد و پس از آن غناب، غکورث و غمارگ نیز با سهم‌های بالای ۷۸ درصد، شرکت‌هایی با وابستگی بالا به بازار روغن محسوب می‌شوند. این موضوع باعث می‌شود سودآوری این نمادها بیش از سایر شرکت‌ها تحت تأثیر تغییرات نرخ فروش روغن، بهای مواد اولیه، سیاست‌های قیمت‌گذاری و وضعیت تأمین روغن خام قرار گیرد. در مقابل، سهم پایین‌تر روغن خوراکی در فروش غدانه و بهپاک نشان می‌دهد که این شرکت‌ها از ترکیب فروش متنوع‌تری برخوردارند و نوسانات بازار روغن می‌تواند اثر مستقیم کمتری بر کل درآمد آن‌ها داشته باشد.

نمودار ۳: سهم روغن خوراکی از کل مبلغ فروش شرکت



رشد فروش شرکت‌های روغنی زمانی که در کنار ترکیب درآمد آن‌ها بررسی شود، تصویر دقیق‌تری ارائه می‌دهد. در دوره ۱۲ ماهه منتهی به اردیبهشت ۱۴۰۵، اغلب نمادهای صنعت با افزایش قابل توجه مبلغ فروش همراه بوده‌اند، اما منشأ این رشد در همه شرکت‌ها یکسان نیست. در شرکت‌هایی مانند غکورش و غبشهر که بخش عمده درآمد آن‌ها از فروش روغن خوراکی حاصل می‌شود، رشد فروش ارتباط مستقیم‌تری با عملکرد شرکت در محصول اصلی دارد و می‌تواند نشانه‌ای از بهبود وضعیت فروش روغن باشد. در مقابل، در نمادهایی که سهم روغن از فروش پایین‌تر است، رشد درآمد لزوماً به معنای رشد بازار روغن نیست و می‌تواند از محل سایر محصولات یا تغییر ترکیب فروش ایجاد شده باشد. از این منظر، بررسی هم‌زمان رشد فروش و سهم روغن از درآمد، تصویر واقعی‌تری از کیفیت رشد شرکت‌های این صنعت ارائه می‌دهد.

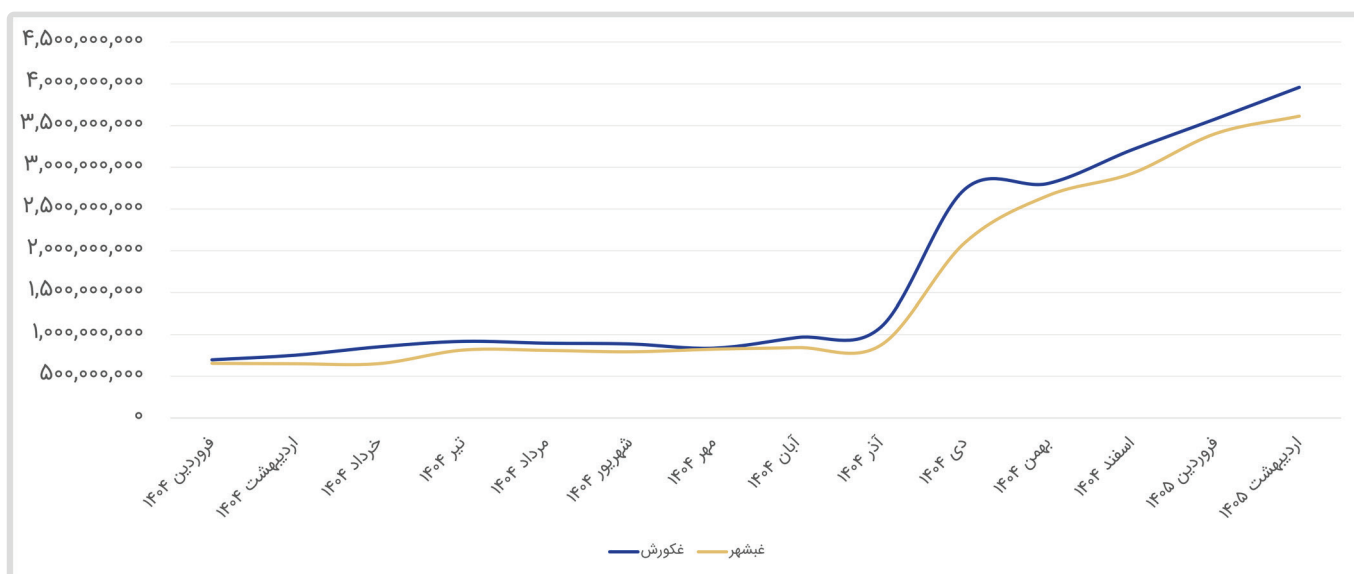
نمودار ۴: مبلغ فروش تجمعی منتهی به اردیبهشت ۱۴۰۵ در مقایسه با مدت مشابه (میلیارد تومان)



نقطه عطف دی‌ماه در نرخ فروش روغنی‌ها

با توجه به اینکه غکورش و غبشهر به‌عنوان دو نماد اصلی صنعت روغن خوراکی، بخش عمده‌ای از ارزش بازار و تولید شرکت‌های بورسی این گروه را در اختیار دارند، بررسی روند نرخ فروش آن‌ها می‌تواند تصویر دقیق‌تری از وضعیت درآمدی صنعت ارائه دهد. همان‌طور که در نمودار مشاهده می‌شود، نرخ فروش هر دو شرکت تا پیش از دی‌ماه ۱۴۰۴ روندی نسبتاً آرام و محدود داشته، اما هم‌زمان با حذف ارز ترجیحی در دی‌ماه، جهش قابل توجهی در نرخ فروش آن‌ها رخ داده است. این تغییر نشان می‌دهد که اصلاح سیاست ارزی، به‌سرعت در نرخ‌های فروش صنعت منعکس شده و مسیر درآمدی شرکت‌های این گروه را تحت تأثیر قرار داده است.

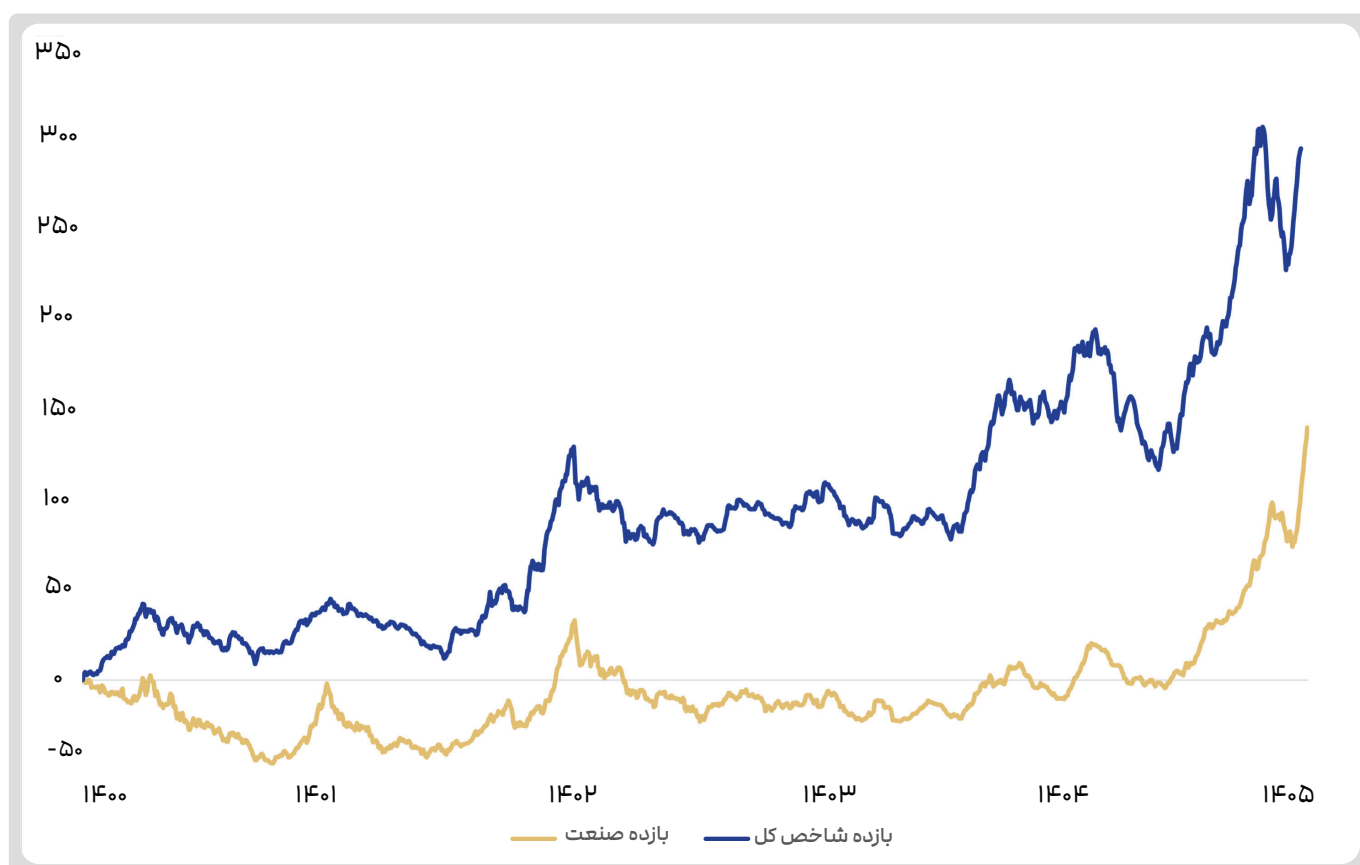
نمودار ۵: روند نرخ فروش (ریال/تن)



مقایسه بازدهی صنعت و شاخص کل

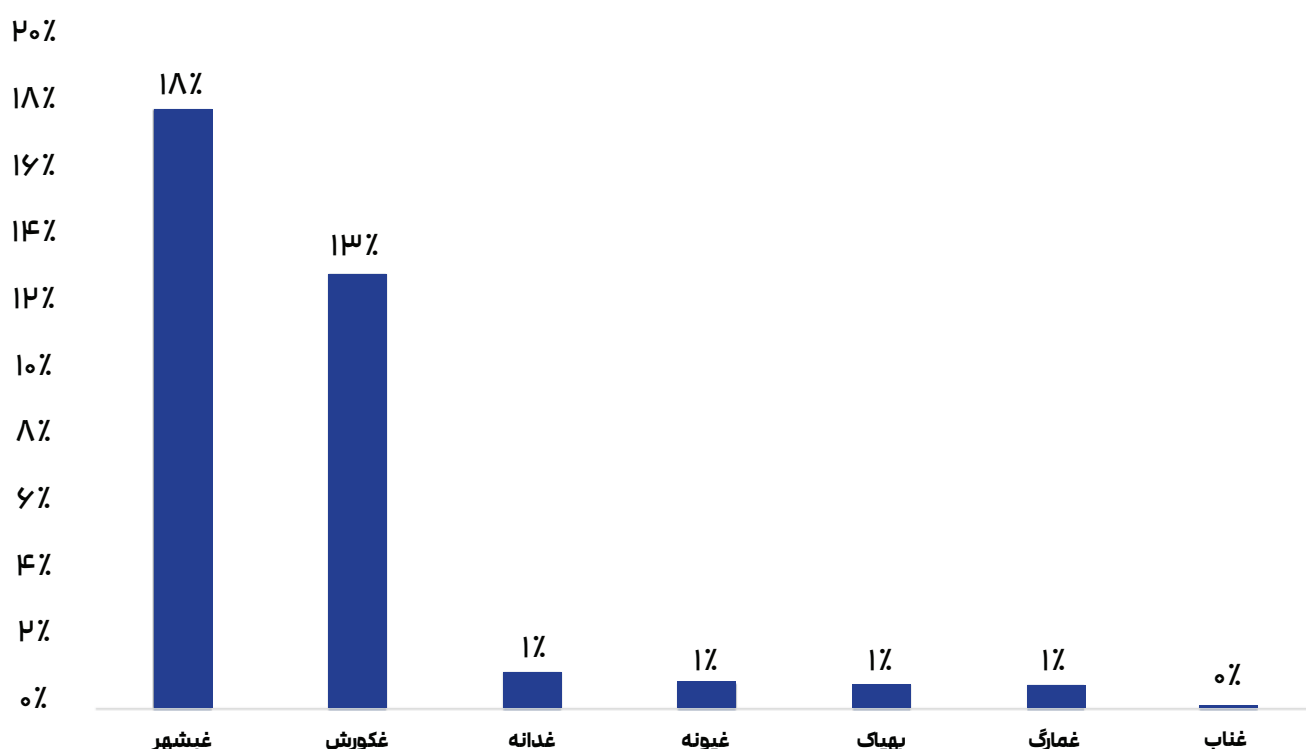
بررسی بازدهی شاخص صنعت در مقایسه با شاخص کل از ابتدای خرداد ۱۴۰۰ تا خرداد ۱۴۰۵ نشان می‌دهد که این صنعت در بخش عمده دوره مورد بررسی، عملکرد ضعیف‌تری نسبت به کلیت بازار سرمایه داشته است. در این بازه، شاخص کل با وجود تجربه نوسانات مقطعی، در مجموع مسیر صعودی پر قدرت‌تری را طی کرده؛ در حالی که شاخص صنعت برای مدت طولانی با رشد محدودتر و دوره‌های رکودی بیشتری همراه بوده است. این اختلاف عملکرد باعث شده فاصله معناداری میان بازدهی صنعت و شاخص کل شکل بگیرد.

نمودار ۶: مقایسه روند بازدهی شاخص صنعت و شاخص کل (درصد)



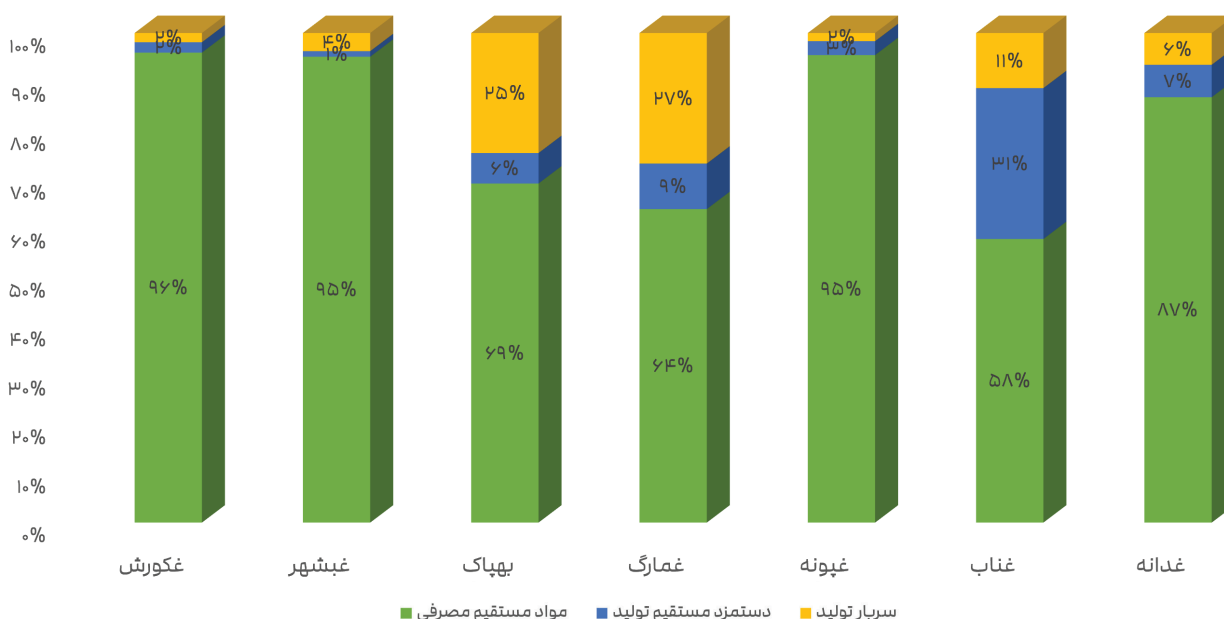
بررسی سهم شرکت‌های بورسی تولیدکننده روغن خوراکی از بازار مصرف کشور، با فرض مصرف سالانه ۲ میلیون تن، نشان می‌دهد که این بازار در میان بورسی‌ها به شدت متمرکز است. در این تصویر، غبشهر با سهم حدود ۱۸ درصدی و غکورش با سهم حدود ۱۳ درصدی، دو بازیگر اصلی محسوب می‌شوند و در مجموع نزدیک به ۳۱ درصد از مصرف کل کشور را پوشش می‌دهند. نکته مهم این است که سایر شرکت‌های بورسی، از جمله غدانه، غپونه، بهپاک و غمارگ، هرکدام سهمی در حدود یک درصد دارند و نقش آن‌ها در مقیاس بازار مصرف کشور بسیار محدودتر است. غناب نیز عملاً سهم معناداری در این مقایسه ندارد.

نمودار ۷: سهم از بازار مصرف روغن



بررسی ساختار بهای تمام شده شرکت های بورسی فعال در تولید روغن خوراکی نشان می دهد که مواد مستقیم مصرفی، اصلی ترین جزء هزینه تولید در این صنعت است. در اغلب شرکت ها، سهم مواد مستقیم بیش از ۸۵ درصد بهای تمام شده را تشکیل می دهد و در نمادهایی مانند غکورش، غبشهر و غپونه این نسبت به حدود ۹۵ تا ۹۶ درصد می رسد. این ترکیب هزینه ای نشان می دهد سودآوری شرکت های این گروه به شدت تحت تأثیر قیمت مواد اولیه، نرخ ارز و سیاست های تخصیص ارز قرار دارد.

نمودار ۸: ساختار بهای تمام شده



از نظر $p/e.ttm$ ، وضعیت فعلی بسیار پراکنده است. بهپاک با $p/e.ttm$ حدود ۴,۷ ارزان ترین نماد بر مبنای سود محقق شده است و از این جهت وضعیت باثبات تری نسبت به بقیه دارد، چون $p/e.forward$ آن هم نزدیک به همین عدد و حدود ۴,۱ است. یعنی ارزندگی آن صرفاً وابسته به جهش سود آینده نیست. در مقابل، غکورش، غشهر و غپونه در $p/e.ttm$ عددهای بالاتری دارند؛ به ترتیب حدود ۱۲,۸، ۱۴,۰۳ و ۱۰,۴۱. اما $p/e.forward$ آن ها به محدوده ۳,۵ تا ۳,۸ رسیده است. این یعنی اگر سود پیش بینی شده محقق شود، این نمادها می توانند از منظر آینده نگر جذاب باشند؛ غدانه وضعیت میانه تری دارد؛ $p/e.ttm$ برابر ۶,۱۹ و $p/e.forward$ حدود ۳,۸ است. یعنی هم در سود گذشته نسبتاً گران نیست و هم انتظار بهبود سودآوری در آن دیده می شود.

جدول شماره ۲: مقایسه شرکت های فعال در صنعت روغن خوراکی

نماد	حاشیه سود ناخالص	حاشیه سود خالص	$p/e.ttm$	$p/s.ttm$	$p/e.forward$
غکورش	۲۸٪	۲۱٪	۱۲,۸	۱,۱۳	۳,۸
غشهر	۱۶٪	۵٪	۱۴,۰۳	۰,۴۳	۳,۵
بهپاک	۲۲٪	۳۱٪	۴,۷۲	۰,۸۵	۴,۱
غمارگ	۱۶٪	-۸٪	-۱۶,۱۴	۲,۱۸	۱۲,۹
غپونه	۱۳٪	۱۲٪	۱۰,۴۱	۰,۷۷	۳,۸
غدانه	۱۵٪	۱۰٪	۶,۱۹	۰,۴۴	۳,۸



ولیوبولتن

گزارش تحلیلی

شرکت مشاور سرمایه گذاری خط ارزش

سلب مسئولیت

محتوای این بولتن صرفاً با هدف اطلاع رسانی و آموزش تهیه شده و به منزله توصیه مالی و سرمایه گذاری نیست. تصمیم گیری بر اساس این اطلاعات بر عهده مخاطب است.