

بسمه تعالی

اقتصاد مقاومتی در سایه وحدت ملی و امنیت ملی

جناب آقای سید علی خانی

ریاست محترم اداره نظارت بر ناشران گروه شیمیایی و غذایی سازمان بورس و اوراق بهادار

با سلام

احتراماً، به استحضار می‌رساند که جلسه معارفه شرکت شیر پاستوریزه پگاه زنجان در مورخ ۱۴۰۵/۰۶/۱۷ برگزار گردید و پاسخ سوالات مطرح شده به شرح ذیل می‌باشد:

۱- با توجه به پایین بودن حجم صادرات شرکت در سال جاری، لطفاً دلایل و عوامل مؤثر بر این موضوع را تشریح فرمایید. همچنین، با توجه به ظرفیت‌ها و شرایط بازار، علت عدم افزایش سهم صادرات از فروش شرکت چیست و چه محدودیت‌هایی از جمله قیمت‌گذاری، حمل‌ونقل، رقابت منطقه‌ای و محدودیت‌های تولید بر توسعه صادرات اثرگذار بوده‌اند؟ در نهایت، برنامه و چشم‌انداز شرکت برای صادرات در ادامه سال را اعلام فرمایید.

با توجه به دستورالعمل‌ها و ضوابط مربوط به صادرات کالا و ضرورت انجام تکالیف و الزامات قانونی بلاخص قانون رفع تعهد ارزی طی هماهنگی بعمل آمده با شرکت بازرگانی صنایع شیر ایران به منظور بهره‌برداری از ظرفیت‌ها و پتانسیل شرکت مذکور در حوزه تخصصی صادرات با عبور از برچه زمانی جنگ تحمیلی در حال حاضر سفارشات تولید و فروش صادراتی محصولات به صورت فروش ریالی با شرکت مذکور در حال انجام بوده و تا پایان سال رشد فروش وزنی قابل توجهی را شاهد و انحراف شش ماهه مرتفع خواهد گردید ضمناً خرید اقلام مصرفی و قطعات یدکی ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت از طریق شرکت بازرگانی صنایع شیر ایران خرید و وارد شده و لذا رفع تعهد ارضی فروش محصولات به کشورهای هدف از این مسیر پیش‌بینی و در حال اجرا می‌باشد.

۲- با توجه به افزایش نرخ شیر خام و تأثیر آن بر بهای تمام‌شده محصولات، عملکرد شرکت در حفظ حاشیه سود در دوره جاری چگونه ارزیابی می‌شود؟ آیا انتظار می‌رود حاشیه سود فعلی در ادامه سال نیز حفظ شود؟ لطفاً مهم‌ترین متغیرهای اثرگذار بر سودآوری شرکت از جمله روند نرخ فروش محصولات، تغییرات ترکیب محصولات، کنترل بهای تمام‌شده و بهبود بهره‌وری تولید را تشریح فرمایید.

همانگونه که استحضار دارند قیمت شیر خام هر سال توسط معاونت بازرگانی جهاد کشاورزی در اردیبهشت یا خردادماه هر سال تعیین و ابلاغ می‌گردد، اثر نرخ بهای شیر خام در محصولات تولیدی لبنی حدود ۶۵ درصد بهای تمام‌شده بوده و با رعایت ضوابط قیمت‌گذاری و اخذ مجوزهای قانونی از سازمان‌ها و ارگان‌های زیر ربط که متصدی تعیین قیمت چهار قلم محصول حمایتی هستند انجام و پس از هماهنگی‌های لازم قیمت‌ها بروز رسانی می‌گردد و سایر محصولات تولیدی تابعی از عرضه و تقاضا در بازار

مصرف می‌باشد که پس از استخراج بهای تمام شده و اعمال متغیرهای قیمت رقبا کشش تقاضا با در نظر داشتن سهم بازار و حرکت در مسیر حفظ و ارتقای آن بر نامهریزی و اقدام می‌گردد، ترکیب سبد محصولات با توجه به درخواست بازار و بررسی‌های انجام شده در واحد تحقیقات بازار و تحقیق توسعه ترکیب سبد مطابق با ذائقه مشتریان و نوع بسته‌بندی درخواستی و استفاده از تمام ظرفیت‌های مجموعه پیگیری و اقدام می‌گردد.

۳ - هزینه حمل شیر چند درصد بهای تمام شده می‌باشد و از کدام استان ها تأمین می‌شود؟
در حال حاضر میانگین هزینه حمل شیر خام از درب دامداری به شرکت تولیدی معادل دو و نیم درصد قیمت پایه شیر خام می‌باشد، و عمدتاً از زنجان و استان های همجوار از جمله قزوین و همدان تامین می‌گردند.

۴ - با توجه به آسیب شرکتهای پتروشیمی آیا تأمین مواد بسته بندی با مشکل مواجه شده است؟ موجودی مواد بسته بندی شرکت چه میزان و برای چه مدت می‌باشد؟

اثرات جنگ تحمیلی بر شرکت‌های پتروشیمی و به طبع آن تأمین مواد بسته‌بندی از اسفند ماه تا خرداد ماه دچار چالش جدی گردیده بود با تدبیر هلدینگ و اخذ حمایت‌های لازم از وزارت صمت و پیگیری‌های شرکت‌های تولیدکننده ظروف مواد اولیه مورد نیاز جهت تولید ظروف پلاستیکی از طریق واردات تأمین و بازسازی شرکت‌های آسیب‌دیده در حال حاضر مشکل مرتفع گردیده است. موجودی مواد بسته‌بندی شرکت طبق مبنای دوره ثبت سفارش تأمین گردش کالا و نقطه سفارش تعیین می‌گردد و تابعی از بودجه مصوب تولید و فروش و ظرفیت تولید و کشش بازار تعیین می‌گردد.

۵ - آیا محاصره دریایی و مشکلات در رابطه با تأمین مواد اولیه وارداتی بر میزان تولید شیر تأثیر گذاشته است؟ به عنوان خریدار شیر آیا تأمین آن برای تولید محصولات لبنیاتی با مشکل و یا کمبود تولید مواجه شده است.

با توجه به وجود مرزهای زمینی کشورهای همسایه مشکل تأمین مواد اولیه وارداتی در حوزه نهادهای دامی مرتفع گردیده ولی هزینه های مربوط به حمل و نقل و انتقال تا حدودی جهت تولید شیر توسط دامداران تاثیر گذاشته است. بر اساس آخرین اطلاعات اخذ شده سازمان جهاد کشاورزی و امور پشتیبانی امور دام ذخیره احتیاطی نهادهای دامی جهت کنترل عرضه و تقاضا به منظور تأمین مستمر اقدام گردید است.

۶ - روند بازار محصولات لبنی و شرایط رقابتی صنعت را در ماه‌های پیش‌رو چگونه ارزیابی می‌کنید؟ همچنین، شرکت برای حفظ حجم و ارزش فروش و حفظ حاشیه سود چه رویکردی در قبال تغییرات نرخ مواد اولیه و قیمت‌گذاری محصولات خواهد داشت؟
لطفاً مهم‌ترین ریسک‌ها و فرصت‌های مؤثر بر عملکرد شرکت در ادامه سال را تشریح فرمایید.

محصولات لبنی جزء لاینفک سفره خانواده‌ها می‌باشد با توجه به تغییرات سالانه در حوزه اقتصادی و تأثیر آن روی معیشت خانوار بخشی از تورم سالیانه با افزایش حقوق‌ها و دستمزد و خدمات و، جبران و به نوعی بالانس می‌گردد شرکت به منظور حمایت از جامعه مصرف و جلوگیری از کاهش سرانه مصرف با تدبیر واحدهای تولید و R&D نسبت به بازطراحی سبد محصولات بسته‌بندی مطابق با رفتار مصرف‌کنندگان، چابکی لازم را دارد. مهمترین ریسک‌های حوزه بخش صنعت لبنیات عمدتاً مربوط به تغییرات ضوابط و مقررات و آیین نامه‌های ابلاغی دولت محترم در حوزه‌های حمل و نقل پتروشیمی انرژی نرخ ارز و منابع تأمین مالی می‌باشد.

۷- چگونه با تورم بالای ۶۰ درصد، نرخ بازده بدون ریسک را ۴۰ درصد در نظر گرفته‌اید و این را برای سال‌ها ادامه دادید بدون این که تغییری با افزایش یا کاهش تورم در آن را لحاظ کنید؟

با توجه به اینکه تنها ابزار نرخ بدون ریسک در ایران اسناد خزانه اسلامی است، آخرین نرخ این اسناد به عنوان نماینده نرخ بدون ریسک در نظر گرفته شده است

۸- در روش FCFE تقریباً جریان نقدی آزاد وجود ندارد مگر به مقداری که وام در نظر گرفته شده برای شرکت، آن هم با نرخ‌های هزینه مالی بر اساس نرخ کمی کمتر از تورم. به عبارتی در روش FCFE ارزش شرکت صفر است، مگر این که شرکت بتواند وام بگیرد آن هم با نرخ‌های پایین. این چگونه توجیه‌پذیر است؟

با توجه به روند تاریخی شرکت، عدد FCFE در سال‌های گذشته نیز پایین و حتی منفی بوده است (برای مثال در سال ۱۴۰۴ عدد FCFE برابر منفی ۴۲۶،۹۳۰ میلیون ریال بوده است. در سال‌های قبل‌تر نیز این عدد بسیار پایین یا منفی بوده است (۱۱۱،۰۶۶ میلیون ریال در سال ۱۴۰۳، ۸۶،۷۲۶ میلیون ریال در سال ۱۴۰۲، منفی ۷۶،۱۵۱ میلیون ریال در سال ۱۴۰۱) اما با توجه به لزوم استفاده از روش FCFE در ارزش‌گذاری و عدم امکان حذف آن، مضافاً به دلیل خرید تجهیزات در سال ۱۴۰۵ و خروج جریان نقدی بابت آن، این جریانات نقدی خروجی بیشتر شده است که البته در سال‌های بعد شدت این مسئله با افزایش فروش به دلیل اجرای طرح توجیهی تا حدی کاهش خواهد یافت اما با توجه به عدم تکافوی منابع عرضه اولیه برای خرید تجهیزات، بار تامین مالی بر تسهیلات گذاشته شده تا شرکت با مانده وجه نقد منفی در سال‌های آتی مواجه نشود. طبیعی است در سال‌های آتی نیز برای بازپرداخت اصل و سود این تسهیلات، بایستی وام مجدد گرفته شود و بازپرداخت شوند. همچنین در نظر گرفتن محافظه کارانه سرمایه در گردش مورد نیاز و مخارج سرمایه‌ای را نیز می‌توان به مجموعه موارد فوق اضافه کرد.

۹- در روش DDM درصد تقسیم سود ۵۹ درصد در نظر گرفته شده و تا مدت نامحدودی یا تا زمان بقای شرکت ادامه داده‌اید. یعنی همیشه درصد تقسیم سود ۵۹ درصد است. اما توضیح داده نشده که ۴۰ درصد بقیه به چه صورتی در شرکت می‌ماند و آیا این سودی که در شرکت می‌ماند، صرف رشد شرکت می‌شود یا خیر؟

درصد تقسیم سود ۵۹ درصدی بر اساس میانگین ۵ ساله این درصد در نظر گرفته شده است و مابقی سود باقیمانده بابت نیازهای سرمایه در گردش، مخارج سرمایه‌ای و نیاز به تعمیر و نگهداری دارایی‌ها و به طور خاص خرید تجهیزات و ماشین آلات مربوط به سپراتور بوده است که خرید این دستگاه موجب افزایش ظرفیت محصولات در آینده خواهد شد.

۱۰- سوال چهارم: در روش P/E از P/E (TTM) استفاده شده! خیلی جالب است در کشوری که تورم‌های سه رقمی را دارد تجربه می‌کند، چگونه قیمت امروز را تقسیم بر EPS چهار فصل گذشته می‌کنیم؟ در کشور تورمی P/E (TTM) یا P/E گذشته‌نگر معنایی ندارد.

از لحاظ روش شناسی می‌توان بیان کرد که استفاده از روش P/E آینده‌نگر در شرایط تورمی روشی بهتر است اما با توجه به هدف گزارش که جهت عرضه اولیه سهام تهیه شده است و ارزشگذار بایستی تا حد امکان به داده‌های اثبات شده، تاریخی و مستند اتکا کند، انجام این کار موجب اتکای زیاد به مفروضات در روش P/E خواهد شد که عرفاً اکثریت تامین سرمایه‌ها از ضریب تاریخی آن استفاده می‌کنند. همچنین در صورت در نظر گرفتن P/E تحلیلی آتی، با استناد به گزارش اجماع کیان، میانه

P/E برای صنعت غذایی برابر ۴.۷ واحد است که با در نظر گرفتن سود ۲,۶۶۲,۹۱۵ میلیون ریالی پیش‌بینی سال ۱۴۰۵، ارزش در این روش به ۱۲,۵۱۵,۶۹۹ میلیون ریال خواهد رسید که تفاوت خاصی با ارزش به دست آمده در گزارش حاضر نخواهد داشت.

۱۱ - با توجه به سهم بالای شیر خام در بهای تمام‌شده شرکت، مفروضات گزارش ارزش‌گذاری در خصوص نرخ رشد قیمت شیر خام در دوره پیش‌بینی چیست و در صورت افزایش ۱۰ درصدی قیمت شیر خام، اثر آن بر سود خالص و ارزش شرکت چگونه خواهد بود؟

صرفاً در نظر گرفتن یک پارامتر در مجموعه واحد ارزش‌گذاری منجر به خطاهای تحلیل زیادی خواهد شد زیرا در واقعیت و بنا به تجربه گذشته، با افزایش نرخ شیر خام، شرکت‌های لبنیاتی به تناسب نرخ فروش محصولات را بالاتر خواهند برد. لذا با افزایش نرخ شیر خام و افزایش نرخ فروش محصولات، تغییر منفی در سود خالص و ارزش شرکت دیده نخواهد شد مگر اینکه تحلیلگر در مفروضات خود، کاهش سرانه مصرف محصولات لبنی را پیش‌بینی کند.

۱۲ - حاشیه سود عملیاتی پیش‌بینی‌شده شرکت در سال‌های آتی نسبت به میانگین تاریخی شرکت و شرکت‌های مشابه صنعت چگونه است؟ مهم‌ترین عوامل ایجاد این تفاوت چیست و چه شواهدی برای تحقق این حاشیه سود وجود دارد؟
میانگین حاشیه سود عملیاتی شرکت پگاه زنجان در ۵ سال گذشته برابر ۸.۸٪ و میانگین سود عملیاتی ۵ سال آتی ۷.۸٪ است. این حاشیه سود در شرکت‌های مختلف لبنی به دلیل ترکیب متفاوت محصولات، ترکیب محصولات حمایتی و محصولات با حاشیه سود بالا، دسترسی به بازار و ... متفاوت است. همچنین انجام طرح سپراتور، موجب افزایش فروش شرکت و ایجاد حاشیه سود بیشتر خواهد شد که در ارزش‌گذاری این مورد با رعایت محافظه کاری انجام شده و حاشیه سود عملیاتی کمتر از ۰.۵٪ افزایش یافته است.

۱۳ - چه میزان از رشد سود پیش‌بینی‌شده شرکت در سال‌های آتی ناشی از رشد مقدار فروش و چه میزان ناشی از افزایش نرخ فروش محصولات است؟ مفروضات مربوط به رشد هر یک چگونه تعیین شده‌اند؟

رشد مقدار فروش ناشی از افزایش کمتر از ۱ درصدی جمعیت شهرنشین به عنوان بازار مصرف بوده است. رشد مقدار فروش محصولات ماست چکیده و موسیر، ماست یونانی و پنیر لبنه نیز به دلیل در نظر گرفتن اجرای طرح سپراتور افزایش یافته است و در گزارش ارزش‌گذاری نیز درج شده است که در صورت عدم امکان اجرای این طرح، این حاشیه سود محقق نخواهد شد. بنابراین مهمترین عامل افزایش مبلغ فروش شرکت، رشد نرخ فروش محصولات آن شرکت می باشد.

۱۴ - در روش ارزش‌گذاری تنزیل جریان نقدی، نرخ تنزیل و نرخ رشد پایانی بر چه مبنایی تعیین شده‌اند و ارزش شرکت در سناریوهای تغییر این دو مفروضه چه میزان حساسیت دارد؟

همانطور که در گزارش ارزش‌گذاری شرکت درج شده است، نرخ تنزیل بر مبنای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، نرخ بدون ریسک بر مبنای آخرین نرخ اسناد خزانه اسلامی، صرف ریسک بازار بر اساس آخرین برآورد پروفیسور داموداران و بتا بر اساس بررسی شرکتهای بورسی صنعت، غیر اهرمی و اهرمی کردن آنها بر مبنای داده‌های ماهانه ۵ ساله محاسبه شده است. در خصوص حساسیت ارزش نسبت به نرخ تنزیل دوره پایانی و نرخ رشد دوره پایانی، در حالت خوش‌بینانه (نرخ رشد ۳۰ درصدی و

نرخ تنزیل ۴۵ درصدی)، ارزش شرکت به ۱۴,۷۸۷,۹۷۲ میلیون ریال خواهد رسید و در حالت بدبینانه (نرخ رشد ۲۰ درصدی و نرخ تنزیل ۶۵ درصدی)، ارزش شرکت به ۱۱,۵۴۴,۲۷۶ میلیون ریال خواهد رسید.

۱۵- با توجه به وضعیت صنعت لبنیات و ریسک افزایش قیمت نهاده‌ها، مهم‌ترین ریسک‌های اثرگذار بر تحقق سود پیش‌بینی شده شرکت چیست و در صورت تحقق سناریوی بدبینانه، EPS و ارزش‌گذاری شرکت چه تغییری خواهد کرد؟

از جمله ریسک‌های مورد انتظار می‌توان به کاهش سرانه لبنیات به دلیل عدم توانایی مصرف‌کنندگان در خرید، افزایش نرخ شیر و عدم افزایش متناسب نرخ محصولات لبنی، کاهش یا توقف صادرات و اختلال در زنجیره تامین شرکت اشاره کرد. یکی از سناریوهای بدبینانه موثر در EPS و ارزش‌گذاری شرکت، در صورت تحقق سناریوی بدبینانه در سال ۱۴۰۵ طبق جدول تحلیل حساسیت کمترین مقدار ارزش برای شرکت مبلغ ۱۱,۴۸۳,۰۷۸ میلیون ریال می‌باشد.

۱۶- لطفاً در مورد آخرین وضعیت مالیاتی شرکت توضیح بفرمایید.

نرخ مالیات شرکت در سال‌های اخیر برابر با ۲۵٪ بوده است که بر اساس ورود شرکت به شرکت بورس تهران، ۱۰٪ معافیت مالیاتی ورود به بورس در نظر گرفته شده و این نرخ به ۲۲.۵٪ در پیش‌بینی‌ها رسیده است.

۱۷- نرخ تورم پیش‌بینی شده با کاهش از ۷۰ درصد به حدود ۴۰ درصد طی ۵ سال آتی پیش‌بینی شده است. اگرچه نرخ نرخ بدون ریسک تغییری پیدا نکرده است. لطفاً در این مورد توضیح فرمایید.

در سال ابتدایی پیش‌بینی نرخ تورم حدود ۷۰٪ و نرخ بدون ریسک حدود ۴۰٪ بوده است، همچنین در سال پایانی نرخ تورم به ۴۰٪ رسیده است و در ارزش‌گذاری فرض شده است که نرخ بدون ریسک و نرخ تورم در طول زمان همگرا خواهند شد.

۱۸- لطفاً در مورد نحوه محاسبه ارزش پایانی (نرخ رشد) توضیح فرمایید.

ارزش پایانی طبق مدل رشد گوردون محاسبه گردیده و همچنین نرخ رشد دوره پایانی طبق فرمول نگهداشت سود در دوره پیش‌بینی در بازه ۲۰٪ الی ۲۵٪ بوده است و طبق نرخ متداول بازار در ارزش‌گذاری‌های انجام شده در دوره‌های اخیر، نرخ (۲۵٪) استفاده شده است.

۱۹- حدود ۹۰ درصد فروش شرکت به اشخاص وابسته انجام می‌شود. چه سازوکار مستقلی تضمین می‌کند قیمت فروش، تخفیف‌ها و مهلت تسویه به نفع شرکت تولیدکننده تعیین شود و سود به شرکت‌های پخش هم‌گروه منتقل نشود؟

در خصوص این سوال با توجه به موارد ذیل امکان انتقال سود به شرکت پخش وجود ندارد:

مورد اول: ضوابط مربوط به قیمت‌گذاری فروش محصولات به غیر از محصولات حمایتی (۴ قلم) از طریق کمیته تخصصی قیمت‌گذاری شرکت صنایع شیر ایران طبق درخواست شرکت تولیدی با توجه به بهای تمام شده محصول تولیدی تعیین و به شرکت پخش سراسری ابلاغ می‌گردد.

مورد دوم: معاملات با اشخاص وابسته از طریق کمیته حسابرسی شرکت به صورت کامل نظارت می‌گردد.

مورد سوم: دوره وصول مطالبات شرکت در صورت‌های مالی میاندوره‌ای منتهی به ۱۴۰۵/۰۳/۳۱ نسبت به مدت مشابه سال گذشته بدون تغییر می‌باشد.

مورد چهارم: فروش به شرکت بازرگانی صنایع شیر ایران بر اساس سفارش و درخواست مشتریان صادراتی بوده و شرکت در صورت صرفه و صلاح شرکت نسبت به تایید درخواست و تولید محصول اقدام می نماید. در خصوص شرکت پخش که مربوط به فروش داخل کشور می باشد حداکثر تخفیف ذیل فاکتور فروش ۳ درصد با تصویب شرکت صنایع شیر ایران و ضوابط قیمت گذاری محصولات سازمان حمایت از مصرف کنندگان و تولید کنندگان اعمال می گردد.

۲۰ - چرا صادرات در ۱۴۰۵ بر خلاف سال های قبل صفر فرض شده؟ آیا این فرض بیش از حد محافظه کارانه نیست و در صورت تحقق صادرات، چه اثری بر فروش خواهد داشت؟

صادرات این شرکت عمدتاً به صورت غیر مستقیم توسط شرکت بازرگانی صنایع شیر صورت می گیرد. در سال ۱۴۰۴ مقدار ۵۵۷ تن صادرات مستقیم (از طریق کارت بازرگانی پگاه زنجان) به علت مشکل کارت بازرگانی شرکت مذکور صورت پذیرفته لازم به ذکر است در ۶ ماهه ۹۲۲ تن محصول تولیدی پگاه زنجان توسط شرکت بازرگانی صادرات گردیده است.

۲۱ - با توجه به قرار گرفتن کارخانه شرکت در حوزه شهری، آیا برنامه ای برای جابجایی به خارج از شهر دارید؟ در صورت مثبت بودن پاسخ، از محل واگذاری زمین شرکت چقدر سود عاید خواهد شد؟

در حال حاضر با توجه به برطرف نمودن تمامی مشکلاتی از قبیل زیست محیطی و آلاینده‌گی از طریق سرمایه گذاری صورت در این زمینه شرکت هیچ گونه مشکلی برای ادامه فعالیت در مکان فعلی نداشته و جابجایی شرکت در دستور کار قرار ندارد.

۲۲ - با توجه به اینکه ظرفیت شرکت برای تولید بسیاری از محصولات کامل شده، آیا شرکت می تواند جهت تولید محصولات خود از ظرفیت خالی دیگر شرکت های لبنی استفاده کند؟

شرکت در خصوص افزایش ظرفیت تولید، سرمایه گذاری های لازم از جمله خرید دستگاه پرکن دهانه ۳۸ (جهت تولید انواع محصولات بطری) و دستگاه UF جهت تولید انواع پنیر و دستگاه تغلیظ کننده اوپراتور و سایر زیرساخت های لازم جهت افزایش دریافت شیر خام انجام داده و با توجه به اتمام پروژه ها ظرفیت مناسب جهت تولید محصولات در بازار داخل و صادرات ایجاد گردیده است.

۲۳ - سوال ۱: با وجود اجرای طرح توسعه، مبنای ثابت در نظر گرفتن سهم بازار شرکت در سطح حدود ۰.۸ درصد طی دوره پیش بینی چیست؟

سوال ۲: با توجه به نیاز شرکت به سرمایه در گردش و منابع مورد نیاز طرح سپراتور، مبنای فرض تقسیم ۵۹ درصدی سود در روش DDM چیست؟ همچنین، کاهش این نسبت چه اثری بر ارزش برآوردی شرکت خواهد داشت؟

سوال ۳: با فرض ثبات مفروضات بیان شده مبنی بر سرانه مصرف ۷۰ کیلوگرمی، سهم بازار ۰.۸ درصدی و کاهش تورم در سال های آینده، علت کاهش حاشیه سود عملیاتی در سال های ۱۴۰۵ و ۱۴۰۶ با فرض اجرای طرح توسعه چیست؟

سوال ۴: در روش P/E، مبنای استفاده از میانگین شش ماهه P/E کل بازار به جای شرکت های هم گروه و قابل مقایسه چیست؟ با توجه به تفاوت های ریسک، رشد و ساختار سودآوری، قابلیت مقایسه P/E بازار با شرکت پگاه زنجان چگونه توجیه شده است؟ سهم از بازار برای محصولات بدون طرح توسعه ثابت در نظر گرفته شده و افزایش فروش در محصولات با طرح توسعه، موجب افزایش سهم از بازار خواهد شد و این اعداد در مدلسازی فروش شرکت انجام شده است. مبنای درصد تقسیم سود ۵۹ درصدی،

میانگین ۵ سال گذشته شرکت می‌باشد و طبیعتاً در صورت کاهش این نسبت، جریان نقد بیشتری در شرکت باقیمانده و نیاز کمتری به دریافت تسهیلات می‌باشد. در نظر نگرفتن فروش صادراتی در پیش‌بینی سال ۱۴۰۵ و در نظر نگرفتن منافع حاصل از اجرای طرح در سال ۱۴۰۵ و ۸ ماه از سال ۱۴۰۶، در نظر گرفتن محافظه کارانه اجزای مدل اعم از فروش، بها، هزینه‌ها و سایر را می‌توان از علل کاهش حاشیه سود در این سال‌ها بیان کرد. از گزینه‌های جایگزین می‌توان به استفاده از P/E شرکت‌های صنایع غذایی، شرکت‌های لبنیاتی و حتی شرکت‌های لبنیاتی صنایع شیر ایران اشاره کرد اما به دلیل پراکندگی این ضرایب حتی در خود مجموعه صنایع شیر ایران، تفاوت مالی، عملیاتی و ساختاری شرکت‌های لبنیاتی (مجدداً تفاوت حتی در شرکت‌های صنایع شیر ایران) و به دلیل جلوگیری از نوسان، از ضریب کلی بازار سرمایه استفاده شده است.

۲۴- با توجه به سهم قابل‌توجه شیر خام در بهای تمام‌شده شرکت، مبنای تعیین نرخ رشد قیمت شیر خام در دوره پیش‌بینی چیست؟

قیمت شیر خام بر اساس نرخ دلاری گزارش فعالیت ۴ ماهه شرکت (که آخرین گزارش فعالیت منتشره در زمان تهیه بودجه بوده است)، می‌باشد.

۲۵- منابع تأمین مالی مخارج سرمایه‌ای پیش‌بینی‌شده شرکت چیست و پیش‌بینی تسهیلات بر چه اساسی صورت گرفته است؟ در سال ۱۴۰۵ به دلیل تعهد سهامدار عمده (که تصویر نامه آن در گزارش ارزش‌گذاری درج شده است)، مبلغ ۱,۲۰۰,۰۰۰ میلیون ریال از منابع عرضه اولیه به شرکت تزریق خواهد شد و در سال‌های آتی با توجه به در نظر گرفتن جمیع عوامل اعم از توانایی سودسازی و ایجاد جریان نقد، خروج جریان نقد بابت مخارج سرمایه‌ای، سرمایه در گردش و ... و همچنین در نظر گرفتن مانده مشخص برای وجه نقد شرکت جهت توانایی انجام عملیاتی روزمره، دریافت تسهیلات در نظر گرفته شده است.

۲۶- با توجه به حضور شرکت‌های متعدد در بازار لبنیات، مهم‌ترین مزیت رقابتی شرکت در مقایسه با رقبا چیست و این مزیت تا چه حد می‌تواند در حفظ سهم بازار و حاشیه سود شرکت در سال‌های آتی مؤثر باشد؟
مزایای رقابتی شرکت عبارتند از:

- ۱- برند خوشنام پگاه با بیش از ۷۰ سال تجربه
- ۲- مجاورت با ۷ استان و خطوط مواصلاتی
- ۳- استفاده از پرسنل متخصص و مجرب
- ۴- هلدینگ بسیار قوی و همکاری و تعامل و هم‌افزایی با سایر شرکت‌های گروه
- ۵- بهره‌گیری از شرکت پخش سراسری (با بیش از ۶۰ شعبه فروش در کل کشور) و شرکت بازرگانی به عنوان دو شرکت تخصصی در زمینه فروش محصولات داخلی و صادرات
- ۶- تأمین شیر خام با کیفیت در استان و استان‌های مجاور
- ۲۷- آیا بازگشت صادرات از ۱۴۰۶ صرفاً یک فرض مدل است یا قرارداد، مجوز، مشتری یا شواهد عملیاتی مشخصی برای آن وجود دارد؟ اگر صادرات سال‌های بعد به سطوح تاریخی برنگردد، ارزش شرکت چقدر کاهش می‌یابد؟

بازگشت صادرات از جمله مفروضات مدل می باشد و علت آن فرض برگشت شرایط شرکت پگاه زنجان به حالت عادی و تجربه فروش مشابه سال های گذشته می باشد. در صورت حذف صادرات از مدل مالی، ارزش شرکت از ۱۲,۵۸۴,۵۴۶ میلیون ریال به ۱۲,۴۶۷,۳۱۲ میلیون ریال کاهش خواهد یافت.

۲۸- با توجه به فرض انتقال بلافاصله افزایش هزینه های تولید به نرخ فروش در مدل، ریسک تأخیر یا عدم امکان تعدیل نرخ فروش متناسب با افزایش قیمت شیر خام، با توجه به محدودیت های احتمالی قیمت گذاری در صنعت لبنیات، چگونه در ارزش گذاری لحاظ شده و چه اثری بر حاشیه سود و ارزش شرکت خواهد داشت؟

انجام این فرض در مدل با توجه به واقعیت های جاری بازار انجام گرفته است و در صورت تغییر این رویه و اعطای با تأخیر مجوز افزایش نرخ، این مورد موجب نرخ فروش و در نتیجه مبلغ فروش پایین تر در هر سال و نیاز بیشتر به منابع مالی خواهد شد که بررسی اثر آن بستگی به فرض تحلیلگر در خصوص ماه افزایش نرخ و فاصله تا دریافت مجوز افزایش نرخ فروش دارد.

۲۹- چرا همگرایی تورم به میانگین تاریخی ۱۰ ساله را مبنای پیش بینی قرار داده اید؟ آیا شرایط ساختاری اقتصاد در دوره پیش بینی با میانگین ۱۰ سال گذشته قابل مقایسه است؟

برای پیش بینی تورم از روش های متعدد می توان استفاده کرد به طور مثال از داده های صندوق بین المللی پول که نرخ تورم را تا ۵ سال آتی به ۲.۵٪ کاهش داده است اما با توجه به بررسی های انجام شده، تحقق این نرخ شاید کمی دور از واقعیت به نظر برسد و لذا از قاعده بازگشت به میانگین و از میانگین بلندمدت ۱۰ ساله در مفروضات استفاده شده است.

۳۰- مبنای سرانه مصرف ۷۰ کیلوگرم چیست و چرا این عدد در کل دوره ثابت فرض شده؟ با توجه به تورم و کاهش قدرت خرید اثر کاهش مصرف سرانه در سناریوی بدبینانه چقدر است؟

مبنای سرانه مصرف لبنیات، آخرین داده های دریافتی از مرکز آمار ایران و انجمن صنایع لبنی است. داده های تاریخی سرانه مصرف لبنیات نیز نشان می دهند در مقاطعی با افزایش نرخ لبنیات، این سرانه کاهش یافته اما در سال بعد تا حدودی این عدد به سرانه اولیه بازگشته است. کاهش سرانه مصرف لبنیات و یا تغییر سبد لبنیاتی خانوار می تواند از مفروضات باشند اما تا زمان تهیه مدل مالی، مفروضات رسمی مشخصی در این خصوص دریافت نشد.

۳۱- گزارش حاضر از یک سو به متدولوژی کمی داموداران (۲۰۲۲ و ۲۰۲۳) استناد می کند که ERP منطقه را ۱۵,۷۲ درصد برآورد کرده، و از سوی دیگر این نرخ را با یک توجه کاملاً کیفی (پیش بینی برگشت به ثبات) به ۱۳,۸۲ درصد تقلیل داده است. آیا این تعدیل ذهنی و متضاد با واقعیات بازار، با کاهش دادن هزینه حقوق صاحبان سهام (Cost of Equity) و متورم کردن ارزش پایانی (Terminal Value)، خروجی نهایی مدل DCF شما را دچار یک بیش برآوردی و سوگیری صعودی (Upward Bias) نکرده است؟

یکی از وظایف ارزش گذار این است که تا حد ممکن اجزای مدل را سازگار با یکدیگر تهیه کند. به همین خاطر با در نظر گرفتن کاهش نرخ تورم، برگشت صادرات به شرایط عادی و ...، این جزء مدل نیز بایستی سازگار باشد و لذا در نظر گرفته شده که این نرخ به شرایط قبل از تنش های اخیر بازگردد اما به صورت آرام و خطی. از جمله منابعی که در این مورد می توان اشاره کرد، پیش بینی صندوق بین المللی پول در خصوص رسیدن نرخ تورم ایران به ۲.۵٪ است. لذا، با توجه به جمیع جهات و یکپارچه در

نظر گرفتن اجزای مدل و پیش‌بینی‌های موسسات بین‌المللی و ... می‌توان بیان کرد که ارزش‌گذار تمام تلاش خود را برای ارائه اظهارنظر منصفانه و بدون سوگیری انجام داده است.

۳۲- با توجه به اینکه بخش عمده فروش شرکت از مسیر شرکت‌های گروه انجام می‌شود، حاشیه سود ناخالص شرکت در مقایسه با فروش مستقیم چگونه است و آیا سیاستی برای افزایش سهم فروش مستقیم و بهبود سودآوری وجود دارد؟

به طور کلی کانال فروش شرکت در ۳ بخش فروش داخلی توسط شرکت پخش سراسری و فروش صادراتی از طریق شرکت بازرگانی صنایع شیر ایران و فروش سازمانی توسط واحد فروش شرکت صورت می‌پذیرد

در خصوص حاشیه سود فروش مستقیم (سازمانی) عمدتاً فروش محصولات با برند دوم شرکت (شاین) و محصولات فله (عمدتاً بصورت نقدی) می‌باشد که جهت تکمیل ظرفیت خطوط تولید و افزایش بهره‌وری کارکنان و با حاشیه سود پائین‌تر از برند اصلی (پگاه) انجام می‌گردد.

در خصوص سیاست افزایش فروش مستقیم با توجه به ایجاد ساختار سازمانی و تعیین بودجه و هدف‌گذاری فروش در این خصوص توسعه و افزایش فروش محصولات در دستور کار قرار دارد.

۳۳- با توجه به اینکه بخش قابل توجهی از فروش شرکت از طریق شبکه‌های وابسته انجام می‌شود، میانگین دوره وصول مطالبات از این مشتریان چگونه است و آیا برنامه‌ای برای بهبود جریان نقد شرکت از محل تغییرات سرمایه در گردش وجود دارد؟

میانگین دوره وصول مطالبات از شرکت پخش سراسری مطابق با صورت‌های مالی شرکت ۵۲ روز بوده و فروش صادراتی از طریق شرکت بازرگانی ۲۰ روز بوده و فروش سازمانی شرکت (برند دوم و محصولات فله) عمدتاً بصورت نقدی می‌باشد.

۳۴- با توجه به کاهش صرف ریسک حقوق صاحبان سهام از ۱۵,۷۲٪ به ۱۳,۸۲٪ که نشان‌دهنده فرض کاهش ریسک ادراک شده بازار است، مبنای ثابت نگه داشتن نرخ بدون ریسک در سطح ۴۰٪ طی سال‌های ۱۴۰۵ تا ۱۴۰۹ چیست؟

همانطور که در پاسخ به سایر پرسش‌ها بیان شد: «یکی از وظایف ارزش‌گذار این است که تا حد ممکن اجزای مدل را سازگار با یکدیگر تهیه کند. یکی از اجزای سازگار این مدل این است که نرخ تورم و نرخ بدون ریسک به تدریج و تا سال پایان پیش‌بینی با یکدیگر همگرا خواهند شد. زیرا در نظر گرفتن ثابت این فاصله نرخ بدون ریسک و تورم نمی‌تواند همیشگی باشد. در خصوص نرخ ERP نیز، این سازگاری با توجه به در نظر گرفتن کاهش تنش‌ها و بازگشت به گذشته انجام گرفته است و اساساً خدشه‌ای به سازگاری بین نرخ تورم و نرخ بدون ریسک ایجاد نخواهد کرد.

محمدحسین عباسی
مدیر عامل و نائب رئیس هیئت مدیره