

گلک سازان سپاهان (فسازان)

تحلیل صورت‌های مالی حسابرسی‌شده سال ۱۴۰۴ و عملکرد ۱۴۰۵ - راهنمای سرمایه‌گذار

سال مالی: منتهی به ۲۹ اسفند

تعداد سهام: ۷ میلیارد

سرمایه: ۷,۰۰۰ میلیارد ریال

صنعت: فولاد (ISIC ۲۷۱۰۶۳)

نماد: فسازان

تاریخ گزارش: شهریور ۱۴۰۵

۱. خلاصه مدیریتی

گلک سازان سپاهان تولیدکننده شمش فولادی و قطعات صنعتی با ظرفیت عملی ۲۷۵,۰۰۰ تن در سال است. سال ۱۴۰۴ برای این شرکت سالی استثنایی بود: درآمد ۶۴٪ و سود خالص ۲۲۴٪ رشد کرد و حاشیه سود ناخالص از ۸٪ به ۱۷٪ رسید. اما نکته تعیین‌کننده برای خریدار امروز، عملکرد ۱۴۰۵ است: در سه‌ماهه نخست، حاشیه سود ناخالص به ۳۲٪ جهش کرد و شرکت در یک فصل ۶۱٪ سود سال گذشته را کسب کرد. موتور این جهش، چرخش راهبردی به صادرات است. در پنج‌ماهه ۱۴۰۵ شرکت ۴۷,۴۹۷ تن شمش صادر کرد، در حالی که در مدت مشابه سال قبل صادرات صفر بود. نرخ فروش صادراتی حدود ۱۱٪ بالاتر از نرخ داخلی است و فروش کل پنج‌ماهه ۱۲۵٪ رشد کرده است.

۲. ارقام کلیدی

سال مالی ۱۴۰۴ - تلفیقی، حسابرسی‌شده

درآمد عملیاتی	سود خالص	سود هر سهم (EPS)	بازده حقوق مالکانه
۱۱۱,۰۲۱	۱۲,۸۸۲	۱,۸۴۰	۷۷٪
میلیارد ریال - رشد ۶۴٪	میلیارد ریال - رشد ۲۲۴٪	ریال - سال قبل: ۵۶۷	ROE بر پایه میانگین

سه‌ماهه نخست ۱۴۰۵ - شرکت اصلی، حسابرسی‌نشده

درآمد سه‌ماهه	حاشیه سود ناخالص	سود خالص فصل	موجودی نقد
۳۲,۷۹۹	۳۲,۳٪	۷,۱۵۱	۸,۳۶۳
میلیارد ریال - رشد ۹۴٪	فصل مشابه قبل: ۹,۴٪	میلیارد ریال - رشد ۶۸۶٪	میلیارد ریال - از ۱,۰۰۸

۳. صورت سود و زیان

شرح (میلیارد ریال)	۱۴۰۴	۱۴۰۳	تغییر
درآمدهای عملیاتی	۱۱۱,۰۲۱	۶۷,۶۷۱	+۶۴٪
بهای تمام‌شده	(۹۱,۹۸۶)	(۶۲,۲۶۸)	+۴۸٪
سود ناخالص	۱۹,۰۳۵	۵,۴۰۳	+۲۵۲٪
هزینه‌های فروش، اداری و عمومی	(۲,۴۸۲)	(۱,۶۴۷)	+۵۱٪
سود عملیاتی	۱۶,۴۴۳	۵,۰۲۳	+۲۲۷٪
هزینه‌های مالی	(۱,۷۸۸)	(۱,۲۰۹)	+۴۸٪
سهم گروه از سود شرکت وابسته	۵۶۴	۲۳	+۲,۳۹۲٪
مالیات بر درآمد	(۲,۰۷۰)	(۶۲۴)	+۲۳۲٪
سود خالص	۱۲,۸۸۲	۳,۹۷۵	+۲۲۴٪

حاشیۀ سود	۱۴۰۴	۱۴۰۳	سه‌ماهۀ ۱۴۰۵
ناخالص	۱۷/۱٪	۸/۰٪	۳۲/۳٪
عملیاتی	۱۴/۸٪	۷/۴٪	۲۷/۶٪
خالص	۱۱/۶٪	۵/۹٪	۲۱/۸٪

چرا سود این قدر جهش کرد؟

رشد سود عمدتاً قیمتی است، نه مقداری. در ۱۴۰۴ مقدار فروش شمش داخلی شرکت از ۲۱۵,۸۲۳ به ۲۰۰,۰۵۰ تن کاهش یافت، ولی نرخ فروش از ۲۳۵ به ۳۲۴ میلیون ریال بر تن رسید. خود یادداشت‌های صورت‌های مالی علت کاهش مقدار را محدودیت برق اعلام کرده است.

۴. عملکرد ۱۴۰۵: چرخش به صادرات

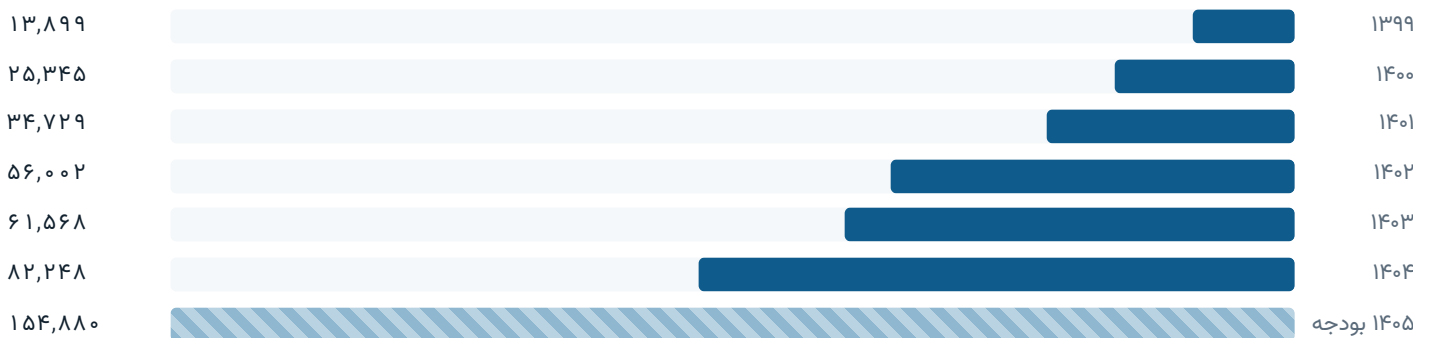
تازه‌ترین اطلاعات منتشرشده (گزارش ماهانه منتهی به ۳۱ مرداد ۱۴۰۵) تصویر روشنی از تغییر مدل کسب‌وکار می‌دهد:

پنج‌ماهه نخست	۱۴۰۵	۱۴۰۴	تغییر
فروش شمش داخلی – مقدار (تن)	۵۸,۳۷۹	۹۳,۰۰۶	-۳۷%
نرخ فروش داخلی (میلیون ریال/تن)	۵۶۳	۲۹۳	+۹۲%
فروش شمش صادراتی – مقدار (تن)	۴۷,۴۹۷	۰	جدید
نرخ فروش صادراتی (میلیون ریال/تن)	۶۲۶	—	۱۱٪ بالاتر از داخلی
تولید کل (تن)	۱۰۱,۱۵۶	۹۴,۹۳۶	+۶/۵%
مبلغ کل فروش (میلیارد ریال)	۶۳,۶۲۰	۲۸,۳۴۱	+۱۲۵%

نکته کلیدی سرمایه‌گذاری

شرکت افت فروش داخلی ناشی از محدودیت برق را با **صادرات** جبران کرده و حتی از آن فراتر رفته است. صادرات هم نرخ بالاتری دارد و هم درآمد ارزی ایجاد می‌کند. این همان عاملی است که حاشیه ناخالص را از ۱۷٪ به ۳۲٪ رسانده.

روند فروش پنج سال گذشته (شرکت اصلی – میلیارد ریال)



ستون هاشورخورده: بودجه اعلامی هیئت‌مدیره برای ۱۴۰۵ (تحقق‌نیافته).

۵. وضعیت مالی و ساختار سرمایه

شرح (میلیارد ریال)	۱۴۰۴/۱۲/۲۹	۱۴۰۳/۱۲/۳۰	تغییر
موجودی مواد و کالا	۲۲,۸۶۲	۸,۹۷۷	+۱۵۵%
دریافتی‌های تجاری	۱۴,۷۶۶	۶,۹۷۰	+۱۱۲%
جمع دارایی‌ها	۵۳,۱۶۰	۲۶,۴۵۷	+۱۰۱%
تسهیلات مالی	۷,۵۳۵	۵,۷۴۷	+۳۱%
پرداختی‌های تجاری	۱۷,۷۴۷	۳,۸۹۴	+۳۵۶%
جمع بدهی‌ها	۳۰,۸۶۲	۱۵,۲۴۰	+۱۰۳%
حقوق مالکانه	۲۲,۲۹۸	۱۱,۲۱۷	+۹۹%

نسبت	۱۴۰۴	نسبت	۱۴۰۴
نسبت جاری	۱/۵۲	پوشش هزینه مالی	۹/۲ برابر
نسبت آتی	۰/۵۴	خالص بدهی مالی	۶,۳۰۴
بدهی به دارایی	۵۸/۱٪	دوره گردش موجودی	۶۳ روز
بدهی به حقوق مالکانه	۱/۳۸	دوره وصول مطالبات	۳۶ روز

ساختار مالی متعادل است: بدهی مالی خالص تنها ۶,۳۰۴ میلیارد ریال در برابر سود عملیاتی ۱۶,۴۴۳ میلیارد ریالی، و پوشش هزینه مالی ۹/۲ برابر. اهرم اصلی شرکت بدهی بانکی نیست، بلکه اعتبار فروشندگان است که ۳۵۶٪ رشد کرده.

۶. کیفیت سود: مهم‌ترین نکته فنی

سود حسابداری همیشه معادل پول نقد نیست. در ۱۴۰۴ شکاف قابل توجهی بین این دو وجود داشت – و در ۱۴۰۵ این شکاف بسته شد:

شاخص (میلیارد ریال)	۱۴۰۴	۱۴۰۳	سه‌ماهه ۱۴۰۵
سود خالص	۱۲,۸۸۲	۳,۹۷۵	۷,۱۵۱
جریان نقد عملیاتی	۳,۰۸۳	۱,۶۸۷	–
نسبت نقد به سود	۲۴%	۴۲%	–
خالص افزایش موجودی نقد	۳۸۳	۷۱	۷,۸۴۱
مانده نقد پایان دوره	۱,۰۰۸	۶۲۵	۸,۳۶۳

در ۱۴۰۴ چه اتفاقی افتاد؟

از هر ۱۰۰ ریال سود، تنها ۲۴ ریال به پول نقد تبدیل شد. علت: انباشت ۱۳,۸۸۵ میلیارد ریال موجودی کالا و ۷,۷۹۷ میلیارد ریال مطالبات. سود در انبار و دفتر فروش گیر کرده بود، نه در حساب بانکی.

در ۱۴۰۵ چه تغییر کرد؟

در سه‌ماهه نخست، موجودی کالا ۹٪ کاهش یافت و موجودی نقد از ۱,۰۰۸ به ۸,۳۶۳ میلیارد ریال رسید – ورود خالص نقدی ۷,۸۴۱ میلیارد ریالی. یعنی انبار انباشته ۱۴۰۴ در حال تبدیل شدن به پول نقد است. این مهم‌ترین خبر مثبت این گزارش است.

۷. سود تقسیمی

مجمع عمومی عادی سالیانه (خرداد ۱۴۰۵) تقسیم ۴,۴۱۰ میلیارد ریال سود را تصویب کرد – بیش از دو برابر سال قبل. نکته قابل توجه: پیشنهاد اولیه هیئت‌مدیره تقسیم تنها ۱۰٪ سود بود، اما مجمع ۳۴٪ را تصویب کرد. شرکت ۶۶٪ سود را برای تأمین سرمایه در گردش طرح توسعه صادرات نگه داشته است.

شرح	مقدار
سود سهام مصوب مجمع ۱۴۰۴	۴,۴۱۰ میلیارد ریال
سود نقدی هر سهم (DPS)	۶۳۰ ریال
نسبت تقسیم سود	۳۴٪
سود تقسیمی سال قبل	۱,۸۰۰ میلیارد ریال
رشد سود تقسیمی	۱۴۵٪+

نقاط قوت

- جهش حاشیه ناخالص از ۸٪ (۱۴۰۳) به ۱۷٪ (۱۴۰۴) و ۳۲٪ (سه‌ماهه ۱۴۰۵)
- ورود موفق به بازار صادراتی با نرخ ۱۱٪ بالاتر از داخلی و درآمد ارزی
- بازده حقوق مالکانه ۷۷٪ – بسیار بالاتر از میانگین صنعت
- بدهی مالی کنترل‌شده؛ پوشش هزینه مالی ۹/۲ برابر
- تبدیل موجودی انباشته به نقد در ۱۴۰۵ (نقد ۸/۳ برابر شد)
- سود تقسیمی ۶۳۰ ریال با رشد ۱۴۵٪

ریسک‌ها

- محدودیت برق** – عامل اعلام‌شده کاهش تولید داخلی؛ ریسک تکرارشونده و خارج از کنترل شرکت
- اتکای سود به نرخ، نه مقدار** – رشد عمدتاً از افزایش قیمت و تورم است؛ در صورت ثبات نرخ‌ها تکرارپذیر نیست
- ریسک صادرات** – تحریم، انتقال ارز و نوسان نرخ ارز مستقیماً بر مدل جدید اثر می‌گذارد
- نسبت آبی ۰/۵۴** – نقدشوندگی کوتاه‌مدت وابسته به فروش موجودی
- اتکا به اعتبار فروشندگان** – پرداختن تجاری ۳۵۶٪ رشد کرده؛ تغییر شرایط تأمین‌کنندگان فشار نقدینگی ایجاد می‌کند
- تمرکز محصول** – وابستگی به یک محصول (شمش) و نرخ بورس فلزات

۹. جمع‌بندی

فسازان در نقطه عطف مدل کسب‌وکار قرار دارد. شرکتی که تا ۱۴۰۳ با حاشیه ناخالص ۸٪ عمدتاً بازار داخلی را تأمین می‌کرد، در ۱۴۰۵ با حاشیه ۳۲٪ و نزدیک به نیمی از فروش صادراتی فعالیت می‌کند. سه‌ماهه نخست ۱۴۰۵ به تنهایی ۶۱٪ سود کل سال ۱۴۰۴ را ساخته است. در مقابل، دو نکته باید در تصمیم‌گیری لحاظ شود: نخست آنکه بخش بزرگی از رشد قیمتی و تورمی است و تداوم آن به نرخ ارز و قیمت‌های جهانی فولاد وابسته است؛ دوم آنکه **محدودیت برق** یک قید ساختاری است که شرکت آن را با صادرات مدیریت کرده، نه حذف.

آنچه سرمایه‌گذار باید رصد کند

- گزارش‌های ماهانه فروش – تداوم روند صادرات و نرخ فروش
- صورت‌های شش‌ماهه ۱۴۰۵ – آیا حاشیه ۳۲٪ پایدار می‌ماند؟
- وضعیت تأمین برق در فصول اوج مصرف
- روند تبدیل موجودی کالا به نقد
- نرخ ارز و قیمت جهانی شمش فولاد

منابع: صورت‌های مالی تلفیقی حسابرسی‌شده سال مالی منتهی به ۱۴۰۴/۱۲/۲۹ (کدال، شماره پیگیری ۱۵۴۷۲۵۵)؛ صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای سه‌ماهه منتهی به ۱۴۰۵/۰۳/۳۱ حسابرسی‌نشده (شماره پیگیری ۱۵۷۱۰۸۱)؛ گزارش فعالیت ماهانه منتهی به ۱۴۰۵/۰۵/۳۱ (شماره پیگیری ۱۵۹۱۹۳۱)؛ مصوبات مجمع عمومی عادی سالیانه (شماره پیگیری ۱۵۵۳۲۷۴). همه مبالغ به میلیون ریال است مگر آنکه خلاف آن ذکر شود. ارقام سه‌ماهه ۱۴۰۵ مربوط به شرکت اصلی و حسابرسی‌نشده است.

سلب مسئولیت: این گزارش صرفاً تحلیل اطلاعات عمومی منتشرشده در سامانه کدال است و توصیه به خرید یا فروش سهام محسوب نمی‌شود. عملکرد گذشته تضمینی برای بازدهی آینده نیست. ارقام سه‌ماهه حسابرسی‌نشده‌اند و ممکن است تعدیل شوند. تصمیم سرمایه‌گذاری بر عهده خواننده است و مسئولیتی متوجه تهیه‌کننده این گزارش نیست.