

تحلیل شرکت فروشگاه‌های زنجیره‌ای افق کروش (افق)

بهمن‌ماه ۱۴۰۴

صندوق بخشی صنایع دانایان
(نیات)

سرمایه‌گذاری با طعم موفقیت



@Danayan_Portfolio_Management

in

Danayan Portfolio Management



<https://portfolio.danayan.com>



معرفی شرکت افق کوروش

شرکت فروشگاه‌های زنجیره‌ای افق کوروش یکی از بزرگ‌ترین و پیشروترین شرکت‌های خرده‌فروشی مدرن در ایران است که در صنعت فروشگاه‌های زنجیره‌ای فعالیت می‌کند. این مجموعه فعالیت خود را از حدود سال ۱۳۸۸ آغاز کرد و اولین فروشگاه تخفیفی خود را در سال ۱۳۹۲ افتتاح کرد. از آن زمان تاکنون، با گسترش سریع شبکه فروش، به یکی از شناخته‌شده‌ترین نام‌ها در خرده‌فروشی کشور تبدیل شده است.

مدل کسب‌وکار این شرکت بر پایه راه‌اندازی، توسعه و بهره‌برداری از فروشگاه‌های زنجیره‌ای با قیمت‌های رقابتی و تنوع کالایی مناسب است و بخش عمده توسعه شعب آن از طریق فرانچایز (اعطای نمایندگی) انجام می‌شود که به شرکت اجازه می‌دهد با استفاده از سرمایه بخش خصوصی و توان مدیریتی شرکای محلی، شبکه خود را در سراسر ایران گسترده‌تر کند. بیش از نیمی از فروشگاه‌های این مجموعه در قالب فرانچایز اداره می‌شوند که آن را به یکی از بزرگ‌ترین فرانچایز دهنده‌های کشور تبدیل کرده است.

این شرکت در بورس اوراق بهادار تهران با نماد «افق» درج شده و نخستین فروشگاه زنجیره‌ای ایران بود که سهام خود را در بازار سرمایه عرضه کرد، موضوعی که نشان‌دهنده بلوغ و اهمیت صنعت خرده‌فروشی در اقتصاد کشور است.

معرفی شرکت

افق	نماد
اسفند ماه	سال مالی شرکت منتهی به ...
۱۰۲,۲۷۰	ارزش بازار سهم در تاریخ ۱۴۰۴/۱۱/۲۵ (میلیارد تومان)
۳,۰۰۰	سرمایه (میلیارد تومان)
۵,۲۰۲	سود کارشناسی به ازای هر سهم در سال مالی ۱۴۰۵ (ریال)
۶.۱۹	P/E آینده‌نگر

صنعت خرده فروشی

صنعت خرده فروشی حلقه نهایی زنجیره تأمین کالا و نقطه اتصال تولیدکننده به مصرف کننده نهایی است. در این صنعت، بنگاه‌ها با ایجاد شبکه توزیع گسترده، تنوع کالایی، دسترسی آسان و قیمت رقابتی تلاش می‌کنند سهم بیشتری از هزینه‌کرد خانوار را جذب کنند. بخش عمده فروش فروشگاه‌های زنجیره‌ای مربوط به کالاهای مصرف تندگردش است که به دلیل تقاضای پایدار، جریان فروش نسبتاً مستمراً را برای فعالان این حوزه فراهم می‌کند.

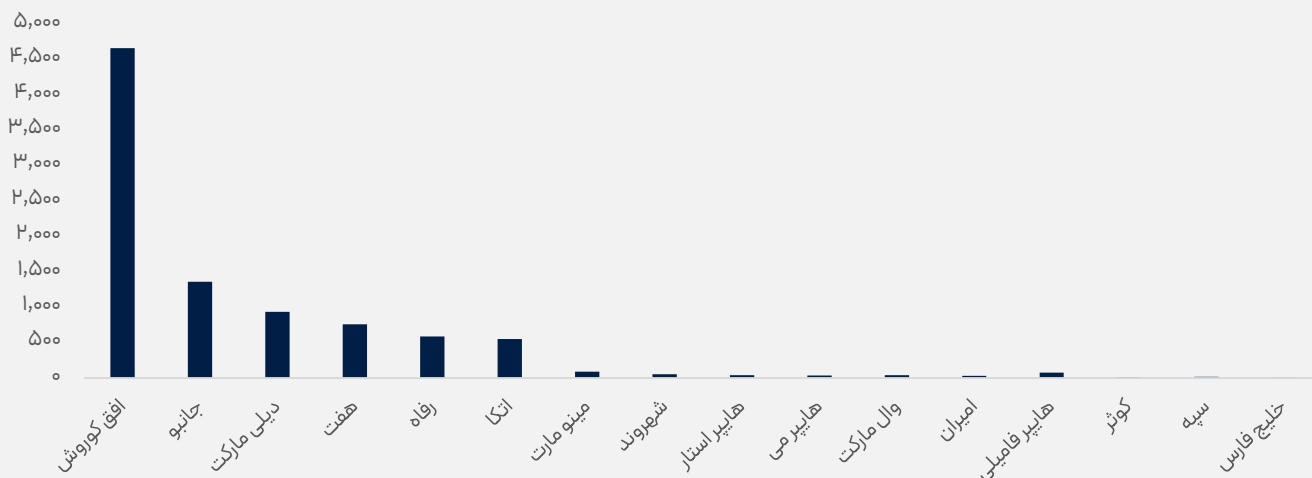
مدل کسب و کار فروشگاه‌های زنجیره‌ای بر مقیاس‌پذیری، مدیریت موجودی، قدرت چانه‌زنی در خرید و بهینه‌سازی لجستیک استوار است. افزایش تعداد شعب موجب بالا رفتن حجم خرید از تأمین‌کنندگان و در نتیجه بهبود شرایط تجاری، تخفیف‌های حجمی و تقویت حاشیه سود می‌شود. از سوی دیگر، یکپارچگی در قیمت‌گذاری، تبلیغات و استانداردهای عملیاتی، مزیت رقابتی مهمی در برابر خرده‌فروشان سنتی ایجاد می‌کند. در سال‌های اخیر، توسعه فروشگاه‌های مدرن در ایران با تغییر الگوی خرید خانوار، رشد شهرنشینی و تمایل مصرف‌کنندگان به خرید متمرکز و سریع شتاب گرفته است. در چنین فضایی، شرکت‌هایی که توان توسعه شبکه، تأمین مالی سرمایه در گردش و مدیریت کارای زنجیره تأمین را دارند، امکان افزایش سهم بازار و تثبیت موقعیت رقابتی خود را خواهند داشت.

از مهم‌ترین مزیت‌های صنعت خرده‌فروشی، هم‌جهتی نسبی رشد فروش با سطح عمومی قیمت‌هاست. با توجه به اینکه بخش عمده سبد فروش این شرکت‌ها را کالاهای مصرفی روزمره تشکیل می‌دهد، افزایش نرخ تورم معمولاً به رشد مبلغ ریالی فروش منجر می‌شود و تا حد زیادی از افت درآمد اسمی جلوگیری می‌کند. به همین دلیل، این صنعت در مقایسه با بسیاری از صنایع دیگر، در برابر شوک‌های قیمتی انعطاف‌پذیری بیشتری از خود نشان می‌دهد.

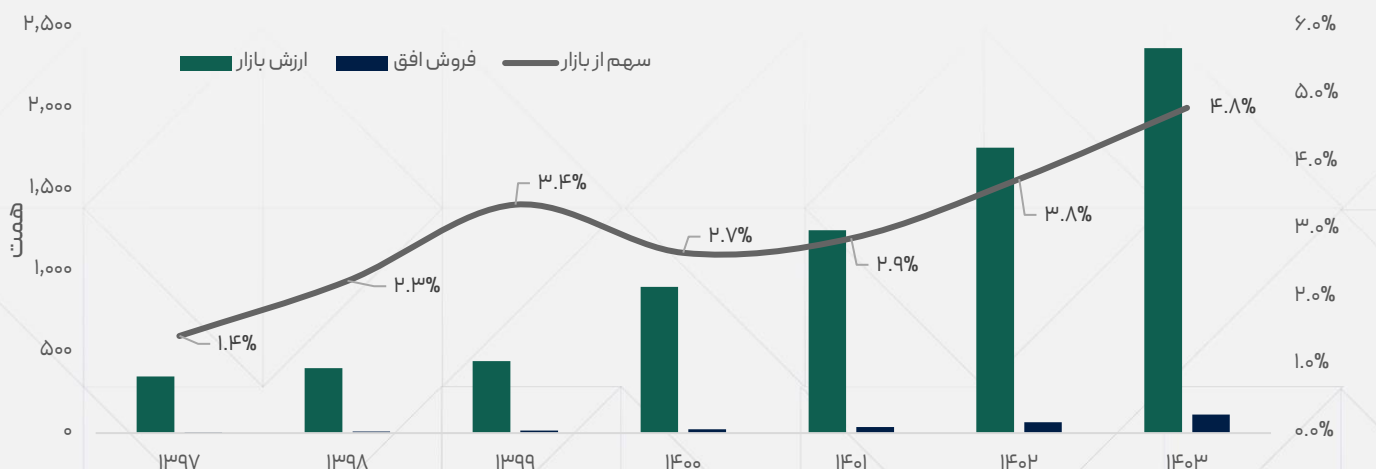
همچنین توسعه شهرنشینی، افزایش اشتغال شهری و تغییر سبک زندگی خانوارها به سمت خریدهای سریع، متمرکز و ترجیح فروشگاه‌های مدرن، زمینه‌ساز گسترش تدریجی سهم فروشگاه‌های زنجیره‌ای از بازار خرده‌فروشی شده است. تمایل مصرف‌کنندگان به استفاده از فضاهای منظم، تنوع کالایی بالا، شفافیت قیمت و بهره‌مندی از طرح‌های تخفیفی، مزیت رقابتی این فروشگاه‌ها را نسبت به واحدهای سنتی تقویت می‌کند. ویژگی مهم دیگر این صنعت، ریسک پایین‌تر کاهش مقدار فروش نسبت به بسیاری از فعالیت‌های تولیدی است. تقاضا برای کالاهای مصرفی تندگردش حتی در دوره‌های رکودی نیز به طور کامل از بین نمی‌رود و خانوارها ناچار به تأمین نیازهای روزمره خود هستند. بنابراین نوسان درآمد در این صنعت معمولاً ملایم‌تر بوده و پایداری جریان نقدی بیشتری برای شرکت‌ها فراهم می‌آورد.

رقبای صنعت و سهم از بازار

جایگاه شرکت در صنعت



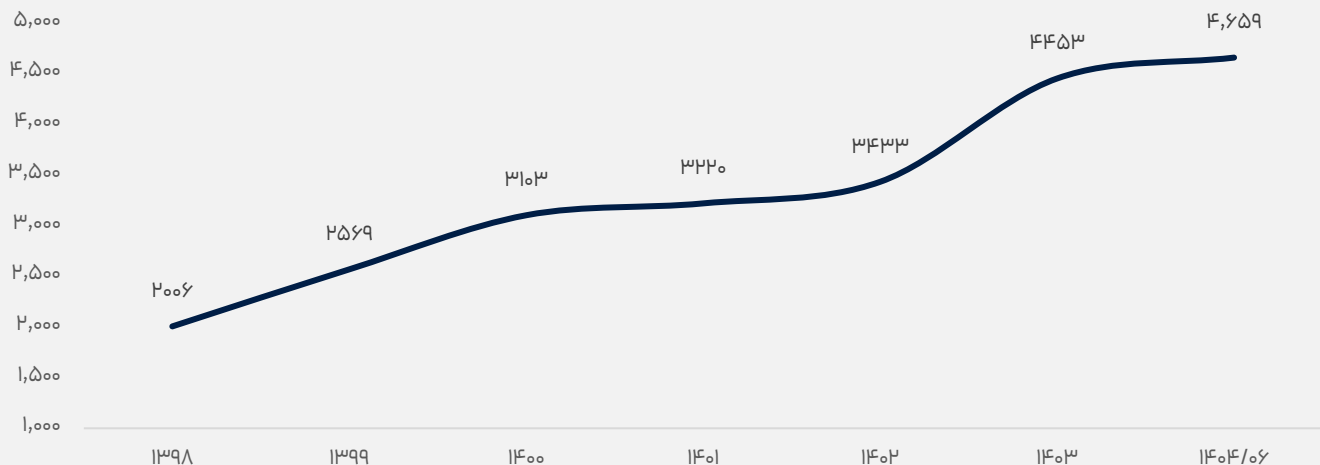
سهم از بازار افق



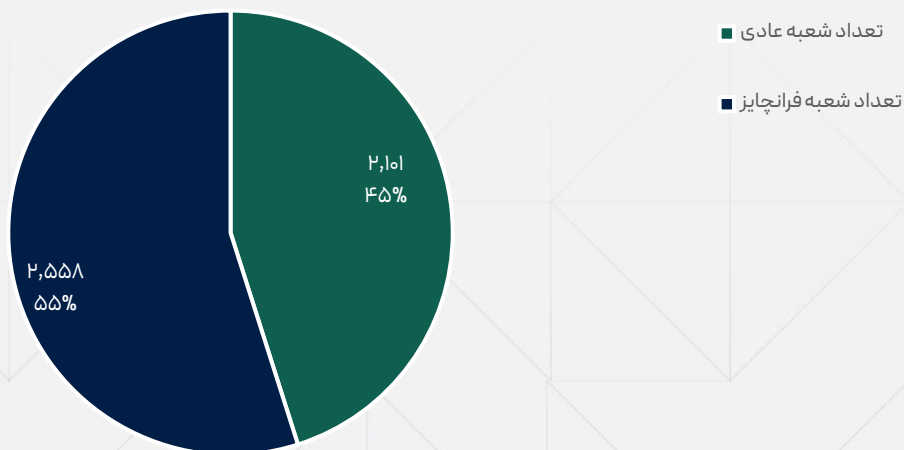
بررسی ساختار رقابتی صنعت نشان می‌دهد که فروشگاه‌های زنجیره‌ای افق کوروش از منظر تعداد شعب با اختلاف معناداری در جایگاه نخست قرار دارد. این شرکت با در اختیار داشتن حدود ۴۶۵۹ فروشگاه، گسترده‌ترین شبکه خرده‌فروشی مدرن کشور را مدیریت می‌کند؛ موضوعی که مزیت مقیاس قابل توجهی در خرید، لجستیک، تبلیغات و قدرت چانه‌زنی با تأمین‌کنندگان برای آن ایجاد کرده است. پس از افق کوروش، فروشگاه‌های زنجیره‌ای جانبو با حدود ۱۳۶۰ شعبه قرار دارد که با وجود جایگاه دوم، فاصله‌ای چشمگیر با رهبر بازار دارد. همچنین دیلی مارکت و فروشگاه‌های زنجیره‌ای هفت به ترتیب با ۹۳۳ و ۷۵۹ شعبه در رتبه‌های بعدی قرار می‌گیرند. این اختلاف در ابعاد شبکه فروش، برتری افق کوروش را در دسترسی به مشتری، پوشش جغرافیایی و سرعت نفوذ به بازارهای محلی برجسته‌تر می‌کند. از منظر سهم بازار نیز افق کوروش با در اختیار داشتن حدود ۴.۸ درصد از کل بازار خرده‌فروشی، طی سال‌های اخیر روندی رو به رشد را تجربه کرده است. هرچند این عدد در مقایسه با کل ظرفیت بازار همچنان فضای توسعه قابل توجهی را نشان می‌دهد، اما رشد مستمر آن بیانگر موفقیت شرکت در اجرای استراتژی توسعه شعب و جذب مشتریان جدید است. تداوم این مسیر می‌تواند با تقویت صرفه‌های ناشی از مقیاس، به بهبود بیشتر حاشیه سود و تثبیت موقعیت رقابتی شرکت منجر شود.

شعب شرکت

روند تعداد فروشگاه‌های افق



ترکیب شعب



شبکه فروش فروشگاه‌های زنجیره‌ای افق کوروش از دو نوع شعبه شامل فروشگاه‌های ملکی (شرکتی) و فرانچایزی تشکیل شده است. در مدل فرانچایز، مالکیت و اداره روزمره فروشگاه بر عهده سرمایه‌گذار محلی بوده اما فعالیت تحت برند، استانداردهای عملیاتی، نظام قیمت‌گذاری و زنجیره تأمین شرکت انجام می‌شود. در این چارچوب، شرکت در قبال فروش انجام‌شده توسط این شعب، مبلغی را تحت عنوان حق‌العمل‌کاری به بهره‌بردار پرداخت می‌کند. این شیوه که از سال ۱۳۹۶ به طور جدی در استراتژی توسعه افق کوروش قرار گرفت، امکان گسترش سریع‌تر شبکه فروش با نیاز کمتر به سرمایه‌گذاری مستقیم و در عین حال حفظ کنترل بر یکپارچگی برند را برای شرکت فراهم کرده است. بررسی روند توسعه شعب نشان می‌دهد افق کوروش طی سال‌های اخیر رشد کم‌نظیری را تجربه کرده است. تعداد فروشگاه‌ها از حدود ۲۰۰۶ شعبه در سال ۱۳۹۸ به ۴۶۵۹ شعبه در حال حاضر رسیده که بیانگر نرخ رشد مرکب سالانه در حدود ۱۸ درصد است. چنین رشدی نه تنها پوشش جغرافیایی شرکت را به شکل معناداری افزایش داده، بلکه با تقویت قدرت خرید، بهبود لجستیک و افزایش شناخت برند، زیرساخت لازم برای ارتقای سهم بازار و بهبود سودآوری در مقیاس بزرگ‌تر را نیز ایجاد کرده است.

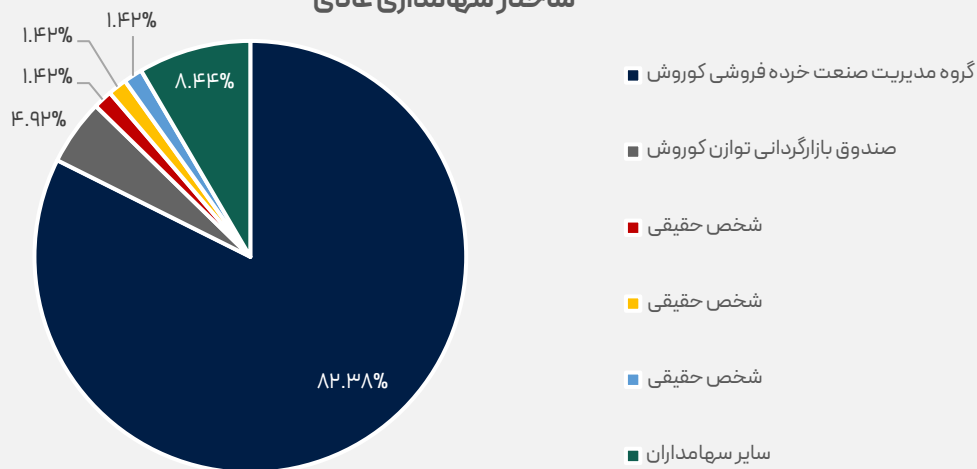
ساختار سهامداری

فروشگاه‌های زنجیره‌ای افق کوروش به عنوان یکی از بازوهای اصلی خریده‌فروشی در مجموعه **گروه صنعتی گلرنگ** فعالیت می‌کند و از این منظر از پشتیبانی یک هلدینگ بزرگ و دارای زنجیره تأمین گسترده بهره‌مند است. این وابستگی می‌تواند در حوزه تأمین کالا، توسعه برندهای اختصاصی و هم‌افزایی عملیاتی، مزیت رقابتی مهمی برای شرکت ایجاد کند.

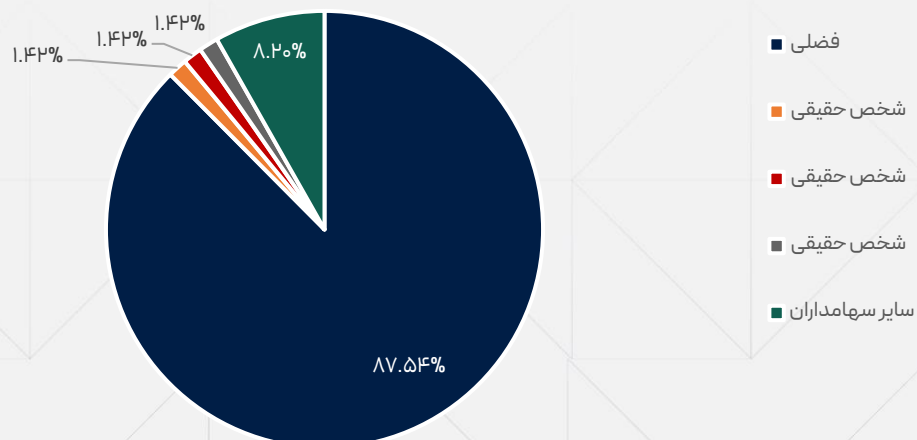
در ترکیب سهامداری شرکت، حدود ۸۲ درصد از سهام در اختیار **مدیریت صنعت خریده‌فروشی کوروش** قرار دارد که نشان‌دهنده تمرکز بالای مالکیت و ثبات در کنترل مدیریتی است. علاوه بر این، سه سهامدار حقیقی نیز هر یک با در اختیار داشتن حدود ۱.۴۲ درصد از سهام، در میان مالکان عمده شرکت دیده می‌شوند.

از سوی دیگر، افق کوروش دارای دو زیرمجموعه با نام‌های **فامیلی مدرن و تجارت الکترونیک هستی** است. شرکت تجارت الکترونیک هستی مالک پلتفرم‌های فروش آنلاین از جمله **اکالا و تپسی** بوده که می‌تواند بستر توسعه فروش غیرحضوری و تکمیل زنجیره خریده‌فروشی شرکت در فضای دیجیتال را فراهم کند. حضور در این حوزه به افق کوروش امکان می‌دهد علاوه بر شبکه فیزیکی گسترده، از ظرفیت‌های تجارت الکترونیک نیز برای افزایش دسترسی به مشتریان استفاده کند.

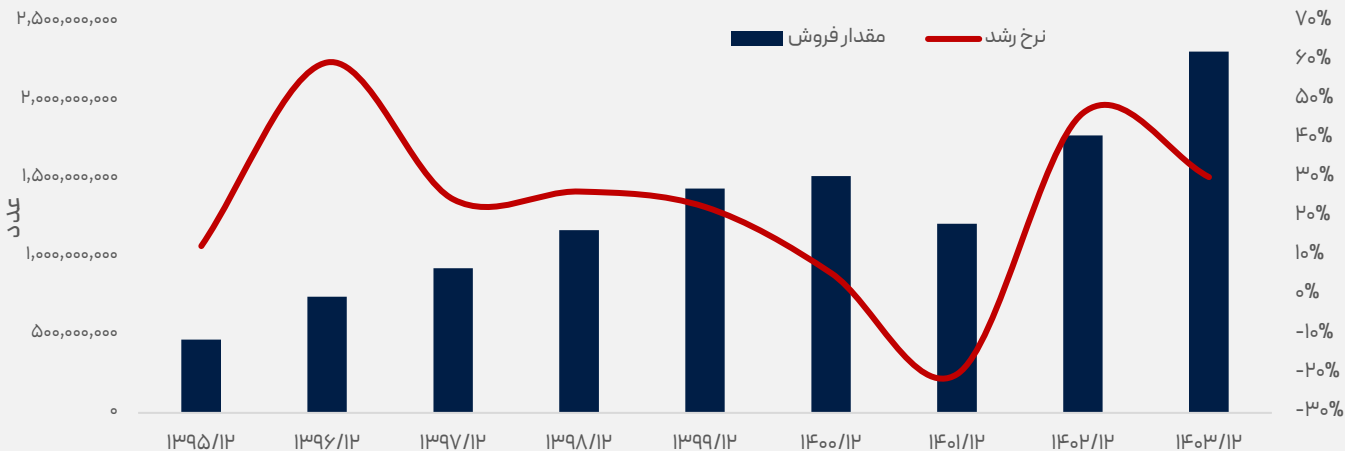
ساختار سهامداری عادی



ساختار سهامداری تلفیقی

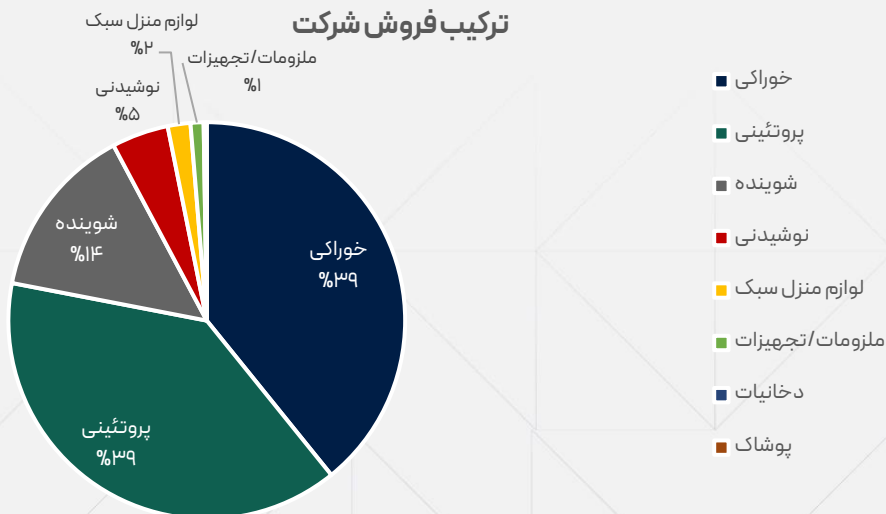


روند فروش مقداری شرکت



بررسی روند فروش مقداری فروشگاه‌های زنجیره‌ای افق کوروش نشان می‌دهد شرکت طی سال‌های اخیر در مسیر توسعه‌ای مستمر قرار داشته است. افزایش تعداد شعب، نفوذ جغرافیایی گسترده‌تر و جذب مشتریان جدید موجب شده حجم فروش شرکت به صورت پایدار رشد کند. هرچند در برخی مقاطع نوسانات کوتاه‌مدت در نرخ رشد مشاهده می‌شود، اما روند کلی حاکی از آن است که استراتژی توسعه شبکه فروش و تمرکز بر افزایش سهم بازار به درستی اجرا شده است. تداوم رشد مقداری برای یک خرده‌فروش اهمیت ویژه‌ای دارد، چرا که نشان می‌دهد افزایش درآمد صرفاً ناشی از تورم نیست و شرکت در حال گسترش واقعی فعالیت عملیاتی خود است؛ موضوعی که می‌تواند از مهم‌ترین جذابیت‌های سهم برای سرمایه‌گذاران تلقی شود. در ترکیب فروش، بخش عمده درآمد شرکت از گروه کالاهای مصرفی پرگردش نظیر خوراکی، شوینده و محصولات بهداشتی حاصل می‌شود؛ اقلامی که تقاضای نسبتاً پایداری داشته و تکرار خرید بالایی ایجاد می‌کنند. یکی از مزیت‌های مهم افق کوروش در این حوزه، ارتباط نزدیک با مجموعه گروه صنعتی گلرنگ و بهره‌گیری از ظرفیت تولیدکنندگان هم‌گروه است. این هم‌افزایی امکان تأمین مستقیم کالا، دریافت تخفیف‌های بهتر و اجرای سیاست قیمت‌گذاری رقابتی را فراهم می‌کند؛ به طوری که فروشگاه می‌تواند همواره تصویر «تخفیف‌محور» خود را برای مشتری حفظ کند. علاوه بر این، کوتاه‌تر شدن زنجیره توزیع و حذف بخشی از واسطه‌ها نیز در تقویت حاشیه سود و افزایش قدرت رقابتی شرکت نقش مؤثری ایفا می‌کند.

ترکیب فروش شرکت



مفروضات پیش‌بینی صورت سود و زیان

مفروضات تحلیل	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴	کارشناسی ۱۴۰۵
نرخ دلار نیما (ریال)	۲۰۷,۳۴۳	۲۳۰,۵۵۷	۲۷۰,۴۴۶	۳۸۲,۵۹۵	۵۱۰,۲۱۲	۱,۳۵۰,۰۰۰	۱,۶۰۰,۰۰۰
نرخ تورم	۴۷%	۴۶%	۴۷%	۴۰%	۳۸%	۶۰%	۵۵%
رشد مقداری فروش	۲۳%	۶%	-۲۰%	۴۷%	۳۰%	۱۹%	۱۰%
رشد نرخ فروش	-	-	-	-	-	-	۱۵%
تقسیم سود	۸۸%	۱۰%	۵۱%	۶۶%	۶۳%	۶۰%	۶۰%

- نرخ دلار نیما برای سال مالی ۱۴۰۴ و ۱۴۰۵ بر نرخ تورم و سیاست‌های دولت و بانک مرکزی با رعایت محافظه‌کاری برآورد شده است.
- نرخ فروش محصولات شرکت بر اساس نرخ تورم و حاشیه سود آن‌ها پیش‌بینی شده است.
- هزینه دستمزد بر اساس تغییرات تعداد کارکنان و نرخ تورم رشد داده شده است.
- با توجه به برنامه شرکت برای رشد تعداد فروشگاه‌های خود و افتتاح حدود ۶۰۰ شعبه جدید در سال‌های ۱۴۰۴ و ۱۴۰۵، رشد مقداری فروش در نظر گرفته شده است. رشد مقداری فروش برای سال ۱۴۰۵ محافظه‌کارانه لحاظ شده و در صورت توفیق شرکت در کسب سهم بازار بیشتر، افزایش سود شرکت قابل توجه خواهد بود.
- میانگین نرخ محصولات برای سال مالی ۱۴۰۵، ۱۵ درصد نسبت به نرخ فروش برآوردی زمستان ۱۴۰۴ رشد داده شده است.
- تقسیم سود شرکت ۶۰ درصد لحاظ گردیده است.

پیش‌بینی صورت سود و زیان

بر اساس مفروضات ذکر شده، پیش‌بینی می‌شود برای سال مالی ۱۴۰۴ و ۱۴۰۵ شرکت، به ترتیب ۳،۱۴۰ و ۵،۲۰۲ ریال سود به ازای هر سهم محقق شود.

بر این اساس در حال حاضر، سهم با نسبت قیمت به سود آینده‌نگر ۶.۱۹ واحد در حال معامله می‌باشد. دلیل بالاتر بودن این نسبت در مقایسه با سایر شرکت‌ها، رشدی بودن آن (رشد میانگین ۱۸ درصدی شعب و به تبع آن فروش و سهم بازار) و همچنین جریان نقد محور بودن می‌باشد.

از دلایل کاهش حاشیه سود جزئی شرکت، رشد بیشتر شعب فرانچایز و پرداخت حق‌العمل‌کاری می‌باشد.

صورت سود و زیان	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴	کارشناسی ۱۴۰۵
درآمدهای عملیاتی	۱۵۴,۸۱۱,۱۳۳	۲۳۷,۲۱۸,۹۹۳	۳۵۸,۲۰۵,۲۵۳	۶۶۲,۹۹۵,۱۸۶	۱,۱۴۷,۷۱۵,۶۸۹	۲,۱۳۰,۴۹۹,۰۱۲	۳,۶۵۹,۵۶۰,۷۷۲
بهای تمام‌شده	(۱۲۳,۸۹۰,۴۶۵)	(۱۹۲,۳۳۳,۳۶۶)	(۲۹۵,۱۵۴,۷۴۴)	(۵۵۵,۸۶۷,۴۷۳)	(۹۶۶,۶۲۸,۶۳۱)	(۱,۸۰۱,۱۳۹,۵۰۶)	(۳,۱۶۵,۴۰۹,۷۲۳)
سود ناخالص	۳۰,۹۲۰,۶۶۸	۴۴,۸۸۵,۶۲۷	۶۳,۰۵۰,۵۰۹	۱۰۷,۱۲۷,۷۱۳	۱۸۱,۰۸۷,۰۵۸	۳۲۹,۳۵۹,۵۰۶	۴۹۴,۱۵۱,۰۴۹
اداری، عمومی و فروش	(۲۵,۴۰۰,۳۶۲)	(۳۹,۹۵۵,۹۵۵)	(۵۶,۳۵۷,۸۷۳)	(۹۷,۵۶۱,۹۲۹)	(۱۷۸,۹۶۶,۸۵۱)	(۳۱۹,۲۰۹,۷۳۶)	(۴۸۳,۸۰۷,۶۸۲)
سایر درآمدها و هزینه‌های عملیاتی	۴,۰۲۴,۵۴۶	۶,۹۳۹,۹۷۴	۱۰,۵۸۰,۰۳۳	۲۶,۰۱۳,۹۱۶	۵۳,۵۲۹,۰۰۴	۸۵,۰۲۰,۸۷۳	۱۴۶,۰۴۰,۴۵۹
سود عملیاتی	۹,۵۴۴,۸۵۲	۱۱,۸۶۹,۶۴۶	۱۷,۲۷۲,۶۶۹	۳۵,۵۷۹,۷۰۰	۵۵,۶۴۹,۲۱۱	۹۵,۱۷۰,۶۴۳	۱۵۶,۳۸۳,۸۲۶
هزینه‌های مالی	(۸۲,۱۵۱)	(۷۴,۴۸۳)	(۵۶,۰۸۲)	(۱۴۳,۱۴۱)	(۲۴۷,۲۰۵)	(۶۸,۲۳۰)	(۸۸,۶۹۹)
درآمدهای (هزینه‌های) غیرعملیاتی	۸,۳۱۹,۸۲۹	۱۵۸,۰۳۹	۴,۲۱۵,۶۷۱	۷,۵۲۶,۲۲۴	۹,۳۴۸,۷۴۴	۲۱,۲۴۵,۱۰۷	۳۶,۴۹۲,۷۴۷
سود قبل از مالیات	۱۷,۷۸۲,۵۳۰	۱۱,۹۵۳,۲۰۲	۲۱,۴۳۲,۲۵۸	۴۲,۹۶۲,۷۸۳	۶۴,۷۵۰,۷۵۰	۱۱۶,۳۴۷,۵۲۱	۱۹۲,۷۸۷,۸۷۴
مالیات	(۲,۰۱۶,۵۱۷)	(۱۶۸,۹۰۱)	(۱,۸۱۷,۴۰۰)	(۶,۵۰۷,۶۹۰)	(۹,۴۳۶,۴۶۰)	(۲۲,۱۵۶,۵۱۱)	(۳۶,۷۱۳,۳۴۴)
سود خالص	۱۵,۷۶۶,۰۱۳	۱۱,۷۸۴,۳۰۱	۱۹,۶۱۴,۸۵۸	۳۶,۴۵۵,۰۹۳	۵۵,۳۱۴,۲۹۰	۹۴,۱۹۱,۰۱۰	۱۵۶,۰۷۴,۵۳۰
EPS (ریال)	۵,۲۵۵	۳,۹۲۸	۱,۵۶۹	۱,۲۱۵	۱,۸۴۴	۳,۱۴۰	۵,۲۰۲
EPS با آخرین سرمایه	۵۲۶	۳۹۳	۶۵۴	۱,۲۱۵	۱,۸۴۴	۳,۱۴۰	۵,۲۰۲
سرمایه	۳,۰۰۰,۰۰۰	۳,۰۰۰,۰۰۰	۱۲,۵۰۰,۰۰۰	۳,۰۰۰,۰۰۰	۳,۰۰۰,۰۰۰	۳,۰۰۰,۰۰۰	۳,۰۰۰,۰۰۰
حاشیه سود ناخالص	۲۰%	۱۹%	۱۸%	۱۶%	۱۶%	۱۵%	۱۴%
حاشیه سود عملیاتی	۶%	۵%	۵%	۵%	۵%	۴%	۴%
حاشیه سود خالص	۱۰%	۵%	۵%	۵%	۵%	۴%	۴%

منابع

در تهیه این گزارش از منابع زیر استفاده شده است:

Codal.ir •

Bourseview.com •

Enigma.ir •

سلب مسئولیت: این گزارش و محتوای آن صرفاً جهت اطلاع از آخرین وضعیت بازارهای دارایی بوده و به تنهایی جهت اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسب نیست و سب‌گردان دانایان مسئولیتی در قبال خرید و فروش‌های صورت گرفته نخواهد داشت.



@Danayan_Portfolio_Management



Danayan Portfolio Management



<https://portfolio.danayan.com>



دانایان
سب‌گردان