



MAGAZONE

بررسی هلدینگ‌های سیمانی

|مگزون ۶۷- هفته‌نامه تحلیلی گروه مالی فارابی|

گروه مالی فارابی 

۳	بررسی هلدینگ‌های سیمانی
۴	سهامداران اصلی هلدینگ‌های سیمانی
۶	بررسی تکنیکال شاخص صنعت
۸	بررسی وضعیت خالص ارزش دارایی‌ها (NAV)
۱۰	بررسی میزان سود انباشته هلدینگ‌های سیمانی
۱۲	نسبت P/E صنعت
۱۳	مقایسه نسبت P/E شرکت‌ها
۱۵	مقایسه نسبت P/B شرکت‌ها
۱۷	مقایسه نسبت P/NAV شرکت‌ها
۱۹	تحلیل پرتفوی نماد سیتا
۲۱	تحلیل پرتفوی نماد سغدیر
۲۳	تحلیل پرتفوی نماد سفارس
۲۵	تحلیل پرتفوی نماد سیدکو
۲۷	اخبار اثرگذار صنعت
۲۹	جمع‌بندی و چشم‌انداز آینده

فهرست مطالب

بررسی هلدینگ‌های سیمانی

در سایه تنش‌های ایران و آمریکا، صنعت استراتژیک سیمان با چالش‌هایی چون نوسان ارز، تحریم‌های بانکی و تغییر قیمت انرژی روبه‌روست. در این میان، هلدینگ‌های سیمانی به واسطه ساختار یکپارچه، مدیریت ریسک کلان و انعطاف در تامین مالی و صادرات، نه تنها در برابر شوک‌های اقتصادی مقاومت کرده، بلکه از فرصت‌های بحران نیز بهره برده‌اند.

برخلاف تک‌شرکت‌های آسیب‌پذیر، این هلدینگ‌ها با سبد دارایی متنوع و قدرت چانه‌زنی بالا، مسیر پایداری را در تنش‌های بین‌المللی طی می‌کنند. از این رو، تحلیل استراتژی آن‌ها کلید درک آینده این صنعت است. گزارش حاضر با نگاهی جامع، عملکرد و جایگاه این غول‌های صنعتی را در بازار سرمایه بررسی می‌کند.

📌 سهامداران اصلی هلدینگ‌های سیمانی

ساختار مالکیت هلدینگ‌های سیمانی، زنجیره‌ای هرمی را تشکیل می‌دهد که در راس آن **شستا** (سهامدار عمده **سیتا**) و **سیتا** (سهامدار عمده **سفارس**) قرار دارند. این ساختار، هماهنگی استراتژیک در سیاست‌های تولید، صادرات و تامین مالی را ممکن می‌سازد. همچنین، حضور نهادهای مالی بزرگی چون **وبانک** و **وغدیر** نشان‌دهنده نفوذ آن‌ها در این صنعت است. این نهادها با تامین نقدینگی و پشتیبانی مالی، نقش مهمی در هدایت سرمایه‌گذاری‌های جدید ایفا می‌کنند.

این ترکیب مالکیتی، ضمن افزایش توان رقابتی هلدینگ‌ها در بازار داخلی، با همپوشانی منافع، بستری برای تصمیم‌گیری‌های کلان و مقابله با ریسک‌های سیاسی و اقتصادی فراهم کرده است.

سهامداران عمده هلدینگ‌های سیمانی

سهامدار عمده	نماد
شستا	سیتا
سیتا	سفارس
وبانک	سیدکو
وغدیر	سغدیر



بررسی تکنیکال شاخص صنعت

شاخص صنعت سیمان از مگزون شماره ۴۱ که در تیرماه ۱۴۰۴ منتشر شده بود، توانسته بازدهی بیش از ۵۰ درصدی را به دست آورد. با نگاهی به وضعیت فعلی بازار و شاخص صنعت سیمانی به نظر می‌رسد، باید منتظر اصلاح موقت این شاخص باشیم. تا زمانی که شاخص این صنعت نتواند تراز ۷ میلیون واحدی را با قدرت به بالا بشکند، احتمال اصلاح تا ترازهای زیر ۶ میلیون واحد بیشتر است.



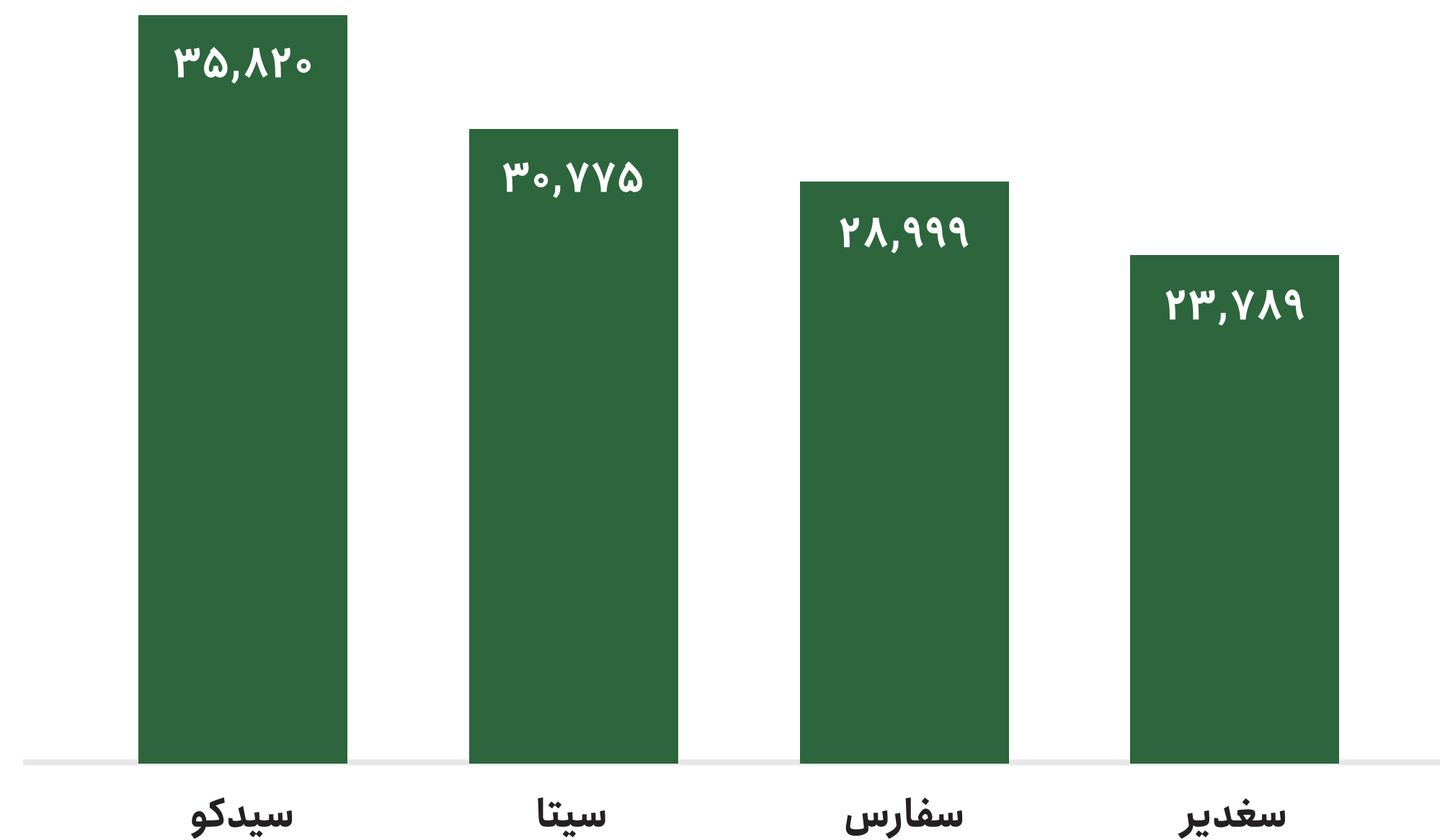
نمودار شاخص صنعت سیمانی



بررسی وضعیت خالص ارزش دارایی‌ها (NAV)

خالص ارزش دارایی‌ها (NAV) به عنوان مهمترین معیار سنجش ارزش ذاتی هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری، نشان‌دهنده وزن واقعی پرتفوی هر مجموعه در بازار است. در میان هلدینگ‌های سیمانی، **سیدکو** و **سیتا** در صدر جدول قرار دارند که این برتری، عمدتاً ناشی از مالکیت قابل‌توجه آن‌ها بر سهام شرکت‌های بزرگ و سودآور صنعت سیمان است. در مقابل، **سفارس** و **سغدیر** با وجود برخورداری از پرتفوی متوازن و باکیفیت، از حیث ارزش خالص دارایی در رتبه‌های بعدی جای گرفته‌اند که این فاصله، لزوماً به معنای ضعف آن‌ها نبوده و می‌تواند ناشی از تفاوت در استراتژی سرمایه‌گذاری، تنوع بخشی جغرافیایی یا اندازه بازار هدف باشد.

ارزش خالص دارایی‌ها (NAV)



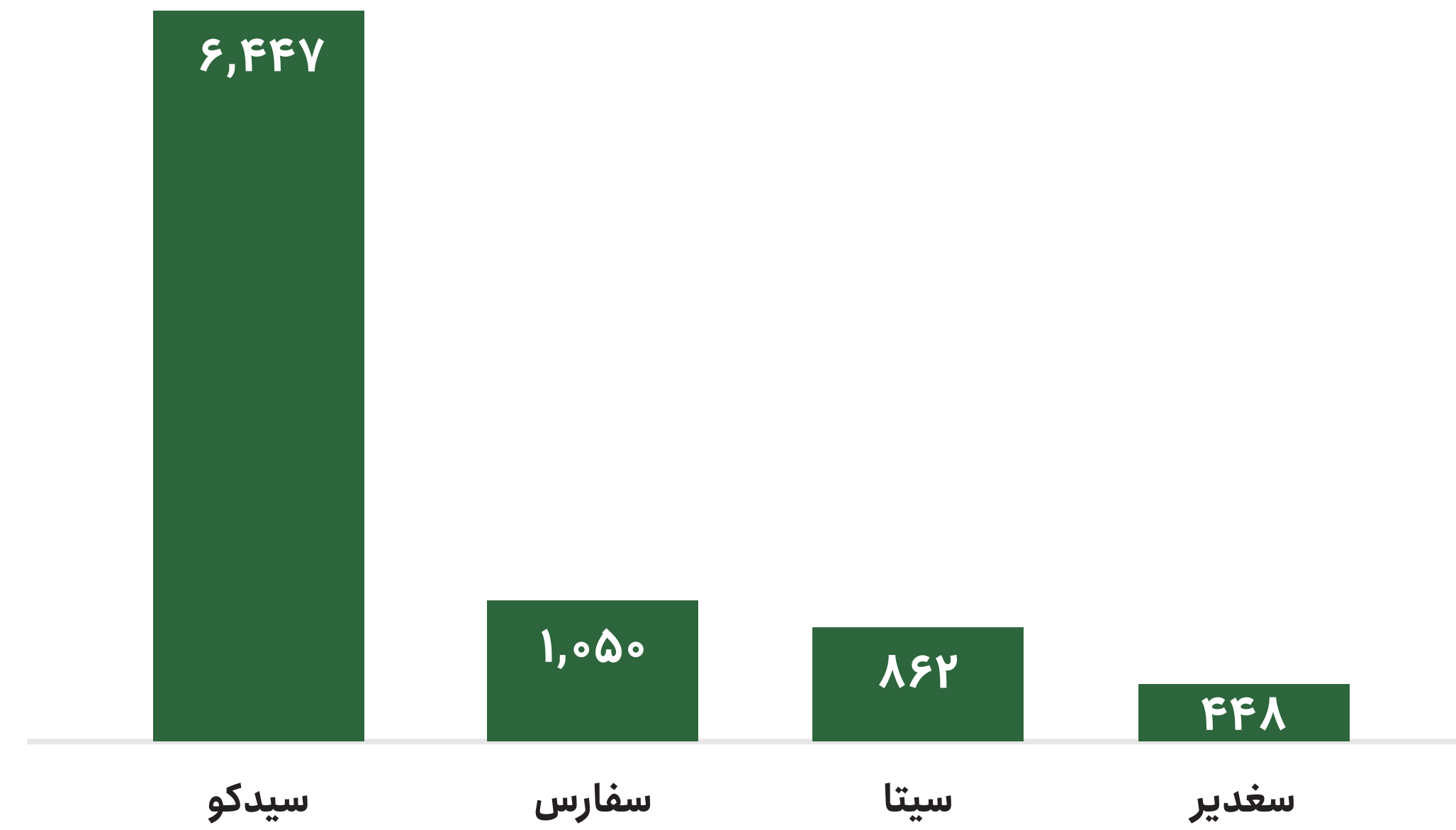
مبلغ به میلیارد تومان است.

بررسی میزان سود انباشته هلدینگ‌های سیمانی

بررسی سود انباشته هلدینگ‌های سیمانی، توان آن‌ها در مدیریت منابع و خلق ارزش را نشان می‌دهد. **سیدکو** با فاصله‌ای زیاد در صدر قرار دارد؛ این موضوع گویای رویکرد محافظه‌کارانه در تقسیم سود و تمرکز بر تامین مالی پروژه‌های توسعه‌ای بدون نیاز به استقراض سنگین است.

در مقابل، **سفارس و سیتا** با وجود ارزش دارایی بالاتر، سود انباشته کمتری دارند که نشان‌دهنده تقسیم سود بالا در مجامع یا سرمایه‌گذاری سریع منابع است. از نگاه بنیادی، سود انباشته بالا مانند یک سپر دفاعی در بحران‌ها عمل می‌کند، در حالی که تقسیم سود بالا، نشانه جریان نقدی پایدار و عاملی برای جذب سرمایه‌گذاران خرد محسوب می‌شود.

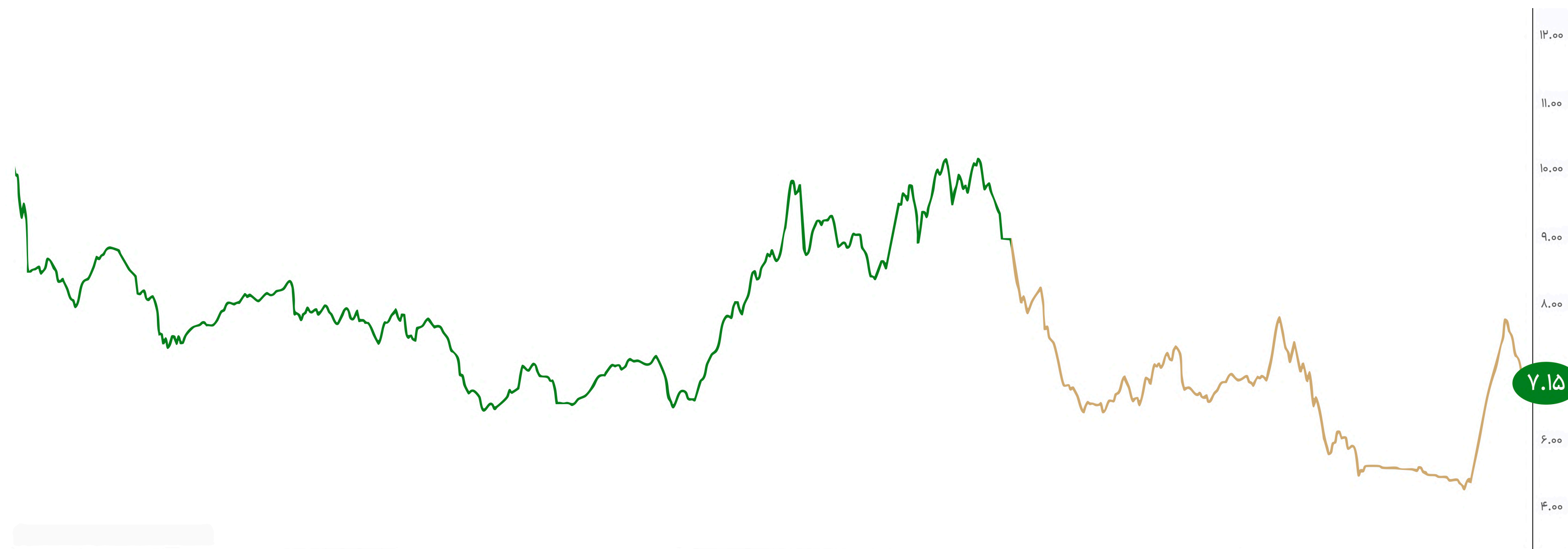
سود انباشته هلدینگ‌های سیمانی



مبلغ به میلیارد تومان است.

نسبت P/E صنعت

بعد از رشد پر قدرت بازار از خرداد ماه امسال، شاهد افزایش حدود ۳ واحدی مقدار P/E صنعت سیمان بودیم. با رسیدن P/E صنعت سیمان به حدود ۸ واحد به نظر می‌رسد، باید انتظار اصلاح موقت در P/E این صنعت را داشته باشیم. محدوده حوالی ۷ واحد را می‌توان میانگین مقدار P/E این صنعت در سال‌های اخیر دانست.



نسبت قیمت به سود محقق شده

مقایسه نسبت P/E شرکت‌ها

مقایسه نسبت P/E هلدینگ‌های سیمانی، تفاوت ارزش‌گذاری بازار نسبت به سودآوری آن‌ها را نشان می‌دهد. **سیدکو** با کمترین P/E (حدود ۵ واحد)، از این منظر ارزنده‌ترین هلدینگ به‌شمار می‌رود و می‌تواند برای سرمایه‌گذاران ارزش‌گرا جذاب باشد. در مقابل، **سیتا** با P/E حدود ۱۲ واحد، بالاترین نسبت را دارد که از انتظار بازار برای رشد سودآوری آن حکایت می‌کند. **سغدیر** و **سفارس** نیز با نسبت‌های ۸ و ۹ واحد، نزدیک به میانگین صنعت یعنی حدود ۸ واحد قرار دارند و از تعادل نسبی در ارزش‌گذاری برخوردارند. البته P/E پایین به‌تنهایی نشانه ارزندگی قطعی نیست و باید در کنار عواملی مانند رشد سود، کیفیت دارایی‌ها و ریسک‌های سیاسی و اقتصادی صنعت سیمان بررسی شود.

مقایسه نسبت P/E شرکت‌ها

نماد	P/E
سیدکو	۴/۶
سغدیر	۷/۶
سفارس	۹/۲
سیتا	۱۱/۶

مقایسه نسبت P/B شرکت‌ها

بررسی نسبت P/B هلدینگ‌های سیمانی، تفاوت قابل توجهی در ارزش‌گذاری بازار نسبت به دارایی‌های آن‌ها نشان می‌دهد. **سیدکو** با نسبت ۴/۲ واحدی، پایین‌تر از میانگین صنعت (حدود ۵/۳) و نزدیک به میانگین کل بازار (۶/۲) قرار دارد؛ موضوعی که می‌تواند از قیمت‌گذاری محافظه‌کارانه یا وجود فرصت سرمایه‌گذاری حکایت کند. در مقابل، **سیتا و سفارس** با نسبت‌های ۱۲ و ۱۴ واحدی، فاصله زیادی با میانگین صنعت دارند و در سطوح بالاتری ارزش‌گذاری شده‌اند. از دید تحلیلی، P/B پایین سیدکو در فضای پرریسک کنونی، هم می‌تواند نشانه احتیاط بازار باشد و هم فرصتی برای شناسایی سهم ارزنده؛ البته تصمیم‌گیری نهایی، به بررسی کیفیت دارایی‌ها و بازده آن‌ها وابسته است.

مقایسه نسبت P/B شرکت‌ها

نماد	P/B
سیدکو	۲/۴
سغدیر	۷/۷
سیتا	۱۲/۱
سفارس	۱۴/۲

مقایسه نسبت P/NAV شرکت‌ها

بررسی نسبت P/NAV، به عنوان مهم‌ترین معیار ارزندگی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری، تصویر متفاوتی از جایگاه هلدینگ‌ها نسبت به ارزش واقعی پرتفوی آن‌ها ارائه می‌دهد. **سغدیر** با کمترین نسبت، حدود ۷۰ درصد، در جذاب‌ترین موقعیت قرار دارد و سهام آن با تخفیف قابل توجهی نسبت به خالص ارزش دارایی‌ها معامله می‌شود.

در مقابل، **سیدکو** با نسبت ۹۲ درصدی، بالاترین P/NAV را دارد که در نگاه نخست ممکن است گران به نظر برسد، اما با توجه به P/B پایین آن، می‌تواند نشان‌دهنده کیفیت بالای دارایی‌ها و عملکرد مناسب مدیریت در خلق ارزش باشد. **سفارس** و **سیتا** نیز با نسبت‌های ۸۳ و ۸۶ درصد، در محدوده‌ای نسبتاً متعادل قرار دارند و ارقام آن‌ها نشان می‌دهد بازار بخش زیادی از ارزش دارایی‌هایشان را در قیمت سهام لحاظ کرده است.

مقایسه نسبت P/NAV شرکت‌ها

نماد	P/NAV
سغدیر	۶۸٪
سفارس	۸۳٪
سیتا	۸۶٪
سیدکو	۹۲٪

تحلیل پرتفوی نماد سیتا

پرتفوی سیتا با تمرکز ۴۱ درصدی بر **سفارس** و مالکیت ۵۱ درصدی این نماد، ساختاری متمرکز و هرمی دارد که تسلط عملیاتی بر یک هلدینگ کلیدی را به آن می‌دهد. علاوه بر آن، نمادهایی مانند **سصوفی**، **ساروم**، **سرود** و **ساوه** با سهم ۸ تا ۱۸ درصدی، ترکیبی از شرکت‌های سیمانی با P/E پایین و تقسیم سود بالا را شکل داده‌اند؛ موضوعی که از جریان نقدی مناسب و سیاست توزیع سود سخاوتمندانه در زیرمجموعه‌ها حکایت دارد.

میانگین P/E حدود ۷.۵ واحدی پرتفوی، پایین‌تر از میانگین ۹ واحدی صنعت است و از ارزندگی نسبی سبد سهام سیتا خبر می‌دهد. با این حال، تمرکز بالای پرتفوی بر سفارس، ریسک وابستگی به عملکرد این نماد را افزایش می‌دهد؛ بنابراین این ساختار در شرایط تنش‌های ژئوپلیتیک و نوسانات ارزی، هم می‌تواند مزیت مدیریت یکپارچه ریسک باشد و هم منبع آسیب‌پذیری بیشتر در برابر شوک‌ها.

وضعیت پرتفوی بورسی سیتا				
نماد	درصد از پرتفوی	درصد مالکیت	P/E TTM	میزان تقسیم سود
سفارس	۴۱%	۵۱%	۱۰	۸۳%
سصوفی	۱۸%	۵۸%	۶	۹۷%
ساروم	۱۶%	۵۷%	۶	۹۸%
سرود	۱۱%	۵۱%	۸	۹۶%
ساوه	۸%	۲۴%	۹	۹۹%

تحلیل پرتفوی نماد سغدیر

پرتفوی **سغدیر** نسبت به سایر هلدینگ‌ها، ساختاری متنوع‌تر و متعادل‌تر دارد؛ به طوری که سهم هر نماد بین ۱۲ تا ۲۵ درصد است و سه نماد **سشرق**، **سپاها** و **سدشت** با مجموع ۷۲ درصد، هسته اصلی سبد را تشکیل می‌دهند. در این میان، حضور سدشت با P/E حدود ۱۵ واحد، در کنار سایر نمادها با P/E حدود ۵ تا ۶، نشان‌دهنده وجود سهمی با ارزش‌گذاری بالاتر در پرتفوی است؛ موضوعی که هم می‌تواند بیانگر انتظار رشد باشد و هم در صورت اصلاح بازار، ریسک سبد را افزایش دهد. در مقابل، چهار نماد دیگر با P/E پایین و تقسیم سود ۹۰ تا ۹۵ درصدی، از جریان نقدی پایدار و سیاست سوددهی مناسب حکایت دارند.

مالکیت ۳۶ تا ۵۳ درصدی سغدیر در این شرکت‌ها نیز، با وجود پایین‌تر بودن سهم آن در برخی نمادها، همچنان به این هلدینگ نقش مؤثری در تصمیم‌گیری‌های مدیریتی و هماهنگی راهبردها می‌دهد. در مجموع، این تنوع نسبی در شرایط پرریسک فعلی، می‌تواند مزیتی برای کاهش ریسک تمرکز باشد.

وضعیت پرتفوی بورسی سغدیر				
نماد	درصد از پرتفوی	درصد مالکیت	P/E TTM	میزان تقسیم سود
سشرق	۲۵%	۴۱%	۶	۹۵%
سپاها	۲۴%	۳۶%	۶	۹۵%
سدشت	۲۳%	۴۰%	۱۵	۹۰%
ساروج	۱۵%	۲۹%	۵	۸۲%
سکرد	۱۲%	۵۳%	۶	۹۰%

تحلیل پرتفوی نماد سفارس

پرتفوی سفارس با تمرکز ۲۵ درصدی بر **سآبیک** (و مالکیت ۷۳ درصدی آن)، ساختاری متمرکز دارد. سایر نمادها مانند سخوز و ساوه با سهم ۷ تا ۱۲ درصدی، P/E پایین (۶ تا ۱۰) و تقسیم سود بسیار بالای ۹۴ تا ۹۹ درصدی دارند که نشان دهنده جریان نقدی قوی در زیرمجموعه هاست.

اگرچه مالکیت بالای سفارس در نمادهای کلیدی، امکان مدیریت یکپارچه را فراهم کرده، اما وابستگی آن به **سیتا** (به عنوان مالک ۵۱ درصدی)، ریسک ساختار هرمی را افزایش می دهد. متوسط P/E حدود ۷ واحد و میانگین تقسیم سود ۹۷ درصدی، گویای ارزندگی این هلدینگ است؛ با این حال، در شرایط تنش های سیاسی و نوسانات ارزی، تمرکز بالای پرتفوی می تواند هم زمان ابزاری برای مدیریت ریسک و هم عاملی برای آسیب پذیری کل زنجیره باشد.

وضعیت پرتفوی بورسی سفارس				
نماد	درصد از پرتفوی	درصد مالکیت	P/E TTM	میزان تقسیم سود
سآبیک	۲۵%	۷۳%	۶	۹۸%
سخوز	۱۲%	۴۷%	۶	۹۷%
ساوه	۱۱%	۲۷%	۹	۹۹%
سفانو	۱۰%	۷۷%	۶	۹۹%
سفار	۷%	۸۸%	۱۰	۹۴%

تحلیل پرتفوی نماد سیدکو

پرتفوی سیدکو نسبت به بسیاری از هم گروه ها ساختاری متعادل تر دارد و از پنج نماد با سهم ۹ تا ۲۹ درصدی تشکیل شده است. در این میان، **سکرما** و **ساروج** هسته اصلی سبد را می سازند. سیدکو نیز با مالکیت بالای ۵۰ درصد در چهار نماد، به جز **سمازن** با ۲۰ درصد، کنترل مؤثری بر شرکت های زیرمجموعه دارد.

میانگین P/E حدود ۶ واحد و تقسیم سود بالای ۸۲ تا ۱۰۰ درصد، از ارزندگی بالا و جریان نقدی مناسب این پرتفوی حکایت دارد. حضور **سشمال** با تقسیم سود ۱۰۰ درصدی و **ساروج** با P/E ۵ واحدی نیز کیفیت این سبد را تقویت کرده است. با این حال، تمرکز ۴۹ درصدی بر دو نماد اصلی و مالکیت پایین تر در سمازن، ریسک وابستگی به عملکرد چند شرکت محدود را افزایش می دهد.

وضعیت پرتفوی بورسی سیدکو				
نماد	درصد از پرتفوی	درصد مالکیت	P/E TTM	میزان تقسیم سود
سکرما	۲۹%	۶۱%	۸	۸۵%
ساروج	۲۰%	۵۱%	۵	۸۲%
سمازن	۱۳%	۲۰%	۶	۹۶%
سقاین	۹%	۳۱%	۵	۹۰%
سشمال	۹%	۶۶%	۷	۱۰۰%

اخبار اثرگذار صنعت

صنعت سیمان همواره به تصمیمات کلان اقتصادی وابسته بوده و در ماه‌های اخیر، **افزایش نرخ گاز و برق** به یکی از مهم‌ترین فشارها بر حاشیه سود تولیدکنندگان تبدیل شده است. با توجه به انرژی‌بر بودن این صنعت، هر تغییر در قیمت حامل‌های انرژی به سرعت در صورت‌های مالی شرکت‌ها اثر می‌گذارد. هم‌زمان، تنش‌های ارزی نیز هزینه تعمیرات و تامین قطعات را بالا برده و اهمیت مدیریت و بهینه‌سازی مصرف انرژی را دوچندان کرده است.

در مقابل، بحث **بازنگری در عوارض صادراتی و مشوق‌های فروش خارجی**، سیگنال مثبتی برای بازار به همراه داشته و در صورت اجرا، می‌تواند توازن عرضه و تقاضا را به سود تولیدکنندگان تغییر دهد و ظرفیت خالی کارخانه‌ها را به منبع درآمد ارزی تبدیل کند. با این حال، تغییرپذیری این سیاست‌ها و وابستگی آن‌ها به تصمیمات مقطعی دولت، پیش‌بینی‌پذیری صنعت و برنامه‌ریزی بلندمدت را دشوار کرده است.

از سوی دیگر، بازارهای صادراتی نقش مهمی در استراتژی فروش شرکت‌های سیمانی دارند و **تغییر تعرفه** یا **محدودیت‌های مرزی** در کشورهایمانند عراق، افغانستان و حاشیه خلیج فارس می‌تواند سودآوری این صنعت را به سرعت تغییر دهد. همچنین **تنش‌های ژئوپلیتیک** میان ایران و آمریکا، با **تشدید نوسانات ارزی**، هم هزینه‌های وارداتی و هم ارزش ریالی درآمدهای صادراتی را تحت تاثیر قرار داده و مدیریت ریسک ارزی را به یکی از اولویت‌های اصلی هلدینگ‌های سیمانی تبدیل کرده است.

جمع‌بندی و چشم‌انداز آینده

صنعت سیمان ایران در سال‌های اخیر نشان داده که بقا و رشد در این بخش، دیگر فقط به ظرفیت تولید و دسترسی به مواد اولیه وابسته نیست، بلکه به توان مدیریت هم‌زمان ریسک‌های اقتصادی، سیاسی و عملیاتی بستگی دارد. هلدینگ‌های بزرگ با ساختار متمرکز و قدرت چانه‌زنی بالاتر، تا حدی توانسته‌اند فشار هزینه‌های انرژی و تحریم‌ها را کنترل کنند؛ اما فرسودگی زیرساخت‌ها، بهره‌وری پایین و رقابت شدید داخلی همچنان از چالش‌های اصلی این صنعت هستند. در این میان، هلدینگ‌هایی موفق‌تر خواهند بود که با سرمایه‌گذاری در فناوری‌های نوین و بهینه‌سازی مصرف انرژی، هزینه‌ها را کاهش دهند و با قراردادهای صادراتی هوشمندانه، وابستگی خود به بازار داخل را کمتر کنند.

چشم‌انداز آینده این صنعت، بیش از متغیرهایی مانند نرخ ارز یا قیمت جهانی انرژی، به تصمیمات راهبردی در سطح حاکمیتی و مدیریتی وابسته است؛ از عوارض صادراتی و تعرفه‌های انرژی تا نحوه مواجهه با ریسک‌های ژئوپلیتیک. در سناریوی خوش‌بینانه، اگر دولت با نگاه بلندمدت به صنعت سیمان به عنوان یک مزیت

صادراتی غیرنفتی بنگرد و زمینه حضور پررنگ‌تر در بازارهای همسایه را فراهم کند، هلدینگ‌های سیمانی می‌توانند علاوه بر سودآوری پایدار، به یکی از منابع مهم درآمد ارزی کشور تبدیل شوند. اما در سناریوی محافظه‌کارانه، ادامه وضعیت فعلی و نبود شفافیت در سیاست‌گذاری، می‌تواند این صنعت را با رکود تورمی و کاهش حاشیه سود روبه‌رو کند.



اطلاعیه سلب مسئولیت

این گزارش بر اساس بررسی اطلاعات معاملات و صورت های مالی منتشر شده توسط شرکت ها تهیه شده است؛ بنابراین به تنهایی نمی تواند معیار کاملی برای سرمایه گذاری تلقی شود.