



باسمه تعالی

شرکت کارگزاری
(سهامی خاص)
آفتاب درختان خاورمیانه



کارگزاری آفتاب درختان خاورمیانه
تحلیل بنیادی شرکت فرآوری مواد معدنی ایران

مرداد ۱۳۹۶



معرفی شرکت

تاریخچه

شرکت فرآوری مواد معدنی ایران در تاریخ ۱۳۷۰/۰۷/۳۰ به صورت شرکت سهامی خاص و با سرمایه اولیه ۵/۰۰۰/۰۰۰ ریال و تحت شماره ۸۶۳۱۹ در اداره ثبت شرکتها و مالکیت صنعتی تهران به ثبت رسید. در تاریخ ۱۳۷۹/۱۰/۱ شرکت به سهامی عام تبدیل و در تاریخ ۱۳۸۱/۲/۱۱ به عنوان ۱۲۲ امین شرکت و در گروه فلزات اساسی پذیرفته شده است. مرکز اصلی شرکت شهرستان زنجان و محل کارخانه آن در شهرستان دندی استان زنجان واقع گردیده است.

فعالیت اصلی شرکت :

- فرآوری انواع کانی ها
- بهره برداری از معادن
- تاسیس کارخانه مربوطه و انجام امور مربوطه
- مشارکت با سایر شرکت ها و ارائه خدمات فنی و مهندسی به سایر شرکتها در زمینه های مربوط به موضوع شرکت

ظرفیت کارخانه طبق پروانه های مذکور برای تولید شمش و ورق روی با درصد خلوص ۹۹/۹۶ درصد در سه شیفت کاری معادل ۱۶/۰۰۰ تن در سال و برای سولفات روی در یک شیفت کاری معادل ۶/۰۰۰ تن در سال می باشد. با توجه به افزایش ظرفیت های انجام شده در سنوات گذشته ظرفیت عملی کارخانه شمش روی برای تولید سالانه محصول مزبور در ۳ شیفت کاری با خاک پر عیار ۱۸/۰۰۰ تن می باشد.

سرمایه و ترکیب سهامداران

سرمایه شرکت در بدو تاسیس مبلغ ۵ میلیون ریال بوده که طی چند مرحله به شرح زیر به مبلغ ۱۲۰/۰۰۰ میلیون ریال (شامل تعداد ۱۲۰/۰۰۰/۰۰۰ سهم به ارزش اسمی هر سهم ۱/۰۰۰ ریال) در پایان سال مالی منتهی به ۱۳۹۵/۱۲/۳۰ افزایش یافته است. خلاصه ای از تغییرات سرمایه شرکت تاکنون به شرح زیر می باشد:

تغییرات سرمایه شرکت

تاریخ افزایش سرمایه	درصد افزایش سرمایه	سرمایه جدید (میلیون ریال)	محل افزایش سرمایه
۱۳۷۰/۱۱/۰۱	۴۰۰	۲۵	آورده نقدی
۱۳۷۱/۰۹/۲۴	۷۰۰	۲۰۰	آورده نقدی
۱۳۷۲/۰۴/۰۱	۱۰۰	۴۰۰	آورده نقدی



مطالبات حال شده و آورده نقدی	۱۲۰۰	۲۰۰	۱۳۷۵/۱۲/۲۰
مطالبات حال شده و آورده نقدی	۱۶۰۰	۳۳	۱۳۷۶/۱۰/۰۱
آورده نقدی	۴۰۰۰	۱۵۰	۱۳۷۷/۱۰/۲۳
مطالبات حال شده و آورده نقدی	۱۶۰۰۰	۳۰۰	۱۳۸۰/۰۹/۰۴
سود انباشته	۴۸۰۰۰	۲۰۰	۱۳۸۶/۰۴/۳۰
مطالبات حال شده و آورده نقدی	۱۲۰۰۰۰	۱۵۰	۱۳۸۹/۰۲/۲۲

ترکیب فعلی سهامداران در پایان سال ۹۵ به ترتیب زیر می باشد

نام سهامدار	تعداد سهام	درصد
شرکت توسعه معادن روی ایران	۶۲/۲۲/۷۰۲	۵۱/۸۶
شرکت سرمایه گذاری تامین اجتماعی نیروهای مسلح	۱۹/۰۰۰/۰۰۰	۱۵/۸۳
حقیقی	۲/۱۳۵/۴۷۰	۱/۷۸
حقیقی	۱/۲۸۰/۰۰۰	۱/۰۷
سایر سهامداران	۳۵/۳۵۶/۸۲۸	۲۹/۴۶

بررسی صورت سود و زیان شرکت

جدول زیر نمایی از صورت سود و زیان شرکت برای سالهای ۹۴ و ۹۵ و ۹۶ و درصدهای پوشش عملکرد ۳ ماهه شرکت می باشد.

با نگاهی گذرا به وضعیت سود و زیان می بینیم که شرکت از نظر مبلغ فروش کاور ۲۰ درصدی داشته که عمده دلیل آن هم مربوط به فروش ۱۶۸۳ تن شمش روی تا پایان خرداد ۹۶ می باشد و این در حالی ست که شرکت توانسته در این مدت ۲۲۲۷ تن شمش روی تولید کند که نسبت به دوره مشابه سال قبل حاکی از رشد ۲۱ درصدی تولید دارد. رشد تولید از ن جهت اهمیت دارد که یکی از فروض اساسی شرکت فروش ۹۰۰۰ تن برای سال ۹۶ می باشد و این در حالی ست که در سال ۹۵ تنها موفق به تولید ۷۶۳۷ تن شمش روی شده ست. مفروضات اساسی شرکت برای پیش بینی سود سال ۹۶ عبارتند از :

۱. نرخ فروش شمش روی : ۲۴۰۰ دلار برای هر تن

۲. نرخ برابری دلار : ۳۷۰۰۰ ریال

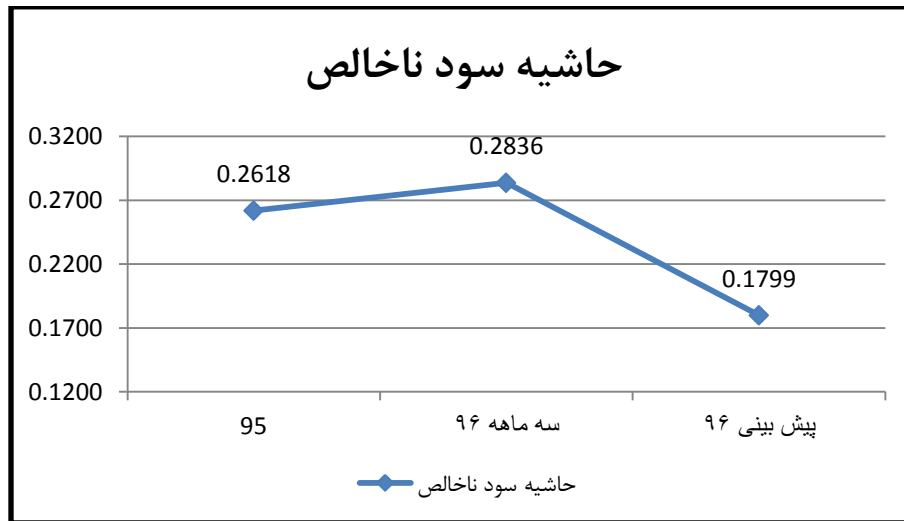


۳. مقدار فروش : ۹۰۰۰ تن

مطرح کردن مفروضات به این دلیل است که در ادامه هم بیشتر بر همین موضوعات متمرکز خواهیم بود.

درصد پوشش	پیش بینی ۹۶	سه ماهه ۹۶	۹۵	۹۴	
۰,۱۹۹	۸۱۶,۱۴۹	۱۶۲,۶۵۵	۶۸۰,۱۵۸	۴۲۲,۹۳۸	فروش
۰,۱۷۴	۶۶۹,۳۱۶	۱۱۶,۵۲۰	۵۰۲,۰۷۷	۴۲۲,۶۱۸	بهای تمام شده کالای فروش رفته
۰,۳۱۴	۱۴۶,۸۳۳	۴۶,۱۳۵	۱۷۸,۰۸۱	۳۲۰	سود (زیان) ناخالص
۰,۲۵۰	۳۸,۶۶۱	۹,۶۶۵	۳۰,۱۳۹	۲۴,۵۳۱	هزینه های عمومی ، اداری و تشکیلاتی
۰,۲۴۸	۱۳۳	۳۳	۲۰۰	۵۲	خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی
۰,۳۳۷	۱۰۸,۰۳۹	۳۶,۴۳۷	۱۴۸,۱۴۲	۲۴,۲۶۳	سود (زیان) عملیاتی
۰	۰	۰	۳,۲۵۸	۱۱,۴۵۲	هزینه های مالی اداری
۰,۳۴۵	۱۳,۰۲۱	۴,۴۹۰	۱۴,۲۷۱	۷,۰۱۰	درآمد حاصل از سرمایه گذاریها
۲,۲۱۸	۶۹۲	۱,۵۳۵	۴,۳۹۷	۰	خالص درآمد (هزینه) های متفرقه
۰,۳۲۷	۱۲۰,۳۶۸	۳۹,۳۹۲	۱۵۴,۷۵۸	۲۸,۷۰۵	سود (زیان) قبل از اقلام غیرمترقبه ، اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری
۰	۰	۰	۰	۰	اقلام غیرمترقبه اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری و مالیات
۰,۳۲۷	۱۲۰,۳۶۸	۳۹,۳۹۲	۱۵۴,۷۵۸	۲۸,۷۰۵	سود و زیان قبل از کسر مالیات
۰,۳۶۳	۸,۳۲۳	۳,۰۲۱	۲۴,۲۰۶	۰	مالیات
۰,۳۲۵	۱۱۲,۰۴۵	۳۶,۳۷۱	۱۳۰,۵۵۲	۲۸,۷۰۵	سود (زیان) خالص پس از کسر مالیات
۰,۳۳۷	۹۰۰	۳۰۴	۱,۲۳۵	۲۰۲	سود عملیاتی هر سهم
۰,۳۲۷	۱,۰۰۳	۳۲۸	۱,۲۹۰	۲۳۹	سود هر سهم قبل از کسر مالیات
۰,۳۲۵	۹۳۴	۳۰۳	۱,۰۸۸	۲۳۹	سود هر سهم پس از کسر مالیات
	۱۲۰,۰۰۰	۱۲۰,۰۰۰	۱۲۰,۰۰۰	۱۲۰,۰۰۰	سرمایه

با همه موارد فوق و با وجود اینکه شرکت تنها با پوشش ۲۰ درصدی فروش توانسته بیش از ۳۰ درصد سود هر سهم را به صورت عملیاتی کاور کند عجیب به نظر می رسد که شرکت کماکان تمایلی به تعدیل مثبت بیشتر نداشته و سود هر سهم را تنها ۵ تومان افزایش داده است. شاید مهمترین مساله در پیش بینی شرکت از حاشیه ناخالص برای سال ۹۶ می باشد که کاملاً عجیب به نظر می رسد. نمودار زیر روند حاشیه سود ناخالص شرکت را نشان می دهد.



همانطور که می بینید شرکت به طرز جالبی علاقه به پایین نشان دادن حاشیه سود ناخالص خود دارد. در حالی که سال ۹۵ حاشیه نزدیک به ۲۶ و برای ۳ ماهه ۹۶ هم حاشیه بیش از ۲۸ درصد است اما پیش بینی شرکت برای کل سال ۹۶ ناگهان به ۱۸ درصد افت کرده است. مشاهده می شود که مساله در حقیقت تنها حاشیه سود ناخالص است که قصد داریم در ادامه به بررسی عوامل تشکیل دهنده آن از جمله فروش و بهای تمام شده بپردازیم.

فروش

همانطور که اشاره شد شرکت از لحاظ مقداری امسال هدف بالاتری را نسبت به سال گذشته برای خود انتخاب کرده است. در حالی که سال گذشته شرکت موفق به تولید ۷۳۶۷ تن شمش روی شده امسال اما برای فروش هدف ۹۰۰۰ تنی را در نظر گرفته که در حقیقت ۱۵۹ تن هم موجودی ابتدای دوره وجود داشته است. اما با تمام این مسائل، تولید ۲۲۲۷ تنی در سه ماهه نخست (با فرض خطی بودن) امکان تولید و فروش ۹۰۰۰ تن را غیر ممکن نمی داند.

جدول زیر نرخ فروش شرکت را برای دوره های زمانی مختلف نشان می دهد.

شرح	واقعی ۹۵	پیش بینی اولیه ۹۶	سه ماهه اول ۹۶	پیش بینی فعلی ۹۶
نرخ فروش شمش روی (ریال به کیلوگرم)	۸۹/۰۶۱	۸۸/۸۰۰	۹۶/۶۴۶	۹۰/۶۸۳

مشاهده می شود که نرخ شمش روی به فروش رفته در ۳ ماهه اول سال بالاتر از پیش بینی است. (پیش بینی محتاطانه صورت گرفته است)

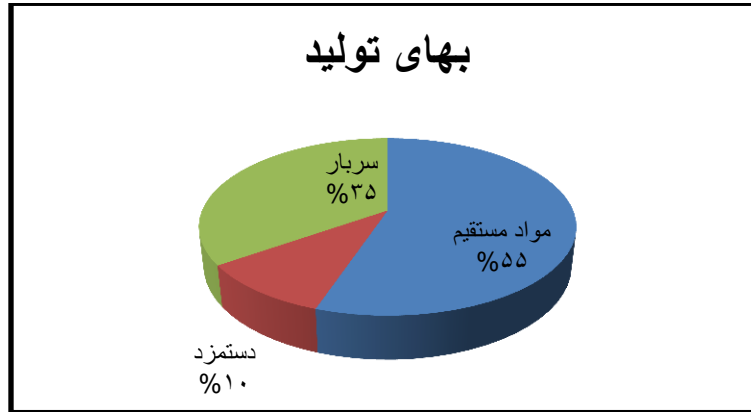
شرکت در پیش بینی اول خود برای سال ۹۶ دلار را ۳۷۰۰ تومان و هر تن شمش را ۲۴۰۰ دلار برآورد کرده بود و برای پیش بینی دوم که براساس عملکرد ۳ ماهه انجام شده نرخ فروش با رشد ۲,۱ درصدی همراه شده است. به عبارتی اگر نرخ دلار را کماکان ۳۷۰۰ تومان در نظر بگیریم نرخ فروش روی ۲۴۵۰ دلار خواهد بود و این در حالی است که نرخ



فروش روی در بازار LME در بازه بین ۲۷۵۰ تا ۲۸۵۰ در نوسان می باشد و از طرفی دلار هم در محدوده ۳۷۷۰ تومان قرار دارد و امید به افزایش آن تا پایان سال وجود دارد. نکته قابل ذکر اینکه، چه محصول در داخل به فروش رود و چه صادر شود، نرخ فروش براساس دلار آزاد تعیین می شود.

بهای تمام شده :

سهام هر یک از اقلام تشکیل دهنده بهای تولید در سال ۹۵ را در نمودار زیر مشاهده می کنید



همانطور که مشاهده می کنید عمده بهای تولید را مواد مستقیم تشکیل می دهد. جدول مقایسه ای بین اقلام مختلف مواد مستقیم مصرفی شرکت در بازه های ۳ ماهه ۹۶ و ۹۵ و پیش بینی ۹۶ می باشد.

شرح	پیش بینی ۹۶			واقعی ۳ ماهه ۹۶			واقعی ۹۵		
	مقدار	مبلغ	نرخ	مقدار	مبلغ	نرخ	مقدار	مبلغ	نرخ
اسید سولفوریک	۲۱,۹۸۷	۴۸,۶۷۳	۲,۲۱۳,۷۱۷	۶,۴۵۳	۱۴,۴۹۸	۲,۲۴۶,۷۰۷	۲۱,۵۴۴	۵۰,۴۳۰	۲,۳۴۰,۷۹۱
پودر روی	۴۷۵	۴۳,۴۰۳	۹۱,۳۷۴,۷۳۷	۱۱۲	۱۱,۱۵۰	۹۹,۵۵۳,۵۷۱	۳۸۶	۳۲,۳۴۱	۸۳,۷۸۴,۹۷۴
پرمنگنات پتاسیم	۱۸۳	۱۷,۰۴۸	۹۳,۱۵۸,۴۷۰	۴۲	۳,۵۶۲	۸۴,۸۰۹,۵۲۴	۱۵۶	۱۱,۷۹۳	۷۵,۵۹۶,۱۵۴
خاک	۵۳,۱۲۳	۲۹۶,۴۱۷	۵,۵۷۹,۸۲۴	۱۳,۵۲۳	۶۷,۴۵۳	۴,۹۸۸,۰۲۰	۴۳,۸۹۹	۱۷۰,۰۰۱	۳,۸۷۲,۵۴۸
سایر	۱۰,۲۹۲	۲۴,۸۵۱	۲,۴۱۴,۵۹۴	۲,۳۴۲	۴,۹۵۲	۲,۱۱۴,۴۳۲	۹,۷۳۲	۲۵,۱۴۶	۲,۵۸۳,۸۴۷

همانطور که مشاهده می کنید با وجود اینکه شرکت پیش بینی نرخ فروش را اندکی نسبت به پیش بینی اول افزایش داده و همچنان هم این نرخ را کمتر از نرخ فروش ۳ ماهه در نظر گرفته اما در بخش مواد مستقیم (به جز در مورد پودر روی) شاهد افزایش نرخ های خرید پیش بینی نسبت به نرخ های واقعی ۳ ماهه هستیم. به عنوان مثال نرخ خرید خاک را تنی ۵/۵۷۹/۸۲۴ پیش بینی کرده در حالی که در ۳ ماهه ۹۶ با قیمت تنی ۴/۹۸۸/۰۲۰ ریال خریداری کرده است



نزدیک به ۱۱ درصد افزایش نسبت به واقعی ۳ ماهه) و این در حالی ست که نرخ فروش افزایش نداشته است. قابل ذکر است که نرخ خرید خاک هم با افزایش نرخ LME رابطه مستقیم دارد و نتیجتاً نرخ فروش شمش با نرخ خرید خاک رابطه مستقیم دارند و نمی توان یکی را بدون دیگری افزایش داد. نکته دیگر اینکه این افزایش نرخ مربوط به عیار خاک هم نمی باشد چون نرخ مصرف خاک در پیش بینی ۹۶ نسبت به واقعی ۹۵ تغییری نکرده است. (برای تولید یک تن شمش نیاز به تقریباً شش تن خاک می باشد)

با مقایسه نرخ فروش و نرخ خرید مواد اولیه می بینیم که یکی از دلایل افت حاشیه سود ناخالص همین مورد می باشد. به عبارتی شرکت برای خود افزایش نرخ فروش را در نظر نگرفته ولی افزایش نرخ خرید مواد اولیه را در صورتهای خود آورده ست که به نظر غیر منطقی ست و این در حالی ست که بین نرخ خرید عمده مواد اولیه و محصول رابطه مستقیمی در این صنعت وجود دارد.

اما مطلب دومی که باعث افت حاشیه سود ناخالص شرکت می شود در مورد قلم بازیافت ضایعات (سرباره ذوب روی و کیک) می باشد. این عنوان که یک قلم کاهنده در حساب بهای تمام شده می باشد در سال ۹۵ ، ۸,۵ درصد از بهای تولید و در سال ۹۴ هم ۱۱,۸ درصد از بهای تولید را کاهش داده است اما در عمل چنین قلمی در پیش بینی های فعلی شرکت برای سال ۹۶ وجود ندارد که همین مطلب باعث بیشتر جلوه دادن بهای تمام شده می شود.

دو مطلب فوق در کنار یکدیگر باعث کاهش حاشیه سود ناخالص به ۱۸ درصد در پیش بینی برای سال ۹۶ می شود. در ادامه به پیش بینی صورت سود و زیان شرکت برای سال ۹۶ با توجه به عملکرد ۳ ماهه شرکت و مفروضات زیر می پردازیم :

۱. موجودی اول دوره و پایان دوره تغییری نداشته باشد.
۲. ترکیب نرخ مصرف مواد اولیه مطابق با واقعی سال ۹۵ باشد (شرکت برای پیش بینی سال ۹۶ هم تقریباً همینطور عمل کرده است)
۳. به جز اسید سولفوریک و پرمنگنات پتاسیم بقیه مواد اولیه به طور خطی با نرخ شمش روی LME رابطه دارند.
۴. نرخ دلار ۳۸۰۰ تومان باشد
۵. نرخ شمش روی ۲۸۰۰ دلار باشد (میانگین کل سال ۹۶)
۶. شرکت موفق به تولید و فروش ۹۰۰۰ تن شمش روی بشود.
۷. نرخ مالیات با فرض اینکه ترکیب فروش برطبق پیش بینی شرکت (۸۰ درصد خارجی و ۲۰ درصد داخلی) در نظر گرفته شده است.



تحلیلی ۹۶	
۹۴۰.۸۲۷	فروش
۶۸۴.۲۱۶	بهای تمام شده کالای فروش رفته
۲۵۶.۶۱۱	سود (زیان) ناخالص
۳۸.۶۶۱	هزینه های عمومی ، اداری و تشکیلاتی
۱۳۳	خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی
۲۱۷.۸۱۷	سود (زیان) عملیاتی
۰	هزینه های مالی اداری
۱۳۰.۲۱	درآمد حاصل از سرمایه گذاریها
۶۹۲	خالص درآمد (هزینه) های متفرقه
۲۳۰.۱۴۶	سود (زیان) قبل از ارقام غیرمترقبه ، اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری
۰	ارقام غیرمترقبه اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری و مالیات
۲۳۰.۱۴۶	سود و زیان قبل از کسر مالیات
۱۱.۵۰۷	مالیات
۲۱۸.۶۳۹	سود (زیان) خالص پس از کسر مالیات
۱.۸۱۵	سود عملیاتی هر سهم
۱.۹۱۸	سود هر سهم قبل از کسر مالیات
۱.۸۲۲	سود هر سهم پس از کسر مالیات
۱۲۰.۰۰۰	سرمایه

نکته ۱ : پیش بینی عدد مربوط به بازیافت ضایعات که مربوط به سربار ذوب می باشد و همانطور که گفته شد کاهنده بهای تمام شده می باشد امکان پذیر نیست . این قلم با کاهش بهای تمام شده می تواند باعث افزایش سود در نهایت شود.

نکته ۲ : تغییر ترکیب بین فروش صادراتی و داخلی هم به وضوح بر پیش بینی تاثیر گذار است.

سلب مسئولیت: مخاطبین محترم بر این امر واقف باشند که مطالب ارائه شده صرفاً منعکس کننده اطلاعات بازار بوده لذا تصمیم گیری و انجام هرگونه خرید یا فروش بر اساس اطلاعات فوق بر عهده خود اشخاص بوده و این کارگزاری هرگونه مسئولیتی نسبت به سود و زیان احتمالی کاربران را از خود سلب می نماید.