



باسمه تعالی

شرکت کارگزاری
آفتاب درختان خاورمیانه
(سهامی خاص)



کارگزاری آفتاب درختان خاورمیانه

تحلیل بنیادی شرکت معادن بافق

تیر ۱۳۹۶



معرفی شرکت

تاریخچه

شرکت معادن بافق در تاریخ ۱۶ خرداد ۱۳۴۵ به صورت سهامی خاص تاسیس شد. این شرکت در تاریخ ۱۳۷۰/۰۳/۲۱ به شرکت سهامی عام تبدیل و در تاریخ ۱۳۷۵/۱۲/۲۰ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شد. مرکز اصلی شرکت در محور بافق - بهاباد در کنار روستای کوشک می باشد. شرکت اجازه بهره برداری از معدن سرب و روی کوشک را که قبلا از سال ۱۳۳۷ بمدت بیست سال به شرکت صنعتی و معدنی ایران واگذار شده بود طی پروانه بهره برداری ۹۳۷۲ ر ۱۰۰ دریافت و سپس مجددا از تاریخ ۱۳۷۸/۳/۲۷ بنام شرکت بافق به مدت ۲۰ سال دیگر تمدید کرد.

فعالیت اصلی شرکت :

- اکتشاف و استخراج و بهره برداری از معادن بطور اعم
- خرد کردن و شستشو و دانه بندی و تغلیظ و ذوب مواد معدنی و تاسیس کارخانجات مربوطه
- وارد کردن ماشینات آلات و تجهیزات مهدنی و صنایع وابسته
- انجام کلیه امور بازرگانی و صادرات و واردات و امور مربوط با موضوع شرکت
- مشارکت و سرمایه گذاری در سایر شرکتهایی که موضوع آنها با موضوع مطروحه در بندهای فوق منطبق باشد

سرمایه و ترکیب سهامداران

سرمایه شرکت در بدو تاسیس مبلغ ۸۴ میلیون ریال بوده که طی مراحل به شرح زیر به مبلغ ۲۰۲۵۰۰ میلیون ریال افزایش یافته ست.

تغییرات سرمایه شرکت

تاریخ افزایش سرمایه	درصد افزایش سرمایه	سرمایه جدید (میلیون ریال)	محل افزایش سرمایه
۱۳۷۰/۰۳/۲۰	۲۰۰	۱۳۵۰	از محل سود انباشته
۱۳۷۵/۱۲/۲۵	۱۵۰	۳۳۷۵	از محل انباشته و مطالبات
۱۳۸۲/۹/۱	۲۰۰	۱۰۱۲۵	از محل مطالبات و آورده نقدی
۱۳۹۰/۴/۲۰	۴۰۰	۵۰۶۲۵	از محل سود انباشته
۱۳۹۳/۴/۲۹	۴۰۰	۲۰۲۵۰۰	از محل سود انباشته

ترکیب فعلی سهامداران بر طبق سایت فناوری بورس به ترتیب زیر می باشد



نام سهامدار	تعداد سهام	درصد
شرکت خدمات بازرگانی پیمان امیر	۱۵۵/۷۲۶/۵۲۹	۷۶,۹
حقیقی	۳/۰۳۹/۷۰۰	۱,۵
حقیقی	۲/۰۷۱/۷۶۱	۱,۰۲

بررسی فروش شرکت

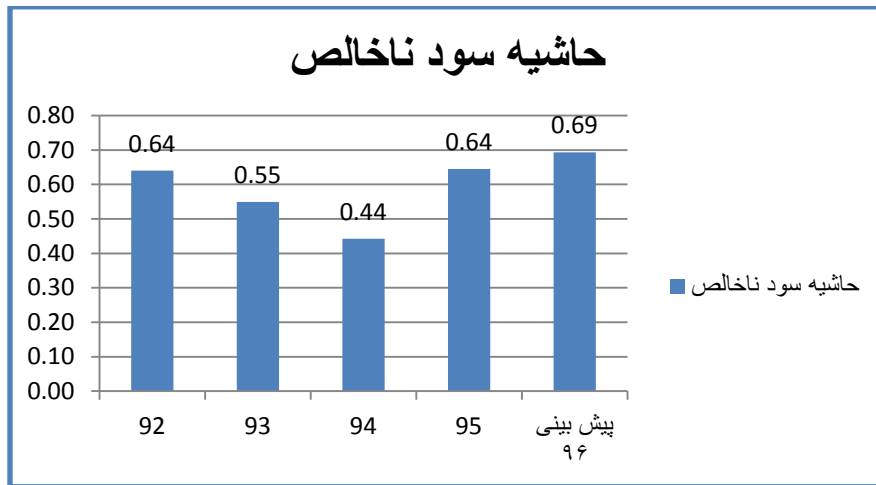
شرکت بنا دارد امسال از طرح افزایش تولید خود بهره برداری کند. ظرفیت اسمی طرح ۱۲۰۰۰ تن کنستانتیره روی و ۳۰۰۰ تن کنستانتیره سرب است که شرکت پیش بینی کرده از نیمه دوم سال بهره برداری از این طرح آغاز خواهد شد و به طور عملی باعث افزایش ۱۰۰۰ تنی کنستانتیره سرب و ۶۰۰۰ تنی کنستانتیره روی خواهد شد. همچنین تا پایان اردیبهشت شرکت موفق به تولید ۲۴۱۸ تن کنستانتیره روی و ۲۹۲ تن کنستانتیره سرب شده که تقریباً منطبق با ظرفیت واقعی سال ۹۵ شرکت می باشد. جدول زیر یکی از مفروضات مهم پیش بینی ۹۶ را (مقدار تناژ تولید و فروش) را نشان می دهد.

شرح	تولید واقعی سال ۹۵	افزایش ظرفیت اسمی ۹۶	افزایش ظرفیت عملی پیش بینی ۹۶	ظرفیت پیش بینی شده سال ۹۶
کنستانتیره سرب	۲۱۴۸	۳۰۰۰	۱۰۰۰	۳۰۰۰
کنستانتیره روی	۱۵۷۰۸	۱۲۰۰۰	۶۰۰۰	۲۲۰۰۰

به نظر می رسد برای اطمینان کردن به پیش بینی شرکت باید آمار تولید ماهانه شرکت را مد نظر قرار داد (به خصوص در ماه های ابتدای ۶ ماهه دوم سال ۹۶) و اگر تغییرات با اهمیت مثبتی رخ داد می توان به این پیش بینی باور داشت.

کل فروش شرکت صادراتی است و همین مساله فروش شرکت را متاثر از نرخ دلار می کند. پیش بینی شرکت برای سال ۹۶ دلار ۳۶۰۰ تومانی است که پایین تر از نرخ بازار دلار می باشد و به علاوه چندان کاهش قیمتی هم برای دلار از نظر کارشناسان پیش بینی نمی شود.

اما مطلب مهمی که در مورد فروش سال ۹۵ وجود داشته سیاست فروش شرکت می باشد. به نحوی که تولید مداوم انجام می شده اما فروی صورت نمی گرفت. در نتیجه این سیاست شرکت در عملکرد واقعی ۶ ماهه اول سال ۹۵ هیچ فروشی نداشته و حتی زیان ساخته بود. همین مساله باعث رشد حاشیه سود ناخالص چشمگیر شرکت شده است. نمودار زیر روند حاشیه سود ناخالص را نشان می دهد.



این مطلب مثل تیغ دو لبه برای شرکت عمل خواهد کرد. همانطور که در سال ۹۵ با رشد قیمت روی در ۶ ماهه دوم سال، این سیاست بازده مناسبی را برای شرکت فراهم کرد اما در صورت افت قیمت هم باعث از دست رفتن فرصت مناسبی خواهد شد.

اما مطلب دیگر در مورد فروش، هزینه استحصال (Treatment Charge) است. در زنجیره ارزش تولید شمش روی، تولید کنندگان دو قسم هستند. معدنکار (Miner) و ذوبکار (Smelter). تمام زنجیره ارزش از خاک تا شمش روی بین این دو دسته تقسیم خواهد شد. معدنکاران خاک را به کنستانتره و ذوبکاران هم کنستانتره را به شمش روی تبدیل می کنند. به طور قراردادی ذوبکاران برای ۸۵ درصد فلز موجود در کنستانتره و همچنین برای ۹۵ درصد فلز موجود در کنستانتره سرب پول پرداخت می کنند. (به مابقی اختلاف ۱۵ و ۵ درصدی که جز سود ذوبکار می باشد، Free Metal می گویند) در صنایع معدنی هزینه عملیات حرارتی (Treatment) و پالایش (Refining) بخش عمده بهای تمام شده را شامل می شود. بهای استحصال به هزینه ذوب کردن سنگ (Ore) و رسیدن به فلز گفته می شود. این هزینه چه در مورد صنعت مس و چه روی و سرب، توسط ذوبکاران از معدنکاران گرفته می شود. به طور کلی این هزینه براساس مذاکره بین طرفین تعیین می شود و تغییرات آن به وضوح دست بالا و پایین بودن طرفین مذاکره را نشان می دهد چون با کاهش هزینه استحصال در حقیقت سود بخش معدنکاری افزایش و با افزایش هزینه استحصال سود بخش ذوبکار افزایش می یابد. به عنوان مثال کمبود کنستانتره می تواند باعث دست بالای بخش معدنکار در مذاکره و در نتیجه کاهش هزینه استحصال شود و یا با افزایش قیمت LME تولید معدنکاران ممکن است که افزایش یابد و همین مطلب دست ذوبکاران را باز بگذارد. هزینه استحصال معمولاً براساس یک پایه (به عنوان مثال هزینه پایه می تواند ۲۰۰ دلار برای قیمت ۲۵۰۰ دلار در تن LME انتخاب شود) و یک سری ضرایب کاهش و افزایش تعیین می شوند. در شرایط نرمال بودن پایه و شرایط بازار، با افزایش قیمت LME از حد پایه ضریب مثبت و با عبور LME از قیمت پایه، ضریب منفی خواهد بود.



شرکت این هزینه را برای کنستانتیره روی و سرب ۱۷۰ دلار در تن پیش بینی کرده ست در حالی که براساس پلتس در تاریخ ۲۵ ماه می ، این هزینه نزدیک به ۴۰ تا ۵۰ دلار برای کنستانتیره وارداتی به چین بوده ست که این تفاوت به نفع شرکت می باشد.

همانطور که گفته شد کل فروش شرکت صادراتی ست و قیمت کنستانتیره سرب و روی براساس فرمول های زیر تعیین می شوند

قیمت کنستانتیره روی = ((درصد خلوص - ۸) * LME - هزینه استحصال) * نرخ دلار

قیمت کنستانتیره سرب = ((درصد خلوص - ۳) * LME - هزینه استحصال) * نرخ دلار

نرخ های داخلی اما براساس جداول ایمیدرو تعیین می شود. جداول تحت تاثیر فاکتورهایی مثل میانگین دلار مبادله ای و آزاد و قیمت LME و درصد خلوص و مقدار تحویل قرار دارد و چون شرکت فروش داخلی ندارد نیازی هم به این قیمت ها نداریم.

جدول زیر به طور خلاصه فاکتورهای پیش بینی شرکت در مورد فروش را نشان می دهد :

۲۲۰۰۰	تناژ فروش کنستانتیره روی
۳۰۰۰	تناژ فروش کنستانتیره سرب
۲۷۰۰	نرخ فروش روی (دلار)
۲۱۰۰	نرخ فروش سرب (دلار)
۰,۴۵	عیار کنستانتیره روی
۰,۵	عیار کنستانتیره سرب
۱۷۰	هزینه استحصال (دلار)
۳۶۰۰۰	نرخ دلار



صورت سود و زیان شرکت :

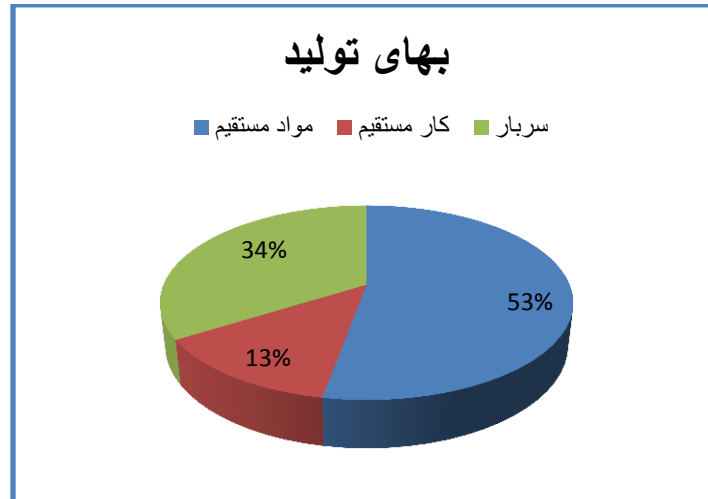
پیش بینی ۹۶	۹۵	۹۴	۹۳	
۷۶۶,۱۸۸	۵۳۹,۶۷۴	۳۱۴,۷۳۳	۲۸۰,۸۵۵	فروش
۲۳۵,۰۹۹	۱۹۱,۸۵۶	۱۷۵,۵۰۱	۱۲۶,۵۹۲	بهای تمام شده کالای فروش رفته
۵۳۱,۰۸۹	۳۴۷,۸۱۸	۱۳۹,۲۳۲	۱۵۴,۲۶۳	سود (زیان) ناخالص
۸۳,۴۷۴	۶۲,۸۲۹	۴۹,۹۵۷	۴۹,۷۷۵	هزینه های عمومی ، اداری و تشکیلاتی
.	.	.	.	خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی
۴۴۷,۶۱۵	۲۸۴,۹۸۹	۸۹,۲۷۵	۱۰۴,۴۸۸	سود (زیان) عملیاتی
.	.	.	.	هزینه های مالی اداری
.	.	.	.	درآمد حاصل از سرمایه گذاریها
.	۱,۰۶۷	۱۷۸	۲۸۱	خالص درآمد (هزینه) های متفرقه
۴۴۷,۶۱۵	۲۸۶,۰۵۶	۸۹,۴۵۳	۱۰۴,۷۶۹	سود (زیان) قبل از اقلام غیرمترقبه ، اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری
.	.	.	.	اقلام غیرمترقبه اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری و مالیات
۴۴۷,۶۱۵	۲۸۶,۰۵۶	۸۹,۴۵۳	۱۰۴,۷۶۹	سود و زیان قبل از کسر مالیات
.	.	.	.	مالیات
۴۴۷,۶۱۵	۲۸۶,۰۵۶	۸۹,۴۵۳	۱۰۴,۷۶۹	سود (زیان) خالص پس از کسر مالیات
۲,۲۱۰	۱,۴۰۷	۴۴۱	۵۱۶	سود عملیاتی هر سهم
۲,۲۱۰	۱,۴۱۳	۴۴۲	۵۱۷	سود هر سهم قبل از کسر مالیات
۲,۲۱۰	۱,۴۱۳	۴۴۲	۵۱۷	سود هر سهم پس از کسر مالیات
۲۰۲,۵۰۰	۲۰۲,۵۰۰	۲۰۲,۵۰۰	۲۰۲,۵۰۰	سرمایه

شرکت به دلیل فروش صادراتی از معافیت مالیاتی برخوردار است و هزینه مالیاتی ندارد و به علاوه هزینه مالی شرکت هم در طی این سال ها صفر بوده است.

نمودار زیر شرایط کلی بهای تمام شده را نشان می دهد. همانطور که مشاهده می شود عمده بهای تمام شده از مواد مستقیم نشات می گیرد که خود این قلم از مواد مستقیم ناریه و هزینه های استخراج سنگ نشات می گیرد. همین طور عمده هزینه های استخراج از معدن هم یا از نیروی کار و یا از استهلاک می باشد. بخش دیگری از بهای تمام شده هم از دستمزد و سربار بخش فلوتاسیون نشات می گیرد. می بینیم که بر خلاف بیشتر شرکت های فعال در زنجیره روی ، بیشتر بهای تمام شده این شرکت از دستمزد و حقوق و همچنین استهلاک تشکیل شده است. این برای شرکت یک نکته مثبت می باشد و دلیل آن هم حق بهره برداری از معدن است (در حالی که بیشتر شرکت های دیگر از خاک معدن انگوران به عنوان مواد اولیه استفاده می کنند که قیمت این خاک توسط ایمیدرو و براساس قیمت های جهانی ابلاغ می



شود) زمانی که شرکت های دیگر با افزایش نرخ های جهانی با افزایش بهای تمام شده روبرو می شوند این شرکت چندان تحت تاثیر قرار نمی گیرد. به علاوه با توجه به دستمزد و سربار محور بودن بهای تمام شده می توان به پیش بینی شرکت اعتماد کرد. چون عمده افزایش ها در این اقسام کاملا مشخص ست و تحت تاثیر تصمیمات شرکت و اداره کار می باشد) واضح ست که بهای این اقسام به سادگی قابلیت پیش بینی دارند.



پیش بینی سود شرکت :

جدول زیر پیش بینی سود شرکت براساس مفروضات زیر می باشد :

۱. نرخ روی ۳ تیر ۹۶ : ۲۷۰۲ دلار
۲. نرخ سرب ۳ تیر ۹۶ : ۲۲۲۹ دلار
۳. هزینه استحصال : ۵۰ دلار (براساس آخرین اطلاع نگارنده و براساس نشریه پلتس مربوط به خرداد ۹۶)
۴. نرخ دلار : ۳۷۵۰۰ ریال
۵. عیار کنستانتره روی ۴۶ و عیار کنستانتره سرب ۵۰ درصد
۶. فرض می کنیم شرکت بتواند میزان فروش خود را محقق کند. این به معنی فروش ۳ هزار تنی سرب و ۲۲ هزار تنی روی ست
۷. با توجه به اینکه عمده بهای تمام شده براساس حقوق و دستمزد مستقیم و غیر مستقیم و استهلاک و یا اقسام قابل پیش بینی ست به پیش بینی شرکت اتکا می کنیم . (یادآوری می شود شرکت دارای معادن روباز و سربسته ست که هزینه مواد مستقیم شرکت هم از این معادن برمی آید و هزینه استخراج ست که آن هم عمدتا هزینه حقوق و دستمزد ست)



تحلیلی ۹۶	
۹۱۸,۰۶۰	فروش
۲۳۵,۰۹۹	بهای تمام شده کالای فروش رفته
۶۸۲,۹۶۱	سود (زیان) ناخالص
۸۳,۴۷۴	هزینه های عمومی ، اداری و تشکیلاتی
۰	خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی
۵۹۹,۴۸۷	سود (زیان) عملیاتی
۰	هزینه های مالی اداری
۰	درآمد حاصل از سرمایه گذاریها
۰	خالص درآمد (هزینه) های متفرقه
۵۹۹,۴۸۷	سود (زیان) قبل از اقلام غیرمترقبه ، اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری
۰	اقلام غیرمترقبه اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری و مالیات
۵۹۹,۴۸۷	سود و زیان قبل از کسر مالیات
۰	مالیات
۵۹۹,۴۸۷	سود (زیان) خالص پس از کسر مالیات
۲,۹۶۰	سود عملیاتی هر سهم
۲,۹۶۰	سود هر سهم قبل از کسر مالیات
۲,۹۶۰	سود هر سهم پس از کسر مالیات
۲۰۲,۵۰۰	سرمایه

جداول زیر مربوط به پیش بینی سود براساس سناریو ها و شرایط متفاوت ست که کمک می کند تا تغییرات سود نسبت به تغییرات عوامل محرک را بررسی کنیم



سناریو بدبینانه	
میزان فروش سرب	۱,۵۰۰
میزان فروش روی	۱۶,۰۰۰
نرخ فروش سرب	۲,۰۰۰
نرخ فروش روی	۲,۴۰۰
T/C	۱۷۰
نرخ دلار	۳۷,۰۰۰
سود هر سهم	۸۰۷

بهترین سناریو	
میزان فروش سرب	۳,۰۰۰
میزان فروش روی	۲۲,۰۰۰
نرخ فروش سرب	۲,۵۰۰
نرخ فروش روی	۳,۰۰۰
T/C	۵۰
نرخ دلار	۴۰,۰۰۰
سود هر سهم	۳,۸۳۰

سناریو بینابین ۲	
میزان فروش سرب	۲,۰۰۰
میزان فروش روی	۱۸,۰۰۰
نرخ فروش سرب	۲,۲۰۰
نرخ فروش روی	۲,۶۰۰
T/C	۱۲۰
نرخ دلار	۳۸,۰۰۰
سود هر سهم	۱,۷۰۲

سناریو بینابین ۱	
میزان فروش سرب	۲,۵۰۰
میزان فروش روی	۲۰,۰۰۰
نرخ فروش سرب	۲,۴۰۰
نرخ فروش روی	۲,۸۰۰
T/C	۸۰
نرخ دلار	۳۹,۰۰۰
سود هر سهم	۲,۷۲۲

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.