



باسمه تعالی

شرکت کارگزاری
آفتاب درختان خاورمیانه (سهامی خاص)



کارگزاری آفتاب درختان خاورمیانه
تحلیل بنیادی شرکت زغال سنگ نگین طبس

تیر ۱۳۹۶



تشریح اجمالی فرآیند

به طور کلی زغال سنگ به دو دسته کلی تقسیم می شود: زغال سنگ حرارتی و زغال سنگ کک شو.

زغال سنگ حرارتی به عنوان منبع انرژی و در صنایعی مثل سیمان و فولاد و یا تولید برق استفاده می شود. این در حالی ست که زغال سنگ کک شو به عنوان ماده اولیه تولید کک مورد استفاده ست. کک متالورژی در کوره های کک سازی از کنستانتتره زغال سنگ کک شو تولید می شود. کنستانتتره زغال سنگ کک شو به زغال سنگ هایی گفته می شود که میزان خاکستر آن حدود ۱۰ درصد باشد و دانه بندی مشخصی داشته باشد. کک حاصل هم برای تولید فولاد در روش کوره بلند مصرف می شود.

در حقیقت در فرآیند تولید فولاد به روش کوره بلند کربن موجود در کک عاملی برای جذب ملوکول های اکسیژن اکسید آهن و تولید آهن خالص می باشد. به همین دلیل درصد کربن موجود در کک و عدم وجود ناخالصی (مثل خاکستر، رطوبت و گوگرد) از اهمیت فراوانی برخوردار ست. افزایش میزان ناخالصی مقارن با کاهش ارزش حرارتی و نهایتاً کاهش راندمان تولید فولاد و افزایش میزان مصرف کک می شود.

به طور کلی زنجیره ارزش این صنعت در دو مرحله اساسی ایجاد می شود. مرحله ابتدایی اکتشاف و استخراج زغال سنگ خام از معادن ست. زغال سنگ خام استخراج شده دارای ناخالصی ست و طی مرحله دوم زنجیره ارزش که فرآوری و یا زغال شویی نامیده می شود تبدیل به کنستانتتره زغال سنگ کک شو می شود. زغال شویی شامل مراحل خردایش، فرآوری زغال سنگ درش دانه و ریز دانه، آبگیری و جداسازی باطله ها و دیو می شود. به غیر از کک می توان از نیمه کک ها، گاز کک، گاز کوره بلند و قطران هم به عنوان محصولات زغال سنگ اشاره کرد. شرکت زغال سنگ نگین طبس در مرحله اول این زنجیره و به عنوان معدنکار استخراج کننده فعالیت دارد.

شرکت ذغال سنگ نگین طبس

معرفی

در اواخر سال ۱۳۷۶ واگذاری بخشی از معادن ذغالسنگ طبس شامل معدن اولیه شماره ۲ پروده و یال شمالی معدن شماره ۳ پروده طبس که عملیات اکتشافی آنها به اتمام رسیده بود مطرح و معدن مذکور از طرف شرکت ملی فولاد ایران و در راستای سیاست های برنامه دوم توسعه اقتصادی به منظور تامین ذغالسنگ کک شو مورد نیاز صنعت فولاد کشور به اشخاص حقیقی و حقوقی واجد شرایط برای واگذاری به مزایده گذاشته شد. با عنایت



به بخشی از اهداف شرکت تکادو و شرکتهای اقماری، که تامین مواد اولیه و قطعات مورد نیاز صنعت فولاد و کاهش ارزش بری فولاد و قطع وابستگی به خارج کشور است شرکت مذکور در مزایده مربوط به معادن فوق الذکر در منطقه پروده طبس که شامل تجهیزات و حفريات زیر زمینی، ساختمانها و تاسیسات و ماشین آلات شرکت کرد و پس از بررسی صلاحیت فنی و توان مالی و اعتباری و اجرایی پیشنهاد دهندگان به عنوان برنده مزایده انتخاب گردید و معادن پروده ۲ و ۳ طی قرارداد شماره ۷۴۰۰ مورخ ۱۳۷۷/۱۰/۱۴ به شرکت تکادو واگذار شد. در مورخ ۱۳۷۸/۴/۲۳ کلیه اختیارات قرارداد فوق از طرف مدیریت محترم شرکت تکادو طی نامه شماره ۱۴۰۰ / ۱/۷۸ / ت د به شرکت تازه تاسیس ذغالسنگ نگین طبس به شماره ثبت ۱۴۷۷۰ تفویض گردید. مطابق با مجوز شماره ۱۵۱۴ مورخ ۱۳۸۲/۱۰/۲۲ صادره از سوی شورای بورس و هیئت پذیرش اوراق بهادار با درخواست شرکت مبنی بر پذیرش شرکت در بازار بورس اوراق بهادار موافقت و در تاریخ ۱۳۸۲/۱۲/۲۷ اولین نوبت معامله سهام شرکت در تالار فرعی بورس به انجام رسید و در تاریخ اول اردیبهشت ۱۳۸۶ بر اساس تصمیم شرکت بورس اوراق بهادار تهران از تابلوی فرعی به تابلوی اصلی منتقل شد.

به موجب اساسنامه اهداف و موضوع شرکت عبارتست از: تهیه طرحها و عملیات اکتشاف، استخراج، تغلیظ و فرآوری مواد معدنی اجرای عملیات اکتشافی، استخراج و تغلیظ و فرآوری و آرایش مواد معدنی، اخذ و انجام عملیات پیمانکاری و انجام خدمات مشاوره ای در این زمینه - سرمایه گذاری جهت اکتشاف و بهره برداری معادن و فرآوری مواد، انجام امور بازرگانی اعم از صادرات و واردات مرتبط با موضوع شرکت - انجام کلیه اموری که به نحوی با موضوع شرکت ارتباط داشته و در چهارچوب قوانین و مقررات موضوعه کشور جمهوری اسلامی ایران بوده و مفید و نافع باشد.

کل تولید ذغالسنگ خام کشور در سال ۱۳۹۵ بطور تقریبی سه میلیون تن و کنسانتره یک میلیون و سیصد هزار تن بوده است. معادن این شرکت پس از معادن شرکتهای بزرگ ذغالسنگ طبس و کرمان و شرکت سهامی معدنچو از نظر مقدار تولید در جایگاه چهارم کشور قرار دارد. این شرکت با تولید ۲۸۰ هزار تن ذغالسنگ خام، ۲۰ درصد تولید منطقه پروده و بیش از ۹ درصد تولید کشور را به خود احتصاص داده است. همچنین در انجام سیکل کامل عملیات معدنی شامل طراحی، تجهیز، آماده سازی و استخراج زیرزمینی این شرکت از شرکتهای توانمند و شاخص کشور به شمار میرود.



سهامداران

درصد	تعداد (میلیون سهم)	سهامدار
۴۹,۲۷	۷۳,۹	شرکت تکادو
۱,۸۴	۲,۷	شرکت سرمایه گذاری ساختمان نوین
۱,۷۸	۲,۶	سرمایه گذاری صنعت و معدن
۱,۰۷	۱,۶	صنعتی معدنی شمال شرق شاهرود
۱,۰۶	۱,۵	معادن منگنز ایران
۴۵	۶۷	سایر

همانطور که مشاهده می شود تکادو سهامدار عمده شرکت است که شرکت مذکور هم تحت مالکیت شرکت معدنی احیا سپاهان می باشد.

وضعیت سود آوری شرکت

در تاریخ ۱۹ دی ماه سال جاری کمیته پشتیبانی زغال سنگ کشور مبادرت به برگزاری جلسه ای با موضوع افزایش نرخ محصولات زنجیره ارزش زغال سنگ نمود. در این جلسه مقرر گردید که قیمت کنستانتیره زغال سنگ از تاریخ اول مهر از هر تن ۴/۵۰۰/۰۰۰ ریال به هر تن به هر تن ۵/۱۰۰/۰۰۰ افزایش یابد. با توجه به افزایش قیمت کنستانتیره به میزان ۱۳/۳ درصد ، قیمت خرید زغال سنگ خام از معادن به میزان ۱۵ درصد افزایش خواهد یافت. چون شرکت نگین طبس در مرحله ابتدایی زنجیره یا اصطلاحاً استخراج فعالیت می کند ، بر خلاف زغالشویی ها ، با افزایش نرخ فروش درگیر افزایش نرخ خرید مواد مستقیم تولید نخواهد شد. شرکت پرورده طبس به طور میانگین طی شش ماهه اول هر تن کنستانتیره را ۴/۹۸۲/۳۷۹ ریال به هر تن فروخته و در شهریور ماه هم نرخ فروش در همین حد بوده است که با احتساب ۱۳,۳ درصد افزایش نرخ به ازای هر تن حدوداً ۵/۶۶۵/۰۰۰ ریال خواهد بود و این در حالی ست که شرکت فروش دی ماه را ۵/۸۷۰/۶۹۱ ریال فاکتور کرده و کماکان مشخص نیست که ذوب آهن با چنین نرخی موافقت می کند یا خیر؟ متعاقباً شرکت نگین طبس هم در طول شش ماهه اول سال هر تن زغال سنگ خام را حدوداً با نرخ ۱/۱۴۰/۰۰۰ ریال فروخته که با افزایش ۱۵ درصدی قیمت به ۱/۳۱۱/۰۷۵ ریال به ازای هر تن می رسد و این در حالی ست که شرکت در ماه دی هر تن را ۱/۴۳۰/۳۴۹ فاکتور کرده است که ظاهراً بالاتر از رقم توافق شده است. در ادامه طبق مفروضات زیر برآوردی از سود هر سهم برای سال ۹۶ ارائه می شود.



۱. چون صورتهای نه ماهه شرکت منتشر شده فرض می کنیم صورتهای با توجه به اصلاحات قیمت فروش برای سه ماهه پاییز ارائه شده است و نرخ فروش برای ۳ ماهه آخر سال معادل دی ماه ، ۱/۴۳۰/۰۰۰ ریال ، در نظر گرفته شده است.
۲. شرکت نزدیک به ۱۷ هزار تن موجودی اول دوره داشته و فرض می شود در این دوره موفق به تولید ۲۹۰/۰۰۰ تن (با توجه به آمار تولید و فروش ماهانه دور از ذهن نیست) و فروش ۳۰۰/۰۰۰ تن زغال سنگ شود و نهایتاً نزدیک به ۸ هزار تن موجودی آخر دوره در نظر گرفته می شود.
۳. چون هزینه های شرکت عمدتاً از جنس دستمزد هستند پس قابلیت پیش بینی بیشتری دارند . از همین رو به پیش بینی شرکت می توان اعتماد کرد و سهم دارایی و اداری از سربار ۲۰ درصد باشد.
۴. نرخ مالیات بر طبق صورتهای حسابرسی شده شش ماهه اول ۹۶ و صورتهای سال ۹۵ ، ۲۰ درصد در نظر گرفته شده است.

پیش بینی ۹۶	واقعی نه ماهه ۹۶	واقعی ۹۵	
۳۸۰،۴۸۶	۲۸۳،۵۶۳	۲۹۷،۰۹۸	فروش
۲۵۹،۲۸۱	۲۱۲،۹۲۸	۲۲۹،۶۵۶	بهای تمام شده کالای فروش رفته
۱۲۱،۲۰۵	۷۰،۶۳۵	۶۷،۴۴۲	سود (زیان) ناخالص
۲۱،۸۱۰	۱۶،۰۴۰	۱۹،۲۸۲	هزینه های عمومی ، اداری و تشکیلاتی
.	.	.	خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی
۹۹،۳۹۵	۵۴،۵۹۵	۴۸،۱۶۰	سود (زیان) عملیاتی
۸،۵۰۰	۶،۳۷۹	۷،۰۴۰	هزینه های مالی اداری
.	.	.	درآمد حاصل از سرمایه گذاریها
۸۰۰	۴۳۸	۳۰۴	خالص درآمد (هزینه) های متفرقه
۹۱،۶۹۵	۴۸،۶۵۴	۴۱،۴۲۴	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
۹۱،۶۹۵	۴۸،۶۵۴	۴۱،۴۲۴	سود و زیان قبل از کسر مالیات
۱۸،۳۳۹	۹،۶۴۳	۸،۲۲۴	مالیات
۷۳،۳۵۶	۳۹،۰۱۱	۳۳،۲۰۰	سود (زیان) خالص پس از کسر مالیات
۶۶۳	۳۶۴	۳۲۱	سود عملیاتی هر سهم
۶۱۱	۳۲۴	۲۷۶	سود هر سهم قبل از کسر مالیات
۴۸۹	۲۶۰	۲۲۱	سود هر سهم پس از کسر مالیات
۱۵۰،۰۰۰	۱۵۰،۰۰۰	۱۵۰،۰۰۰	سرمایه



از آنجا که عمده هزینه شرکت از جنس دستمزد است پس برای پیش بینی سال ۹۷، افزایش نرخ دستمزد از عوامل مهم خواهد بود و با توجه به اینکه شرکت مبالغ عمده ای در اجزای دیگر صورت سود و زیان ندارد پس برای پیش بینی سود هر سهم در سال ۹۷ به ارایه جدول آنالیز حساسیت دو بعدی براساس درصدهای متفاوت افزایش نرخ دستمزد و نرخ های فروش متفاوت می پردازیم. به علاوه فرض بر فروش ۳۰۰ هزار تن و تولید ۲۹۰ هزار تن زغال سنگ و همچنین نرخ ۲۰ درصدی سهم دارایی و اداری از سربار می گذاریم. نرخ مالیات کماکان ۲۰ درصد و نرخ مواد ناریه و چوب با نرخ رشد تورم و هزینه های عمومی و اداری هم با نرخ رشد دستمزد در نظر گرفته می شوند.

جدول آنالیز حساسیت سود هر سهم برای سال ۹۷ با فرضیات فوق برآورد شده است :

تغییرات افزایش نرخ دستمزد (درصد نسبت به سال ۹۶)									
۱,۱۰	۱,۱۱	۱,۱۲	۱,۱۳	۱,۱۴	۱,۱۵	۱,۱۶	۱,۱۷	۱,۱۸	
۳۱۵	۳۰۳	۲۹۰	۲۷۸	۲۶۶	۲۵۳	۲۴۱	۲۲۹	۲۱۷	۱,۲۰۰,۰۰۰
۳۹۵	۳۸۳	۳۷۰	۳۵۸	۳۴۶	۳۳۳	۳۲۱	۳۰۹	۲۹۷	۱,۲۵۰,۰۰۰
۴۷۵	۴۶۳	۴۵۰	۴۳۸	۴۲۶	۴۱۳	۴۰۱	۳۸۹	۳۷۷	۱,۳۰۰,۰۰۰
۵۵۵	۵۴۳	۵۳۰	۵۱۸	۵۰۶	۴۹۳	۴۸۱	۴۶۹	۴۵۷	۱,۳۵۰,۰۰۰
۶۳۵	۶۲۳	۶۱۰	۵۹۸	۵۸۶	۵۷۳	۵۶۱	۵۴۹	۵۳۷	۱,۴۰۰,۰۰۰
۷۱۵	۷۰۳	۶۹۰	۶۷۸	۶۶۶	۶۵۳	۶۴۱	۶۲۹	۶۱۷	۱,۴۵۰,۰۰۰
۷۹۵	۷۸۳	۷۷۰	۷۵۸	۷۴۶	۷۳۳	۷۲۱	۷۰۹	۶۹۷	۱,۵۰۰,۰۰۰
۸۷۵	۸۶۳	۸۵۰	۸۳۸	۸۲۶	۸۱۳	۸۰۱	۷۸۹	۷۷۷	۱,۵۵۰,۰۰۰
۹۵۵	۹۴۳	۹۳۰	۹۱۸	۹۰۶	۸۹۳	۸۸۱	۸۶۹	۸۵۷	۱,۶۰۰,۰۰۰

نرخ فروش (ریال بر تن)



مشاهده می شود که افزایش نرخ فروش می تواند تاثیر شگرفی بر سبب هر سهم داشته باشد اما از طرفی انحصاری بودن خریدار همیشه تاثیر منفی بر سودآوری شرکت های فعال در صنعت زغال سنگ داشته است. در حالی که کنستانتیره در گرید premium hard در نزدیکی ۲۲۰ دلار معامله می شود با دلار ۴۵۰۰ تومانی به قیمت نزدیک به یک میلیون تومانی برای هر تن می رسیم و حتی با در نظر گرفتن وجود سولفور و خاکستر بالاتر از حد استاندارد باز هم تفاوت بسیاری با نرخ های داخلی دارد. به نظر می رسد کماکان قدرت انحصار و تصمیم گیری برای ذوب آهن تهدید جدی برای سودآوری این صنعت باشد. نتیجه اینکه دست کم برای سرمایه گذاری در سهام این صنعت باید ریسک انحصار خریدار را به جان خرید.



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.