

تحلیل بنیادی شرکت

کارگزاری
تدبیرگران فردا



فرآوری ذغال سنگ پروده طبس (کیپور)

معاونت توسعه بازار



تابستان ۱۴۰۳

www.tadbirbroker.ir



معرفی شرکت:

از دیرباز فولاد نقش اساسی و مهمی در زندگی بشریت داشته و دارد. در روش های قدیمی تولید فولاد، عموماً از کوره بلند به منظور تولید فولاد استفاده میشد و در حال حاضر نیز بیش از نیمی از واحد های تولیدی فولاد جهان به روش کوره بلند اقدام به تولید فولاد میکنند. در این روش، یکی از مواد اولیه اصلی فولادساز، کک خواهد بود که به واسطه کربن فراوانی که در خود دارد، ویژگی های منحصر به فردی را به فولاد خواهد بخشید. علاوه بر کربن، بواسطه ساختار خود، توان افزایش حرارت کوره را به منظور ذوب کردن سنگ آهن به کوره می افزاید. این زغال مصرفی، زغال کک شو است که رطوبت کمتری داشته و انرژی بیشتری آزاد میکند. نوع دیگری از زغال نیز، زغال حرارتی است که عمدتاً در صنعت نیروگاه مورد استفاده قرار میگیرد. در برخی شرکت های تولیدکننده سیمان نیز این زغال استفاده میشود.

در ایران، با توجه به اینکه شرکت های تولیدکننده فولاد عمدتاً به روش های قوس الکتریکی در حال تولید فولاد هستند، استفاده از زغال های کک شو صرفاً در چند شرکت انگشت شمار وجود دارد که بزرگترین آنها شرکت ذوب آهن اصفهان است.

فرآیند تولید کک، مشتمل از سه مرحله است. در مرحله اول، باید زغال های خام از معادن استخراج شوند. در مرحله بعد ناخالصی های این زغال ها همچون خاکستر و گوگرد و ... باید گرفته شوند و اصطلاحاً کنسانتره زغالسنگ تشکیل شود و در مرحله نهایی آن را طی فرآیندی به کک تبدیل کنند.

شرکت فرآوری زغال سنگ پروده طبس با دارا بودن خطوط زغالشویی، مرحله دوم این زنجیره ارزش را انجام می دهد. سهامدار عمده این شرکت تکادو با مالکیت بیش از ۵۶ درصدی است. سایر سهامداران عمده شرکت به ترتیب شرکت معدنجو، شرکت معادن منگنز ایران و شرکت زغالسنگ نگین طبس است. شنآوری این نماد حدوداً ۱۴ درصد است که حدوداً ۲۱ میلیون سهم از آن نیز تحت عنوان سهام خزانه در دست خود شرکت فرآوری زغالسنگ پروده طبس است. این شرکت در بازار دوم فرابورس تحت نماد کپور در حال معامله است.

مفروضات تحلیل	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	کارشناسی ۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴
دلار	۲۳۵,۰۰۰	۲۸۲,۰۰۰	۳۸۲,۰۰۰	۴۵۰,۰۰۰	۵۲۶,۵۰۰
دلار شمش بورس کالا	۲۳۵,۶۷۰	۲۹۰,۱۰۷	۴۱۹,۸۷۱	۴۸۰,۰۰۰	۵۶۶,۵۰۰
نرخ شمش فخوز	۱۲۸,۰۴۷,۷۲۹	۱۴۸,۸۴۵,۲۹۷	۲۰۲,۶۱۴,۵۳۴	۲۳۰,۴۰۰,۰۰۰	۲۷۷,۵۸۵,۰۰۰
نرخ شمش فخوز (دلاری)	۵۵۵	۵۲۴	۴۸۵	۴۸۰	۴۹۰
نسبت زغال به شمش	۲۹.۲٪	۲۹.۰٪	۲۸.۷٪	۲۸.۷٪	۲۸.۷٪
نسبت زغال خام به شمش	۸.۸٪	۹.۷٪	۹.۹٪	۹.۸٪	۹.۸٪
تورم	۴۷٪	۴۰٪	۳۰٪	۲۵٪	۲۵٪
تورم دستمزد	۵۷٪	۲۵٪	۳۵٪	۳۰٪	۳۰٪

تولید و فروش:

همانطور که عنوان شد این شرکت، تک محصولی بوده و اقدام به تولید کنسانتره زغالسنگ میکند. بیش از ۸۰ درصد کنسانتره فروش رفته توسط ذوب خریداری میشود و این عامل باعث شده تا ذوب با دارا بودن بازار انحصاری، قدرت چانه زنی بسیاری در مقابل این شرکتها داشته باشد. از سوی دیگر با توجه به وجود میزان بالای گوگرد در کنسانتره های استخراجی از معادن طبس، این محصول فاقد مزیت رقابتی در بازار های جهانی بوده و مجبور به فروش تنها در داخل کشور است. این عامل همچنین همواره موجب نارضایتی ذوب آهن اصفهان است و خرید زغالسنگ با کیفیت پایین را عامل کاهش کیفیت و بازدهی کوره خود میداند.

با توجه به هزینه های حمل، گمرک و ... هزینه صادرات کنسانتره زغال کپور در حال حاضر برابر با نرخ های فروش رفته به ذوب آهن اصفهان است و عملاً برای شرکت توجیهی برای صادرات وجود ندارد.

از سال ۱۳۹۷ که قیمت گذاری کنسانتره زغالسنگ بر مبنای ضریب ۲۶,۵ از نرخ های فولاد خوزستان صورت می گرفت تا کنون این ضریب برای شرکت های این صنعت در این محدوده باقی مانده است و تنها متناسب با کیفیت محصول ارسالی، تا چند درصد قابلیت رشد داشت. اگرچه در حال حاضر شرکت های این صنعت در حال مذاکره با ذوب آهن به منظور افزایش ضریب هستند اما نتیجه قطعی و ابلاغی تاکنون صورت نپذیرفته است و ما بنا بر اصل محافظه کاری، محاسبات مربوط به این شرکت را بر مبنای ضرایب قبلی شرکت انجام داده ایم. در انتها سود انتظاری خود را نیز بر مبنای ضرایب بالاتر برای این شرکت اعلام خواهیم نمود. لازم به ذکر است که افزایش ضرایب تنها مختص به کنسانتره زغالسنگ نبوده و زغال خام را نیز تحت تاثیر قرار خواهد داد.

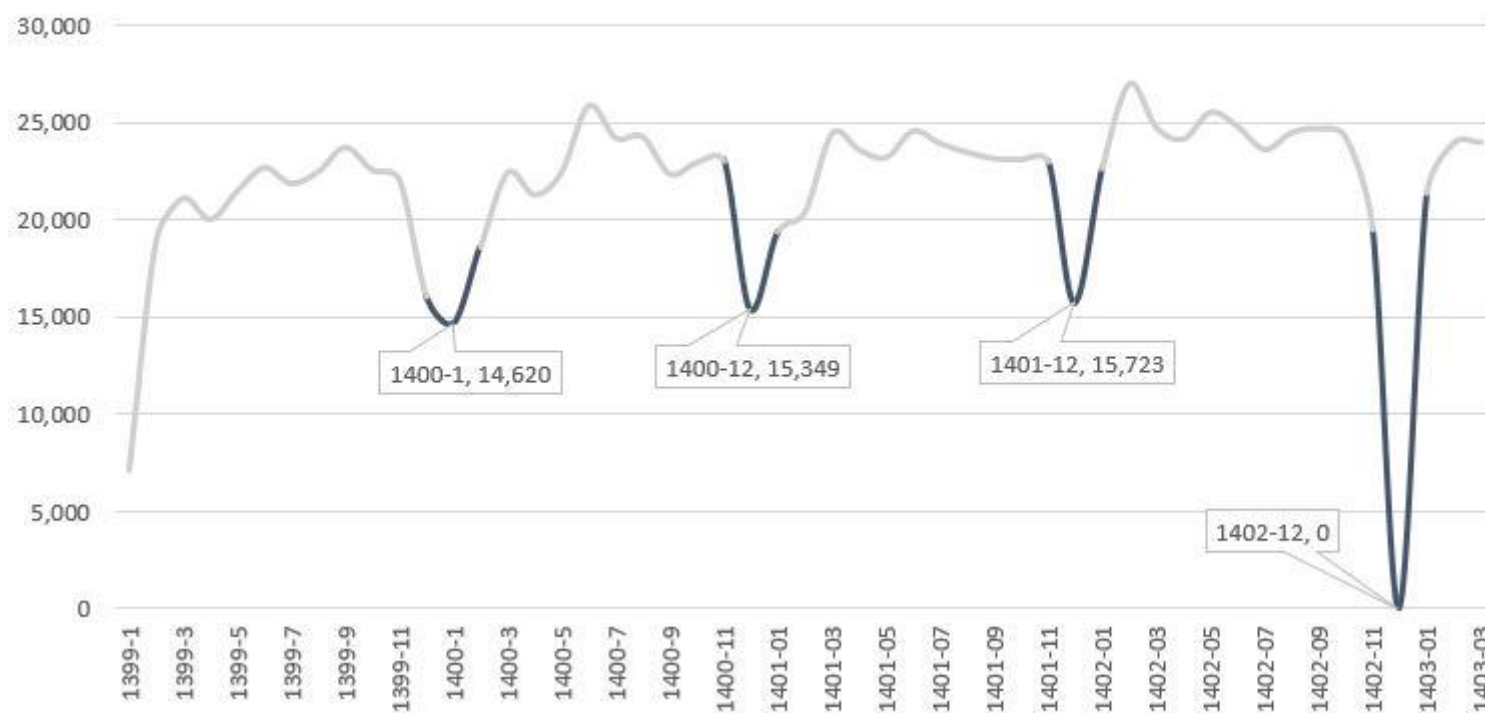


با فروض ارائه شده در تصاویر بالا انتظار داریم که شرکت با حفظ ضریب ۲۸,۷ درصد برای سال جاری و آینده و ضریب ۹,۸ درصد برای زغال خام، در سال جاری و آینده فروش ۱,۷ همتی و ۲,۱ همتی را محقق نماید. در این تحلیل میزان تولید زغال را برای این شرکت ۲۶۴ هزارتن در نظر گرفته ایم.

این شرکت طرح توسعه ای در دست اجرا دارد به منظور استفاده مجدد از باطله های خود و استخراج زغال باقیمانده در آنها که تاکنون دستگاه های این طرح خریداری شده و در حال ترخیص از گمرک هستند. همچنین این شرکت قراردادی با شرکت های پیمانکار به منظور نصب این دستگاه ها منعقد کرده و بنا بر اظهارات مدیریت عامل این شرکت، انتظار میرود که تا زمستان سال جاری به بهره برداری کامل رسیده و بتواند ۱۵۰۰۰ تن کنسانتره به فروش شرکت بدون انجام هزینه و با حاشیه سود بسیار بالا بیافزاید. اما با این وجود ما فرض را برای سال آینده بصورت محافظه کارانه تولید ۱۰ هزارتن در نظر گرفته ایم که این میزان منجر به افزایش حاشیه سود خالص شرکت از ۱۶ درصد به ۱۹ درصد خواهد شد.

با بررسی تصویر زیر مشاهده میشود که طی سالهای گذشته، برخلاف کپور، کتبس با افزایش نسبی حاشیه سود ناخالص محصولات خود مواجه بوده است.

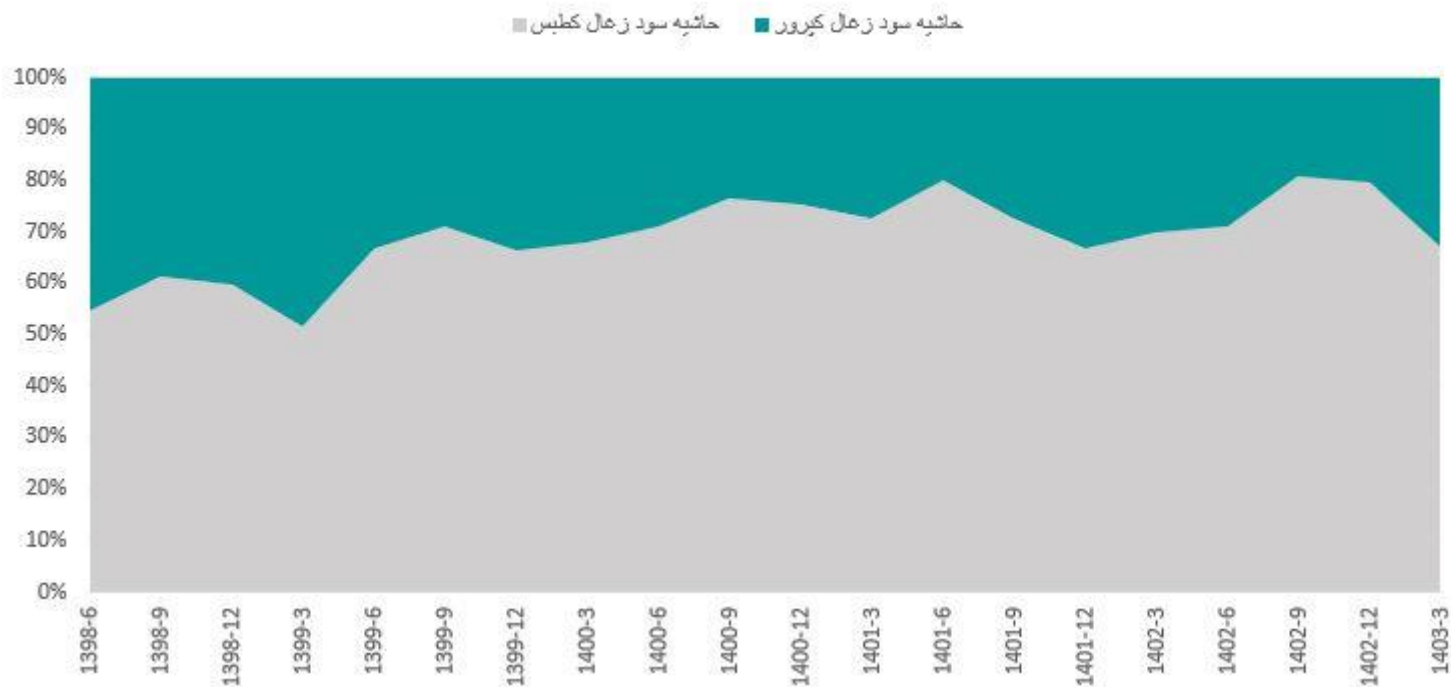
روند میزان تولید ذغال کپور



نسبت نرخ ذغال کپور به شمش فخوز



روند مقایسه حاشیه سود ناخالص محصولات کتبیس و کپور



بهای تمام شده:

بیش از ۹۳ درصد وزن بهای تمام شده شرکت مربوط به خرید مواد مستقیم مصرفی آن است. مواد مصرفی این شرکت همانطور که بیان شد ذغال خام بوده و عمدتاً از طریق شرکت زغالسنگ نگین طبس خریداری میشود. ضریب زغالی که در مفروضات ارائه شده مربوط به نسبت نرخ های شرکت زغالسنگ نگین طبس به نرخ های شمش فخوز بوده و در محاسبات مدل به آنها هزینه های حمل و ... نیز افزوده می شود.

در مورد هزینه های شرکت لازم به ذکر است که شرکت تا انتهای سال ۱۴۰۲ دارای معافیت مالیاتی بود و از سال مالی جاری برای این شرکت باید مالیات محاسبه کرد. با توجه به اینکه از آیتام های معافیت ساز مالیاتی همچون فروش در بورس کالا، فروش صادراتی، رشد سود شرکت نسبت به سال گذشته و شناوری بالای نماد هیچ کدام را ندارد، انتظار داریم که مالیات شرکت قابل توجه بوده و بر سود خالص شرکت تاثیرگذار باشد.

مضافاً باید بگوییم که این شرکت در حال حاضر حدود ۵۰۰ میلیارد تومان سود انباشته دارد و میتواند از این محل افزایش سرمایه از سود انباشته داشته و مالیات پرداختی را کم کند اما بنا به فرض محافظه کارانه این مورد را در محاسبات خود لحاظ نکردیم و سود و زیان بدست آمده را کف سود شرکت قلمداد می نماییم.

نسبت نرخ زغال خام کتبس به شمش فخوز



بهای تمام شده کالای فروش رفته	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	کارشناسی ۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴
مواد مستقیم	۰	۹۹۳,۵۶۴	۱,۷۷۰,۲۴۸	۴,۰۸۶,۴۲۷	۷,۱۹۶,۰۹۹	۸,۶۲۱,۰۳۴	۱۲,۳۱۷,۴۳۸	۱۳,۷۳۳,۹۳۴	۱۶,۵۴۶,۵۸۹
دستمزد مستقیم	۹,۳۲۲	۱۱,۸۰۱	۱۶,۹۵۲	۲۳,۲۱۵	۳۹,۱۰۵	۵۶,۹۶۷	۸۴,۸۹۷	۹۹,۳۹۶	۱۲۹,۲۱۵
سربار ساخت	۶۰,۳۸۶	۶۹,۰۸۸	۱۰۸,۳۴۱	۱۸۸,۱۱۲	۳۴۵,۸۱۹	۵۶۲,۳۴۳	۷۴۲,۴۲۳	۸۸۸,۹۰۳	۱,۱۳۶,۵۳۶
جمع هزینه های ساخت	۶۹,۷۰۸	۱,۰۷۴,۴۵۳	۱,۸۹۵,۵۴۱	۴,۲۹۷,۷۵۴	۷,۵۸۱,۰۲۳	۹,۲۴۰,۳۴۴	۱۳,۱۴۴,۷۵۸	۱۴,۷۲۲,۲۳۳	۱۷,۸۱۲,۳۳۹
خالص موجودی کالای ساخته شده	-۹,۴۷۰	-۱۲,۳۲۹	۳,۶۵۳	-۱۴۵,۰۶۱	-۳۱,۱۰۰	-۸۲,۶۸۶	۵۷,۵۲۸	-۱۷۴,۷۳۰	-۹۱,۰۰۳
جمع بهای تمام شده	۶۰,۲۳۸	۱,۰۶۲,۱۲۴	۱,۸۹۹,۱۹۴	۴,۱۵۲,۶۹۳	۷,۵۴۹,۹۲۳	۹,۱۵۷,۶۵۸	۱۳,۲۰۲,۲۸۶	۱۴,۵۴۷,۵۰۳	۱۷,۷۲۱,۳۳۶



جمع بندی:

با تمام توضیحات ارائه شده برای سال مالی جاری و آینده به ترتیب انتظار داریم که این شرکت ۱۵۰ و ۲۱۶ تومان سود محقق نموده و برای سال مالی جاری، سود سال گذشته خود را تکرار کند. با فرض تغییر ضریب کنسانتره به ۳۰ و زغال خام به ۱۰,۲ درصد از نیمه دوم سال جاری انتظار داریم که سود های فوق به اعداد ۱۵۸ و ۲۲۶ تومان و با فرض تغییر ضرایب آن دو به ۳۳ و ۱۱,۲ درصد، سود های مدل به ۱۶۷ و ۲۳۹ تومان افزایش یابند.

لازم به ذکر است که فرض ما بر افزایش به نسبت مساوی ضریب زغال خام و کنسانتره بوده است.

با توجه به اینکه روند سودآوری دلاری شرکت در حال افت محسوسی است و در سال جاری میتواند به ۶ میلیون دلار کاهش یابد، بنظر می آید شرکت در تلاش است که این افت سود را از محل افزایش ضرایب به شمش فخوز جبران نماید.

تحلیل بنیادی فرآوری ذغال سنگ پروده طبس (کپور)

تابستان ۱۴۰۳

صورت سود و زیان	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	کارشناسی ۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴
درآمد ناشی از فروش	۱,۰۳۲,۷۹۴	۱,۶۱۱,۳۷۸	۲,۴۴۸,۹۰۰	۵,۸۲۷,۹۲۹	۹,۷۰۶,۳۳۵	۱۱,۴۶۷,۶۶۴	۱۵,۶۸۹,۸۸۱	۱۷,۲۹۲,۰۹۸	۲۱,۸۲۸,۷۲۹
بهای تمام شده کالای فروش رفته	-۷۰۶,۱۰۲	-۱,۰۶۲,۱۲۴	-۱,۸۹۹,۱۹۴	-۴,۱۵۲,۶۹۳	-۷,۵۴۹,۹۲۳	-۹,۱۵۷,۶۵۸	-۱۳,۲۰۲,۲۸۶	-۱۴,۵۴۷,۵۰۳	-۱۷,۷۲۱,۳۳۶
سود (زیان) ناخالص	۳۲۶,۶۹۲	۵۴۹,۲۵۴	۵۴۹,۷۰۶	۱,۶۷۵,۲۳۶	۲,۱۵۶,۴۱۲	۲,۳۱۰,۰۰۶	۲,۴۸۷,۵۹۵	۲,۷۴۴,۵۹۵	۴,۱۰۷,۳۹۳
هزینه فروش، اداری و عمومی	-۳۶,۹۲۶	-۴۵,۶۰۰	-۵۸,۸۷۷	-۹۴,۷۲۲	-۹۷,۹۲۰	-۱۹۰,۲۵۰	-۱۲۸,۷۳۰	-۱۵۰,۳۶۶	-۱۸۴,۳۰۰
سایر درآمدها (هزینه‌ها) عملیاتی	.	.	.	.	.	.	.	.	.
سود (زیان) عملیاتی	۲۸۹,۷۶۶	۵۰۳,۶۵۴	۴۹۰,۸۲۹	۱,۵۸۰,۵۱۴	۲,۰۵۸,۴۹۲	۲,۱۱۹,۷۵۶	۲,۳۵۸,۸۶۵	۲,۵۹۴,۲۲۹	۳,۹۲۳,۰۹۳
هزینه های مالی	-۲۴۶	-۷,۸۵۸	-۱۰,۳۶۹	-۱۷,۷۲۹	-۲۱,۹۳۹	-۹,۴۹۵	-۳۳,۵۲۹	-۲۲,۴۲۲	-۲۶,۰۷۳
سایر درآمدها (هزینه‌ها) غیر عملیاتی	۱۹,۵۴۲	۳۸,۰۴۷	۹۷,۸۴۵	۱۹۸,۶۵۳	۳۱۳,۴۹۳	۷۱۱,۵۰۴	۳۹۶,۳۳۸	۴۳۲,۲۱۶	۴۸۸,۳۹۸
سود (زیان) قبل از مالیات	۳۰۹,۰۶۲	۵۳۳,۸۴۳	۵۷۸,۳۰۵	۱,۷۶۱,۴۳۸	۲,۳۵۰,۰۴۶	۲,۸۲۱,۷۶۵	۲,۷۲۱,۶۷۴	۳,۰۰۴,۰۲۳	۴,۳۸۵,۴۱۸
مالیات	-۶۱,۱۲۶	-۹۳,۱۴۸	-۱۱۳,۲۰۹	.	.	-۳۰۶	.	-۴۲۷,۹۱۸	-۶۸۱,۷۲۴
سود (زیان) خالص	۲۴۷,۹۳۶	۴۴۰,۶۹۵	۴۶۵,۰۹۶	۱,۷۶۱,۴۳۸	۲,۳۵۰,۰۴۶	۲,۸۲۱,۴۵۹	۲,۷۲۱,۶۷۴	۲,۵۷۶,۱۰۵	۳,۷۰۳,۶۹۳
سود (زیان) خالص دلاری	۶,۱۵۶,۹۹۴	۶,۵۷۷,۵۳۷	۴,۱۴۳,۰۲۵	۸,۵۹۲,۳۸۰	۱۰,۰۰۰,۱۹۶	۱۰,۰۰۵,۱۷۴	۷,۱۲۴,۸۰۱	۵,۷۲۴,۶۷۸	۷,۰۳۴,۵۵۵
سود هر سهم	۶۸۹	۱,۲۲۴	۸۶۱	۳,۲۶۲	۱,۳۷۴	۱,۶۵۰	۱,۵۹۲	۱,۵۰۶	۲,۱۶۶
سرمایه	۳۶۰,۰۰۰	۳۶۰,۰۰۰	۵۴۰,۰۰۰	۵۴۰,۰۰۰	۱,۷۱۰,۰۰۰	۱,۷۱۰,۰۰۰	۱,۷۱۰,۰۰۰	۱,۷۱۰,۰۰۰	۱,۷۱۰,۰۰۰