

احداث شرکت ذوب آهن در چارچوب توافقنامه همکاری های فنی اقتصادی بین ایران و شوروی سابق در سال ۱۳۴۴ مورد تصویب مجلس شورای ملی قرار گرفت. ذوب آهن از ابتدای تاسیس کاملاً در مالکیت دولت قرار داشت و تا سال ۱۳۸۱ تابعه شرکت ملی فولاد ایران بوده است. پس از آن مالکیت ذوب آهن به ایمیدرو انتقال یافت. این شرکت با بیش از ۴۰ سال سابقه فعالیت در زمینه انجام عملیات ذوب و ریخته گری و نورد فلزات آهنی و فولاد آلیاژی با سرمایه هفت هزار و ۸۶۸ میلیارد و ۴۰۶ میلیون ریالی در بهمن ۹۰ وارد فرابورس شد. با توجه به راه اندازی پروژه کک سازی ذوب آهن و همچنین ارائه اولین پیش بینی صورتهای مالی منتهی به سال ۱۳۹۲ توسط شرکت ، در این تحلیل به بررسی آخرین وضعیت شرکت و سودآوری آن می پردازیم:

کلیاتی از شرکت ذوب آهن:

تولید فولاد در ایران و جهان به دو روش کنورتور اکسیژنی (روش سنتی) و کوره قوس الکتریک انجام می شود که در روش اول عمده انرژی مصرفی بر پایه سوخت های فسیلی و در روش دوم انرژی الکتریکی و گاز طبیعی به عنوان منبع تامین انرژی استفاده می شود. بنابراین عمده انرژی مصرفی در صنایع آهن و فولاد شامل گاز طبیعی ، برق و زغالسنگ می باشد. ذوب آهن اصفهان به عنوان اولین واحد فولاد ساز در ایران به روش کوره بلند-کنورتور ، فولاد خام و محصولات فولادی تولید می کند. تولید فولاد در این شرکت با تولید کک در واحد کک سازی ، تولید کلوخه در واحد آگلومراسیون و استفاده از کک همراه با مواد آهن در کوره بلند برای تولید چدن مذاب و تبدیل آن به فولاد در کنورتور اکسیژن می باشد. کک بعنوان منبع تامین انرژی و احیاء اکسیدهای آهن استفاده می شود.

محصولات شرکت ذوب آهن عبارتند از : محصولات میانی شامل آگلومره ، کک خشک ، چدن مذاب و شمش آماده و محصولات نهایی شامل تیرآهن ، میلگرد ، کلاف و سایر محصولات.

بررسی آخرین وضعیت مالی شرکت

الف- صورت سود و زیان: صورت سود و زیان شرکت در بودجه ۹۲ حاکی از برآورد افزایش ۷۷ درصدی درآمد فروش، افزایش ۸۲ درصدی بهای تمام شده کالای فروش رفته، افزایش ۱۰۷ درصدی هزینه های عمومی و اداری، افزایش ۹ درصدی هزینه های مالی و افزایش ۴۵ درصدی درآمدهای حاصل از سرمایه گذاری است. در نتیجه سود عملیاتی شرکت با ۱۰۶ درصد رشد و سود خالص نیز با ۱۸۱ درصد افزایش پیش بینی شده اند. به طور خلاصه دلایل رشد ۱۸۱ درصدی پیش بینی عایدی هر سهم در سال ۹۲ نسبت به بودجه ۹۱ در وهله اول افزایش ۷۸ درصدی فروش ناشی از افزایش ۱۷ درصد مقادیر فروش محصولات اصلی (رشد فروش از ۲.۴ به ۲.۸ میلیون تن) و افزایش ۴۷ درصدی قیمت های محصولات اصلی (با توجه به نرخ های فروش در بورس فلزات)؛ دوم افزایش مقدار تولید کک از ۱۲۵ به ۹۰۰ هزار تن از طریق بهره برداری از باطری شماره ۳ کک سازی و کاهش مصرف شمش خریداری شده از ۷۰۰ به ۲۰۰ هزار تن و کاهش نیاز به خرید کک خارجی است.

صورت سود و زیان ذوب آهن													
تغییر بودجه نسبت ۹۲ به بودجه ۹۱	تحلیل عمودی بودجه ۹۲	بودجه ۹۲	درصد پوشش	نه ماهه ۹۱	درصد پوشش	نشان ماهه ۹۱	درصد پوشش	سه ماهه ۹۱	تحلیل عمودی بودجه ۹۱	بودجه ۹۱	تحلیل عمودی سال مالی ۹۰	سال مالی ۹۰	صورت سود و زیان
۷۷٪	۱۰۰٪	۵۷,۹۰۹,۱۰۷	۶۶٪	۲۱,۶۴۵,۴۸۱	۴۴٪	۱۴,۴۸۲,۳۳۵	۲۱٪	۶,۷۹۶,۴۶۳	۱۰۰٪	۳۲,۷۳۶,۸۹۶	۱۰۰٪	۲۳,۶۵۲,۶۲۸	فروش
۸۲٪	۸۵٪	۴۹,۱۰۴,۹۸۸	۶۴٪	۱۷,۲۸۴,۹۱۸	۴۳٪	۱۱,۶۷۹,۸۸۳	۲۰٪	۵,۵۰۰,۱۳۲	۸۳٪	۲۷,۰۲۰,۰۶۶	۹۵٪	۲۲,۳۵۵,۰۹۴	بهای تمام شده
۵۴٪	۱۵٪	۸,۸۰۴,۱۱۹	۷۶٪	۴,۳۶۰,۵۶۳	۴۹٪	۲,۸۰۲,۳۵۲	۲۳٪	۱,۲۹۶,۳۳۱	۱۷٪	۵,۷۱۶,۸۲۰	۵٪	۱,۲۹۷,۵۳۴	سود ناخالص
۱۰۷٪	-۵٪	۲,۷۶۰,۸۰۸	۶۵٪	۸۷۲,۶۲۷	۵۲٪	۶۹۸,۲۱۵	۲۸٪	۳۷۸,۷۹۶	-۴٪	۱,۳۳۴,۴۶۱	-۵٪	۱,۲۷۶,۸۰۰	هزینه های عمومی اداری
	۰٪	-	۱۰۰٪	۱,۴۴۹,۶۸۹	۳۷٪	۵۳۶,۱۷۳	۱۹٪	۲۷۴,۴۹۲	-۴٪	۱,۴۴۹,۶۹۰	-۳٪	۷۹۹,۸۱۹	سایر درآمدهای عملیاتی
۱۰۶٪	۱۰٪	۶,۰۴۳,۳۱۱	۷۰٪	۲,۰۳۸,۲۴۷	۵۳٪	۱,۵۶۷,۹۶۴	۲۲٪	۶۴۳,۰۴۳	۹٪	۲,۹۳۲,۶۷۹	-۳٪	۷۷۹,۰۸۵	سود عملیاتی
۹٪	-۳٪	۱,۵۹۳,۶۹۴	۶۹٪	۱,۰۰۴,۰۰۹	۴۸٪	۶۹۸,۹۱۲	۱۹٪	۲۷۷,۶۴۴	-۴٪	۱,۴۶۰,۵۷۰	-۵٪	۱,۰۸۳,۸۳۶	هزینه های مالی
۴۵٪	۰٪	۵۳,۵۷۷	۸۶٪	۳۱,۶۸۲	۸۴٪	۳۱,۱۴۱	۰٪	-	۰٪	۳۶,۹۱۲	۰٪	۳۶,۱۸۴	درآمد حاصل از سرمایه گذاری ها
۱۷٪	۰٪	۱۹۷,۴۴۳	۱۰۴٪	۱۷۶,۵۱۱	۸۶٪	۱۴۵,۳۱۳	۴۶٪	۷۷,۱۵۷	۱٪	۱۶۹,۰۴۰	۰٪	۹۷,۹۰۱	خالص درآمدها (هزینه های منفرقه)
۱۸۰٪	۸٪	۴,۷۰۰,۶۳۷	۷۴٪	۱,۲۴۲,۴۳۱	۶۲٪	۱,۰۴۵,۵۰۶	۲۶٪	۴۴۲,۵۵۶	۵٪	۱,۶۷۸,۰۶۱	-۸٪	۱,۹۳۴,۶۲۸	سود قبل از مالیات
۱۷۶٪	-۲٪	۹۸۹,۲۹۹	۰٪	-	۵۵٪	۱۹۷,۵۷۰	۲۳٪	۸۳,۷۱۴	-۱٪	۳۵۷,۸۵۲	۰٪	-	مالیات
۱۸۱٪	۶٪	۳,۷۱۱,۳۳۸	۹۴٪	۱,۲۴۲,۴۳۱	۶۴٪	۸۴۷,۹۲۶	۲۷٪	۳۵۸,۸۴۲	۴٪	۱,۳۲۰,۲۰۹	-۸٪	۱,۹۳۴,۶۲۸	سود خالص
	۰٪	۷,۸۶۸	۱۰۰٪	۷,۸۶۸	۱۰۰٪	۷,۸۶۸	۱۰۰٪	۷,۸۶۸	۰٪	۷,۸۶۸	۰٪	۷,۸۶۸	تعداد سهام
۱۸۱٪		۴۷۲	۹۴٪	۱۵۸	۶۴٪	۱۰۸	۲۷٪	۴۶		۱۶۸		۲۴۶	EPS

(۱) بررسی وضعیت فروش شرکت

۱) وضعیت تولید شرکت بر اساس بودجه ۹۲: وضعیت تولید شرکت حاکی از برآورد افزایش ۲۱ درصدی تولید تیرآهن، رشد ۱۱ درصدی تولید میلگرد و کلاف و رشد ۱۴ درصدی سایر محصولات در بودجه ۹۲ نسبت به سال قبل می باشد. همچنین در نه ماهه ۹۱ شرکت ۷۵ درصد تیرآهن و ۸۲ درصد میلگرد و کلاف تولید بودجه خود را تولید کرده

است. بر اساس توضیحات تکمیلی شرکت ، میانگین فروش و تولید شرکت طی سنوات ۸۷ تا ۹۰ (به جز سال ۹۱) بالای ۲۷۰۰ هزار تن بوده است اما بدلیل برخی مشکلات ناشی از تامین شمش ، استثنائاً در سال ۹۱ تولید حدود ۴۰۰ هزار تن کاهش یافته که در سال ۹۲ این کاهش جبران و تولید و فروش به حد نرمال خود (۲.۸ میلیون تن) باز خواهد گشت.

مقدار تولید						
درصد تغییر در بودجه ۹۲ نسبت به بودجه ۹۱	بودجه ۹۲	بودجه ۹۱	درصد تحقق در ۹ ماهه ۹۱	۹ ماهه ۹۱	واحد	نوع گروه یا محصول
۲۱٪	۱,۷۵۲,۰۸۷	۱,۴۵۲,۷۰۸	۷۵٪	۱,۰۸۵,۹۴۱	تن	تیر آهن
۱۱٪	۱,۰۳۷,۷۱۷	۹۳۸,۳۱۶	۸۲٪	۷۷۳,۷۰۰	تن	میلگرد و کلاف
۱۴٪	۱۰,۱۹۶	۸,۹۷۶	۵۹٪	۵,۳۳۱	تن	سایر (نبشی ، چهارگوش، ناودانی و ...)
۱۷٪	۲,۸۰۰,۰۰۰	۲,۴۰۰,۰۰۰	۷۸٪	۱,۸۶۴,۹۷۲		جمع

۱) وضعیت آحاد فروش شرکت بر اساس بودجه ۹۲: آحاد فروش شرکت ذوب آهن هم وضعیتی مطابق با وضعیت تولید شرکت دارد. البته در بررسی وضعیت آحاد فروش ، محصولات فرعی شرکت به چشم می خورد که ۲۴ درصد کاهش مقدار فروش این محصولات در بودجه ۹۲ پیش بینی شده است. البته با توجه به پیش بینی تولید ۹۰۰ هزار تن کک به طور طبیعی باید تولید محصولات فرعی نظیر قطران ، بنزن و تولوئن که از فرایند تبدیل زغالسنگ به کک حاصل می شوند افزایش یابد .

مقدار فروش						
درصد تغییر در بودجه ۹۲ نسبت به بودجه ۹۱	بودجه ۹۲	بودجه ۹۱	درصد تحقق در ۹ ماهه ۹۱	۹ ماهه ۹۱	واحد	نوع گروه یا محصول
۲۱٪	۱,۷۵۲,۰۸۷	۱,۴۵۲,۷۰۸	۷۲٪	۱,۰۴۷,۵۲۵	تن	تیر آهن
-۳۴٪	۸۴۲,۹۱۵	۱,۱۱۲,۴۲۸	۸۱٪	۹۰۰,۶۴۷	تن	محصولات فرعی (قطران، چدن، بنزن، تولوئن، سرباره، سولفات آمونیوم و ...)
۱۱٪	۱,۰۳۷,۷۱۷	۹۳۸,۳۱۶	۷۴٪	۶۹۵,۶۹۰	تن	میلگرد و کلاف
۱۴٪	۱۰,۱۹۶	۸,۹۷۶	۷۰٪	۶,۳۱۳	تن	سایر (نبشی، چهارگوش، ناودانی و ...)
۴٪	۳,۶۴۲,۹۱۵	۳,۵۱۲,۴۲۸	۷۵٪	۲,۶۵۰,۱۷۵		جمع

۱) نرخ فروش محصولات بر اساس بودجه ۹۲: بررسی وضعیت نرخ فروش هر کیلو محصول حاکی از برآورد افزایش ۴۸ درصدی قیمت هر کیلو تیر آهن، و برآورد افزایش ۴۶ درصدی هر کیلو میلگرد و کلاف در بودجه ۹۲ نسبت به بودجه ۹۱ می باشد.

مبلغ فروش هر کیلو محصول (ریال)				
درصد تغییر در بودجه ۹۲ نسبت به بودجه ۹۱	بودجه ۹۲	بودجه ۹۱	۹ ماهه ۹۱	نوع گروه یا محصول
۴۸٪	۱۹,۷۸۲	۱۳,۳۴۷	۱۱,۹۴۲	تیر آهن
۴۶٪	۱۹,۷۸۵	۱۳,۵۶۵	۱۲,۴۸۴	میلگرد و کلاف
۵۶۷٪	۳,۰۴۴	۴۵۷	۴۲۰	محصولات فرعی (قطران، چدن، بنزن، تولوئن، سرباره، سولفات آمونیوم و ...)
۲۱٪	۱۴,۹۴۱	۱۲,۳۵۱	۱۱,۵۳۴	سایر (نبشی، چهارگوش، ناودانی و ...)

۱ (۴) درآمد فروش براساس بودجه ۹۲: با توجه به پیش بینی افزایش میزان فروش و همچنین نرخ فروش محصولات ، رشد ۷۹ درصدی پیش بینی درآمد فروش تیرآهن و همچنین رشد ۶۱ درصدی پیش بینی درآمد فروش میلگرد و کلاف در بودجه ۹۲ به چشم می خورد. بنابراین مجموع درآمد فروش شرکت در بودجه ۹۲ با ۷۷ درصد رشد برآورد شده است.

مبلغ فروش						
نوع گروه یا محصول	واحد	۹ ماهه ۹۱	درصد تحقق	بودجه ۹۱	بودجه ۹۲	درصد تغییر
تیرآهن	میلیون ریال	۱۲۵۰۹۵۲۹	۶۵٪	۱۹,۳۸۹,۵۶۱	۳۴,۶۵۹,۸۳۶	۷۹٪
محصولات فرعی (قطران، چدن، بنزن، تولوش، سرباره، سولفات آمونیوم و ...)	میلیون ریال	۳۷۸,۰۷۲	۷۴٪	۵۰۸,۰۶۰	۲,۵۶۵,۸۱۷	۴۰.۵٪
میلگرد و کلاف	میلیون ریال	۸,۶۸۵,۰۶۶	۶۸٪	۱۲,۷۲۸,۴۱۰	۲۰,۵۳۱,۱۰۳	۶۱٪
سایر (نبشی، چهارگوش، ناودانی و ...)	میلیون ریال	۷۲,۸۱۴	۶۶٪	۱۱۰,۸۶۵	۱۵۲,۳۴۱	۳۷٪
جمع		۲۱,۶۴۵,۴۸۱	۶۶٪	۳۲,۷۳۶,۸۹۶	۵۷,۹۰۹,۱۰۷	۷۷٪

۱ (۵) وضعیت درآمد ارزی شرکت بر اساس بودجه ۹۲ : بر اساس آخرین گزارش حسابرسی شده شرکت (شش ماهه ۹۱) ، ۵ درصد از مجموع تناژ فروش تیرآهن ، ۱۸ درصد از مجموع تناژ فروش میلگرد ، ۳ درصد از مجموع تناژ فروش کلاف و ۲۸.۷ درصد از مجموع تناژ فروش محصولات فرعی شرکت به خارج از کشور صادر می گردد. منابع ارزی شرکت در نه ماهه ۹۱ و همچنین بودجه ۹۱ و ۹۲ شرکت بشرح جدول زیر است:

وضعیت منابع ارزی شرکت					
منابع ارزی	مبلغ ارزی	نوع ارز	نرخ تسعیر ارز	مبلغ - میلیون ریال	جمع درآمد تسعیر ارز - میلیون ریال
نه ماهه ۹۱	۱-۵,۱۳۷,۶۴۹	دلار	۱۴,۲۶۶	۱,۴۹۹,۸۹۴	۱,۶۰۷,۷۰۲
	۳۱,۸۷۷,۱۸۹	درهم	۳,۳۸۲	۱۰۷,۸۰۹	
بودجه ۹۱	۱۴۶,۴۵۱,۰۳۷	دلار	۱۷,۱۵۷	۲,۵۱۲,۶۶۰	۲,۶۲۰,۴۶۹
	۳۱,۸۷۷,۱۸۹	درهم	۳,۳۸۲	۱۰۷,۸۰۹	
بودجه ۹۲	۱۴۳,۶۰۰,۰۰۰	دلار	۳۶,۷۰۰	۵,۲۷۰,۱۲۰	۵,۲۷۰,۱۲۰

ملاحظه می شود که شرکت در سال ۹۲ بودجه خود را بر اساس دلار ۳۶ هزار و ۷۰۰ ریال تنظیم کرده که این منجر به برآورد پنج هزار و ۲۷۰ میلیارد ریال درآمد از این محل شده که نسبت به بودجه ۹۱ حدود ۲ برابر افزایش یافته است. لازم به توضیح است ، با توجه به اینکه در شرکت ذوب آهن مصارف ارزی بسیار بیشتر از منابع ارزی است در نهایت پس از کسر منابع ارزی از مصارف ارزی ، خالص مصارف ارزی حاصله ملاک شناسایی هزینه تسعیر ارز خواهد بود.

۲) بررسی وضعیت بهای تمام شده شرکت بر اساس بودجه ۹۲:

حدود ۷۱ درصد بهای تمام شده شرکت را مواد مصرفی تشکیل می دهد . در بودجه ۹۲ هزینه مواد مصرفی با ۸۶ درصد افزایش ، هزینه دستمزد با ۴۶ درصد و هزینه سربار با ۹۵ درصد افزایش نسبت به بودجه ۹۱ پیش بینی شده اند.

گزارش بهای تمام شده					
تغییر بودجه ۹۲ نسبت به بودجه ۹۱	بودجه ۹۲	بودجه ۹۱	درصد تحقق در نه ماهه ۹۱	نه ماهه ۹۱	
۸۶%	۳۵,۴۵۲,۶۹۳	۱۹,۰۳۶,۸۷۸	۶۷%	۱۲,۷۵۵,۲۲۸	مواد
۴۶%	۵,۸۲۳,۱۱۳	۳,۹۷۷,۴۲۷	۵۸%	۲,۳۰۱,۷۷۹	دستمزد
۹۵%	۷,۸۲۸,۱۸۲	۴,۰۰۵,۷۶۱	۵۶%	۲,۲۲۷,۹۱۱	سربار
۸۲%	۴۹,۱۰۴,۹۸۸	۲۷,۰۲۰,۰۶۶	۶۴%	۱۷,۲۸۴,۹۱۸	جمع بهای تمام شده

مهمترین مواد مصرفی شرکت از لحاظ هزینه بری به ترتیب عبارتند از: کک ، سنگ آهن ، زغالسنگ ، شمش ، گندله و آهن قراضه. جدول زیر خرید مواد مصرفی را در بودجه ۹۱ و ۹۲ به همراه ۹ ماهه ۹۱ نشان می دهد. مهمترین نکته ، پیش بینی شرکت در کاهش ۹ درصدی مقدار خرید کک در بودجه ۹۲ نسبت به بودجه ۹۱ است. با توجه به افزایش مقدار تولید کک از ۱۲۵,۰۰۰ تن به ۹۰۰,۰۰۰ تن (بهره برداری از طرح شماره ۳ کک سازی) ، کاهش شمش خریداری شده از ۷۰۰,۰۰۰ به ۲۰۰,۰۰۰ تن و همچنین کاهش تامین خارجی کک برای سال ۹۲ پیش بینی شده است. شایان ذکر است که به طور معمول برای ذوب یک تن آهن خام حدود ۵۵۰ کیلو گرم کک لازم است که قیمت این مقدار کک بین ۳۰ تا ۵۰ درصد قیمت یک تن آهن خام است. همچنین استفاده از سوخته های کمکی مثل پودر زغال و مواد کربن دار دیگر در کوره بلند می تواند مصرف کک را کاهش دهد به طوری که در یک شرکت اروپایی با تزریق ۲۰۰ کیلوگرم سوخت کمکی به ازای هر تن فلز مذاب به میزان ۲۸۶ کیلوگرم در مصرف کک صرفه جویی شده و مصرف کک را به حدود ۲۸۰ کیلوگرم در هر تن رسانده اند.

هزینه مواد مصرفی خریداری شده												
شرح	واحد	مقدار ۹ ماهه ۹۱	نرخ هر کیلو در ۹ ماهه ۹۱	مبلغ ۹ ماهه ۹۱	مقدار بودجه ۹۱	نرخ هر کیلو در بودجه ۹۱	مبلغ بودجه ۹۱	مقدار بودجه ۹۲	نرخ هر کیلو در بودجه ۹۲	مبلغ بودجه ۹۲	درصد تغییر مقدار	درصد تغییر کل هزینه مواد مصرفی در بودجه ۹۱ نسبت به بودجه ۹۲
سنگ آهن	تن	۲,۲۱۱,۶۷۷	۸۷۸	۱,۹۴۱,۶۵۱	۳,۰۲۵,۰۰۰	۹۰۹	۲,۷۵۷,۷۷۸	۱,۵۷۸	۵,۲۰۵,۰۰۰	۴,۲۱۴,۳۳۱	۷۳٪	۷۱٪
شمش	تن	۴۴۴,۱۷۵	۱۰,۰۵۸	۴,۳۶۷,۸۶۴	۷۰۰,۰۰۰	۱۲,۴۳۹	۸,۷۰۷,۴۹۳	۲۱,۵۶۵	۲۰۰,۰۰۰	۴,۳۱۲,۹۹۰	۷۳٪	-۷۱٪
ذغالسنگ	تن	۱۶۴,۶۲۵	۲,۶۲۷	۴۳۲,۴۸۹	۱۹۲,۰۰۰	۳,۲۱۶	۶۱۷,۴۳۰	۱,۳۸۵,۰۰۰	۵,۴۲۵	۷,۵۱۴,۳۱۰	۶۹٪	۶۲٪
کک	تن	۸۸۸,۳۳۴	۶,۷۱۶	۵,۹۶۵,۸۹۵	۱,۲۵۰,۰۰۰	۷,۶۵۹	۹,۵۷۳,۹۵۳	۱۲,۸۶۹	۱,۱۴۰,۰۰۰	۱۴,۶۷۱,۱۶۰	۶۸٪	-۹٪
آهن قراضه	تن	۷۳,۳۵۳	۴,۴۰۹	۳۲۳,۴۱۰	۱۱۵,۰۰۰	۵,۳۶۸	۶۲۰,۷۴۹	۱۳۰,۰۰۰	۹,۷۵۷	۱,۲۶۸,۴۰۱	۸۱٪	۱۳٪
گندله	تن	۱۱۷,۷۶۵	۳,۰۰۲	۳۵۳,۵۵۸	۲۱۵,۰۰۰	۳,۸۱۶	۸۲۲,۵۵۷	۴,۵۲۷	۵۰۰,۰۰۰	۲,۲۶۳,۷۳۹	۱۸٪	۱۳٪
سنگ منگنز	تن	۷۷,۴۴۹	۱,۴۵۵	۱۱۲,۶۹۸	۹۸,۰۰۰	۱,۵۴۸	۱۵۱,۷۱۵	۱,۸۵۷	۱۵۹,۰۰۰	۲۹۵,۲۴۸	۲۰٪	۶۲٪
سنگ آهک	تن	۷۰۱,۹۷۹	۱۱۴	۸۰,۱۹۵	۸۰۰,۰۰۰	۱۱۹	۹۵,۳۰۶	۱۷۸	۱,۱۴۰,۰۰۰	۲۰۲,۸۲۱	۴۹٪	۳۳٪
سایر	تن	۷۷,۹۹۹	۶,۳۵۶	۴۹۵,۷۴۸	۱۴۸,۰۰۰	۷,۸۴۲	۱,۱۶۰,۶۱۶	۳۹۳,۰۰۰	۸,۲۱۷	۲,۴۰۷,۶۶۷	۵٪	۹۸٪
جمع		۴,۷۴۷,۴۵۶	۱۴,۰۷۳,۵۰۸	۶,۵۵۳,۰۰۰	۲۴,۵۰۷,۵۴۷	۱۰,۱۵۲,۰۰۰	۴۱,۱۵۰,۶۶۷	۶۸٪	۵۵٪			

بر اساس اطلاعات تکمیلی شرکت ، قیمت خرید سنگ آهن ریزدانه ، درشت دانه و کنستانتره به ترتیب به میزان ۷.۴۲ و ۸.۲۴ و ۱۰.۱۵ درصد قیمت خرید شمش داخلی و مابقی قیمت خرید مواد داخلی با ۱۵ درصد رشد نسبت به قیمت خرید ۳ ماهه چهارم ۱۳۹۱ منظور گردیده است. و در رابطه با مواد خارجی قیمت کک ۴۱۴ دلار و ذغالسنگ ۲۶۵ دلار به ازاء هر تن که با در نظر گرفتن شرایط بازار جهانی پیش بینی گردیده است. شرکت پیش بینی کرده که در سال ۹۲ مقدار ۱۱۴۰ هزار تن کک خریداری کند که بر اساس بودجه ۳۰۰ هزار تن کک از شرکت زرنند کرمان و ۸۴۰ هزار تن از خارج از کشور خریداری خواهد شد. همچنین شرکت پیش بینی کرده که با راه اندازی ۲ طرح کک سازی خود در سال ۹۲ مقدار ۹۰۰ هزار تن کک مورد نیاز خود را تولید کند که با احتساب آن جمع کک مصرفی شرکت در سال ۹۲ به ۲۰۴۰ هزار تن بالغ خواهد گشت. شایان ذکر است که برای ذوب یک تن سنگ آهن خام حدود ۴۰۰ کیلو گرم (۴۰ درصد) کک لازم است که این موضوع را در تحلیل کارشناسی از عایدی سال ۹۲ و سالهای آتی در نظر خواهیم

گرفت. شرکت در سال ۹۰ مقدار ۱۷۰.۵ هزار تن و در شش ماهه ۹۱ مقدار ۹۴.۵ هزار تن کک مورد نیاز خود تولید کرده است. ضمن اینکه وضعیت کک خریداری شده در سال ۹۰ و شش ماهه ۹۱ بشرح زیر بوده است:

مبلغ سال مالی ۹۰-تن	مبلغ هر کیلو	مبلغ سال مالی ۹۰-م.ر	مقدار شش ماهه ۹۱-تن	مبلغ هر کیلو	مبلغ شش ماهه ۹۱-م.ر
۱,۵۱۵,۷۸۸	۶,۰۱۷	۹,۱۲۱,۱۹۳	۶۶۷,۸۸۷	۶,۰۷۵	۴,۰۵۷,۴۰۷

با توجه به اینکه ضریب تبدیل زغالسنگ به کک حدوداً ۷۰٪ است (از هر ۱۰۰ تن زغالسنگ بعد از تبخیر رطوبت و خروج مواد فرعی آن، حدود ۷۰ تن کک بدست می آید). بنابراین در صورت تحقق پیش بینی شرکت مبنی بر تولید ۹۰۰ هزارتن کک در سال ۹۲ و با در نظر گرفتن فروض شرکت در خصوص مقدار کک ، زغالسنگ و سنگ آهن خریداری شده می توان عنوان کرد که افزایش ۵ برابری تولید کک (از ۱۸۰ هزار تن به ۹۰۰ هزار تن) می تواند باعث کاهش ۷۷۲ میلیارد ریالی بهای تمام شده کالای فروش رفته در سال ۹۲ (نسبت به حالتی که شرکت این میزان کک را خریداری می کرد) شود که تاثیر آن بر سود خالص هر سهم حدود ۱۰۰ ریال است (که این موضوع در بودجه ۹۲ شرکت دیده شده است). البته به نظر می رسد که مقادیر در نظر گرفته شده برای خرید کک و زغالسنگ و سنگ آهن بسیار بیشتر از حد واقع در نظر گرفته شده است که در بخش محاسبه سود و زیان سال ۹۲ به این موضوع خواهیم پرداخت. همچنین با افزایش کک تولیدی شرکت ، برآورد مقدار شمش خریداری شده شرکت از ۷۰۰ هزار تن در بودجه ۹۱ با ۷۱ درصد کاهش به ۲۰۰ هزار تن در بودجه ۹۲ کاهش یافته است و در مقابل خرید سنگ آهن با ۷۱ درصد افزایش از ۳۰۳۵ هزار تن در بودجه ۹۱ به ۵۲۰۵ هزار تن در بودجه ۹۲ رسیده است. که این بدین مفهوم است که شرکت با افزایش تولید کک به جای خرید شمش آماده به خرید سنگ آهن و تبدیل آن به شمش رو آورده است. این موضوع نیز سبب کاهش حدود ۷.۳

میلیارد ریالی بهای تمام شده کالای فروش رفته شده است. پیش بینی کک مصرفی شرکت در سال ۹۲ به شرح جدول ذیل می باشد.

شرح	میزان (تن)	توضیحات
داخلی (زرند کرمان)	۳۰۰.۰۰۰	-
خارجی	۸۴۰.۰۰۰	-
تولید داخلی	کک سازی شماره یک (ظرفیت ۵۰۰ هزارتن در سال)	تاریخ بهره برداری مرداد ماه ۹۲
	کک سازی شماره دو (ظرفیت ۶۳۰ هزارتن در سال)	تاریخ بهره برداری اسفندماه ۹۲
	کک سازی شماره سه (توازن) (ظرفیت ۹۰۰ هزارتن در سال)	تاریخ بهره برداری فروردین ۹۲
جمع مصرف سال ۹۲	۲.۰۴۰.۰۰۰	-

۳) ارزشی شرکت: با توجه اینکه ۸۴۰ هزار تن کک مورد نیاز در سال ۹۲ از خارج از کشور تامین خواهد شد شرکت پیش بینی کرده در سال ۹۲ به میزان ۵۵۰ میلیون دلار بابت خرید مواد اولیه هزینه کند که با فرض نرخ تسعیر دلار ۳۶,۷۰۰ ریال، هزینه واردات مواد اولیه ۲۰.۲ هزار میلیارد ریال حاصل شده است. همچنین ۱۶۲.۷ میلیون دلار برای خرید دارایی ثابت در بودجه ۹۲ پیش بینی شده است که با فرض نرخ تسعیر دلار ۳۶,۷۰۰ ریال، هزینه ۶ میلیون دلاری را برای خرید دارایی ثابت از خارج از کشور رقم زده است. بنابراین مجموع ۲۶.۲ هزار میلیارد ریال بعنوان مصارف ارزی سال ۹۲ برآورد شده است. البته بر اساس محاسبات انجام شده ارزشی شرکت نیز بیشتر از حد واقع در نظر گرفته شده است که به این موضوع نیز در بخش محاسبه مجدد بودجه ۹۲ با مفروضات کارشناسی خواهیم پرداخت.

خالص بدهی های ارزی شرکت در پایان شش ماهه ۹۱ برابر است با : (۵۵ میلیون دلار + ۵۴ میلیون یورو + ۱۰۶۶۷۵ میلیون وون کره جنوبی + ۲۰ میلیون روبل + ۴۹۵ میلیون درهم + ۱۵ میلیون ریال عمان)

وضعیت مصارف ارزی شرکت						
جمع هزینه تسعیر ارز- میلیون ریال	مبلغ-میلیون ریال	نرخ تسعیر ارز	نوع ارز	مبلغ ارزی	منابع ارزی	
۵,۶۴۶,۴۶۲	۵,۴۳۲,۱۷۷	۱۸,۳۴۱	یورو	۲۹۷,۸۰۰,۳۸۲	خرید مواد اولیه	
	۲۱۴,۲۸۵	۱۳,۲۵۲	دلار	۱۶,۱۷۰,۰۰۰	خرید دارایی ثابت	
۱۴,۱۷۵,۷۵۱	۱۰,۲۰۰,۰۱۹	۲۲,۶۰۱	یورو	۴۵۱,۳۰۸,۳۱۰	خرید مواد اولیه	
	۳,۹۷۵,۷۳۲	۲۳,۴۲۸	دلار	۱۶۹,۷۰۰,۰۰۰	خرید دارایی ثابت	
۲۶,۱۵۷,۵۲۷	۲۰,۱۸۵,۷۰۳	۳۶,۷۰۰	دلار	۵۵۰,۰۱۹,۱۴۲	خرید مواد اولیه	
	۵,۹۷۱,۸۲۴	۳۶,۷۰۰	دلار	۱۶۲,۷۲۰,۰۰۰	خرید دارایی ثابت	

بنابراین با توجه به اینکه شرکت نرخ های ارز را بر اساس جدول زیر پیش بینی کرده است می توان هزینه تفاوت تسعیر ارز در پایان سال ۹۱ بر اساس جدول زیر ۱۱۴۹ میلیارد ریال محاسبه کرد. شرکت در صورتهای مالی نه ماهه ۹۱ مبلغ ۱۰۵۲ میلیارد ریال زیان از این محل در سرفصل سایر درآمدها و هزینه های عملیاتی منظور کرده است. که با این حساب ۹۷ میلیارد ریال به زیان مذکور در سال مالی ۹۱ افزوده شده است.

جزئیات وضعیت ارزی تا پایان سال ۹۱						
طرف مقابل	مانده	مانده ارزی	نوع ارز	نرخ سند	نرخ مرکز مبادلات	معادل ریالی
۲۳۳۳۹ کک متالورژی	-۱۶۱,۹۳۹,۵۷۷,۹۸۵	-۴۸,۵۱۳,۹۵۳,۸۶	درهم	۳۳۳۸	۶۷۴۵	-۳۳۷,۲۳۶,۶۱۸,۷۸۶
۲۳۳۳۸ کک متالورژی	-۱۵۲,۷۸۳,۸۰۰,۹۵۰	-۵۰,۲۵۷,۸۲۹,۲۶	درهم	۳۰۴۰	۶۷۴۵	-۱۸۶,۲۰۵,۲۵۷,۴۰۹
۲۳۳۵۳ کک متالورژی	-۸۶,۴۸۲,۸۶۰,۶۳۲	-۲۵,۴۳۶,۱۳۵,۴۸	درهم	۳۴۰۰	۶۷۴۵	-۸۵,۰۸۳,۸۷۳,۱۸۱
۲۳۳۳۴ کک متالورژی	-۳۳,۰۶۳,۶۱۶,۵۴۰	-۱۱,۴۱۳,۰۵۳,۶۹	درهم	۲۸۹۷	۶۷۴۵	-۴۳,۹۱۷,۴۳۰,۵۹۹
۲۳۳۰۹ کک متالورژی	-۷,۱۱۶,۹۲۵,۳۵۰	-۴۷۴,۴۶۱,۶۹	یورو	۱۵۰۰۰	۳۱۹۶۲	-۸,۰۴۷,۸۱۹,۱۸۶
۲۳۳۱۵ کک متالورژی	-۲۶۴,۸۳۲,۸۰۷	-۹۳۸,۰۹۰۰	درهم	۲۸۲۳	۶۷۴۵	-۳۶۷,۹۱۸,۸۹۸
۲۳۳۵۴ کک متالورژی	-۸۲,۴۱۹,۱۹۸	-۲۲۷,۴۶۵,۳۹	روبل	۳۶۷	۸۰۹	-۱۰۰,۵۳۹,۷۰۳
وام توسعه صادرات ارزی	۲۷۴,۵۷۳,۰۴۱,۴۷۰	۸۲,۳۳۷,۸۵۵	درهم	۳,۳۳۸	۶۷۴۵	۵۵۴,۶۹۴,۳۳۱,۹۷۵
توسعه صادرات	۲۰,۷۸۴,۰۶۳,۱۳۱	۱,۳۰۱,۶۰۱	یورو	۱۵,۹۶۸	۳۱۹۶۲	۴۱,۶۰۱,۷۷۱,۱۶۲
تسهیلات اکو	۳۵۲,۴۳۹,۷۰۰,۰۰۰	۲۱,۷۰۰,۰۰۰	یورو	۱۶,۳۴۱	۳۱۹۶۲	۶۹۳,۵۷۵,۴۰۰,۰۰۰
سایر اعتبارات						-۱۸,۳۰۰,۰۰۰,۰۰۰
جمع						-۱,۱۴۹,۴۵۷,۷۵۸,۱۵۴

۴) هزینه های مالی : هزینه های مالی شرکت در بودجه ۹۲ با ۳ درصد کاهش نسبت به بودجه ۹۱ به میزان ۱۵۹۴ میلیارد ریال برآورد شده است.

مانده تسهیلات دریافتی شرکت بر اساس آخرین گزارش حسابرسی شده (۶ ماهه ۹۱) برابر با ۸۵۰۴ میلیارد ریال است ضمن آنکه شرکت ۱۱۰۴ میلیارد ریال مانده ریفاینانس دارد که این مجموع مانده تسهیلات را در شش ماهه ۹۱ به ۹۱۸۸ میلیارد ریال بالغ کرده است. از این میزان ۸۳۵۲ میلیارد ریال حصد کوتاه مدت و ۸۳۶ میلیارد ریال حصد بلند مدت است. تسهیلات دریافت شده از بانکهای داخلی با نرخ ۱۲ تا ۲۴ درصد و تسهیلات ارزی دریافت شده با نرخ متوسط (LIBOR+۳) می باشد. علیرغم کاهش ۳ درصدی هزینه های مالی در بودجه ۹۲ شرکت بر اساس محاسبات انجام شده ، هزینه های مالی در سال ۹۲ بالغ بر ۱۶۵۰ میلیارد ریال خواهد بود.

۵) درآمد حاصل از سرمایه گذاری : شرکت ۸۰.۳ میلیارد ریال در بخش سرمایه گذاری های کوتاه مدت سرمایه گذاری کرده است که ۱۳.۹ میلیارد ریال آن در شرکتهای بورسی (نیم درصد مجموع سهام سرمایه گذاری سپه ، ۱۰.۵ درصد مجموع سهام کاشی تکسرام و ۱۱.۵ درصد مجموع سهام معادن منگنز ایران) و ۶۶.۴ هزار میلیارد آن در شرکتهای غیر بورسی (که مهمترین آن مالکیت ۴۰ درصد شرکت پالایش قطران ذغالسنگ است) سرمایه گذاری شده است.

ب) طرح های توسعه شرکت:

۱- طرح توازن: این طرح با هدف موازنه و متعادل ساختن ظرفیت تولید بین بخشهای مختلف خط تولید و در نتیجه افزایش ظرفیت سالانه از ۲.۲ میلیون تن در سال به ۳.۶ میلیون تن چدن مذاب می باشد. این طرح دارای ۵ پروژه می باشد: احداث کوره بلند شماره ۳ با حجم ۲۰۰۰ متر مکعب و ظرفیت ۱.۴ میلیون تن چدن مذاب در سال، احداث آگلوماشین شماره ۴ با سطح پخت ۲۰۴ متر مربع و ظرفیت ۲.۴ میلیون تن آگلومره در سال، ایجاد باطری کک شماره ۳ به ظرفیت ۹۰۰ هزار تن کک در سال، ایجاد ۲ نیروگاه حرارتی هر یک به ظرفیت ۵۵ مگاوات و توسعه واحدهای جنبی. عملیات اجرایی این طرح از سال ۸۲ آغاز شده و در مرداد ۸۸ کوره بلند و در سال ۹۰ آگلوماشین شماره ۴ راه اندازی شده است. مابقی پروژه ها در حال راه اندازی می باشد. برآورد ریالی این طرح ۵۱۹۱ میلیارد ریال (برآورد ارزی ۳۸۸.۶۸ میلیون دلار) است که تا پایان آذر ماه ۹۱ مبلغ ۵۴۴۷ میلیارد ریال (۳۶۴.۶ میلیون دلار) هزینه شده است. با تکمیل طرح توازن ظرفیتهای تولیدی شرکت بدین شرح خواهد بود: تولید کک ۲۰۳۰ میلیون تن در سال ، تولید آگلومره ۴.۸ میلیون تن در سال ، تولید چدن مذاب ۳.۶ میلیون تن در سال ، تولید فولاد خام ۲.۹ میلیون تن در سال و تولید محصول نهایی نوردها ۲.۷ میلیون تن در سال .

۲- طرح بهینه سازی ظرفیت تولید (پروژه جذب چدن): هدف از اجرای این طرح بهینه سازی ظرفیت تولید و افزایش ظرفیت سالانه تولید مقاطع از ۲.۷ به ۳.۴ میلیون تن در سال و فولاد خام از ۲.۹ به ۳.۷ میلیون تن در سال می باشد. برآورد ریالی ۱۰۰۲.۳ میلیارد ریال (برآورد ارزی ۱۸۹.۷ میلیون دلار) بر اساس اطلاعات مندرج در بودجه ۹۲ شرکت این طرح در سال ۱۳۹۴ بهره برداری خواهد شد.

۳- طرح توسعه شهید کاظمی: این طرح نیز شامل پروژه های کوره بلند شماره ۴ ، گندله سازی ، کک سازی ، فولاد سازی ، نورد ، نیروگاه و تاسیسات جانبی است که ۱۲ هزار میلیارد ریال اعتبار ریالی (۴۵۱ میلیون یورو اعتبار ارزی) برای آن در نظر گرفته شده است . این طرح از سال ۱۳۹۱ شروع و زمان بهره برداری از آن سال ۱۳۹۴ اعلام شده است. با اجرای این طرح ظرفیت تولید سالانه ذوب آهن به ۵ میلیون تن خواهد رسید.

ج- خلاصه ترازنامه شرکت: با توجه به سود خالص ۱۲۴۲ میلیارد ریالی در ترازنامه منتهی به ۳۰ آذر ۹۱ شاهد کاهش ۲۸ درصدی زیان انباشته شرکت و افزایش ۲۰ درصدی حقوق صاحبان سهام هستیم. از طرفی مجموع تسهیلات ۸ درصد و مجموع بدهی ها ۲۰ درصد افزایش داشته اند.

ترازنامه (اطلاعات شرکت)			
ترازنامه	سال مالی ۹۰	نه ماهه ۹۱	درصد تغییر نه ماهه ۹۱ نسبت به سال مالی ۹۰
دارایی جاری	۲۰,۴۲۷,۳۰۰	۲۷,۴۹۸,۹۶۱	۳۵%
دارایی غیر جاری	۱۹,۰۹۹,۰۲۵	۱۹,۸۳۵,۰۰۳	۴%
جمع دارایی ها	۳۹,۵۲۶,۳۲۵	۴۷,۳۳۳,۹۶۴	۲۰%
بدهی جاری	۳۲,۱۸۸,۱۱۲	۳۸,۷۰۲,۱۵۱	۲۰%
بدهی غیر جاری	۲,۳۷۶,۳۲۳	۲,۶۴۶,۶۸۸	۱۱%
مجموع تسهیلات	۸,۸۰۶,۳۲۳	۹,۵۵۴,۳۴۳	۸%
مجموع بدهی ها	۳۴,۵۶۴,۴۳۵	۴۱,۳۴۸,۸۳۹	۲۰%
سرمایه	۷,۸۶۸,۴۰۶	۷,۸۶۸,۴۰۶	-
سود (زیان) انباشته	۳,۶۵۸,۵۷۶-	۲,۶۴۵,۳۴۱-	-۲۸%
حقوق صاحبان سهام	۴,۹۷۱,۸۹۰	۵,۹۸۵,۱۲۵	۲۰%

د) برآورد کارشناسی

ملاحظه شد که شرکت ذوب آهن در مورد پیش بینی سود سال ۹۲ پنج فرضیه را در نظر گرفته است که شامل تولید و فروش ۲.۸ میلیون تن محصول نهایی، میانگین فروش بیش از ۱۹۷۶ تومانی هر کیلو محصولات اصلی (با توجه به شرایط رقابتی و متغیر بازار و روند افزایش قیمت ها طی ماههای اخیر در بورس کالا و بازار آهن)، افزایش هزینه های عملیاتی ناشی از رشد ۲۰ درصدی هزینه های پرسنلی و افزایش ناشی از تغییر تعداد کارکنان و سایر موارد، هزینه های مواد با توجه به ترکیب تولید و روند افزایش قیمت ها و نرخ تسعیر ارز ۳۶۷۰ تومانی برای خریدهای مواد خارجی و افزایش ۲۰ درصدی هزینه های انرژی (به علت مشخص نبودن جزئیات و زمان اجرای فاز دوم هدفمندی یارانه ها) است.

در این میان قیمت خرید سنگ آهن ریزدانه، درشت دانه و کنستانتره به ترتیب ۷.۴۲، ۸.۲۴ و ۱۰.۱۵ درصد قیمت خرید شمش داخلی و مابقی قیمت خرید مواد داخلی با ۱۵ درصد رشد نسبت

به قیمت خرید ۳ ماهه چهارم ۹۱ منظور شده است. در رابطه با مواد خارجی قیمت کک ۴۱۴ دلار و زغالسنگ ۲۶۵ دلار به ازای هر تن که با در نظر گرفتن شرایط بازاری جهانی پیش بینی شده است. علاوه بر این در باره مفروضات نرخ ارز و فروش هم اعلام شده با عنایت به تاسیس مرکز مبادلات ارزی در نیمه دوم سال ۹۱ و علیرغم درخواست های این شرکت هیچ گونه ارزشمبادله ای به این شرکت تخصیص داده نشده است و بنابراین انتخاب نرخ دلار آزاد برای تامین نیازمندی های شرکت طبیعی است.

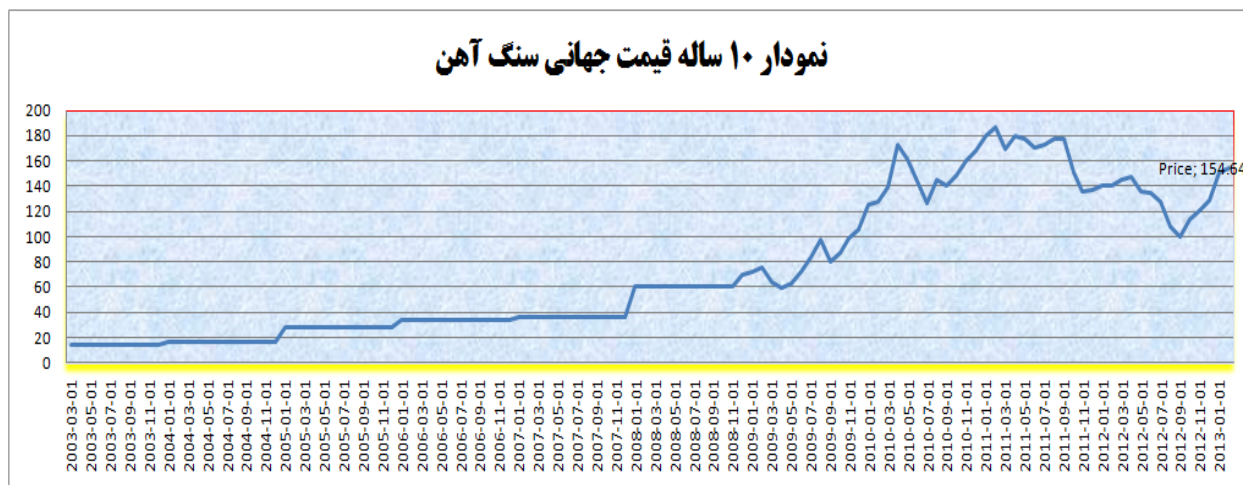
برای برآورد کارشناسی از سود آوری شرکت در سال ۹۲ و سالهای بعد از آن عوامل مختلفی را باید در نظر گرفت. لیکن مهمترین عوامل قیمت محصولات و مواد اولیه شرکت ، مقدار تولید و فروش بر اساس طرح های توسعه شرکت و همچنین عامل نرخ تسعیر ارز است که با توجه به ارزشبری نسبتاً زیاد شرکت تاثیر زیادی بر سود آوری سهم دارد.

قیمت محصولات ذوب آهن از طریق مکانیزم عرضه و تقاضا در بورس کالا تعیین می شود . در زمینه فولاد ، ایران هنوز به خود کفایی کامل نرسیده و علیرغم کاهش ۲۱ درصدی واردات فولاد در سال ۹۱ نسبت به سال ۹۰ همچنان ۵۰ درصد فولاد مورد نیاز کشور از طریق واردات تامین می شود . بنابراین می توان بازار فروش را برای شرکتهای فولاد ساز کشورمان به نوعی انحصاری دانست لیکن با توجه به وجود رقبای خارجی قیمت جهانی سنگ آهن و نرخ ارز بر قیمت محصولات شرکتهای فولادی موثر می باشند.

۱- برآورد قیمت سنگ آهن

با توجه به اینکه ماده اولیه اصلی شرکتهای فولادی سنگ آهن است و قیمت این ماده اولیه بیشترین تاثیر را در قیمت فروش محصولات شرکت و همچنین بهای تمام شده شرکت خواهد داشت ابتدا به بررسی وضعیت آتی سنگ آهن در بازارهای جهانی می پردازیم:

نمودار ۱۰ ساله قیمت جهانی سنگ آهن



بر اساس پیش بینی گلدمن ساچس متوسط قیمت سنگ آهن در سال های ۲۰۱۳ به ۱۴۴ دلار ، ۲۰۱۴ به ۱۲۶ دلار و ۲۰۱۵ به ۸۰ دلار به ازای هر تن خواهد رسید. از طرفی مورگان متوسط قیمت سنگ آهن در ۲۰۱۳ را ۱۳۰ دلار می داند. بر مبنای پیش بینی وی طی سه ماهه نخست امسال قیمت ها به ۱۴۵ دلار رسیده و در سه ماه چهارم با کاهش مواجه شده و به ۱۲۰ دلار می رسد. همچنین دویچه بانک پیش بینی می کند که قیمت سنگ آهن به ۱۷۰ دلار برسد اما بعد از سقوط تا مرز ۱۲۰ دلار به ازای هر تن کاهش یابد. دویچه بانک آلمان، در گزارش اخیر خود در مورد وضعیت بازارهای مواد معدنی در جهان پیش بینی کرده است که بهای سنگ آهن تا پایان سال ۲۰۱۳ با کاهش ۲۴ درصدی مواجه خواهد شد. تحلیل گر برجسته دویچه بانک پیش بینی کرده است که حجم عرضه سنگ آهن - که در سه ماهه نخست سال جاری میلادی به نسبت قبل کاهش داشته است- در سه ماهه دوم سال افزایش قابل توجهی نشان خواهد داد. در بخشی از گزارش اخیر دویچه بانک آمده است: "اطمینان بیشتر سرمایه گذاران به موفقیت اقتصاد چین در دستیابی به اهداف تعیین شده، انتظار افزایش تقاضای فولادسازان چینی به جهت ترمیم موجودی انبارهایشان، تأثیر متغیرهای فصلی و کاهش حمل و نقل دریایی سنگ آهن را می توان مهمترین عوامل رشد قیمت این محصول استراتژیک در ماههای اخیر دانست. انتظار می رود که در ماههای

آینده، برخی از این عوامل - خصوصاً ترمیم موجودی، متغیرهای فصلی و وضعیت عرضه- به تدریج از بین بروند یا تاثیرشان کاهش یابد. بنابراین پیش بینی می شود قیمت سنگ آهن در نخستین روزهای معاملاتی سه ماهه دوم سال به اوج برسد اما بعد از آن روند افت تقاضا در چین آغاز خواهد شد و بهای سنگ آهن ظرف ۲ سال به ۱۱۰ دلار در هر تن خواهد رسید. در سال های آتی شرکت های فولادسازی اغلب به خرید قراضه های آهن روی خواهند آورد و تقاضای سنگ آهن به طور محسوسی کاهش خواهد یافت به نحوی که می توان حتی قیمت ۸۰ دلاری برای سنگ آهن را تا سال ۲۰۱۸ متصور بود. همچنین بلومبرگ پیش بینی کرد که با توجه به اینکه نرخ رشد تولید فولاد در چین هم اکنون به پایین ترین سطح در پنج سال اخیر رسیده بازار سنگ آهن در چین پس از تقریباً یک دهه با مزاد عرضه روبرو شود. میزان عرضه سنگ آهن در بازار چین طی سال جاری ۹.۱ درصد رشد خواهد کرد و میزان افزایش تقاضا نیز تنها ۸.۳ درصد خواهد بود و این وضعیت باعث می شود که بازار در سال آینده با مزاد عرضه روبرو شود و این روند تا سال ۲۰۱۸ نیز ادامه یابد. بلومبرگ پیش بینی کرده که تحت تأثیر این شرایط، قیمت سنگ آهن روندی نزولی را در سال جاری در پی بگیرد و با افتی ۳۴ درصدی به ۹۰ دلار در هر تن برسد. بر اساس تحلیل های فوق و همچنین روند تکنیکال موجود در نمودار (که در حال تشکیل یک الگوی DOUBLE TOP نزولی است.) به نظر می رسد شرایط نزولی بر قیمت سنگ آهن حکمفرما شود. که این موضوع را در محاسبه بهای تمام شده و قیمت فروش محصولات برای پیش بینی عایدی هر سهم طی سالهای آینده لحاظ کردیم و قیمت سنگ آهن را برای سالهای ۹۲ تا ۹۶ بترتیب ۱۰۰، ۹۰، ۸۰، ۷۵ و ۷۰ دلار در نظر گرفتیم. ضمن اینکه با توجه به رابطه مستقیم عرضه و تقاضای سنگ آهن با زغالسنگ و کک، با کاهش نرخ سنگ آهن نرخ مواد مذکور نیز با کاهش مواجه خواهند شد که این موضوع را نیز لحاظ کردیم.

۲- برآورد وضعیت بازار فولاد در ایران

با توجه به اینکه سال ۹۲ سال برگزاری انتخابات ریاست جمهوری است به نظر می رسد که قیمت ها حداقل در دوره دولت فعلی تغییر چندانی نخواهد داشت . چرا که معمولاً در سالهای پایانی دولت ها به اتمام طرح ها فکر می کنند نه افتتاح طرح جدید در نتیجه تا آن زمان احتمالاً تقاضا با کاهش مواجه خواهد شد . همچنین با توجه به تورم شدید سال ۹۱ ، سال ۹۲ حداقل تا اتمام انتخابات ریاست جمهوری تورم باید کنترل گردد به همین علت دولت در برابر هر افزایش قیمتی مقاومت می کند. ضمن آنکه بالا بودن موجودی انبارها اجازه نمی دهد قیمت ها در طول ۲ ماه اول سال تغییر جدی داشته باشد چرا که با بالارفتن قیمت از طرف کارخانه ها موجودی های ارزان قیمت روانه بازار خواهد شد. اما پس از برگزاری انتخابات بدلیل بالا رفتن قیمت تمام شده برای تولید کننده به علت افزایش ۲۵ درصدی دستمزد، بالا رفتن تعرفه های آب، برق، گاز، حمل و نقل و افزایش مالیات بر ارزش افزوده افزایش قیمت تمام شده بسته به نوع تولید حداقل ۵ و حداکثر ۱۵ درصد خواهد بود. ضمن آنکه با توجه به اینکه برداشت سنگین دولت در تاریخ ۱۳ اسفند ۹۱ از صندوق توسعه ملی ، ۱۷۷۰۰ میلیارد تومان اعتبار در اختیار بخش خصوصی قرار داده شد. گذشته از آن ۱/۹ میلیارد دلار هم به برخی از طرح های عمرانی و خودروسازها اختصاص یافت. این مساله نیز تقاضا را حداکثر ظرف مدت ۳ ماه وارد بازار خواهد کرد و باعث بالا رفتن قیمت خواهد شد. همچنین در صورت ادامه تحریم ها، قیمت ارز افزایش خواهد یافت چرا که دولت مجبور است تمرکز بیشتری بر صادرات داشته باشد و با نرخ فعلی ارز، صادرات مقرون به صرفه نیست. در نتیجه بالا رفتن قیمت ارز باعث بالا رفتن قیمت محصولات خواهد شد. برآیند پیش بینی ها از وضعیت سیاسی- اقتصادی کشور حاکی از ادامه روند افزایشی نرخ ارز در سال جاری می باشد. شرکت در بودجه ۹۲ خود قیمت تیرآهن و میلگرد را با حدود ۴۷ درصد رشد برآورد کرده است و به نظر می رسد با توجه به مواردی که بخصوص در بحث احتمال افزایش نرخ ارز عنوان شد ، قیمت های پیش بینی شده شرکت در بودجه ۹۲ قابل تحقق باشد.

محاسبه بودجه ۹۲ بر اساس مفروضات کارشناسی:

با توجه به اینکه شرکت رویکردی کاملاً محافظه کارانه در برآورد بودجه ۹۲ خود اعمال کرده است در این بخش به اعمال مفروضات کارشناسی برای محاسبه مجدد بودجه ۹۲ می پردازیم. مفروضات کارشناسی بدین شرح می باشند:

۱- با توجه به برآورد تولید ۹۰۰ هزار تن کک در سال ۹۲ باید مقدار خرید کک به همان نسبت (و البته در نظر گرفتن مقدار تولید) کاهش یابد . بر اساس محاسبات صورت گرفته (با فرض نیاز به ۴۰۰ کیلوگرم کک برای یک تن سنگ آهن) حداکثر کک مورد نیاز برای تولید برآوردی شرکت ۱۷۵۰ هزار تن است که این موضوع مقدار کک مورد نیاز برای خرید در سال ۹۲ را به ۸۵۰ هزار تن تقلیل می دهد. این موضوع همچنین باعث کاهش خرید زغالسنگ مورد نیاز به ۱۲۸۶ هزار تن می شود که کاهش مقداری این دو آیتم باعث کاهش بهای تمام شده و در نتیجه افزایش سود آوری خواهد شد.

۲- شرکت، مقدار سنگ آهن مورد نیاز خود را ۵۲۰۵ هزار تن در نظر گرفته است در صورتی که بر اساس محاسبات ما که بر پایه مقدار محصولات و همچنین در نظر داشتن کک تولید شده (که رابطه ای مستقیم با خرید سنگ آهن و رابطه ای معکوس با خرید شمش دارد) مقدار سنگ آهن مورد نیاز برای تولید مقادیر اعلام شده شرکت ۴۵۰۰ هزار تن است. کاهش مقداری این آیتم نیز باعث کاهش بهای تمام شده در نتیجه افزایش سود آوری خواهد شد.

۳- شرکت ، خرید سنگ آهن را بر پایه نرخ فعلی جهانی (حدود ۱۳۵ دلار) پیش بینی کرده که با توجه به روند نزولی حاکم بر سنگ آهن فرض را بر سنگ آهن به نرخ ۱۰۰ دلار قرار دادیم که البته این موضوع تاثیری کاهنده بر عایدی هر سهم دارد (که در تحلیل حساسیت

به آن می پردازیم) و همانطور که مشخص است بر اساس آن نرخ محصولات شرکت تحت تاثیر این موضوع با کاهش مواجه شده و درآمد فروش نیز متاثر از این قضیه کاهش یافته است.

۴- هزینه های مالی را بر اساس محاسبات صورت گرفته ۱۶۵۰ میلیارد ریال در نظر گرفتیم.

با مفروضات فوق صورت سود و زیان به صورت جدول زیر محاسبه شده و عایدی هر سهم ۱۲۵۰ ریال برای سال ۹۲ حاصل می شود. یعنی تنها با کاهش مقدار کک ، زغالسنگ و سنگ آهن خریداری شده (که به نظر منطقی و محتمل می باشد) و حتی با فرض افت قیمت سنگ آهن به ۱۰۰ دلار ، شرکت قادر است عایدی هر سهم خود در سال ۹۲ را ۹۴ درصد تعدیل دهد و به ۹۱۶ ریال برساند.

شرح	بودجه ۹۲ شرکت	پیش بینی کارشناسی ۹۲
مقدار فروش تیر آهن	۱,۷۵۲,۰۸۷	۱,۷۵۲,۰۸۷
قیمت هر تن تیر آهن (میلیون ریال)	۱۹,۷۸	۱۴,۷۴
مقدار فروش میلگرد	۱,۰۳۷,۷۱۷	۱,۰۳۷,۷۱۷
قیمت هر تن میلگرد (میلیون ریال)	۱۹,۷۸	۱۵,۴۱
نرخ دلار در بودجه	۳۶,۷۰۰	۳۶,۷۰۰
نرخ دلار	۳۶,۷۰۰	۳۶,۷۰۰
ارزآوری	۱۴۳,۶۰۰,۰۰۰	۱۷۰,۹۸۱,۴۵۹
مقدار خرید سنگ آهن	۵,۲۰۵,۰۰۰	۴۵۰۰,۰۰۰
نرخ خرید سنگ آهن (ریال)	۱,۵۷۸	۱,۲۱۴
نرخ جهانی سنگ آهن (دلار)	۱۳۰	۱۰۰
نرخ خرید شمش	۲۱,۵۶۵	۱۶,۵۸۸
مقدار خرید شمش	۲۰۰,۰۰۰	۲۳۹,۱۰۷
تولید کک (تن)	۹۰۰,۰۰۰	۹۰۰,۰۰۰
مقدار خرید کک (تن)	۱,۰۴۰,۰۰۰	۸۵۰,۰۰۰
نرخ خرید کک (ریال)	۱۲,۸۶۹	۹,۹۰۰
مقدار خرید زغالسنگ	۱,۳۸۵,۰۰۰	۱,۲۸۵,۷۱۴
نرخ خرید زغالسنگ	۵,۴۲۵	۴,۱۷۳
ارزبری	۷۱۲,۷۳۹,۱۴۲	۵۹۱,۹۸۵,۶۵۱
صورت سود و زیان	بودجه ۹۲	پیش بینی ۹۲
فروش	۵۷,۹۰۹,۱۰۷	۴۳,۳۴۸,۶۸۵
بهای تمام شده	۴۹,۱۰۴,۹۸۸	۳۸,۹۵۷,۹۰۳
سود ناخالص	۸۸۰۴,۱۱۹	۱۳,۳۹۰,۷۸۲
هزینه های عمومی اداری	۲,۷۶۰,۸۰۸	۲,۷۶۰,۸۰۸
سایر درآمدها (هزینه ها)ی عملیاتی	-	-
سود عملیاتی	۶,۰۴۳,۳۱۱	۱۰,۵۲۹,۹۷۴
هزینه های مالی	۱,۵۹۳,۶۹۴	۱,۶۵۰,۰۰۰
درآمد حاصل از سرمایه گذاری ها	۵۳,۵۷۷	۵۳,۵۷۷
خالص درآمدها (هزینه های)متفرقه	۱۹۷,۴۴۳	۱۹۷,۴۴۳
سود قبل از مالیات	۴,۷۰۰,۶۲۷	۹,۱۳۰,۹۹۴
مالیات	۹۸۹,۲۹۹	۱,۹۲۱,۷۱۵
سود خالص	۳,۷۱۱,۳۲۸	۷,۲۰۹,۲۷۹
تعداد سهام	۷۸۶۸	۷۸۶۸
EPS	۴۷۲	۹۱۶
درصد تغییر		۹۴%

۵- تحلیل‌های حساسیت بر عایدی هر سهم سال ۹۲

۱-تحلیل حساسیت تولید کک: این تحلیل حساسیت نشان می دهد که با کاهش هر ۱۰۰ هزار تن تولید کک ، بدلیل افزایش واردات کک و همچنین افزایش خرید شمش بجای سنگ آهن ، عایدی هر سهم ذوب آهن ۱۱ درصد کاهش می یابد

کاهش ۱۰۰ هزار تنی تولید کک		نام سناریو
پیش بینی ۹۲	پیش بینی کارشناسی ۹۲	شرح
۱,۷۵۲,۰۸۷	۱,۷۵۲,۰۸۷	مقدار فروش تیر آهن
۱۴,۷۴	۱۴,۷۴	قیمت هر تن تیر آهن (میلیون ریال)
۱,۰۲۷,۷۱۷	۱,۰۲۷,۷۱۷	مقدار فروش میلگرد
۱۵,۴۱	۱۵,۴۱	قیمت هر تن میلگرد (میلیون ریال)
۳۶,۷۰۰	۳۶,۷۰۰	نرخ دلار در بودجه
۳۶,۷۰۰	۳۶,۷۰۰	نرخ دلار
۱۷۰,۹۸۱,۴۵۹	۱۷۰,۹۸۱,۴۵۹	ارزآوری
۴,۰۶۲,۸۲۴	۴,۰۰۰,۰۰۰	مقدار خرید سنگ آهن
۱,۲۱۴	۱,۲۱۴	نرخ خرید سنگ آهن (ریال)
۱۰۰	۱۰۰	نرخ جهانی سنگ آهن (دلار)
۱۶,۵۸۸	۱۶,۵۸۸	نرخ خرید شمش
۳۹۵,۱۰۷	۳۳۹,۱۰۷	مقدار خرید شمش
۸۰۰,۰۰۰	۹۰۰,۰۰۰	تولید کک (تن)
۹۵۰,۰۰۰	۸۵۰,۰۰۰	مقدار خرید کک (تن)
۹,۹۰۰	۹,۹۰۰	نرخ خرید کک (ریال)
۱,۱۴۲,۸۵۷	۱,۲۸۵,۷۱۴	مقدار خرید زغالسنگ
۴,۱۷۳	۴,۱۷۳	نرخ خرید زغالسنگ
۶۴۱,۶۶۶,۳۱۶	۵۹۱,۹۸۵,۶۵۱	ارزبری
پیش بینی ۹۲	پیش بینی ۹۲	صورت سود و زیان
۴۲,۲۴۸,۶۸۵	۴۲,۲۴۸,۶۸۵	فروش
۲۹,۹۴۶,۰۲۶	۲۸,۹۵۷,۹۰۳	بهای تمام شده
۱۲,۳۰۲,۶۵۹	۱۳,۲۹۰,۷۸۲	سود ناخالص
۲,۷۶۰,۸۰۸	۲,۷۶۰,۸۰۸	هزینه های عمومی اداری
-	-	سایر درآمدها (هزینه های عملیاتی)
۹,۵۴۱,۸۵۱	۱۰,۵۲۹,۹۷۴	سود عملیاتی
۱,۶۵۰,۰۰۰	۱,۶۵۰,۰۰۰	هزینه های مالی
۵۲,۵۷۷	۵۲,۵۷۷	درآمد حاصل از سرمایه گذاری ها
۱۹۷,۴۴۳	۱۹۷,۴۴۳	خالص درآمدها (هزینه های متفرقه)
۸,۱۴۲,۸۷۱	۹,۱۳۰,۹۹۴	سود قبل از مالیات
۱,۷۱۳,۷۵۴	۱,۹۳۱,۷۱۵	مالیات
۶,۴۲۹,۱۱۷	۷,۲۰۹,۲۷۹	سود خالص
۷۸۶۸	۷۸۶۸	تعداد سهام
۸۱۷	۹۱۶	EPS
-۱۱%		درصد تغییر

۲- تحلیل حساسیت نرخ جهانی سنگ آهن: این تحلیل حساسیت نشان می دهد که با افزایش یک دلار قیمت سنگ آهن علیرغم افزایش بهای تمام شده ، بدلیل افزایش نرخ محصولات، عایدی هر سهم ذوب آهن یک درصد افزایش می یابد.

افزایش ۱ دلار نرخ جهانی سنگ آهن	نام ستاریو	
	پیش بینی کارشناسی ۹۲	پیش بینی ۹۲
		شرح
۱,۷۵۲,۰۸۷	۱,۷۵۲,۰۸۷	مقدار فروش تیر آهن
۱۴۸۹	۱۴,۷۴	قیمت هر تن تیر آهن (میلیون ریال)
۱,۰۳۷,۷۱۷	۱,۰۳۷,۷۱۷	مقدار فروش میلگرد
۱۵۵۶	۱۵,۴۱	قیمت هر تن میلگرد (میلیون ریال)
۳۶,۷۰۰	۳۶,۷۰۰	نرخ دلار در بودجه
۳۶,۷۰۰	۳۶,۷۰۰	نرخ دلار
۱۷۰,۹۸۱,۴۵۹	۱۷۰,۹۸۱,۴۵۹	ارزآوری
۴۵۰۰,۰۰۰	۴۵۰۰,۰۰۰	مقدار خرید سنگ آهن
۱,۲۲۶	۱,۲۱۴	نرخ خرید سنگ آهن (ریال)
۱۰۱	۱۰۰	نرخ جهانی سنگ آهن (دلار)
۱۶,۷۵۴	۱۶,۵۸۸	نرخ خرید تمش
۲۳۹,۱۰۷	۲۳۹,۱۰۷	مقدار خرید تمش
۹۰۰,۰۰۰	۹۰۰,۰۰۰	تولید کک (تن)
۸۵۰,۰۰۰	۸۵۰,۰۰۰	مقدار خرید کک (تن)
۹,۹۹۹	۹,۹۰۰	نرخ خرید کک (ریال)
۱,۲۸۵,۷۱۴	۱,۲۸۵,۷۱۴	مقدار خرید زغالسنگ
۴,۲۱۵	۴,۱۷۳	نرخ خرید زغالسنگ
۵۹۱,۹۸۵,۶۵۱	۵۹۱,۹۸۵,۶۵۱	ارزبری
		صورت سود و زیان
پیش بینی ۹۲	پیش بینی ۹۲	فروش
۴۲,۶۷۱,۱۷۲	۴۲,۲۴۸,۶۸۵	بهای تمام شده
۲۹,۲۴۷,۴۸۲-	۲۸,۹۵۷,۹۰۳-	سود ناخالص
۱۳,۴۲۳,۶۹۰	۱۳,۲۹۰,۷۸۲	هزینه های عمومی اداری
۲,۷۶۰,۸۰۸-	۲,۷۶۰,۸۰۸-	سایر درآمدها (هزینه های عملیاتی)
-	-	سود عملیاتی
۱۰,۶۶۲,۸۸۲	۱۰,۵۲۹,۹۷۴	هزینه های مالی
۱,۶۵۰,۰۰۰-	۱,۶۵۰,۰۰۰-	درآمد حاصل از سرمایه گذاری ها
۵۴,۵۷۷	۵۴,۵۷۷	خالص درآمدها (هزینه های متفرقه)
۱۹۷,۴۴۳	۱۹۷,۴۴۳	سود قبل از مالیات
۹,۲۶۳,۹۰۲	۹,۱۳۰,۹۹۴	مالیات
۱,۹۴۹,۶۸۷-	۱,۹۲۱,۷۱۵-	سود خالص
۷,۳۱۴,۲۱۵	۷,۲۰۹,۲۷۹	تعداد سهام
۷۸۶۸	۷۸۶۸	EPS
۹۳۰	۹۱۶	درصد تغییر
۱%		

۳- تحلیل حساسیت تغییر نرخ دلار: این تحلیل حساسیت نشان می دهد که با افزایش هر ۱۰۰۰ ریال نرخ دلار ، علیرغم افزایش نرخ محصولات بدلیل ارزبری بالای شرکت و همچنین تاثیر فزاینده آن بر بهای تمام شده محصولات ، عایدی هر سهم ذوب آهن ۰.۶ درصد کاهش می یابد.

افزایش ۱۰۰ تومان در نرخ دلار		نام سناریو
پیش بینی ۹۲	پیش بینی کارشناسی ۹۲	شرح
۱,۷۵۲,۰۸۷	۱,۷۵۲,۰۸۷	مقدار فروش تیر آهن
۱۵.۱۴	۱۴.۷۴	قیمت هر تن تیر آهن (میلیون ریال)
۱,۰۳۷,۷۱۷	۱,۰۳۷,۷۱۷	مقدار فروش میلگرد
۱۵.۸۳	۱۵.۴۱	قیمت هر تن میلگرد (میلیون ریال)
۳۶,۷۰۰	۳۶,۷۰۰	نرخ دلار در بودجه
۳۷,۷۰۰	۳۶,۷۰۰	نرخ دلار
۱۷,۰۹۸۱,۳۵۹	۱۷,۰۹۸۱,۳۵۹	ارزآوری
۴۵۰۰,۰۰۰	۴۵۰۰,۰۰۰	مقدار خرید سنگ آهن
۱,۲۴۷	۱,۲۱۴	نرخ خرید سنگ آهن (ریال)
۱۰۰	۱۰۰	نرخ جهانی سنگ آهن (دلار)
۱۷,۰۴۰	۱۶,۵۸۸	نرخ خرید تمش
۲۳۹,۱۰۷	۲۳۹,۱۰۷	مقدار خرید تمش
۹۰۰,۰۰۰	۹۰۰,۰۰۰	تولید کک (تن)
۸۵۰,۰۰۰	۸۵۰,۰۰۰	مقدار خرید کک (تن)
۱۰,۱۶۹	۹,۹۰۰	نرخ خرید کک (ریال)
۱,۲۸۵,۷۱۴	۱,۲۸۵,۷۱۴	مقدار خرید زغالسنگ
۴,۲۸۷	۴,۱۷۳	نرخ خرید زغالسنگ
۵۹۱,۹۸۵,۶۵۱	۵۹۱,۹۸۵,۶۵۱	ارزبری
پیش بینی ۹۲	پیش بینی ۹۲	صورت سود و زیان
۴۳,۳۹۹,۸۷۵	۴۲,۲۴۸,۶۸۵	فروش
۲۹,۷۴۶,۹۴۷-	۲۸,۹۵۷,۹۰۳-	بهای تمام شده
۱۳,۶۵۲,۹۲۹	۱۳,۲۹۰,۷۸۲	سود ناخالص
۲,۷۶۰,۸۰۸-	۲,۷۶۰,۸۰۸-	هزینه های عمومی اداری
۴۲۱,۰۰۴-	-	سایر درآمدها (هزینه ها) عملیاتی
۱۰,۴۷۱,۱۱۷	۱۰,۵۲۹,۹۷۴	سود عملیاتی
۱,۶۵۰,۰۰۰-	۱,۶۵۰,۰۰۰-	هزینه های مالی
۵۳,۵۷۷	۵۳,۵۷۷	درآمد حاصل از سرمایه گذاری ها
۱۹۷,۴۴۳	۱۹۷,۴۴۳	خالص درآمدها (هزینه های) متفرقه
۹,۰۷۲,۱۳۷	۹,۱۳۰,۹۹۴	سود قبل از مالیات
۱,۹۰۹,۳۲۸-	۱,۹۲۱,۷۱۵-	مالیات
۷,۱۶۲,۸۰۹	۷,۲۰۹,۲۷۹	سود خالص
۷,۸۶۸	۷,۸۶۸	تعداد سهام
۹۱۰	۹۱۶	EPS
-۰.۶%		درصد تغییر

بنابراین عایدی هر سهم شرکت ذوب آهن بیش از هر چیز به تغییرات تغییرات تولید کک (۱۱ درصد به ازای هر ۱۰۰ تن تغییر در تولید کک) حساسیت دارد و کاهش در تولید آن می تواند عایدی هر سهم ۹۲ و سالهای آتی را با تهدید جدی مواجه سازد.

محاسبه ارزش ذاتی : برای محاسبه ارزش ذاتی شرکت ذوب آهن با توجه به مطالب عنوان شده و همچنین آزمونهای تحلیل حساسیتی که انجام شد ابتدا بر اساس جدول زیر عایدی هر سهم از

سال ۹۲ تا ۹۶ را پیش بینی می کنیم. در این پیش بین قیمت سنگ آهن را برای سالهای ۹۲ تا ۹۶ بترتیب ۱۰۰ ، ۹۰ ، ۸۰ ، ۷۵ و ۷۰ دلار در نظر گرفتیم. همچنین نرخ دلار را برای سالهای ۹۳ تا ۹۶ بترتیب ۴۵ ، ۵۰ ، ۵۵ و ۶۰ هزار ریال در نظر گرفتیم. برای مقادیر تولید محصول و همچنین کک نیز طرح های توسعه ای شرکت را (البته با تاخیر نسبت به زمان بندی اعلام شده توسط شرکت) ملاک قرار دادیم.

شرح	پیش بینی کارشناسی ۹۲	پیش بینی ۹۳	پیش بینی ۹۴	پیش بینی ۹۵	پیش بینی ۹۶
مقدار فروش تیر آهن	۱,۷۵۲,۰۸۷	۱,۹۰۰,۰۰۰	۲,۰۰۰,۰۰۰	۲,۰۰۰,۰۰۰	۲,۵۰۰,۰۰۰
ایتمهای تاثیر گذار بر درآمد فروش	۱۴,۷۴	۱۶,۲۷	۱۶,۰۷	۱۶,۵۷	۱۶,۸۷
قیمت هر تن تیر آهن (میلیون ریال)	۱,۰۲۷,۷۱۷	۱,۱۰۰,۰۰۰	۱,۲۰۰,۰۰۰	۱,۲۵۰,۰۰۰	۱,۵۰۰,۰۰۰
مقدار فروش میلگرد	۱۵,۴۱	۱۷,۰۰۱	۱۶,۸۰	۱۷,۳۲	۱۷,۶۴
قیمت هر تن میلگرد (میلیون ریال)	۳۶,۷۰۰	۴۵,۰۰۰	۵۰,۰۰۰	۵۵,۰۰۰	۶۰,۰۰۰
نرخ دلار در بودجه	۳۶,۷۰۰	۴۵,۰۰۰	۵۰,۰۰۰	۵۵,۰۰۰	۶۰,۰۰۰
نرخ دلار	۳۶,۷۰۰	۴۵,۰۰۰	۵۰,۰۰۰	۵۵,۰۰۰	۶۰,۰۰۰
ارزآوری	۱۷۰,۹۸۱,۴۵۹	۱۸۲,۸۶۳,۹۴۷	۱۹۶,۱۲۱,۵۳۴	۲۶۶,۶۰۲,۷۳۴	۳۰۶,۳۳۹,۹۱۲
مقدار خرید سنگ آهن	۴,۵۰۰,۰۰۰	۴,۸۰۰,۰۰۰	۵,۲۰۰,۰۰۰	۶,۲۰۰,۰۰۰	۷,۳۰۰,۰۰۰
نرخ خرید سنگ آهن (ریال)	۱,۲۱۴	۱,۳۴۰	۱,۳۲۳	۱,۲۶۴	۱,۳۸۹
نرخ جهانی سنگ آهن (دلار)	۱۰۰	۹۰	۸۰	۷۵	۷۰
نرخ خرید شمش	۱۶,۵۸۸	۱۸,۳۰۶	۱۸,۰۸۰	۱۸,۶۴۵	۱۸,۹۸۴
مقدار خرید شمش	۲۳۹,۱۰۷	۲۶۷,۱۰۷	۲۳۹,۱۰۷	۴۳۵,۱۰۷	۴۰۷,۱۰۷
تولید کک (تن)	۹۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰,۰۰۰	۱,۲۰۰,۰۰۰	۱,۵۰۰,۰۰۰	۲,۰۰۰,۰۰۰
مقدار خرید کک (تن)	۸۵۰,۰۰۰	۹۰۰,۰۰۰	۸۵۰,۰۰۰	۱,۲۰۰,۰۰۰	۱,۱۵۰,۰۰۰
نرخ خرید کک (ریال)	۹,۹۰۰	۱۰,۹۲۵	۱۰,۷۹۰	۱۱,۱۲۷	۱۱,۳۳۹
مقدار خرید زغالسنگ	۱,۲۸۵,۷۱۴	۱,۴۲۸,۵۷۱	۱,۷۱۴,۲۸۶	۲,۱۴۲,۸۵۷	۲,۸۵۷,۱۴۳
نرخ خرید زغالسنگ	۴,۱۷۳	۴,۶۰۶	۴,۵۴۹	۴,۶۹۱	۴,۷۷۶
ارزبری	۵۹۱,۹۸۵,۷۶۱	۶۱۶,۸۲۵,۹۸۳	۵۹۱,۹۸۵,۶۵۱	۷۶۵,۸۶۷,۹۷۸	۷۴۱,۰۲۷,۶۴۵
صورت سود و زیان	پیش بینی ۹۲	پیش بینی ۹۳	پیش بینی ۹۴	پیش بینی ۹۵	پیش بینی ۹۶
فروش	۴۲,۲۴۸,۶۸۵	۵۰,۱۲۴,۱۴۰	۵۲,۸۲۵,۳۲۷	۷۲,۸۳۹,۷۵۹	۸۶,۳۷۶,۴۱۸
بهای تمام شده	۲۸,۹۵۷,۹۰۸	۳۴,۵۹۹,۶۰۹	۳۵,۱۴۹,۵۷۲	۴۹,۸۷۷,۰۴۲	۵۵,۵۷۷,۰۸۸
سود ناخالص	۱۳,۲۹۰,۷۷۷	۱۵,۵۲۴,۵۳۰	۱۷,۶۷۵,۷۵۵	۲۳,۹۶۲,۷۱۷	۳۰,۷۹۹,۳۳۰
هزینه های عمومی اداری	۲,۷۶۰,۸۰۸	۳,۱۷۴,۹۲۹	۳,۶۵۱,۱۶۹	۴,۱۹۸,۸۴۴	۴,۸۲۸,۱۷۰
سایر درآمدها (هزینه ها) عملیاتی	-	-	-	-	-
سود عملیاتی	۱۰,۵۲۹,۹۶۹	۱۲,۳۴۹,۶۰۱	۱۴,۰۲۴,۵۸۷	۱۹,۷۶۳,۸۷۳	۲۵,۹۷۰,۶۶۰
هزینه های مالی	۱,۶۵۰,۰۰۰	۱,۸۱۵,۰۰۰	۱,۹۹۶,۵۰۰	۲,۱۹۶,۱۵۰	۲,۴۱۵,۷۶۵
درآمد حاصل از سرمایه گذاری ها	۵۲,۵۷۷	۵۶,۲۵۶	۵۹,۰۶۹	۶۲,۰۲۲	۶۵,۱۲۳
خالص درآمدها (هزینه های متفرقه)	۱۹۷,۴۴۳	۲۰۷,۳۱۵	۲۱۷,۶۸۱	۲۴۸,۵۶۵	۲۳۹,۹۹۳
سود قبل از مالیات	۹,۱۳۰,۹۸۹	۱۰,۷۹۸,۱۷۲	۱۲,۳۰۴,۸۳۶	۱۷,۵۶۸,۳۱۰	۲۳,۸۶۰,۰۱۱
مالیات	۱,۹۲۱,۷۱۴	۲,۲۷۲,۵۹۰	۲,۵۸۹,۶۸۳	۳,۷۵۸,۴۷۱	۵,۰۲۱,۵۹۳
سود خالص	۷,۲۰۹,۲۷۵	۸,۵۲۵,۵۸۲	۹,۷۱۵,۱۵۳	۱۴,۰۹۹,۸۳۹	۱۸,۸۳۸,۴۱۸
تعداد سهام	۷,۸۶۸	۷,۸۶۸	۷,۸۶۸	۷,۸۶۸	۷,۸۶۹
EPS	۹۱۶	۱,۰۸۴	۱,۲۳۵	۱,۷۹۲	۲,۳۹۴
درصد تغییر		۱۳۰٪	۱۶۲٪	۲۸۰٪	۴۰۸٪

بر این اساس ارزش ذاتی هر سهم ذوب آهن طبق جدول زیر به میزان ۷۵۰۰ ریال محاسبه می شود.

ارزش گذاری سهام						
سال	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	بعد از سال ۹۶
سود خالص هر سهم	۹۱۶	۱,۰۸۴	۱,۲۳۵	۱,۷۹۲	۲,۳۹۴	۱۱,۹۷۰
فاکتور تنزیل	۱.۲۵	۱.۵۶	۱.۹۵	۲.۴۴	۳.۰۵	۳.۰۵
ارزش فعلی سود خالص هر سهم	۷۳۳	۶۹۴	۶۳۲	۷۳۴	۷۸۴	۳,۹۴۲
	ارزش ذاتی سهم		۷,۵۰۰			
	ارزش بازار در تاریخ ۱۸ فروردین ۹۲		۳,۱۳۹			
	درصد ارزش بازار به ارزش ذاتی		۴۱.۸۶			
نرخ بازده مورد انتظار ۲۵ درصد در نظر گرفته شده است. ارزش نهایی (Terminal value) برای سال‌های پس از سال ۹۶ بر اساس روش تنزیل اقساط مادام العمر محاسبه شده است.						

نتیجه گیری: ذوب آهن اصفهان به عنوان سومین قطب فولادسازی کشور دارای ویژگی هایی است که سهام آنرا برای سرمایه گذاری جذاب می کند. ارزش جایگزینی بالای شرکت که در صورت تجدید ارزیابی دارایی ها ارزش این سهم را بیش از پیش نمایان خواهد ساخت، مصرف کمتر حامل های انرژی بر خلاف شرکت های دارای کوره القایی، بازار خوب فروش در داخل کشور و عدم اتکا به صادرات محصولات و در نتیجه ایمن بودن از ریسک تحریمها و همچنین دریافت سنگ آهن به قیمت های نزدیک به بازارهای جهانی از مزایای مهم این شرکت محسوب می شود. با توجه به راه اندازی طرح توازن و کاهش واردات کک، شاهد کاهش برآورد بهای تمام شده شرکت در سالهای آتی هستیم . همچنین با توجه به راه اندازی دو طرح توسعه دیگر در سالهای ۹۴ و ۹۵ شاهد افزایش برآورد سودآوری در سالهای مذکور هستیم که این موضوع به همراه عدم نیاز به واردات کک و در نتیجه تبدیل شدن از یک شرکت "ارزبر" به یک شرکت "ارزآور" باعث افزایش برآورد عایدی هر سهم در سالهای ۹۵ و ۹۶ و در نتیجه ارزش ذاتی ۷۵۰ تومانی سهم شده است. از ریسکهای شرکت می توان به دخالت دولت در تعیین نرخ محصولات اشاره کرد. عمده ترین ریسک حال حاضر شرکت نیز اول عدم توانایی شرکت در تولید کک پیش بینی شده و دوم افزایش نرخ ارز می باشد که می تواند عایدی سهم سال ۹۲ و سالهای آتی را با خطر کاهش مواجه

کند.. ارزش ذاتی سهم ۷۵۰۰ ریال محاسبه شد در حالیکه سهم هم اکنون در محدوده قیمتی ۳۲۰۰ ریال قرار دارد و بنابراین قیمت سهم در فاصله ۵۸ درصدی ارزش ذاتی سهم قرار دارد.

تهیه و تنظیم: عباس طالع فرد -۲۰ فروردین ۹۲