



تحلیل بنیادی
فولاد کاوه

فروردین ۱۳۹۷

فولاد کاوه جنوب کیش یکی از بزرگترین سرمایه گذاری های بنیاد مستضعفان انقلاب اسلامی در بخش تولید فولاد به شمار می رود که عملیات احداث آن از سال ۱۳۸۶ در منطقه ویژه اقتصادی صنایع معدنی و فلزی خلیج فارس در زمینی به مساحت ۱۷۰ هکتار در بندر عباس آغاز گردیده است . تکمیل زنجیره فولاد از معدن تا مقاطع فولادی به منظور حضور در جمع سه تولید کننده برتر کشور با کسب سهم ۱۰ درصدی از تولید کل کشور در افق سند چشم انداز ۲۰ ساله کشور از جمله اهداف نخستین این شرکت می باشد.

شرکت فولاد کاوه جنوب کیش (سهامی عام) در تاریخ ۱۳۸۵/۰۷/۰۸ تحت شماره ۷۱۰۳ و با سرمایه اولیه ۱۰ میلیارد ریال در اداره ثبت شرکتهای و موسسات غیرتجاری کیش به ثبت رسید. طرح توجیهی فنی و اقتصادی کارخانجات تولید فولاد توسط شرکت به سازمان صنایع و معادن استان هرمزگان ارائه شده و جواز تاسیس آن در تاریخ ۸۵/۱۱/۰۵ تصویب و به شرکت ارائه گردیده است. این شرکت جز واحدهای تجاری فرعی شرکت گسترش صنایع معدنی کاوه پارس متعلق به بنیاد مستضعفان می باشد .

سهامداران شرکت

سهامداران شرکت بر اساس آخرین اطلاعیه شرکت مندرج در سایت کدال به شرح زیر می باشد :

ترکیب سهامداران	
نام سهامدار	درصد مالکیت
شرکت گسترش صنایع معدنی کاوه پارس	۵۱,۰۲
بنیاد مستضعفان انقلاب اسلامی	۳۲,۹۰
شرکت مالی تخصصی سرمایه گذاری سینا	۱۰,۶۱
سایر	۵,۴۷
جمع	۱۰۰,۰۰

بودجه صورت سود و زیان شرکت

در جدول زیر روند واقعی سود سازی شرکت تا ۹ ماهه سال ۹۶ و همچنین آخرین بودجه اعلامی شرکت نشان داده شده است. همانطور که مشاهده می شود شرکت در سه ماهه سوم از لحاظ عملیاتی به دلیل رشد نرخ فروش (متاثر از افزایش قیمت‌های جهانی و نرخ برابری دلار) بسیار مطلوب عمل کرده است و موفق به تحقق ۱۱۵ میلیارد تومان سود عملیاتی شده است. این موضوع در حالی رخ داده است که شرکت در سه ماهه دوم سال ۹۶ از لحاظ عملیاتی توانسته است نزدیک به ۷۸ میلیارد تومان سود شناسایی نماید.

بودجه صورت سود و زیان				
شرح	سه ماهه سال ۹۶	شش ماهه سال ۹۶	نه ماهه سال ۹۶	بودجه سال ۹۶
فروش	۲,۵۲۱,۱۶۷	۶,۵۸۶,۴۶۳	۱۱,۰۵۶,۰۶۶	۱۶,۸۳۳,۵۴۴
بهای تمام شده کالای فروش رفته	(۱,۸۸۱,۲۱۷)	(۵,۱۰۸,۸۸۲)	(۸,۱۳۷,۶۵۰)	(۱۲,۸۶۸,۲۴۷)
سود (زیان) ناخالص	۶۳۹,۹۵۰	۱,۴۷۷,۵۸۱	۲,۹۱۸,۴۱۶	۳,۹۶۵,۲۹۷
هزینه های اداری و عمومی	(۶۷,۳۵۲)	(۱۱۷,۹۲۷)	(۲۵۳,۴۸۹)	(۳۴۷,۲۷۶)
خالص سایر درآمد ها (هزینه های) عملیاتی	(۱,۴۱۴)	(۳,۷۱۴)	(۱۵۹,۳۱۲)	(۱۵۹,۶۸۳)
سود (زیان) عملیاتی	۵۷۱,۱۸۴	۱,۳۵۵,۹۴۰	۲,۵۰۵,۶۱۵	۳,۴۵۸,۳۳۸
هزینه های مالی	(۳۷۵,۰۰۰)	(۷۰۶,۴۳۸)	(۱,۲۱۷,۶۸۱)	(۱,۷۵۱,۰۰۰)
درآمد سرمایه گذاریها - غیر عملیاتی	۰	۰	۰	۰
خالص سایر درآمدها و هزینه های غیر عملیاتی	۰	(۳,۶۵۳)	(۲۲۲,۴۱۹)	(۲۴۸,۴۷۷)
سود (زیان) قبل از کسر مالیات	۱۹۶,۱۸۴	۶۴۵,۸۴۹	۱,۰۶۵,۵۱۵	۱,۴۵۸,۸۶۰
مالیات	۰	۰	۰	۰
سود (زیان) خالص پس از کسر مالیات	۱۹۶,۱۸۴	۶۴۵,۸۴۹	۱,۰۶۵,۵۱۵	۱,۴۵۸,۸۶۰
سود هر سهم پس از کسر مالیات	۲۸	۹۲	۱۵۲	۲۰۸
سرمایه	۷,۰۰۰,۰۰۰	۷,۰۰۰,۰۰۰	۷,۰۰۰,۰۰۰	۷,۰۰۰,۰۰۰

لازم به ذکر است که شرکت قیمت فروش صادراتی یک تن شمش را معادل ۴۵۰ دلار با نرخ تسعیر ۴۱۰۰۰ ریال در نظر گرفته است. همچنین قیمت خرید یک تن گندله معادل ۲۱,۵ درصد قیمت شمش فولاد خوزستان فرض شده است.

طرح های توسعه شرکت

شرکت در سال های آتی برنامه هایی را در مسیر تکمیل و راه اندازی پروژه های در دست اجرا دارد . این پروژه ها دارای سه فاز به شرح زیر می باشد :

فاز اول : تولید ۱,۸۵۶,۰۰۰ تن آهن اسفنجی

فاز دوم : تولید ۲,۴۰۰,۰۰۰ تن شمش فولاد (بیلت) در دو واحد مجزا هر یک به میزان ۱,۲۰۰,۰۰۰ تن که فاز یک در حال بهره برداری می باشد .

فاز سوم : تولید ۵,۰۰۰,۰۰۰ تن گندله سنگ آهن

طبق برنامه ریزی های انجام شده واحد تولید آهن اسفنجی از مهر ماه سال ۱۳۹۱ شروع به کار کرده است . فاز دوم پروژه یعنی واحد تولید شمش فولاد بر اساس برنامه ریزی صورت گرفته در دو مرحله ، مرحله اول آن در بهمن سال ۹۴ بطور آزمایشی به بهره برداری رسید و مرحله دوم نیز به همراه تاسیسات آب شیرین کن در سال ۱۳۹۸ به بهره برداری کامل می رسد . فاز سوم در پایان سال ۱۴۰۰ به بهره برداری خواهد رسید . آهن اسفنجی به عنوان یک محصول میانی ، به عنوان خوراک فاز دوم پروژه مورد استفاده قرار می گیرد .

تولیدات شرکت

جدول زیر تولیدات شرکت در سال جاری را نشان می دهد . همانطور که مشاهده می کنید ، عمده محصولات شرکت شمش و آهن اسفنجی می باشد .

شرح	تولید
شمش بیلت صادراتی	سال ۹۶ واقعی (تن) ۸۰۵,۸۵۷
شمش بیلت	۱۱۱,۱۲۰
آهن اسفنجی داخلی	۱,۱۵۹,۵۸۱
آهن اسفنجی صادراتی	۲۴۶,۹۶۴
آهن اسفنجی کارمزدی	۱۷۴,۰۶۲

در جدول زیر فروش شرکت سال ۹۶ (در بودجه و واقعی) را مشاهده می‌کنیم. از آنجا که در تاریخ تهیه گزارش صورتهای پایان سال مالی اعلام نشده است. بر اساس گزارش های ماهانه شرکت، دسترسی به بخش فروش واقعی شرکت میسر شده است. همانطور که مشاهده می‌کنید. شرکت توانسته است تا پایان سال نسبت به بودجه خود ۱۲ درصد رشد فروش داشته باشد.

واقعی سال ۹۶		بودجه سال ۹۶			شرح	
مبلغ فروش (میلیون ریال)	نرخ متوسط (ریال)	مقدار (تن)	مبلغ فروش (میلیون ریال)	نرخ متوسط (ریال)	مقدار (تن)	
۱۴,۸۰۶,۶۵۲	۱۸,۳۷۳,۷۹۶	۸۰۵,۸۵۷	۱۱,۴۶۳,۱۸۳	۱۶,۶۱۳,۳۰۹	۶۹۰,۰۰۰	شمش بیلت صادراتی
۱,۶۸۸,۲۷۱	۱۶,۴۸۱,۸۷۱	۱۰۲,۴۳۲	۲,۵۷۰,۴۱۷	۱۶,۰۶۵,۱۰۶	۱۶۰,۰۰۰	شمش بیلت
۱,۴۶۱,۲۷۲	۸,۰۱۶,۶۳۴	۱۸۲,۲۸۰	۲,۴۹۸,۴۱۷	۸,۳۲۸,۰۵۷	۳۰۰,۰۰۰	آهن اسفنجی داخلی
۷۰۱,۱۴۵	۱۱,۵۹۵,۶۹۰	۶۰,۴۶۶	۰	۰	۰	آهن اسفنجی صادراتی
۳۰۲,۴۵۴	۱,۷۳۷,۶۲۲	۱۷۴,۰۶۲	۳۰۱,۴۷۳	۱,۵۰۷,۳۶۵	۲۰۰,۰۰۰	آهن اسفنجی کارمزدی
۱۸,۹۵۹,۷۹۴	-	۱,۳۲۵,۰۹۷	۱۶,۸۳۳,۴۹۰	-	۱,۳۵۰,۰۰۰	جمع فروش داخلی

لازم به ذکر است نرخ های فروش شرکت در آخرین ماه از سال گذشته به صورت جدول زیر می باشد :

اسفند ماه ۹۶			واحد	شرح
مبلغ فروش (میلیون ریال)	نرخ متوسط (ریال)	مقدار	سنجش	
۳,۵۲۰,۷۵۲	۲۲,۵۸۲,۶۷۵	۱۵۵,۹۰۵	تن	شمش بیلت صادراتی
۱۵۱,۷۰۰	۲۰,۴۸۸,۹۲۵	۷,۴۰۴	تن	شمش بیلت
۹,۹۶۴	۱۰,۰۰۴,۰۱۶	۹۹۶	تن	آهن اسفنجی داخلی
۷۳۸۳۵	۱۲,۳۲۸,۴۳۵	۵۹۸۹	تن	آهن اسفنجی صادراتی
۶۲۵۰۲	۲,۴۹۹,۹۸۰	۲۵۰۰۱	تن	آهن اسفنجی کارمزدی
۳,۸۱۸,۷۵۳	-	۱۹۵,۲۹۵	-	جمع

همانطور که در جدول بالا مشاهده می نماید نرخ های فروش محصولات اصلی شرکت در آخرین ماه از سال ۹۶ نسبت به متوسط نرخ فروش سال ۹۶ بسیار بالاتر می باشد و میزان این افزایش نرخ نسبت به میانگین نرخ های فروش در سال ۹۶ بیش از بیست درصد است . با توجه به قیمت های جهانی ۵۱۵ دلار شمش CIS و همچنین نرخ برابری دلار نزدیک به ۴۲۰۰۰ ریال (تک نرخ) به نظر می رسد ثبات در قیمت های جهانی باعث شود میزان فروش شرکت در سال ۹۷ به طور محسوسی نسبت به سال گذشته تغییر نماید .

کارشناسی فروش

در جدول زیر کارشناسی فروش در سال ۹۷ و ۹۸ آورده شده است .

کارشناس سال ۹۸			کارشناس سال ۹۷			واقعی سال ۹۶		واحد سنجش	شرح
مبلغ فروش (میلیون ریال)	نرخ متوسط (ریال)	مقدار	مبلغ فروش (میلیون ریال)	نرخ متوسط (ریال)	مقدار	مبلغ فروش (میلیون ریال)	نرخ متوسط (ریال)		
۳۷,۰۴۷,۶۱۵	۲۶,۷۶۷,۱۲۵	۱,۳۸۴,۰۷۲	۲۴,۶۷۳,۷۳۶	۲۳,۱۷۵,۰۰۰	۱,۰۶۴,۶۷۰	۱۴,۸۰۶,۶۵۲	۱۸,۳۷۳,۷۹۶	تن	شمش بیلت صادراتی
۴,۲۲۴,۲۱۰	۲۴,۰۱۰,۹۵۰	۱۷۵,۹۲۸	۲,۸۱۳,۳۲۷	۲۰,۷۸۸,۷۰۲	۱۳۵,۳۳۰	۱,۶۸۸,۲۷۱	۱۶,۴۸۱,۸۷۱	تن	شمش بیلت
۰	۰	۰	۱,۸۴۳,۱۱۳	۱۰,۱۱۱,۴۳۷	۱۸۲,۲۸۰	۱,۴۶۱,۲۷۲	۸,۰۱۶,۶۳۴	تن	آهن اسفنجی داخلی
۰	۰	۰	۸۸۴,۳۵۹	۱۴,۶۲۵,۷۲۷	۶۰,۴۶۶	۷۰۱,۱۴۵	۱۱,۵۹۵,۶۹۰	تن	آهن اسفنجی صادراتی
۰	۰	۰	۳۸۱,۴۸۷	۲,۱۹۱,۶۷۵	۱۷۴,۰۶۲	۳۰۲,۴۵۴	۱,۷۳۷,۶۲۲	تن	آهن اسفنجی کارمزدی
۴۱,۲۷۱,۸۲۵	۰	۱,۵۶۰,۰۰۰	۳۰,۵۹۶,۰۲۳		۱,۶۱۶,۸۰۸	۱۸,۹۵۹,۷۹۴	-	تن	جمع فروش داخلی

مفروضات کارشناسی :

جدول فوق بر اساس مفروضات زیر تهیه شد .

- ۱- فرض شد که در سال ۹۷ مرحله اول از فاز دوم تولید با ۱۰۰ درصد ظرفیت اسمی کار کند .
- ۲- فرض شد که در سال ۹۸ مرحله اول از فاز دوم تولید با ۱۰۰ درصد ظرفیت اسمی کار کند و مرحله دوم از فاز دوم تولید با ۳۰ درصد ظرفیت اسمی فعالیت نماید.
- ۳- فرض شد که متوسط نرخ دلار در سال ۹۷ ۴۵۰۰۰ ریال باشد .
- ۴- فرض شد که متوسط نرخ دلار در سال ۹۸ ، با ده درصد رشد همراه باشد (۴۹۴۰۰ ریال) .
- ۵- فرض شد که متوسط نرخ بیلت صادراتی در سال ۹۷ ، ۵۱۵ دلار در نظر گرفته شد .
- ۶- فرض شد که متوسط نرخ بیلت صادراتی در سال ۹۸ ، با پنج درصد رشد همراه باشد .

بهای تمام شده شرکت

جدول زیر بهای تمام شده شرکت را در سال ۹۵ و همین طور شش ماهه اول سال ۹۶ نشان می دهد . همانطور که پیداست نزدیک به ۶۰ درصد بهای تمام شده را مواد مستقیم مصرفی تشکیل می دهد .

بهای تمام شده کالای فروش رفته				
شرح	سال ۹۵	سهم از کل	شش ماهه سال ۹۶	سهم از کل
مواد مستقیم	۴,۱۷۶,۲۹۷	۶۲٪	۲,۹۰۳,۸۹۷	۶۰٪
دستمزد	۹۲,۴۴۳	۱٪	۶۲,۱۵۴	۱٪
سربار	۲,۴۳۵,۹۳۰	۳۶٪	۱,۸۳۸,۳۷۹	۳۸٪
بهای تمام شده کالای فروش رفته	۶,۷۰۴,۶۶۰	۱۰۰٪	۴,۸۰۴,۴۳۰	۱۰۰٪

در جدول زیر جزییات مربوط به مصرف مواد اولیه در شرکت در سال مالی ۱۳۹۶ و همچنین بودجه مواد مصرفی در سال مالی ۱۳۹۷، نشان داده شده است .

مصرف مواد اولیه						
شرح	شش ماهه اول سال ۹۶			بودجه سال ۹۶		
	مقدار - تن	نرخ مصرف (ریال)	مبلغ مصرف (میلیون ریال)	مقدار - تن	نرخ مصرف (ریال)	مبلغ مصرف (میلیون ریال)
گندله	۷۹۸,۴۰۲	۳,۸۲۰,۵۶۳	۳,۰۵۰,۳۴۵	۱,۹۱۴,۰۰۰	۴,۰۵۵,۶۶۸	۷,۷۶۲,۵۴۹
جمع مصرف	۷۹۸,۴۰۲	-	۲,۹۰۳,۸۹۷	۱,۹۱۴,۰۰۰	-	۷,۷۶۲,۵۴۹

همانطور که در جدول بالا مشاهده می شود ماده مصرفی شرکت گندله می باشد ، که نرخ این ماده اولیه بر اساس دستورالعمل وزارت صنعت معادل ۲۱,۵ قیمت شمش فولاد خوزستان می باشد . شرکت در شش ماهه دوم قیمت مصرفی هر تن گندله را ۴,۲۲۳,۹۲۷ ریال در نظر گرفته است .

کارشناسی بهای تمام شده شرکت

در جدول زیر کارشناسی بهای تمام شده کالای فروش رفته در سال ۹۶ و ۹۷ و ۹۸ آورده شده است .

مصرف مواد اولیه

کارشناسی سال ۹۸			کارشناسی سال ۹۷			کارشناسی سال ۹۶			واحد	شرح
مبلغ مصرف (میلیون ریال)	نرخ مصرف (ریال)	مقدار	مبلغ مصرف (میلیون ریال)	نرخ مصرف (ریال)	مقدار	مبلغ مصرف (میلیون ریال)	نرخ مصرف (ریال)	مقدار	سنجش	
۱۷,۴۷۱,۷۴۴	۵,۷۵۴,۹۳۲	۳,۰۳۵,۹۶۰	۱۱,۶۳۶,۱۹۳	۴,۹۸۲,۶۲۵	۲,۳۳۵,۳۵۴	۷,۸۷۱,۴۰۲	۴,۱۱۲,۵۴۰	۱,۹۱۴,۰۰۰	تن	گندله
۱۷,۴۷۱,۷۴۴	-	-	۱۱,۶۳۶,۱۹۳	-	۲,۳۳۵,۳۵۴	۷,۸۷۱,۴۰۲	-	۱,۹۱۴,۰۰۰	تن	جمع مصرف
۶,۷۵۲,۲۸۵	-	-	۵,۸۷۱,۵۵۲	-	-	۵,۱۰۵,۶۹۸	-	-	-	دستمزد
	-	-		-	-		-	-	-	سربار
۴,۳۴۸,۰۸۰	-	-	۳,۵۶۴,۰۰۰	-	-	۸۷۰,۷۵۰	-	-	-	افزایش نرخ الکتروود
۲۸,۵۷۲,۱۰۹	-	-	۲۱,۰۷۱,۷۴۶	-	-	۱۳,۸۴۷,۸۵۰	-	-	-	جمع مصرف

مفروضات کارشناسی :

جدول فوق بر اساس مفروضات زیر تهیه شد .

- ۱- فرض شد که نرخ مصرف گندله ۲۱,۵ درصد شمش خوزستان باشد . (شمش برای شش ماهه دوم سال ۹۶ ۴۸۸ دلار و سال جاری ۵۱۵ دلار و سال بعد ۵۴۱ دلار تعیین شد)
- ۲- فرض شد که برای هر تن تولید شمش سه کیلو الکتروود گرافیتی مصرف شود .
- ۳- نرخ الکتروود گرافیتی برای شش ماهه دوم سال ۹۶ ، ۱۷۰۰۰ دلار برای سال جاری ۲۴۰۰۰ دلار و برای سال ۹۸ ، ۲۶۴۰۰ دلار در نظر گرفته شد .
- ۴- مقدار مصرف گندله در سال ۹۸ متناسب با رشد تولید و فروش شرکت در سال ۹۸ رشد داده شد .
- ۵- سربار و دستمزد برای سال ۹۷ و ۹۸ ، ۱۵ درصد رشد داده شد .

کارشناسی صورت سود و زیان

در جدول زیر کارشناسی صورت سود و زیان شرکت در سالهای ۹۶-۹۸ مشاهده می گردد. علاوه بر مفروضات بیان شده در تحلیل این شرکت سایر مفروضات به شرح زیر می باشد:

- ۱- فرض شد که هزینه های اداری و عمومی متناسب با رشد فروش تغییر نماید.
- ۲- فرض شد که هزینه های مالی و سایر درآمدها (هزینه های عملیاتی و غیر عملیاتی تغییر با اهمیتی نداشته باشد

کارشناسی صورت سود و زیان			
شرح	کارشناسی سال ۹۶	کارشناسی سال ۹۷	کارشناسی سال ۹۸
فروش	۱۸,۹۵۹,۷۹۴	۳۰,۵۹۶,۰۳۳	۴۱,۲۷۱,۸۲۵
بهای تمام شده کالای فروش رفته	(۱۳,۸۴۷,۸۵۰)	(۲۱,۰۷۱,۷۴۶)	(۲۸,۵۷۲,۱۰۹)
سود (زیان) ناخالص	۵,۱۱۱,۹۴۴	۹,۵۲۴,۲۸۷	۱۲,۶۹۹,۷۱۶
هزینه های اداری و عمومی	(۳۹۱,۱۴۱)	(۶۳۱,۱۹۶)	(۸۵۱,۴۳۸)
خالص سایر درآمدها (هزینه های عملیاتی	(۱۵۹,۶۸۳)	(۱۵۹,۶۸۳)	(۱۵۹,۶۸۳)
سود (زیان) عملیاتی	۴,۵۶۱,۱۲۱	۸,۷۳۳,۳۹۸	۱۱,۶۸۸,۵۹۵
هزینه های مالی	(۱,۷۵۱,۰۰۱)	(۱,۷۵۱,۰۰۱)	(۱,۷۵۱,۰۰۱)
درآمد سرمایه گذاریها - غیر عملیاتی	۰	۰	۰
خالص سایر درآمدها و هزینه های غیر عملیاتی	(۲۴۸,۴۷۷)	(۲۴۸,۴۷۷)	(۲۴۸,۴۷۷)
سود (زیان) قبل از کسر مالیات	۲,۵۶۱,۶۴۳	۶,۷۳۳,۹۲۰	۹,۶۸۹,۱۱۷
مالیات	۰	۰	۰
سود (زیان) خالص پس از کسر مالیات	۲,۵۶۱,۶۴۳	۶,۷۳۳,۹۲۰	۹,۶۸۹,۱۱۷
سود هر سهم پس از کسر مالیات	۳۶۶	۹۶۲	۱,۳۸۴
سرمایه	۷,۰۰۰,۰۰۰	۷,۰۰۰,۰۰۰	۷,۰۰۰,۰۰۰

برای ارزشگذاری شرکت از روش گوردون استفاده شده است. نرخ بازده مورد انتظار ۲۵ درصد در نظر گرفته شده است. با در نظر گرفتن تقسیم سودهای ۴۰ و ۵۰ و ۶۰ درصدی برای سه سال ۹۶ تا ۹۸ و متوسط P/E مرتبه ۵ برای سال آخر، قیمت هر سهم ۴۳۹۴ ریال برآورد می شود.

شرکت فولاد کاوه جنوب کیش						
سال مالی	سرمایه (میلیارد ریال)	درآمد هر سهم - ریال	درصد تقسیم سود	سود تقسیمی	عامل تنزیل	ارزش فعلی سود تقسیمی - ریال
۱۳۹۶	۷۰۰۰	۳۶۶	٪۴۰	۱۴۶	۰,۸۰	۱۱۷
۱۳۹۷	۷۰۰۰	۹۶۲	٪۵۰	۴۸۱	۰,۶۴	۳۰۸
۱۳۹۸	۷۰۰۰	۱,۳۸۴	٪۶۰	۸۳۰	۰,۵۱	۴۲۵
ارزش فعلی قیمت سهم در سال ۹۸ - ریال						۳۵۴۳
ارزش ذاتی در حال حاضر - ریال						۴۳۹۴