



آوای آگاه
AVAYE AGAH

گزارش تحلیلی شرکت فزر
(پویا زرکان آق دره)



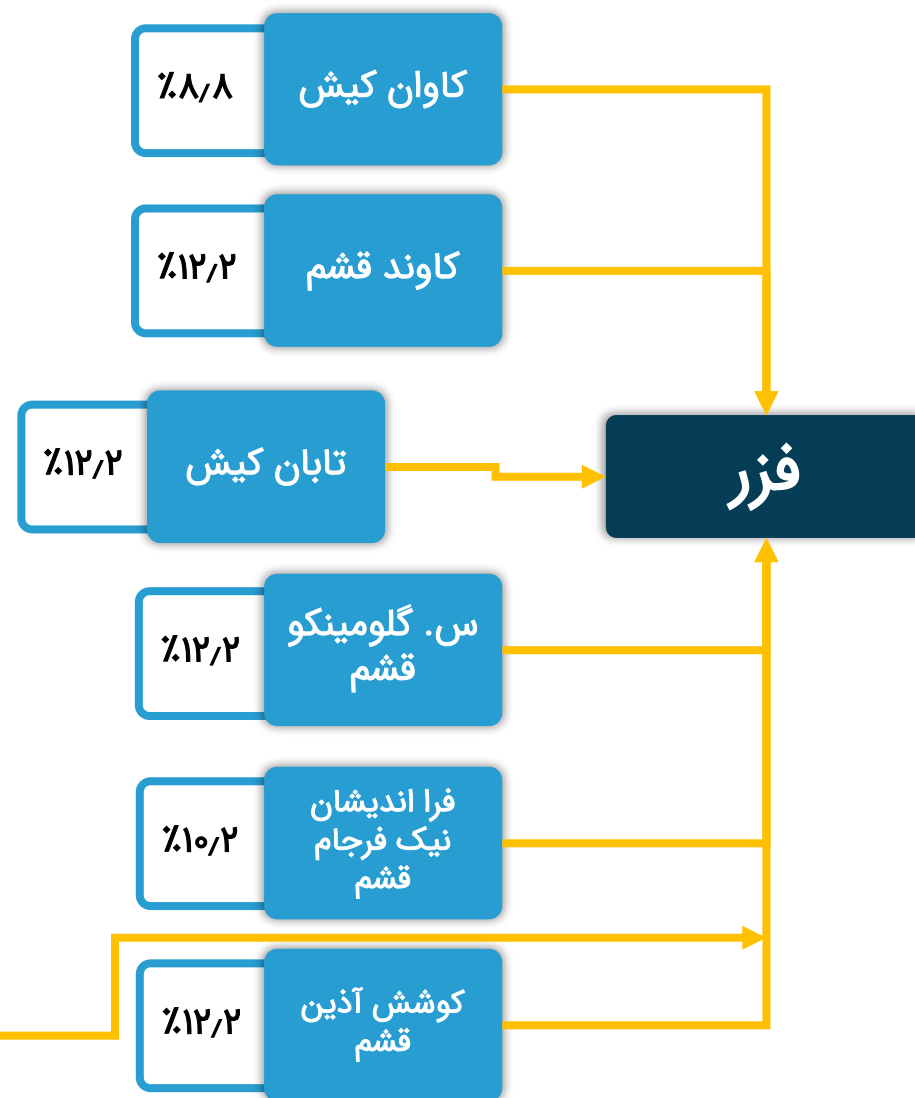
دپارتمان ریسک و تحلیل

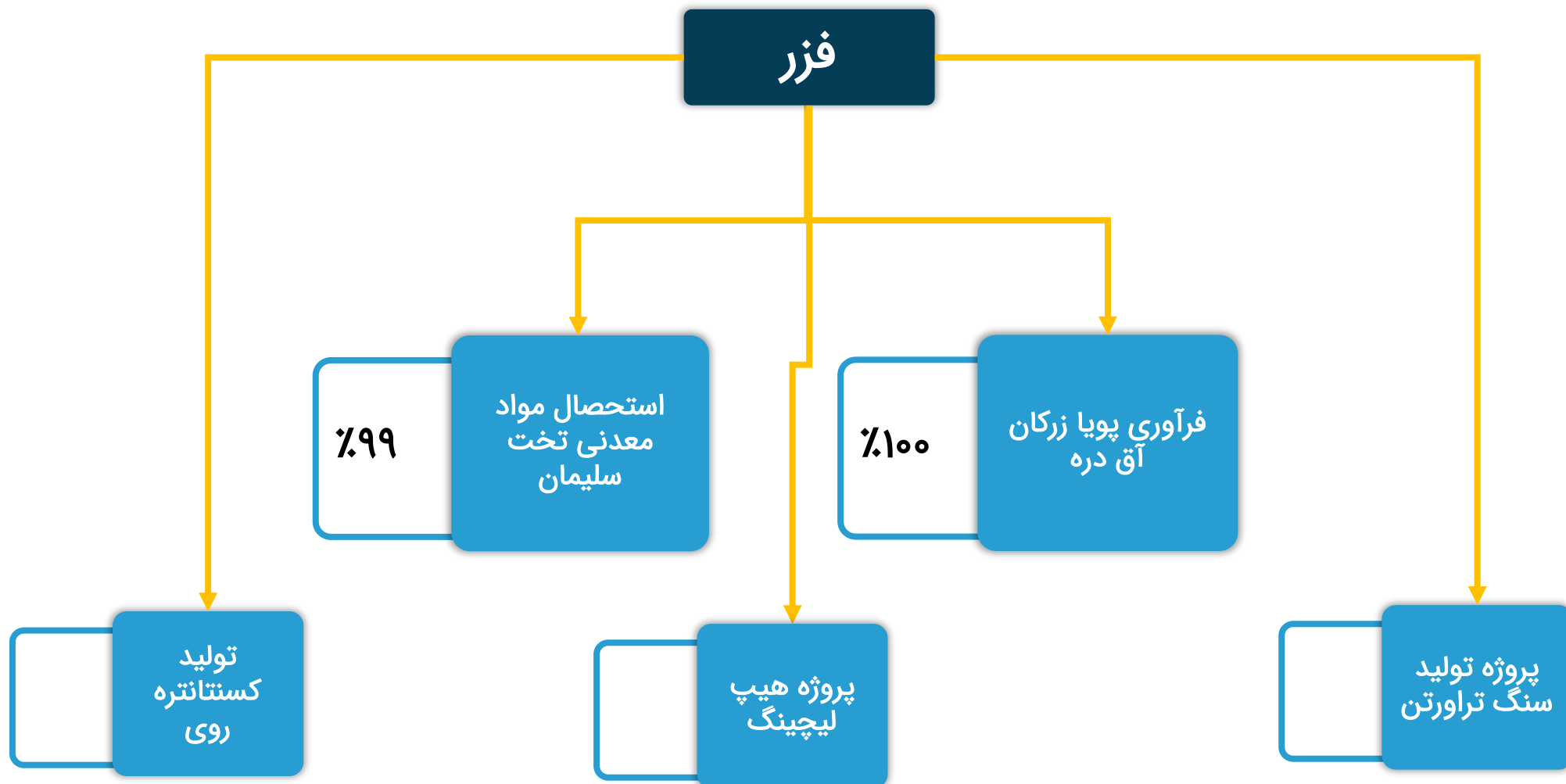
اسفند ۱۴۰۰

معرفی شرکت و سهامداران

مشخصات	توضیحات
قیمت (ریال)	۲۴۵۰۰
سرمایه (میلیارد تومان)	۳۰۰
ارزش شرکت (هزار میلیارد تومان)	۷۳۰۰
محل معادن و کارخانه	تکاب، آذربایجان غربی
مساحت محدوده معدنی آق دره	۳۶۰۰ هکتار
میزان بهره برداری از محدوده معدنی آق دره	کمتر از ۴ درصد
مساحت محدوده معدنی آرپاچای و گورگور	۱۲۰۰ و ۱۷۰۰ هکتار
بهره برداری از محدوده معدنی آرپاچای و گورگور	صفر درصد (شروع اکتشاف و بهره برداری از آرپاچای)
معدن تروارتن آق دره	۴۲۰ هزار تن ذخیره قطعی، ۸۵۰ هزار تن ذخیره احتمالی
محدوده معدنی داغ دالی (خاک روی)	۵۲۰ هزار تن ذخیره قطعی، ۱/۵ میلیون تن ذخیره احتمالی با عیار ۳/۷ درصد

سایر
%۳۲



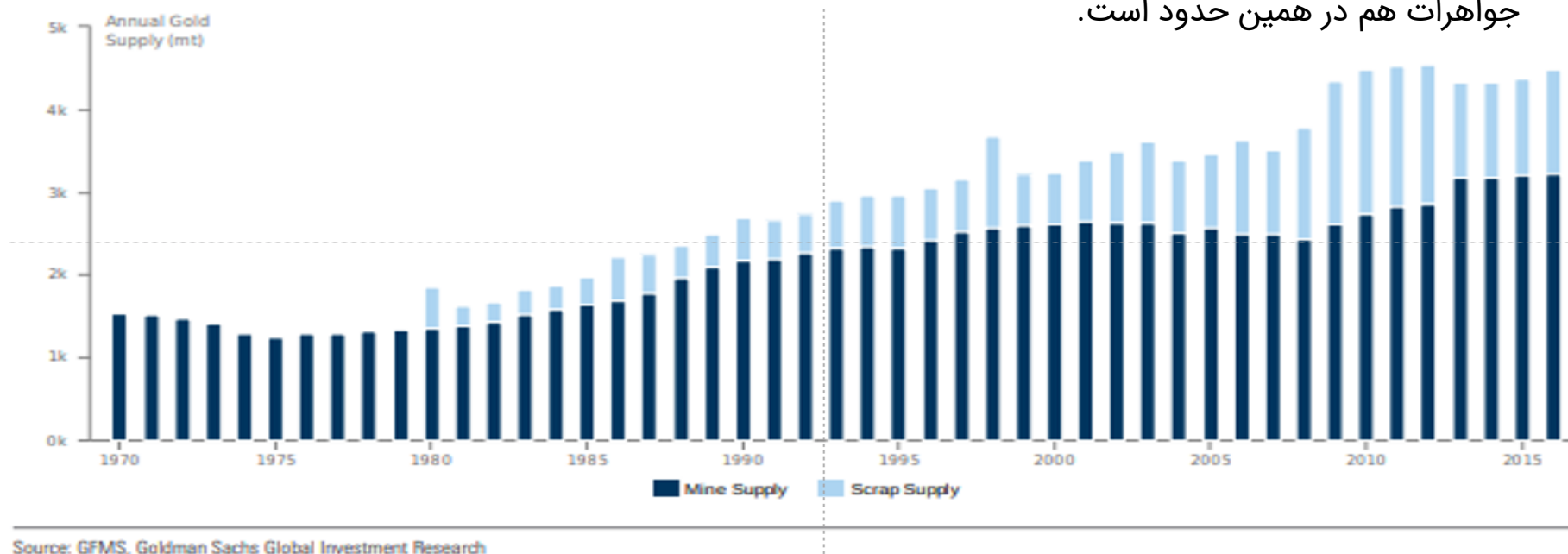


- در سال ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹، بخشی از سهام فرآوری پویا زرکان آق دره و استحصال مواد معدنی تخت سلیمان که در گروه پراکنده بودند معامله شده و همه به شرکت اصلی منتقل شد.
- سه پروژه مشخص شده همگی در شرکت اصلی هستند.
- دو شرکت آجر سفالین صبا مهر و یاران تخت سلیمان نیز جزو شرکت‌های فرعی گروه بوده به دلیل عدم فعالیت در تلفیق نمی آیند.



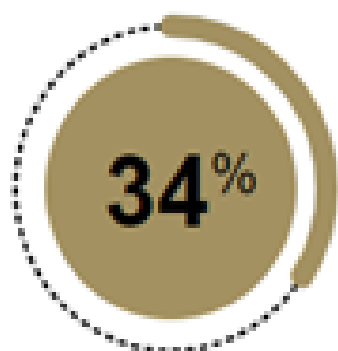
طلا

- عرضه از معادن (۷۱٪) : در کوتاه مدت اثرات کمی می گذارد زیرا فرآیند وارد شدن معادن چندین سال طول می کشد.
- عیار معادن هم افت داشته و باعث شده که هزینه تولید طلا افزایش پیدا کند (تقریباً در ۳۰ سال گذشته عیار متوسط معادن نصف شده است. در حال حاضر متوسط ۰.۹ گرم بر هر تن سنگ است).
- میزان استخراج از معادن عیار بالا و پایین با قیمت طلا رابطه عکس دارد.
- عرضه از قراضه یا بازیابی (۲۹٪): در کوتاه مدت اثرات بیشتری می گذارد و محرک است.
- از سال ۲۰۰۰ ذخیره طلا جواهراتی در خانوار سالانه متوسط ۳ درصد رشد کرده است. متوسط رشد عرضه طلای بازیابی شده از جواهرات هم در همین حدود است.

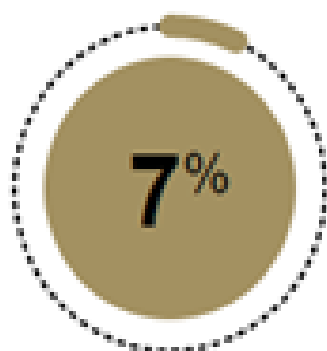


مصارف خرید طلا

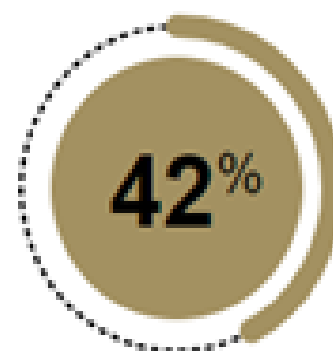
- بخش مهمی از خرید طلا برای جواهرات و سرمایه‌گذاری است.
- سرمایه‌گذاری‌ها در طلا عموماً به صورت شمش و سکه هستند. سرمایه‌گذاری خرد حقیقی و ETF ها دو نوع اصلی می‌باشند.
- کاربردهای صنعتی طلا حوزه‌های پزشکی، دندانپزشکی و الکترونیک است. سهم بخش الکترونیک در مصارف صنعتی در حدود ۷۰ درصد می‌باشد. دانشمندان عموماً به دنبال جایگزین کردن طلا در صنایع با فلزات دیگر (به خصوص نقره) هستند.



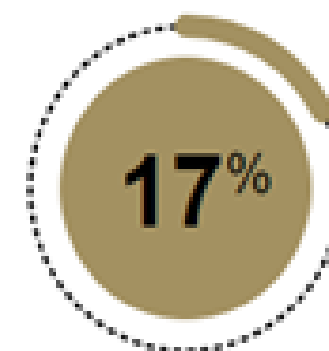
Jewellery**



Technology**



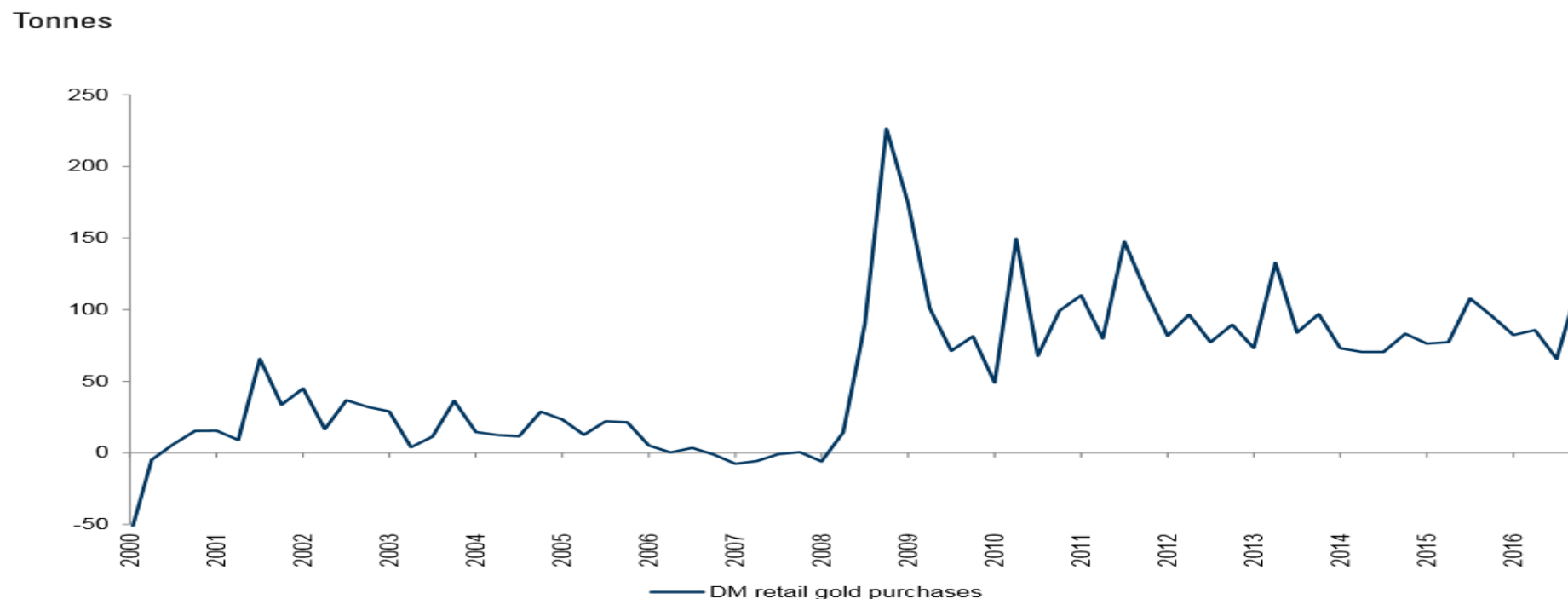
Investment



Central banks

افزایش تقاضای طلا خرد در کشورهای توسعه یافته بعد از بحران ۲۰۰۸

- بعد از بحران ۲۰۰۸ سطح اعتماد به سیستم‌های اقتصادی افت کرد و باعث شد که حتی در کشورهای توسعه یافته و در سطح خرد تقاضای طلا به سطوح بالاتری برود.
- حتی بعد از سال ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱ که اثرات بحران ۲۰۰۸ تقریباً کمرنگ شده بود این سطوح از تقاضا در مقاطع بالاتری پابرجا ماند.

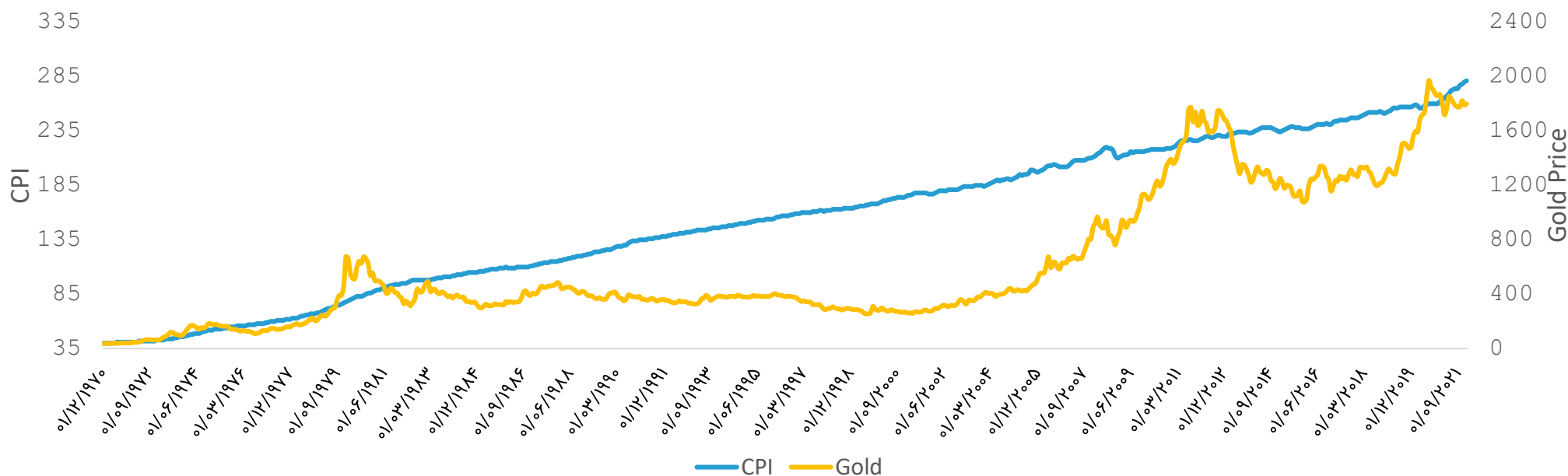


Source: GFMS

طلا، تورم آمریکا را پوشش نمی‌دهد.

- بر خلاف باور عمومی که طلا تورم آمریکا را پوشش می‌دهد، در واقعیت و در یک بازه ۵۰ ساله ما هیچ اثر مشخصی از این رفتار را نمی‌بینیم.
- حتی در یک بازه ۳۰ ساله (۱۹۸۰ تا ۲۰۱۰) سرمایه‌گذاری در طلا بازدهی کمتری به نسبت اوراق TIPS آمریکا عاید می‌کرد.
- در حد فاصل سال ۲۰۱۱ تا اواخر ۲۰۱۹ (قبل از کرونا)، سرمایه‌گذاری در طلا بازدهی کمتری به نسبت اوراق TIPS آمریکا عاید می‌کرد.

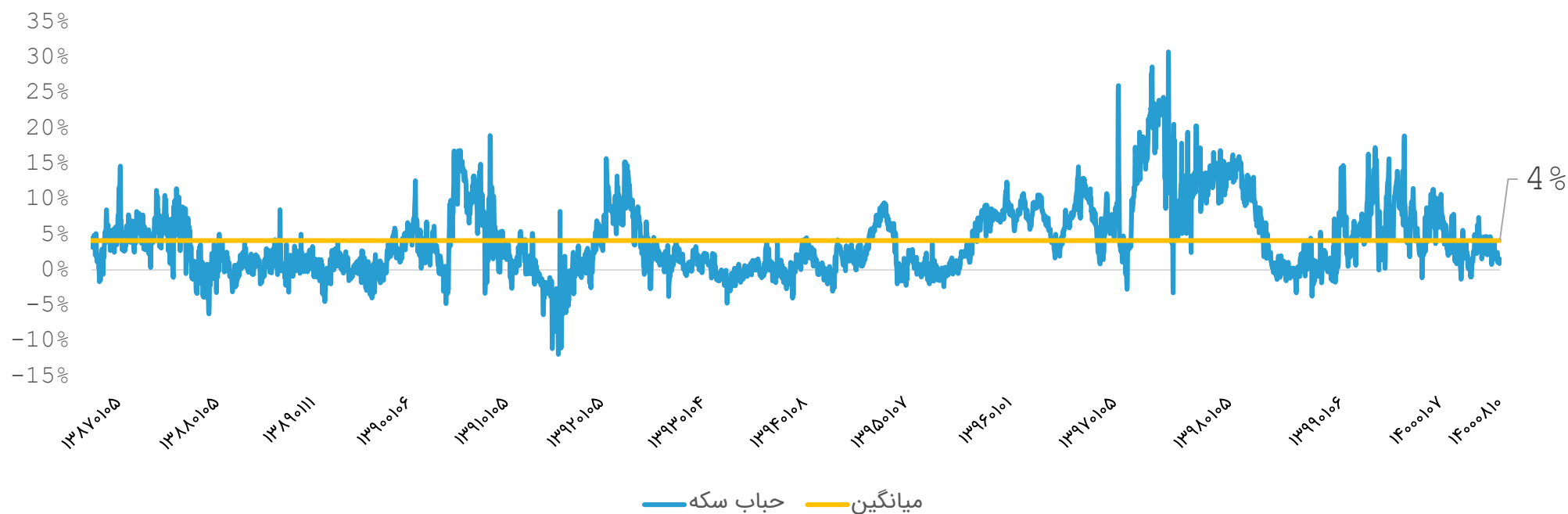
نمودار قیمت طلا (دلار/اونس) با شاخص CPI ایالات متحده



حباب گرفتن عجیب سکه در جهش‌های دلار

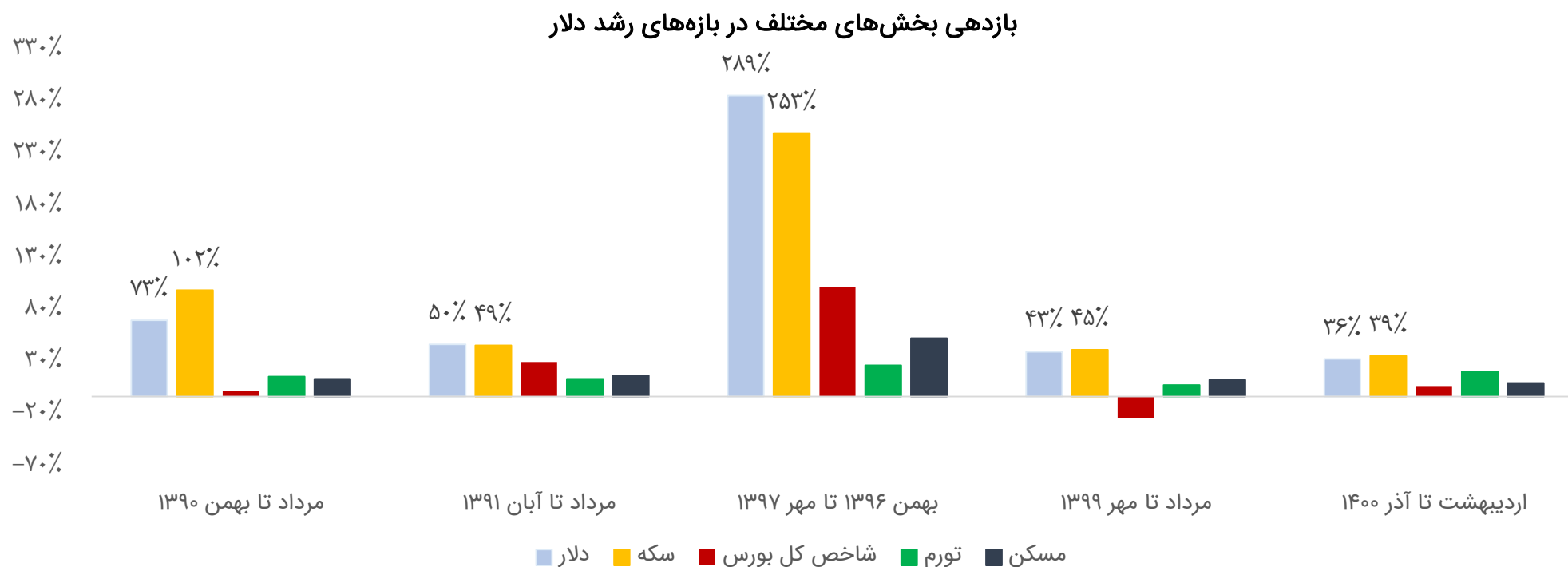
- به طور میانگین در بلندمدت سکه بهار آزادی حدود ۴ درصد حباب دارد.
- در زمان‌های رشد دلار این حباب می‌تواند تا چندین برابر میانگین برود.

حباب سکه بهار آزادی در گذر زمان



طلا ضربه گیر افزایش نرخ دلار در ایران

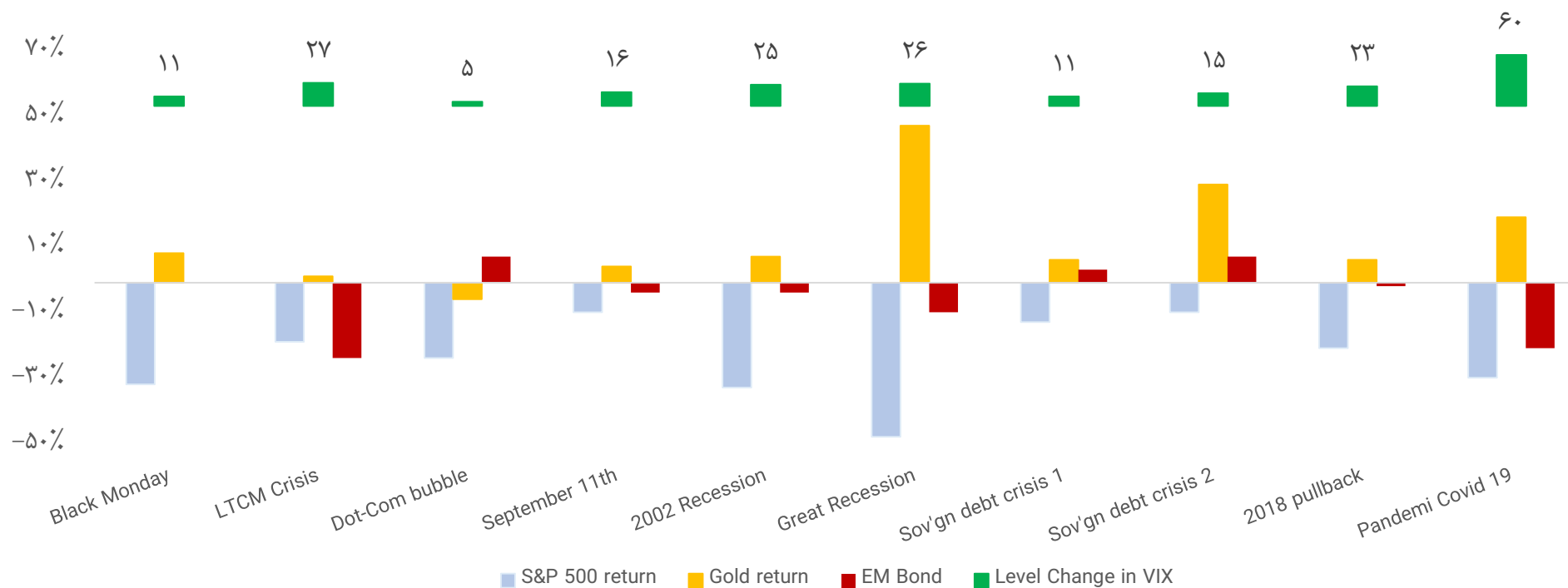
- با توجه به اینکه قیمت طلا در ایران مستقیماً از نرخ دلار و قیمت جهانی هر اونس محاسبه می‌شود در رشدهای دلار (بازه‌های افت شدید ارزش ریال) به سرعت با طلا پوشش داده می‌شود.
- سایر کلاس‌های دارایی با تاخیر پوشش دهنده افزایش قیمت دلار در ایران هستند.



طلا پوشش دهنده ریسک بحران‌ها

- یکی از مواردی که برای طلا میتوان مشاهده کرد، دارایی امن بودن در زمان بحران‌ها هست. در تمام بحران‌هایی که ریسک سیستماتیک اقتصادها به درجات بالایی می‌رسد طلا بهتر از بقیه کلاس‌های دارایی بوده است.

بازدهی در دوران افزایش ریسک‌های سیستماتیک





آوای آگاه
AVAYE AGAH

افزایش عرضه پول در سطح جهانی از افزایش قیمت طلا حمایت می‌کند.

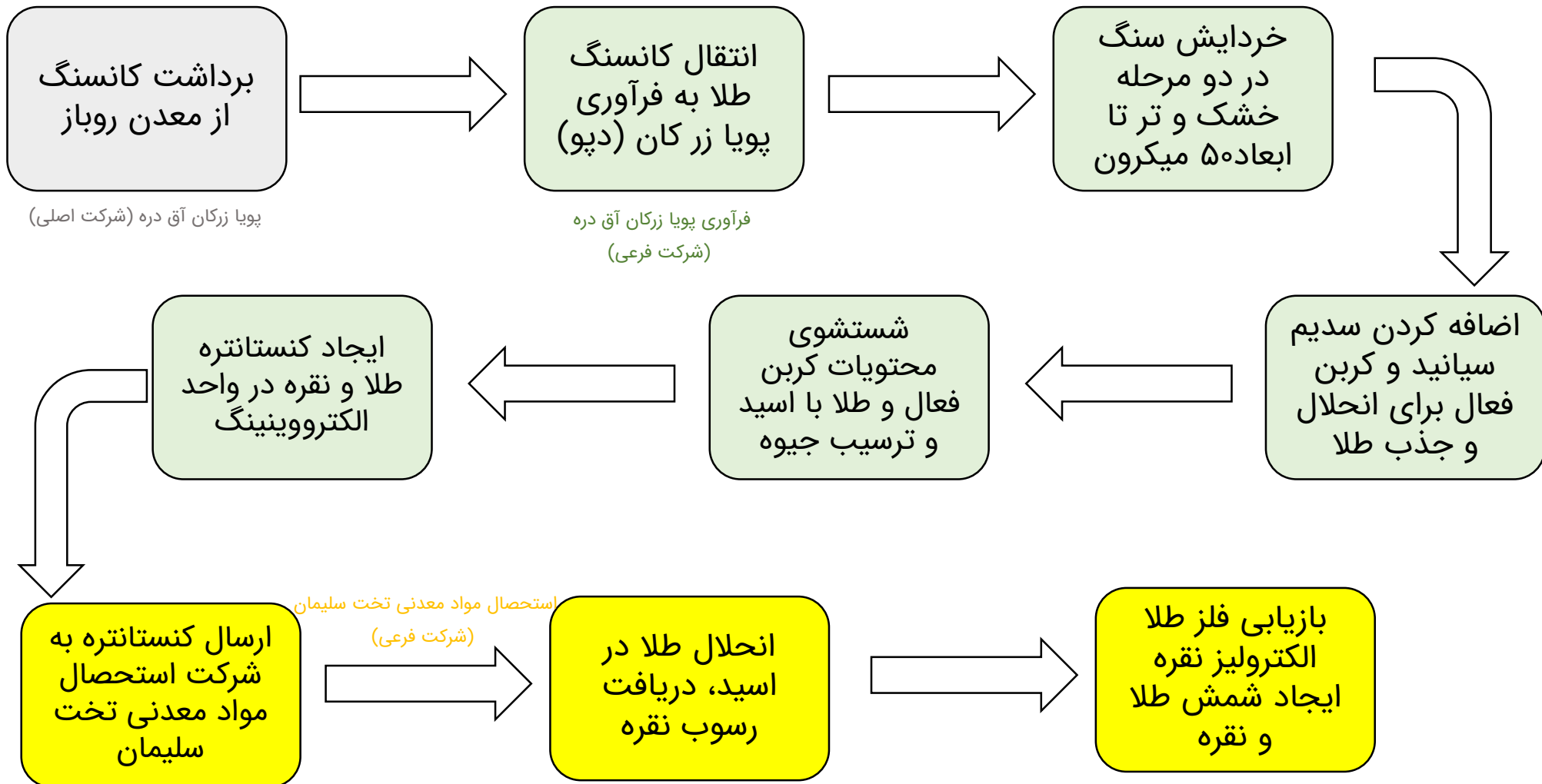


Sources: Bloomberg, ICE Benchmark Administration, Oxford Economics, World Gold Council; Disclaimer

*As of 31 December 2020. Based on global M2 cumulative growth measured in USD, total return index of 3-month US T-bill and LBMA Gold Price PM USD.

تولید و فروش

دارا بودن زنجیره کامل تولید طلا مزیت شرکت است: معدن تا شمش



کانسنگ مصرفی: ترکیبی از سه گونه مختلف

با توجه به میزان مصرف خاک کم عیار، مصرف خاک پر عیار به به گونه ای انتخاب می‌شود که بتوانند در حدود ۸۰۰ تا ۸۵۰ کیلوگرم طلا را سالانه استحصال کنند.

استفاده از خاک پر عیار موجودی و کم عیار دپو شده، در واقع با توجه به ماهیت ناچیز بهای تمام شده بر سودآوری شرکت اثرگذار است.

گروه به صورت پایدار می‌تواند از مصرف تنها خاک عیاردار ۱/۱۸ ppm در حدود سالی ۸۰۰ کیلوگرم طلا استحصال کند.

با توجه به ظرفیت ورودی تا سقف ۳ هزار تن کانسنگ در روز؛ دستیابی به تولید بیش از ۸۰۰ کیلوگرم طلا با استفاده از خاک کم عیار و پرعیار دور از دسترس نیست.

- در حال حاضر مجوز برداشت بیش از ۷۰۰ هزار تن خاک ۱/۱۸ ppm در سال برای شرکت وجود دارد.
- در سالیان گذشته شرکت خاک کم عیار خود را دپو و از خاک عیاردار استفاده می‌کرده است. اما در سال ۱۳۹۹ و با رشد نرخ دلار؛ صرفه اقتصادی استفاده از خاک کم عیار ایجاد شد و شرکت مجوز برداشت تا ۱ میلیون تن از این خاک دپو شده را دریافت کرد. تا پایان آذرماه ۱۴۰۰، شرکت این یک میلیون تن خاک را استفاده کرده و به دنبال مجوز جدید برای استفاده می‌باشد (طبق اطلاعات به دست آمده برای سال ۱۴۰۱ نیز مجوز استفاده از ۵۰۰ هزار تن خاک دریافت شده است).
- همچنین در محل دپو شرکت فرآوری پویا زرکان آق دره در حدود ۱/۴ میلیون تن خاک با عیار ۲/۴۸ ppm موجود می‌باشد که تصمیم گرفته شده است برای پرعیار سازی خاک ورودی و کاهش بهای تمام شده بخشی از آن سالانه مصرف شود.

ریسک انتقال سود به زیر مجموعه، اثرگذاری ناچیز قیمت‌گذاری در تلفیق

فروش شمش تولیدی (نقره و شمش) در داخل کشور به قیمت روز انجام می‌گیرد. انتخاب شمش یا ساچمه برای نحوه دریافت محصول به انتخاب مشتری می‌باشد. در حال حاضر تنها در شرکت فرآوری پویا زرکان آق دره فروش شمش انجام می‌گیرد.

با توجه به مالکیت ۱۰۰ درصدی شرکت اصلی در دو شرکت فرعی و عدم فروش کانسنگ یا تولید شمش در بیرون از گروه، نرخ گذاری مذکور عملاً در سود تلفیق اثرگذاری ناچیزی دارد.

با تغییرات انجام شده در نحوه نرخ گذاری کانسنگ‌ها و تولید شمش از کسنتانتره، می‌توان گفت که شرکت فرعی فرآوری پویا زرکان آق دره، محل اصلی ایجاد سود گروه بوده است (بیش از ۸۰ درصد).

ریسک اصلی در این موضوع انتقال سودآوری به زیر مجموعه، شفافیت کمتر (به مانند عدم فروش در سال ۱۳۹۹) و عدم تقسیم سود کامل برای شرکت اصلی است. البته طبق اعلام (تعهد) و روند تاریخی سود زیر مجموعه‌ها به طور کامل تقسیم می‌گردد.

- حقوق دولتی (بنابر نوع عیار کانسنگ برداشتی شرکت) ۵ درصد شمش تولیدی در شرکت اصلی پرداخت می‌شود.
- قیمتگذاری کانسنگ بنابر یک قرارداد بلندمدت در سال ۱۳۹۹ به صورت زیر انجام گرفت: $P = B * GLD * A$
- در این فرمول P قیمت هر تن خاک تحویلی، GLD متوسط قیمت هر گرم طلا ۲۴ عیار براساس شبکه اطلاع رسانی طلا، سکه و ارز، A به صورت مقدار عیار در هر تن خاک (بیان شده به صورت ppm) و B ضریب قیمت است که در نیمه اول سال ۱۷ درصد و در نیمه دوم سال تا ۲۳ درصد هم می‌تواند افزایش پیدا کند.
- از نیمه سال ۱۳۹۸ نحوه مبادلات مالی بین شرکت‌های فرآوری پویا زرکان آق دره (تولیدکننده کسنتانتره) و استحصال مواد معدنی تخت سلیمان (تبدیل کسنتانتره به شمش) تغییر پیدا کرد و درآمد شرکت استحصال مواد معدنی تخت سلیمان به صورت کارمزدی و ۱۰ درصد بهای شمش تولیدی شد.

وجود بیش از ۸۵۰ کیلوگرم طلا تا انتهای بهمن در گروه

در شرکت استحصال مواد معدنی تخت سلیمان در **پایان سال ۱۳۹۹** در حدود **۱۷۳ کیلوگرم طلا (شمش و مصنوعات)** از سال‌های گذشته مانده بوده که در **شش ماهه ۱۴۰۰ حدود ۵۰ کیلوگرم** آن به فروش رفته و با توجه به شفاف سازی گروه از فروش ۱۰ ماهه این شرکت، احتمالاً در سال ۱۴۰۱ مابقی به فروش برسد.

موجودی کانسنگ پرعیار (۲/۴۸ ppm) شرکت فرآوری پویان زرکان آق دره در انتهای سال ۱۳۹۹ در حدود ۱/۴ میلیون تن با بهای ۲۵۷ میلیارد تومان (کل موجودی کانسنگ ۱/۶۷ میلیون تن) بوده است که طبق اعلام شرکت و بنابر مصرف کانسنگ کم عیار دپو شده از این موجودی برای پرعیار سازی استفاده خواهد شد.

به قیمت‌های امروز **سود همین بخش از موجودی (کانسنگ پر عیار) بیش از ۷۰۰ میلیارد تومان** است که البته در سالیان پیش رو و بنابر شرایط استفاده از کانسنگ کم عیار نمایان خواهد شد.

همچنین مجموع موجودی سایر مواد شیمیایی و ۳۰۰ هزار تن کانسنگ عیار ۱/۱۸ ppm در دو شرکت فرعی و شرکت اصلی در انتهای ۹ ماهه در حدود بیش از ۱۰۰ میلیارد تومان است.

- در **انتهای سال ۱۳۹۹** شرکت فرآوری پویا زرکان آق دره دارای حدود **۱۳۰۰ کیلوگرم طلا و ۵۳۰ کیلوگرم نقره** بوده که در **شش ماهه ۱۴۰۰ این عدد به بیش از ۱۵۰۰ کیلوگرم طلا و ۴۵۰ کیلوگرم نقره** رسیده که بنابر اظهار نظر شرکت، برای کسب نفع بیشتر و به تناسب با شرایط بازار و اقتصاد کلان کشور بوده است.
- طبق شفاف سازی ارائه شده در کدال، تا انتهای دی ماه ۱۴۰۰ شرکت مذکور در حدود ۱۲۰۰ میلیارد تومان فروش داشته است که نشان دهنده فروش بخش مهمی از ذخیره طلای شرکت است (تخمین ما فروش بیش از ۸۵۰ کیلوگرم طلا است).
- همچنین بهمن ماه نیز حدود ۴۴۰ میلیارد تومان فروش اعلام شده که به احتمال زیاد حدود ۳۰۰ کیلوگرم طلای دیگر به فروش رفته باشد (مجموعاً حدود ۱۱۵۰ کیلوگرم).
- بنابر تخمین ما احتمالاً تا **انتهای بهمن ماه در حدود ۸۵۰ تا ۹۰۰ کیلوگرم طلا** برای شرکت موجودی مانده باشد.

شرکت‌های فرعی



انتظار سود بیش از ۱۷۰۰ میلیارد تومان با فروش ۵۰ درصد از موجودی

۱۴۰۵	۱۴۰۴	۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	میلیارد تومان
۲,۳۱۰	۲,۰۰۹	۱,۷۴۷	۱,۵۱۹	۲,۴۴۹	۲,۳۴۱	۱۶۸	۴۰۵	درآمدهای عملیاتی
(۹۹۹)	(۸۲۱)	(۸۰۷)	(۶۵۳)	(۶۵۹)	(۵۴۱)	(۳۸)	(۱۳۰)	بهای تمام شده
۱,۳۱۲	۱,۱۸۸	۹۴۰	۸۶۶	۱,۷۹۰	۱,۸۰۰	۱۳۰	۲۷۵	سود ناخالص
(۲۲.۵)	(۱۸.۸)	(۱۵.۶)	(۱۳.۰)	(۱۰.۴)	(۸.۰)	(۶.۳)	(۳.۱)	هزینه اداری عمومی
۱.۳	۱.۱	۰.۹	۰.۸	۰.۶	۰.۵	۱.۰	(۲.۷)	سایر درآمدهای عملیاتی
۱,۲۹۱	۱,۱۷۰	۹۲۵	۸۵۴	۱,۷۸۰	۱,۷۹۳	۱۲۵	۲۶۹	سود عملیاتی
۰	۰	۰	۰	(۶.۸)	(۱۰.۶)	(۶.۲)	(۱.۳)	هزینه مالی
۵.۲	۴.۳	۳.۶	۳.۰	۲.۵	۲	۳.۹	۴.۷	سایر درآمدهای غیرعملیاتی
۱,۲۹۶	۱,۱۷۵	۹۲۹	۸۵۷	۱,۷۷۶	۱,۷۸۴	۱۲۳	۲۷۲	سود قبل مالیات
(۱۹۴)	(۱۷۶)	۰	۰	۰	۰	(۱۶)	(۵)	مالیات
۱,۱۰۲	۹۹۹	۹۲۹	۸۵۷	۱,۷۷۶	۱,۷۸۴	۱۰۷	۲۶۸	سودخالص
۲۳	۲۳	۲۵	۲۷	۶۳	۷۶	۵.۰	۲۳.۸	سود خالص (میلیون دلار)

- فرض شده است که ۵۰ درصد موجودی در سال ۱۴۰۰، ۵۰ درصد باقیمانده در سال ۱۴۰۱ به فروش برسد.
- همچنین از سال ۱۴۰۴ شرکت معافیت مالیاتی شرکت به اتمام می‌رسد.



رسیدن به سود ۵ میلیون دلاری با بهره برداری کامل پروژه هیپ لیچینگ

۱۴۰۵	۱۴۰۴	۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	میلیارد تومان
۲۶۷	۲۲۵	۱۹۰	۱۵۸	۳۲۳	۱۹۴	۱۱۲	۱۷۳	درآمدهای عملیاتی
(۲۴)	(۱۹)	(۱۵)	(۱۲)	(۵۱)	(۲۵)	(۷)	(۹۹)	بهای تمام شده
۲۴۳	۲۰۶	۱۷۵	۱۴۷	۲۷۲	۱۶۹	۱۰۵	۷۴	سود ناخالص
(۸.۲)	(۶.۹)	(۵.۷)	(۴.۸)	(۳.۸)	(۲.۹)	(۱.۵)	(۱.۰)	هزینه اداری عمومی
۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	(۲)	سایر درآمدهای عملیاتی
۲۳۵	۱۹۹	۱۶۹	۱۴۲	۲۶۸	۱۶۶	۱۰۴	۷۱	سود عملیاتی
۰	۰	۰	۰	۰	(۰)	(۲)	(۰)	هزینه مالی
۷.۹	۶.۶	۵.۵	۴.۶	۳.۸	۳.۱	۱۰۱	۱۸	سایر درآمدهای غیرعملیاتی
۲۴۲	۲۰۶	۱۷۴	۱۴۷	۲۷۲	۱۶۹	۲۰۳	۸۸	سود قبل مالیات
۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	(۱)	مالیات
۲۴۲	۲۰۶	۱۷۴	۱۴۷	۲۷۲	۱۶۹	۲۰۳	۸۷	سودخالص
۵.۰	۴.۸	۴.۷	۴.۶	۹.۷	۷.۲	۹.۴	۷.۸	سود میلیون دلار

- فرض شده است که در سال ۱۴۰۰، ۵۰ کیلوگرم طلای موجودی و در سال ۱۴۰۱ مابقی موجودی (۱۲۳ کیلوگرم) طلا به فروش برسد.
- ۵ درصد بهای شمش تولیدی به عنوان کارمزد پروژه هیپ لیچینگ از سال ۱۴۰۲ اضافه می‌شود.
- همچنین تا سال ۱۴۱۴ شرکت معافیت مالیاتی شرکت دارد.

پروژه‌های آینده

پتانسیل اضافه کردن تا ۳۰۰ کیلوگرم طلا به تولیدات شرکت

طبق آخرین اطلاعات در حدود ۸ تا ۱۰ میلیون دلار سرمایه‌گذاری نیاز دارد که تا پایان شهریورماه در حدود ۱ درصد پیشرفت داشته است. زمان اعلامی اولیه بهره برداری نیمه سال ۱۴۰۲ است و مدت اجرای پروژه از زمان اخذ مجوز ۱۸ ماه تخمین زده می‌شود.

در حدود ۶۰۰ هزار تن سالانه کانسنگ ۰/۵ ppm نیاز است. با توجه به مصرف کانسنگ کم عیار در وضعیت فعلی (در حدود ۴۰۰ تا ۶۰۰ هزار تن در سال) به نظر می‌آید که شرکت باید مجوزهای برداشت بیشتر را داشته باشد.

با فرض بهره برداری در اواخر سال ۱۴۰۲، ظرفیت ۵۰ و ۷۰ درصدی در ۱۴۰۳ و ۱۴۰۴ و در نهایت با ظرفیت کارکرد نهایی ۹۰ درصد در ۱۴۰۵ (محافظه کارانه)؛ با در نظر گرفتن هزینه‌های استهلاک، هزینه‌های مواد مصرفی، هزینه تبدیل کنستانت‌تره به شمش و سایر هزینه‌ها و مفروضات بیان شده (دلار و اونس جهانی)؛ میتوان انتظار داشت که این پروژه در نهایت بین ۱۴ تا ۱۵ میلیون دلار درآمد عملیاتی داشته باشد و در حدود ۶ تا ۷ میلیون دلار هم سود خالص باشد.

- لیچینگ فرآیندی برای استخراج کانی‌ها با استفاده از انحلال آنها در یک مایع است.
- در روش لیچینگ توده‌ای یا هیپ لیچینگ، کانسنگ به صورت توده ای در محلی انباشته شده و محلول حاوی حلال فلز مورد نظر بر روی توده ریخته و با عبور از میان سنگ‌ها و حل کردن فلز، یک جریان محلولی حاوی فلز حل شده را در خود دارد.
- این روش برای سنگ‌های با عیار پایینتر کاربرد دارد. همچنین هزینه کمتر و زمان اجرای کمتری دارد. طراحی و تجهیزات این روش نیز به سادگی امکان پذیر است.
- ۱۳ درصد از تولید طلای دنیا با این روش است.
- هدف شرکت استفاده از خاک‌های کم عیار سال‌های قبل است که دیو شده اند (حدود ۱۰ میلیون تن ذخیره وجود دارد).
- محل تامین مالی این پروژه از منابع داخلی خواهد بود و نیازی به اخذ تسهیلات نیست.

۵ میلیون دلار انتظار سودآوری پایدار پروژه تراورتن

محل تامین مالی این پروژه از منابع داخلی خواهد بود و مدت زمان اجرای پروژه حدود ۱۸ ماه است.

محل احداث کارخانه در معدن جانمایی شده است و از این جهت هزینه‌ای برای خرید زمین پرداخت نخواهد شد.

با فرض بهره برداری در اواخر سال ۱۴۰۲، ظرفیت ۵۰ و ۷۰ درصدی در ۱۴۰۳ و ۱۴۰۴ و در نهایت با ظرفیت کارکرد نهایی ۹۰ درصد در

۱۴۰۵ (محافظه کارانه))؛ با در نظر گرفتن هزینه‌های استهلاک، هزینه‌های مواد مصرفی و سیم اهره، هزینه حقوق دولتی، انرژی و

سایر هزینه‌ها و مفروضات بیان شده (دلار و قیمت هر مترمربع سنگ)؛ می‌توان انتظار داشت که این پروژه در نهایت بین ۹ تا ۱۰

میلیون دلار درآمد عملیاتی داشته باشد و در حدود ۴/۵ تا ۵/۵ میلیون دلار هم سود خالص باشد.

- تراورتن نوعی سنگ تزئینی است که تنوع رنگی و الگوی بالای سنگ‌های تراورتن آنها را برای نمای ساختمان مورد استفاده قرار می‌دهد.
- این طرح برای استفاده از معدن تراورتن آق دره به میزان ۵۰ هزار تن در سال و فرآوری ۵۰۰ هزار مترمربع سنگ در سال است.
- معدن تراورتن آق دره در حدود ۴۸۰ هزار تن ذخیره قطعی و ۸۵۰ هزار تن ذخیره احتمالی دارد.
- سنگ‌های استحصال شده از معدن به کارخانه آورده شده و با استفاده از روش سیم اهره به اندازه‌های مختلف برش داده و سپس پولیش می‌شوند.
- طبق آخرین اطلاعات در حدود ۵ تا ۶ میلیون دلار سرمایه‌گذاری نیاز دارد که تا پایان شهریورماه در حدود ۱ درصد پیشرفت داشته است. زمان اعلامی اولیه بهره برداری انتهای سال ۱۴۰۱ است. (احتمال بهره برداری در این تاریخ بسیار کم است).

۷ هزار تن کنستانتره روی ۵۰ درصد

محل تامین مالی این پروژه از منابع داخلی خواهد بود و مدت زمان اجرای پروژه حدود ۱۸ ماه است.

با فرض بهره برداری در میانه سال ۱۴۰۲، ظرفیت ۵۰ و ۷۰ درصدی در ۱۴۰۳ و ۱۴۰۴ و در نهایت با ظرفیت کارکرد نهایی ۹۰ درصد در ۱۴۰۵ (محافظه کارانه)؛ با در نظر گرفتن هزینه‌های استهلاک، هزینه‌های مواد مصرفی، هزینه حقوق دولتی، انرژی و سایر هزینه‌ها و مفروضات بیان شده (دلار و روی جهانی)؛ می‌توان انتظار داشت که این پروژه در نهایت بین ۷ تا ۸ میلیون دلار درآمد عملیاتی داشته باشد و در حدود ۲/۵ تا ۳/۵ میلیون دلار هم سود خالص باشد.

- هدف از این برداشت و استفاده از خاک روی معدن داغ دالی تکاب به میزان سالانه ۱۰۰ هزار تن خاک با عیار ۳/۷ درصد است که بتواند در نهایت بیش از ۷۰۰۰ تن کنستانتره ۵۰ درصد روی بدهد.
- معدن داغ دالی پتانسیل استخراج طلا هم دارد و دارای ذخیره قطعی ۵۲۰ هزار تنی و ذخیره احتمالی ۱/۵ میلیون تنی است. ادامه کار برای تولید کنستانتره در این معدن (در حدود بعد از ۱۰ سال) از نکات مبهم پروژه است.
- این کارخانه با روش فلوتاسیون فعالیت می‌کند و در نهایت همان کنستانتره یا به واحدهای ذوب داخلی فروخته می‌شود یا در صورت امکان صادرات انجام می‌گیرد.
- طبق آخرین اطلاعات در حدود ۸ تا ۱۰ میلیون دلار سرمایه‌گذاری نیاز دارد که تا پایان شهریورماه در حدود ۱ درصد پیشرفت داشته است. زمان اعلامی اولیه بهره برداری انتهای سال ۱۴۰۱ است (احتمال بهره برداری در این تاریخ بسیار کم است).

اضافه شدن ۱۳ تا ۱۴ میلیون دلار به سودآوری شرکت با اتمام پروژهها

- با اینکه شرکت زمان بندی حدودی بهره برداری پروژهها را در اواخر سال ۱۴۰۱ و نیمه ۱۴۰۲ اعلام کرده است اما بنابر گزارش ۹ ماهه شرکت اصلی، میزان پیشرفت در حدود ۱ درصد است. **ریسک تعویق پروژهها** همچنان وجود دارد.
- علی رغم اعداد اعلامی برای درآمد، هزینه و سودآوری پروژهها اما با توجه احتمال بالای تغییرات کلان (ایران و جهان)، **ریسک تغییرات درآمدی و هزینه** خودنمایی می‌کند.
- سعی شده است که هم از نظر زمان بندی اجرای پروژه و بهره برداری و هم از نظر سودآوری در پروژهها به نسبت ارزشگذاری با آخرین اطلاعات و **محافظه کارانه‌تر** انجام گیرد.
- با مفروضات گفته شده به نظر می‌رسد در حالت بهره‌برداری کامل این پروژهها پتانسیل سودآوری بین **۱۳ تا ۱۴ میلیون دلار** را برای شرکت دارند. به قیمت‌های امروز **NPV این پروژهها در حدود ۸۰۰ تا ۱۰۰۰ میلیارد تومان** است.

وضعیت سودآوری گروه



احتمال افت اونس با کاهش ریسک‌های سیستماتیک در دنیا

۱۴۰۵	۱۴۰۴	۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱۳۹۹	مفروضات
۲۰%	۲۰%	۲۰%	۲۰%	۲۵%	۳۰%	۵۰%	تورم
۴۸۹,۷۲۲	۴۲۵,۸۴۵	۳۷۰,۳۰۰	۳۲۲,۰۰۰	۲۸۰,۰۰۰	۲۳۵,۰۰۰	۲۱۵,۰۰۰	نرخ دلار نیما
۵۱۴,۲۰۸	۴۴۷,۱۳۷	۳۸۸,۸۱۵	۳۳۸,۱۰۰	۲۹۴,۰۰۰	۲۷۰,۲۵۰	۲۵۰,۰۰۰	دلار آزاد
۲۰%	۲۰%	۲۰%	۲۵%	۳۰%	۴۵%	۳۵%	نرخ رشد دستمزد
۱,۶۰۰	۱,۶۰۰	۱,۶۰۰	۱,۶۰۰	۱,۷۰۰	۱,۸۳۰	۱,۸۷۰	طلا (دلار/اونس)
۲۸۰۰	۲۸۰۰	۲۸۰۰	۲۸۰۰	۳۰۰۰	۳۲۰۰	۲۳۰۰	روی (دلار/تن)
۸۵۰	۸۵۰	۸۵۰	۸۵۰	۸۵۰	۸۰۰	۸۵۳	تولید طلا (کیلوگرم)
۷۲۰,۰۰۰	۷۲۰,۰۰۰	۷۲۰,۰۰۰	۷۲۰,۰۰۰	۷۲۰,۰۰۰	۴۹۵,۰۰۰	۰	فروش سنگ ۱/۱۸ ppm
۰	۰	۰	۲۳۰,۰۰۰	۳۷۰,۰۰۰	۳۷۰,۰۰۰	۵۲۰,۰۰۰	فروش سنگ ppm ۰/۳۷۵۹
۹۰%	۷۰%	۵۰%	۲۵%	۰%	۰%	۰%	میزان بهره برداری از پروژه هیپ لیچینگ
۹۰%	۷۰%	۵۰%	۲۵%	۰%	۰%	۰%	میزان بهره برداری از پروژه سنگ تراورتن
۹۰%	۷۰%	۵۰%	۲۵%	۰%	۰%	۰%	میزان بهره برداری از پروژه کنستانتره روی



رسیدن به سود ۴۰ میلیون دلاری در افق ۵ ساله و با اتمام پروژهها

۱۴۰۵	۱۴۰۴	۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	میلیارد تومان
۲,۱۰۶	۱,۴۹۸	۱,۰۲۰	۶۲۲	۳۱۸	۲۰۳	۱۸۵	۱۰۷	درآمدهای عملیاتی
(۱,۳۰۱)	(۹۸۷)	(۷۳۷)	(۴۷۸)	(۲۳۲)	(۱۶۷)	(۱۶۴)	(۸۸)	بهای تمام شده درآمدهای عملیاتی
۸۰۵	۵۱۱	۲۸۳	۱۴۴	۸۵	۳۶	۲۲	۱۸	سود (زیان) ناخالص
(۱۴)	(۱۲)	(۱۰)	(۸)	(۷)	(۵)	(۳)	(۲)	هزینه‌های فروش، اداری و عمومی
۱,۳۴۳	۱,۲۰۴	۱,۱۰۲	۱,۰۰۳	۲,۰۴۶	۱,۹۵۲	۳۰۲	۱۶۰	سایر درآمدهای عملیاتی
۲,۱۳۴	۱,۷۰۳	۱,۳۷۵	۱,۱۳۸	۲,۱۲۵	۱,۹۸۳	۳۲۱	۱۷۶	سود (زیان) عملیاتی
(۳)	(۲)	(۲)	(۲)	(۱)	(۱)	(۳)	(۱)	هزینه مالی
۶	۶	۶	۶	۶	۶	۱	۰	سایر درآمدهای غیر عملیاتی
۲,۱۳۸	۱,۷۰۷	۱,۳۸۰	۱,۱۴۳	۲,۱۳۰	۱,۹۸۸	۳۲۰	۱۷۵	سود قبل مالیات
(۱۵۹)	(۱۰۱)	(۵۶)	(۲۸)	۰	۰	(۲)	(۲)	مالیات
۱,۹۷۹	۱,۶۰۶	۱,۳۲۴	۱,۱۱۵	۲,۱۳۰	۱,۹۸۸	۳۱۸	۱۷۳	سودخالص
۳,۰۰۰,۰۰۰	۳,۰۰۰,۰۰۰	۳,۰۰۰,۰۰۰	۳,۰۰۰,۰۰۰	۳,۰۰۰,۰۰۰	۳,۰۰۰,۰۰۰	۳,۰۰۰,۰۰۰	۳,۰۰۰,۰۰۰	سرمایه
۶,۵۹۶	۵,۳۵۴	۴,۴۱۴	۳,۷۱۷	۷,۱۰۲	۶,۶۲۷	۱,۰۵۹	۵۷۸	سود هر سهم
۴۰	۳۸	۳۶	۳۵	۷۶	۸۵	۱۵	۱۵	سودخالص میلیون دلار

• سود موجودی سال ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ به ازای هر سهم برابر با ۳۱۰ و ۳۴۰ تومان است.

بیش از ۸ هزار میلیارد تومان ارزش فزر

ارزشگذاری پویا زرکان آق دره								
۱۴۰۵	۱۴۰۴	۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	تقسیم سود
%۹۵	%۹۵	%۹۵	%۹۵	%۹۵	%۹۵	%۳۸	%۵۲	
۳۸	۳۶	۳۴	۳۳	۷۲	۸۰	جریان‌های نقدی تقسیم سود (میلیون دلار)		
۵/۵	۴/۵	۳/۵	۲/۵	۱/۵	۰/۵	فاصله زمانی (سال)		
۲۵۰						ارزش پایانی (میلیون دلار)		
نرخ تنزیل ۱۵ درصد دلاری و نرخ رشد ۰ درصد						سایر مفروضات		
ارزشگذاری نهایی								
۳۳۰ میلیون دلار (۸۳۰۰ میلیارد تومان)								
*با نرخ تنزیل ۲۰ درصد دلاری ارزش شرکت به ۲۲۰ میلیون دلار (۵۵۰۰ میلیارد تومان می‌رسد)								

اهرم بالا به طلا و دلار در سودآوری و ارزشگذاری فرز

رشد دلار در سال‌های آتی بیش از ۲۵ درصد باشد	رشد دلار در سال‌های آتی ۱۵ درصد باشد	
<p>سود بدون موجودی سال ۱۴۰۱: ۴۶۰ تومان به ازای هر سهم</p> <p>ارزش موجودی فعلی: ۲/۳ هزار میلیارد تومان</p> <p>سود خالص در پایان سال ۱۴۰۵: ۵۲ میلیون دلار</p> <p>ارزشگذاری: ۱۰/۱ هزار میلیارد تومان</p>	<p>سود بدون موجودی سال ۱۴۰۱: ۴۰۰ تومان به ازای هر سهم</p> <p>ارزش موجودی فعلی: ۲/۱ هزار میلیارد تومان</p> <p>سود خالص در پایان سال ۱۴۰۵: ۴۶ میلیون دلار</p> <p>ارزشگذاری: ۹/۲ هزار میلیارد تومان</p>	<p>قیمت اونس در بالای ۱۸۰۰ دلار پایدار شود.</p>
<p>سود بدون موجودی سال ۱۴۰۱: ۴۶۰ تومان به ازای هر سهم</p> <p>ارزش موجودی فعلی: ۲/۳ هزار میلیارد تومان</p> <p>سود خالص در پایان سال ۱۴۰۵: ۵۳ میلیون دلار</p> <p>ارزشگذاری: ۱۰/۴ هزار میلیارد تومان</p>	<p>سود بدون موجودی سال ۱۴۰۱: ۳۷۰ تومان به ازای هر سهم</p> <p>ارزش موجودی فعلی: ۱/۹ هزار میلیارد تومان</p> <p>سود خالص در پایان سال ۱۴۰۵: ۴۲ میلیون دلار</p> <p>ارزشگذاری: ۸/۵ هزار میلیارد تومان</p>	<p>قیمت اونس در بالای ۲۰۰۰ دلار پایدار شود.</p>

محدوده وسیع برای سودآوری سال ۱۴۰۱ (بدون موجودی)

۲۲۰,۰۰۰	۲۴۰,۰۰۰	۲۶۰,۰۰۰	۲۸۰,۰۰۰	۳۰۰,۰۰۰	اونس / دلار نیما
۱,۶۴۴	۱,۹۰۸	۲,۱۷۲	۲,۴۳۶	۲,۷۰۰	۱,۳۰۰
۲,۱۳۳	۲,۴۴۱	۲,۷۵۰	۳,۰۵۸	۳,۳۶۷	۱,۵۰۰
۲,۶۲۲	۲,۹۷۵	۳,۳۲۸	۳,۶۸۰	۴,۰۳۳	۱,۷۰۰
۳,۱۱۱	۳,۵۰۸	۳,۹۰۵	۴,۳۰۳	۴,۷۰۰	۱,۹۰۰
۳,۶۰۰	۴,۰۴۱	۴,۴۸۳	۴,۹۲۵	۵,۳۶۷	۲,۱۰۰

همزمانی کلاس دارایی طلا با ریسک‌های شدیدتر در بنگاه داری

- با توجه به اینکه در نهایت و حتی با بهره‌برداری از همه پروژه‌ها بیش از ۸۵ درصد سود شرکت از فروش طلا به دست می‌آید در نتیجه می‌توان گفت حضور سهام فزر در سبد سرمایه‌گذاری، ما را در معرض ریسک کلاس دارایی طلا قرار خواهد داد.
- علی‌رغم اینکه طلا هیچگونه بازدهی عملیاتی ندارد (صرفاً عایدی بر افزایش قیمت دارد)، سهام فزر دارای بازدهی ناشی از عملیات معدنکاری نیز است و این باعث می‌شود به نسبت نگهداری مستقیم طلا مزیت داشته باشد.
- علاوه بر ریسک صنعت معدن، به دلیل ایجاد سود اصلی در زیر مجموعه و شفافیت کمتر، به نسبت نگهداری مستقیم طلا در معرض این ریسک قرار داریم. به خصوص که ترکیب خاک‌های مورد استفاده ممکن است گوناگون باشد.
- از نظر سهامداری و تیم مدیریتی، این بخش خصوصی سابقه زیادی در حوزه معدن و بخش‌های مختلف آن دارد. علاوه بر این موضوع فرصت معادن و پهنه‌های جدید برای شرکت زیاد است و می‌تواند یک برگ برنده برای آینده باشد.
- با مفروضات فعلی قیمت عرضه اولیه (۵.۲ تا ۶.۳ همتی) مناسب و منطقی به نظر می‌رسد. با این حال با مفروضات فعلی ارزش بازار بیش از ۹ هزار میلیارد تومانی توجیه مناسبی برای سرمایه‌گذاری ندارد.