

گزارش ارزشیابی سهام شرکت فولاد کاوه جنوب کیش (سهامی عام)

اسفند ۱۴۰۰

کارشناس: امیررضا اعلائی



۱- درآمد های عملیاتی و بهای تمام شده فروش سال مالی منتهی به ۱۴۰۰/۱۲/۲۹

برآورد فروش سال مالی ۱۴۰۰/۱۲/۲۹						
داخلی ۳ ماهه E /	نام فرآورده	ضریب	نرخ شمش بیلت / بلوم	نرخ ارز نیما	مقدار - تن	نرخ ریالی
	شمش بیلت	0.91	560	240,000	160,000	IRR 122,304,000
صادرات ۳ ماهه E /	شمش بیلت	1			271,588	IRR 134,400,000
	مبلغ کل فروش ۳ ماهه منتهی به ۱۴۰۰/۱۲/۲۹ - برآوردی					
	مبلغ کل فروش ۹ ماهه منتهی به ۱۴۰۰/۰۶/۳۱ - واقعی					
	مبلغ کل فروش برآوردی سال مالی ۱۴۰۰ به م.ریال - IRR					
	مبلغ کل فروش سال مالی ۱۴۰۰ به دلار آمریکا - USD نرخ نیما					
	مفروضات مقداری تولید و فروش طبق بودجه عملیاتی شرکت در نظر گرفته شده است / نرخ بیلت داخلی قابل عرضه در بورس کالا به میزان ۹۱٪ نرخ صادراتی اعمال شده است (میانگین از اول سال) / نرخ بیلت صادراتی ایران ۵۶ دلار و میانگین نرخ ارز موثر ۲۴۰ هزار ریال در نظر گرفته شده است / با توجه به مصرف آهن اسفنجی تولید شده در واحد احیا مستقیم درون مجتمع میزان فروش آن برای ادامه سال صفر در نظر گرفته شده است.					
برآورد بهای تمام شده فروش سال مالی ۱۴۰۰/۱۲/۲۹						
مواد مستقیم مصرفی						
نام ماده اولیه	میزان مورد نیاز جهت تحقق برنامه تولید - تن	نرخ ریالی	مبلغ نهایی - م.ریال			
آهن اسفنجی مازاد بر تولید داخل (جهت مصرف در واحد فولاد) ضریب تبدیل ۱.۲۷	86,297	IRR 83,166,720	7,177,038			
گندله (جهت تبدیل به آهن اسفنجی در واحد احیا مستقیم) ضریب تبدیل ۱.۰۴	746,760	IRR 35,468,160	26,486,203			
مواد مستقیم مصرفی ۹ ماهه اول	IRR 84,342,104	مجموع	IRR 118,005,346			
هزینه دستمزد مستقیم تولید و سریار تولید						
مفروضات برآورد	نرخ رشد	پیشبینی خود شرکت	دستمزد مستقیم تولید			
			IRR 1,352,905			
مفروضات برآورد	توضیحات	پیشبینی خود شرکت	سریار تولید			
			IRR 42,496,491			
اعمال موجودی اول دوره و پایان دوره				IRR (9,891,232)		
مجموع بهای تمام شده فروش سال ۱۴۰۰				IRR 151,963,510		
شرکت جهت تولید شمش بیلت در واحد فولاد نیازمند مصرف آهن اسفنجی DRI با ضریب ۱.۲۷ می باشد که در واحد احیا مستقیم به ظرفیت اسمی ۱۸۵۶۰۰۰ تن در سال با خرید گندله با ضریب ۱.۰۴ تولید می گردد که با توجه به عدم کفایت ظرفیت این واحد بخشی از آهن اسفنجی مورد نیاز از بیرون تهیه می شود / نرخ آهن اسفنجی به میزان ۶۸٪ بیلت و نرخ گندله ۲۹٪ در نظر گرفته شده است / با تکمیل فاز ۲ فولادسازی از سال ۱۴۰۱ به طور تدریجی شاهد افزایش ظرفیت تولید شمش بیلت خواهیم بود و همچنین ظرفیت واحد احیا مستقیم نیز از سال ۱۴۰۱ به ۲ میلیون تن افزایش پیدا می کند / سایر مواد مطابق با بودجه عملیاتی اعمال شده است.						

* زنجیره ارزش فولاد از معدن تا نورد



در مجموعه فولاد کاوه واحد احیا مستقیم جهت تبدیل گندله به آهن اسفنجی و واحد فولاد سازی جهت تبدیل آهن اسفنجی به شمش بیلت وجود دارد

۲- درآمد های عملیاتی و بهای تمام شده فروش سال مالی منتهی به ۱۴۰۱/۱۲/۲۹

برآورد فروش سال مالی ۱۴۰۱/۱۲/۲۹						
نام فرآورده	ضریب	نرخ شمش بیلت / بلوم	نرخ ارز نیما	مقدار - تن	نرخ ریالی	مبلغ نهایی فروش - م.ریال
شمش بیلت	0.91	550	265,000	703,000	IRR 132,632,500	IRR 93,240,648
شمش بیلت	1			1,197,000	IRR 145,750,000	IRR 174,462,750
مبلغ کل فروش برآوردی سال مالی ۱۴۰۱ به م.ریال - IRR 267,703,398						
مبلغ کل فروش سال مالی ۱۴۰۱ به دلار آمریکا - USD نرخ نیما \$ 1,115,430,823						
مفروضات مقداری تولید و فروش با اعمال افزایش تولید طی سال ۱۴۰۱ به ۱۹۰۰ هزار تن در نظر گرفته شده است / نرخ بیلت داخلی قابل عرضه در بورس کالا به میزان ۹۱٪ نرخ صادراتی اعمال شده است / نرخ بیلت صادراتی ایران ۵۵۰ دلار و میانگین نرخ ارز موثر ۲۶۵۰ هزار ریال در نظر گرفته شده است / با توجه به مصرف آهن اسفنجی تولید شده در واحد احیا مستقیم درون مجتمع میزان فروش آن صفر در نظر گرفته شده است.						
برآورد بهای تمام شده فروش سال مالی ۱۴۰۰/۱۲/۲۹						
مواد مستقیم مصرفی						
نام ماده اولیه	میزان مورد نیاز جهت تحقق برنامه تولید - تن	نرخ ریالی	مبلغ نهایی - م.ریال			
کسری آهن اسفنجی (جهت مصرف در واحد فولاد) ضریب تبدیل ۱.۲۷	413,000	IRR 90,190,100	IRR 37,248,511			
گندله (جهت تبدیل به آهن اسفنجی در واحد احیا مستقیم) ضریب تبدیل ۱.۴	2,800,000	IRR 38,463,425	IRR 107,697,590			
مواد مستقیم مصرفی ۱۲ ماهه IRR 144,946,101						
هزینه دستمزد مستقیم تولید و سریار تولید						
مفروضات برآورد	نرخ رشد	25%	دستمزد مستقیم تولید	1,691,131	IRR	
	توضیحات	مطابق سال قبل	سریار تولید	60,340,346	IRR	
اعمال موجودی اول دوره و پایان دوره -						
مجموع بهای تمام شده فروش سال ۱۴۰۱ IRR 206,977,578						
شرکت جهت تولید شمش بیلت در واحد فولاد نیازمند مصرف آهن اسفنجی DRI با ضریب ۱.۲۷ می باشد که در واحد احیا مستقیم به ظرفیت اسمی ۲۰۰۰۰۰ تن در سال با خرید گندله با ضریب ۱.۴ تولید می گردد که با توجه به عدم کفایت ظرفیت این واحد بخشی از آهن اسفنجی مورد نیاز از بیرون تهیه می شود / نرخ آهن اسفنجی به میزان ۶۸٪ بیلت و نرخ گندله ۲۹٪ در نظر گرفته شده است / ظرفیت واحد احیا مستقیم ۲۰۰ هزار تن در نظر گرفته شده است / نرخ رشد هزینه دستمزد ۲۵٪ و هزینه سریار نیز مطابق با نسبت سریار به فروش سال قبل اعمال شده است						

* برخی از تغییرات پر اهمیت طی سال ۱۴۰۱

- افزایش ظرفیت واحد فولاد سازی و تولید شمش بیلت به ۱۹۰۰ هزار تن در سال
- افزایش ظرفیت واحد احیا مستقیم به ۲۰۰۰ هزار تن در سال و کاهش نیازمندی به تامین خارجی DRI

* انتظارات سال ۱۴۰۱

- میانگین نرخ دلار به ریال سامانه نیما در حدود ۲۶۵ هزار ریال با فرض انجام توافق
- میانگین نرخ شمش بیلت صادراتی ایران در حدود ۵۵۰ دلار / تن
- سقف نرخ ۲۰ هزار ریالی برای گاز طبیعی صنایع فولادی به ازای هر متر مکعب در صورت عدم تغییر مجدد فرمول
- نیاز به تامین بیش از ۴۰۰ هزار تن آهن اسفنجی از بازار
- نیاز به تامین ۲۸۰۰ هزار تن گندله جهت مصرف در واحد احیا مستقیم
- فروش ۲۷ هزار میلیارد تومانی

۳ - درآمد های عملیاتی و بهای تمام شده فروش سال مالی منتهی به ۱۴۰۲ / ۱۲ / ۲۹

برآورد فروش سال مالی ۱۴۰۲/۱۲/۲۹						
نام فرآورده	ضریب	نرخ شمش بیلت / بلوم	نرخ ارز نیما	مقدار - تن	نرخ ریالی	مبلغ نهایی فروش - م.ریالی
شمش بیلت	0.91	500	300,000	973,840	IRR 136,500,000	IRR 132,929,160
شمش بیلت	1			1,488,060	IRR 150,000,000	IRR 223,209,000
مبلغ کل فروش برآوردی سال مالی ۱۴۰۲ به م.ریالی - IRR						
IRR 356,138,160						
مبلغ کل فروش سال مالی ۱۴۰۲ به دلار آمریکا - USD نرخ نیما						
\$ 1,483,909,000						
مفروضات مقداری تولید و فروش با اعمال تکمیل ظرفیت تولید در نظر گرفته شده است / نرخ بیلت داخلی قابل عرضه در بورس کالا به میزان ۹۱٪ نرخ صادراتی اعمال شده است / نرخ بیلت صادراتی ایران ۵۰۰ دلار و میانگین نرخ ارز موثر ۳۰۰ هزار ریال در نظر گرفته شده است / با توجه به مصرف آهن اسفنجی تولید شده در واحد احیا مستقیم درون مجتمع میزان فروش آن صفر در نظر گرفته شده است.						
برآورد بهای تمام شده فروش سال مالی ۱۴۰۲/۱۲/۲۹						
مواد مستقیم مصرفی						
نام ماده اولیه	میزان مورد نیاز جهت تحقق برنامه تولید - تن	نرخ ریالی	مبلغ نهایی - م.ریالی			
کسری آهن اسفنجی (جهت مصرف در واحد فولاد) ضریب تبدیل ۱.۲۷	999,740	IRR 92,820,000	IRR 92,795,867			
گندله (جهت تبدیل به آهن اسفنجی در واحد احیا مستقیم) ضریب تبدیل ۱.۴	2,800,000	IRR 39,585,000	IRR 110,838,000			
مواد مستقیم مصرفی ۱۲ ماهه						
IRR 203,633,867						
هزینه دستمزد مستقیم تولید و سربار تولید						
مفروضات برآورد	نرخ رشد	20%	دستمزد مستقیم تولید			
	توضیحات <td>مطابق سال قبل <th colspan="4">سربار تولید</th> </td>	مطابق سال قبل <th colspan="4">سربار تولید</th>	سربار تولید			
-						
اعمال موجودی اول دوره و پایان دوره						
مجموع بهای تمام شده فروش سال ۱۴۰۲						
IRR 285,936,766						
شرکت جهت تولید شمش بیلت در واحد فولاد نیازمند مصرف آهن اسفنجی DRI با ضریب ۱.۲۷ می باشد که در واحد احیا مستقیم به ظرفیت اسمی ۲۰۰۰۰۰ تن در سال با خرید گندله با ضریب ۱.۴ تولید می گردد که با توجه به عدم کفایت ظرفیت این واحد بخشی از آهن اسفنجی مورد نیاز از بیرون تهیه می شود / نرخ آهن اسفنجی به میزان ۶۸٪ بیلت و نرخ گندله ۲۹٪ در نظر گرفته شده است / ظرفیت واحد احیا مستقیم ۲۰۰۰ هزار تن در نظر گرفته شده است / نرخ رشد هزینه دستمزد ۲۰٪ و هزینه سربار نیز مطابق با نسبت سربار به فروش سال قبل اعمال شده است						

* برخی از تغییرات پر اهمیت طی سال ۱۴۰۲

۱ - تکمیل ظرفیت تولید واحد فولاد سازی مجموعه و افزایش آن به ۲۳۶۲ هزار تن در سال

* انتظارات سال ۱۴۰۲

- ۱ - میانگین نرخ دلار به ریال سامانه نیما در حدود ۳۰۰ هزار ریال با فرض انجام توافق
- ۲ - میانگین نرخ شمش بیلت صادراتی ایران در حدود ۵۰۰ دلار / تن
- ۳ - سقف نرخ ۲۰ هزار ریالی برای گاز طبیعی صنایع فولادی به ازای هر متر مکعب در صورت عدم تغییر مجدد فرمول
- ۴ - نیاز به تامین حدود ۱ میلیون تن آهن اسفنجی از بازار
- ۵ - نیاز به تامین ۲۸۰۰ هزار تن گندله جهت مصرف در واحد احیا مستقیم
- ۶ - فروش ۳۶ هزار میلیارد تومانی

۴ - صورت سود و زیان کارشناسی شده تا ۱۴۰۲ و مفروضات اساسی برآورد

سال مالی	واقعی ۱۳۹۹		کارشناسی ۱۴۰۰		کارشناسی ۱۴۰۱		کارشناسی ۱۴۰۲					
	IRR	مبلغ	IRR	مبلغ	IRR	مبلغ	IRR	مبلغ				
فروش	IRR	133,177,288	100%	IRR	188,536,827	100%	IRR	267,703,398	100%	IRR	356,138,160	100%
بهای تمام شده کالای فروش رفته	IRR	(94,867,910)	-71%	IRR	(151,963,510)	-81%	IRR	(206,977,578)	-77%	IRR	(285,936,766)	-107%
سود (زیان) ناخالص	IRR	38,309,378	29%	IRR	36,573,317	19%	IRR	60,725,820	23%	IRR	70,201,394	26%
هزینه های عمومی اداری و تشکیلاتی	IRR	(2,082,002)	-2%	IRR	(2,602,419)	-1%	IRR	(3,253,024)	-1%	IRR	(3,903,629)	-1%
هزینه استثنایی (هزینه کاهش ارزش دریافتی ها)		-			-		-			-		
خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی	IRR	640,075	0.5%	IRR	(556,995)	-0.3%	IRR	(790,877)	-0.3%	IRR	(1,052,140)	-1%
سود (زیان) عملیاتی	IRR	36,867,451	28%	IRR	33,413,903	18%	IRR	56,681,919	21%	IRR	65,245,625	24%
هزینه های مالی	IRR	(3,434,959)	-3%	IRR	(4,264,648)	-2%	IRR	(4,806,783)	-2%	IRR	(4,435,282)	-2%
خالص سایر درآمدها و هزینه های غیرعملیاتی	IRR	4,662,260	4%	IRR	(1,535,736)	-1%	IRR	(2,180,591)	-1%	IRR	(2,900,941)	-1%
سود (زیان) خالص عملیات در حال تداوم قبل از مالیات	IRR	38,094,752	29%	IRR	27,613,519	15%	IRR	49,694,545	19%	IRR	57,909,402	22%
مالیات	IRR	(3,612,060)		IRR	(1,291,871)		IRR	(2,324,910)		IRR	(2,709,233)	
سود (زیان) خالص عملیات در حال تداوم	IRR	34,482,692	26%	IRR	26,321,648	14%	IRR	47,369,635	18%	IRR	55,200,169	21%
سود (زیان) عملیات متوقف شده پس از اثر مالیاتی		-			-		-			-		
سود (زیان) خالص	IRR	34,482,692	26%	IRR	26,321,648	14%	IRR	47,369,635	18%	IRR	55,200,169	21%
سرمایه ثبت شده		15,000,000			15,000,000			15,000,000			15,000,000	
سود هر سهم بر اساس آخرین سرمایه	IRR	2,299		IRR	1,755		IRR	3,158		IRR	3,680	
حاشیه سود ناخالص		28.8%			19.40%			22.68%			19.71%	
حاشیه سود عملیاتی		27.7%			17.72%			21.2%			18.3%	
حاشیه سود خالص		25.9%			14.0%			17.7%			15.5%	
مفروضات اساسی تحلیل	نرخ ارز			240,000		265,000		300,000				
	شمش بیلت صادراتی ایران			560		550		500				
	نسبت نرخ داخلی به صادراتی			91%		91%		91%				
	ظرفیت واحد فولاد سازی			1,500,000		1,900,000		2,362,000				
	ضریب آهن اسفنجی			68%		68%		68%				
	ضریب گندله			29%		29%		29%				
	تبدیل آهن اسفنجی به شمش			1.27		1.27		1.27				
	تبدیل گندله به آهن اسفنجی			1.4		1.4		1.4				
	ظرفیت واحد احیا مستقیم			1,856,000		2,000,000		2,000,000				
	تورم و رشد دستمزد			35%		25%		20%				
نرخ موثر مالیاتی			-5%		-5%		-5%					

* برخی از نکات مهم

نرخ ارز موثر با فرض انجام توافق هسته ای و برگشت نرخ دلار به حدود ارزش اقتصادی و رشد طبیعی پیشبینی شده است که در غیر اینصورت مبلغ فروش و بهای تمام شده شرکت می تواند با افزایش قابل توجه روبرو شود. نرخ شمش بیلت نیز با فرض عدم تغییرات قابل توجه و تثبیت در کانال ۵۰۰ دلار برای ۲ سال آینده در نظر گرفته شده است که وضعیت تنش ها در اروپا و ... می تواند آن را با نوسانات زیادی مواجه کند. با توجه به عدم کفایت واحد احیا مستقیم جهت تامین کل آهن اسفنجی مورد نیاز شرکت همواره بخشی از نیازهای خود را از بازار تهیه می کند لذا افزایش نسبت آهن اسفنجی به شمش می تواند منجر به افت بیشتر مارجین ها شود. همچنین تغییرات نرخ گندله به عنوان عمده ماده اولیه خریداری شده شرکت می تواند تاثیرات قابل توجهی داشته باشد. انتظار می رود از سال ۱۴۰۲ واحد های فولاد سازی به ظرفیت کامل برسند لذا افزایش تولید و فروش اعمال شده است. صادرات حدود ۶۳ درصد از محصولات پیشبینی می گردد و ۳۷ درصد الباقی در داخل کشور و از طریق بورس کالای ایران به فروش می رسد. با توجه به افزایش کسری آهن اسفنجی با در نظر گرفتن افزایش میزان تولید شمش بیلت طی ۱۴۰۲ انتظار کاهش حاشیه سود ناویژه را داریم.

تغییرات فرمول نرخ گاز طبیعی صنایع فولادی نیز می تواند تاثیرات مهمی در هزینه سربار تولید داشته باشد.

همچنین پیشنهاد افزایش سرمایه به ۳۲ هزار میلیارد ریال نیز توسط مجمع عمومی فوق العاده جهت تامین مالی پروژه مگامدول مطرح شده است.

۵- آنالیز حساسیت EPS سال ۱۴۰۱ نسبت به تغییرات مفروضات اساسی برآورد

3,158

جدول تحلیل حساسیت سود خالص به ازای هر سهم سال ۱۴۰۱ در قبال تغییرات نرخ شمش و نرخ ارز

نرخ ارز موثر

نرخ بیلت

	IRR 245,000	IRR 255,000	IRR 265,000	IRR 275,000	IRR 285,000
475	2522	2624	2727	2830	2933
500	2654	2763	2871	2979	3088
525	2787	2901	3014	3128	3242
550	2920	3039	3158	3277	3396
575	3052	3177	3302	3426	3551
600	3185	3315	3445	3575	3705
625	3318	3453	3589	3724	3859

3,158

جدول تحلیل حساسیت سود خالص به ازای هر سهم سال ۱۴۰۱ در قبال تغییرات ضرایب گندله و آهن

اسفنجی (دلار ۲۶.۵ / بیلت ۵۵۰ و نرخ داخلی ۹۱٪)

ضریب گندله

ضریب آهن اسفنجی

	27%	28%	29%	30%	31%
62%	3715	3522	3329	3136	2943
64%	3658	3465	3272	3079	2886
66%	3601	3408	3215	3022	2829
68%	3544	3351	3158	2965	2772
70%	3487	3294	3101	2908	2715
72%	3430	3237	3044	2851	2658
74%	3373	3180	2987	2794	2601

۶- آنالیز حساسیت EPS سال ۱۴۰۲ نسبت به تغییرات مفروضات اساسی برآورد

3,680

جدول تحلیل حساسیت سود خالص به ازای هر سهم سال ۱۴۰۲ در قبال تغییرات نرخ شمش و نرخ ارز

نرخ ارز موثر

نرخ بیلت

	IRR 280,000	IRR 290,000	IRR 300,000	IRR 310,000	IRR 320,000
425	2919	3024	3128	3232	3337
450	3091	3202	3312	3422	3533
475	3263	3379	3496	3613	3729
500	3435	3557	3680	3803	3925
525	3606	3735	3864	3993	4122
550	3778	3913	4048	4183	4318
575	3950	4091	4232	4373	4514

3,680

جدول تحلیل حساسیت سود خالص به ازای هر سهم سال ۱۴۰۲ در قبال تغییرات ضرایب گندله و آهن

اسفنجی (دلار ۳۰ / بیلت ۵۰۰ و نرخ داخلی ۹۱٪)

ضریب گندله

ضریب آهن اسفنجی

	27%	28%	29%	30%	31%
62%	4510	4310	4109	3909	3709
64%	4367	4166	3966	3766	3565
66%	4224	4023	3823	3623	3422
68%	4081	3880	3680	3480	3279
70%	3938	3737	3537	3337	3136
72%	3795	3594	3394	3194	2993
74%	3651	3451	3251	3050	2850

۷ - ارزشیابی سهام شرکت به روش تنزیل سود نقدی DDM

ارزش پایانی (استمرار ۱۴۰۲)		۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	ارزشیابی
15%	terminal growth rate	3680	3158	1755	EPS
32.3%	discount rate	66%	66%	66%	Payout ratio
16145		2429	2084	1158	DPS
		22%	22%	22%	Rf
		11.0%	11.0%	11.0%	risk premium
		0.94	0.94	0.94	levered Beta
		32.3%	32.3%	32.3%	discount rate
		2.125	2.055	0.055	سال تا تحقق جریان نقدی
		8907	1551	1141	PV

12965

ارزش هر برگه سهم

طبق ارزشیابی انجام شده با مفروضات فوق در حال حاضر سهام این شرکت پایین تر از ارزش بالقوه خود در حال معامله می باشد و سرمایه گذاری در آن حاشیه امن ۲۲٪ ایجاد می کند

شاخص های اقتصادی پروژه		
پذیرش - بالای صفر می باشد	IRR	2,865
پذیرش - بالاتر از k می باشد	37.60%	NPV
پذیرش - بالای صفر می باشد	28.37%	نرخ بازده داخلی IRR
پذیرش - بالای ۱ می باشد	1.28	ROI
		شاخص سودآوری PI

۷ - ارزشیابی سهام شرکت به روش نسبی P/E

ارزشیابی به روش نسبی	
5.16	P/E ttm
3.2	P/E forward 1401
6	تحلیلی P/E
18,940	ارزش نسبی

با اعمال نسبت قیمت به سود تحلیلی ۶ واحدی (در حدود میانگین تاریخی صنعت) به ارزش نسبی نزدیک ۱۹ هزار ریال می رسیم که نشان دهنده ارزشیابی مناسب سهام این شرکت می باشد.

همچنین سرمایه گذاری در سهام این شرکت بازده نقدی سالیانه شده حدود ۱۸ درصدی را به همراه خواهد داشت