

گزارش تحلیلی شرکت فرآورده های نسوز آذر (سهامی عام)

امیررضا اعلا باف

دی ۱۴۰۱



❖ نگاهی به چشم انداز کلان اقتصادی ایران و جهان

آغاز سال ۲۰۲۳ و رکود احتمالی

در پی اجرای سیاست های پولی کمی انقباضی غیر مستقیم (متکی بر شرایط بازار) از جانب فدرال رزرو با بکارگیری ابزار های مختلف (از جمله افزایش نرخ بازار بین بانکی با سرعتی بی سابقه طی ۴۰ سال اخیر و همچنین استفاده از QT) و سایر بانک های مرکزی کشور های صنعتی در اروپا جهت کنترل آهنگ رشد سطح عمومی قیمت ها و بازگرداندن نرخ تورم به بازه هدف و کاهش نرخ رشد نقدینگی، نشانه هایی از یک رکود احتمالی از جمله معکوس شدن منحنی نرخ بهره در کشور های صنعتی (حرکت نقدینگی به سمت اوراق قرضه بلندمدت تر و شیفت منحنی تقاضای اوراق کوتاه مدت به چپ در اثر نگرانی از وقوع یک رکود در بازه کوتاه-میان مدت و ریسک نرخ بهره)، تضعیف بازار کار و افزایش تعدیل نیرو کسب و کار ها (رشد بیکاری ادواری)، کاهش میزان مخارج مصرف کنندگان و همچنین کاهش تقاضای کالا های مصرفی بادوام، افت شاخص های بازار مسکن، افزایش دریافتی های بیمه بیکاری و ... پدید آمده اند که همگی نشانه های ورود به یک فاز انقباض **contraction** از چرخه های تجاری می باشند که می تواند روند درآمد زایی صنایع ادواری و رشدی را با مشکل مواجه سازد. هر چند با مطرح شدن بحث بازگشایی چین و فاصله گیری از سیاست **zero-covid** انتظار می رود رکود احتمالی ملایم تر از آنچه که پیشبینی شده بود باشد و واکنش های اخیر بازار انرژی نیز می تواند تایید کننده این موضوع باشد. به طور کلی تاکید فدرال رزرو بر عدم تعجیل در تغییر سیاست و حفظ نرخ بهره در سطوح بالای ۵ درصد برای یک بازه زمانی احتمالا طولانی می باشد. همچنین سیاست گذاران کشور هایی نظیر ژاپن نیز برای اولین بار پس از مدت ها اقدام به افزایش بازه هدف نرخ بهره کرده اند (سقف **ytm** اسناد خزانه به ۵/۰ درصد افزایش پیدا کرد).

با در نظر گرفتن شرایط فعلی احتمال می رود شاهد حرکت شارپی در بازار های جهانی نبوده و سطوح قیمت فعلی کامودیتی ها با نوسانات محدود رو به پایین و بالا حفظ گردد. هر چند اثرات بازگشایی چین بر تقاضای جهانی بسیار مهم است به طوری که انتظار می رود اقتصاد های همجوار نظیر هنگ کنگ از محل افزایش صادرات شاهد رشد اقتصادی ۶.۷ درصدی باشد اما نکته قابل توجه اینست که در صورت شیوع مجدد کرونا در جهان ممکن است بخشی از اثرات مثبت این بازگشایی بر تقاضای جهانی خنثی گردد.

لازم به ذکر است که به نظر می رسد اروپا در سیکل تورم از آمریکا عقب تر بوده و احتمالا از لحاظ زمانی دیرتر به اوج خود خواهد رسید که می تواند تقویت یورو در مقابل دلار را در پی داشته باشد.

✓ خروجی کارخانجات ژاپن برای سومین ماه متوالی کاهش یافت.

✓ افزایش شیب معکوس منحنی نرخ بهره

✓ کاهش مخارج مصرف کنندگان

✓ رکورد ۴۰ ساله تورم در ژاپن

✓ ضعف بازار مسکن در آمریکا

✓ عملکرد ضعیف اقتصاد بریتانیا

✓ پیشبینی رشد نیم درصدی تولید ناخالص داخلی آمریکا در

۲۰۲۳

✓ افزایش نرخ بهره توسط ECB و BOE

✓ تعیین سقف قیمتی صادرات نفت روسیه توسط اروپا

✓ تعیین مکانیسم سقف قیمتی صادرات گاز روسیه و واکنش

مسکو با اعلام عدم فروش فرآورده ها به اجراکنندگان سقف

قیمتی

✓ احتمال شیوع مجدد کرونا در جهان همزمان با بازگشایی چین

❖ نگاهی به چشم انداز کلان اقتصادی ایران و جهان

اقتصاد ایران در آستانه انفجار؟

به طور کلی می توان قدرت پول ملی کشور را به ۵ عامل کلان اقتصادی مرتبط دانست که عبارتند از تراز بازرگانی، میزان بدهی دولت و کسری بودجه، نرخ بهره، نرخ تورم و فضای اقتصادی سیاسی کشور که با روند فعلی چشم انداز مثبتی در هیچکدام از این متغیرها مشاهده نشده و پیشبینی تداوم روند تضعیف ریال ایران چندان امر دشواری نمی باشد. لذا با دید حفظ قدرت خرید به سرمایه گذاران پیشنهاد می گردد با لحاظ سطح نقد پذیری، نقدینگی ریالی که در میان مدت مورد نیاز نمی باشد را تبدیل به ارزهای با ثبات تر نظیر دلار آمریکا، یورو و فرانک سویس نمایند.

برآورد نرخ واقعی ارز در مدل های اقتصادی می تواند علاوه بر مدل های متنوع اقتصادسنجی بر اساس نظریه برابری قدرت خرید یا PPP با فرض قابلیت آربیتراژ صورت بگیرد که در این صورت کالایی دقیقاً مشابه می بایست در کشور مبدا و مقصد انتخاب و سپس با ضرب نسبت قیمت در نرخ ارز اسمی به **real exchange rate** دست یافت که با در نظر گرفتن سطح باز بودن اقتصاد ایران و مواردی نظیر یارانه، تعرفه و... به نظر چنین مدلی برای برآورد نرخ ارز واقعی دقیق نباشد. فرضیه کلی از منظر اقتصادی رشد متوسط نرخ ارز به میزان اختلاف نرخ تورم دو کشور می باشد که در صورت لحاظ رشد متوسط ۴۰ درصدی شاخص **CPI** طی ۱ سال آینده در ایران و همچنین رشد ۲۰۵ درصدی شاخص مذکور در آمریکا می توان پیشبینی نرخ برابری دلار/ریال حدود **۵۵۰ هزار ریالی** را برای موعد مشابه سال آینده در بازار آزاد را داشت. همچنین با پیشبینی نقدینگی **۱۰m2** هزار همت تا پایان سال آتی و میانگین نقدینگی دلاری کشور معادل ۱۸۰ میلیارد دلار نیز می توان به عدد ۵۵۰ هزار ریال به عنوان نرخ برابری دلار/ریال رسید که در صورت ایجاد تحولات سیاسی یا اقتصادی پیشبینی نشده قطعاً احتمال انحرافات از این عدد وجود دارد. همچنین در صورت لحاظ کف ۱۳۵ میلیارد دلاری به عنوان بالاترین سطح نرخ ارز عدد ۷۴۰ هزار ریال محتمل می باشد.

مطابق اعلام مسئولان مربوطه میزان صادرات نفتی ایران طی ماه های گذشته با رشد مواجه شده است که در صورت صحت این موضوع و وصول مطالبات ارزی مربوطه این مورد نیز می تواند به عنوان علتی برای رشد خالص دارایی های خارجی بانک مرکزی در بخش ذخایر ارزی تسعیر شده توسط دولت شناسایی شود و همچنین بحث واگذاری مطالبات دولت به بانک مرکزی جهت دریافت ریالی وجوه نیز می تواند به این موضوع دامن بزند. همچنین بهبود وضعیت کسری تراز بازرگانی کشور نیز می تواند در رشد خالص دارایی های خارجی بانک مرکزی موثر واقع گردد.

نکته ای که در این خصوص وجود دارد اینست که با اعمال مکانیسم سقف قیمتی برای صادرات نفت کشور روسیه احتمال عدم رغبت مشتریان نفت ایران به پرداخت مبلغی بالاتر از سقف مربوطه و در نتیجه کاهش درآمد های نفتی و فشار ارزی مضاعف مربوطه وجود دارد. همچنین نا اطمینانی های سیاسی زیادی در رابطه با نظام حاکم وجود دارد که سطح اعتماد و اطمینان به ریال را به پایین ترین سطح خود رسانده است که خود منجر به افزایش عرضه شده است.

میزان بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی نیز به طور نقطه به نقطه به میزان ۱۳۰۸ درصد افزایش یافته است که با در نظر گرفتن رشد قابل توجه بدهی دولت و شرکت های دولتی به سیستم بانکی می توان به فشارهای بودجه ای (کسری و ناترازی غیر قابل جبران) و تلاش برای پوشش آن با به کارگیری **seigniorage** (درآمد ناشی از چاپ پول) و فشار به سمت منابع پایه پولی با استقراض از بانک مرکزی و شبکه بانکی اشاره نمود که با متورم کردن ترازنامه بانک مرکزی و تقویت پول پر قدرت همواره یکی از عوامل رشد نقدینگی و عرضه پول و در نتیجه سطح قیمت ها (در بلند مدت رابطه سطح قیمت ها با عرضه پول ۱:۱ می باشد) بوده است. با در نظر گرفتن رشد قابل توجه مصارف دولت از بخش افزایش حقوق کارمندان دولت و همچنین پرداخت های انتقالی و... در کنار لحاظ عدم امکان رشد متناسب منابع بودجه با توجه به تحریم های موجود و عدم رشد بخش واقعی اقتصاد می توان تداوم روند فعلی با شدت بالاتر و احتمالاً اعمال سیاست های مالی انقباضی نظیر افزایش سطح درآمد های مالیاتی و کاهش مخارج دولتی بدون توجه به تبعات اقتصادی آن را برای سال ۱۴۰۲ پیشبینی کرد که بخشی از کسری بودجه به پایه پولی منتقل خواهد شد، بخشی از طریق انتشار و عرضه اوراق بدهی دولتی (اخزاء، اراد، اشاده، افاد) و بخشی نیز با واگذاری دارایی های دولت اعم از سهام و... جبران خواهد شد.

بازار بین بانکی

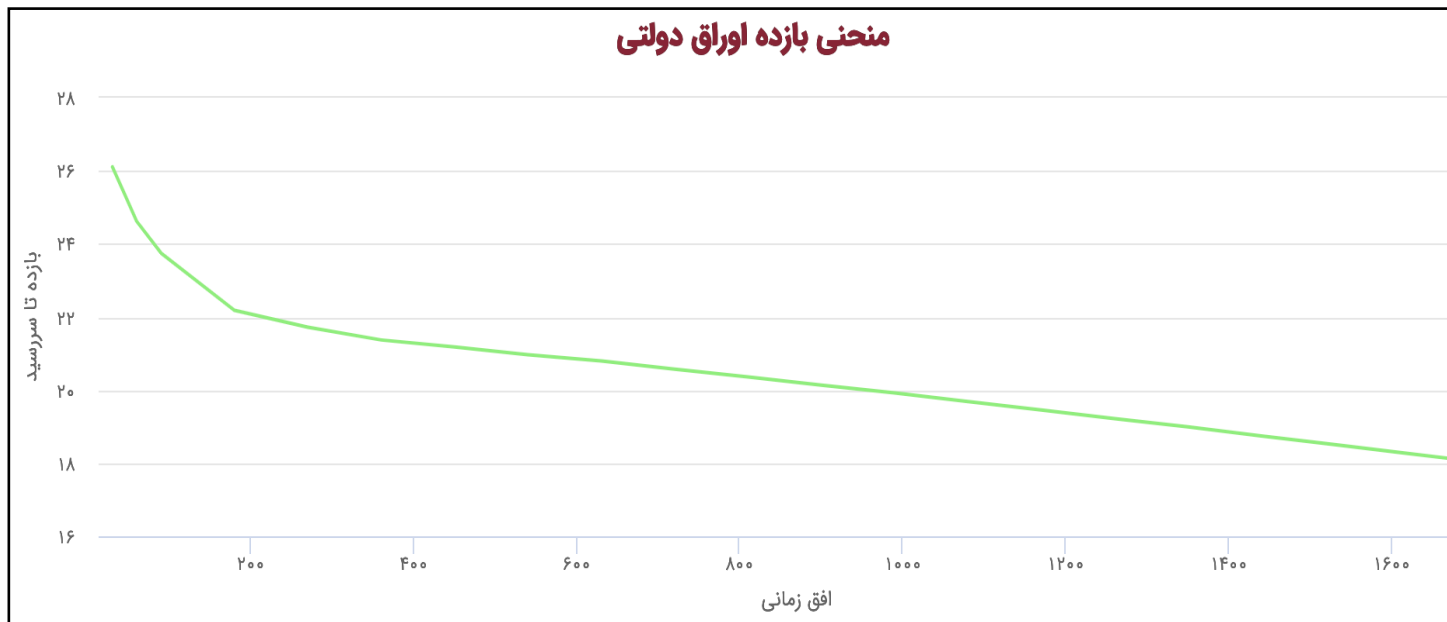
مطالبات بانک مرکزی از بانک ها و مانده اجرای OMO نیز با رشد مواجه شده است که در اثر عملیات بازار باز و عمدتاً مطالبات ناشی از توافق باز خرید repo و اعتبار گیری قاعده مند، اعتباردهی بلندمدت و اضافه برداشت بانک ها از بانک مرکزی در بازار بین بانکی می باشد. به طور کلی با مرور کارنامه OMO بانک مرکزی از ابتدای سال جاری شاهد کاهش نسبت پیشنهادات پذیرفته شده بانک ها در عملیات بازار باز هفتگی و رویکرد جذب نقدینگی (پیشی گرفتن قرارداد های ریپو و اعتبار گیری قاعده مند سررسید شده هفتگی از منابع تزریق شده) از جانب بانک مرکزی هستیم که منجر به راهبری نرخ بهره بین بانکی به سطوح بالاتر و نرخ سود سقف دالان شده است. با بررسی سیستم بانکی شاهد ناترازی و کسری منابع در بانک ها هستیم که بخشی از فشار ناشی از آن به بازار interbank منتقل شده است ولی با توجه به عدم امکان تجهیز منابع کافی از این بازار و نیاز به وثایق (اوراق مالی اسلامی، ارز یا طلا) جهت تجهیز منابع از طریق بانک مرکزی و محدودیت های موجود شاهد رشد اضافه برداشت بانک ها از بانک مرکزی، پیشنهاد نرخ های بالاتر برای سپرده های بلندمدت مشتریان و... هستیم. با در نظر گرفتن افزایش نرخ certificate of deposit یکساله به ۲۳ درصد توسط بانک مرکزی و تاکید ریاست جدید بر استفاده از ابزار نرخ بهره می توان پیشبینی افزایش های بیشتر و تعیین سقف جدید دالان نرخ بین بانکی نیز باشیم.

همچنین طی ماه های اخیر به میزان ۴۵ هزار میلیارد تومان اوراق گواهی اعتبار مولد (گام) جهت تخصیص منابع بانک ها به عنوان ابزاری جدید با فرض عدم فشار به تراز بانک ها، محدود کردن رشد ترازنامه بانک ها و تورم زایی منتشر شده است که انتشار و معاملات ثانویه این اوراق در بازار فرابورس فشار های مضاعف را به بازار بدهی وارد با شیفت منحنی عرضه به راست منجر به رشد ytm ها شده است که به نفع بازار سهام عمل نکرده است. با افزایش ریسک نرخ بهره در بازار بدهی در صورت تدوین استراتژی فروش قبل سررسید و یا جلوگیری از paper loss در صورت نگهداری تا سررسید پیشنهاد می گردد در مقطع فعلی از اوراق بلند مدت تر که دیرش و تحذب بالاتری را دارند جهت مدیریت ریسک بازار و جلوگیری از capital loss صرف نظر گردد زیرا قیمت این اوراق حساسیت بالایی را به تغییرات نرخ بهره داشته و با در نظر گرفتن تیوری انتخاب پرتفوی نیز با کاهش بازده مورد انتظار اوراق در مقایسه با سایر بازار ها خصوصاً دارایی های واقعی انتظار رشد بیشتر نرخ بازده تا سررسید وجود دارد.

نرخ های بازار بین بانکی به عنوان سقف نرخ تجهیز منابع بانک ها شناخته می شود و معمولاً رشد نرخ این بازار زمانی منجر به ایجاد نگرانی می شود که فراتر از نرخ سپرده های بلندمدت در بازار پول رفته و فضای رشد عمومی نرخ بهره در اقتصاد را فراهم کند که با توجه به محدودیت های موجود در این بازار، رویکرد دستوری و پیشنهاد نرخ های بالاتر توسط بانک ها برای سپرده های مشتریان سنگین وزن به نظر نرخ های این بازار نگرانی خاصی را برای سرمایه گذاران بازار سهام ایجاد نمی کند و موارد پر اهمیت تری در این خصوص وجود دارند.

از لایحه بودجه سال ۱۴۰۲ چه خبر؟

- ✓ افزایش منابع یارانه نقدی
- ✓ نرخ ارز مبنای محاسبات دولت احتمالاً ۲۶ هزار تومان
- ✓ افزایش ۲۰ درصدی حقوق کارمندان
- ✓ درآمد مالیاتی ۷۰۰ همت
- ✓ افزایش ۳۰ درصدی بودجه عمرانی
- ✓ تخصیص ۲ میلیارد دلار به واردات خودرو
- ✓ کاهش ۲ درصدی نرخ مالیات واحد های تولیدی
- ✓ طرح مالیات بر عایدی سرمایه
- ✓ تزریق ۱۵ همت منابع به صندوق تثبیت بازار سرمایه



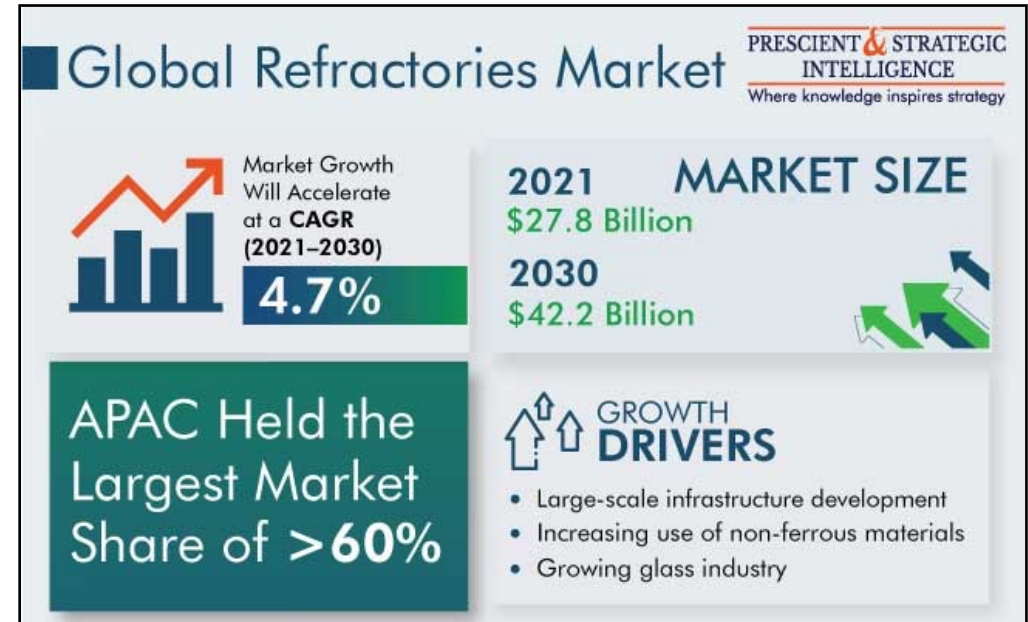
تحلیل منحنی نرخ بهره و معکوس شدن آن در ایران

منحنی نرخ بهره یا **yield curve** همواره یکی از دقیق ترین ابزارها برای پیشبینی روند آتی چرخه های تجاری و تورم می باشد. این منحنی که در حقیقت به موضوع ساختار زمانی نرخ بهره **term structure of interest rates** یا علت تفاوت نرخ بهره اوراق مشابه از منظر ریسک در سررسید های مختلف می پردازد را می توان به طور جامع با استفاده از تیوری صرف نقدینگی یا **liquidity premium theory** تفسیر نمود. در این نظریه نرخ بهره اوراق بلندمدت حاصل میانگین نرخ های بهره کوتاه مدت مورد انتظار طی عمر اوراق بعلاوه یک صرف نقدینگی با توجه به مطلوبیت کمتر اوراق بلندمدت تر در مقایسه با اوراق کوتاه مدت تر با توجه به دیرش و تحذب بالاتر و حساسیت بیشتر قیمت به نوسانات نرخ بهره می باشد. به طوری که پدیده معکوس شدن یا **inverted** بودن منحنی نرخ بهره را می توان به عنوان نشانه ای از کاهش شدید احتمالی نرخ بهره در آینده در نظر گرفت (نرخ بهره فعلی بالا است) که باعث می شود میانگین نرخ های بهره مورد انتظار طی عمر اوراق بلندمدت تر کاهش یافته و حتی با اضافه شدن **liquidity premium** باز هم از نرخ اوراق کوتاه مدت پایین تر بماند. این موضوع نشان دهنده انتظار بازار و سرمایه گذاران از انقباض اقتصادی و کاهش نرخ تورم در آینده طبق معادله فیشر و رابطه نرخ بهره اسمی و تورم (میان مدت-کوتاه مدت) می باشد که منجر به هدایت نقدینگی به سمت اوراق بلندمدت تر جهت گریز از ریسک نرخ بهره شده است.

Market Overview

The global refractories market revenue stood at \$27.8 billion in 2021, and it is projected to reach \$42.2 billion by 2030, growing at a compound annual growth rate (CAGR) of 4.7% between 2021 and 2030. The industry is mainly driven by the large-scale infrastructure development, growing glass industry, and increasing use of non-ferrous materials.

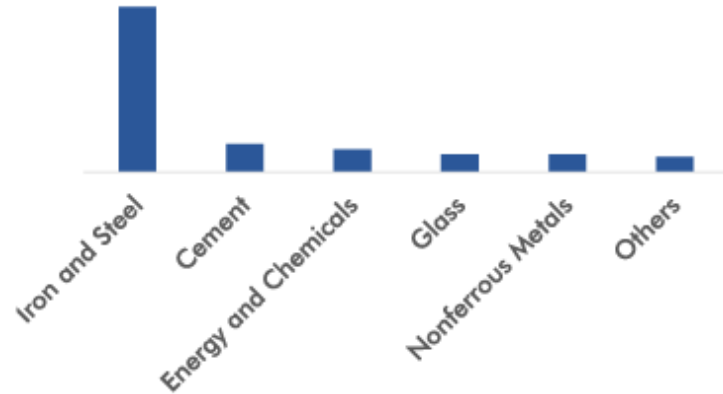
Refractories are used as an essential material on inner furnace linings in large industries as they are resistant to heat (maintain strength and shape at high temperatures), pressure, and chemical assault. They can tolerate temperatures ranging from 500 to 3,326°F, whereas steel's melting point is around 2,802°F. The melting temperature of refractory materials in their pure condition ranges from 3,300 °F to 6,000°F.



Iron and Steel Industry Is Highest Revenue Generator in Market

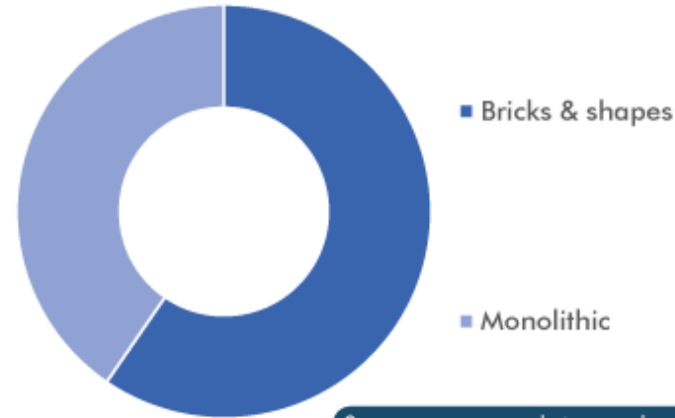
The iron and steel industry accounted for the largest share in the global refractories market, of around 65%, in 2021. This is because this is the world's largest user of refractory materials, accounting for almost two-thirds of the total consumption. There are a variety of vessels, such as the blast furnace and electric arc furnace, as well as the more-maintenance-intensive components, such as launders, tapholes, and submerged entrance nozzles, used in the primary and secondary steelmaking processes in large units. Hence, as the demand for steel in the building, automotive, and other sectors grow, so does the need for refractories.

Global Refractories Market
By End User, \$Billion (2021)



Source: www.psmarketresearch.com

Global Refractories Market
By Form, \$Billion (2021)



Source: www.psmarketresearch.com

Bricks and Shapes Are Most-Widely Used Refractories

The bricks and shapes category had the larger market share, of around 60%, due to the high demand for refractory products from the metal and non-metal industries. Bricks are needed to build the insulation layer within the ovens and kilns, and they are replaced on a regular basis to suit the customer's insulation requirements. This is the key cause for the bricks and shapes category's bigger proportion of the refractories market.

The monolithic and unshaped category is also likely to grow significantly over the forecast period, owing to the increasing need for form linings inside kilns, where the placement of shaped refractories becomes difficult due to space restrictions.

Major Opportunity Area

The recycling of refractory materials is one of the major opportunities in the market. Used refractory materials can be recycled to create secondary raw resources. Numerous factors have influenced the change toward refractory recycling, one of which is the rising prices and diminishing supply of good-quality raw materials.

Moreover, companies have been under increasing pressure to become more environmentally conscious, by decreasing their carbon footprint. Moreover, government initiatives on tax reduction are being proposed to encourage businesses to recycle more waste. The early part of 2009 saw a drop in refractory sales due to the economic downturn. Thus, manufacturers are attempting to lower their prices in order to maintain their market position, by recycling these materials.

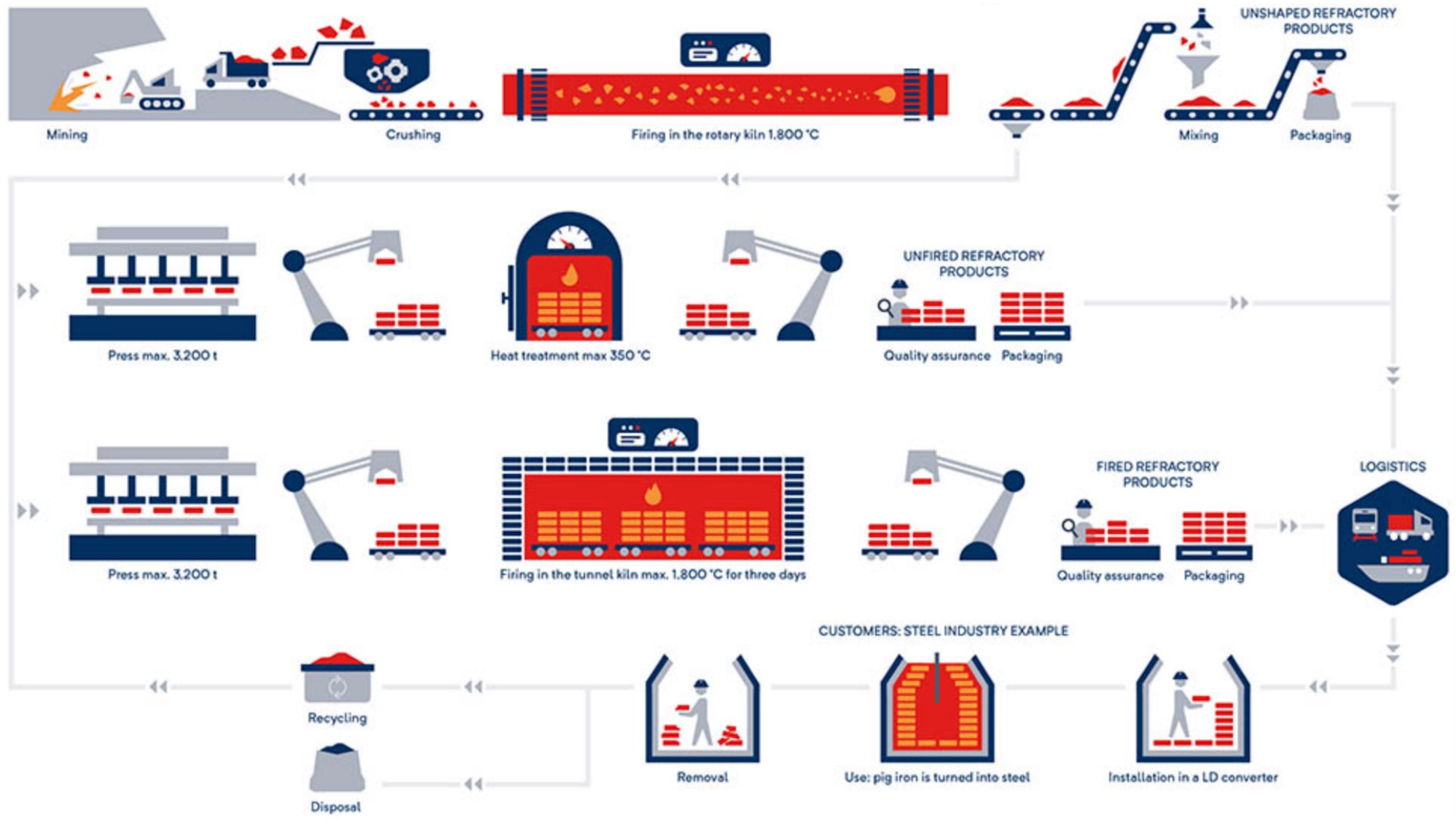
❖ نگاهی به صنعت refractories (فرآورده های نسوز) در جهان و ایران

تولید کنندگان محصولات ریفرکتوری بورسی در ایران									
نام تولید کننده	ارزش بازار	ظرفیت تولید (تن)	محصولات تولیدی	ارزش تجاری	EV / E (TTM)	ارزش تجاری به هر تن ظرفیت اسمی			
شرکت فرآورده های نسوز ایران	16,220,000	90,000	آلومینی / شاموتی / منیزیایی / کرومیتی / کربنی	25,182,387	15.4	279,804,300	IRR	IRR	
فرآورده های نسوز پارس	6,912,107	70,000	کربنی / کرومیتی / پلاستر / کوبیدنی / آلومینی / اسپینل / گانینگ	8,534,264	14.2	121,918,057	IRR	IRR	
فرآورده های نسوز آذر	8,852,000	77,000	دولومیتی / آلومینی / شاموتی	10,077,743	9.8	130,879,779	IRR	IRR	
صنایع نسوز توکا	8,056,900	32,000	منیزی / آلومینیایی + دریچه های کشویی و پروژه ها	11,323,690	12.2	353,865,313	IRR	IRR	
فرانسوز یزد	4,894,610	9,450	جرم نسوز / بلوک نسوز / لوله سرامیکی نسوز	6,231,388	36.0	659,406,138	IRR	IRR	
خاک نسوز استقلال آباده	6,606,528	2,190,000	خاک نسوز (ماهیت متفاوت با سایر تولید کنندگان)	7,604,042	10.6	3,472,165	IRR	IRR	
مجموع ظرفیت به جز کباده		278,450		میانگین نسبت ارزش تجاری به سود خالص گذشته نگر		13.2			

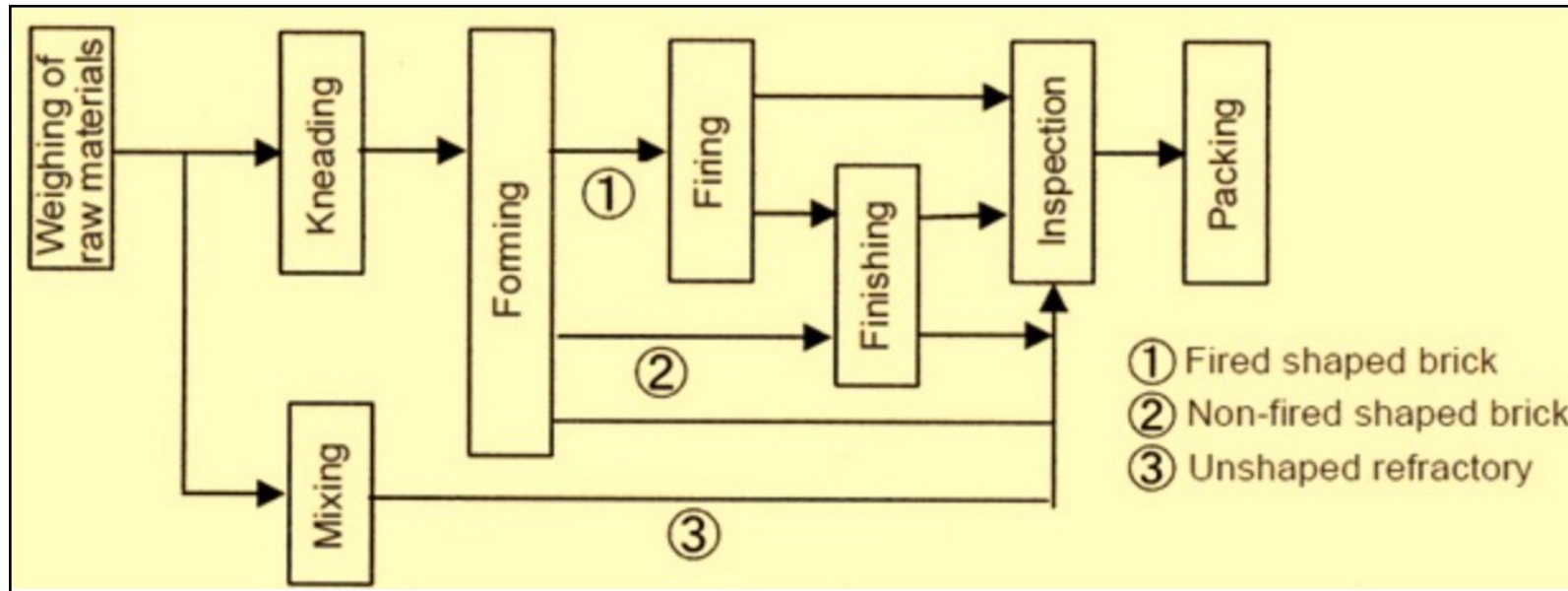
❖ نکته

شرکت فرآورده های نسوز آذر با ظرفیت تولید اسمی ۷۷ هزار تن فرآورده با شکل و بی شکل سهم بیش از ۲۷ درصدی از ظرفیت شرکت های بورسی این صنعت را در اختیار دارد، همچنین این مجموعه تنها تولید کننده محصولات دولومیتی می باشد که به عنوان یک مزیت رقابتی محسوب می گردد.

❖ زنجیره ارزش و پروسه تولید انواع فرآورده های نسوز



❖ پروسه تولید فرآورده های نسوز شکل دار و بی شکل



❖ فرآیند عمومی تولید انواع فرآورده های نسوز

فرآورده های نسوز عمدتاً در دو نوع شکل دار و بی شکل عرضه می گردند که محصولات شکل دار نیز خود به دو دسته آجر حرارت دیده و حرارت ندیده طبقه بندی می شوند. در فرآیند تولید این فرآورده ها مواد اولیه معدنی پس از استخراج و خورد شدن در کوره های روتاری با دمای حدود ۱۸۰۰ درجه سلسیوس حرارت داده می شوند و سپس با خروج از کوره پروسه تولید فرآورده های بی شکل صرفاً با مخلوط سازی تکمیل شده و برای فرآورده های شکل دار با ورود به بخش پرس چند هزار تنی ادامه پیدا می کند که پس از خروج از دستگاه پرس و تبدیل به آجر، محصولات حرارت ندیده با طی کردن مدت زمان کوتاهی داخل کوره حدود ۳۵۰ درجه سلسیوس آماده می شوند و محصولات حرارت دیده نیازمند طی حدود ۳ روز داخل کوره آتشی با دمای ۱۸۰۰ درجه می باشند تا پس از طی پروسه کنترل کیفی و بسته بندی آماده عرضه به بازار و یا اجرای پروژه های نسوز کاری باشند. لازم به ذکر است که آجر های نسوز قابل بازیافت بوده و در صورت انجام این کار ارزش افزوده مناسبی را می توانند ایجاد کنند.



❖ بررسی دارایی های ثابت مشهود و برآورد ارزش روز

❖ زمین کارخانه

با توجه به افشا جزییات زمین و ساختمان شرکت در شهریور ماه ۱۴۰۰ زمین محل کارخانه به مساحت ۱۰۰ هزار متر مربعی در شهرک صنعتی فولاد واقع در کیلومتر ۵۰ جاده اصفهان شهرکرد می باشد که طبق تحقیقات بازار انجام شده در حال حاضر بهای هر متر مربع زمین صنعتی با امکاناتی نظیر برق، آب و گاز در حدود ۵۰ میلیون ریال برآورد می گردد که در صورت لحاظ این مبلغ ارزش روز زمین کارخانه با در نظر گرفتن مالکیت شش دانگ و وثیقه نبودن آن بیش از ۵۰۰ میلیارد تومان (عرضه) برآورد می گردد.

❖ ملک مسکونی مشهد

شرکت دارای یک باب ملک مسکونی در خیابان امام رضای مشهد به متراژ ۵۰۳ متر مربع می باشد که با در نظر گرفتن متوسط قیمت ۴۵۰ میلیون ریالی ارزش روز ملک مذکور حدود ۲۲۰۶ میلیارد تومان برآورد می گردد

همچنین میزان افزایش سرمایه در دسترس از محل مازاد تجدید ارزیابی زمین و ساختمان در جدول روبرو محاسبه گردیده شده است.

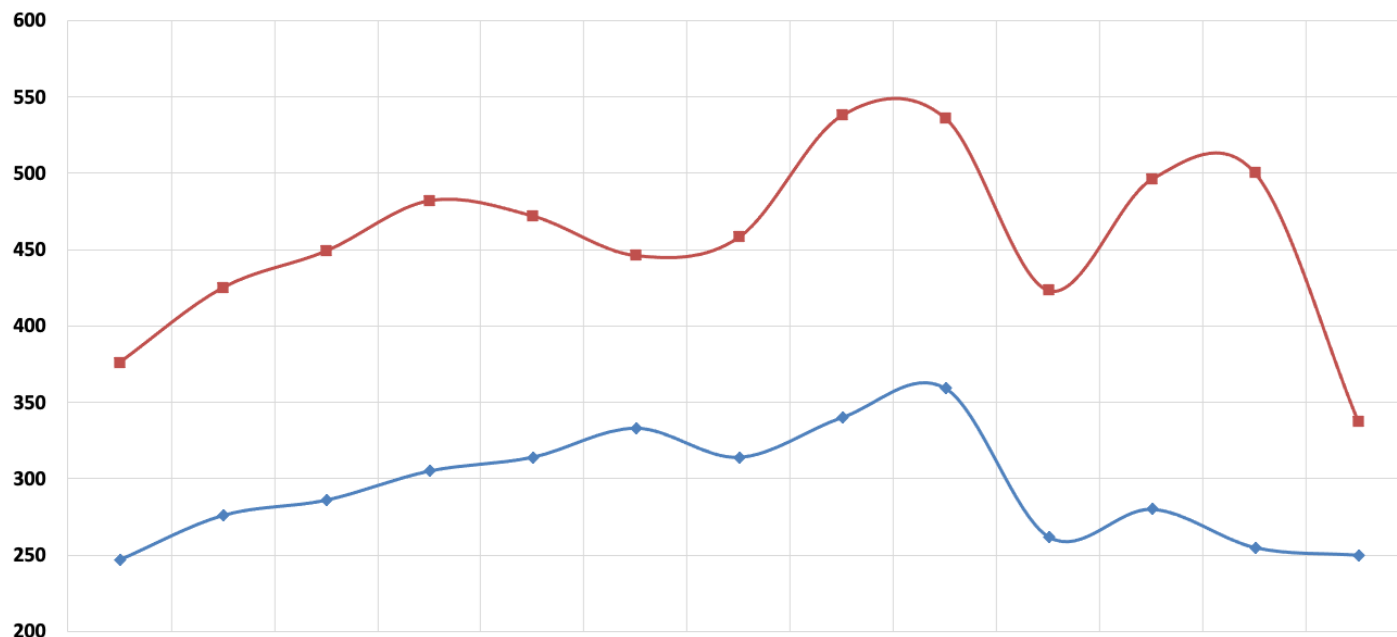
شرح دارایی	بهای تمام شده (میلیون ریال)	استهلاک انباشته (میلیون ریال)	ارزش دفتری (میلیون ریال)	نوع کاربری	وضعیت مالکیت	موقعیت مکانی	متراژ (متر مربع)	تشریح وضعیت وثیقه	تشریح پرونده های حقوقی
زمین؛									
زمین محل کارخانه	۵,۴۶۰	-	۵,۴۶۰	صنعتی	۶ دانگ	اصفهان-کیلومتر ۵۰ جاده اصفهان شهرکرد - شهرک صنعتی فولاد	۱۰۰,۱۲۶	ندارد	ندارد
ساختمان؛									
ساختمان کارخانه	۵۱,۳۸۲	۴۳,۵۴۶	۷,۸۳۶	صنعتی / اداری	۶ دانگ	اصفهان-کیلومتر ۵۰ جاده اصفهان شهرکرد - شهرک صنعتی فولاد	۲۵,۵۲۴	ندارد	ندارد
مهمانسرای مشهد	۲,۷۰۶	۲,۷۰۶	-	مسکونی	۶ دانگ	مشهد-خیابان امام رضا	۵۰۳	ندارد	ندارد

شرح املاک	متراژ	ارزش روز هر متر مربع (ریال)	ارزش برآوردی دارایی (م.ریال)	ارزش دفتری	میزان افزایش سرمایه در دسترس از محل تجدید ارزیابی (با لحاظ ۷۰ درصد ارزش)	
زمین کارخانه	100,126	50,000,000	5,006,300	IRR 5,460	175%	
املاک مشهد امام رضا	503	450,000,000	226,350	IRR 2,706	8%	
مجموع ارزش روز املاک					IRR 5,232,650	183%

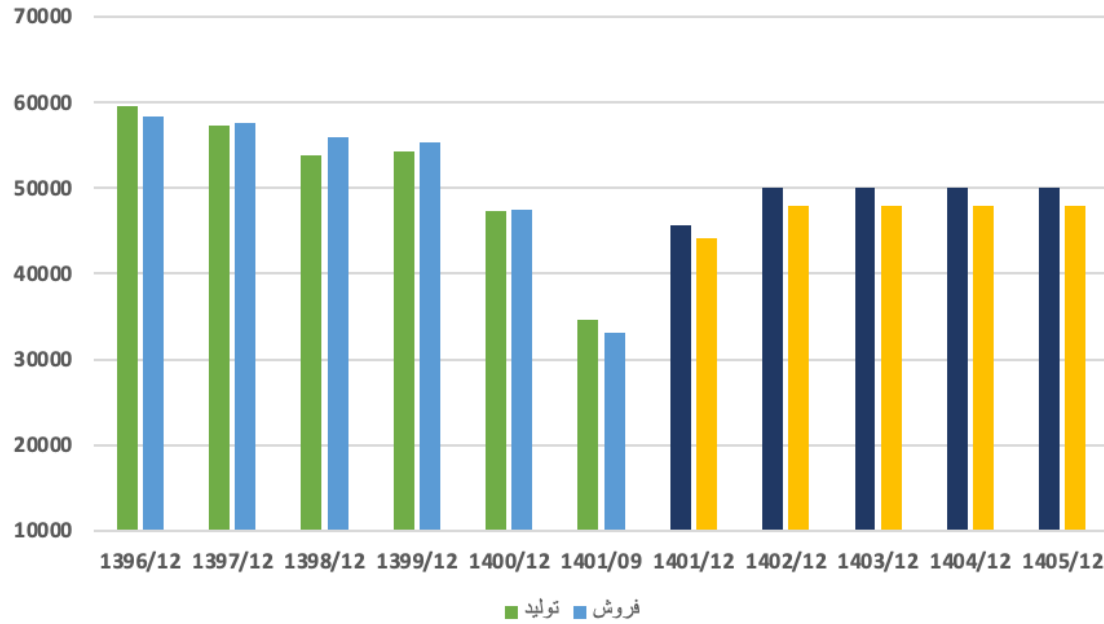
❖ پیشبینی قیمت محصولات

محصولات شرکت عمدتاً شامل فرآورده های نسوز دولومیتی می باشند که به طور سفارشی و بر اساس تقاضای مشتری تولید و خارج از بورس کالا به فروش می رسند، به طور میانگین نرخ فروش محصولات شکل دار (آجر نسوز دولومیتی، آلومینی و شاموتی) به عنوان طبقه محصول اصلی و استراتژیک حدود ۴۵۰ دلار در هر تن طی ۱۲ ماهه منتهی به پایان آذر ۱۴۰۱ بوده است که طی این ماه با توجه به جهش شدید ارزی و چسبندگی قیمت ها در بازار واقعی نرخ دلاری با افت شدید مواجه شده است ولی پیشبینی می گردد با خروج از وضعیت ملتهب فعلی نرخ فروش محصول به میانگین ۴۵۰ دلاری میل کرده و طی ۱۴۰۲ ادامه پیدا کند. البته لازم به ذکر است که اثرات ناشی از رکود اقتصادی سال ۲۰۲۳ و کاهش تقاضای صنایع ادواری می تواند تاثیر منفی داشته باشد. به طور میانگین محصولات بی شکل به عنوان محصول دوم به با نسبت قیمت حدود ۶۵ درصد محصولات شکل دار به فروش رسیده است که تداوم همین روند طی سال های آتی پیشبینی می گردد.

روند قیمت دلاری محصولات شکل دار (قرمز) و بی شکل (آبی) طی یک سال گذشته

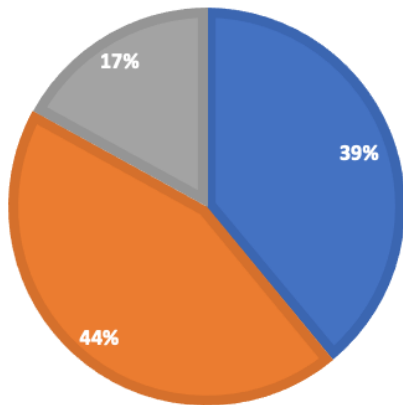


تولید و فروش سالانه



ترکیب فروش محصولات (کاملاً داخلی)

خردهایش و دانه بندی محصولات بی شکل محصولات شکل دار



❖ تولید و فروش

با بررسی روند تولید و فروش مقداری محصولات کاهش ۲۰ درصدی از سال ۹۶ تا ۱۴۰۰ مشاهده می گردد که می تواند عمدتاً به دلایلی نظیر کاهش سهم از بازار با توجه به بهره برداری واحد های نسوز یا کاهش تقاضای محصولات بنا به شفاف سازی شرکت با توجه به محدودیت های موجود در صنعت فولاد اعم از انرژی، تحریم، سیاست های دستوری و... باشد که روند رشد واقعی و غیر تورمی جریانات نقدی شرکت و همچنین برنامه و چشم انداز تولید ۹۰ هزار تنی را با چالش مواجه می کند. تا پایان آذر ماه سال جاری میزان تولید و فروش شرکت به ترتیب برابر با ۳۴۶۶۸ تن و ۳۳۱۴۳ تن می باشد که حدود ۷۱ درصد از بودجه عملیاتی شرکت برای سال ۱۴۰۱ را پوشش می دهد که مقداری عقب افتادگی را به دلایل فوق الذکر نشان می دهد. تولید و فروش ۵۰ و ۴۸ هزار تنی برای سال های آتی پیشبینی می گردد.

❖ ترکیب فروش محصولات

با توجه به سفارشی بودن تولید و فروش محصولات بر حسب نیاز های مشتری (عمدتاً واحد های تولید فولاد) پیشبینی دقیق ترکیب و مقادیر فروش دشوار می باشد و همواره دارای تفرانس بالاتر در مقایسه با سایر برآورد ها خواهد بود اما مطابق روند تاریخی و با لحاظ پیشبینی های موجود در بودجه ترکیب روبرو برای سال ۱۴۰۲ و دوره های بعد از آن نظر گرفته می شود. همچنین نرخ ارز مرجع در برآورد ها با توجه به عدم تسعیر یا رفع تعهد ارزی در سامانه نیما و کاهش اسپرد بازار توافقی با آزاد معادل نرخ ارز بازار آزاد جهت قیمت گذاری محصولات در نظر گرفته می شود.

REVENUE - برآورد فروش سال مالی ۱۴۰۱/۱۲/۲۹								
مفروضات فروش و درآمد های عملیاتی (میانگین ۳ ماهه - پیشبینی) - REVENUE ASSUMPTIONS								
مبلغ نهایی فروش - م.ریال	نرخ ریالی	مقدار- تن	نرخ ارزش موثر	نرخ محصول - دلار	رقابت	ضریب	نام فرآورده	داخلی ۳ ماهه E /
IRR 723,240	IRR 176,400,000	4,100		420		100%	محصولات نسوز شکل دار	
IRR 584,766	IRR 114,660,000	5,100	420,000	420	1	65%	محصولات نسوز بی شکل	
IRR 30,870	IRR 17,640,000	1,750		420		10%	خردایش و دانه بندی	
IRR 3,104,953	فروش تحقق یافته ۹ ماهه							
IRR 4,443,829	مبلغ کل فروش سال مالی ۱۴۰۱ به م.ریال - IRR							
میزان تولید و فروش کارشناسی بر مبنای اعداد و پیشبینی های بودجه عملیاتی شرکت و با لحاظ گزارشات ماهانه می باشد / نرخ محصول با توجه به جهش های ارزی اخیر پایین تر از میانگین از ابتدای سال و حدود ۴۲۰ دلار برای محصولات شکل دار لحاظ گردیده است								

برآورد بهای تمام شده فروش سال مالی ۱۴۰۱/۱۲/۲۹ - COGS					
مفروضات بهای تمام شده - COGS ASSUMPTIONS					
مواد مستقیم مصرفی					
درصد از کل	نام ماده اولیه	میزان مورد نیاز جهت تحقق برنامه تولید - تن	نرخ ریالی	مبلغ نهایی - م.ریال	
0.27%	منیزیت خام و زینتر شده	540	IRR 105,000,000	56,674	IRR
13.58%	دولومیت خام	27,085	IRR 1,680,000	45,502	IRR
0.05%	بوکسیت	108	IRR 218,400,000	23,515	IRR
0.15%	کک/پک/رزین/روغن سنگین	295	IRR 294,000,000	86,584	IRR
77.45%	ادتیو	154,429	IRR 88,200	13,621	IRR
8.50%	سایر	16,948	IRR 4,200,000	71,183	IRR
	مواد مستقیم مصرفی ۶ ماهه		مجموع	297,079	IRR
هزینه دستمزد مستقیم تولید و سریار تولید					
مفروضات برآورد					
بهای تمام شده دوره منتهی به ۱۴۰۱/۰۶/۳۱					
1,321,093					
- اعمال موجودی اول دوره و پایان دوره					
مجموع بهای تمام شده فروش سال ۱۴۰۱					
2,957,951					
سود ناخالص برآوردی					
1,485,878					
حاشیه سود ناخالص برآوردی					
33%					
ضریب مصرف ۸.۷۲ واحدی برای مواد مستقیم مصرفی به همراه ضرایب مصرف هر آیتیم در نظر گرفته شده است / سایر موارد مطابق با نسبت های تاریخی و بودجه شرکت					

سود و زیان کارشناسی ۱۴۰۱		
IRR	4,443,829	درآمد های عملیاتی (فروش)
IRR	(2,957,951)	بهای تمام شده فروش
IRR	1,485,878	سود ناخالص
	33%	حاشیه سود ناخالص
IRR	(214,202)	هزینه های عمومی, اداری و فروش
IRR	491	سایر درآمد های عملیاتی
IRR	(5,679)	سایر هزینه های عملیاتی
IRR	1,266,488	سود عملیاتی
	28%	حاشیه سود عملیاتی
IRR	(835)	هزینه های مالی
IRR	11,408	خالص سایر درآمد های غیر عملیاتی
IRR	1,277,061	سود عملیات در حال تداوم قبل مالیات
IRR	11,605	مالیات پرداختی
IRR	1,288,666	سود خالص
	29%	حاشیه سود خالص
IRR	2,000,000	سرمایه
IRR	644	سود هر سهم
IRR	4,416	قیمت بازار هر برگه سهم
	6.85	پی به ای فوروارد

REVENUE - ۱۴۰۲/۱۲/۲۹ مالی سال فروش								
مفروضات فروش و درآمد های عملیاتی (میانگین ۱۲ ماهه - پیشبینی) - REVENUE ASSUMPTIONS								
مبلغ نهایی فروش - م.ریال	نرخ ریالی	مقدار- تن	نرخ ارزش موثر	نرخ محصول - دلار	رقابت	ضریب	نام فرآورده	داخلی ۱۲ ماهه E /
IRR 4,380,480	IRR 234,000,000	18,720		450		100%	محصولات نسوز شکل دار	
IRR 3,212,352	IRR 152,100,000	21,120	520,000	450	1	65%	محصولات نسوز بی شکل	
IRR 190,944	IRR 23,400,000	8,160		450		10%	خردایش و دانه بندی	
IRR 7,783,776	مبلغ کل فروش سال مالی ۱۴۰۲ به م.ریال - IRR							
میزان تولید تجمعی سال ۱۴۰۲ حدود ۵۰ هزار تن و مقدار فروش معادل ۹۶ درصد و حدود ۴۸ هزار تن انواع محصولات شکل دار، بی شکل و خردایش با ترکیب رسم شده در نمودار لحاظ گردیده شده است / با توجه به فعالیت داخلی شرکت و فروش محصولات مطابق سفارشات مشتریان و عدم ارتباط با بازار های رسمی ارز (نیمار، توافقی و...) نرخ ارز مرجع معادل نرخ ارز متوسط پیشبینی شده سال ۱۴۰۲ در بازار آزاد جهت برآورد در نظر گرفته شده است								

برآورد بهای تمام شده فروش سال مالی ۱۴۰۲/۱۲/۲۹ - COGS					
مفروضات بهای تمام شده - COGS ASSUMPTIONS					
مواد مستقیم مصرفی					
درصد از کل	نام ماده اولیه	میزان مورد نیاز جهت تحقق برنامه تولید - تن	نرخ ریالی	مبلغ نهایی - م.ریال	
0.27%	منیزیت خام و زینتر شده	1,133	IRR 130,000,000	147,295	IRR
13.58%	دولومیت خام	56,856	IRR 2,080,000	118,260	IRR
0.05%	بوکسیت	226	IRR 270,400,000	61,116	IRR
0.15%	کک/پک/رزین/روغن سنگین	618	IRR 364,000,000	225,030	IRR
77.45%	ادتیو	324,175	IRR 109,200	35,400	IRR
8.50%	سایر	35,578	IRR 5,200,000	185,004	IRR
	مواد مستقیم مصرفی ۱۲ ماهه		مجموع	772,105	IRR
هزینه دستمزد مستقیم تولید و سربار تولید					
	مفروضات برآورد	نرخ رشد	30%	دستمزد مستقیم تولید	IRR 701,280
		توضیحات	-	سربار تولید	IRR 3,736,212
		اعمال موجودی اول دوره و پایان دوره			
		مجموع بهای تمام شده فروش سال ۱۴۰۲			
		سود ناخالص برآوردی			
		حاشیه سود ناخالص برآوردی			
		33%			
<p>ضریب مصرف ۸.۷۲ واحدی برای مواد مستقیم مصرفی به همراه ضرایب مصرف هر آیتیم در نظر گرفته شده است / سایر موارد مطابق با نسبت های تاریخی و بودجه شرکت / نرخ مواد اولیه مطابق بهای دلاری</p>					

سود و زیان کارشناسی ۱۴۰۲		
IRR	7,783,776	درآمد های عملیاتی (فروش)
IRR	(5,209,598)	بهای تمام شده فروش
IRR	2,574,178	سود ناخالص
	33%	حاشیه سود ناخالص
IRR	(321,303)	هزینه های عمومی، اداری و فروش
IRR	-	سایر درآمد های عملیاتی
IRR	-	سایر هزینه های عملیاتی
IRR	2,252,875	سود عملیاتی
	29%	حاشیه سود عملیاتی
IRR	-	هزینه های مالی
IRR	30,000	خالص سایر درآمد های غیر عملیاتی
IRR	2,282,875	سود عملیات در حال تداوم قبل مالیات
IRR	(370,739)	مالیات پرداختی
IRR	1,912,136	سود خالص
	25%	حاشیه سود خالص
IRR	2,000,000	سرمایه
IRR	956	سود هر سهم
IRR	4,416	قیمت بازار هر برگه سهم
	4.62	پی به ای فوروارد

نرخ محصولات نسوز
شکل دار

نرخ ارز موثر (آزاد)

	IRR 430,000	IRR 480,000	IRR 520,000	IRR 570,000	IRR 620,000
300	527	588	637	699	760
350	615	686	744	815	887
400	703	784	850	931	1013
450	791	882	956	1048	1140
500	878	981	1062	1164	1266
550	966	1079	1168	1281	1393
600	1054	1177	1275	1397	1520

سود هر سهم

Gross Margin / حاشیه سود ناخالص

30%	31%	32%	33%	34%	35%	36%
867	896	925	956	983	1012	1041

سود هر سهم

Net Margin / حاشیه سود خالص

22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%
856	895	934	956	1012	1051	1090

❖ صورت سود و زیان پیشبینی شده در گزارش توجیهی افزایش سرمایه (به شدت خوشبینانه)

پیش‌بینی صورت سود و زیان

۱۴۰۳		۱۴۰۲		۱۴۰۱		اطلاعات	شرح
عدم افزایش	افزایش	عدم افزایش	افزایش	عدم افزایش	افزایش	واقعی ۱۴۰۰	
میلیون ریال ۱۳,۹۰۹,۵۴۷	میلیون ریال ۱۶,۱۵۷,۶۰۳	میلیون ریال ۹,۲۷۳,۰۳۱	میلیون ریال ۹,۷۹۲,۴۸۷	میلیون ریال ۵,۹۳۴,۸۷۰	میلیون ریال ۵,۹۳۴,۸۷۰	میلیون ریال ۳۰,۵۷۶,۶۷۵	درآمدهای عملیاتی
(۶,۶۹۳,۳۲۵)	(۶,۳۶۷,۳۵۵)	(۴,۲۵۶,۳۴۵)	(۴,۳۳۶,۸۸۱)	(۲,۹۵۷,۱۸۷)	(۲,۹۵۷,۱۸۷)	(۱,۷۷۱,۳۱۱)	بهای تمام شده درآمدهای عملیاتی
۷,۲۱۶,۲۲۱	۹,۷۹۰,۳۴۸	۵,۰۱۶,۶۸۶	۵,۴۵۵,۶۰۶	۲,۹۷۷,۶۸۳	۲,۹۷۷,۶۸۳	۱,۲۸۶,۳۶۴	سود ناخالص
(۵,۳۷۸,۴۴۷)	(۵,۱۸۱,۷۱۷)	(۳,۵۱۸,۸۹۸)	(۳,۵۱۸,۸۹۸)	(۲,۳۴۵,۵۹۹)	(۲,۳۴۵,۵۹۹)	(۱۵۶,۳۹۹)	هزینه های فروش، اداری و عمومی
-	-	-	-	-	-	۵۶۴	سایر درآمدها
۶,۶۸۸,۳۷۴	۹,۲۶۲,۵۰۱	۴,۶۶۴,۷۸۸	۵,۱۰۳,۷۰۸	۲,۷۴۳,۰۸۴	۲,۷۴۳,۰۸۴	۱,۱۳۰,۵۲۹	سود عملیاتی
(۱,۵۵۱,۰۰۰)	-	(۱,۵۵۱,۰۰۰)	-	-	-	-	هزینه های مالی
۵,۰۰۰	۵,۰۰۰	۵,۰۰۰	۵,۰۰۰	۵,۰۰۰	۵,۰۰۰	(۸,۹۸۰)	سایر درآمدها و هزینه های غیر عملیاتی
۶,۵۸۵,۳۷۴	۹,۲۶۷,۵۰۱	۴,۵۶۱,۷۸۸	۵,۱۰۸,۷۰۸	۲,۷۴۸,۰۸۴	۲,۷۴۸,۰۸۴	۱,۱۲۱,۵۴۹	سود قبل از مالیات
(۹۸۷,۸۰۴)	(۱,۳۹۰,۱۲۵)	(۶۸۴,۲۶۸)	(۷۶۶,۳۰۶)	(۴۱۲,۲۱۳)	(۴۱۲,۲۱۳)	(۱۸۲,۱۷۷)	هزینه مالیات بر درآمد
۵,۵۹۷,۵۶۸	۷,۸۷۷,۳۷۶	۳,۸۷۷,۵۲۰	۴,۳۴۲,۴۰۲	۲,۳۳۵,۸۷۱	۲,۳۳۵,۸۷۱	۹۳۹,۳۷۲	سود خالص

EBITDA بررسی جریان‌های نقدی و نرخ سرمایه‌گذاری مجدد

Cash flow analysis for the past 3 fiscal years - figures are in M.IRR

FY	1398/12	1399/12	1400/12
EBIT	IRR 552,972	IRR 907,894	IRR 1,130,529
EFFECTIVE TAX RATE	12.47%	12.77%	16.24%
NOPAT	IRR 484,016	IRR 791,956	IRR 946,931
D&A	IRR 14,541	IRR 6,094	IRR 9,505
NET WORKING CAPITAL T0	IRR 409,925	IRR 814,526	IRR 974,350
NET WORKING CAPITAL T1	IRR 814,526	IRR 974,350	IRR 795,881
Δ NET WORKING CAPITAL	IRR 404,601	IRR 159,824	IRR (178,469)
NET PP&E T0	IRR 57,333	IRR 234,618	IRR 933,812
NET PP&E T1	IRR 234,618	IRR 933,812	IRR 1,850,807
CAPEX	IRR 191,826	IRR 705,288	IRR 926,500
NET BORROWING	IRR 61,302	IRR 159,299	IRR 387,867
REINVESTMENT RATE	120%	108%	78%
FREE CASH FLOW TO FIRM (FCFF)	IRR (97,870)	IRR (67,062)	IRR 208,405
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	IRR (41,138)	IRR 4,732	IRR 200,847
NET PROFIT	IRR 540,747	IRR 863,749	IRR 939,372
FCFF/NET PROFIT	-18%	-8%	22%
FCFE/NET PROFIT	-8%	1%	21%
INTEREST EXPENSE	IRR 12,065	IRR 2,832	IRR -
TAX PAID	IRR 77,043	IRR 126,423	IRR 182,177
EBITDA	IRR 644,396	IRR 999,098	IRR 1,131,054
EBITDA growth rate	-	55%	13%

توضیحات مربوطه

با بررسی جریان‌های نقدی شرکت طی ۳ دوره مالی گذشته شاهد هزینه‌های سرمایه‌ای و نرخ سرمایه‌گذاری مجدد بالایی از محل تحصیل دارایی‌های سرمایه‌ای و همچنین تزریق به سرمایه در گردش هستیم که بخش اول عمدتاً مربوط به طرح‌های توسعه شرکت از جمله طرح کوره دوار، خرید دستگاه‌های پرس جدید از کشور چین و ساخت و سازهای مربوط به ساختمان مرکزی در اصفهان می‌باشد که با بهره‌برداری رسیدن آنها از سال ۱۴۰۰ شاهد کاهش این نسبت‌ها بوده ایم و انتظار می‌رود نسبت **fcff** و **fcfe** به سود خالص طی سال‌های آتی رو به افزایش باشد. انتظار می‌رود طی سال ۱۴۰۱ میزان **EBITDA** رشدی معادل ۲۰ درصد سال به سال را به ثبت برساند که یکی از دلایل کاهش نرخ رشد برگشت مالیات ناشی از افزایش سرمایه از محل سود انباشته می‌باشد.

پایان

