



## تحلیل بنیادی - شرکت فولاد مبارکه اصفهان و اثرات طرح تحول اقتصادی

### مقدمه :

تحقق چشم انداز بیست ساله در زمینه صنایع فولاد و دستیابی به ظرفیت تولید ۵۵ میلیون تن فولاد در کشور و نیز حفظ سهم کنونی شرکت فولاد مبارکه اصفهان در تولید تا سطح ۴۵ درصد تا سال ۱۴۰۴، از اهداف کلان شرکت است. همچنین با توجه به تقاضای جهانی فولاد، افزایش قیمت ها، رشد تولیدات کشورهای نظیر چین و نیز توسعه صنعتی کشور و افزایش مصرف سرانه فولاد در ایران با توجه به رشد جمعیت، سیاستگذاری کلان شرکت در خصوص هم راستایی با اهداف کشور، اجرای طرح های توسعه و افزایش ظرفیت ها از سیاستگذاری های مهم مسوولان بوده است.

((فولاد مبارکه)) آخرین پیش بینی درآمد هر سهم خود را برای سال مالی ۸۸ مبلغ ۳۳۱ ریال اعلام نموده است. آخرین سرمایه شرکت بالغ بر ۱۵۰۰ و ۰۰۰ میلیون ریال است که فعلاً " برنامه ای برای افزایش سرمایه در دستور کار ندارد. حاشیه سود (margin) شرکت در حدود ۲۸ درصد است که در سالهای قبل روند کاهشی داشته است. لازم به توضیح است که فولاد مبارکه از معافیت مالیاتی برخوردار نیست.

### سیاست تقسیم سود:

شرکت برای سال مالی ۸۸ مبلغ ۱۷۰ ریال به ازای هر سهم تقسیم سود در نظر گرفته است که حدود ۵۰٪ از کل سود پیش بینی شده است.

### طرح های توسعه و میزان اعتبارات لازم جهت اجرای آنها :

۱- پروژه های کلان طرح شهید خرازی در سه زمینه آهن سازی، فولادسازی و انرژی. سیالات با برآورد اعتبار ۵۲۷۶ میلیارد ریال و ۴۸۶ میلیون یورو

۲- پروژه های کلان سبا در سه زمینه آهن سازی، توسعه فولادسازی، انرژی و سیالات با برآورد اعتبار ۴۳۰۰ میلیارد ریال و ۷۰ میلیون دلار که جمعاً برآورد میزان سرمایه گذاری های لازم در این گروه از طرح ها معادل ۱۲۹۹۱ میلیارد ریال، ۵۹۸ میلیون یورو، ۷۰ میلیون دلار است که مدیریت گسترده منابع مالی را در این زمینه طلب می کند. اهم پروژه های شرکت در سالهای اخیر عبارتند از :

- پروژه های زیر سقف رسیدن به ظرفیت ۵/۴ میلیون تن فولاد مذاب در مرحله اول و رسیدن به مرز ۷/۲ میلیون تن در مرحله دوم.  
- توسعه ناحیه فولادسازی و نورد پیوسته سبا به منظور رسیدن به ظرفیت ۱/۷ میلیون تن فولاد مذاب و ۱/۴ میلیون تن کلاف نورد گرم.

- طرح شهید خرازی به منظور افزایش ۲/۲ میلیون تن فولاد مذاب و ۲ میلیون تن کلاف گرم.  
گفتنی است با اجرای طرح های فوق عملاً " ظرفیت فولاد مبارکه از وضعیت فعلی (۵/۴ میلیون تن) به بیش از ۹ میلیون تن افزایش خواهد یافت.

در حال حاضر فولاد مبارکه با تولید ۵ میلیون و ۴۰۰ هزار تن آهن اسفنجی به عنوان یکی از بزرگترین تولیدکننده این محصول در جهان است. تحقق چشم انداز بیست ساله در زمینه صنایع فولاد و دستیابی به ظرفیت تولید ۵۵ میلیون تن فولاد در کشور (افق ۱۴۰۴) و نیز حفظ سهم کنونی شرکت در تولید تا سطح ۴۵ درصد تا سال ۱۴۰۴ از اهداف کلان شرکت می باشد. همچنین با توجه به تقاضای جهانی فولاد، افزایش قیمت ها، رشد تولیدات چین و نیز توسعه صنعتی کشور و افزایش مصرف سرانه فولاد ایران با توجه به رشد جمعیت، سیاستگذاری کلان شرکت در خصوص هم راستایی با اهداف کشور، اجرای طرح های توسعه و افزایش ظرفیت ها از سیاستگذاری های مهم مسوولین بوده است.

شرکت در سال های اخیر ترکیب تولیدات خود را از ورق سرد به سمت ورق گرم سوق داده است. علت این مساله را نیز باید در قیمت فروش و تقاضای بازار جستجو کرد. با مراجعه به سایت بورس فلزات در می یابیم که در حال حاضر تقاضای قابل توجهی برای ورق گرم در بازار وجود دارد. و در وضعیت کنونی، فولاد مبارکه با تغییر ترکیب تولید، خود را با شرایط بازار تطبیق داده است. با توجه به مهم ترین مزیت فولاد مبارکه، که عبارت از تامین سنگ آهن از داخل کشور با نرخ پایین می باشد و طی توافقات اخیر، رشد قیمت های فروش تاثیر مستقیمی در سود شرکت دارد و می توان با مطالعه و تخمین نرخ های فروش محصولات، رابطه مستقیمی با سودآوری آتی شرکت ایجاد کرد.

در خصوص طرح های توسعه لازم است ابتدا با فرآین تولید آشنا شده و سپس آثار اجرای طرح های توسعه را بر سودآوری شرکت تخمین بزنیم. در مورد فولاد مبارکه نیز در ادامه سعی شده به زبان ساده فرآیند تولید تشریح شود. واحدهای تولیدی این شرکت را می توان به سه دسته کلی تقسیم کرد:



- ۱- واحد آهن سازی : در این واحد مواد اولیه شامل کنسانتره سنگ آهن و گندله تخلیه و همگن سازی می شوند. بخش گندله سازی در این قسمت ، سنگ آهن درشت دانه را به گندله خام تبدیل کرده و در نهایت در مدول های احیای مستقیم ، گندله به آهن اسفنجی تبدیل می شود. آهن اسفنجی تولید شده به واحد فولاد سازی ارسال می شود. گفتنی است ظرفیت تولید آهن اسفنجی در سال ۸۸ در فولاد مبارکه حدود ۵/۴ میلیون تن است.
- ۲- واحد فولادسازی : در این واحد با استفاده از کوره های قوس الکتریک ، قراضه و آهن اسفنجی ذوب شده و سپس تصفیه می شود. بعد از آن در واحد ریخته گری ، این فولاد مذاب به شمش تختال تبدیل می شود. اسلب فولادی تولید شده در این واحد به واحد گرم ارسال می شود. گفتنی است ظرفیت تولید فولاد خام در سال ۸۸ در فولاد مبارکه حدود ۵/۴ میلیون تن است.
- ۳- واحدهای نورد : در بخش نورد گرم با استفاده از شمش فولاد ، تولید محصول نهایی ( ورق و کلاف گرم ) انجام می شود. همچنین واحدهای نورد سرد و محصولات پوشش دار نیز با مصرف محصولات این واحد می توانند پردازش ورق فولادی را انجام داده و آن را به محصول سرد یا پوشش دار تبدیل کنند. باید توجه کرد واحد سبا یک واحد پیوسته فولاد سازی و تولید نورد است که با مصرف آهن اسفنجی و قراضه ، محصول گرم تولید می کند. ظرفیت اسمی تولید آن ۷۰۰ هزار تن در سال است.

### توافقتنامه تولید کنندگان سنگ آهن و فولادسازها:

باتوجه به توافقنامه اخیر میان شرکت های تولیدکننده سنگ آهن داخلی و شرکت های تولیدکننده فولاد در خصوص تعیین نرخ فروش و خرید سنگ آهن ، مقدر گردیده است که در خصوص شرکت فولاد مبارکه اصفهان ، قیمت خرید هر تن سنگ آهن از شرکت سنگ آهن گل گهر به میزان ۹/۶ درصد و هر تن سنگ آهن شرکت چادرملو به میزان ۱۲٪ میانگین نرخ فروش محصولات فولاد خوزستان تعیین گردید.

### سرمایه گذاری های عمده شرکت :

سرمایه گذاری های عمده فولاد مبارکه عبارتند از : ۲۳/۰۳ درصد شرکت سرمایه گذاری معادن و فلزات ، ۹ درصد شرکت چادرملو ، ۷/۵۹ درصد شرکت گل گهر ، ۱۱/۱۱ درصد شرکت سرمایه گذاری توکافولاد ، ۳۲/۱۶ درصد شرکت فولاد متیل و سایر. ریسک سیستماتیک شرکت :

حذف یارانه های انرژی ( گاز و برق و ... ) ، کاهش نرخ فروش محصولات ، مشخص نبودن نوسانات و تغییرات نرخ مواد اولیه ، نامشخص بودن دامنه حمایت ها و سیاست های دولت پس از واگذاری ها ، عدم بهره برداری به موقع از طرح های توسعه مطابق پیش بینی های اعلام شده ، افزایش یا کاهش نرخ های مفروض برای فروش تولیدات ، تحریم های بین المللی مهمترین چالش پیش روی سهامداران این شرکت خواهد بود. نکات مهم و قابل توجه :

- ۱- آثار احتمالی وقایعی که می تواند دستیابی به پیش بینی تولید و فروش ۵/۴۰۰ میلیون تنی (( فولاد مبارکه )) را دچار مشکل کند ، در این بر آورد لحاظ نشده است .
- ۲- پیش بینی انجام شده با توجه به مفروضات ، تنها جنبه گمانه زنی داشته و با تغییر هریک از فرض های موجود می توان به پیش بینی های مختلفی از سود سال جاری شرکت دست یافت.

### فروش محصولات :

فولاد مبارکه ورق گرم تولیدی خود را در حال حاضر در بازار داخلی به نرخ ۵۵۰۰ ریال ، ورق سرد تولیدی را به نرخ ۶۷۱۰ ریال ، ورق گالوانیزه را ۹۱۱۹ ریال ، ورق قلع اندود را ۱۰۹۴۵ ریال عرضه می کند. نرخ شمش در بازار بین المللی در حدود ۴۲۰ دلار است که با توجه به ۱- تحلیل موسسات معتبر بین المللی ۲- پایان رکود جهانی و روند رو به رشد مواد اولیه در سطح جهانی ۳- نمودارهای مرتبط در سال ۱۳۸۹. افزایش نرخ شمش فولاد تا رقم ۵۰۰ دلار طی ماه های آتی دور از انتظار نیست. در نتیجه نرخ فروش محصولات فولاد مبارکه نیز لاجرم با ۷۰۰ ریال افزایش در هر نوع ، به رقم ۶۲۰۰ ریال ( ورق گرم ) ۷۴۰۰ ریال ( ورق سرد ) ۹۸۰۰ ریال ( ورق گالوانیزه ) ۱۱۷۰۰ ریال ( ورق قلع اندود ) افزایش پیدا خواهد کرد . لذا با افزایش نرخ محصولات به ارقام مورد نظر ، بالغ بر ۲۲۹ میلیارد تومان بر سود شرکت خواهد افزود که به ازای هر سهم در حدود ۱۴۵ ریال خواهد بود. ( محاسبات نشان می دهد که به ازای هر ۱۰۰ تومان افزایش قیمت فروش محصولات ، سود هر سهم در حدود ۲۰۰ ریال از این بابت تاثیر مثبت خواهد پذیرفت و برعکس.)

پیش بینی نرخ جهانی شمش فولاد:

به با توجه به افزایش نرخ شمش از ۲۵۰ دلار تا ۴۲۰ دلار فعلی در یک دوره ۸ ماهه و نشانه هایی از احیای بازار کالاهای خام صنعتی در بازارهای کشورهای پیشرفته و بهبود نسبی شرایط اقتصادی ، موسسه مالی Goldman Sachs ، متال بولتن و ۱۵ موسسه معتبر بین المللی نظیر موسسه UBS پیش بینی قیمت برخی از فلزات پایه برای سال ۲۰۱۰ را بهبود بخشیده اند. براین اساس پیش بینی ها حاکی از افزایش نرخ شمش ( بیلت ) تا مبلغ ۵۰۰ دلار طی دو ماه آتی ( ۲۹ اسفند ۸۸ ) دارد.

انرژی مصرفی :



با افزایش نرخ حامل های انرژی به نرخ های بهای تمام شده یا نرخ فوب خلیج فارس یا نرخ های بین المللی نرخ منابع مصرفی طبق جدول ذیل افزایش پیدا خواهد کرد :

شرح	نرخ یارانه ای	نرخ بهای تمام شده	نرخ فوب خلیج فارس	نرخ بین المللی	واحد
گاز طبیعی	۲۱۳ ریال	۷۰۰ ریال	۱۳۵۰ ریال	۲۲۰ ریال	متر مکعب
برق	۲۲۳ ریال	۶۵۰ ریال	۷۷۳ ریال	۹۰۰ ریال	کیلو وات ساعت
مازوت	۱۱۳ ریال	-	۴۰۰۰ ریال	۴۰۰۰ ریال	لیتر
آب	۵۴۴ ریال	-	۵۰۰۰ ریال	۵۰۰ ریال	مترمکعب

### اثرات حذف تدریجی یارانه های دریافتی :

با تصویب طرح حذف تدریجی یارانه حامل های انرژی در شرکت فولاد مبارکه ، سرفصل هایی چون تبعات قیمت برق ، آب ، گاز ، حمل و نقل ، پیمانکاری صنعتی ، ورود مواد اولیه ، قیمت محصولات مورد نیاز ، قیمت تمام شده تولید و فروش محصولات تحت تاثیر قرار خواهد گرفت.

در بخش هزینه های انرژی ، عمده ترین یارانه مربوط به گاز مصرفی و سپس برق است . این هزینه ها در سرفصل سربار طبقه بندی می شود . مطابق مطالعات ارائه شده ، هزینه سربار سال جاری نسبت به سال گذشته با ۱۵٪ افزایش همراه بوده است. محاسبات نشان می دهد اعمال طرح حذف یارانه ها در طی ۵ سال ، در مجموع منجر به کاهش ۴۷۷ ریال در سود هر سهم خواهد شد. با فرض آزاد سازی قیمت انرژی ، بهای خرید گاز را باید ۲۲۰۰ ریال در هر متر مکعب در نظر داشت لذا کل بهای گاز مصرفی به رقم ۵۵۳ میلیارد تومان افزون خواهد شد. نرخ برق مصرفی نیز در صورت حذف یارانه ها ، از قرار ۹۰۰ ریال به ازای هر کیلو وات ساعت بالغ بر ۲۰۱ میلیارد تومان خواهد بود. لذا در مجموع ، بهای تمام شده نسبت به بودجه فعلی ، بالغ بر ۷۵۴ میلیارد تومان خواهد افزود که با انتقال اثر آن به سرفصل سود ناخالص ، از این ناحیه حدود ۴۷۷ ریال از درآمد قبل از کسر مالیات هر سهم کاسته می شود.

البته مدیریت شرکت از چندسال قبل در جریان احتمال اجرایی شدن طرح حذف تدریجی یارانه های انرژی قرار داشته بنابراین تدابیری را جهت کاهش مصرف انرژی و ایجاد ظرفیت تولید برق اتخاذ کرده است. در همین راستا در حال حاضر از مجموع ۶۰۰ مگا وات برق مصرفی ، حدود ۳۵۰ مگا وات از شبکه برق سراسری تامین می شود و فولاد مبارکه طی مراحل عقد قرارداد تاسیس یک نیروگاه ۱۰۰۰ مگاواتی در جوار کارخانه برای خودکفایی کامل در زمینه تامین برق است. پیش بینی ها حاکی از اتمام طرح در ۲ سال آتی دارد. دولت مصمم است در بخش تولید برای قیمت عرضه گاز و برق از نظام قیمت گذاری ترجیحی - تبعیضی استفاده کند.

نهایتاً اینک در سال ۱۳۸۹ ( سال اول طرح حذف یارانه ها ) اثرات طرح بر بهای تمام شده فولاد مبارکه بالغ بر ۱۵۰ میلیارد تومان خواهد بود که به انتقال اثر آن به سرفصل سود ناخالص ، از این ناحیه حدود ۹۵ ریال از درآمد قبل از کسر مالیات هر سهم کاسته می شود .

### محاسبه ارزش ذاتی سهم:

با توجه به محاسبات فوق ، سود پس از کسر مالیات فولاد مبارکه در سال ۱۳۸۹ معادل ۶،۲۷۲،۶۰۰ میلیون ریال و با توجه به مجموع سهام شرکت (۱۵،۸۰۰،۰۰۰،۰۰۰) سود خالص هر سهم تا رقم ۳۹۷ ریال در سال آتی قابل تحقق خواهد بود. حال با توجه به نوسانات بازار جهانی و عدم امکان پیش بینی موثق از روند قیمت فولاد در چند سال آینده ، محاسبه عایدات آتی در یک بازه بلندمدت برای شرکت دشوار است . به همین دلیل در این جا برای ارزش گذاری سهم از مدل ساده تر قیمت به درآمد استفاده می کنیم. بادر نظر گرفتن  $P/E=5$  ( نرخ بازده انتظاری ۲۰٪) برای سود محاسبه شده در سال آتی و فرض تقسیم سود ۵۰٪ در مجمع پیش رو ، ارزش ذاتی سهم مطابق مدل قیمت بر درآمد و مفروضات این تحلیل ۱۹۸۶ ریال بدست می آید. بدیهی است تغییر قیمت های فروش نسبت به نرخ معادلات اخیر در بورس کالا می تواند این ارزش گذاری را با تغییرات اساسی مواجه سازد. توجه به این نکات نیز ضروری به نظر می رسد :

۱- در معادلات رگرسیون اقتصادسنجی همواره یک جز پسماند وجود دارد که شامل عوامل پیش بینی نشده و غیر منتظره است. لذا نمی توان به طور قطع کاهش یا افزایش قیمت مواد اولیه ، شمش و محصولات نهایی را پیش بینی کرد. در جز پسماند معادله



- ۲- رگرسیون , در بازار فولاد ( تقاضا یا عرضه شمش ) عوامل موثر خارجی و داخلی بسیاری وجود دارد که هر کدام از آنها می تواند به تنهایی شرایط را طور دیگری و بر خلاف پیش بینی ها رقم بزند.
- ۳- هرگونه تغییر در مفروضات فوق , می تواند تغییرات با اهمیتی در ارزش گذاری به عمل آمده از سهام شرکت ایجاد کند که هر سرمایه گذار می تواند نسبت به تغییر مفروضات اقدام و با استفاده از روش مزبور , ارزش گذاری سهام فولاد مبارکه را انجام دهد.