

به نام خدا

گزارش تحلیلی شرکت کالسیمین (فاسمین)

واحد تحلیل کارگزاری جهان سهم

اردیبهشت ۹۳

## تاریخچه

شرکت کالسیمین (سهامی عام) در تاریخ ۱۳۴۳/۹/۴ تحت شماره ۹۵۷۳ در اداره ثبت شرکت های تهران بصورت شرکت سهامی خاص و با سرمایه ۵۰ میلیون ریال به ثبت رسید. در تاریخ ۱۳۷۰/۶/۳۰ مرکز اصلی شرکت از تهران به زنجان تغییر و تحت شماره ۱۷۶۲ در اداره ثبت شرکت های زنجان به ثبت رسید. نوع شخصیت حقوقی شرکت طبق مصوبه مجمع عمومی فوقالعاده مورخ ۱۳۷۶/۱۱/۱۶ از سهامی خاص به سهامی عام تغییر یافته است و در تاریخ ۱۳۷۶/۹/۱۰ شورای بورس و هیات محترم پذیرش اوراق بهادار، شرکت را در بورس پذیرفته و نهایتاً در تاریخ ۱۳۷۶/۱۱/۱۵ اولین معامله سهام شرکت در تابلو بورس اوراق بهادار انجام گرفت.

اهم فعالیت های شرکت بر طبق اساسنامه، اکتشاف، استخراج و بهره برداری از معادن، تغلیظ و ذوب مواد معدنی، ایجاد کارخانه های تبدیلی مواد معدنی و انجام کلیه عملیات بازرگانی در ارتبا با موضوع فعالیت شرکت است.

سرمایه شرکت در سال ۱۳۴۳ معادل ۵۰ میلیون ریال بوده که طی ۲۰ مرحله نهایتاً در سال ۱۳۹۲ با ۱۱۲ درصد افزایش سرمایه به ۲۰۰۰ میلیارد ریال افزایش یافته است.

لازم به ذکر است شرکت های مجتمع ذوب و احیاء روی قشم، تولید روی بندرعباس، اسیدسازان، روئین کاران الوند و صنعت روی زنگان جزء شرکت های زیرمجموعه شرکت کالسیمین هستند.

## ترکیب سهامداران:

| سهامداران ( به تاریخ ۱۳۹۳/۰۲/۲۱ )           | تعداد سهام    | درصد مالکیت |
|---|---------------|-------------|
| شرکت توسعه معادن روی ایران-سهامی عام-       | ۱,۱۹۶,۰۰۰,۰۰۰ | ۵۹.۸٪       |
| شرکت گروه سرمایه گذاری بانک مسکن-سهامی عام- | ۳۵,۷۱۸,۰۰۰    | ۱.۸٪        |
| شرکت مجتمع ذوب و احیاء روی قشم-سهامی خاص-   | ۲۳,۸۷۹,۰۰۰    | ۱.۲٪        |
| سایر سهامداران                              | ۷۴۴,۴۰۳,۰۰۰   | ۳۷.۲٪       |
| جمع   | ۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ | ۱۰۰.۰٪      |

## ریسک های شرکت

### ۱- ریسک تجاری:

کاهش تقاضا، بحران اقتصادی، مزاد عرضه و تغییرات قیمت جهانی مجموعه عواملی هستند که می توانند بر شرایط بازارهای جهانی این محصولات تاثیر قابل توجهی داشته باشند. همانطور که در سنوات گذشته شاهد آن بودیم به دلیل بحران اقتصاد جهانی و کاهش تقاضای جهانی نفت، تقاضای خرید این محصولات به شدت کاهش یافته و موجب افزایش موجودی بورس های فلزات دنیا گردید.

### ۲- ریسک نوسانات قیمت محصولات:

بخش عمده تغییرات این محصولات وابسته به مکانیزم عرضه و تقاضا در بازار است. در سال های ۲۰۰۵ تا میانه ۲۰۰۷ یعنی بیش از آغاز بحران اقتصادی شاهد رشد اقتصاد جهان بویژه در کشورهای در حال توسعه بودیم که سبب افزایش تقاضای خرید فلزات اساسی و به تبع آن افزایش چشمگیر قیمت جهانی سرب و روی (روی بالغ بر ۴۰۰۰ دلار به ازای هر تن و سرب بالغ بر ۳۵۰۰ دلار به ازای هر تن) گردید.

پس از آن از انتهای سال ۲۰۰۷ به دلیل آغاز بحران اقتصادی شاهد کاهش شدید تقاضا برای این محصولات و افت ناگهانی قیمت آنها بودیم بطوریکه قیمت روی و سرب تا نزدیک ۱۰۰۰ دلار به ازای هر تن کاهش یافتند که در واقع به نوعی بیشترین مقدار کاهش قیمت در میان فلزات اساسی را به خود اختصاص دادند. این امر موجب بروز زیان برای شرکت کالسیمین در سال مالی ۱۳۸۷ گردید. خوشبختانه پس از پایان بحران جهانی اقتصاد شاهد افزایش قیمت جهانی سرب و روی و ایجاد رونق در فعالیت های صنعتی و تولیدی بوده ایم.

### ۳- ریسک تامین خاک:

پس از پایان زمان قرارداد بهره برداری از معدن انگوران توسط گروه توسعه معادن روی ایران، این معدن در اختیار شرکت تهیه و تولید مواد معدنی قرار گرفت. خارج شدن از کنترل "کروی"، ریسک عدم تامین به موقع مواد اولیه را به دنبال داشت. اما هم اکنون با بهره برداری از دانش متخصصین شرکت، انجام کلیه طرح های جدید و تکنولوژی های نوین، این ریسک به حداقل رسیده است.

### محدودیت های صنعت سرب و روی

- کاهش رشد اقتصادی چین با توجه به احتمال وقوع و وقوع مشکلاتی در سیستم بانکی این کشور در سال های آینده در اثر وام های ناکارآمد پرداختی طی ایام بحران مالی جهانی و سیاست های سخت گیرانه در حوزه سیاست های پولی و املاک.
- میزان مصرف در کشورهای عضو OECD طی یک دهه گذشته به طور قابل ملاحظه ای کاهش یافته است.
- موجودی بالای روی که متاثر اشباع تولید در سالیان گذشته است.
- سازندگان اتومبیل تحت فشارند که وسایل نقلیه سبک تر تولید کنند که این موضوع تولیدکنندگان فولاد گالوانیزه را نیز تحت فشار قرار داده است (۵۲ درصد از مصرف روی برای گالوانیزه کردن فولاد است).

### مزیت های صنعت سرب و روی:

- صرفه اقتصادی در بسیاری از معادن چین، قیمت ۲۰۰۰ دلاری برای روی است.
- کاهش استخراج با بسته شدن تعدادی از معادن بزرگ روی که بعید است با استخراج از معادن جدید جبران شود. معادن جدیدی در سال ۲۰۱۲ و ۲۰۱۳ در کانادا، پرو، بورکینافاسو و عربستان سعودی آغاز به کار نموده است. محتوی فلزی استخراج این معادن نزدیک به ۳۲۸ هزار تن روی است.
- استفاده کود روی در حال افزایش است.
- سازمان بهداشت جهانی کمبود روی را به عنوان پنجمین عامل مرگ و میر و بیماری ها در کشورهای در حال توسعه اعلام کرده است.
- استفاده از روی در صنعت باتری سازی در حال افزایش است.
- آلیاژ آنتی باکتری مس که در بردارنده بیش از ۱۷ درصد روی است، بهترین پایداری رنگی را دارد.
- افزایش ETF فلزات از جمله روی که مصارف سرمایه گذاری آن را افزایش می دهد.

### تحلیل و بررسی مفروضات بودجه ۹۳:

ابتدا با استفاده از درصد اقلام سود و زبانی اهمیت هر یک را مشخص می کنیم:

| شرح اقلام   | بودجه ۹۳    | درصد به فروش | درصد به سود قبل از مالیات |
|---|-------------|--------------|---------------------------|
| فروش  | ۲,۸۷۴,۷۵۰   | ۱۰۰٪         |                           |
| بهای تمام شده کالای فروش رفته   | (۲,۰۴۷,۲۸۹) | ۷۱٪          |                           |
| سود (زیان) ناخالص   | ۸۲۷,۴۶۱     | ۲۹٪          | ۸۱٪                       |
| هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی   | (۶۸,۷۵۷)    | ۲٪           | ۷٪                        |
| خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی  | (۱,۸۲۰)     | ۰٪           | ۰٪                        |
| سود (زیان) عملیاتی  | ۷۵۶,۸۸۴     | ۲۶٪          | ۷۴٪                       |
| هزینه های مالی  | (۳۳,۰۰۰)    | ۱٪           | ۳٪                        |
| درآمد حاصل از سرمایه گذاریها  | ۲۹۲,۹۷۲     | ۱۰٪          | ۲۹٪                       |
| خالص درآمد (هزینه) های متفرقه   | ۹,۷۸۴       | ۰٪           | ۱٪                        |
| سود (زیان) قبل از اقلام غیر مترقبه، اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری | ۱,۰۲۶,۶۴۰   | ۳۶٪          | ۱۰۰٪                      |
| اقلام غیر مترقبه، اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری و مالیات          | ۰           | ۰٪           | ۰٪                        |
| سود (زیان) قبل از کسر مالیات  | ۱,۰۲۶,۶۴۰   | ۳۶٪          | ۱۰۰٪                      |
| مالیات  | (۶۳,۱۰۶)    | ۲٪           |                           |
| سود (زیان) خالص پس از کسر مالیات  | ۹۶۳,۵۳۴     | ۳۴٪          |                           |
| سود عملیاتی هر سهم  | ۳۷۸         |              |                           |
| سود هر سهم قبل از کسر مالیات  | ۵۱۳         |              |                           |
| سود هر سهم پس از کسر مالیات   | ۴۸۲         |              |                           |
| سرمایه  | ۲,۰۰۰,۰۰۰   |              |                           |

- با بررسی اقلام سود و زیان می توان گفت که مهم ترین اقلام مربوط عملیات اصلی شرکت و تولید و فروش محصولات است که تاثیر به سزایی در سود شرکت دارد و همان طور که در جدول بالا مشخص است حاشیه سود ناخالص شرکت ۲۹ درصد است و این سود ناخالص ۸۱ درصد سود قبل از کسر مالیات را در بر می گیرد که برای بررسی و تاثیر این رقم باید ترکیب فروش شرکت، قیمت محصولات، نرخ ارز، نرخ مواد اولیه را مورد بررسی قرار داد و نقاط قوت و ضعف تاثیرگذاری بر سود هر سهم شرکت را بررسی نمود.
- هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی، هزینه های پشتیبانی شرکت هستند که تنها ۷ درصد سود قبل از مالیات و ۳ درصد فروش است که با توجه به ماهیت این هزینه ها لزومی به بررسی این رقم بر سود هر سهم وجود ندارد.
- سایر هزینه ها و درآمدهای عملیاتی نیز با توجه به مبلغ ناچیز آن لزومی برای بررسی بیشتر و سناریو سازی ندارد.
- درآمدهای حاصل از سرمایه گذاری که حاصل سرمایه گذاری در شرکت های بورسی و غیربورسی با توجه به سهم ۲۹ درصدی از سود قبل از مالیات مورد بررسی قرار خواهد گرفت.
- اقلام غیر مترقبه ای نیز در بودجه شرکت در نظر گرفته نشده است.
- مالیات شرکت نیز فقط بابت درآمد حاصل از فروش داخلی اخذ می شود و دارای معافیت مالیاتی برای فروش های صادراتی دارد که از آنجایی که به لحاظ مبلغ فروش صادراتی حدود ۶۰ درصد فروش کل است بنابراین مالیات پرداختی نیز رقم چندان با اهمیتی به نظر نمی رسد.

### بررسی مفروضات بودجه ۹۳:

- شرکت ترکیب فروش خود را طبق جدول زیر در نظر گرفته است:

| فروش داخلی        | واحد | بودجه ۹۳ |
|-------------------|------|----------|
| کنسانتره روی پخته | تن   | ۰        |
| شمش روی           | تن   | ۱۰,۰۰۰   |
| کنسانتره سرب      | تن   | ۱۰,۰۰۰   |
| کنسانتره روی خام  | تن   | ۸۵,۰۰۰   |
| سایر              | تن   | ۲,۰۰۰    |
| جمع               |      | ۱۰۷,۰۰۰  |
|                   |      |          |
| فروش خارجی        |      | بودجه ۹۳ |
| کنسانتره روی پخته | تن   | ۰        |
| شمش روی           | تن   | ۳۲,۰۰۰   |
| کنسانتره سرب      | تن   | ۰        |
| کنسانتره روی خام  | تن   | ۰        |
| سایر              | تن   | ۰        |
| جمع               |      | ۳۲,۰۰۰   |
| فروش کل           |      | ۱۳۹,۰۰۰  |

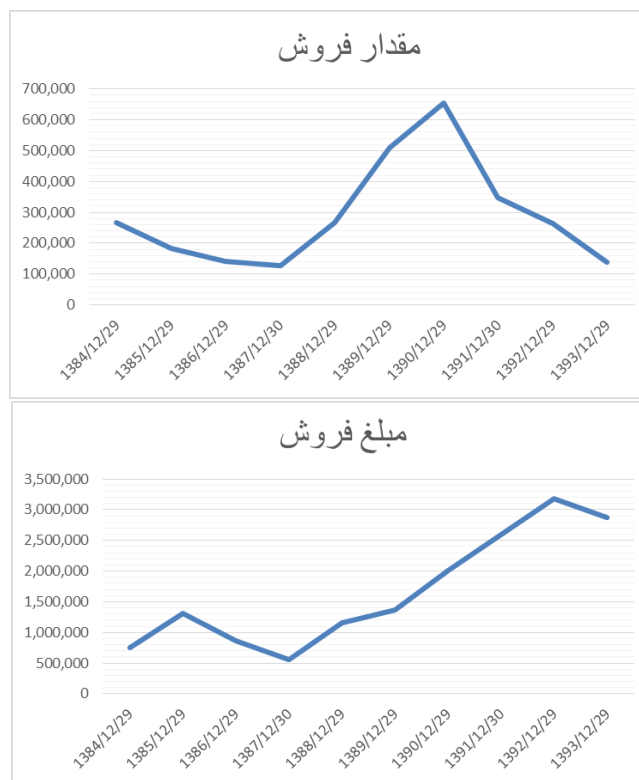
- با توجه به جدول بالا ۲۳ درصد محصولات صادراتی و بقیه محصولات در داخل کشور به فروش می روند.

در جدول زیر روند تولید و فروش شرکت را مشاهده می کنید:

| مقدار تولید       |             |                                |                                |                                |                                |                                |                                |                                |                                |                                   |
|-------------------|-------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|-----------------------------------|
| نوع گروه یا محصول | واحد        | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۴/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۵/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۶/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۷/۱۲/۳۰ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۸/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۹/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۹۰/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۹۱/۱۲/۳۰ | پیش بینی دوره منتهی به ۱۳۹۲/۱۲/۲۹ |
| کنسانتره روی پخته | تن          | ۶۸,۷۳۶                         | ۱۲,۹۶۸                         | ۲۷,۰۸۸                         | ۵۵,۸۳۴                         | ۶۲,۱۸۲                         | ۶۵,۰۲۳                         | ۶۶,۳۴۱                         | ۶۹,۶۲۰                         | ۶۵,۰۰۰                            |
| شمش روی           | تن          | ۱۹,۳۲۵                         | ۲۴,۹۹۱                         | ۲۳,۲۶۵                         | ۲۷,۹۶۳                         | ۳۰,۹۶۵                         | ۲۴,۴۶۴                         | ۳۸,۱۸۲                         | ۳۶,۷۲۳                         | ۳۸,۹۵۰                            |
| کنسانتره سرب      | تن          | ۴۰,۴۱۸                         | ۲۹,۷۵۱                         | ۱۵,۶۳۰                         | ۱۴,۰۶۸                         | ۱۹,۱۴۵                         | ۲۸,۱۲۰                         | ۲۴,۱۴۷                         | ۱۱,۲۷۲                         | ۱۰,۰۰۰                            |
| کنسانتره روی خام  | تن          | ۱۸۷,۵۲۷                        | ۲۴۱,۷۱۴                        | ۲۶۴,۶۹۷                        | ۱۹۳,۷۹۹                        | ۲۴۳,۷۸۸                        | ۳۵۷,۵۸۷                        | ۳۵۸,۰۱۱                        | ۲۶۰,۹۲۰                        | ۳۷۳,۸۵۷                           |
| سایر              | تن          | .                              | .                              | .                              | .                              | .                              | ۳۵۰۸                           | ۲,۶۴۶                          | .                              | ۴۵۲۰                              |
| جمع               |             | ۳۱۶,۰۰۶                        | ۳۰۹,۴۲۴                        | ۳۳۰,۶۸۰                        | ۲۹۱,۶۶۴                        | ۳۵۶,۰۸۰                        | ۴۸۸,۷۱۲                        | ۴۸۹,۳۲۷                        | ۳۷۸,۵۴۵                        | ۴۹۲,۳۲۷                           |
| مقدار فروش        |             |                                |                                |                                |                                |                                |                                |                                |                                |                                   |
| نوع گروه یا محصول | واحد        | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۴/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۵/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۶/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۷/۱۲/۳۰ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۸/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۹/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۹۰/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۹۱/۱۲/۳۰ | پیش بینی دوره منتهی به ۱۳۹۲/۱۲/۲۹ |
| کنسانتره روی پخته | تن          | ۸۷,۱۸۸                         | ۷,۲۸۵                          | ۴,۳۶۷                          | ۲۷,۰۷۰                         | ۲۱,۵۳۰                         | ۲۳,۳۳۳                         | ۵,۷۵۳                          | ۱۶,۱۰۱                         | .                                 |
| شمش روی           | تن          | ۱۹,۲۱۵                         | ۲۴,۷۳۴                         | ۲۲,۱۲۷                         | ۲۷,۱۱۶                         | ۳۲,۷۰۴                         | ۳۳,۳۷۵                         | ۴۰,۷۲۸                         | ۳۶,۸۵۲                         | ۴۲,۰۰۰                            |
| کنسانتره سرب      | تن          | ۵۵,۷۷۴                         | ۳۰,۰۰۲                         | ۹,۰۰۱                          | ۱۶,۶۸۲                         | ۲۰,۹۴۷                         | ۱,۶۹۹                          | ۲۷,۶۷۴                         | ۱۸,۳۰۲                         | ۱۰,۰۰۰                            |
| کنسانتره روی خام  | تن          | ۱۰۳,۱۰۰                        | ۱۲۱,۱۴۶                        | ۱۰۶,۰۳۳                        | ۵۶,۲۷۸                         | ۱۸۹,۱۷۷                        | ۴۴۶,۴۸۱                        | ۵۷۲,۶۷۰                        | ۲۷۳,۱۵۱                        | ۸۵,۰۰۰                            |
| سایر              | تن          | ۴۳۱                            | ۵۹۹                            | .                              | .                              | ۱,۴۱۱                          | ۵,۱۰۸                          | ۸,۰۷۹                          | ۳,۳۵۱                          | ۲,۰۰۰                             |
| جمع               |             | ۲۶۵,۷۰۸                        | ۱۸۳,۷۶۶                        | ۱۴۱,۵۲۸                        | ۱۲۷,۱۴۶                        | ۲۶۵,۷۶۹                        | ۵۰۹,۹۹۶                        | ۶۵۴,۹۰۴                        | ۳۴۷,۷۵۷                        | ۱۳۹,۰۰۰                           |
| مبلغ فروش         |             |                                |                                |                                |                                |                                |                                |                                |                                |                                   |
| نوع گروه یا محصول | واحد        | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۴/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۵/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۶/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۷/۱۲/۳۰ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۸/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۸۹/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۹۰/۱۲/۲۹ | واقعی دوره منتهی به ۱۳۹۱/۱۲/۳۰ | پیش بینی دوره منتهی به ۱۳۹۲/۱۲/۲۹ |
| کنسانتره روی پخته | میلیون ریال | ۱۷۷,۰۷۳                        | ۳۱,۳۷۷                         | ۱۲,۴۰۶                         | ۳۲,۴۸۴                         | ۴۲,۹۴۱                         | ۳۹,۰۱۸                         | ۹,۲۳۹                          | ۵۵,۴۵۳                         | .                                 |
| شمش روی           | میلیون ریال | ۲۷۴,۱۱۷                        | ۷۷۲,۰۲۹                        | ۵۶۵,۷۵۲                        | ۳۹۱,۵۷۹                        | ۶۲۲,۸۴۸                        | ۷۳۴,۰۰۹                        | ۹۷۷,۹۳۳                        | ۱,۶۵۳,۳۲۳                      | ۲,۲۲۶,۰۰۰                         |
| کنسانتره سرب      | میلیون ریال | ۲۲۰,۰۸۵                        | ۲۱۳,۷۸۶                        | ۱۱۴,۶۰۲                        | ۶۸,۹۴۵                         | ۱۹۱,۰۶۷                        | ۱۶,۷۲۹                         | ۲۹۹,۱۴۳                        | ۲۶۹,۸۱۳                        | ۲۷۸,۲۵۰                           |
| کنسانتره روی خام  | میلیون ریال | ۷۸,۱۹۴                         | ۲۷۴,۲۴۸                        | ۱۷۴,۷۳۶                        | ۶۳,۱۸۰                         | ۲۸۲,۴۳۷                        | ۵۰۰,۰۷۲                        | ۵۷۳,۰۰۶                        | ۴۷۴,۳۶۱                        | ۳۱۷,۵۰۰                           |
| سایر              | میلیون ریال | ۶,۳۹۴                          | ۱۹,۷۳۶                         | .                              | .                              | ۱۲,۱۲۷                         | ۷۷,۸۸۴                         | ۱۵۴,۵۱۲                        | ۱۴۷,۵۹۸                        | ۵۳,۰۰۰                            |
| جمع               |             | ۷۵۵,۸۶۳                        | ۱,۳۱۱,۱۷۶                      | ۸۶۵,۴۹۶                        | ۵۵۶,۱۸۸                        | ۱,۱۵۱,۴۲۰                      | ۱,۳۶۷,۷۱۲                      | ۲,۰۱۳,۸۳۳                      | ۲,۶۰۰,۵۴۸                      | ۲,۸۷۴,۷۵۰                         |

در شکل های زیر روند تولید و فروش محصولات طی سالیان اخیر را مشاهده می کنید:





- با توجه به روندهای بالا که به بودجه ۹۳ نیز منجر می شود می توان بیان کرد که تولید روند افزایش داشته به غیر از سال های ۲۰۰۷ میلادی که دوران رکود اقتصاد جهانی بود و سال ۱۳۹۱ که تحریم ها به اوج خود رسید و در پی کاهش فروش های صادراتی و عدم بازار خارجی تولید نیز کاهش داشته ولی در روند مقدار فروش نیز به نظر می رسد به دلیل اوضاع نا مساعد بازار فلزات و پیش بینی برای عدم وجود بازار پر رونق پیش بینی محتاطانه ای با توجه به افزایش تولیدی که پیش بینی شده است، در میزان فروش شرکت در نظر گرفته شده است و در روند مبالغ فروش، روند حاکی از این است که علی رغم کاهش میزان فروش از سال ۱۳۹۰ تا کنون، مبلغ فروش به خاطر افزایش نرخ محصولات که تاثیر پذیر از نرخ دلار نیز است روند افزایشی داشته است.

**نرخ محصولات نیز در بودجه به در جدول زیر ارائه شده است:**

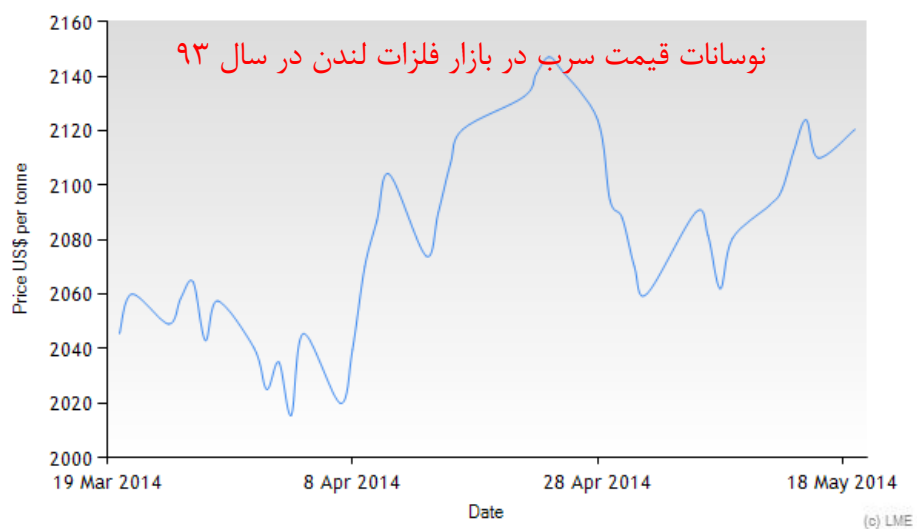
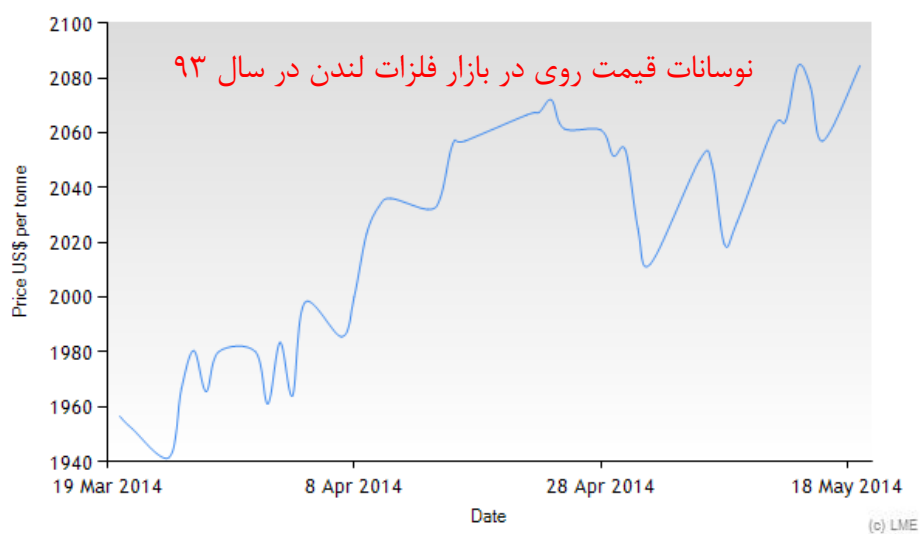
| بودجه ۹۳         |                       | نرخ فروش          |
|------------------|-----------------------|-------------------|
| صادراتی(دلار/تن) | داخلی(میلیون ریال/تن) | نوع گروه یا محصول |
|                  |                       | کنسانتره روی پخته |
| ۲۰۰۰             | ۵۳                    | شمش روی LME       |
| ۱۰۵۰             | ۲۷۸۲۵                 | کنسانتره سرب      |
|                  | ۳.۷۳۵۲۹۴۱۱۸           | کنسانتره روی خام  |
|                  | ۲۶.۵                  | سایر              |
| ۲۱۰۰             |                       | LME سرب           |

- نرخ محصولات شرکت برای فروش متاثر از نرخ فلزات در بازار فلزات لندن، نرخ ارز و نیز با توجه به کشش بازار تعیین می گردد. کنسانتره روی پخته نیز از آنجایی که به شرکت های گروه داده می شود با توجه به سیاست های گروه مد نظر قرار می گیرد که این

محصول در بودجه تولید ۶۵۰۰۰ تن پیش بینی شده ولی فروش آن صفر است که در کل بودجه به نظر می آید که محتاطانه پیش بینی شده است.

- نرخ روی در بودجه ۲۰۰۰ دلار به ازای هر تن و نرخ سرب نیز ۲۱۰۰ دلار در نظر گرفته شده است.

| سرب     | روی     | میانگین قیمت ماهانه  |
|---------|---------|----------------------|
| ۲۱۴۸.۸۹ | ۲۰۳۸.۴۱ | ژانویه               |
| ۲۱۱۰.۴۸ | ۲۰۳۵.۴۰ | فوریه                |
| ۲۰۵۶.۳۶ | ۲۰۱۴.۴۰ | مارس                 |
| ۲۰۸۵.۹۵ | ۲۰۳۰.۶۰ | آوریل                |
| ۲۱۰۰    | ۲۰۶۰    | می                   |
| ۲۱۰۰.۳۴ | ۲۰۳۵.۷۶ | میانگین ۵ ماهه       |
| ۲۰۹۲.۹۸ | ۲۰۴۵.۳۰ | میانگین از ابتدای ۹۳ |





اعداد جدول فوق بر اساس دلار به تن است.

- در جدول بالا نرخ های جهانی فلزات که از بازار فلزات لندن استخراج شده را مشاهده می کنید که با توجه به اینکه 2 ماهه آخر آوریل و می با سال مالی ۱۳۹۳ منطبق است اگر نرخ های بودجه را با آن مقایسه کنیم مشاهده می کنید که نرخ واقعی روی در بازار جهانی حدود ۲۰۴۵ دلار ست که ۴۵ دلار بیشتر از بودجه است و نیز نرخ سرب حدود ۲۰۹۲ دلار است که پایین تر است نرخ ۲۱۰۰ دلاری بودجه است که با توجه به شرایط اقتصادی چین به عنوان دومین اقتصاد بزرگ جهان می تواند دستخوش تغییر شود.
- نرخ دلار نیز به عنوان یک مولفه با اهمیت در قیمت محصولات نقش بازی می کند که بررسی آن را اجتناب پذیر می نماید. نرخ دلار در بودجه برای فروش صادراتی و تامین مواد اولیه ۲۶۵۰ دلار در نظر گرفته شده است. بنابراین ابتدا تغییرات نرخ ارز در بازار آزاد را بررسی می نمایم چرا که شرکت طبق روال سال گذشته نرخ ارز را به نرخ روز تسعیر می نماید.



همان طور که مشاهده می کنید نرخ دلار در بازار آزاد از حدود ۳۰۰۰ تومان شروع و در مقطعی تا ۳۳۴۵ نیز افزایش داشت و اکنون نیز در قیمت حدود ۳۲۷۵ تومان قرار دارد و با توجه به وضعیت مبهم مذاکرات ایران و کشورهای ۱+۵ در خصوص مذاکرات هسته ای به نیز با پر جا بودن تحریم های شورای امنیت سازمان ملل و نیز پیش بینی تورم ۲۵ درصدی برای سال ۹۳ به نظر می رسد باید نرخ ارز را برای سال ۹۳ در حدود ۳۲۵۰ تومان در نظر گرفت که از این بابت می تواند بر سود شرکت تاثیر مثبتی داشته باشد که در سناریو سازی در مورد سود هر سهم تاثیر دقیق این مولفه ها را بررسی خواهیم کرد.

- بهای تمام شده در بودجه به صورت زیر برآورده شده است:

|           |  |
|-----------|--|
| بودجه ۹۳  | پیش بینی بهای تمام شده کالای فروش رفته |
| ۷۲۶,۲۵۲   | مواد مستقیم مصرفی                      |
| ۱۶۳,۳۵۶   | دستمزد مستقیم تولید                    |
| ۱,۰۵۷,۶۴۷ | سربار تولید                            |
| ۱,۹۴۷,۲۵۵ | جمع                                    |
| (۱,۸۲۰)   | هزینه جذب نشده در تولید                |
| ۱,۹۴۵,۴۳۵ | جمع هزینه های تولید                    |
| ۷,۰۸۳     | خالص موجودی کالای در جریان ساخت        |
| ۰         | ضایعات غیر عادی                        |
| ۱,۹۵۲,۵۱۸ | بهای تمام شده کالای تولید شده          |
| ۲۲۹,۸۸۰   | موجودی کالای ساخته شده اول دوره        |
| ۰         | سایر                                   |
| (۱۳۵,۱۰۹) | موجودی کالای ساخته شده پایان دوره      |
| ۲,۰۴۷,۲۸۹ | بهای تمام شده کالای فروش رفته          |

همان طور که در ارقام بالا مشخص است از کل بهای تولید، ۳۷ درصد را مواد مستقیم، ۸ درصد را دستمزد مستقیم و ۵۴ درصد را سربار تولید تشکیل می دهد. دستمزد ها که طبق بودجه شرکت ۲۰ درصد افزایش یافته اند که نرخ منطقی است و نیازی به بررسی بیشتر ندارد ولی اقلام مواد مستقیم مصرفی و سربار تولید باید مورد بررسی بیشتر قرار بگیرد چرا که درصدی حدود ۹۲ درصد بهای تمام شده را در بر می گیرند.

- مواد اولیه مصرفی کالسیمین شامل خاک پر عیار، کم عیار، کم عیار و باطله و خاک متوسط عیار است که از طریق معادن داخل کشور تامین می شود و فقط مقدار کمی مواد اولیه کمکی است که از طریق واردات تامین می شود.
- طبق گزارش هیئت مدیره کالسیمین، شرکت با ریسک عدم تامین مواد اولیه مواجه نیست.
- سربار تولید ابتدا از اقلام زیر تشکیل یافته است:

| پیش بینی سربار تولید | بودجه ۹۳  | درصد |
|----------------------|-----------|------|
| حقوق و مزایا         | ۱۷۸,۴۳۵   | ۱۷٪  |
| هزینه انرژی          | ۱۳۴,۴۹۵   | ۱۳٪  |
| مواد                 | ۴۸۵,۲۶۱   | ۴۶٪  |
| استهلاک              | ۲۲,۷۴۶    | ۲٪   |
| سایر هزینه ها        | ۲۳۶,۷۱۰   | ۲۲٪  |
| جمع سربار تولید      | ۱,۰۵۷,۶۴۷ | ۱    |

- همان طور که مشاهده می کنید مهم ترین قلم سربار مواد غیر مستقیم مصرفی که شرکت با ریسکی در تامین آن مواجه نیست و در رده بعدی حقوق و مزایا قرار دارد که افزایش ۲۰ درصدی برای آن معقول است. هزینه انرژی نیز با افزایش حدود ۲۳ درصدی در بودجه منظور شده است که با توجه حامل های انرژی نظیر برق، گازوئیل، مازوت و گاز که در فرآیند تولید استفاده می شود و افزایش ۲۵ درصدی برق، ۳۰ درصدی گاز، ۴۲ درصدی گازوئیل و ۲۵ درصدی نفت کوره می توان افزایش حداقل ۳۰ درصدی را برای هزینه انرژی منظور نمود. بقیه موارد نیز تاثیر چندانی در سود شرکت نخواهند داشت.

بودجه پورتفوی کالسیمین در شرکت های بورسی برای سال ۹۳ بصورت زیر است:

| درصد سرمایه گذاری | وضعیت سودآوری       |                          |                          | وضعیت پرتفوی |                               |                 | نام شرکت   |                               |
|-------------------|---------------------|--------------------------|--------------------------|--------------|-------------------------------|-----------------|------------|-------------------------------|
|                   | درآمد هر سهم (ریال) | درآمد نقدی هر سهم (ریال) | سهم شرکت سرمایه (مهریال) | درصد مالکیت  | روش نگهداری حساب سرمایه گذاری | سرمایه (مهریال) |            | سال مالی منتهی به             |
| ۴۳٪               | ۱۱,۹۳۶              | ۱۹۱                      | ۳۸۲                      | ۲,۵۹         | بهای تمام شده                 | ۲,۴۱۳,۹۵۰       | ۱۳۹۲/۱۲/۲۹ | توسعه معادن روی               |
| ۱٪                | ۰                   | ۰                        | ۰                        | ۰,۵۹         | بهای تمام شده                 | ۳۲۲,۰۰۰         | ۱۳۹۲/۱۲/۲۹ | ملی سرب و روی ایران           |
| ۰٪                | ۰                   | ۰                        | ۰                        | ۰,۰۱         | بهای تمام شده                 | ۱۲۰,۰۰۰         | ۱۳۹۲/۱۲/۲۹ | فراوری مواد معدنی ایران       |
| ۴۹٪               | ۱۵,۵۰۷              | ۲۱۷                      | ۲۴۱                      | ۷۱,۴۶        | بهای تمام شده                 | ۱۰۰,۰۰۰         | ۱۳۹۲/۱۲/۲۹ | صنعت روی زنگان                |
| ۷٪                | ۵۸۶                 | ۲۵۰                      | ۶۰۰                      | ۲,۷۹         | بهای تمام شده                 | ۸۴,۰۰۰          | ۱۳۹۲/۱۲/۲۹ | صنعتی و معدنی شمال شرق شاهرود |
| ۰٪                | ۰                   | ۰                        | ۰                        | ۰            | بهای تمام شده                 | ۱۶۲,۰۰۰         | ۱۳۹۲/۱۲/۲۹ | موتورسازان تراکتور سازی ایران |
| ۰٪                | ۰                   | ۰                        | ۰                        | ۰            | بهای تمام شده                 | ۲۱۳,۰۰۰         | ۱۳۹۲/۱۲/۲۹ | ریخته گری تراکتور سازی ایران  |
| ۱۰۰٪              | ۲۸,۰۲۹              | ۶۵۸                      | ۱,۲۲۳                    |              |                               |                 |            | جمع                           |

و پورتفوی سرمایه گذاری شرکت های غیر بورسی به صورت زیر است:

| درصد سرمایه گذاری | وضعیت سودآوری       |                          |                          | پیش بینی سال منتهی به ۱۳۹۳/۱۲/۲۹ |                        |                               | نام شرکت |                 |                                       |
|-------------------|---------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------------------|------------------------|-------------------------------|----------|-----------------|---------------------------------------|
|                   | درآمد هر سهم (ریال) | درآمد نقدی هر سهم (ریال) | سهم شرکت سرمایه (مهریال) | درصد مالکیت                      | قیمت تمام شده (مهریال) | روش نگهداری حساب سرمایه گذاری |          | سرمایه (مهریال) | سال مالی منتهی به                     |
| ۶۱٪               | ۱۵۳,۲۶۹             | ۵۱۱                      | ۵۱۱                      | ۹۹,۹۸                            | ۳۹۹,۹۴۰                | بهای تمام شده                 | ۳۰۰,۰۰۰  | ۱۳۹۳/۱۲/۲۹      | مجتمع ذوب و احیاء روی قشم             |
| ۱۰٪               | ۳۲,۴۷۵              | ۳,۸۴۳,۱۷۴                | ۳,۸۴۳,۱۷۴                | ۸۴,۵                             | ۵۰,۰۵۹                 | بهای تمام شده                 | ۴,۰۰۰    | ۱۳۹۳/۱۲/۲۹      | اسید سازان زنجان                      |
| ۸٪                | ۳۶,۳۸۴              | ۳۵,۸۸۱,۲۱۹               | ۳۵,۸۸۱,۲۱۹               | ۸۴,۵                             | ۴۱,۴۶۴                 | بهای تمام شده                 | ۱,۵۰۰    | ۱۳۹۳/۱۲/۲۹      | فراورده های شیمیایی روئین کاران الوند |
| ۹٪                | ۰                   | ۰                        | ۰                        | ۲۰,۰۱                            | ۴۳,۱۲۵                 | بهای تمام شده                 | ۲۱۴,۶۰۰  | ۱۳۹۳/۱۲/۲۹      | تولید روی ایران                       |
| ۰٪                | ۰                   | ۰                        | ۰                        | ۲۰                               | ۱,۴۸۰                  | بهای تمام شده                 | ۷,۴۰۰    | ۱۳۹۳/۱۲/۲۹      | تولیدی سرب و روی البرز                |
| ۰٪                | ۰                   | ۰                        | ۰                        | ۰,۵۶                             | ۴۶۴                    | بهای تمام شده                 | ۱۰۰,۰۰۰  | ۱۳۹۳/۱۲/۲۹      | بورس کلاهی ایران                      |
| ۳٪                | ۱۲,۲۸۹              | ۹۸,۲۷۵                   | ۱۰۹,۱۹۴                  | ۲۵,۰۱                            | ۱۴,۸۲۵                 | بهای تمام شده                 | ۵۰,۰۰۰   | ۱۳۹۳/۱۲/۲۹      | بازرگانی توسعه صنعت روی               |
| ۸٪                | ۳۰,۵۲۶              | ۰                        | ۰                        | ۰                                | ۴۰,۱۶۲                 | بهای تمام شده                 | ۰        | ۱۳۹۳/۱۲/۲۹      | سپرده های بانکی                       |
| ۰٪                | ۰                   | ۰                        | ۰                        | ۰                                | ۰                      |                               |          |                 | سایر شرکتهای خارج از بورس             |
| ۱۰۰٪              | ۲۶۴,۹۴۳             | ۳۹,۸۲۳,۱۷۹               | ۳۹,۸۳۴,۰۹۸               | ۴۹۱,۵۱۹                          |                        |                               |          |                 | جمع                                   |

- همان طور که ملاحظه می شود ۹۰٪ درآمد سرمایه گذاری از شرکت های غیر بورسی و فقط ۱۰٪ از شرکت های بورسی است که همین موضوع می تواند بررسی دقیق این ارقام را کمی مشکل نماید.
- از بین شرکت های بورسی پورتفوی، شرکت های صنعت روی زنگان و توسعه معادن روی به ترتیب با ۴۹ و ۴۳ درصد وزن عمده پورتفوی بورسی را تشکیل داده اند که بررسی آنها ضرورت دارد.
- از بین شرکت های غیر بورسی نیز مجتمع ذوب و احیاء روی قشم ۶۱ درصد از پورتفوی غیر بورسی را تشکیل داده که سهم به سزایی در درآمد سرمایه گذاری داشته که تحلیل آن نیز در پیش بینی سود شرکت اجتناب ناپذیر است.

### پیش بینی سود هر سهم

در این قسمت ما سعی خواهیم کرد به جای سناریو سازی های مختلف، بیشتر بر واقعیات تکیه کرده و با توجه به دورنمای ۹۳ و توجه به انحراف بودجه از عملکرد سال های گذشته سود هر سهم شرکت را تخمین زنییم که البته پر واضح است که تغییر هر یک از این متغیرها در آینده می تواند تغییر با اهمیتی در عملکرد شرکت داشته باشد.

- در مورد فروش محصولات خارجی با توجه به فضای مثبت ایجاد شده بین ایران و جهان و نیز امید به رفع موانع صادرات تحقق فروش صادراتی کالسیمین دور از ذهن نیست.
- در مورد نرخ های روی و سرب با توجه به عملکرد چند ماهه سال ۲۰۱۴ که پیشتر گفته شده قیمت ها در نظر گرفته می شود.
- نرخ دلار را نیز ۳۳۰۰ تومان در نظر گرفته ایم که با توجه به شرایط حال حاضر اقتصاد کشور و وجود تورم داخلی و نیز عدم عزم دولتمردان برای کاهش آن منطقی به نظر می رسد.
- ترکیب فروش همانند بودجه در نظر گرفته شده است.
- هزینه های انرژی نیز حداقل افزایش ۳۰ درصدی منظور خواهد شد که در بودجه ۲۳ درصد دیده شده است.

- کنسانتره روی پخته که سال گذشته تولید ۶۵۰۰۰ تنی پیش بینی و فروشی لحاظ نشده بود ولی در ۹ ماهه ۹۲، ۱۵۰۰۰ تن فروش محقق شد که بنابراین می توان برای این محصول نیز فروش ۱۵۰۰۰ تنی را متصور بود که در بودجه صفر در نظر گرفته شده است.
- کنسانتره روی خام نیز که برای بودجه ۹۲ با توجه به تولید ۲۵۰ هزار تنی فروش ۳۵۰۰۰ تنی بودجه شده بود ولی با توجه به ۹ ماهه ۹۲، فروش ۲۰۰ هزار تنی را در نظر گرفته اند که با توجه به این امر می توان با توجه به بودجه تولیدی ۳۷۳ هزار تنی این محصول در سال ۹۳ که فروش ۸۵۰۰۰ تنی دیده شده، حداقل فروش ۲۰۰ هزار تنی را برای آن متصور بود.

با توجه به مفروضات و توضیحات بالا صورت سود و زیان زیر را برای سال ۹۳ پیش بینی می کنیم:

| شرح اقلام   | بودجه ۹۳    | کارشناسی ۹۳ |
|---|-------------|-------------|
| فروش  | ۲,۸۷۴,۷۵۰   | ۳,۷۳۵,۴۲۱   |
| بهای تمام شده کالای فروش رفته   | (۲,۰۴۷,۲۸۹) | (۲,۰۵۴,۴۸۱) |
| سود (زیان) ناخالص   | ۸۲۷,۴۶۱     | ۱,۶۸۰,۹۳۹   |
| هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی   | (۶۸,۷۵۷)    | (۶۸,۷۵۷)    |
| خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی  | (۱,۸۲۰)     | (۱,۸۲۰)     |
| سود (زیان) عملیاتی  | ۷۵۶,۸۸۴     | ۱,۶۱۰,۳۶۲   |
| هزینه های مالی  | (۳۳,۰۰۰)    | (۳۳,۰۰۰)    |
| درآمد حاصل از سرمایه گذاریها  | ۲۹۲,۹۷۲     | ۲۹۲,۹۷۲     |
| خالص درآمد (هزینه) های متفرقه   | ۹,۷۸۴       | ۹,۷۸۴       |
| سود (زیان) قبل از اقلام غیر مترقبه، اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری | ۱,۰۲۶,۶۴۰   | ۱,۸۸۰,۱۱۸   |
| اقلام غیر مترقبه، اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری و مالیات          | ۰           | ۰           |
| سود (زیان) قبل از کسر مالیات  | ۱,۰۲۶,۶۴۰   | ۱,۸۸۰,۱۱۸   |
| مالیات  | (۶۳,۱۰۶)    | (۱۸۲,۶۳۵)   |
| سود (زیان) خالص پس از کسر مالیات  | ۹۶۳,۵۳۴     | ۱,۶۹۷,۴۸۳   |
| سود عملیاتی هر سهم  | ۳۷۸         | ۸۰۵         |
| سود هر سهم قبل از کسر مالیات  | ۵۱۳         | ۹۴۰         |
| سود هر سهم پس از کسر مالیات   | ۴۸۲         | ۸۴۹         |
| سرمایه  | ۲,۰۰۰,۰۰۰   | ۲,۰۰۰,۰۰۰   |

با توجه به سود هر سهم تخمینی و P/E ۵,۸۵ گروه فلزات اساسی که حاکی از عدم وجود انتظار رشد از این گروه است قیمتی ذاتی فاسمین را حدود ۴۹۶ تومان می توان برآورد کرد که با توجه به قیمت فعلی ۴۲۰ تومان می تواند گزینه مناسبی برای سرمایه گذاری در میان مدت باشد.

- این گزارش صرفا نظرات واحد تحلیل بوده و توصیه ای برای خرید یا فروش نیست و کارگزاری هیچ گونه مسئولیتی در قبال آن ندارد.