

گروه تراکتورسازی ایران (تایرا)

صنعت	ماشین‌آلات و تجهیزات
محصول اصلی	تراکتور کشاورزی
حجم تعدادی فروش (برآورد سال ۹۵)	۲۲،۵۰۰ هزار دستگاه داخلی و ۲،۷ هزار دستگاه صادرات (معادل همگن تراکتور ۲۸۵)
فروش کل (برآورد سال ۹۵)	۸۹۴ میلیارد تومان
سرمایه	۱۸۰ میلیارد تومان
ارزش بازار	۴۶۷ میلیارد تومان
سهام شناور	۳۵ درصد
سهامداران در تاریخ مجمع (درصد مالکیت)	سرمایه‌گذاری مهر اقتصاد ایرانیان و شرکت‌های تابعه (۵۲،۶)، گروه بهمن (۱۰،۸)، سرمایه‌گذاری ملی ایران (۴)، سازمان خصوصی‌سازی (۲،۲۵)

محدوده مسئولیت کیان: این گزارش منحصرأ برای فردی که مستقیماً برای وی ارسال شده تهیه گردیده است. به غیر از مواردی که افشا و مستقیماً به آن اشاره شده، این گزارش بر اساس اطلاعات عمومی که از نظر ما معتبر است، تهیه شده است. ما در صددیم که گزارش خود را تا حد امکان به روزرسانی کنیم، اما ممکن است عوامل مختلف مانع از انجام این امر شوند.

این گزارش پیشنهادی برای فروش یا خرید سهام یا هرگونه اوراق بهادار دیگر ارائه نمی‌دهد. همچنین، نتیجه‌گیری‌های موجود در این گزارش هیچ نوع هدف سرمایه‌گذاری، توانایی پذیرش ریسک و موقعیت اقتصادی را برای یک مشتری خاص بررسی نمی‌کند. مشتریان می‌بایست در مورد استفاده از توصیه‌ها یا پیشنهاداتی که در این گزارش مطرح شده، با توجه به شرایط ویژه خود تصمیم‌گیری نمایند و یا در صورت نیاز، از مشاوره حرفه‌ای بهره‌گیرند.

ارزش سرمایه‌گذاری‌ها و دارایی‌ها ممکن است تغییر کند. عملکرد تاریخی لزوماً دلیلی بر روند تغییرات آینده نمی‌باشد. بازده در آینده تضمین‌شده نیست و در هر سرمایه‌گذاری خطر از دست دادن اصل سرمایه وجود دارد.

خلاصه مدیریتی

عوامل مهم تاثیرگذار بر فروش تراکتور

در پانزده سال گذشته، حجم تولید محصولات زراعی یکی از عوامل موثر بر تقاضای تراکتور مصرفی در کشور بوده و به دلیل سهم بالای زمینهای دیم در کشور، میزان بارندگی، با تاثیر بر حجم تولیدات زراعی، معمولاً به طور غیر مستقیم تقاضای داخلی محصولات شرکت تراکتورسازی را تحت تاثیر قرار داده است. با این حال، در سال ۱۳۹۴، علیرغم افزایش حجم تولید محصولات کشاورزی، به دلیل شرایط نامساعد نظام بانکی در کشور، مقدار فروش تراکتور به شدت کاهش یافت. با توجه به شرایط موجود، فروش شرکت در سال ۹۵ و ۹۶، در محدوده ۲۵،۵۰۰ (معادل همگن تراکتور ۲۸۵) و فروش میلیتی تلفیقی در حدود ۸۹۴ و ۹۸۷ میلیارد تومان در سال‌های ۹۵ و ۹۶ برای گروه تراکتورسازی تخمین زده می‌شود.

قیمت‌گذاری محصولات

در بین سال‌های ۸۸ تا ۹۴ قیمت محصولات شرکت به طور متوسط سالانه رشدی در حدود تورم داشته‌اند. با توجه به کاهش نرخ تورم در دو سال گذشته و عدم رشد قیمت محصولات شرکت در سال ۹۵، انتظار می‌رود در سال ۹۶ شاهد رشد اندکی در قیمت محصولات شرکت باشیم.

ساختار هزینه و حاشیه سود عملیاتی

نزدیک به ۷۰ درصد بهای تمام شده شرکت، هزینه مواد اولیه است و از سال ۸۸ تا کنون، به استثناء سال ۹۱، هزینه این بخش، حدود ۵۰ درصد درآمد شرکت بوده است. این مسئله باعث شده حاشیه سود ناخالص شرکت در این مدت تقریباً با ثبات بوده و در حدود ۳۵ تا ۳۰ درصد قرار گیرد. همچنین به دلیل ثبات نسبت هزینه‌های عمومی، فروش و اداری به فروش (۱۰ درصد)، شرکت سود عملیاتی نسبتاً با ثباتی هم دارد.

درآمد سرمایه‌گذاری

انتظار می‌رود سود شرکت سیاموتور، امسال به ۱۵ میلیارد تومان و سهم تایرا از سود این شرکت، نزدیک به هفت میلیارد تومان باشد. همچنین بنا بر آخرین گزارش شرکت، در حدود ۱۵۴ میلیارد تومان از دارایی‌های شرکت به صورت نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدتی بوده که نرخ بازدهی به نسبت پایینی در حدود ۱۳ درصد برای شرکت دارند.

پتانسیلهای رشد

بارندگی‌های مناسب سالهای اخیر و برخی از سیاستهای اتخاذ شده در بخش کشاورزی، تولید محصولات کشاورزی در کشور را افزایش داده است و به بیشترین مقدار در ۱۵ سال اخیر رسانده است. در صورت بهبود شرایط نظام بانکی و کاهش نرخ سود، در سطح کنونی تولید محصولات کشاورزی، امکان رشد ۲۰ درصدی فروش محصولات در کشور وجود دارد. به علاوه، با توجه به تجربیات گذشته، بهبود شرایط امنیتی کشورهای همسایه، می‌تواند فروش صادراتی شرکت را حداقل دو برابر افزایش دهد.

سودآوری و ارزشگذاری

انتظار می‌رود سود هر سهم تلفیقی شرکت برای سال ۱۳۹۵، به ۶۶ تومان و سود تلفیقی هر سهم در سال ۹۶ به ۷۳ تومان بالغ گردد. ارزش ذاتی هر سهم شرکت بر این اساس، ۳۲۸ تومان ارزیابی می‌گردد.

مدیریت سرمایه کیان

نشانی: تهران، میدان آرژانتین، خیابان الوند، پلاک ۱۹ طبقه ۴

کد پستی: ۱۵۱۴۹۴۴۸۳۴

تلفن: ۴۷۱۸۰۴۰۰

نمابر: ۴۷۱۸۰۴۰۴

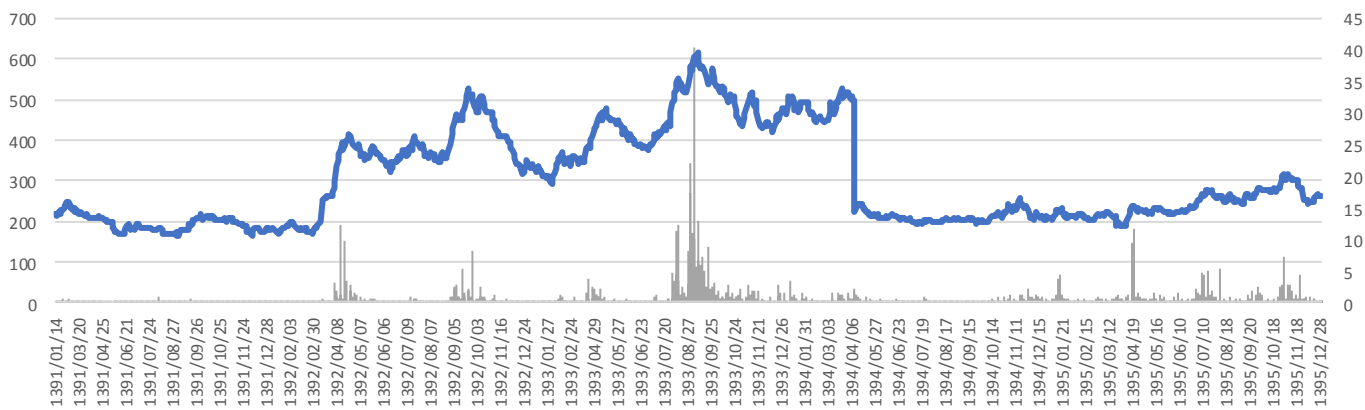
www.kian.capital info@kian.capital

علی نوریان
noorian@kian.capitalبردیا بهاری
ba.bahari@kian.capital

شاخص‌های کلیدی	۱۳۹۵	۱۳۹۴	۱۳۹۳	۱۳۹۲	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۸۹	۱۳۸۸	خلاصه وضعیت مالی (میلیون تومان)	۹ ماهه ۱۳۹۵	۱۳۹۴
حاشیه سود عملیاتی (درصد)	۱۳	۱۶	۲۱	۱۳	۱۴	۹	۱۵	۱۳	دارایی‌های جاری	۶۹۷,۳۳۷	۷۱۳,۰۷۴
حاشیه سود خالص (درصد)	۱۲	۱۳	۱۸	۱۰	۶	۷	۱۰	۳	دارایی‌های غیر جاری	۱۹۳,۱۷۵	۱۹۴,۶۵۶
دوره وصول مطالبات	۳۵	۲۵	۱۴	۲۷	۵۸	۷۵	۸۶	۸۴	جمع دارایی‌ها	۸۹۰,۵۱۲	۹۰۷,۷۲۹
نسبت بدهی (جمع کل بدهی به دارایی)	۰,۵۴	۰,۵۶	۰,۶۲	۰,۷۴	۰,۷۶	۰,۷۸	۰,۷۷	۰,۸۵	بدهی‌های جاری	۴۳۹,۴۷۱	۴۶۶,۳۹۴
P/E تلفیقی	۵,۲	۶,۰	۶,۱	۸,۲	۵,۹	۶,۹	۸,۹	۹,۱	بدهی‌های غیر جاری	۴۶,۷۸۲	۴۰,۳۵۲
فروش همگن کل	۱۵,۶۱۷	۲۰,۶۵۱	۲۵,۲۲۶	۳۳,۵۵۶	۲۶,۳۱۴	۲۷,۱۲۴	۲۴,۹۹۳	۲۶,۴۴۰	حقوق صاحبان سهام	۴۸۶,۲۵۳	۵۰۶,۷۴۶
									سود انباشته	۱۸۳,۹۴۸	۱۸۰,۳۵۲

خلاصه صورت سود و زیان (میلیون تومان)	کارشناسی ۱۳۹۶	بودجه ۱۳۹۶	کارشناسی ۱۳۹۵	بودجه ۱۳۹۵	۱۳۹۴	۱۳۹۳	۱۳۹۲	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۸۹	۱۳۸۸
فروش	۹۸۷,۷۰۳	۱۰,۱۷۶,۳۳۲	۸۹۴,۱۳۲	۹۲۶,۹۸۸	۷۵۶,۶۴۷	۱,۰۰۵,۰۱۳۴	۸۸۶,۷۳۴	۵۵۲,۸۴۹	۴۰۵,۲۰۲	۳۴۵,۳۴۷	۳۴۴,۱۹۳
بهای تمام شده کالا فروش رفته	۷۲۵,۰۹۷	۸۳۹,۷۱۲	۶۵۷,۲۰۶	۷۳۸,۸۶۵	۵۴۷,۵۱۳	۷۱۸,۹۴۹	۶۱۷,۱۱۹	۴۴۰,۱۱۸	۳۲۲,۰۰۲	۲۵۱,۴۳۳	۲۵۴,۹۱۰
سود ناخالص	۲۶۲,۶۰۵	۱۷۷,۹۲۰	۲۳۶,۹۲۷	۱۸۸,۱۲۳	۲۰۹,۱۳۴	۳۳۱,۱۷۵	۲۶۹,۶۰۶	۱۱۲,۷۳۱	۸۳,۲۰۰	۹۳,۹۱۵	۸۹,۲۸۳
هزینه‌های عمومی، اداری و فروش	۱۰۰,۸۱۴	۹۳,۵۹۰	۹۱,۲۹۱	۸۴,۹۷۵	۸۲,۰۴۵	۱۰۴,۰۲۲	۱۵۲,۸۸۳	۵۳,۰۵۱	۴۰,۱۱۸	۳۶,۱۹۲	۳۳,۰۸۰
سایر درآمدها و هزینه‌های عملیاتی	(۳,۲۳۹)	۱,۰۰۵	(۳,۳۳۹)	(۳,۴۲۸)	(۴,۷۸۰)	(۱۱,۴۸۱)	۱۳۸	۱۵,۱۳۲	(۷,۶۱۵)	(۶,۶۵۶)	(۹,۸۳۶)
سود عملیاتی	۱۵۸,۲۵۲	۸۵,۶۳۵	۱۴۲,۳۹۷	۹۹,۷۲۰	۱۲۲,۳۰۹	۲۱۵,۶۷۲	۱۱۶,۸۶۱	۷۴,۸۱۲	۳۵,۴۶۷	۵۱,۰۶۷	۴۶,۳۶۷
هزینه‌های مالی	۱۹,۱۲۹	۱۹,۱۲۹	۱۵,۰۷۶	۱۹,۶۵۲	۳۸,۶۸۱	۱۲,۸۳۳	۳۱,۰۶۶	۳۲,۰۷۳	۱۹,۶۰۴	۱۷,۸۶۷	۳۵,۳۷۰
سایر درآمدها و هزینه‌های غیر عملیاتی	۲۷,۵۴۹	۲۴,۶۵۳	۲۴,۲۲۳	۲۷,۷۵۷	۳۶,۵۰۲	۳۸,۰۹۷	۲۶,۸۹۳	(۱۳,۷۵۶)	۱۵,۴۰۴	۲۳,۳۱۳	۱,۹۴۳
مالیات	۳۱,۳۰۳	۱۶,۷۳۹	۲۹,۵۵۹	۱۹,۱۷۳	۱۸,۸۰۴	۴۳,۴۷۲	۱۹,۸۷۴	۶,۲۲۰	۲,۷۰۳	۲,۴۲۱	۱,۱۷۵
سود خالص	۱۳۵,۳۶۹	۷۴,۴۲۰	۱۲۱,۹۸۵	۸۸,۶۵۳	۱۰۱,۳۳۶	۱۸۹,۹۴۶	۹۲,۸۱۳	۳۱,۷۶۳	۲۸,۵۶۵	۳۴,۰۹۱	۱۱,۷۶۵
سرمایه	۱۸۰,۰۰۰	۱۸۰,۰۰۰	۱۸۰,۰۰۰	۱۸۰,۰۰۰	۱۸۰,۰۰۰	۱۸۰,۰۰۰	۱۸۰,۰۰۰	۱۸۰,۰۰۰	۱۸۰,۰۰۰	۱۸۰,۰۰۰	۱۸۰,۰۰۰
سود هر سهم (تومان)	۷۳,۷	۴۱,۱	۶۶,۲	۴۸,۶	۵۶	۱۰۳,۵	۱۰۰,۵	۳۳,۴	۳۱,۴	۳۵,۱	۱۰,۲

روند قیمت (تومان) و ارزش معاملات (میلیارد تومان) سهام شرکت تراکتورسازی ایران (تا ایرا)



بازدهی (درصد)	۱۳۹۵	۱۳۹۴	۱۳۹۳	۱۳۹۲	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۸۹
بازدهی (درصد)	۴۲,۷۳	۱,۳۶	۴۳,۶	۱۰,۳,۳۶	-۱۳,۶	۵,۰۷	۰,۶
ارزش بازار (میلیون تومان)	۴۵۸,۲۸۰	۳۶۵,۲۲۰	۴۱۹,۱۳۰	۳۱۰,۶۸۰	۱۶۰,۷۴۰	۱۹۰,۳۵۰	۱۸۱,۱۷۰

فهرست

۱	شرکت تراکتورسازی ایران
۱	فروش داخلی و عوامل موثر بر آن
۲	فروش صادراتی
۳	قیمت محصولات
۳	پیش‌بینی فروش
۴	بهای تمام شده کالای فروش‌رفته
۵	پیش‌بینی بهای تمام شده کالای فروش‌رفته و سود ناخالص
۵	حاشیه سود عملیاتی
۶	درآمد سرمایه‌گذاری در شرکت سیبا موتور
۶	سایر درآمدهای غیر عملیاتی
۷	سود خالص
۷	فرصتهای رشد، ریسک‌ها و تحلیل حساسیت
۷	بندهای مهم گزارش حسابرس (سال مالی ۱۳۹۴)
۷	صورت‌های مالی تلفیقی و اصلی
۸	ارزشگذاری

شرکت تراکتورسازی ایران

شرکت تراکتورسازی ایران در سال ۱۳۴۷ در تبریز به صورت شرکت سهامی خاص ثبت رسیده، در سال ۱۳۷۵ به سهامی عام تبدیل و در مرداد ماه همان سال در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده است. شرکت در ابتدا کار خود را با مونتاژ تراکتورهای رومانی آغاز کرده و از سال ۱۳۵۶ ارائه محصولات با برند خود را آغاز کرده است. از سال ۱۳۶۶ تا ۱۳۷۲ شرکت‌های آهنگری، موتورسازان، ریخته‌گری، خدمات صنعتی و ماشین‌آلات صنعتی از شرکت اصلی جدا شده و بین سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ شرکت‌های کربستان، ونیران (در ونزوانلا)، مهندسی تامین و قطعات، تاجیران (در تاجیکستان) و خودروسازان دیزلی آذربایجان توسط شرکت اصلی تاسیس شدند. فعالیت اصلی شرکت طراحی، ساخت، تولید و فروش انواع تراکتور و ماشین‌آلات صنعتی و تولیدی (عمدتا کشاورزی) است.

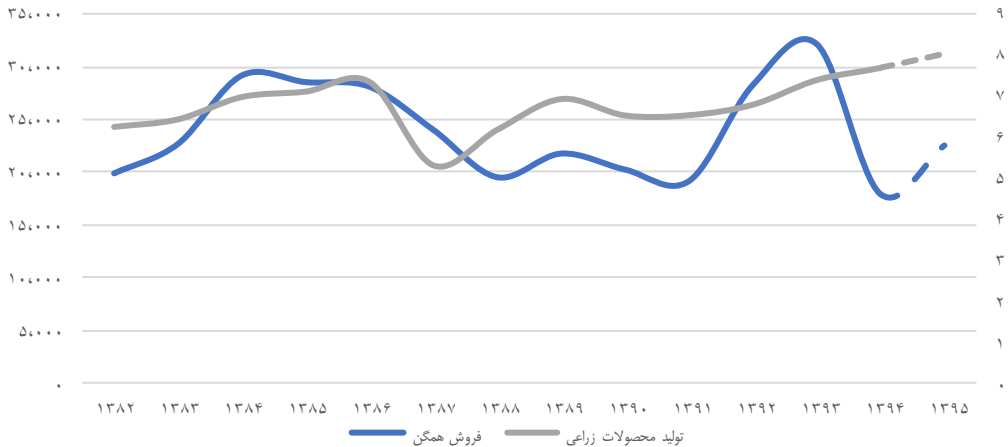
در حال حاضر تایرا به عنوان بزرگ‌ترین تولیدکننده ماشین‌آلات کشاورزی در کشور، عمده تقاضا برای انواع تراکتور را تأمین می‌کند. مهمترین محصولات این شرکت تراکتورهای مدل ۲۸۵، ۳۹۹ و ۴۷۵ هستند که سهمی بیش از ۸۰ درصد از فروش شرکت را به خود اختصاص داده‌اند. مراحل مربوط به تولید در خود شرکت انجام شده و مواد مستقیم مصرفی توسط شرکت مهندسی و تأمین قطعات تراکتورسازی تأمین می‌گردد. بانک کشاورزی نیز به عنوان شریک تجاری شرکت تسهیلات مورد نیاز برای خرید

حجم فروش

ظرفیت تولید اسمی تایرا ۳۰ هزار دستگاه تراکتور در سال است؛ اما در سال‌های گذشته حجم تولید و فروش شرکت همواره کمتر از این تعداد بوده است. از آنجا که شرکت مشکل خاصی در تولید ندارد، عوامل محدودکننده تقاضا حجم فروش شرکت را تعیین خواهند کرد؛ به منظور ارائه تصویری بهتر از میزان فروش شرکت در سال‌های مختلف، از فروش همگن بجای فروش ساده محصولات شرکت استفاده می‌کنیم. بر اساس تعریف، فروش همگن عبارت است از درآمد حاصل از فروش داخلی شرکت در هر سال تقسیم بر قیمت تراکتور تک دیفرانسیل مدل ۲۸۵. با توجه به تنوع قیمتی محصولات، این عدد معیار مناسب‌تری برای سنجش عملکرد فروش مقداری شرکت محسوب می‌شود.

در میان عوامل توضیح دهنده حجم تقاضای تراکتور، میزان تولید محصولات زراعی با تأثیرگذاری بر قدرت خرید کشاورزان یکی از مهمترین عوامل محسوب می‌شود (نمودار ۱).

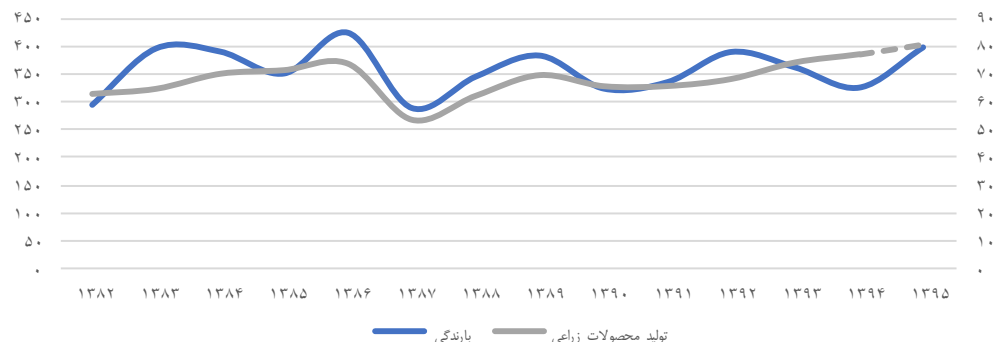
نمودار ۱ - فروش همگن داخلی و تولید محصولات زراعی (میلیون تن)



افت تولید محصول زراعی در سال ۱۳۸۷ به دلیل خشکسالی با افت فروش تراکتور در بازارهای داخلی به یکی از کمترین سطوح خود همراه شد.

به طور متوسط چیزی در حدود ۷۳ درصد از سطح زراعی در کشور تحت کشت غلات قرار داشته و گندم به تنهایی سهمی بیش از ۶۰ درصد از تولیدات غلات را تشکیل می‌دهد. دو سوم از زمین‌های تحت کشت گندم به صورت دیم بوده و تنها یک سوم از زمین‌ها از سیستم آبیاری بهره‌مند هستند؛ به همین دلیل میزان بارندگی در کشور می‌تواند هم بر سطح زیر کشت تأثیرگذار باشد و هم با تغییر میزان بهره‌وری زمین، حجم تولید را تغییر دهد.

نمودار ۲ - بارندگی (میلیارد مترمکعب) و تولید محصولات زراعی (میلیون تن)



با توجه به دیم بودن سطح بزرگی از اراضی کشاورزی کشور، میزان تولیدات زراعی در کشور، در بیشتر سال‌ها، رابطه معنی‌داری با میزان بارندگی در آن سال نمایش می‌دهد. این رابطه در ۳ سال گذشته، ضعیف‌تر شده است.

پیش از سال ۱۳۸۷ حجم تولید محصولات زراعی روندی صعودی در محدوده ۷۰ میلیون تن داشته است. در این دوره فروش داخلی همگن تراکتور نیز در روندی صعودی به حدود ۲۸ هزار واحد رسیده؛ اما پس از خشکسالی سال ۸۷ تولید محصولات زراعی به محدوده ۵۰ میلیون تن افت کرده و فروش تراکتور نیز همراه با آن به کانال ۲۰ هزار واحد سقوط کرده است. با بازگشت میزان بارندگی به سطح معمول خود، حجم تولید محصولات زراعی از سال ۹۲ مجدداً روندی صعودی در پیش گرفته و در سال ۹۴ به بیشترین میزان خود معادل با ۷۷ میلیون تن رسیده است. از سوی دیگر افزایش قابل توجه نرخ خرید محصولات زراعی در سال‌های ۹۲ و ۹۳ سرعت رشد فروش محصولات تایرا را مضاعف کرده و بیشترین فروش داخلی همگن شرکت در سال ۹۳ معادل با ۳۲ هزار واحد اتفاق افتاده است. در سال ۹۴ علیرغم رشد تولید محصولات زراعی، فروش تایرا به ۱۷ هزار واحد همگن سقوط کرده اما طبق گزارش‌های تولید و فروش ماهانه، همگام با رشد ۶ درصدی بخش کشاورزی در سال ۹۵ مجدداً رشد یافته است.

جدول ۱ - عوامل موثر بر فروش داخلی تراکتور

۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴
۶۱,۹۶	۶۹,۴۵	۶۵,۴۴	۶۵,۵	۶۸,۰۷	۷۴,۰۷	۷۷,۰۴
۳,۰۵۰	۳,۳۰۰	۳,۶۰۰	۴,۲۵۰	۵,۵۰۰	۱۰,۵۰۰	۱۱,۵۵۰
۳۴۴,۴۳۸	۳۸۱,۳۴۲	۳۲۳,۰۱۳	۳۳۴,۵۴۹	۳۸۸,۹۳۴	۳۶۰,۹۱۸	۳۲۴,۶۶۱
۱۲,۳۴	۱۲	۱۱,۸۵	۱۲,۳۸	۱۲,۲	۱۱,۸۴	۱۱,۳۸
۵,۴	۱۹,۵	۱۶,۹	۹,۹	۴,۳	۱۹,۲	۲۷,۵
%۱۰	%۵	%۰	%۴	%۵	%۴	%۵
%۱۲	%۱۲,۱۴	%۱۴,۱۵	%۱۴,۱۵	%۱۴,۵	%۲۲	%۲۲-۲۰
۱۹,۵۱۴	۲۱,۷۸۰	۲۰,۲۵۰	۱۹,۱۴۷	۲۸,۳۳۳	۳۲,۲۴۷	۱۷,۸۹۳

اما حجم تولید محصولات زراعی، میزان بارندگی و نرخ خرید تضمینی به تهای مقدار فروش تایرا را توضیح نمی‌دهند. ظاهراً با تشدید مشکلات نظام بانکی کشور از سال ۹۴، دسترسی متقاضیان خرید تراکتور به تسهیلات مورد نیاز با مشکل مواجه شده و متعاقب آن حجم فروش تایرا افت کرده است. بنا بر آمار مرکز توسعه مکانیزاسیون کشاورزی، در حال حاضر به صورت تخمینی بیش از ۲۵۰ هزار تراکتور در کشور وجود دارد که دو سوم از این تعداد فرسوده هستند؛ در صورتیکه هر سال ۱۰ درصد از این تعداد با تراکتورهای جدید، جایگزین شود، سالانه ۱۵ هزار دستگاه محصول برای این جایگزینی نیاز است. از این رو شاید بتوان حجم فروش تایرا در سال ۹۴ را به عنوان حداقل فروش داخلی این شرکت در نظر گرفت.

جدول ۲ - ضرایب همبستگی عوامل موثر بر فروش همگن تراکتور

فروش همگن داخلی	تولید محصولات زراعی	رشد اقتصادی بخش کشاورزی	بارندگی	نرخ خرید تضمینی گندم
۱۰۰٪	۳۳٪	۵٪	۵۲٪	۲٪
	۱۰۰٪	۶۴٪	۵۲٪	۵۴٪
		۱۰۰٪	۴۵٪	۹٪
			۱۰۰٪	۱۲٪
				۱۰۰٪

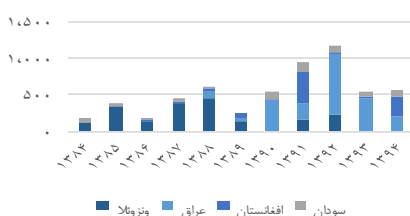
واردات تراکتور

بسیاری از تراکتورهای وارداتی نسبت به محصولات تایرا به روزتر، با قابلیت‌های بیشتر و بسیار گرانتر هستند. این تراکتورها برای زمین‌هایی با مساحت بالا مناسب بوده و غالباً توسط کشاورزانی که زمین‌های زراعی بسیار بزرگی دارند خریداری می‌شود. به دلیل هزینه‌های بالای تعمیر و نگهداری و نیاز به نیروی انسانی متخصص، تراکتورهای وارداتی گزینه‌های چندانی برای اکثر کشاورزان نیستند. در این در حالی است که دسترسی به قطعات یدکی محصولات تراکتورسازی در نقاط دور افتاده کشور هم چندان دشوار نیست. بنا به گفته مدیران ارشد شرکت، تعمیرات تراکتورهای تولید تایرا به دلیل سادگی این محصولات، اغلب توسط خود کشاورزان انجام می‌شود؛ به طور کل در تمام دنیا، وفاداری مشتریان ماشین آلات کشاورزی در قیاس با سایر کالاها با دوام نظیر خودرو یا لوازم خانگی به دلیل اهمیت خدمات پس از فروش بسیار بیشتر است و ورود رقبا به بازار مصرف این محصولات با دشواری به مراتب بیشتری همراه است. قیمت تراکتورهای داخلی نیز بسیار کمتر از محصولات خارجی است. حاصل آنکه، واردات تراکتور از نظر ارزشی، در طول سالهای گذشته معمولاً کمتر از ۱۰ درصد فروش شرکت بوده و رقیبی جدی برای محصولات شرکت تراکتور سازی ایران محسوب نمی‌شوند. با این حال روند رو به رشد آن در سالهای اخیر باید مورد توجه قرار گیرد (جدول ۱).

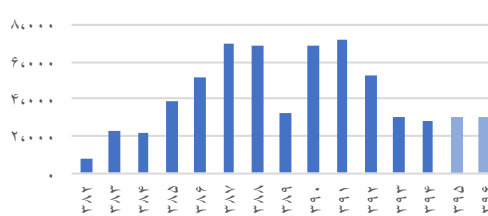
حجم فروش صادراتی

فروش صادراتی تایرا رشد قابل توجهی داشته اما شرایط نامساعد اقتصادی در ونزوئلا و نامنی در عراق موجب شده صادرات به این دو کشور با مشکل مواجه شود. پس از کاهش صادرات به ونزوئلا از سال ۸۹، تایرا کشورهای افغانستان، سودان و عراق را جایگزین ونزوئلا کرد، اما کاهش صادرات به عراق در ۲ سال گذشته مجدداً صادرات تایرا را کاهش داده است (نمودار ۴). در صورت بهبود شرایط عراق در سال‌های آینده یا ورود به بازار کشورهای دیگر احتمال افزایش مجدد صادرات تایرا وجود دارد.

نمودار ۴ - صادرات تایرا - شرکت اصلی (میلیارد ریال)



نمودار ۳ - فروش تعدادی همگن خارجی



علازغم افزایش تولید محصولات کشاورزی در سال ۹۴ حجم فروش داخلی تایرا کاهش یافته؛ ظاهراً اصلی‌ترین دلیل آن ضعف نظام بانکی در تخصیص تسهیلات بوده است.

با وجود ۱۶۰ هزار دستگاه تراکتور فرسوده در کشور و نیاز به جایگزینی آنها با توجه به سیاست‌های صرفه جویی سوخت در کشور در طول ۱۰ سال آینده، و همچنین با توجه به بهبود کلی وضعیت تولید کشاورزی در کشور، فروش سال ۱۳۹۴ را می‌توان حداقل فروش برای این شرکت در نظر گرفت.

واردات تراکتور ریسک بااهمیتی برای شرکت تراکتورسازی محسوب نمی‌شود. هر چند روند رو به رشد واردات در سالهای اخیر باید مورد توجه قرار گیرد.

در ۱۵ سال گذشته، سهمی بین ۵ تا ۳۰ درصد از فروش شرکت در سال‌های گذشته به صورت صادراتی بوده است. با شروع بحران اقتصادی در ونزوئلا و نامنی در عراق صادرات شرکت کاهش یافته، اما بهبود شرایط عراق یا ورود به بازار کشورهای دیگر می‌توان مجدداً فروش صادراتی شرکت را افزایش دهد.

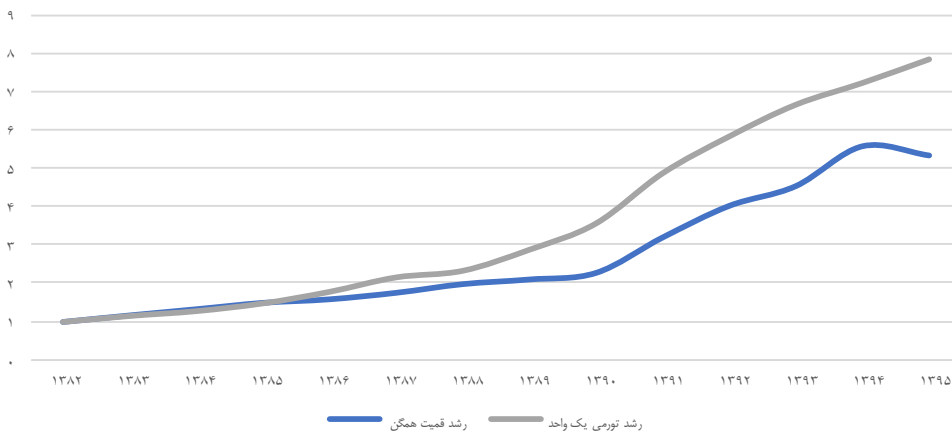
قیمت محصولات

از آنجا که پیش از سال ۸۸ قیمت فروش محصولات داخلی و خارجی شرکت متفاوت از هم بوده‌اند، برای بررسی روند قیمت محصولات تایرا از قیمت همگن استفاده کرده‌ایم. قیمت همگن برابر است با درآمد کل تقسیم بر جمع فروش همگن داخلی و خارجی. از آنجا که قیمت فروش داخلی و خارجی محصولات شرکت از سال ۸۸ تقریباً برابر بوده‌اند، این عدد بسیار نزدیک به قیمت تراکتور مدل ۲۸۵ شده است.

رشد قیمت محصولات شرکت در ۱۵ سال‌های گذشته به طور متوسط، ۲ کمتر از نرخ تورم رشد کرده است.

قیمت همگن فروش تایرا در فاصله بین سال‌های ۸۲ تا ۹۴ همواره رشدی کوچکتر یا مساوی با نرخ تورم داشته است (نمودار ۵). به طور متوسط، در طول ۱۵ سال گذشته، قیمت محصولات شرکت، ۲ درصد کمتر از تورم افزایش یافته است. در سال ۹۵ قیمت محصولات شرکت رشد چندانی نداشته و بیشترین افزایش قیمت در حدود ۶ درصد بوده، در حالی که نرخ تورم تقریبی در این دوره معادل با ۹ درصد به ثبت رسیده است. احتمالاً شرکت برای حفظ میزان فروش از افزایش قیمت محصولات خودداری کرده است. اما با توجه به افزایش میزان تولیدات کشاورزی و قدرت خرید کشاورزان و از طرف دیگر افزایش هزینه‌های تولید، انتظار می‌رود قیمت محصولات تراکتورسازی در سال آینده در حدود نرخ تورم افزایش یابند.

نمودار ۵ - تغییرات قیمت همگن فروش تایرا و تورم



پیش‌بینی مبلغ فروش

با توجه به افزایش میزان بارندگی در سال‌های آبی ۹۵ و ۹۶ نسبت به سال ۹۴، انتظار می‌رود میزان تولید محصولات زراعی نیز بهبود یابد (میزان بارندگی در سال آبی ۱۳۹۶، تا تاریخ تهیه این گزارش، ۷ و ۹ درصد به ترتیب نسبت به سال ۱۳۹۵ و میانگین ۴۸ ساله بیشتر است). گزارش تولید و فروش اسفندماه ۹۵ شرکت رشد ۲۰ درصدی درآمدها در سال ۱۳۹۵ نسبت به سال ۱۳۹۴ را نشان می‌دهد. بر اساس آخرین آمارهای ارائه شده توسط شرکت در اسفندماه، برآورد می‌شود فروش همگن تلفیقی شرکت در سال ۱۳۹۵ به ۲۵ هزار واحد بالغ گردد و درآمد فروش شرکت در این سال، به صورت تلفیقی، به ۸۹۴ میلیارد تومان برسد.

در محتمل‌ترین سناریو، فروش شرکت در سال ۱۳۹۶، از نظر تعدادی معادل سال ۹۵ و برابر با ۲۵,۶۰۰ واحد همگن پیش‌بینی می‌شود.

برای سال ۱۳۹۶ با توجه به آنچه گفته شد، کاهش حجم فروش داخلی و خارجی شرکت نسبت به سال ۱۳۹۴ چندان محتمل به نظر نمی‌رسد. قیمت محصولات نیز در بدترین حالت بدون تغییر باقی خواهند ماند. به این ترتیب در بدبینانه‌ترین حالت، اگر فروش داخلی و خارجی شرکت نسبت به سال ۹۴ و قیمت محصولات نسبت به سال ۹۵ بدون تغییر باقی بمانند فروش شرکت در پایین‌ترین سطح خود و برابر با ۷۲۴ میلیارد تومان خواهد بود.

از آنجا که بهبود شرایط نظام بانکی زمان‌بر خواهد بود احتمال رشد فروش داخلی همگن تایرا بیش از ۱۰ درصد نسبت به سال ۹۵ چندان زیاد به نظر نمی‌رسد. همچنین کاهش درگیری‌ها در عراق می‌تواند فروش همگن خارجی شرکت را به سطح ۵ هزار واحد برساند. در صورت تحقق مفروضات خوشبینانه یادشده و رشد ۱۰ درصدی قیمت محصولات نسبت به سال ۱۳۹۵، فروش تلفیقی شرکت در سال ۱۳۹۶ می‌تواند به ۱,۱۷۰ میلیارد تومان برسد.

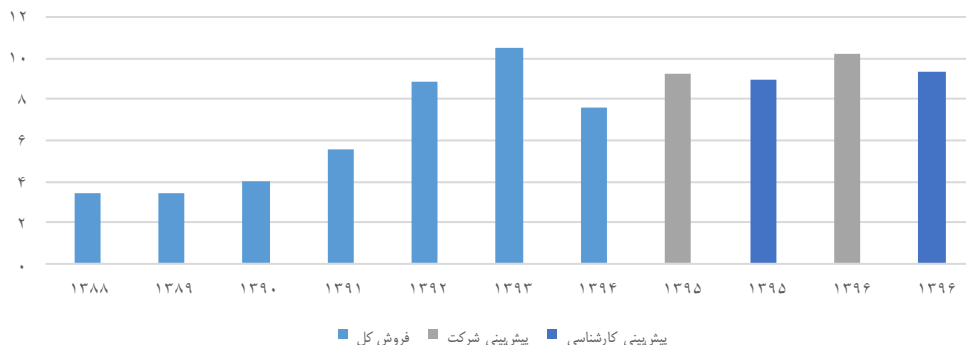
جدول ۳ - پیش‌بینی فروش داخلی و خارجی گروه تراکتورسازی برای سال ۱۳۹۶ (میلیون تومان)

فروش همگن داخلی		فروش همگن خارجی		بدون تغییر (۳۵)	قیمت تراکتور ۲۸۵
ثابت (۱۸,۰۰۰)	افزایش (۲۵,۰۰۰)	ثابت (۲,۷۰۰)	افزایش (۵,۰۰۰)		
۶۳۰,۰۰۰	۸۶۶,۲۵۰	۹۴,۵۰۰	۱۷۵,۰۰۰		
۷۰۲,۰۰۰	۹۷۵,۰۰۰	۱۰۵,۳۰۰	۱۹۵,۰۰۰	افزایش (۳۹)	

انتظار می‌رود فروش شرکت در سال ۱۳۹۶ به ۹۸۷ میلیارد تومان برسد و رشدی ۱۰ درصدی نسبت به ارقام پیش‌بینی شده سال ۹۵ داشته باشد. دلیل اصلی این افزایش، پیش‌بینی رشد قیمت محصولات نسبت به سال ۹۵ است.

اما در حالت محتمل، افزایش قیمت محصولات شرکت در سال ۹۶ به میزان ۱۰ درصد و عدم تغییر چشمگیر در حجم فروش همگن داخلی و خارجی نسبت به سال ۹۵ مورد بررسی قرار گرفته است. با فرض رشد متوسط ۱۰ درصدی قیمت محصولات، فروش همگن داخلی شرکت در سال ۹۶ در حدود ۲۲,۵۰۰ دستگاه (معادل سال ۹۵) و فروش همگن صادراتی در محدوده ۳ هزار دستگاه (معادل سال ۹۵)، می‌توان درآمدی در حدود ۹۸۷ میلیارد تومان را برای تایرا در سال ۱۳۹۶ انتظار داشت.

نمودار ۶ - درآمد گروه تراکتورسازی ایران (هزار میلیارد ریال)



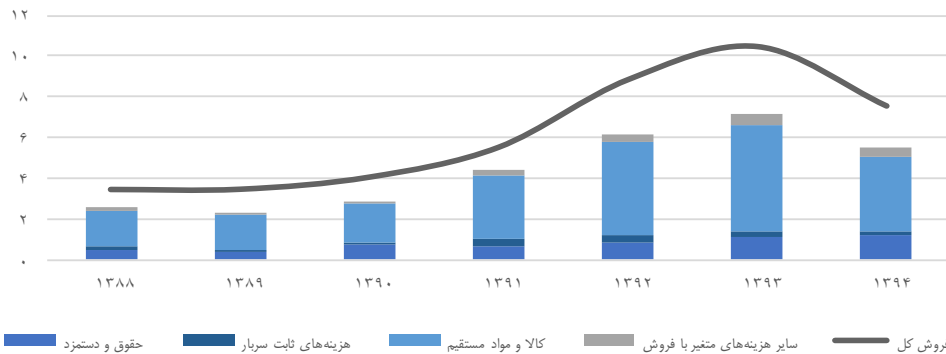
بهای تمام‌شده کالای فروخته رفته

حقوق و دستمزد، استهلاک، بیمه و سایر مواردی که به عنوان هزینه‌های ثابت و مستقل از فروش تلقی می‌شوند، ۲۵ درصد از بهای تمام شده شرکت را تشکیل می‌دهند و از سال ۸۸ تا ۹۴ با نرخ متوسط سالانه در حدود ۱۴ درصد رشد یافته‌اند (جدول ۴). رشد این اقلام از تورم ۲۱ درصدی سالانه در این مدت کمتر بوده است.

اقلام هزینه‌ای متغیر به طور متوسط ۷۵ درصد از بهای تمام شده شرکت را تشکیل می‌دهند و سهم اصلی در میان آن‌ها مربوط به هزینه کالا و مواد مستقیم است. رشد این اقلام از سال ۸۸ تا ۹۴ سالانه ۱۸ درصد بوده است. نزدیکی نرخ رشد قیمت محصولات و رشد هزینه‌های متغیر به ازای هر واحد، باعث شده هزینه‌های متغیر در این دوره همواره سهم ثابتی از درآمد فروش را به خود اختصاص دهند. (در حدود ۵۶ درصد درآمد شرکت) با افزودن هزینه‌های ثابت، نسبت بهای تمام شده کالای فروخته رفته به فروش، به رقمی بین ۷۰ تا ۷۵ درصد می‌رسد. به عبارت بهتر به استثناء سال‌های ۹۰ و ۹۱ حاشیه سود ناخالص شرکت تقریباً با ثبات و چیزی بین ۲۵ تا ۳۰ درصد بوده است.

هزینه کالا و مواد مستقیم به طور متوسط ۷۰ درصد از بهای تمام شده تایرا را تشکیل می‌دهد. رشد هزینه کالا و مواد مستقیم به ازای هر محصول همگن از سال ۸۸ تا ۹۴ نزدیک به نرخ رشد قیمت فروش محصولات بوده؛ این مسئله باعث شده حاشیه سود ناخالص تقریباً با ثبات و چیزی بین ۲۵ تا ۳۰ درصد باشد.

نمودار ۷ - ساختار بهای تمام‌شده



رشد ناگهانی هزینه‌های حقوق و دستمزد در سال ۹۰ و افزایش قابل توجه بهای کالا و مواد مستقیم در سال ۹۱ به دلیل رشد ارز، حاشیه سود ناخالص شرکت را در این سال‌ها کاهش داده‌اند. نرخ رشد هزینه‌های متغیر به ازای هر واحد همگن در سال‌های ۹۰، ۹۱ و ۹۲ به ترتیب ۱، ۶۴ و ۱۵ درصد بوده در حالی که نرخ رشد قیمت فروش همگن تراکتور در همین سال‌ها به ترتیب ۸، ۴۱ و ۲۶ درصد بوده؛ این مسئله نشان می‌دهد در شرایطی که بنا به دلایلی همچون تورم ناگهانی و شدید، هزینه‌های شرکت به میزان غیر متعارف افزایش یابد، ممکن است حاشیه سود ناخالص شرکت برای یک دوره کاهش یابد، اما با تصویب نرخ‌های جدید فروش محصولات، حاشیه سود به سطح عادی خود باز خواهد گشت.

رشد ناگهانی هزینه‌های حقوق و دستمزد در سال ۹۰ و افزایش قابل توجه بهای کالا و مواد مستقیم در سال ۹۱ به دلیل رشد ارز، حاشیه سود ناخالص شرکت را در این سال‌ها کاهش داده‌اند. نرخ رشد هزینه‌های متغیر به ازای هر واحد همگن در سال‌های ۹۰، ۹۱ و ۹۲ به ترتیب ۱، ۶۴ و ۱۵ درصد بوده در حالی که نرخ رشد قیمت فروش همگن تراکتور در همین سال‌ها به ترتیب ۸، ۴۱ و ۲۶ درصد بوده؛ این مسئله نشان می‌دهد در شرایطی که بنا به دلایلی همچون تورم ناگهانی و شدید، هزینه‌های شرکت به میزان غیر متعارف افزایش یابد، ممکن است حاشیه سود ناخالص شرکت برای یک دوره کاهش یابد، اما با تصویب نرخ‌های جدید فروش محصولات، حاشیه سود به سطح عادی خود باز خواهد گشت.

جدول ۴ - بهای تمام شده ثابت و متغیر تایرا (میلیون ریال)

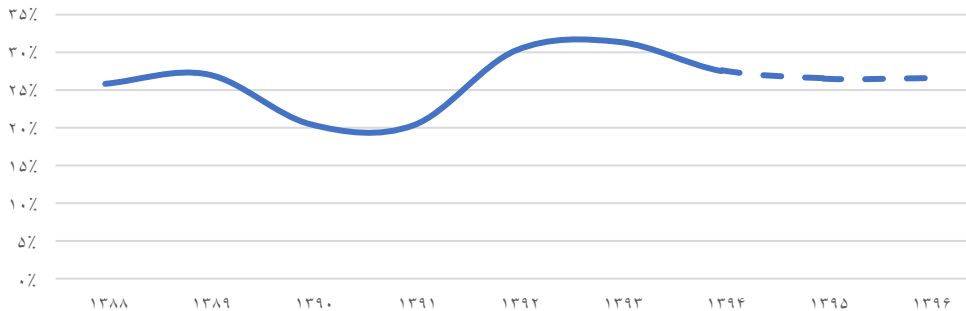
سال	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	رشد متوسط سالانه	۶ ماهه ۱۳۹۵	۱۳۹۵ کارشناسی	۱۳۹۶ کارشناسی	توضیحات
حقوق و دستمزد	۴۵۵.۲۱۳	۵۰۱.۶۸۶	۹۴۵.۴۳۷	۶۸۱.۹۴۷	۸۵۹.۹۰۹	۱.۱۰۸.۹۷۰	۱.۲۰۱.۲۴۱۶	٪۱۸	۶۱۸.۰۳۷	۱.۳۲۱.۵۵۷	۱.۴۵۳.۷۱۳	
سربار ثابت	۱۸۳.۴۰۹	۸۰.۰۰۸	۱۶۴.۹۱۱	۳۶۶.۲۳۶	۳۹۱.۴۹۸	۳۵۹.۴۳۴	۱۹۷.۶۸۳	-	۸۰.۰۹۴	۲۱۷.۴۵۲	۲۳۹.۱۹۷	
جمع هزینه ثابت	۶۳۸.۶۲۲	۵۸۱.۶۹۴	۱.۱۱۰.۳۴۸	۱.۰۴۸.۱۸۳	۱.۲۵۱.۴۰۷	۱.۴۶۸.۳۹۴	۱.۳۹۹.۰۹۹	٪۱۴	۶۹۸.۱۳۱	۱.۵۳۹.۰۰۹	۱.۶۹۲.۹۱۰	
هزینه متغیر به ازای هر محصول (همگن)	۷۲	۷۷	۷۸	۱۲۷	۱۴۷	۱۶۲	۱۹۷	٪۱۸	۱۹۰	۱۹۷	۲۱۷	
نرخ فروش همگن	۱۳۰	۱۳۸	۱۴۹	۲۱۰	۲۶۴	۲۹۸	۳۶۶	٪۱۹	۳۴۹	۳۵۱	۳۸۶	
نرخ تورم	٪۸	٪۲۴	٪۲۴	٪۳۷	٪۲۰	٪۱۴	٪۹	٪۲۱				
نرخ دلار	۹۹۸	۱.۰۳۹	۱.۳۹۶	۲.۶۵۱	۳.۱۳۵	۳.۲۶۹	۳.۴۲۰	٪۲۲				

پیش‌بینی بهای تمام‌شده کالای فروش رفته و حاشیه سود ناخالص در سال‌های ۹۵ و ۹۶

برای پیش‌بینی هزینه‌های ثابت، در سال ۹۵ و ۹۶ رشدی در حدود تورم (۱۰ درصد) در نظر گرفته‌ایم. در گزارش شش ماهه سال ۱۳۹۵ شرکت هزینه‌های متغیر به ازای هر واحد همگن نسبت به سال گذشته ۴۶ درصد کاهش یافته است؛ برای حفظ اصل محافظه‌کاری این عدد را برای سال ۹۵ معادل با سال ۹۴ در نظر گرفته و برای سال ۹۶ با رشد ۱۰ درصدی (معادل افزایش نرخ احتمالی محصولات شرکت) در محاسبات لحاظ کرده‌ایم. با این مفروضات حاشیه سود شرکت برای سال‌های ۹۵ و ۹۶ در محدوده ۲۶ درصد باقی خواهد ماند.

حاشیه سود ناخالص شرکت در سال ۱۳۹۵ احتمالاً نسبت به سال ۱۳۹۴ با کاهش جزئی همراه خواهد بود چرا که قیمت محصولات در این سال بدون تغییر یا حتی با کاهش جزئی نسبت به سال ۱۳۹۴ به فروش رفته‌اند.

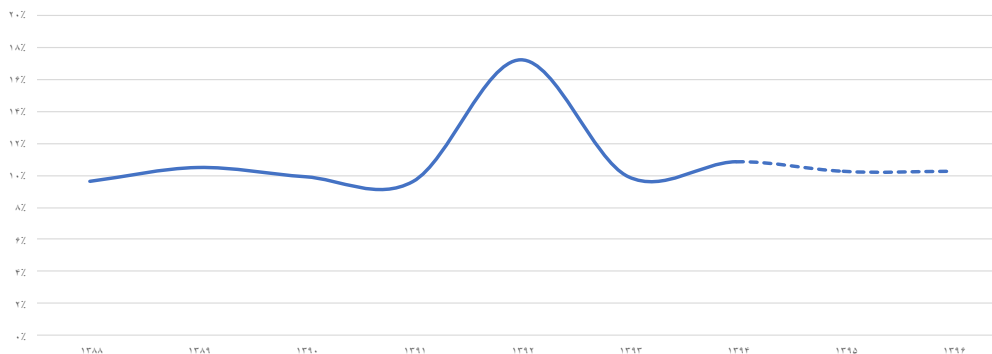
نمودار ۸ - حاشیه سود ناخالص



حاشیه سود عملیاتی

در سال ۹۲ شرکت چیزی در حدود ۷۵ میلیارد تومان بیش از میزان معمول ذخیره مطالبات مشکوک‌الوصول در نظر گرفته و همین امر باعث شده نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش نسبت به درآمد رشد غیر معمولی داشته باشد. اگر از این استثنا بگذریم، در سایر سال‌ها نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش نسبت به درآمد عدد تقریباً ثابتی در حدود ۱۰ درصد بوده است.

نمودار ۹ - نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش به درآمد

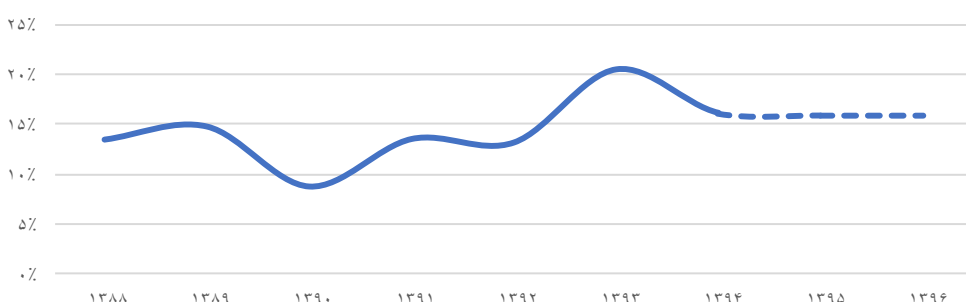


نسبت ثابت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش به درآمد شرکت (۱۰ درصد) موجب شده حاشیه سود عملیاتی نیز مانند حاشیه سود ناخالص با ثبات بوده و در محدوده ۱۳ تا ۱۷ درصد قرار گیرد.

سایر درآمدها و هزینه‌های عملیاتی تایرا شامل مواردی از قبیل تسعیر نرخ ارز، فروش ضایعات، هزینه‌های جذب نشده و ... است. این عدد در صورت سود و زیان شرکت نوسان بسیار زیادی داشته و مقادیری از منفی ۱۱ میلیارد تا ۱۵ میلیارد تومان را به خود گرفته است. اما از آنجا که در اکثر سال‌ها عدد نسبتاً ناچیزی نسبت به درآمد شرکت بوده از صرف زمان برای بررسی دقیق‌تر آن در این گزارش منصرف شده‌ایم.

به دلیل با ثبات بودن هزینه‌های عمومی، اداری و فروش نسبت به درآمد، نمودار حاشیه سود عملیاتی شرکت به استثناء سال ۱۳۹۰ شکلی تقریباً شبیه به نمودار حاشیه سود ناخالص به خود گرفته و مقدار تقریباً با ثباتی بین ۱۳ تا ۱۷ درصد دارد (نمودار ۱۰).

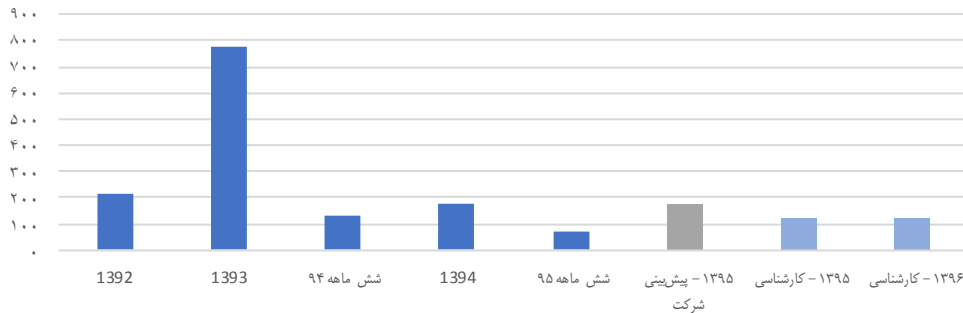
نمودار ۱۰ - حاشیه سود عملیاتی



درآمد سرمایه‌گذاری در شرکت سیبا موتور

تراکتورسازی در شراکت با گروه بهمن خودرو، مالک ۴۹ درصد از سهام سیبا موتور است. ظاهراً این شرکت در سال ۹۳ سود استثنایی را به ثبت رسانده که پایدار نبوده و در سال‌های ۹۴ و ۹۵ (بنا بر گزارش‌های ۶ و ۹ ماهه تایرا) کاهش یافته است. درصد تقسیم سود سیبا موتور در سال‌های ۹۲ الی ۹۴ به ترتیب ۷۶، ۹۸ و ۸۸ درصد بوده است.

نمودار ۱۱ - سود خالص سیبا موتور (میلیارد ریال)

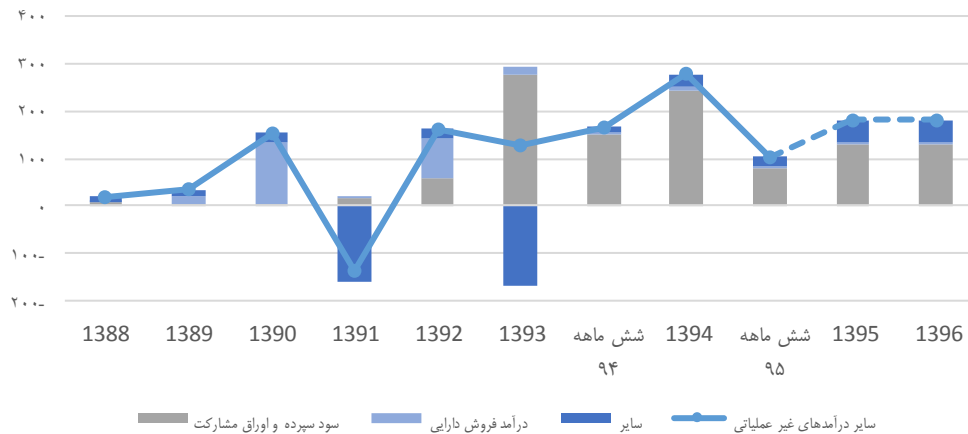


سود سیباموتور، به غیر از سال استثنایی سال ۹۳، در محدوده ۲۰ میلیارد تومان بوده است. با توجه اطلاعات منتشرشده نه ماهه سال ۱۳۹۵ شرکت، انتظار می‌رود سود این شرکت در سال جاری به کمتر از ۱۵ میلیارد تومان کاهش یابد.

سایر درآمدهای غیر عملیاتی

اصلی‌ترین بخش درآمدهای غیر عملیاتی شرکت را سود سپرده و اوراق مشارکت تشکیل می‌دهد (نمودار ۱۲). سایر موارد در درآمدهای غیر عملیاتی شامل سود و زیان تسعیر ارز، سود و زیان فروش سرمایه‌گذاری‌ها، فروش ضایعات، درآمد اجاره و ... است. این عدد در سال ۹۳ به دلیل شناسایی ضرر ۱۶۶۶ میلیارد تومانی (معادل با بهای تمام شده سرمایه‌گذاری) در شرکت‌های ونیران و تاجیران به همراه ضرر ۲۶۷ میلیارد تومانی تسعیر ارز، و در سال ۹۱ به دلیل شناسایی ضرر تسعیر ارز معادل با ۱۶۶۶ میلیارد تومان به شدت کاهش یافته است. در شش ماهه نخست سال جاری با کاهش ۲۷ درصدی وجوه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و کاهش بازدهی این دارایی‌ها از ۱۵ به ۱۱ درصد، درآمدهای غیر عملیاتی شرکت نسبت به دوره مشابه در سال گذشته، ۲۷ درصد کاهش یافته است.

نمودار ۱۲ - سایر درآمدهای غیر عملیاتی (میلیارد ریال)



درآمدهای غیر عملیاتی در ۸ سال گذشته به طور متوسط ۱۳ درصد از سود خالص شرکت را تشکیل داده‌اند.

اصلی‌ترین درآمد غیر عملیاتی تایرا مربوط به سود سپرده و اوراق مشارکت است. نرخ بازدهی کسب شده توسط شرکت از محل موجودی نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت در سال‌های گذشته بسیار کمتر از نرخ بازده بانکی معمول بوده است.

نکته جالب توجه کسب بازدهی بسیار ضعیف از موجودی نقد و اوراق مشارکت است. بنا بر محاسبات انجام شده، نرخ بازدهی به دست آمده از موجودی نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت (عمدتاً در اوراق مشارکت) در سال‌های ۸۸ تا ۹۴ به شرح جدول ۳ است. همانگونه که مشاهده می‌شود نرخ بازدهی به دست آمده بسیار کمتر از نرخ بازده بانکی معمول کشور است. در سال‌های ۹۳ و ۹۴ نرخ بازدهی کسب شده توسط شرکت کمی رشد کرده که شاید نشان از بهبود مدیریت وجوه شرکت باشد.

جدول ۳ - بازدهی متوسط وجوه نقد و اوراق مشارکت (میلیون ریال)

۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	شش ماهه ۹۵
۲۰۷,۲۳۲	۱۸۵,۱۲۳	۲۶۷,۲۸۶	۴۱۰,۱۲۳	۵۸۳,۶۸۸	۴۵۴,۲۲۲	۸۴۳,۶۸۰	۱,۱۶۲,۲۷۱
۶,۱۲۱	۴,۱۷۱	۲۵۳,۰۶۹	۲۱۸,۳۰۰	۲,۵۹۱,۳۰۲	۱,۸۱۶,۴۴۳	۷۶۰,۸۳۴	۱۲۸,۴۸۲
۲۱۳,۴۹۳	۱۸۹,۳۰۴	۵۲۰,۳۵۵	۶۲۸,۴۲۳	۳,۱۷۴,۹۹۱	۲,۲۷۱,۲۶۵	۱,۶۰۴,۵۱۴	۱,۲۹۰,۷۵۳
۸۵۸۲	۳,۳۶۴	۴,۳۸۳	۱۴,۲۹۹	۵۸,۵۲۸	۳۷۷,۰۶۵	۲۴۲,۴۹۰	۸۰,۸۱۰
	%۲	%۱	%۲	%۳	%۱۰	%۱۳	%۱۱

سود خالص تلفیقی

پیش‌بینی می‌شود سود سال ۱۳۹۶ با ۱۰ درصد افزایش نسبت به سال ۹۵ بالغ بر ۱۳۵ میلیارد تومان (۷۳,۲) تومان به ازای هر سهم) گردد.

بنا بر مفروضات ارائه شده، سود خالص تلفیقی شرکت برای سال ۱۳۹۵، ۱۲۲ میلیارد تومان و برای سال ۱۳۹۶، ۱۳۵ میلیارد تومان پیش‌بینی می‌شود. پیش‌بینی رشد ۱۰ درصدی قیمت در سال ۹۶ نسبت به سال ۹۵ علت اصلی رشد ۱۱ درصدی سود سال ۱۳۹۶ نسبت به سال ۱۳۹۵ است.

دلیل اصلی تفاوت سود پیش‌بینی شده برای سال ۹۵ با بودجه اعلامی شرکت، اختلاف حاشیه سود ناخالص است. شرکت حاشیه سود ناخالص خود را برای این دوره برابر با ۲۰ درصد در نظر گرفته، در حالی که بنا بر مفروضات ارائه شده این عدد را برای سال ۹۵ معادل با ۲۶ درصد تخمین زده‌ایم.

جدول ۴ - سود خالص (میلیون تومان)

	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	کارشناسی		بودجه
								۱۳۹۵	۱۳۹۶	
فروش همگن کل	۲۶,۴۴۰	۲۴,۹۹۳	۲۷,۱۲۴	۲۶,۳۱۴	۳۳,۵۵۶	۳۵,۲۲۶	۲۰,۶۵۱	۲۵,۸۹۴	۲۵,۵۰۰	۲۵,۵۷۲
قیمت فروش همگن	۱۳	۱۳,۸	۱۴,۹	۲۱	۲۶,۴	۲۹,۸	۲۶,۶	۲۵,۸	۲۵,۱	۲۹,۸
حاشیه سود ناخالص (درصد)	۲۶	۲۷	۲۱	۲۰	۳۰	۳۲	۲۸	۲۰	۲۶	۱۷
درآمد سرمایه‌گذاری در سیبا موتور	-	-	-	-	۱۰,۶۰۰	۳۸,۰۹۷	۸,۸۲۱	۸,۷۹۱	۶,۱۵۸	۷,۴۱۸
سایر درآمدهای غیر عملیاتی	۱,۹۴۳	۳,۳۱۳	۱۵,۴۰۴	(۱۳,۷۵۶)	۱۶,۲۹۳	۱۲,۸۳۳	۲۷,۶۸۱	۱۸,۹۶۶	۱۸,۰۶۵	۱۷,۲۳۵
سود خالص	۱۱,۷۶۵	۳۴,۰۹۱	۲۸,۵۶۵	۳۱,۷۶۳	۹۲,۸۱۳	۱۸۹,۹۴۶	۱۰۱,۳۲۶	۸۸,۶۵۳	۱۲۱,۹۸۵	۷۴,۴۲۰
سود هر سهم (تومان)	۵,۱	۱۷,۵	۱۵,۷	۱۶,۷	۵۰,۲	۱۰۳,۵	۵۶	۴۸,۶	۶۶,۲	۴۱,۱

فرصت‌های رشد، ریسک‌ها و آنالیز حساسیت

- به طور تقریبی هر یک درصد تغییر در حجم فروش همگن (معادل ۲۵۰ واحد همگن)، سود خالص شرکت را ۲ درصد (معادل یک تومان به ازای هر سهم) تغییر می‌دهد.
- شرکت تراکتور سازی در سال ۱۳۹۴ یکی از رکودی‌ترین دوران تاریخی خود را سپری کرده است. میانگین فروش کل محصولات شرکت در ۸ سال گذشته، ۲۶ هزار واحد همگن بوده در حالیکه فروش همگن در سال ۱۳۹۴ به محدوده ۲۰ هزار واحد همگن کاهش یافته است. با توجه به حاشیه سود عملیاتی تقریباً با ثبات، با تغییر ۱۰۰۰ واحدی فروش همگن، سود خالص شرکت ۱۰ میلیارد تومان (چیزی در حدود ۸ درصد) تغییر می‌کند. در صورتیکه فروش صادراتی شرکت مجدداً دوران پررونق خود را آغاز کند، و همچنین، با ایجاد محرکهایی برای تقاضای داخلی، افزایش فروش همگن کل، از محدوده ۲۵ هزار واحد پیش‌بینی شده برای سال ۱۳۹۶ به محدوده ۳۰ هزار واحد همگن قابل حصول است. در این صورت، رشد ۳۰ درصدی سودآوری نسبت به پیش‌بینی سال ۹۶، قابل حصول است.
- بهبود عملکرد داخلی شرکت نیز می‌تواند بر سودآوری شرکت موثر باشد. کاهش هزینه‌ها و بهبود حاشیه سود ناخالص شرکت به میزان دو درصد، سود خالص را با ۱۴ درصد رشد به ۱۵۴ میلیارد تومان خواهد رساند. با این حال، با توجه به اینکه نزدیک به ۸۰ درصد از هزینه‌های شرکت متغیر و شامل هزینه مصرفی است، کاهش بهای تمام شده شرکت با دشواری روبروست. حاشیه سود شرکت در سطحی باثبات نسبت به میانگین تاریخی خود قرار دارد و انتظار تغییرات با اهمیت در آن وجود ندارد.
- درآمدهای غیر عملیاتی و رشد سود شرکت سیبا موتور نیز می‌توانند اهرمی برای رشد سودآوری شرکت باشند. نرخ بازدهی (سالانه) کسب شده در شش ماهه نخست سال ۱۳۹۵ از محل وجوه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت، تنها ۱۱ درصد بوده؛ اگر شرکت مدیریت موثرتری برای این دو دارایی به کار ببرد، شاید بتوان افزایش درآمد ۱۰ میلیارد تومانی از این محل را انتظار داشت. بعلاوه سیبا موتور، در سالهای رکودی خود به سر می‌برد که با بهبود شرایط شرکت‌های تولیدکننده خودروهایی سنگین، انتظار رشد سودآوری از این محل وجود دارد.
- تاخیر سازمان حمایت در تصویب نرخ فروش محصولات شرکت می‌تواند با کاهش حاشیه سود شرکت، سودآوری شرکت را با مخاطره روبرو سازد. اما از آنجا که ظاهراً نرخ فروش محصولات با توجه به هزینه‌های شرکت تصویب می‌شود، این ریسک نمی‌تواند تأثیری بلند مدت بر حاشیه سود شرکت بگذارد، گرچه در کوتاه مدت می‌تواند سودآوری شرکت را تحت تأثیر قرار دهد.
- در چند سال گذشته هزینه‌های ناگهانی مانند بهای تمام شده ارائه خدمات، ضرر ناشی از سرمایه‌گذاری در کشورهای ونزوئلا و تاجیکستان، تسعیر ارز و ذخیره مطالبات مشکوک‌الوصول و ... سودآوری شرکت را کاهش داده‌اند. با توجه به اینکه عمده ذخایر شرکت اخذ شده، انتظار می‌رود ریسک قابل توجهی از موارد اینچنین شرکت را تهدید نکند.

جدول ۵ - حساسیت سود هر سهم در سال ۹۶ به عوامل مختلف

تغییر (درصد)	سود هر سهم
-	۷۳,۷
افزایش یا کاهش ۱۰ درصدی حجم فروش همگن (۲۸-۲۳ هزار واحد)	۸۶,۸ - ۵۹,۵
افزایش یا کاهش ۱۰ درصدی نرخ فروش (۴۲,۵ - ۳۴,۷) به همراه افزایش یا کاهش ۱۰ درصدی هزینه‌های متغیر همگن (۲۳,۹ - ۱۹,۵ میلیون تومان)	۸۷,۷ - ۵۹,۷
افزایش یا کاهش ۴ درصدی حاشیه سود ناخالص (۳۰ - ۲۲ درصد)	۸۹,۴ - ۶۳,۶

بندهای مهم گزارش حسابرس، سال مالی ۱۳۹۴:

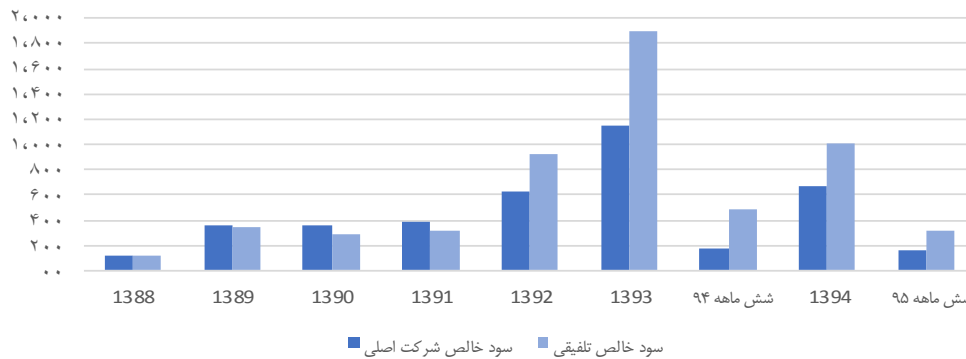
۱. شرکت برای مطالبات ۴۲ میلیارد تومانی خود از دولت ذخیره مطالبات مشکوک الوصول در نظر گرفته؛ اما مطالبات مذکور توسط سازمان حسابرسی تایید شده و شرکت به دنبال وصول آن‌ها است. تا زمان ارائه گزارش حسابرس نیز شرکت موفق به وصول ۷ میلیارد تومان از مبلغ فوق بوده است.

۲. سرمایه‌گذاری‌های شرکت در ونیران و تاجیران با توجه به شرایط دو کشور و ضررده بودن دو شرکت به اندازه بهای تمام شده ۲ سرمایه‌گذاری در سال ۹۳ به عنوان ضرر شناسایی شده و بهای این دو شرکت معادل با صفر در نظر گرفته شده است. همچنین مطالبات از این دو شرکت نیز مشکوک‌الوصول در نظر گرفته شده‌اند.

صورت‌های مالی تلفیقی و اصلی:

با توجه به ماهیت شرکت‌های فرعی گروه تراکتورسازی ایران که به لحاظ عملیاتی مکمل شرکت اصلی بوده و عمده معاملاتی با شرکت اصلی است، صورت‌های تلفیقی شرایط واقعی شرکت را بهتر نشان می‌دهند؛ به همین خاطر در گزارش حاضر صورت‌های تلفیقی مورد استفاده و تحلیل قرار گرفتند. سود خالص تلفیقی و اصلی شرکت تا سال ۸۹ تقریباً برابر بوده‌اند. در سال‌های ۹۰ و ۹۱ این دو عدد کمی از هم فاصله گرفتند اما از سال ۹۲ به بعد میزان سود خالص تلفیقی شرکت بسیار بیشتر از سود خالص شرکت اصلی بوده است. این امر نشان می‌دهد شرکت‌های فرعی سود خالص ساخته اما تقسیم سود نداشته‌اند.

نمودار ۱۳ - سود خالص تلفیقی و اصلی



سود تلفیقی شرکت در سال ۹۳ و ۹۴ به میزان قابل توجهی کمتر از سود شرکت اصلی بوده است. دلیل اصلی این موضوع، عدم تقسیم سود در شرکت مهندسی و تامین قطعات می‌باشد.

ارزشگذاری:

برای ارزش‌گذاری سهام تایرا از مدل DDM استفاده کرده‌ایم. به منظور تخمین سود مورد انتظار به ازای هر سهم در سال ۹۶، سه حالت مختلف برای حجم فروش همگن

با استفاده از روش DDM، در زمان تهیه این گزارش، ارزش هر سهم شرکت ۳۲۷ تومان برآورد می‌شود.

جدول ۶ - سود مورد انتظار به ازای هر سهم در سال ۱۳۹۶

سود هر سهم (تومان)	احتمال وقوع (درصد)	حجم فروش همگن
۵۴,۱	۱۵	۲۲,۰۰۰
۷۳,۲	۶۰	۲۵,۵۰۰
۸۶,۸	۲۵	۲۸,۰۰۰
۷۳,۷		سود مورد انتظار به ازای هر سهم

با توجه به شرایط خاص اقتصاد ایران، ارزشگذاری این شرکت، از منظر سرمایه‌گذاری خارجی، و با توجه به متغیرهای ارزی انجام شده است. β تعدیل شده تایرا ، ۱,۱۵ (رهاورد نوین، عملکرد ۶۰ ماهه) و صرف ریسک سرمایه‌گذاری در بورس تهران را برابر با ۱۵ درصد، بازدهی بدون ریسک دلاری، ۲ درصد و در نتیجه بازدهی مورد انتظار دلاری از این شرکت، معادل ۱۹ درصد محاسبه شده است. رشد حقیقی سود آوری شرکت به صورت دلاری هم، صفر در نظر گرفته شده است. بر این اساس، با فرض تقسیم سود ۹۰ درصدی شرکت، ارزش هر سهم معادل ۳۲۷ تومان در زمان تهیه این گزارش محاسبه شده است.