



کارگزاری آفتاب درخشان خاورمیانه

تحلیل بنیادی پتروشیمی زاگرس

اردیبهشت ۱۳۹۶



پتروشیمی زاگرس

تاریخچه :

شرکت پتروشیمی زاگرس (سهامی عام) در تاریخ ۱۳۷۷/۱۲/۳ با نام شرکت کالا آوران پتروشیمی تاسیس و تحت شماره ۱۴۸۳۴۴ در اداره ثبت شرکتها و مالکیت صنعتی تهران به ثبت رسیده و به موجب صورتجلسه مورخه ۱۳۷۹/۳/۷ مجمع عمومی فوق العاده، نام شرکت از پتروشیمی کالا آوران به پتروشیمی زاگرس تغییر کرده است.

در سال ۱۳۸۵ بهره برداری از متانول اول با ظرفیت ۱/۶۵۰/۰۰۰ تن آغاز شد و شرکت توانست در سال ۱۳۸۸ خط متانول دوم خود هم بهره برداری کند. سهام پتروشیمی زاگرس اردیبهشت سال ۹۰ در فرابورس پذیرش شد و در تاریخ ۲۰ تیرماه همان سال هم با قیمت ۱۲۵۰۰ ریال عرضه عمومی شد. شرکت در همان سال موفق به دریافت پروانه برخورداری از معافیت ماده ۱۳۲ شد.

موضوع فعالیت شرکت :

موضوع فعالیت شرکت، به موجب ماده ۲ اساسنامه آن عبارتست از احداث، راه اندازی، بهره برداری کارخانجات صنعتی به منظور تولید، بازاریابی، فروش، صدور محصولات پتروشیمی و فرآورده های فرعی، مشتقات ذیربط آنها و کلیه فعالیتهای تولیدی، صنعتی، بازرگانی، فنی مهندسی که بطور مستقیم یا غیرمستقیم مربوط به عملیات مذکور می باشد. با رعایت قوانین و مقررات مربوطه شرکت برای نیل به اهداف خود می تواند به عملیات زیر مبادرت نماید :

۱. تشکیل انواع شرکتها و یا مشارکت (حقوقی یا مدنی) با شرکتهای دیگر
۲. مبادرت به خرید و فروش و معاملات بازرگانی داخلی و خارجی
۳. استفاده از تسهیلات مالی و اعتباری بانکها و موسسات اعتباری
۴. ...

سرمایه و ترکیب سهامداران :

سرمایه شرکت در بدو تاسیس مبلغ ۳ میلیون ریال (شامل تعداد ۳۰۰ سهم، به ارزش اسمی هر سهم ۱۰/۰۰۰ ریال) بوده که طی چندین مرحله به مبلغ ۲/۴۰۰/۰۰۰ میلیون ریال (شامل تعداد ۲/۴۰۰/۰۰۰/۰۰۰ سهم، به ارزش اسمی هر سهم ۱/۰۰۰ ریال) افزایش یافته است که آخرین مرحله به شرح زیر است :



تغییرات سرمایه شرکت

تاریخ افزایش سرمایه	درصد افزایش سرمایه	سرمایه جدید ثبت شده (میلیون ریال)	محل افزایش سرمایه
۱۳۷۹	۳	ثبت شرکت با سرمایه اولیه
۱۳۸۲	۳۰۰/۰۰۰	از محل مطالبات حال شده
۱۳۸۳	۶۶	۵۰۰/۰۰۰	از محل آورده نقدی و مطالبات
۱۳۸۴	۱۳۰	۱/۱۵۰/۰۰۰	از محل مطالبات
۱۳۸۶	۱۰۹	۲/۴۰۰/۰۰۰	از محل آورده نقدی و مطالبات

همچنین سهامداران دارای مالکیت بیش از ۱٪ سهام شرکت در پایان سال مالی منتهی به ۱۳۹۵/۱۲/۳۰ به شرح جدول زیر است :

ردیف	نام سهامدار	۱۳۹۵/۱۲/۳۰		۱۳۹۴/۱۲/۲۹	
		تعداد سهام	درصد	تعداد سهام	درصد
۱	نفت و گاز پارسیان	۸۱۶/۴۹۶/۲۹۴	۳۴/۰۲	۸۶۷/۰۳۶/۸۴۹	۳۶/۱۳
۲	الیاف صنعتی مروارید	۴۲۸/۲۶۲/۷۸۹	۱۷/۸۴	۴۲۸/۲۶۲/۷۸۹	۱۷/۸۴
۳	صنعتی شیمی پوشینه	۴۲۶/۷۲۹/۷۸۹	۱۷/۷۸	۴۲۶/۷۲۹/۷۸۹	۱۷/۷۸
۴	پتروشیمی تابان فردا	۵۰۲/۸۰۰/۰۰۰	۲۰/۹۵	۵۰۲/۸۰۰/۰۰۰	۲۰/۹۵
۵	گروه پتروشیمی سرمایه گذاری ایرانیان	۵۹/۵۱۹/۰۰۸	۲/۴۸	۷۶/۲۸۴/۱۳۲	۳/۱۸
	جمع	۲/۲۳۳/۸۰۷/۸۸۰	۹۳/۰۸	۲/۳۰۱/۱۱۵/۵۵۹	۹۵/۸۸

جایگاه شرکت در صنعت :

طبق آمار موجود منتشره توسط موسسه ی IHS ، در سال ۲۰۱۶ ، ظرفیت اسمی تولید متانول جهان بالغ بر ۱۲۶/۵ میلیون تن بوده است. در شرایط فعلی کشور ، توان تولید متانول ۵ میلیون تن است که ۴ درصد کل ظرفیت اسمی متانول جهان را پوشش می دهد. شرکت پتروشیمی زاگرس توانایی تولید قریب به ۶۵ درصد متانول ایران و ۲/۶ درصد متانول جهان را دارا می باشد. پتروشیمی زاگرس در بین شرکتهای فعال در زمینه تولید متانول در کشور ، با حجم فروش معادل مبلغ ۶۱۰،۵۱۸،۳۰۰ میلیون ریال در رده اول قرار دارد. همچنین سهم فروش محصولات مختلف این شرکت از کل بازار داخلی و صادرات به شرح زیر است:

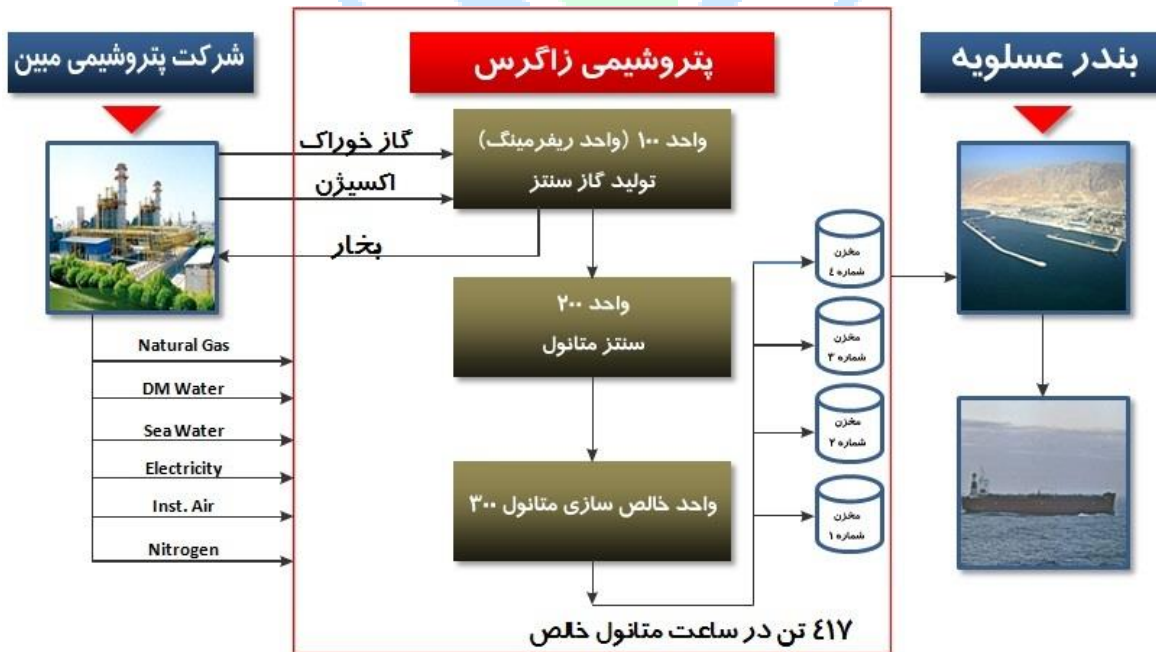


سال مالی منتهی به ۱۳۹۴/۱۲/۲۹		سال مالی منتهی به ۱۳۹۵/۱۲/۳۰		نوع محصول
سهام شرکت از بازار		سهام شرکت از بازار		
صادرات	داخلی	صادرات	داخلی	
میلیون ریال	میلیون ریال	میلیون ریال	میلیون ریال	
۲۵۰/۰۹۵/۱۹۸	۵۴۱/۷۳۸	۳۰/۵۱۸/۶۱۰	۹۱۰/۰۰۸	متانول
-	۳۰۶/۷۵۴	-	۴۹۲/۲۲۳	بخار
۲۵/۰۹۵/۱۹۸	۸۴۸/۴۹۲	۳۰/۵۱۸/۶۱۰	۱/۴۰۲/۲۳۱	جمع

فرآیند تولید :

پتروشیمی زاگرس همانطور که اشاره شد دارای ۲ خط تولید متانول با مجموع ظرفیت ۳/۳۰۰/۰۰۰ تن می باشد. مواد اولیه اصلی برای تولید گاز طبیعی (خوراک و سوخت) و اکسیژن ست که گاز طبیعی از نفت و گاز پارس جنوبی و به واسطه پتروشیمی مبین دریافت می شود. قابل ذکر ست که اکسیژن مصرفی زاگرس هم از پتروشیمی مبین تامین می گردد.

برای تولید ۳ میلیون و ۳۰۰ هزار تن متانول ، در صورتی که خطوط طبق شرایط استاندارد کار کنند ، نیاز به ۱۴۷۴*۲ میلیون متر مکعب گاز طبیعی (شامل سوخت و خوراک) و ۶۳۴*۲ میلیون متر مکعب اکسیژن می باشد. شمایی از خط تولید زاگرس را در شکل زیر می بینید :





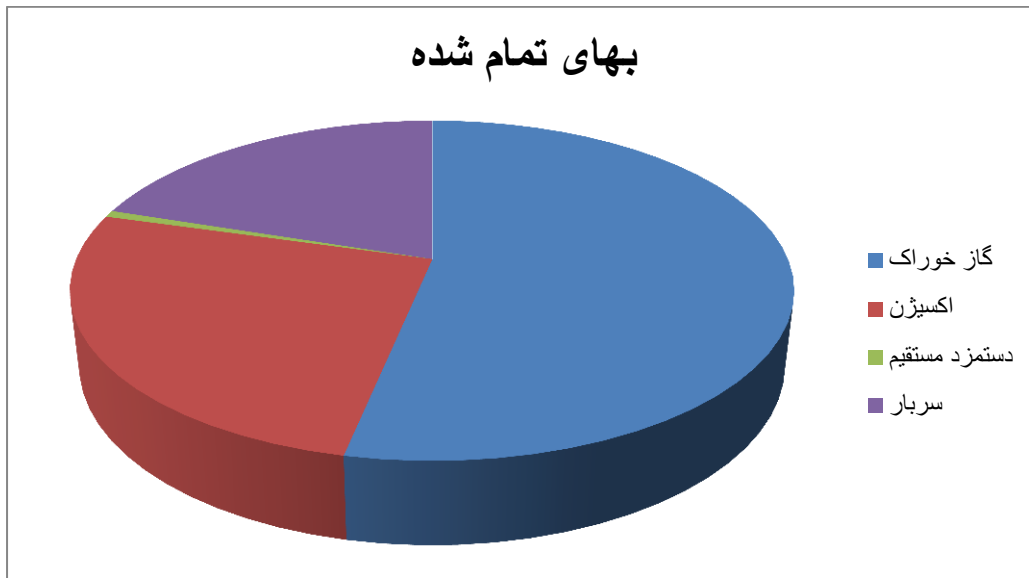
نگاهی به صورت سود و زیان دو سال گذشته:

واقعی ۹۵	واقعی ۹۴	
۳۱,۹۲۰,۸۴۱	۲۵,۹۴۳,۶۹۰	فروش
۱۶,۴۶۷,۱۳۷	۱۶,۳۷۷,۹۶۲	بهای تمام شده کالای فروش رفته
۱۵,۴۵۳,۷۰۴	۹,۵۶۵,۷۲۸	سود (زیان) ناخالص
۵,۹۵۶,۹۸۸	۵,۵۴۳,۲۱۹	هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی
۷۴,۴۰۶	۳۰۹,۵۱۹	خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی
۹,۵۷۱,۱۲۲	۳,۷۱۲,۹۹۰	سود (زیان) عملیاتی
۹۵,۹۲۹	۱۲۰,۸۶۷	هزینه های مالی اداری
۱۶۷,۵۹۷	۱۷۷,۷۵۰	درآمد حاصل از سرمایه گذاریها
۴۵,۳۵۴	۱۳,۶۴۱	خالص درآمد (هزینه) های متفرقه
۹,۶۸۸,۱۴۴	۳,۷۸۳,۵۱۴	سود (زیان) قبل از اقلام غیرمترقبه، اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری
۰	۰	اقلام غیرمترقبه اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری و مالیات
۹,۶۸۸,۱۴۴	۳,۷۸۳,۵۱۴	سود و زیان قبل از کسر مالیات
۰	۰	مالیات
۹,۶۸۸,۱۴۴	۳,۷۸۳,۵۱۴	سود (زیان) خالص پس از کسر مالیات
۳,۹۸۸	۱,۵۴۷	سود عملیاتی هر سهم
۴,۰۳۷	۱,۵۷۶	سود هر سهم قبل از کسر مالیات
۴,۰۳۷	۱,۵۷۶	سود هر سهم پس از کسر مالیات
۲,۴۰۰,۰۰۰	۲,۴۰۰,۰۰۰	سرمایه

پتروشیمی زاگرس با توجه به افزایش میزان تولید و فروش متانول و همچنین افزایش نرخ فروش متانول نسبت به سال ۹۴ توانسته ۲۳ درصد مبلغ فروش خود را افزایش دهد. عمده فروش شرکت صادراتی و به کشور چین است که نشان می دهد نرخ دلار و شرایط اقتصادی چین در فروش شرکت تعیین کننده هستند.

از طرفی با توجه به کاهش نرخ خوراک گاز مصرفی از ۳۵۴۹ به ۳۰۳۵ ریال بهای تمام شده شرکت تغییری نکرده است، همین دو عامل در کنار هم باعث افزایش سود ناخالص شده است.

در شکل زیر ترکیب بهای تمام شده در سال ۹۵ را می بینیم. عمده بهای تمام شده را مواد مستقیم که شامل گاز خوراک (قابل ذکر بیش از ۹۵ درصد گاز را خوراک تشکیل می دهد و مابقی سوخت است) و اکسیژن می باشد، تشکیل می دهند. نزدیک به یک سوم سربار ساخت را دستمزد و یک سوم هم مربوط به یوتیلیتی مصرفی شرکت است. گاز خوراک و اکسیژن و یوتیلیتی مصرفی شرکت با نرخ ارز دولتی محاسبه می شود.



نزدیک به ۷۵ درصد هزینه اداری و فروش مربوط حمل و نقل فروش است که طبیعتاً به میزان فروش و نرخ دلار و هزینه اجاره کشتی بستگی دارد.

درآمد سایر عملیاتی ناشی از تسعیر ارز است. عمده درآمدهای غیرعملیاتی ناشی از سود سپرده بانکی شرکت است.

عوامل تاثیر گذار بر سود شرکت :

با توجه به توضیحات فوق مهمترین عوامل و تاثیر گذارترین آن ها بر سود شرکت به شرح زیر می باشد :

۱. مقدار فروش
۲. نرخ دلار آزاد (تاثیر گذار بر مبلغ فروش و هزینه حمل و نقل)
۳. نرخ دلار دولتی (تاثیر گذار بر بهای تمام شده اعم از مبلغ خرید گاز خوراک و اکسیژن و یوتیلیتی و شامل ریسک تک نرخی شدن ارز)
۴. نرخ گاز طبیعی جهانی
۵. نرخ جهانی متانول
۶. هزینه جهانی حمل و نقل
۷. نرخ دلاری اکسیژن



۳,۱۳۵,۰۰۰	فروش متانول	پیش بینی ۹۶	
۳۷,۵۰۰	نرخ ارز (فروش)	۳۴,۲۲۵,۴۰۵	فروش
۳۳,۰۰۰	نرخ ارز (خرید)	۱۸,۳۴۳,۱۹۸	بهای تمام شده کالای فروش رفته
۸۹	هزینه انتقال گاز خوراک برای هر متر مکعب (ریال)	۱۵,۸۸۲,۲۰۷	سود (زیان) ناخالص
۹,۵۰	نرخ خوراک سنت	۶,۰۷۸,۸۳۱	هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی
۵,۴۸	نرخ سوخت سنت	۰	خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی
۱۰,۶۰	نرخ اکسیژن دلاری	۹,۸۰۳,۳۷۶	سود (زیان) عملیاتی
۳,۲۲۴	نرخ خوراک ریالی	۱۸۰,۰۰۰	هزینه های مالی اداری
۱,۸۹۹	نرخ سوخت ریالی	۰	درآمد حاصل از سرمایه گذاریها
۳,۴۹۸	نرخ اکسیژن ریالی	۱۲۰,۰۰۰	خالص درآمد (هزینه) های متفرقه
۲۹۰	نرخ متانول دلاری	۹,۷۴۳,۳۷۶	سود (زیان) قبل از ارقام غیرمترقبه، اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری
۴۰	هزینه حمل و نقل دلاری	۰	ارقام غیرمترقبه اثرات انباشته تغییر در اصول و روشهای حسابداری و مالیات
۵۲۰,۴۰۵	مبلغ فروش بخار به میلیون ریال	۹,۷۴۳,۳۷۶	سود و زیان قبل از کسر مالیات
		۰	مالیات
		۹,۷۴۳,۳۷۶	سود (زیان) خالص پس از کسر مالیات
		۴,۰۸۵	سود عملیاتی هر سهم
		۴,۰۶۰	سود هر سهم قبل از کسر مالیات
		۴,۰۶۰	سود هر سهم پس از کسر مالیات
		۲,۴۰۰,۰۰۰	سرمایه

در میان عوامل فوق بحث نرخ خوراک از اهمیت خاصی برخوردار است که طبق اعلام وزارت نفت طبق فرمول زیر محاسبه می شود

قیمت گاز طبیعی تعیین شده در بازار * ۰,۵ + معدل وزنی قیمت داخلی و وارداتی و صادراتی * ۰,۵ = قیمت گاز طبیعی

که معدل وزنی قیمت داخلی و وارداتی و صادراتی از فرمول زیر محاسبه می شود

$$\text{معدل وزنی قیمت داخلی} = \frac{\text{کل پرداختی برای واردات} + \text{درآمد حاصل از صادرات} + \text{قیمت متوسط فروش سایر مصارف داخلی} * (\text{مقدار واردات} - \text{مقدار فروش سایر مصارف داخلی})}{\text{مقدار صادرات} + \text{مقدار فروش سایر مصارف داخلی}}$$



منظور از قیمت گاز طبیعی در بازار تعیین شده عبارت است از متوسط قیمت گاز در هر ماه در هابهای تعیین شده به عنوان نشانگر قیمت‌های عمده فروشی گاز طبیعی در مناطق رقیب در توسعه صنعت پتروشیمی ایران، شامل هنری هاب آمریکا، هاب آلبرتا کانادا و هابهای NBP انگلیس و FFT هلند. قیمت گاز طبیعی معمولاً در بازار اروپا گرانتر از آمریکا است. در میان هاب های ذکر شده دسترسی به قیمت های هاب هنری آمریکا از طریق سایت های Livedata.ir و Investing.com آنلاین در دسترس است. قیمت های ارائه شده به صورت دلار در میلیون MBTU است و از آن جایی که هر متر مکعب گاز طبیعی برابر با ۰,۰۳۵۳۱۵ میلیون MBTU است پس برای تبدیل آن به سنت در متر مکعب ابتدا باید عدد تابلو را در ۲۸,۳۱۵ ضرب می کنیم و سپس عدد بدست آمده را در ۱۰۰ ضرب می کنیم تا به دلار بر متر مکعب برسیم. در طول ۲ ماه گذشته افت قیمت جهانی متانول از یک طرف و افزایش قیمت جهانی گاز طبیعی از طرف دیگر باعث کاهش حاشیه سود متانول سازان شده است.

در مورد میزان فروش باید یادآور شویم که دو طرح پتروشیمی کاوه با ظرفیت اسمی ۲ میلیون و ۳۰۰ هزار تن و پتروشیمی مرجان با ظرفیت اسمی ۱ میلیون و ۶۵۰ هزار تن بر طبق برنامه ها تا پایان سال به بهره برداری می شوند. قابل ذکر است که ۳۴ درصد مرجان متعلق به زاگرس است. از طرفی طرح های توسعه تبدیل متانول به پروپیلن و الفین در چین با ظرفیت بیش از ۳ میلیون تن به بهره برداری خواهند رسید. در مجموع بهره برداری از این طرح ها به نوعی ریسک فروش شرکت را بالا می برد ولی در نهایت حاشیه سود ناخالص تبدیل کنندگان متانول به پروپیلن و الفین تعیین کننده قیمت های جهانی و میزان فروش شرکت خواهد بود. در نهایت اینکه افزایش قیمت های پلی الفین ها و پلی پروپیلن ها با فاصله زمانی در نهایت باعث افزایش توان فروش متانول سازان خواهد شد.

از ریسک های بسیار مهم پتروشیمی زاگرس تک نرخی شدن دلار است که مستقیماً باعث افزایش بهای تمام شده و در نتیجه کاهش حاشیه سود ناخالص شرکت می شود. در مورد نرخ فروش ۳۷۵۰۰ ریالی که شرکت برای فروش در نظر گرفته به نظر نرخ منطقی است.

طبیعتاً با رونق اقتصاد جهانی و روند صعودی در کامودیتی ها نرخ اجاره کشتی ها هم بالا خواهد رفت. برای پیگیری روند جهانی نرخ ها می توان از شاخص BDI استفاده کرد.

نگاهی به تاثیر تغییرات عوامل مهم بر سود :

در ادامه به ارائه جداول آنالیز حساسیت تک متغیره بر سود شرکت می پردازیم. اهمیت این جداول در آن است که اجاره عکس العمل مناسب در مقابل خبرهای متفاوت را برای معامله کردن می دهد.

توجه شود که در هر جدول با فرض ثبات تمام عوامل (نسبت به پیش بینی شرکت برای سال ۹۶) که در جدول بالاتر آمده است تنها اثر تغییر یک عامل در نظر گرفته شده و در دریف دوم سود به ازای هر سهم برآورد شده است.



نرخ دلار						
۴۰،۰۰۰	۳۹،۰۰۰	۳۸،۰۰۰	۳۷،۰۰۰	۳۶،۰۰۰	۳۵،۰۰۰	نرخ دلار آزاد
۴،۹۰۸	۴،۵۸۱	۴،۲۵۵	۳،۹۲۸	۳،۶۰۲	۳،۲۷۵	EPS
نرخ خوراک (سنت بر متر مکعب)						
۱۳	۱۲	۱۱	۱۰	۹	۸	نرخ خوراک
۲،۷۶۴	۳،۱۴۳	۳،۵۲۳	۳،۹۰۲	۴،۲۸۱	۴،۶۶۱	EPS
نرخ فروش متانول (دلار در تن)						
۴۰۰	۳۵۰	۳۲۰	۳۰۰	۲۸۰	۲۶۰	نرخ فروش
۹،۴۸۰	۷،۰۳۱	۵،۵۶۱	۴،۵۸۱	۳،۶۰۲	۲،۶۲۲	EPS
افزایش نرخ دلار دولتی (با فرض دلار آزاد ۳۷۵۰۰ ، در ستون ۵ سود در صورت تک نرخی شدن برآورد شده ست)						
۳۸،۰۰۰	۳۷،۵۰۰	۳۷،۰۰۰	۳۶،۰۰۰	۳۵،۰۰۰	۳۴،۰۰۰	نرخ دلار دولتی
۳،۱۵۴	۳،۲۴۷	۳،۳۴۱	۳،۵۲۹	۳،۷۱۶	۳،۹۰۴	EPS

همانطور که مشاهده می شود سود هر سهم پتروشیمی زاگرس به شدت نسبت به تغییرات نرخ جهانی متانول حساس است و با تغییرات هر چند کوچک سود هر سهم تغییر بسیار مهمی از خود نشان می دهد. همانطور که در سطور بالا توضیح داده شد بهره برداری واحدهای جدید متانول سازی در ایران شرایط را کمی سخت می کند اما مساله مهمتر افزایش ظرفیت واحدهای MTO و MTP چین و همچنین افزایش نرخ محصولات نهایی ساخته شده از متانول است که باعث افزایش حاشیه سود واحدهای تبدیل متانول به پروپیلن و الفین می شود و همین افزایش حاشیه سود باعث افزایش تقاضای متانول و در نهایت نرخ جهانی خواهد شد

اما عامل دوم و مهم دیگر نرخ خوراک پتروشیمی هاست که در شرایط فعلی در حال افزایش و در نتیجه این موضوع باعث افت سود واحدهای پتروشیمی خواهد شد. در نهایت اینکه، همانطور که مشاهده می شود با وجود تمام بحث ها تک نرخی شدن ارز به اندازه دو عامل قبلی بر سود هر سهم تاثیر منفی نخواهد داشت.

بند رفع مسئولیت : این نوشته صرفاً به قصد کمک و افزایش دید خوانندگان محترم نوشته

شده است و هیچ توصیه ای مبنی بر خرید و فروش و نگهداری سهم نمی باشد