

تحلیل بنیادی پتروشیمی غدیر (شغدیر)



شرکت پتروشیمی غدیر
(سهمنگاری)
Ghadeer Petrochemical Co.





علی محسنی

مدیر تحلیل شرکت سیدگردان سرمایه و دانش

سخن نخست

گزارش پیش رو توسط واحد تحلیل سیدگردان سرمایه و دانش با هدف تحلیل و بررسی شرکت پتروشیمی غدیر(با نماد شغدیر) تهیه شده است.

تلاش واحد تحلیل سیدگردان سرمایه و دانش در این گزارشها برآن است تا با رویکردی جامع‌نگر و با استفاده از داده‌های تاریخی و پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی شرکت‌ها از بعد کمی و کیفی، وضعیت فعلی و آتی شرکت‌ها و صنایع را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و از این طریق فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب را - با در نظر گرفتن فاکتور ریسک سرمایه‌گذاری - به عموم سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه معرفی کند.

رویکرد تحلیل بنیادی در واحد تحلیل سیدگردان سرمایه و دانش مبتنی بر بررسی عوامل تأثیرگذار بر اقتصاد، بازارهای مختلف، صنایع و در نهایت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه کشور است. این کار با رصد متغیرهای تأثیرگذار در اقتصاد - در سطح جهانی و داخلی - انجام می‌شود که در نهایت تصویری جامع و به روز از وضعیت شرکت‌ها به دست می‌دهد. به عنوان مثال در شرکت‌های تولیدی، فاکتورهایی نظیر بازار، چشم‌انداز فروش شرکت‌ها در دوره‌های مالی آتی و نیز فاکتورهای تعیین‌کننده در بهای تمام‌شده آن‌ها به صورت تحلیلی مورد واکاوی قرار می‌گیرند.

بیانیه سلب مسئولیت: چشم‌انداز پیشنهادی در تحلیل بنیادی دوره بلندمدت (عموماً بیشتر از یک سال) است و در دوره‌های کوتاه‌مدت، سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه نیازمند بررسی عوامل ریسک در کنار بازده مورد انتظار است. از این رو، اطلاعات منتشره در این گزارش و سایر گزارش‌های تحلیلی منتشره از سوی شرکت سیدگردان سرمایه و دانش به هیچ‌عنوان به منزله پیشنهاد خرید یا فروش اوراق بهادار مورد تحلیل نیست و صرفاً به منظور آشنایی عموم با فرصت‌های نهفته در این شرکت‌ها و صنایع و تشویق به بررسی دقیق‌تر این فرصت‌ها در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری است.

معرفی شرکت پتروشیمی غدیر (شغدیر)

شرکت پتروشیمی غدیر در سال ۱۳۸۱ در زمینی به مساحت ۱۵ هکتار در سایت ۳ منطقه ویژه اقتصادی پتروشیمی ماهشهر تأسیس شد و در دی ۱۳۸۸ به بهره‌برداری رسید. غدیریکی از چهار واحد تولیدکننده عمده پی‌وی‌سی در کشور است و سهمی ۱۲۰ هزار تنی از قریب به ۷۵۰ هزار تن تولید این محصول را در اختیار دارد. این شرکت حدود ۱۶ درصد PVC کشور و کمی کم‌تر از ۱ درصد PVC خاورمیانه را تولید می‌کند. رقبای شرکت پتروشیمی‌های اروند، بند رامام و آبادان هستند.

محصول

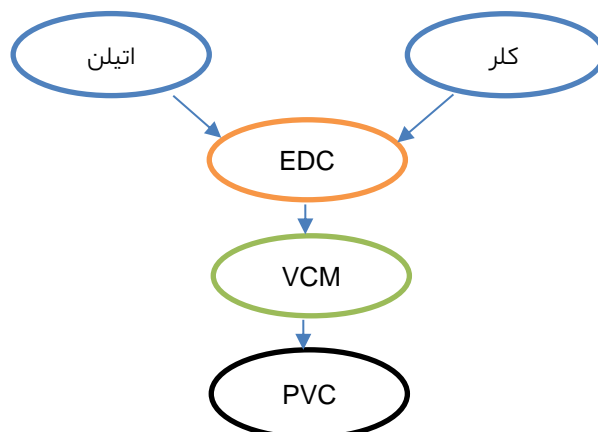
محصول تولیدی شرکت وینیل کلراید مونومر (VCM) با ظرفیت تولید سالانه ۱۵۰ هزار تن و پلی وینیل کلراید (PVC) با ظرفیت تولید سالانه ۱۲۰ هزار تن در سال است که یکی از مهم‌ترین محصولات در زنجیره ارزش صنایع پتروشیمی است. پی‌وی‌سی محصول نهایی شرکت است. این پلیمر سومین پلیمر پر مصرف جهان است که به دو صورت سخت و منعطف تولید می‌شود و در صنایع بسیاری از جمله صنایع ساختمانی، پزشکی، خودرو و الکترونیک استفاده می‌شود. گرید محصول تولیدی شغدیر S65 است که بیشتر در تولید لوله، البسه و کابل‌های برق به کار می‌رود. شرکت مشابه شغدیر در بورس ایران شپترو است که این محصول را تولید می‌کند. نکته اینکه پلیمرها از به هم چسبیدن مولکول‌های مشابه به نام مونومر تشکیل می‌شوند. ماده اولیه تولید پی‌وی‌سی مونومری به نام وینیل کلراید (VCM) است. از به هم چسبیدن مونومرهای VCM، پلی وینیل کلراید یا همان PVC تولید می‌شود. به عبارت دیگر، برای تولید PVC باید ابتدا VCM تولید شود.

خوراک شرکت

خوراک اصلی پتروشیمی غدیر اتیلن و کلراست؛ اتیلن از پتروشیمی‌های کاویان و مارون و کلرا از پتروشیمی اروند تأمین می‌شود. همچنین شرکت مقداری VCM را از پتروشیمی بند رامام خریداری می‌کند و به همراه VCM تولیدی خود در فرآیند تولید محصول نهایی یعنی PVC به کار می‌برد.

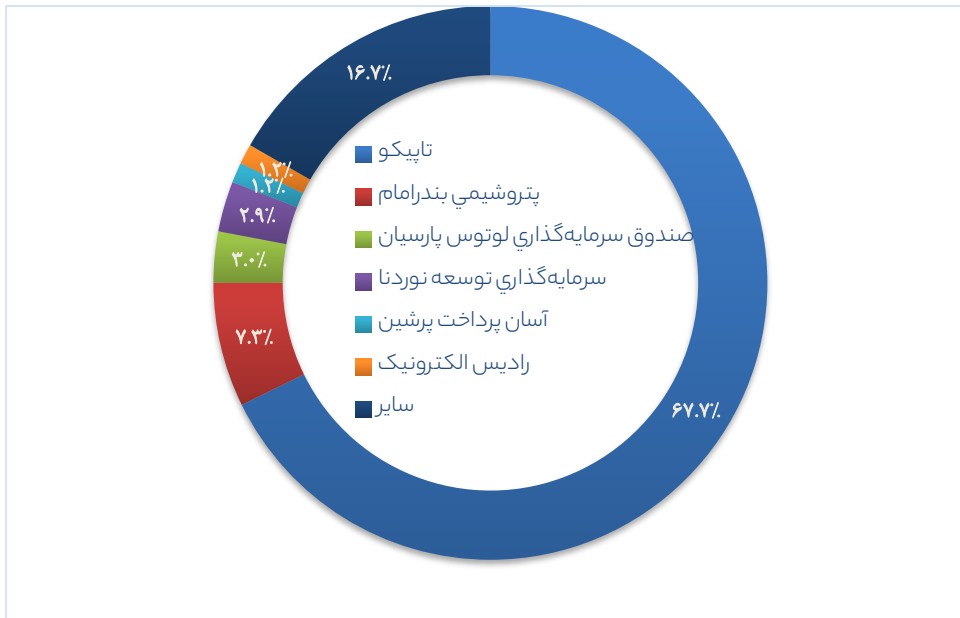
فرآیند تولید

در فرآیند تولید PVC، اتیلن و کلر به محصول نیمه ساخته اتیلن دی کلراید (EDC) تبدیل می‌شوند. از EDC نیز VCM تولید می‌شود در نهایت هم PVC از VCM بدست می‌آید.



سهامداران شرکت

در حال حاضر شرکت پتروشیمی غدیر جزء واحدهای فرعی شرکت سرمایه‌گذاری نفت و گاز و پتروشیمی تامین (تاپیکو) محسوب می‌شود سهامداران شرکت و درصد سهامداری آنها به شرح نمودار زیر هستند.



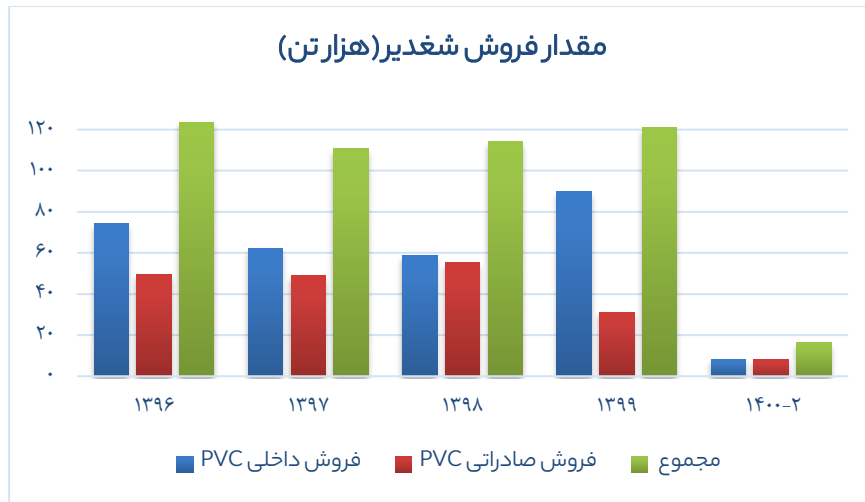
اطلاعات بازار معاملات سهم

سهام شرکت پتروشیمی غدیر با نماد شغدیر در تابلوی اصلی بورس معامله می‌شود. اطلاعات بازار شرکت به صورت زیر است:

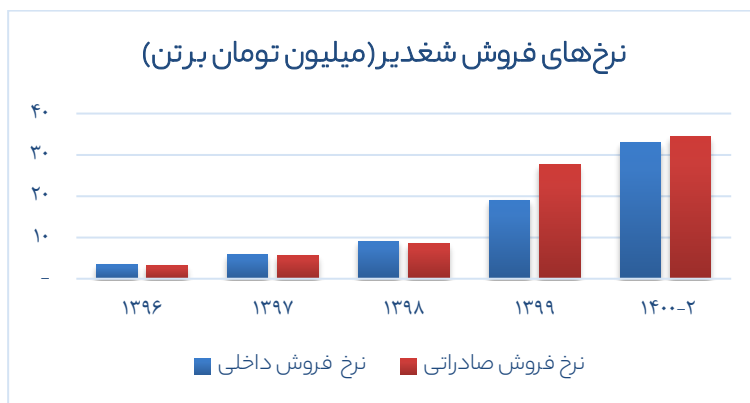
شغدیر	
بازار	بازار دوم بورس
قیمت روز هر سهم (تومان)	۶,۱۰۰
سرمایه (میلیارد تومان)	۱۳۰
ارزش بازار (هزار میلیارد تومان)	۸,۱۴۶
سهام شناور (درصد)	۲۵
PE ttm	۶,۱۷

بررسی عملکرد سود و زیانی شرکت

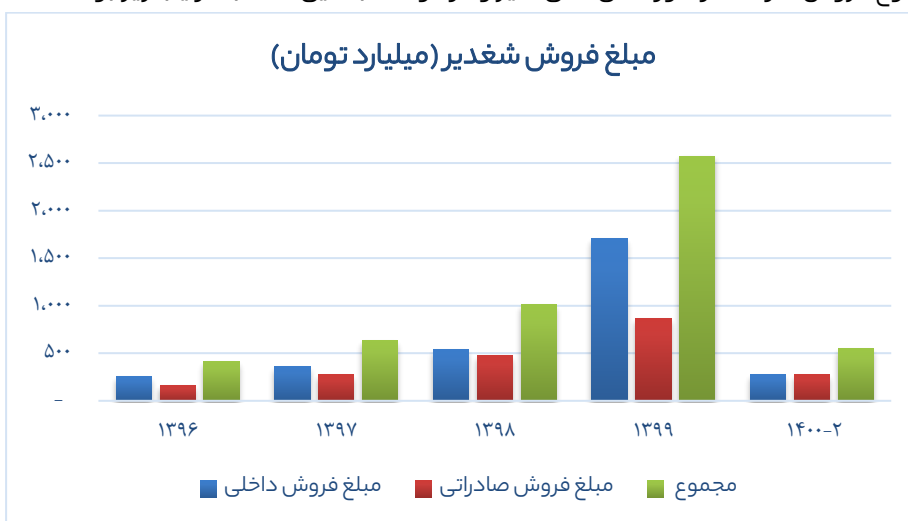
شغدیر در سال‌های گذشته کمی بیشتر از یک سوم محصول خود را صادر کرده و مابقی را در بازار داخل فروخته است. فروش و بهای مواد مصرفی شرکت تأثیر زیادی از نرخ دلار و قیمت‌های جهانی اتیلن و پی‌وی‌سی می‌پذیرند و از این رو، رشد شدید نرخ دلار رشد حاشیه سود شرکت را به دنبال داشته است. به ویژه در یک سال گذشته، رشد قیمت‌های جهانی نیز این امر را تشدید کرده است. مقدار فروش شرکت به تفکیک داخل و صادراتی در شکل زیر مشاهده می‌شود.



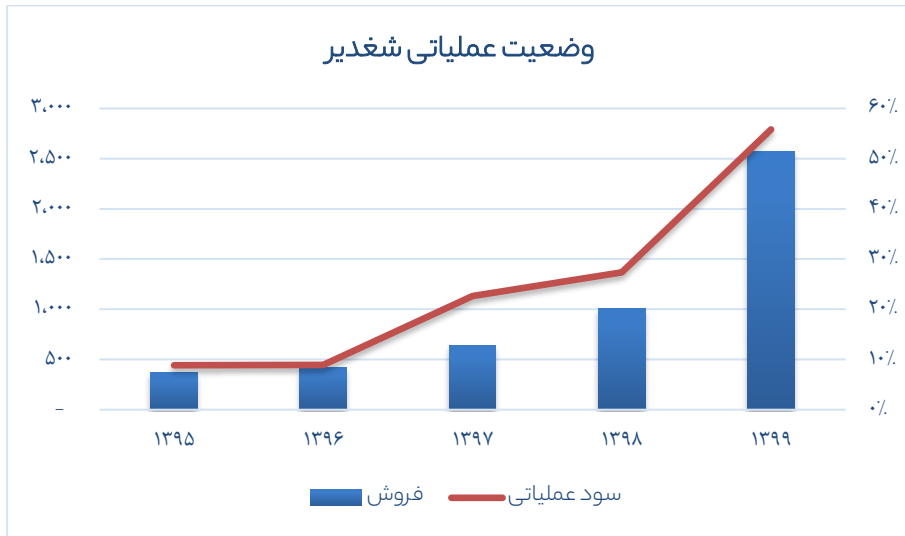
نرخ‌های فروش داخل و صادراتی نزدیک به هم بوده‌اند اما در سال گذشته به دلایلی از جمله نوسانات شدید ارزی، متوسط نرخ داخلی و صادراتی با هم اختلاف داشته‌اند. در دو ماهه ابتدایی ۱۴۰۰ نیز این نرخ‌ها شانه به شانه هم حرکت کرده‌اند. نرخ‌های فروش شرکت در نمودار زیر دیده می‌شود.



در مجموع فروش شرکت در دوره‌های مالی اخیر و در دو ماه ابتدایی ۱۴۰۰ به ترتیب زیر بوده است.

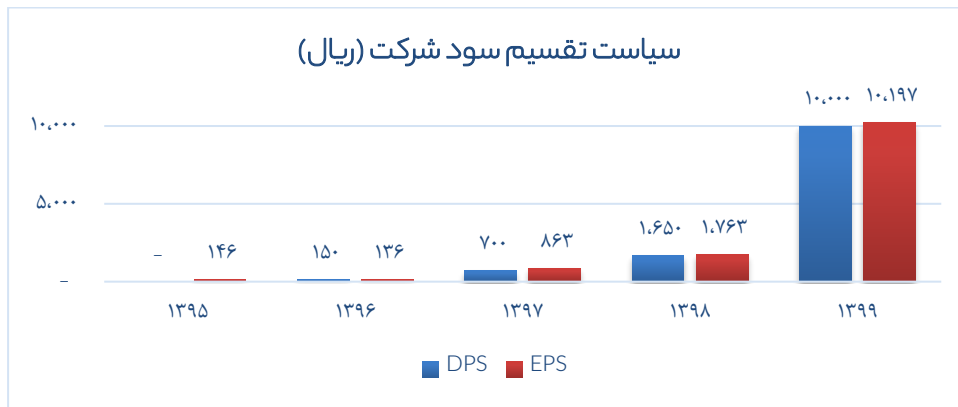


همان طور که در نمودار زیر مشخص است، با افزایش نرخهای فروش، حاشیه سود عملیاتی شرکت بهبود چشمگیری یافته است.



روند سودآوری و تقسیم سود

شغدیر به دلیل وضعیت عملیاتی مناسب و بهبود وجوه نقد در اختیار آن در سالهای اخیر، تقسیم سود مناسبی داشته است. سود و سود تقسیمی هر سهم شغدیر در ۵ سال گذشته به صورت زیر بوده است.



به صورت خلاصه نسبتهای سودآوری شغدیر (جدول زیر) روند بهبود سودآوری شرکت را نشان میدهند.

نسبت	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹
حاشیه سود ناخالص	۹%	۹%	۲۳%	۲۷%	۵۶%
حاشیه سود عملیاتی	۳%	۴%	۱۸%	۲۲%	۵۲%
حاشیه سود خالص	۵%	۴%	۱۸%	۲۳%	۵۱%
بازده دارایی ها	۶%	۶%	۲۸%	۴۱%	۱۱۱%
بازده حقوق صاحبان سهام	۱۳%	۱۲%	۵۷%	۷۸%	۱۹۱%

وضعیت ترازنامه شرکت

شرکت مانده تسهیلات ندارد؛ همچن وجه نقد و سود انباشته مناسبی دارد (که از این محل سود نقدی بالایی را تقسیم خواهد کرد). در پایان سال ۱۳۹۹ مهمترین اقلام ترازنامه‌ای شغدیر و مقایسه آن‌ها با سال قبل به ترتیب زیر است.

اقلام ترازنامه	۱۳۹۸	۱۳۹۹
جمع بدهی	۲۳۸	۵۵۲
سرمایه	۱۳۵	۱۳۵
سود انباشته	۲۴۴	۱,۳۵۵
دارایی ثابت مشهود	۱۶۳	۱۵۴
جمع دارایی	۶۲۶	۲,۰۵۰
وجه نقد	۱۴۰	۱,۳۳۱

عمده افزایش بدهی‌ها مربوط به پرداختی‌ها و ذخیره مالیات است. دارایی‌های شرکت نیز عمدتاً به دلیل افزایش وجه نقد (سود انباشته) رشد کرده است. تقسیم سود شرکت این مقادیر را به شدت تغییر خواهد داد.

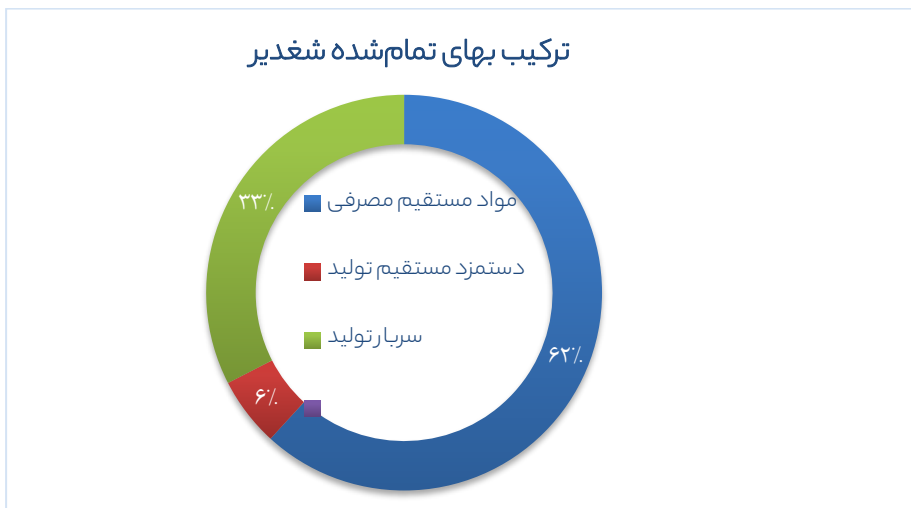
از نقاط ضعف شغدیر و شرکت‌های مشابه می‌توان به پایین بودن نسبت مخارج سرمایه‌ای و غیرواقعی بودن استهلاک آنها اشاره کرد که باعث می‌شود سود بالایی را تقسیم کنند و با توجه به این سود بالا، مالیات بالایی را هم پرداخت کنند. این امر می‌تواند در سال‌های آتی مشکلاتی را برای چنین شرکت‌های تولیدی که نیازمند خرید تجهیزات هستند در پی داشته باشد. مهمترین نسبت‌های اهرمی و نقدینگی شغدیر در دوره‌های مالی اخیر به صورت زیر است.

نسبت	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹
نسبت بدهی	۰,۵۱	۰,۵۳	۰,۴۴	۰,۳۸	۰,۲۷
نسبت مالکانه	۰,۴۹	۰,۴۷	۰,۵۶	۰,۶۲	۰,۷۳
نسبت جاری	۰,۹۱	۰,۸۸	۱,۵۰	۲,۰۸	۳,۶۵
نسبت آتی	۰,۵۶	۰,۴۳	۰,۸۸	۱,۲۶	۳,۱۸
نسبت نقد	۰,۱۶	۰,۱۱	۰,۲۴	۰,۹۰	۲,۶۸
نسبت وجه نقد عملیاتی به درآمد	۰,۰۸	۰,۰۷	۰,۰۷	۰,۲۳	۰,۵۳

موارد فوق حاکی از روند بهبود وضعیت اهرمی و نقدینگی شرکت در سال‌های اخیر است.

پیش‌بینی سودآوری شرکت

ساختار بهای تمام‌شده شرکت (نمودار زیر) نشان می‌دهد که مهم‌ترین بخش از بهای تمام‌شده شرکت مربوط به مواد مستقیم مصرفی آن است. در نتیجه، مهم‌ترین فاکتور در بهای تمام‌شده شرکت نرخ جهانی ماده اولیه اصلی شرکت یعنی اتیلن است که همبستگی بالایی با نرخ نفت دارد.



نرخ‌های جهانی و به تبع نرخ‌های داخلی PVC نیز با قیمت نفت همبسته هستند. برای پیش‌بینی نرخ فروش و نرخ مواد اولیه از این همبستگی استفاده می‌شود؛ هرچند که بیش از ۹۰ درصد مواد اولیه شرکت (اتیلن، کلر، EDC و VCM) از شرکت‌های داخلی تامین می‌شود اما چنین ارتباطی در سال‌های گذشته برقرار بوده است.

باید در نظر داشت که شغدیر شرکتی اهرمی است و تغییر اندکی در نرخ دلار، نرخ جهانی PVC یا نرخ جهانی اتیلن می‌تواند تغییرات زیادی را در سودآوری شرکت ایجاد کند. این نکته یکی از ریسک‌های پیش روی شرکت است.

پس از مواد اولیه، هزینه سربار شرکت (شامل هزینه برق و گاز، استهلاک، لوازم و ابزار مصرفی) و هزینه دستمزد است که با توجه به ماهیت هزینه‌ها و مفروضات مربوط به افزایش سطح عمومی قیمت‌ها و دستمزدها پیش‌بینی می‌شوند.

مفروضات پیش‌بینی فروش

با توجه به پایدار بودن نسبی سطح تولید و فروش شرکت در چند فصل اخیر، مقدار تولید سال مالی ۱۴۰۰ را برابر با سال قبل فرض می‌کنیم. تولید و فروش شرکت مساوی در نظر گرفته می‌شوند و درصد فروش داخلی از کل فروش برابر با میانگین سال‌های قبل فرض می‌شود.

مفروضات بهای تمام شده

فرض‌های تحلیل شامل نرخ مواد و نسبت‌های تبدیل مواد اولیه به محصول به صورت زیر است.

مفروضات	۱۴۰۰	۱۴۰۱
نرخ برابری دلار (تومان)	۲۲,۵۰۰	۲۸,۱۲۵
تورم	۳۵%	۲۵%
نفت خام (دلار بر بشکه)	۶۵	۶۰
PVC (دلار بر تن)	۱,۴۰۰	۱,۲۹۲
اتیلن (دلار بر تن)	۹۵۰	۸۷۷

بر اساس مفروضات فوق صورت سود و زیان شرکت برای دو سال مالی آتی به صورت زیر پیش‌بینی می‌شود. از نکات مهم اینکه دارایی ارزی شرکت در انتهای سال ۹۹ افزایش یافته و بر این اساس سود تسعیر برای امسال و سال آتی برای آن در نظر گرفته شده است.

کارشناسی ۱۴۰۱	کارشناسی ۱۴۰۰	پیش‌بینی سود و زیان شغدیر (اعداد به میلیارد تومان)
۴,۱۴۳,۹	۳,۵۹۱,۴	فروش
(۲,۰۰۶,۹)	(۱,۶۹۸,۶)	بهای تمام شده کالای فروش رفته
۲,۱۳۷	۱,۸۹۲,۸	سود (زیان) ناخالص
(۸۳,۹)	(۶۷,۷)	هزینه‌های عمومی، اداری و تشکیلاتی
(۴۱,۴)	(۳۵,۹)	خالص سایر درآمدها و هزینه‌های عملیاتی
۲,۰۱۱,۶	۱,۷۸۹,۲	سود (زیان) عملیاتی
۰	۰	هزینه مالی
۲۲۹,۳	۱۳۷,۳	خالص سایر درآمدها و هزینه‌های غیر عملیاتی
۲,۲۴۰,۹	۱,۹۲۶,۵	سود (زیان) خالص قبل از مالیات
(۱۶۹,۴)	(۱۴۲,۸)	مالیات
۲,۰۷۱,۵	۱,۷۸۳,۷	سود (زیان) خالص
۱,۵۹۳	۱,۳۷۲	EPS (تومان)

بدین ترتیب سود هر سهم شرکت برای سال مالی جاری و سال آینده در محدوده ۱,۳۰۰ تا ۱,۶۰۰ پیش‌بینی می‌شود. با توجه به پیش‌بینی کاهش نرخ جهانی محصولات، افزایش سودآوری ناشی از افزایش نرخ برابری دلار خواهد بود. نسبت PE فوروارد شرکت برای سناریوهای احتمالی مختلف نرخ برابری دلار و نرخ جهانی PVC در جدول تحلیل حساسیت زیر محاسبه شده است. سطر اول جدول نرخ دلار به تومان و ستون اول نیز نرخ دلاری هر تن PVC را نشان می‌دهد. نرخ PVC و مواد اولیه متاثر از قیمت نفت در نظر گرفته شده‌اند.

نرخ برابری دلار به تومان						Forward PE	نرخ دلاری هر تن PVC
۲۶,۰۰۰	۲۵,۰۰۰	۲۴,۰۰۰	۲۲,۵۰۰	۲۱,۰۰۰	۲۰,۰۰۰		
۵/۰	۵/۳	۵/۶	۶/۳	۷/۰	۷/۷	۱,۰۰۰	
۴/۶	۴/۸	۵/۱	۵/۷	۶/۴	۶/۹	۱,۱۰۰	
۴/۲	۴/۴	۴/۷	۵/۲	۵/۸	۶/۳	۱,۲۰۰	
۳/۹	۴/۱	۴/۴	۴/۸	۵/۳	۵/۷	۱,۳۰۰	
۳/۶	۳/۸	۴/۱	۴/۴	۴/۹	۵/۳	۱,۴۰۰	
۳/۴	۳/۶	۳.۸	۴.۱	۴/۶	۴/۹	۱,۵۰۰	
۳/۲	۳/۴	۳/۶	۳/۹	۴/۳	۴/۶	۱,۶۰۰	
۳/۰	۳/۲	۳/۳	۳/۷	۴/۰	۴/۳	۱,۷۰۰	

با توجه به محاسبات فوق نسبت PE شرکت در محدوده ۴/۵ تا ۵ واحد قرار دارد که (با در نظر گرفتن درصد مناسب تقسیم سود شرکت) می‌تواند گزینه مناسبی برای سرمایه‌گذاری باشد. لازم به ذکر است که ریسک‌های همچون ریسک کاهش نرخ‌های فروش (و نرخ ریالی دلار) برای این شرکت قابل توجه است و می‌توانند تغییرات زیادی را در سودآوری شرکت ایجاد نمایند؛ از این رو توجه به این ریسک‌ها در تصمیم به سرمایه‌گذاری در سهام چنین شرکتی ضروری است.



واحد تحلیل
شرکت سیدگردان سرمایه و دانش
خرداد ۱۴۰۰

تلفن:

۰۲۱-۸۸۵۵۹۴۴۳

۰۲۱-۸۸۵۵۰۷۰۲

www.SDAsset.ir
Instagram: SDAsset