



تحليل بنيادی شغدير

اميرضا اعلاّباف - کارشناس بازار سرمايه

تعمیراتی



شرکت پتروشیمی غدیر
(سهامی عامه)
Ghadeer Petrochemical Co.

گزارش تحلیلی شرکت پتروشیمی غدیر

تهیه شده توسط: امیررضا اعلا باف / دی ۱۴۰۰

تولید ۱۲ ساله پستیبانی، مانع زدایی



Amirreza Alabaf

سهامداران عمده / درصد مالکیت		شرکت پتروشیمی غدیر (شغدیر)				 <p>شرکت پتروشیمی غدیر (سهامی عام) Ghadeer Petrochemical Co.</p>
67%	تاپیکو	همت 12.13	ارزش بازار	شغدیر	نماد	
7%	پتروشیمی بندر امام	25%	شناور آزاد	تن 120,000	ظرفیت اسمی تولید	
		88.24%	ضریب نقدشوندگی	PVC	محصول استراتژیک	
		6.33	نسبت قیمت به سود ttm	صادراتی ۵۰%	بازار فروش	
		6.04	نسبت قیمت به سود آینده نگر	میلیارد تومان ۱۳۰	سرمایه ثبت شده	
S.W.O.T ANALYSIS			اطلاعات کلی درباره بنگاه			
سن پایین خط تولید / کیفیت بالای محصولات / کیفیت بالای سود و جریانات نقدی شرکت / سلامت بنیه مالی شرکت و سودآوری مناسب / تقسیم سود حداکثری		نقاط قوت	<p>فعالیت اصلی شرکت ایجاد و اداره واحدهای تولیدی در زمینه‌های صنایع شیمیایی، نفت و پتروشیمی در داخل و خارج از کشور و همچنین همکاری با سایر شرکت‌ها که می‌تواند به طور مستقیم یا غیرمستقیم بر فعالیت شرکت اثرگذار باشد. این شرکت در زمینی به مساحت 15 هکتار در سایت 3 منطقه ویژه اقتصادی پتروشیمی ماهشهر در سال 1381 تاسیس شده و در دی 1388 به بهره‌برداری رسیده است. نام محصول تولیدی آن وینیل کلراید منومر (VCM) با ظرفیت تولید سالانه 150 هزار تن و پلی وینیل کلراید (PVC) با ظرفیت تولید سالانه 120 هزار تن در سال است که در ساخت انواع لوله‌ها، شیلنگ‌ها، عایق‌های الکتریکی، چارچوب در و پنجره، کابینت و صنایع خودرو و... کاربرد دارد.</p>			
افزایش تقاضای پلی وینیل کلراید با توجه به کاربرد های فراوان / افزایش تقاضای PVC در صنعت اتومبیل های برقی و... / رشد قیمت در سطح جهانی / پیشبینی رشد مرکب سالانه ۴ درصدی صنعت در سطح جهان تا سال ۲۰۲۶		فرصت ها				
عدم وجود طرح های توسعه و فرصت رشد واقعی		نقاط ضعف				
وجود رقابت با پتروشیمی های بندرامام , آبادان , اروند در داخل کشور / افت نرخ کامودیتی ها همزمان با سیاست های ضد تورمی در سطح جهان / کاهش اسپرد اتیلن و پلی وینیل کلراید / تحریم ها		تهدید ها				
کارشناس تحلیل : امیررضا اعلاباغ						

پلی وینیل کلراید چیست؟

پلی وینیل کلراید یا پی وی سی از جمله پلیمرهای ترموپلاستیک است که در نوع سخت و انعطاف پذیر تولید می شود. PVC یکی از ارزشمند ترین و پرکاربرد ترین محصولات صنعت پتروشیمی محسوب می شود و موارد مصرف آن نامحدود است. PVC به دلیل قیمت مناسب و کاربری آسان، در صنعت ساختمان سازی کاربرد فراوانی دارد. امروزه پی وی سی در ساختمان سازی، جایگزین مناسبی برای مواد سنتی از جمله چوب، سیمان و سفال شده است.

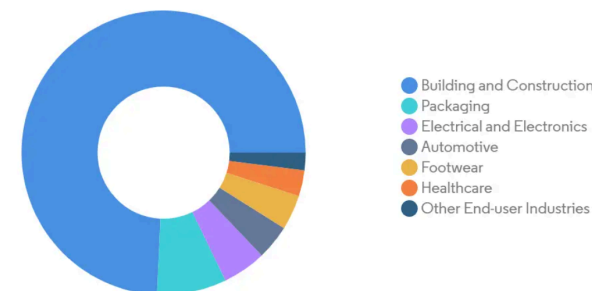
تاریخچه PVC

بیش از قرن بیستم، دو شیمیدان از شرکت گریشم الکترون آلمان تلاش کردند تا از پی وی سی در محصولات تجاری استفاده کنند، اما به دلیل بروز مشکلاتی در فرآیند تولید، سختی و شکنندگی پلیمر، تلاش های آنان موفقیت آمیز نبود. در سال 1926، والدو سیمون از طریق مخلوط کردن پی وی سی با افزودنی های گوناگون توانست روشی برای نرم کردن این پلیمر پیدا کند و در نهایت به ماده انعطاف پذیر رسید که مورد استفاده تجاری قرار گرفت.

کاربردهای پی وی سی چیست؟

- وینیل سایدینگ
- علامت مغناطیسی کارت های هوشمند
- برش عمودی پنجره ها
- صفحات گرامافون
- ساخت لوله، کانال و لوازم قابل نصب
- کیف های ارزان قیمت
- پنجره های بدون دید
- تولید لباس و لوازم خانگی نظیر پرده
- کف سازی و ساختن سقف
- روکش سیم و کابل های الکتریکی
- توپ های بازی با وزن پایین
- لوله کشی آب و فاضلاب

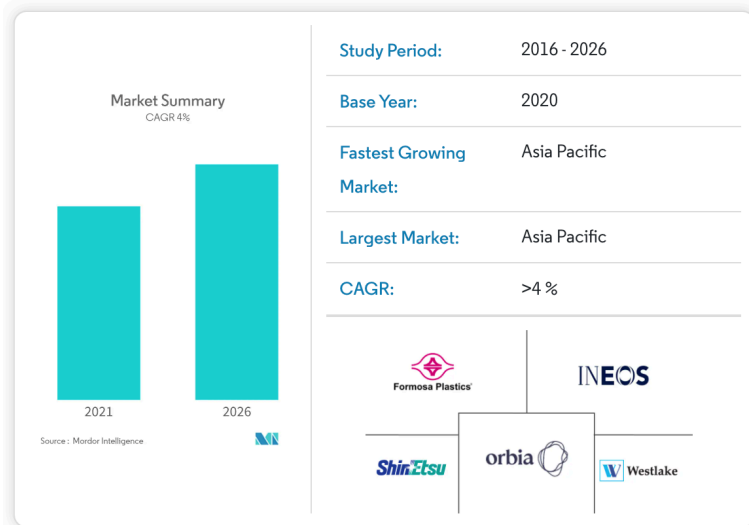
Polyvinyl Chloride (PVC) Market, Revenue (%), by End-user Industry, Global, 2020



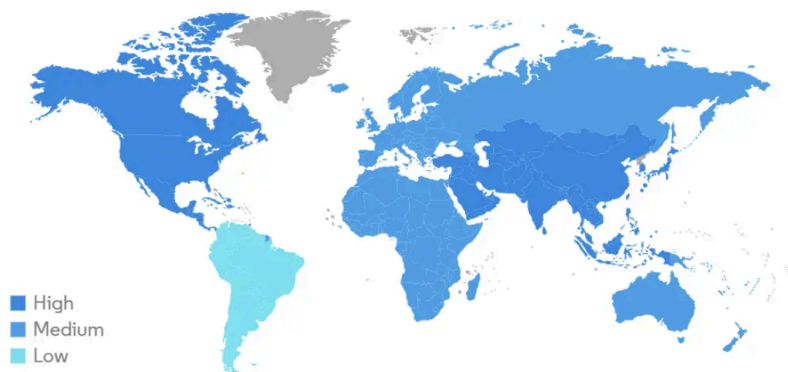
تولید کنندگان بورسی پلی وینیل کلراید در ایران

نام شرکت	ظرفیت اسمی	P/S	EV/EBIT	P/E ttm	P/E forward
پتروشیمی غدیر	120,000	3.4	5.5	6.3	6.04
پتروشیمی اروند	340,000	-	-	-	-
پتروشیمی آبادان	100,000	1.3	25	42	-

Market Snapshot



Polyvinyl Chloride Market - CAGR by Region, 2021-2026



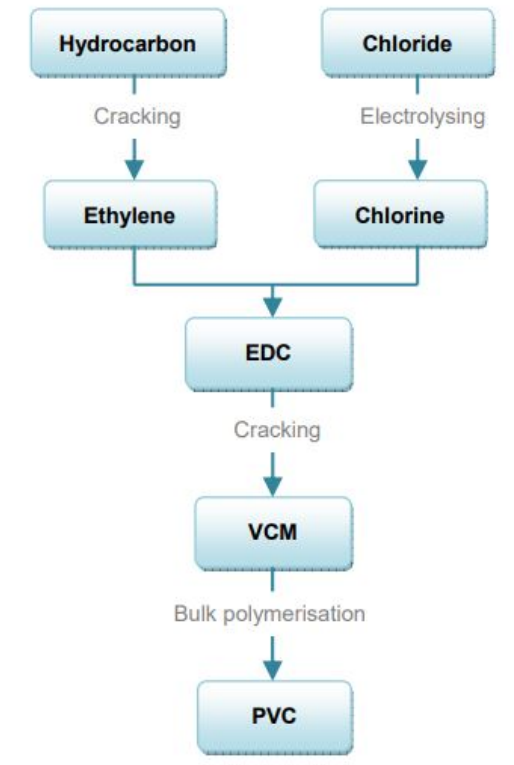
Market Overview

The polyvinyl chloride (PVC) market was valued at USD 45,069 million in 2020, and it is expected to register a CAGR of over 4% during the forecast period (2021-2026).

The COVID-19 outbreak resulted in an economic crisis across the world. Since the growth in the demand for PVC is directly linked to the rise in GDP, this situation poses many challenges for the PVC market. Globally, the major PVC-consuming industries, like automotive, electrical and electronics, and building and construction, were severely hit by the COVID-19 pandemic. In 2019, the global electronics industry remained stagnant, and the total output of PCBs declined. Moreover, disappointing results from the systems and chips output led to a slowdown in the production of mobile phones, consumer electronics, PCs, servers, etc. At the beginning of 2020, the 5G launch was expected to drive the whole electronics market forward, which was disrupted by the pandemic.

- Over the medium term, the factors driving the growth of the market studied are PVC's dominant position in the construction industry and the increasing applications in the healthcare industry.
- Furthermore, other than the impact of the COVID-19 pandemic on the various end-user industries' growth, the environmental and health hazards during the production, usage, and disposal of PVC are projected to hinder the growth of the market studied.
- The accelerating usage of PVC in electric vehicles is projected to act as an opportunity for the market in the future.
- PVC applications in building and construction dominated the overall end-user industry share in terms of both volume and value in 2020.

فلو چارت فرایند تولید شرکت



اتیلن دی کلراید در داخل مجتمع نیز تولید و مصرف می گردد ولی با توجه به کمبود کلر به صورت خوراک ثانویه از پتروشیمی ارونند با نسبت مصرف ۲۰٪ تهیه می گردد

برآورد فروش سال مالی ۱۴۰۰/۱۲/۲۹						
داخلی ۶ ماهه / پیشبینی	نام فرآورده	ضریب	نرخ PVC چین	نرخ ارز موثر	مقدار- تن	نرخ ریالی
IRR 8,915,760	پلی ونیل کلراید PVC عمدتا گرید ۶۵	1	1400	240,000	26,535	IRR 336,000,000
IRR 13,749,456	پلی ونیل کلراید PVC عمدتا گرید ۶۵	1			40,921	IRR 336,000,000
IRR 22,665,216	مبلغ کل فروش ۶ ماهه منتهی به ۱۴۰۰/۱۲/۲۹ - برآوردی					
IRR 17,077,170	مبلغ کل فروش ۶ ماهه منتهی به ۱۴۰۰/۰۶/۳۱ - واقعی					
IRR 39,742,386	مبلغ کل فروش سال مالی ۱۴۰۰ به م.ریال - IRR					
\$ 165,593,275	مبلغ کل فروش سال مالی ۱۴۰۰ به دلار آمریکا - USD					
مفروضات مقداری بر اساس پیشبینی های ارائه شده توسط در صورت های مالی میان دوره ای اعمال شده اند / نرخ پلی ونیل کلراید بر اساس نرخ های بازار چین در حدود ۱۴۰۰ دلار برای ۶ ماهه دوم سال ۱۴۰۰ اعمال شده اند / نرخ ارز سامانه نیما در حدود ۲۴۰ هزار ریال اعمال شده است						
برآورد بهای تمام شده فروش سال مالی ۱۴۰۰/۱۲/۲۹						
مواد مستقیم مصرفی						
مبلغ نهایی- م.ریال	میزان مورد نیاز جهت تحقق برنامه تولید- تن	نرخ ریالی	نام ماده اولیه			
IRR 271,645	33,339	IRR 8,148,000	کلر (مرحله ۱ تولید)			
IRR 4,424,656	20,485	IRR 216,000,000	اتیلن (مرحله ۱ تولید)			
IRR 3,183,212	14,023	IRR 227,000,000	اتیلن دی کلراید EDC (مرحله ۲ تولید)			
IRR 195,703	894	IRR 219,000,000	وینیل کلراید مونومر VCM (مرحله ۳ تولید)			
IRR 14,160,409	مجموع	IRR 6,085,193	مواد مستقیم مصرفی ۶ ماهه اول			
هزینه دستمزد مستقیم تولید و سربار تولید						
IRR 897,919	دستمزد مستقیم تولید	40%	نرخ رشد	مفروضات برآورد		
IRR 4,703,933	سربار تولید	پیشبینی خود شرکت	توضیحات			
IRR (1,033,571)	اعمال موجودی اول دوره و پایان دوره					
IRR 18,728,691	مجموع بهای تمام شده فروش سال ۱۴۰۰					
<p>پروسه تولید در پتروشیمی غدیر بدین صورت می باشد : کلر + اتیلن (پروسه کلریزاسیون مستقیم) = اتیلن دی کلراید EDC << اتیلن دی کلراید EDC << وینیل دی کلراید VCM << پلی وینیل کلراید PVC / ضریب مصرف مواد اولیه ۱۰۲٪ و سهم هر ماده بر اساس میزان مصرف سال گذشته برآورده شده است / نرخ اتیلن حدود ۹۰۰ دلار در نظر گرفته شده است که از پتروشیمی مارون تهیه می گردد / گاز کلر مطابق نرخ آخرین ماه در نظر گرفته شده است که از پتروشیمی ارونند تهیه می گردد / اتیلن دی کلراید نیز از پتروشیمی ارونند تهیه شده و نرخ آن طبق نرخ آخرین ماه اعمال شده است (تا حدودی دست بالا)</p>						

صورت سود و زیان کارشناسی شده و مفروضات اساسی تحلیل

سال مالی	واقعی ۱۳۹۹	کارشناسی ۱۴۰۰	کارشناسی ۱۴۰۱	کارشناسی ۱۴۰۲	کارشناسی ۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴	
فروش	IRR 25,751,093	IRR 39,742,386	IRR 46,980,000	IRR 61,380,000	IRR 69,120,000	IRR 83,496,000	
بهای تمام شده کالای فروش رفته	IRR (11,377,001)	IRR (18,728,691)	IRR (22,139,433)	IRR (29,462,400)	IRR (33,868,800)	IRR (41,748,000)	
سود (زیان) ناخالص	IRR 14,374,092	IRR 21,013,695	IRR 24,840,567	IRR 31,917,600	IRR 35,251,200	IRR 41,748,000	
هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی	IRR (471,150)	IRR (659,610)	IRR (824,513)	IRR (989,415)	IRR (1,187,298)	IRR (1,424,758)	
هزینه استثنائی (هزینه کاهش ارزش دریافتی ها)	-	-	-	-	-	-	
خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی	IRR (637,693)	IRR 537,807	IRR 635,749	IRR 830,614	IRR 935,355	IRR 1,129,895	
سود (زیان) عملیاتی	IRR 13,265,249	IRR 20,891,892	IRR 24,651,803	IRR 31,758,799	IRR 34,999,257	IRR 41,453,138	
هزینه های مالی	-	-	-	-	-	-	
خالص سایر درآمدها و هزینه های غیرعملیاتی	IRR 873,113	IRR 516,875	IRR 611,005	IRR 798,286	IRR 898,950	IRR 1,085,919	
سود (زیان) خالص عملیات در حال تداوم قبل از مالیات	IRR 14,138,362	IRR 21,408,767	IRR 25,262,808	IRR 32,557,085	IRR 35,898,206	IRR 42,539,056	
مالیات	IRR (882,868)	IRR (1,336,867)	IRR (1,577,532)	IRR (2,033,023)	IRR (2,241,658)	IRR (2,656,345)	
سود (زیان) خالص عملیات در حال تداوم	IRR 13,255,494	IRR 20,071,900	IRR 23,685,275	IRR 30,524,063	IRR 33,656,548	IRR 39,882,711	
سود (زیان) عملیات متوقف شده پس از اثر مالیاتی	-	-	-	-	-	-	
سود (زیان) خالص	IRR 13,255,494	IRR 20,071,900	IRR 23,685,275	IRR 30,524,063	IRR 33,656,548	IRR 39,882,711	
سود (زیان) خالص به دلار آمریکا	IRR 13,255,494	IRR 83,632,915	IRR 87,723,242	IRR 92,497,160	IRR 84,141,369	IRR 81,393,288	
سرمایه ثبت شده	1,300,000	1,300,000	1,300,000	1,300,000	1,300,000	1,300,000	
سود هر سهم بر اساس آخرین سرمایه	IRR 10,197	IRR 15,440	IRR 18,219	IRR 23,480	IRR 25,890	IRR 30,679	
سود هر سهم به دلار آمریکا	\$	\$ 0.0643	\$ 0.0675	\$ 0.0712	\$ 0.0647	\$ 0.0626	
حاشیه سود ناخالص	55.8%	52.9%	52.9%	52.0%	51.0%	50.0%	
حاشیه سود عملیاتی	51.5%	52.6%	52.5%	51.7%	50.6%	49.6%	
حاشیه سود خالص	51.5%	50.5%	50.4%	49.7%	48.7%	47.8%	
نرخ رشد سود خالص	-	51%	18%	29%	10%	18%	
مفروضات اساسی تحلیل	نرخ پلی وینیل کلراید - چین	شش ماهه دوم 1400	1450	1550	1442	1420	
	تولید و فروش PVC	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000	
	نرخ ارز موثر	240,000	270,000	330,000	400,000	490,000	
	نرخ تورم	40%	25%	20%	20%	20%	
	نرخ اتیلن	900	کاهش ۱٪ حاشیه ناخالص و نرخ پی وی سی بر اساس پیشبینی	کاهش ۱٪ حاشیه ناخالص و نرخ پی وی سی بر اساس پیشبینی	کاهش ۱٪ حاشیه ناخالص و نرخ پی وی سی بر اساس پیشبینی	کاهش ۱٪ حاشیه ناخالص و نرخ پی وی سی بر اساس پیشبینی	کاهش ۱٪ حاشیه ناخالص و نرخ پی وی سی بر اساس پیشبینی
	نرخ کلر	8,148,000	موسسه آی اچ اس مارکیت و نرخ ارز طبق مدل سازی مالی و ۱۵٪	موسسه آی اچ اس مارکیت و نرخ ارز طبق مدل سازی مالی و ۱۵٪	موسسه آی اچ اس مارکیت و نرخ ارز طبق مدل سازی مالی و ۱۵٪	موسسه آی اچ اس مارکیت و نرخ ارز طبق مدل سازی مالی و ۱۵٪	موسسه آی اچ اس مارکیت و نرخ ارز طبق مدل سازی مالی و ۱۵٪
	نرخ EDC	227,000,000	زیر نرخ آزاد	زیر نرخ آزاد	زیر نرخ آزاد	زیر نرخ آزاد	زیر نرخ آزاد
نرخ VCM	219,000,000						

محصول استراتژیک شرکت پلی وینیل کلراید می باشد که عمدتاً در گریب ۶۵ تولید و به فروش می رسد و حدود ۵۰٪ از آن در داخل کشور و ۵۰٪ دیگر به کشورهای ترکیه - عراق - افغانستان - هندوستان - پاکستان - آفریقا و اروپای شرقی صادر می گردد.

نرخ فروش پلی وینیل کلراید شغیر تابعی از نرخ ارز سامانه نیما و نرخ جهانی این کامودیتی می باشد که در کارشناسی انجام گرفته پیشبینی های موسسه IHS Markit از نرخ پی وی سی بنادر چین استفاده شده است.

عمده ماده اولیه مصرفی شرکت اتیلن می باشد که از پتروشیمی مارون در داخل کشور تهیه می گردد و در اصل این شرکت از اسپرد موجود میان اتیلن و پلی وینیل کلراید منتفع می گردد لذا هر گونه افزایش نا متقارن به سود شرکت تمام می شود.

تحلیل بنیادی شغیر - امیررضا اعلاباف

15,440

جدول تحلیل حساسیت سود خالص به ازای هر سهم سال ۱۴۰۰ در قبال تغییرات نرخ دلاری PVC چین و نرخ ارز

PVC	نرخ دلار موثر				
	IRR 220,000	IRR 230,000	IRR 240,000	IRR 250,000	IRR 260,000
1200	13553	13868	14182	14497	14811
1300	14130	14470	14811	15152	15492
1400	14706	15073	15440	15807	16174
1500	15283	15676	16069	16462	16855
1600	15859	16279	16698	17117	17537

سود هر سهم	حاشیه سود ناخالص				
	48%	50%	53%	55%	57%
	14017	14601	15440	16061	16645

18,219

جدول تحلیل حساسیت سود خالص به ازای هر سهم سال ۱۴۰۱ در قبال تغییرات نرخ دلاری PVC چین و نرخ ارز

PVC	نرخ دلار موثر				
	IRR 250,000	IRR 260,000	IRR 270,000	IRR 280,000	IRR 290,000
1250	14543	15124	15706	16288	16869
1350	15706	16334	16963	17591	18219
1450	16869	17544	18219	18894	19569
1500	17451	18149	18847	19545	20243
1550	18033	18754	19475	20197	20918

سود هر سهم	حاشیه سود ناخالص				
	48%	50%	53%	55%	57%
	16539	17228	18219	18951	19640

معیار های ریسک و بازده - بازه ۱۰۰ روز اخیر

بازده	میانگین بازده	انحراف معیار	بتا اهرمی	شارپ	ترینر	نیم انحراف معیار	سورتینو	VaR95%
31%	0.31%	2.91%	0.79	8.2	0.30	2.89%	8.24	-4.5%

مدیریت ریسک



ارزشیابی سهام با استفاده از مدل تنزیل سود نقدی / نسبی / نرخ های ضمنی



توجه: ارزشیابی انجام شده به منزله ارزشیابی یا فاقد آن نبوده و صرفاً نظر شخصی کارشناس تحلیل می باشد و جهت اتخاذ تصمیم درست سرمایه گذاری ممکن است کفایت نکند

ارزش پایانی (استمرار ۱۴۰۱)	۱۴۰۱	۱۴۰۰	ارزشیابی
15% terminal growth rate	18219	15440	EPS
34% discount rate	94%	94%	Payout ratio
105517	17126	14514	DPS
	23%	23%	Rf
	13.5%	13.5%	risk premium
	0.79	0.79	levered Beta
	33.7%	33.7%	discount rate
1.25	1.25	0.25	سال تا تحقق جریان نقدی
73418	11916	13498	PV
98832		ارزش هر برگه سهم	

تحلیل حساسیت ارزش هر برگه سهم به تغییرات نرخ رشد ارزش پایانی و نرخ تنزیل

نرخ رشد ارزش پایانی / terminal growth rate

نرخ تنزیل / discount rate

	10%	12%	15%	20%	25%
30%	93785	102696	120516	173978	334364
32%	86165	93428	107526	146686	241790
34%	80802	87015	98832	130055	197312
36%	74435	79518	88957	112557	157610
38%	69823	74164	82090	101174	134936

با در نظر گرفتن نسبت قیمت به سود تحلیلی ۶.۵ واحدی برای پتروشیمی غدیر میتوان به ارزش نسبی حدود **۱۰ هزار تومانی** دست پیدا کرد و در حال حاضر نسبت های قیمت به سود آینده نگر به شرح ذیل می باشند:

P/Ef(1400) : 6.04 P/Ef(1401) : 5.12 PEG(5Y) : 0.25

در ارزشیابی سهام به روش تنزیل سود نقدی مطابق محاسبات روبرو ارزش هر برگه سهم شرکت در حدود **10 هزار تومان** برآورد شده است و همچنین بررسی نرخ های ضمنی implied rates و مقایسه آن با انتظارات تحلیلیگر به این نتیجه می رسیم که بازار در حال حاضر سهام این شرکت را با مفروضات منطقی از **نرخ تنزیل و نرخ رشد ارزش پایانی قیمت گذاری کرده است** بنابراین می توان کارایی بالای بازار در ارزشیابی این سهم را نتیجه گرفت.

نهایتاً با در نظر گرفتن خطای احتمالی مدل ها اینگونه ارزیابی می گردد که سهام این شرکت در حال حاضر در بازار به قیمت منصفانه ای معامله می گردد و ارزش ذاتی هر برگه سهم در حدود ۱۰ هزار تومان می باشد لذا **margin of safety** ارایه نکرده و سرمایه گذاری در سهام این شرکت به منزله کسب بازدهی از رشد درآمد آتی شرکت است

همچنین خرید سهام این شرکت در قیمت کنونی بازده نقدی سالانه شده

حدود ۲۱ درصدی را نصیب سرمایه گذار می کند

تحلیل بنیادی شغدیر - امیررضا اعلا باف