



آوای آگاه
AVA AGAH

گزارش تحلیلی شرکت سرمایه‌گذاری صندوق بازنشتگی



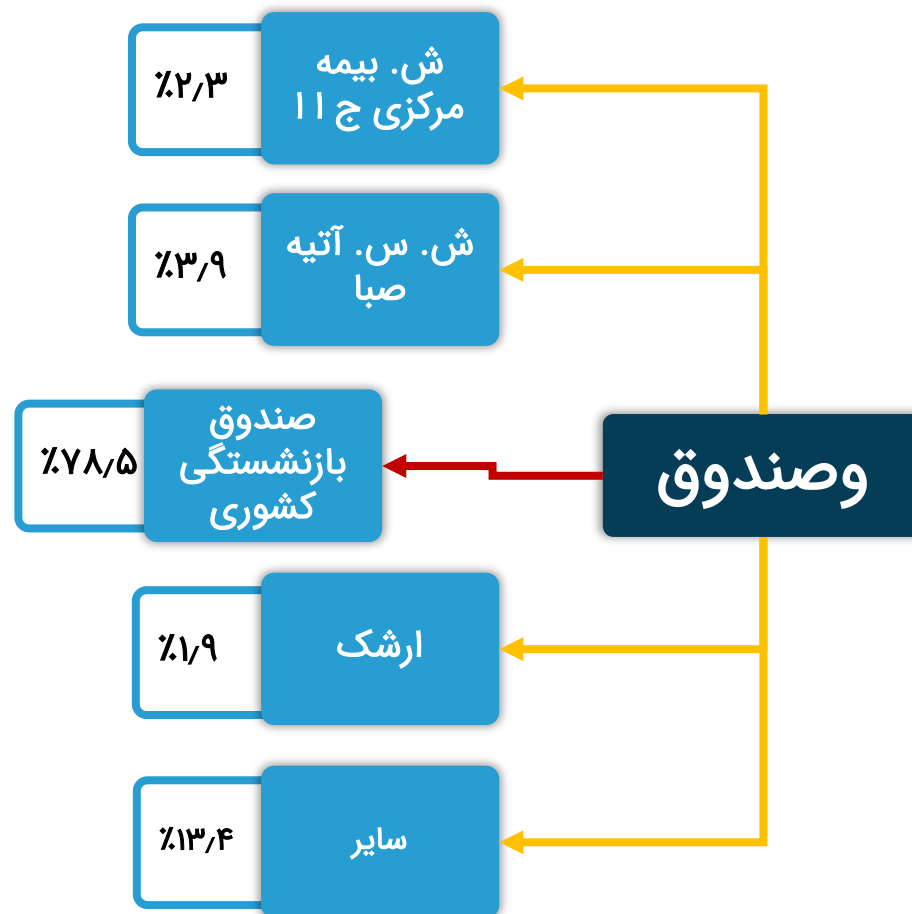
شرکت سرمایه‌گذاری صندوق بازنشتگی

واحد تحلیل و ریسک

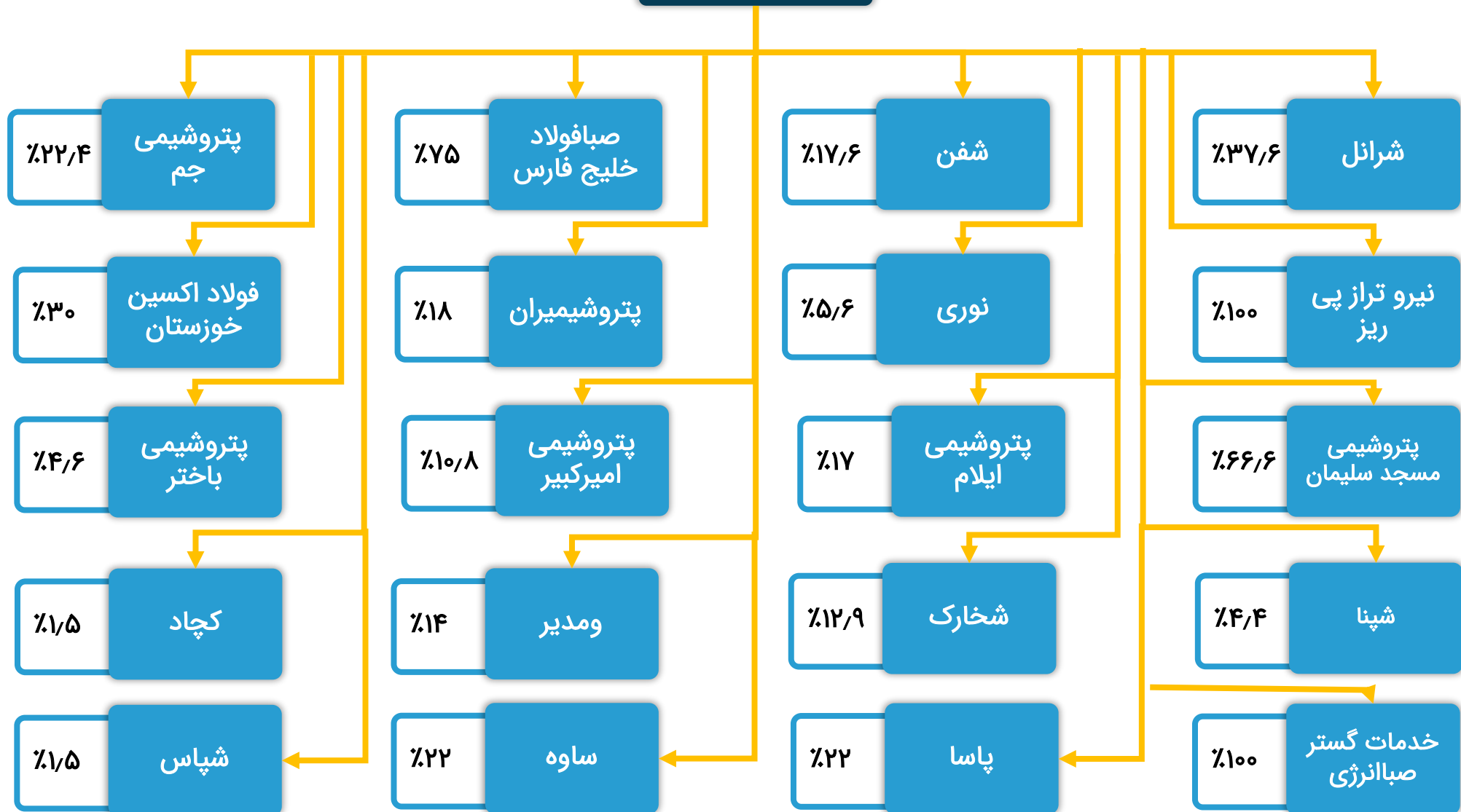
دی ۱۴۰۰

معرفی شرکت و سهامداران

۱۲۵۰۰	قیمت (ریال)
۴۰۷۷	سرمایه (میلیارد تومان)
۵۱	ارزش شرکت (همت)
%۳۷	بازدهی از ابتدای سال
۶ میلیارد تومان	میانگین ارزش معاملات ۹۰ روزه
۲۲۰۰	NAV



وصندوق



پتروشیمی جم



آواي آگاه
AVA AGAH

معرفی شرکت

- پتروشیمی جم یک واحد الفینی در کشور است که هر دو نوع کوره خوراک گازی و مایع را دارد.
 - از نکات برجسته این پتروشیمی توانایی تغییر در ترکیب خوراک مصرفی کوره‌ها است و این موضوع این توانمندی را به شرکت می‌دهد که متناسب با قیمت خوراک و صرفه اقتصادی تغییراتی در مواد ورودی دهد.
 - پتروشیمی جم همچنین مالکیت ۴۴ درصدی پلی پروپیلن جم را دارد و از پایین دست خود نیز منتفع می‌شود.
 - شرکت طرح توسعه تولید ABS و Rubber را دارد. این طرح به دلیل مشکلات تحریمی و اختلاف با پیمانکار تا مدت‌ها دچار تاخیر شده بود که اخیرا با هماهنگی و صندوق، خود پتروشیمی جم متولی این طرح شده است و امور اجرایی را پیش می‌برد.
 - برآورد اولیه برای شروع به کار بخش ABS در نیمه دوم سال ۱۴۰۱ و برای Rubber در نیمه اول سال ۱۴۰۲ است.
- کاربرد پلیمر ABS در ساخت لوازم برقی و اسباب بازی و کاربرد پلیمر Rubber در صنعت لاستیک می‌باشد.
- شرکت خوراک گازی (اتان) خود را از پارس جنوبی و خوراک مایع (برش سبک، رافینیت، آروماتیک سنگین، LPG و ...) از پتروشیمی‌های نوری، مروارید و هامون دریافت می‌کند.
- موضوع اختلاف حساب فروش اتیلن و طلب از پتروشیمی مهر به نظر می‌آید در کوتاه مدت قابل حل نیست و نمی‌توان انتظار وصول چشم‌گیری از آن داشت.

سود ۴۲۰ میلیون دلاری جم در سال ۱۴۰۱

۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱-۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	میلیارد تومان
۴۵,۶۶۶	۴۰,۰۷۶	۱۷,۱۰۵	۲۷,۴۳۲	۱۳,۵۳۴	درآمدهای عملیاتی
-۳۴,۸۶۲	-۲۹,۰۴۶	-۱۱,۸۶۱	-۱۷,۵۴۱	-۱۰,۱۶۸	بهای تمام شده
۱۰,۸۰۴	۱۱,۰۳۰	۵,۲۴۵	۹,۸۹۱	۳,۳۶۶	سود ناخالص
-۲,۳۷۷	-۱,۹۵۵	-۸۳۰	-۱,۸۷۵	-۷۲۹	هزینه اداری عمومی
-۳۴	۱۳۱	-۳۸	۶۰۹	۹۴	سایر درآمدهای عملیاتی
۸,۳۹۳	۹,۲۰۶	۴,۳۷۶	۸,۶۲۵	۲,۷۳۱	سود عملیاتی
-۱۵۴	-۱۵۴	-۵۰	-۱۰۴	-۳۴	هزینه مالی
۳,۱۲۹	۳,۶۰۷	۲۴۱	۱,۵۲۰	۱,۰۹۲	سایر درآمدهای غیرعملیاتی
۱۱,۳۶۹	۱۲,۶۵۹	۴,۵۶۷	۱۰,۰۴۱	۳,۷۸۹	سود قبل مالیات
۰	۰	۰	۰	۰	مالیات
۱۱,۳۶۹	۱۲,۶۵۹	۴,۵۶۷	۱۰,۰۴۱	۳,۷۸۹	سودخالص
۶,۳۱۶	۷,۰۳۳	۲,۵۳۷	۵,۵۷۸	۲,۱۰۵	EPS
۴۲۱	۵۳۹	۲۱۲	۴۶۷	۳۳۷	سود میلیون دلار

پتروشیمی‌ران و جم پیلن

جم پیلن و زنجیره پلی پروپیلن عامل اصلی سودآوری پتروشیمیران

- پتروشیمیران که در واقع یک شرکت سرمایه گذاری فعال در حوزه پتروشیمی است، مالکیت حدود ۴۴ درصد جم پیلن را دارد و سود اصلی این شرکت از این محل ایجاد می‌شود.
- پلی پروپیلن جم با دریافت گاز پروپیلن از پتروشیمی جم اقدام به تولید پلی پروپیلن با ظرفیت ۲۶۰ هزار تن می‌کند.
- صندوق مالکیت ۱۸ درصدی پتروشیمیران و ۲۲ درصدی پتروشیمی جم را دارد. با لحاظ کردن مالکیت ۴۴ درصدی جم در جم پیلن می‌توان گفت به طور موثر، صندوق مالکیت حدود ۱۸ درصدی جم پیلن را دارد.
- پتروشیمیران علاوه بر سود دریافتی از جم پیلن، پورتهوی کوچکی نیز دارد که گاهی سود فروش سرمایه‌گذاری دخیل می‌شود.

ارزشگذاری پتروشیمیران					
۱۴۰۴	۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	سود دریافتی پتروشیمیران از جم پیلن (م. ت)
۲۷۵۹	۲۴۰۰	۲۰۸۶	۱۸۱۴	۱۹۷۴	
۳۰۳۵	۲۶۳۹	۲۲۹۵	۱۹۹۵	۲۱۷۱	سود تقسیمی پتروشیمیران (م. ت)
۱۵٪					نرخ تنزیل دلاری
بعد از سال ۱۴۰۱ با P/E forward ۵ واحد					ارزش پایانی
ارزشگذاری نهایی					
۴۲۰ میلیون دلار (۱۰ هزار میلیارد تومان)					

انتظار سود ۱۸۰ میلیون دلاری جم پیلن در سال ۱۴۰۱

۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱-۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	میلیارد تومان
۱۱,۳۴۵	۹,۵۲۰	۴,۲۵۱	۶,۵۶۲	۳,۳۲۵	درآمدهای عملیاتی
-۶,۹۸۸	-۵,۴۶۶	-۲,۴۵۰	-۴,۰۸۴	-۲,۳۶۷	بهای تمام شده
۴,۳۵۷	۴,۰۵۴	۱,۸۰۰	۲,۴۷۹	۹۵۸	سود ناخالص
-۱۳۱	-۸۹	-۳۹	-۵۱	-۲۹	هزینه اداری عمومی
۰	-۰	-۰	۴۸	۰	سایر درآمدهای عملیاتی
۴,۲۲۶	۳,۹۶۵	۱,۷۶۲	۲,۴۷۶	۹۲۹	سود عملیاتی
۰	۰	۰	۰	۰	هزینه مالی
۶۷۲	۵۶۴	۲۵۷	۲۵۹	۱۷۳	سایر درآمدهای غیرعملیاتی
۴,۸۹۸	۴,۵۲۹	۲,۰۱۸	۲,۷۳۵	۱,۱۰۳	سود قبل مالیات
-۷۶	۵۲۶	۵۹۸	-۶۰۹	۰	مالیات
۴,۸۲۲	۵,۰۵۵	۲,۶۱۶	۲,۱۲۶	۱,۱۰۳	سودخالص
۲۴,۱۰۹	۲۵,۲۷۵	۱۳,۰۸۰	۱۰,۶۳۰	۵,۵۱۳	EPS
۱۷۹	۲۱۵	۱۲۲	۹۹	۹۸	سود میلیون دلار

صبا فولاد خلیج فارس



- مجتمع صبا فولاد خلیج فارس واقع در ۲۰ کیلومتری بندرعباس است که با ظرفیت ۱.۵ میلیون تن در تولید کنسانتره فعالیت دارد.
- محصول این شرکت به صورت بریکت گرم (HBI) است که از خاصیت ماندگاری و حمل و نقل خوبی برخوردار می باشد. این موضوع باعث می شود که تقاضای صادراتی خوبی برای این محصول وجود داشته باشد.
- طبق قرارداد بلندمدت، این مجتمع تعهد فروش سالانه ۴۰۰ هزار تنی این محصول را به فولاد مبارکه اصفهان دارد.
- شرکت در اردیبهشت امسال توانست با دریافت مجوزها به تولید کامل برسد و پیش بینی می شود که بتواند حداقل سالانه به تولید ۱ میلیون تن برسد.
- مالکیت این مجتمع برای صندوق (۷۵٪) و سرمایه گذاری آتیه صبا (۲۵٪) است. همچنین مالکیت سرمایه گذاری آتیه صبا به طور کامل در اختیار صندوق بازنشستگی می باشد.

۱۴۰۴	۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	میلیون ریال
۱۲۲,۴۳۲,۹۴۰	۱۰۷,۳۶۴,۵۶۵	۹۳,۳۹۲,۰۶۵	۸۱,۲۴۲,۰۶۵	۶۴,۴۶۲,۸۶۵	۲۹,۰۰۶,۰۵۷	۱۱,۲۴۹,۳۰۸	درآمدهای عملیاتی
-۹۱,۴۹۷,۴۵۹	-۷۸,۵۷۹,۰۴۷	-۶۷,۵۷۶,۹۳۹	-۵۱,۶۱۸,۵۳۵	-۳۴,۶۰۱,۰۸۶	-۱۶,۲۳۷,۷۶۹	-۸,۰۱۱,۲۹۲	بهای تمام شده
۳۱,۹۳۵,۴۸۱	۲۸,۷۸۵,۵۱۸	۲۵,۸۱۵,۱۲۶	۲۹,۶۲۳,۵۳۰	۲۹,۸۶۱,۷۷۹	۱۲,۷۶۸,۲۸۸	۳,۲۳۸,۰۱۶	سود ناخالص
-۹,۱۵۳,۹۱۷	-۷,۹۵۹,۹۲۸	-۶,۹۲۱,۶۷۶	-۵,۹۰۱,۹۹۰	-۴,۶۴۷,۶۴۹	-۱,۶۰۳,۱۹۶	-۱۸۱,۱۷۸	هزینه اداری عمومی
۱,۰۵۱,۳۹۳	۹۱۴,۵۲۴	۷۹۵,۵۰۷	۶۹۲,۰۱۴	۵۴۹,۰۹۰	۸۸۹,۵۷۱	-۴۹۳,۴۴۳	سایر درآمدهای عملیاتی
۲۳,۸۳۲,۹۵۷	۲۱,۷۴۰,۱۱۳	۱۹,۶۸۸,۹۵۶	۲۴,۴۱۳,۵۵۴	۲۵,۷۶۳,۲۲۰	۱۲,۰۵۴,۶۶۳	۲,۵۶۳,۳۹۵	سود عملیاتی
-۱۸۱,۰۴۴	-۱۵۷,۴۷۵	-۱۳۶,۹۸۱	-۱۱۹,۱۶۱	-۹۴,۵۵۰	-۴۱,۳۴۵	-۱۵۰,۴۶۰	هزینه مالی
۶۶,۰۰۴	۵۷,۳۹۵	۴۹,۹۰۹	۴۳,۳۹۹	۳۴,۷۱۹	۲۶,۷۰۷	۳۷,۸۲۴	سایر درآمدهای غیرعملیاتی
۲۳,۷۱۷,۹۱۷	۲۱,۶۴۰,۰۳۳	۱۹,۶۰۱,۸۸۳	۲۴,۳۳۷,۷۹۲	۲۵,۷۰۳,۳۸۹	۱۲,۰۴۰,۰۲۵	۲,۴۵۰,۷۵۹	سود قبل مالیات
۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	مالیات
۲۳,۷۱۷,۹۱۷	۲۱,۶۴۰,۰۳۳	۱۹,۶۰۱,۸۸۳	۲۴,۳۳۷,۷۹۲	۲۵,۷۰۳,۳۸۹	۱۲,۰۴۰,۰۲۵	۲,۴۵۰,۷۵۹	سودخالص
۵۸	۶۱	۶۳	۹۰	۱۰۹			سود خالص (میلیون دلار)

ارزشگذاری صبا فولاد	
نرخ تنزیل	۱۵%
نرخ رشد	۲%
ارزشگذاری نهایی	
۴۹۵ میلیون دلار (۱۲/۶ هزار میلیارد تومان)	

مفروضات	۱۴۰۰	۱۴۰۴-۱۴۰۱
فروش آهن اسفنجی (هزار تن)	۸۰۰	۱۰۰۰
شمش (دلار/تن)	۵۵۰	۵۰۰
بریکت گرم آهن اسفنجی به شمش	۶۳%	۶۰%
گندله به شمش	۲۶/۷%	۲۵/۵%

پتروشیمی فن آوران و خارک

با منطقی شدن قیمت گاز در دنیا سود شفن به ۱۸۰ میلیون دلار خواهد رسید

میلیارد تومان	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱-۱۴۰۰	۱۴۰۰	۱۴۰۱
درآمدهای عملیاتی	۲,۹۱۵	۵,۵۲۱	۴,۱۳۷	۹,۲۸۲	۱۱,۰۱۱
بهای تمام شده	-۱,۳۱۷	-۲,۳۸۲	-۱,۵۷۲	-۵,۴۷۸	-۴,۹۴۳
سود ناخالص	۱,۵۹۷	۳,۱۳۹	۲,۵۶۴	۳,۸۰۳	۶,۰۶۹
هزینه اداری عمومی	-۴۸۴	-۸۰۰	-۳۱۳	-۶۱۸	-۷۱۴
سایر درآمدهای عملیاتی	۲۹۳	۲۶۱	۳۹	۱۰۰	۲۲۶
سود عملیاتی	۱,۴۰۷	۲,۶۰۱	۲,۲۹۰	۳,۲۸۵	۵,۵۸۰
هزینه مالی	-۱۶۷	-۲۶۸	-۱۲۱	-۲۴۰	-۲۴۰
سایر درآمدهای غیرعملیاتی	۳۶۵	۳,۷۸۵	-۳۱۳	-۸۷۷	۱۳۴
سود قبل مالیات	۱,۶۰۶	۶,۱۱۸	۱,۸۵۶	۲,۱۶۸	۵,۴۷۴
مالیات	-۰	۰	-۴۰۳	-۳۸۶	-۳۸۷
سودخالص	۱,۶۰۵	۶,۱۱۸	۱,۴۵۳	۱,۷۸۳	۵,۰۸۸
EPS	۱۶,۸۹۸	۶۴,۳۹۵	۴۶۹	۵۷۶	۱,۶۴۴
سود میلیون دلار	۱۴۰	۲۸۹	۶۸	۷۷	۱۷۷

انتظار سود ۱۲۵ میلیون دلاری برای شخارک در سال ۱۴۰۱

۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱-۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	میلیارد تومان
۱۰,۵۳۶	۱۰,۹۸۷	۴,۱۹۸	۵,۱۷۱	۲,۶۱۹	درآمدهای عملیاتی
-۶,۰۹۴	-۷,۰۲۳	-۱,۸۹۴	-۱,۸۵۷	-۱,۱۲۹	بهای تمام شده
۴,۴۴۱	۳,۹۶۵	۲,۳۰۴	۳,۳۱۴	۱,۴۹۰	سود ناخالص
-۱,۱۸۵	-۱,۰۹۲	-۵۰۹	-۹۶۱	-۳۵۸	هزینه اداری عمومی
۴۷۷	۵۲۵	۲۰۷	۸۶۶	۶۸۱	سایر درآمدهای عملیاتی
۳,۷۳۴	۳,۳۹۸	۲,۰۰۲	۳,۲۱۹	۱,۸۱۳	سود عملیاتی
۰	۰	۰	۰	۰	هزینه مالی
۱۷۱	۱۷۱	۷۶	۱۶۶	۳۳۲	سایر درآمدهای غیرعملیاتی
۳,۹۰۵	۳,۵۶۹	۲,۰۷۸	۳,۳۸۵	۲,۱۴۵	سود قبل مالیات
-۲۸۰	-۲۵۰	۰	-۳	-۱	مالیات
۳,۶۲۵	۳,۳۱۹	۲,۰۷۸	۳,۳۸۲	۲,۱۴۴	سودخالص
۶,۰۴۲	۵,۵۳۲	۳,۴۶۳	۵,۶۳۶	۳,۵۷۴	EPS
۱۲۶	۱۴۳	۹۷	۱۶۰	۱۸۶	سود میلیون دلار

پتروشیمی مسجد سلیمان

معرفی شرکت

- یک واحد ۱۰۷۵ هزار تنی اوره (۶۸۰ هزار تن آمونیاک) است که در اردیبهشت سال ۱۴۰۰ به بهره برداری رسید.
- در حدود ۷۰۰ میلیون دلار وام ارزی (فایننس از چین به یوان) برای این پتروشیمی دریافت شده است که قرار است در ۸ قسط به مدت ۴ سال و با نرخ ۵.۲ درصد پرداخت شود. با توجه به بازپرداخت تسهیلات ارزی، احتمالاً تقسیم سود در چند سال آتی کم بوده و به مرور با پرداخت اصل تسهیلات افزایش خواهد یافت.
- مالکیت و صندوق در این پتروشیمی در حدود ۶۷ درصد است.
- طبق اطلاعات به دست آمده با توجه به مشابهت لایسنس این پتروشیمی با اوره لردگان، مشکلات عملیاتی برای آن به وجود آمده بود که مرتفع شده است.
- با توجه به سطوح تولید روزانه، احتمالاً امسال در حدود ۴۰۰ هزار تن اوره به فروش برساند و برای سالهای آتی با توجه به موضوع قطعی گاز انتظار تولید ۹۰۰ هزار تنی وجود دارد.



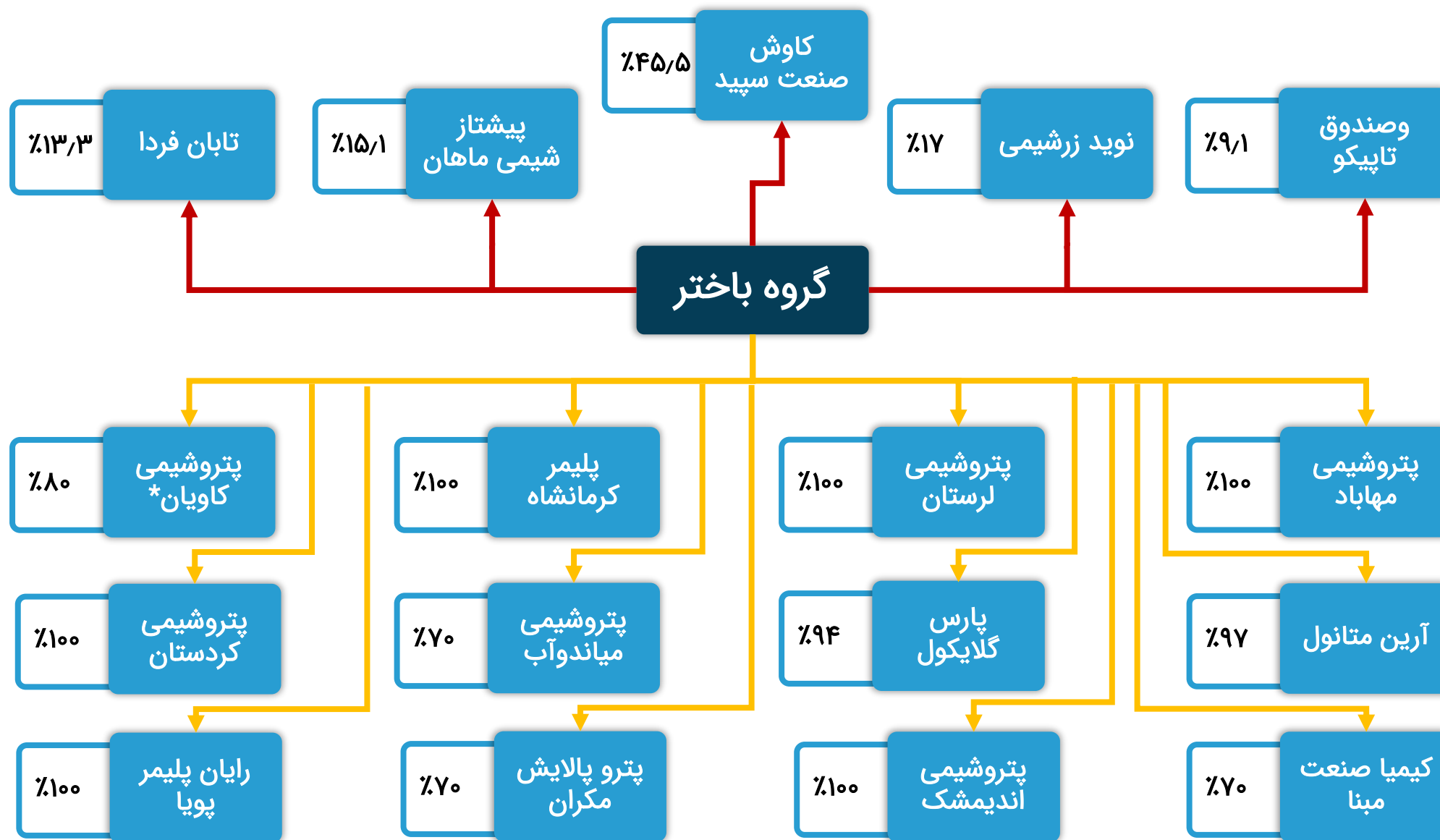
سود ۲۰۰ میلیون دلاری مسجد سلیمان بعد از بازپرداخت تسهیلات

۱۴۰۴	۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	میلیون ریال
۱۵۵,۹۵۹,۶۴۸	۱۳۵,۶۱۷,۰۸۵	۱۱۷,۹۲۷,۹۰۰	۹۱,۱۵۲,۰۰۰	۴۹,۵۸۵,۰۰۰	درآمدهای عملیاتی
-۶۰,۷۱۴,۸۹۳	-۵۴,۷۷۱,۴۵۵	-۴۹,۶۰۳,۲۴۷	-۴۰,۰۹۷,۰۲۶	-۲۳,۹۶۴,۱۶۸	بهای تمام شده
۹۵,۲۴۴,۷۵۵	۸۰,۸۴۵,۶۳۰	۶۸,۳۲۴,۶۵۳	۵۱,۰۵۴,۹۷۴	۲۵,۶۲۰,۸۳۲	سود ناخالص
-۱۰,۹۱۷,۱۷۵	-۹,۴۹۳,۱۹۶	-۸,۲۵۴,۹۵۳	-۶,۳۸۰,۶۴۰	-۳,۴۷۰,۹۵۰	هزینه اداری عمومی
۸۴,۳۲۷,۵۸۰	۷۱,۳۵۲,۴۳۵	۶۰,۰۶۹,۷۰۰	۴۴,۶۷۴,۳۳۴	۲۲,۱۴۹,۸۸۲	سود عملیاتی
۰	-۳,۴۷۴,۹۰۰	-۵,۸۹۴,۶۲۷	-۷,۵۰۱,۰۸۰	-۸,۴۹۴,۳۹۹	هزینه مالی
۰	-۴,۳۷۹,۲۰۶	-۱۱,۲۳۶,۶۴۷	-۱۵,۸۱۴,۶۱۸	-۱۲,۳۵۳,۲۶۷	سایر درآمدهای غیرعملیاتی
۸۴,۳۲۷,۵۸۰	۶۳,۴۹۸,۳۲۹	۴۲,۹۳۸,۴۲۵	۲۱,۳۵۸,۶۳۷	۱,۳۰۲,۲۱۷	سود قبل مالیات
۰	۰	۰	۰	۰	مالیات
۸۴,۳۲۷,۵۸۰	۶۳,۴۹۸,۳۲۹	۴۲,۹۳۸,۴۲۵	۲۱,۳۵۸,۶۳۷	۱,۳۰۲,۲۱۷	سودخالص
۲۰۵	۱۷۸	۱۳۸	۷۹	۶	سود میلیون دلار

ارزشگذاری پتروشیمی مسجد سلیمان

۱۴۰۴	۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	تقسیم سود
%۷۵	%۵۰	%۳۵	%۲۰	%۱۰	
%۱۵					نرخ تنزیل دلاری
%۰					نرخ رشد حقیقی
ارزشگذاری نهایی					
۶۷۱ میلیون دلار (۱۵/۷ هزار میلیارد تومان)					

گروه باختر





پلی اتیلن محل اصلی سودآوری گروه باختر

شرکت	توضیحات
پتروشیمی کاویان	پتروشیمی کاویان تولیدکننده سالانه ۲ میلیون تن اتیلن است که به خط لوله اتیلن غرب داده می‌شود. خوراک این مجتمع از فازهای ۴، ۵، ۹، ۱۰، ۱۵، ۱۶، ۱۷ و ۱۸ تامین می‌شود. حجم سرمایه‌گذاری انجام شده در این مجتمع در حدود ۱ میلیارد دلار است.
پلیمر کرمانشاه	یک واحد پلی اتیلن سنگین با ظرفیت ۳۰۰ هزار تن است. خوراک این پتروشیمی از مجتمع کاویان تامین می‌گردد.
پتروشیمی لرستان	یک واحد پلی اتیلن سنگین و سبک خطی با ظرفیت ۳۰۰ هزار تن است. خوراک این پتروشیمی از مجتمع کاویان تامین می‌گردد. همچنین با ظرفیت ۳۰ هزار تن نیز محصول بوتن را تولید می‌کند و در حجم بسیار پایینی C6+ به عنوان محصول جانبی است.
پتروشیمی مهاباد	یک واحد پلی اتیلن سنگین و سبک خطی با ظرفیت ۳۰۰ هزار تن است. خوراک این پتروشیمی از مجتمع کاویان تامین می‌گردد. همچنین با ظرفیت ۳۰ هزار تن نیز محصول بوتن را تولید می‌کند و در حجم بسیار پایینی C6+ به عنوان محصول جانبی است.
پتروشیمی کردستان	یک واحد پلی اتیلن سبک با ظرفیت ۳۰۰ هزار تن است. خوراک این پتروشیمی از مجتمع کاویان تامین می‌گردد.
پتروشیمی میاندوآب	یک واحد پلی اتیلن سنگین با ظرفیت ۱۴۰ هزار تن است. این پتروشیمی در تیر ماه سال ۱۳۹۹ به بهره‌برداری رسید. حجم سرمایه‌گذاری انجام شده در این طرح بیش از ۱۲۰ میلیون دلار است.
سایر شرکت‌ها	آریا پلاست سنج (تولیدکننده مخازن پلی اتیلن)، پویا پژوهش باختر (پژوهشی در حوزه تولید کاتالیست)، کشت و صنعت مکران (کشاورزی و شیلات)، بازرگانی کالای باختر (امور بازرگانی به خصوص صنعت پتروشیمی)، پویا ترابر پیش‌تاز (امور حمل و نقل به خصوص مواد اولیه و محصولات صنعتی)، مدیریت و توسعه صنعت باختر

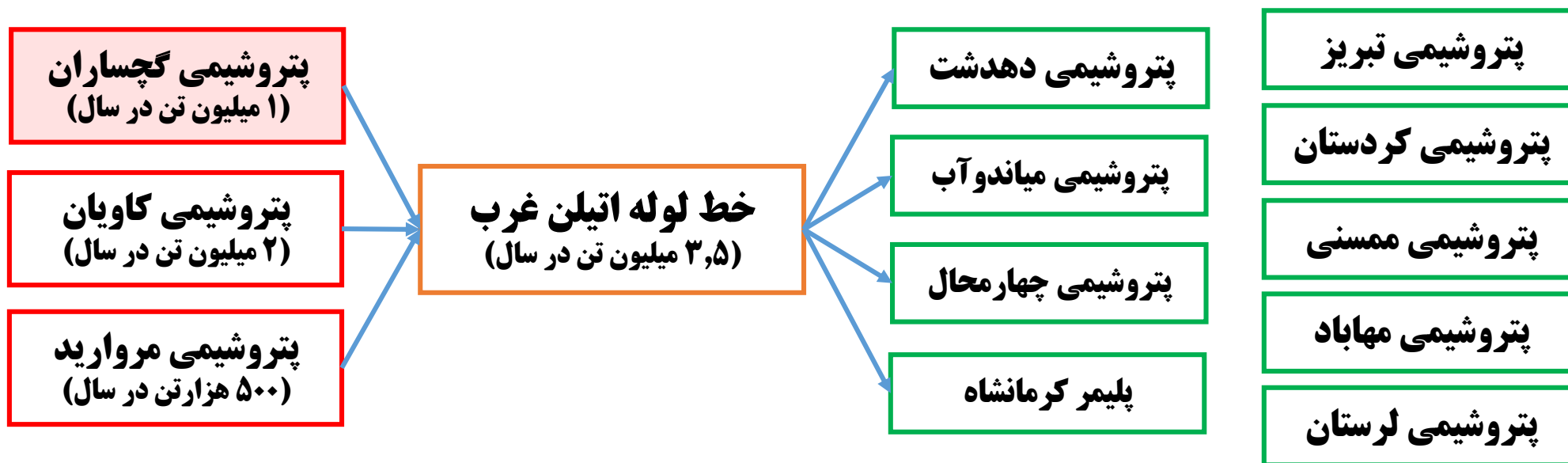


پترو پالایش مکران، مهمترین طرح گروه باختر

شرکت	توضیحات
پارس گلايکول	به منظور ایجاد یک واحد مصرف کننده اتیلن و تنوع بخشی در جریان های درآمدی، گروه باختر سهام عمده این شرکت که مجری طرح تولید اتیلن گلايکول به ظرفیت ۵۵۰ هزار تن در منطقه عسلویه است را خرید. تا پایان آبان ۱۴۰۰ پیشرفت طرح بیش از ۹۳ درصد بوده و احتمالاً تا پایان سال ۱۴۰۰ به بهره برداری خواهد رسید. عمده محصول مونو اتیلن گلايکول (۵۰۰ هزار تن در سال) و مابقی دی اتیلن گلايکول و تری اتیلن گلايکول است.
آرین متانول	نام دیگر این شرکت دی پلیمر آرین است. گروه باختر برای تنوع بخشی به جریان های درآمدی خود سهام عمده واحد ۱/۶ میلیون تنی تولید متانول را در منطقه عسلویه خریداری کرد. تا پایان آبان ۱۴۰۰ در حدود ۸۶ درصد پیشرفت داشته و احتمالاً در پایان سال ۱۴۰۰ به بهره برداری خواهد رسید.
رایان پلیمر پویا	طرح تولید پلی اتیلن سنگین با ظرفیت ۳۰۰ هزار تن در عسلویه است. این طرح به تازگی شروع شده و پیش بینی اولیه بهره برداری سال ۱۴۰۴ می باشد. خوراک این طرح از محل افزایش ظرفیت پتروشیمی کاویان است که موافقت اصولی آن در سال ۱۳۹۹ از وزارت نفت گرفته شده است. همچنین با توجه به نیاز پارس گلايکول و آرین متانول (بهره برداری هر دو در ۱۴۰۰) به واحد جداسازی هوا، این واحد در این طرح سریعتر پیش رفته و همزمان با دو پتروشیمی دیگر به بهره برداری خواهد شد.
پترو پالایش مکران	یک پتروپالایشگاه با ظرفیت ۳۰۰ هزار بشکه است که زیر مجموعه پتروشیمی کاویان می باشد. گازوییل یورو ۵، سوخت جت، اتیلن گلايکول و پروپیلن گلايکول و مشتقات آروماتیکی از محصولات این پالایشگاه است. در حال حاضر یک واحد پالایشگاهی آماده به ظرفیت ۶۰ هزار بشکه خریداری شده و در حال نصب و آماده سازی است. برآورد سرمایه گذاری برای این پتروپالایشگاه در مجموع بیش از ۶/۵ میلیارد دلار است.
پتروشیمی اندیمشک	طرح اولیه احداث واحد پلی اتیلن بوده که با خارج شدن اندیمشک از فهرست مناطق کمتر توسعه یافته و لغو معافیت مالیاتی طرح، منتفی شده و گروه در حال انجام اقدامات برای فروش امتیاز دانش فنی است. همچنین با توجه به برخی اقدامات زیرساختی انجام شده به دنبال جایگزینی یک طرح پایین دستی مناسب برای اجرا هستند.
کیمیا صنعت مبنا	۷۰ درصد این شرکت (حاضر در منطقه چابهار) خریداری شده و با تغییر شرکت از تولیدکننده اوره و آمونیاک به GTX، اقداماتی برای آماده سازی طرح در حال انجام است. یک واحد تولید پلی اتیلن و یک واحد تولید پلی پروپیلن برای ساخت ۲ بلوک متانول، تبدیل متانول به واحد اولفین ها (در مجموع ۱/۴ میلیون تن محصول) از مهمترین اجزای این طرح است. حجم سرمایه گذاری دیده شده برای این طرح بیش از ۱/۵ میلیارد دلار است.

کاویان، محل اصلی سودآوری باختر

- محل پتروشیمی کاویان در عسلویه، منطقه ویژه اقتصادی انرژی پارس است و علاوه بر تولید سالانه ۲ میلیون تن اتیلن، حدود ۱۸۰ هزار تن سی تری پلاس نیز تولید می‌کند.
- مجتمع پتروشیمی کاویان حدود ۷۷ درصد اتیلن تولیدی کاویان (حدود ۱.۵ میلیون تن) توسط پتروشیمی‌های خود گروه مصرف می‌شود.
- با توجه به مالکیت ۶۱ درصدی گروه پتروشیمی باختر در پتروشیمی کاویان و به دلیل گریز از مشکلات تحریمی، هلدینگ خلیج فارس سهم ۲۰ درصدی خود در پتروشیمی کاویان را در سال ۱۳۹۹ به پتروشیمی ابن سینا اندیمشک انتقال داده است.



رسیدن به سود ۹۰۰ میلیون دلاری در افق ۳ ساله

۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	میلیارد تومان
۸۷,۳۷۰	۷۵,۹۷۴	۵۵,۷۶۴	۴۵,۲۴۵	۳۲,۹۳۹	۱۴,۸۵۹	درآمد عملیاتی
-۴۵,۹۶۲	-۳۹,۹۶۷	-۲۷,۸۳۲	-۱۸,۶۴۳	-۱۲,۸۹۳	-۷,۴۸۴	بهای تمام شده
۴۱,۴۰۷	۳۶,۰۰۶	۲۷,۹۳۲	۲۶,۶۰۳	۲۰,۰۴۶	۷,۳۷۵	سود ناخالص
-۵,۳۶۲	-۴,۶۶۲	-۳,۴۲۲	-۲,۷۷۷	-۱,۸۸۳	-۱,۰۶۳	هزینه اداری عمومی
۲۰۷	۱۸۰	۱۵۷	۱۲۵	۹۶	۳۸۹	سایر درآمدهای عملیاتی و غیرعملیاتی
-۹۹۳	-۸۶۳	-۶۳۴	-۵۱۴	-۲۶۱	-۲۲۰	هزینه مالی
۳۵,۲۶۰	۳۰,۶۶۱	۲۴,۰۳۳	۲۳,۴۳۷	۱۷,۹۹۸	۶,۴۸۱	سود قبل مالیات
-۳۹	-۳۴	-۲۷	-۲۶	-۲۰	-۵	مالیات
۳۵,۲۲۱	۳۰,۶۲۷	۲۴,۰۰۶	۲۳,۴۱۱	۱۷,۹۷۸	۶,۴۷۶	سود خالص تلفیق
۳۲,۴۱۲	۲۸,۱۸۵	۲۲,۰۹۲	۱۹,۹۶۸	۱۵,۹۵۷	۵,۲۹۹	سود قابل انتساب به مالکان شرکت اصلی
۲۷,۵۵۱	۲۳,۹۵۷	۱۸,۷۷۸	۱۶,۵۳۰	۱۲,۵۹۵	۴,۵۹۱	سود شرکت اصلی
۲۰,۶۶۳	۱۷,۴۸۹	۱۳,۱۴۵	۱۱,۰۷۵	۸,۰۴۲	۳,۳۰۹	سود تقسیمی
۹۰۸	۹۰۸	۸۱۸	۸۵۰	۷۴۲	۴۷۲	سود تلفیقی مالکان اصلی (میلیون دلار)



آوای آگاه
AVA AGAH

۵/۳ میلیارد دلار ارزشگذاری گروه باختر

مفروضات	توضیحات
اتان	برطبق فرمول اعلامی برای اتان و با توجه به قیمت‌های پلی اتیلن برای سال‌های آتی، متوسط قیمت اتان در سال ۱۴۰۰ برابر ۳۱۰ دلار بر هر تن و برای سال‌های آتی ۲۹۰ دلار بر هر تن تخمین زده می‌شود.
اتیلن	متوسط قیمت اتیلن در سال ۱۴۰۰ برابر ۷۹۰ و در سال‌های آتی ۷۰۰ دلار بر هر تن تخمین زده می‌شود. میزان اتیلن تولیدی برای سال‌های آتی ۱/۸ میلیون تن در سال تخمین زده می‌شود. در سال ۱۳۹۹ در حدود ۱/۸۵ میلیون تن تولید بوده است.
پلی اتیلن	قیمت پلی اتیلن متوسط شرکت (سنگین، سبک و سبک خطی) برای سال ۱۴۰۰ برابر ۱۱۵۰ و برای سال‌های آتی ۱۰۰۰ دلار بر هر تن تخمین زده می‌شود. با توجه به ظرفیت شرکت‌ها میزان تولید در حدود ۱/۴ میلیون تن دیده شده است.
آرین متانول	فرض شده است که در نیمه اول سال ۱۴۰۱ به بهره برداری برسد و با قیمت متانول ۳۳۰ دلار بر هر تن و نرخ گاز ۱۵ سنت بر هر مترمکعب فعالیت کند. در حالت ظرفیت کامل تولید ۱/۴ میلیون تنی خواهد داشت.
پارس گلایکول	فرض شده است که در نیمه اول سال ۱۴۰۱ به بهره برداری برسد و با قیمت اتیلن گلایکول متوسط ۶۳۰ دلار بر هر تن فعالیت کند. در حالت ظرفیت کامل تولید ۴۶۰ هزار تنی خواهد داشت.
سایر طرح‌ها	با توجه به نامشخص بودن وضعیت پترو پالایش مکران و زمان بهره برداری (حتی فاز ۶۰ هزار بشکه‌ای) و همچنین وضعیت نامشخص طرح‌های دیگر، اثرات سود و زیانی آنها آورده نشده است و صرفاً به صورت یک نرخ رشد حقیقی ۵ درصد دیده شده اند.
نرخ تنزیل	به صورت ۱۵ درصد دلاری در نظر گرفته شده است.
نرخ رشد	با توجه به انواع طرح‌های باقی‌مانده (به خصوص پترو پالایش مکران) فرض شده است که سود شرکت بعد از سال ۱۴۰۳، به صورت حقیقی سالی ۵ درصد رشد کند.
ارزشگذاری نهایی	
۵/۳ میلیارد دلار (۱۳۳ هزار میلیارد تومان)	

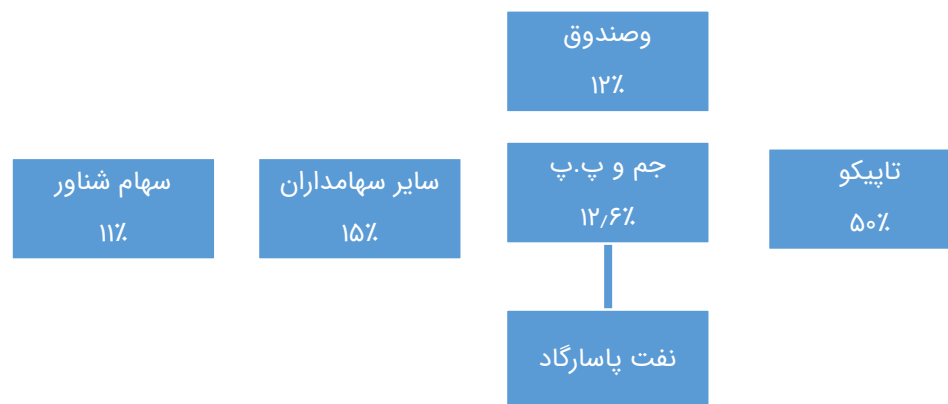


آوای آگاه
AVA AGAH



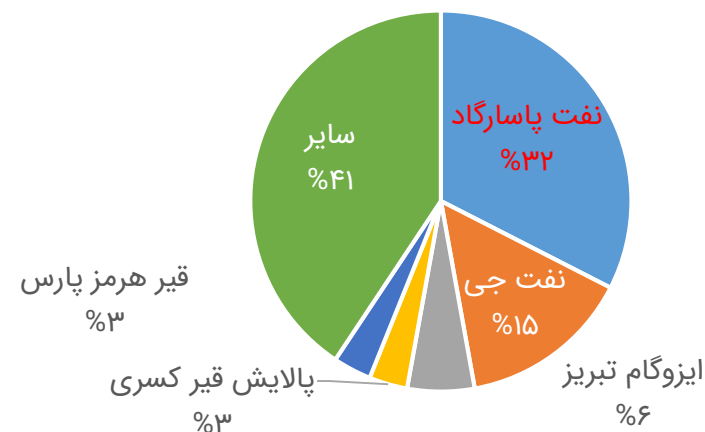
نفت پاسارگاد

شپاس، بزرگترین شرکت تولیدکننده قیر خاورمیانه



کارخانه	ظرفیت (هزار تن)	تولید سال ۹۹ (هزار تن)
بندرعباس	۶۹۲	۳۲۶
آبادان	۷۶۸	۳۳۰
تهران	۷۰۳	۱۶۷
اراک	۵۱۰	۱۸۱
شیراز	۴۲۰	۶۵
تبریز	۳۵۰	۳۵
مجموع	۳۵۰۰	۱۱۰۰

تولیدکنندگان قیر بر اساس ظرفیت



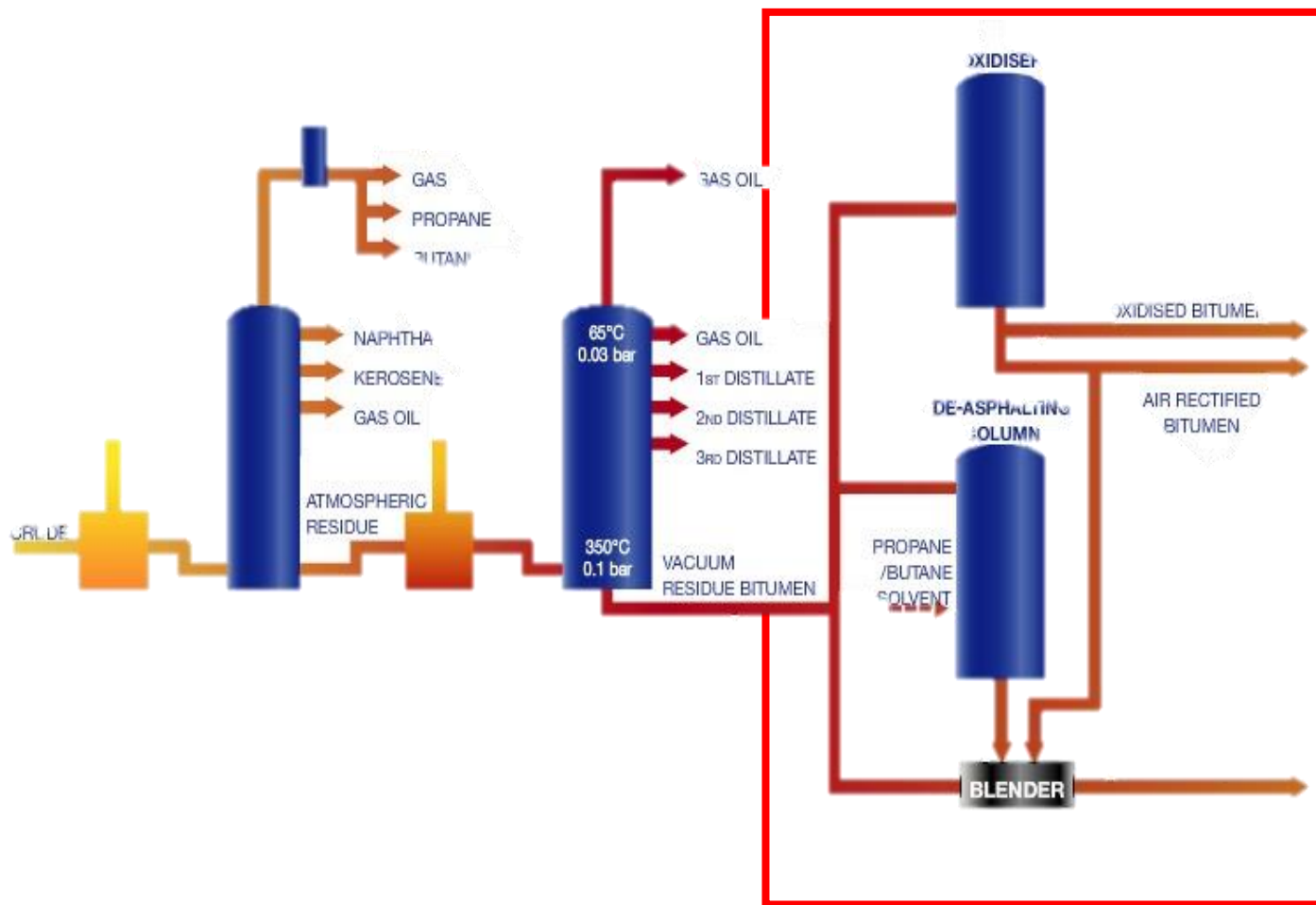


تکنولوژی تولید نه چندان پیچیده و ورود آسان به بازار

قیر با دمش هوا در ته مانده برج تقطیر تولید می شود و در نهایت به منظور رسیدن به خواص فیزیکی (گرانروی، نفوذ و ...) با برخی مواد دیگر ترکیب شده و به صورت فله یا مطروف شده به فروش می رسد.

این فرآیند از منظر تکنولوژیک پیچیدگی خاصی ندارد و سبب شده است پس از واگذاری مجموعه های تولید قیر پالایشگاه ها به ۲ شرکت نفت پاسارگاد و نفت جی شاهد افزایش تعداد شرکت های فعال در صنعت بوده ایم. تقریباً معادل ۳۰ میلیون تن پروانه تولید قیر در کشور صادر شده است که با توجه به ماکزیمم

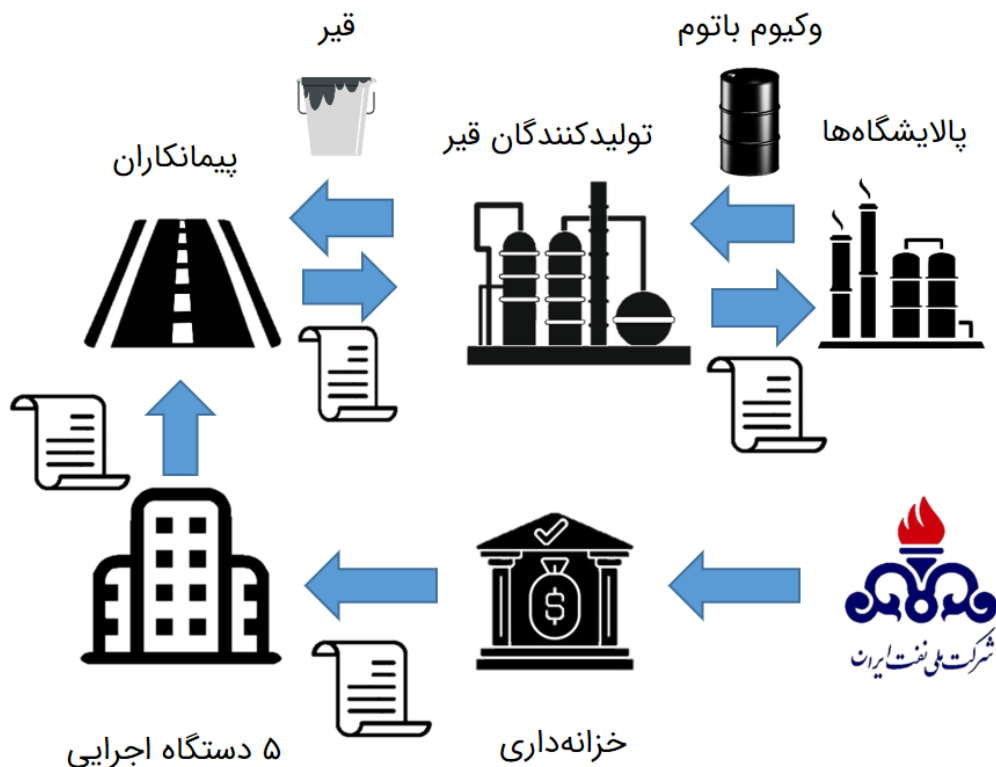
یک پلنت ۲ میلیون تنی تولید قیر تقریباً ۲۲۰ میلیون یورو هزینه دارد. ارزش جایگزینی تمامی پالایشگاه های نفت پاسارگاد حدوداً ۱۰ همت می باشد. (ارزش بازار شرکت ۳.۵ همت)



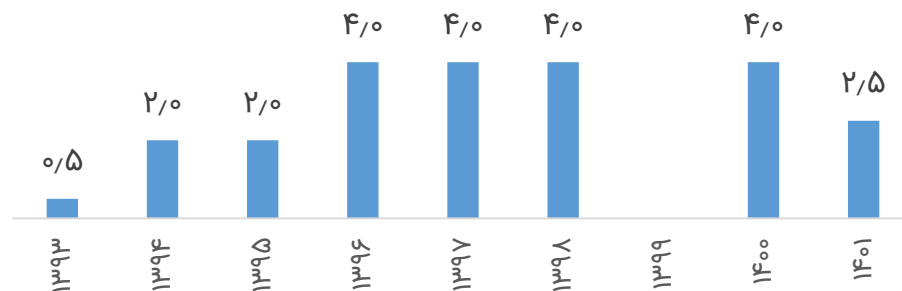
بازار معيوب وكيوم باتوم حواله‌اي

از سال ۱۳۹۳ در بودجه کل کشور قير در قالب حواله به ۵ دستگاه اجرائی کشور تخصيص پيدا می‌کند که با وجود فشار افکار عمومی همچنان ادامه دارد.

به دليل وجود فساد در تخصيص اين حوزه احتمالا تمايل به توليد قير در واحدهای کوچکتر و با شفافيت پايين‌تر بيشتر است و موجب سخت‌تر شدن کار شرکت‌های توليدکننده بزرگ مثل نفت پاسارگاد شده است.



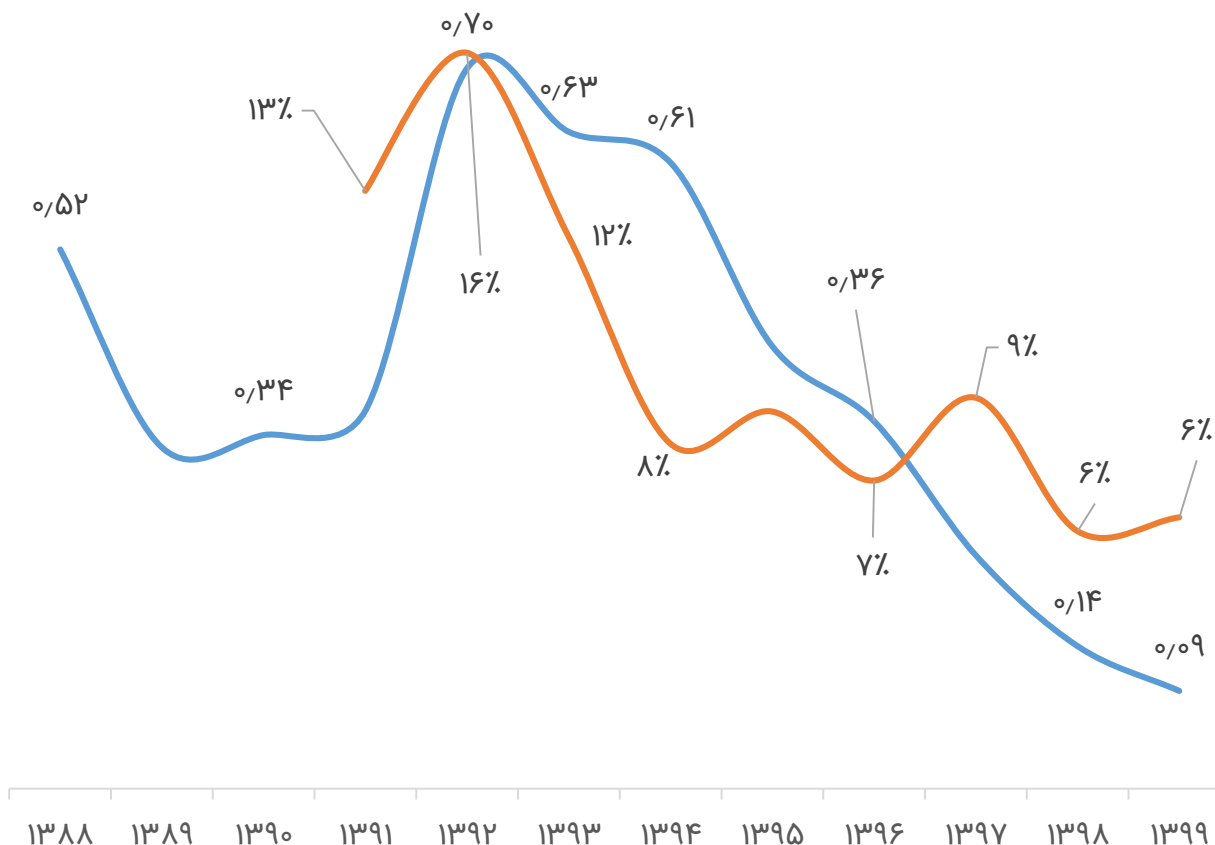
میزان حواله قير در قانون بودجه



افت جدی بازده سودآوری در شرکت

در ۱۲ سال اخیر شاهد افت جدی سودآوری شرکت همزمان با کاهش حاشیه سود صنعت هستیم. نمودار آبی‌رنگ که با قیمت نفت و دلار تعدیل شده است نشان می‌دهد افت سودآوری در صنعت ناشی از تحولات حوزه محیطی خود شرکت یا صنعت بوده است و کمتر از تحولات بنیادین و سیستماتیک اقتصاد تبعیت کرده است.

در حالی که اکثر شرکت‌هایی که فروش دلاری داشته‌اند در سال‌های اخیر شاهد رشد سودآوری حقیقی بوده‌اند، (با توجه به اهرم دلاری) شپاس با وجود رشد ریالی از رشد دلاری محروم بوده است. در چند اسلاید آتی به دلایل این رخداد بیشتر خواهیم پرداخت.



— حاشیه سود ناخالص صنعت (جم و پاسارگاد) — سود ناخالص هر تن قیر به دلار (تعدیل شده با نفت)



آواي آگاه
AVA AGAH

کاهش میزان راه‌سازی در کشور و کاهش مصرف قیر

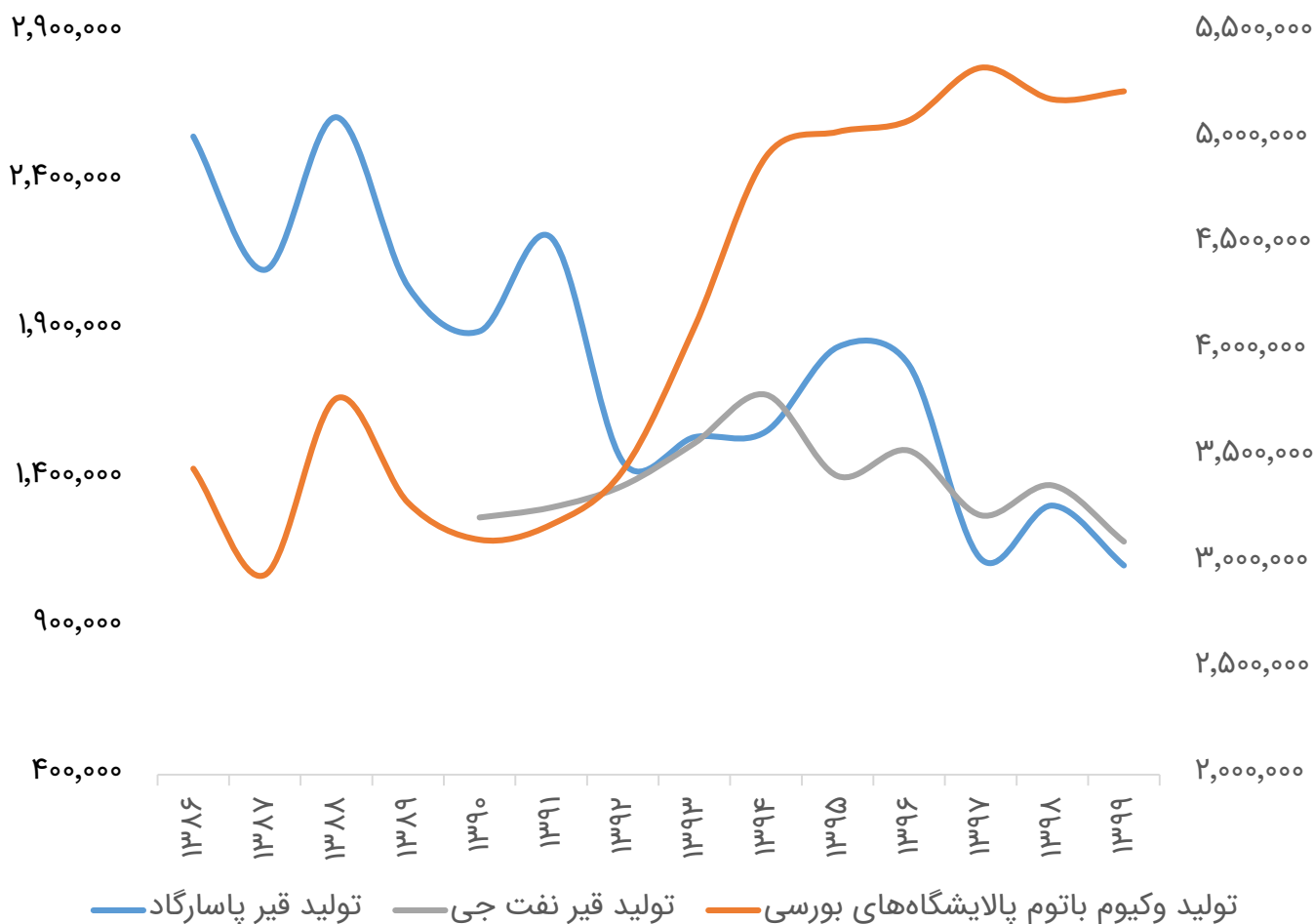


۹۰٪ قیر کشور در حوزه راه‌سازی به کار می‌رود و ۱۰٪ باقی در حوزه عایق‌کاری به کار می‌رود.
بر اساس آمار وزارت راه و شهرسازی میزان ساخت راه‌های جدید در کشور به نسبت دهه ۸۰ افت قابل توجهی پیدا کرده است که می‌توان این افت را به کاهش بودجه عمرانی کشور ناشی از افت قیمت نفت، تحریم و غلبه هزینه‌های جاری در بودجه دانست.
در بهترین حالت در ۱۰ سال اخیر ۴ میلیون تن قیر در کشور مصرف شده است.



آواي آگاه
AVA AGAH

افت مقدار تولید نفت پاسارگاد و از دست دادن سهم بازار



با وجود بهبود تولید وکیوم باتوم پالایشگاههای بورسی، شاهد افت تولید جدی در نفت پاسارگاد بوده‌ایم که به منی آن است که این شرکت سهم بازار قابل توجهی را در کشور از دست داده است و با وجود ظرفیت ۴ میلیون تنی به تولید ۱.۲ میلیون تنی می‌پردازد که سبب افت جدی حاشیه سود و افزایش هزینه‌های ریالی به ازای هر تن تولید شرکت و کاهش سود شده است.

شرکت مشابه نفت جی به نسبت نفت پاسارگاد افت کمتری در تولید را شاهد بوده است که به این معنی است که تمام افت تولید شرکت نفت پاسارگاد ناشی از متغیرهای محیطی صنعت و اقتصاد نبوده است.



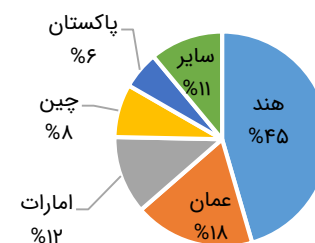
آوای آگاه
AVA AGAH

افت مقدار تولید نفت پاسارگاد و از دست دادن سهم بازار



در ۳ سال اخیر فاصله بین نرخ قیر ایران و قیر صادراتی سایر مناطق آسیا (بحرین، کره و سنگاپور) به شدت افزایش یافته است و در مواقعی بالای ۴۰٪ بوده است. این امر در حالی است که قیمت‌گذاری خوراک شرکت بر اساس نفت کوره و نفت سفید فوب خلیج فارس می‌باشد. این امر سبب کاهش با اهمیت حاشیه سود شرکت‌ها در فروش صادراتی نیز شده است. بخش عمده این اختلاف احتمالا به واسطه وابستگی زیادی صادراتی به چند مقصد و تشدید این فاصله ناشی از تحریم و رقابت منفی شرکت‌های ایرانی بوده است.

مقاصد صادراتی قیر ایران





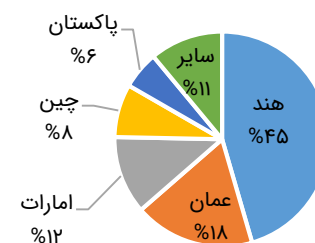
آوای آگاه
AVA AGAH

تمرکز مقاصد صادراتی، پاشنه آشیل صادرات قیر ایران

در ۳ سال اخیر فاصله بین نرخ قیر ایران و قیر صادراتی سایر مناطق آسیا (بحرین، کره و سنگاپور) به شدت افزایش یافته است و در مواقعی بالای ۴۰٪ بوده است. این امر در حالی است که قیمت‌گذاری خوراک شرکت بر اساس نفت کوره و نفت سفید فوب خلیج فارس می‌باشد. این امر سبب کاهش با اهمیت حاشیه سود شرکت‌ها در فروش صادراتی نیز شده است. بخش عمده این اختلاف احتمالا به واسطه وابستگی زیادی صادراتی به چند مقصد و تشدید این فاصله ناشی از تحریم و رقابت منفی شرکت‌های ایرانی بوده است.

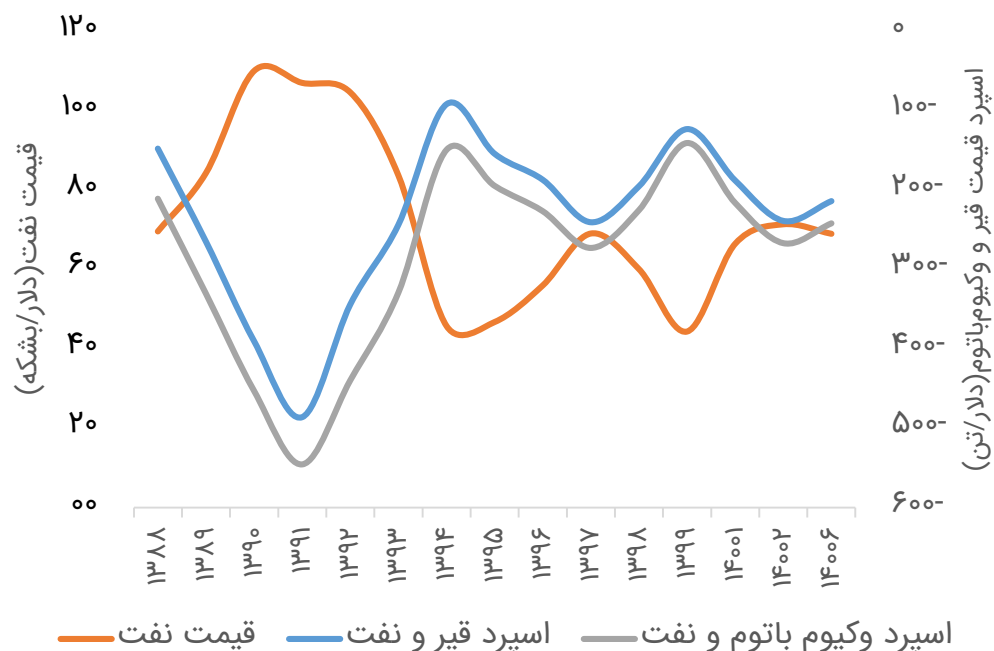


مقاصد صادراتی قیر ایران

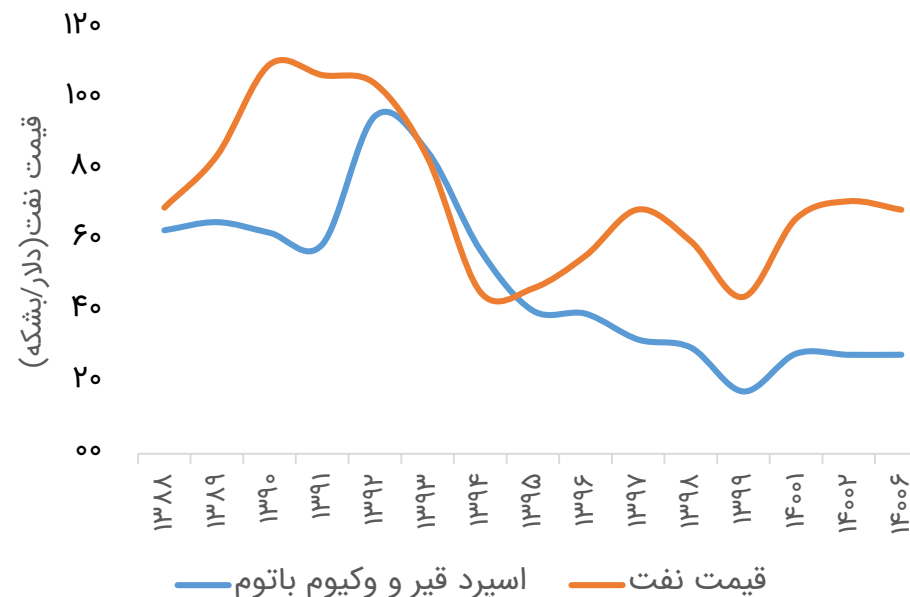




قیمت نفت توضیح دهنده رفتار و تغییرات اسپرد قیر و وکیوم باتوم می باشد



با محاسبه اسپرد قیر و نفت و اسپرد وکیوم باتوم و نفت مشاهده می شود که با افت قیمت نفت اسپرد این کالاها بهبود یافته و با رشد قیمت نفت اسپرد این کالاها کاهش می یابد. اما در مجموع میزان این افزایش و کاهش سبب می شود اسپرد بین قیر و وکیوم باتوم (مهم ترین فاکتور تعیین کننده سود شرکت) همونوا با قیمت نفت تغییر کند.





حساسیت سود شرکت به قیمت نفت بالاست

اسپرد قیر و وکیوم باتوم (دلار/تن)							قیمت نفت (دلار/بشکه)
۵۵	۵۰	۴۵	۳۰	۲۵	۲۰		
				۱,۳۳۱	۷۵۴	۴۰	
			۲,۳۴۵	۱,۷۶۸	۱,۱۹۱	۵۰	
			۲,۷۸۲	۲,۲۰۵	۱,۶۲۸	۶۰	
		۴,۹۴۹	۳,۲۱۹	۲,۶۴۲		۷۰	
	۵,۹۶۳	۵,۳۸۶	۳,۶۵۶			۸۰	
۶,۹۷۶	۶,۴۰۰	۵,۸۲۳				۹۰	

قیمت دلار							مقدار تولید (تن)
۳۳۰,۰۰۰	۳۱۰,۰۰۰	۲۹۰,۰۰۰	۲۷۰,۰۰۰	۲۵۰,۰۰۰	۲۳۰,۰۰۰		
۲,۴۷۸	۲,۲۱۰	۱,۹۴۳	۱,۶۷۵	۱,۴۰۷	۱,۱۴۰	۹۰۰,۰۰۰	
۳,۳۳۱	۳,۰۰۴	۲,۶۷۷	۲,۳۵۰	۲,۰۲۳	۱,۶۹۶	۱,۱۰۰,۰۰۰	
۴,۱۸۵	۳,۷۹۸	۳,۴۱۱	۳,۰۲۵	۲,۶۳۸	۲,۲۵۲	۱,۳۰۰,۰۰۰	
۵,۰۳۸	۴,۵۹۲	۴,۱۴۶	۳,۷۰۰	۳,۲۵۴	۲,۸۰۸	۱,۵۰۰,۰۰۰	
۵,۸۹۱	۵,۳۸۶	۴,۸۸۰	۴,۳۷۵	۳,۸۶۹	۳,۳۶۴	۱,۷۰۰,۰۰۰	
۶,۷۴۵	۶,۱۸۰	۵,۶۱۵	۵,۰۵۰	۴,۴۸۵	۳,۹۲۰	۱,۹۰۰,۰۰۰	

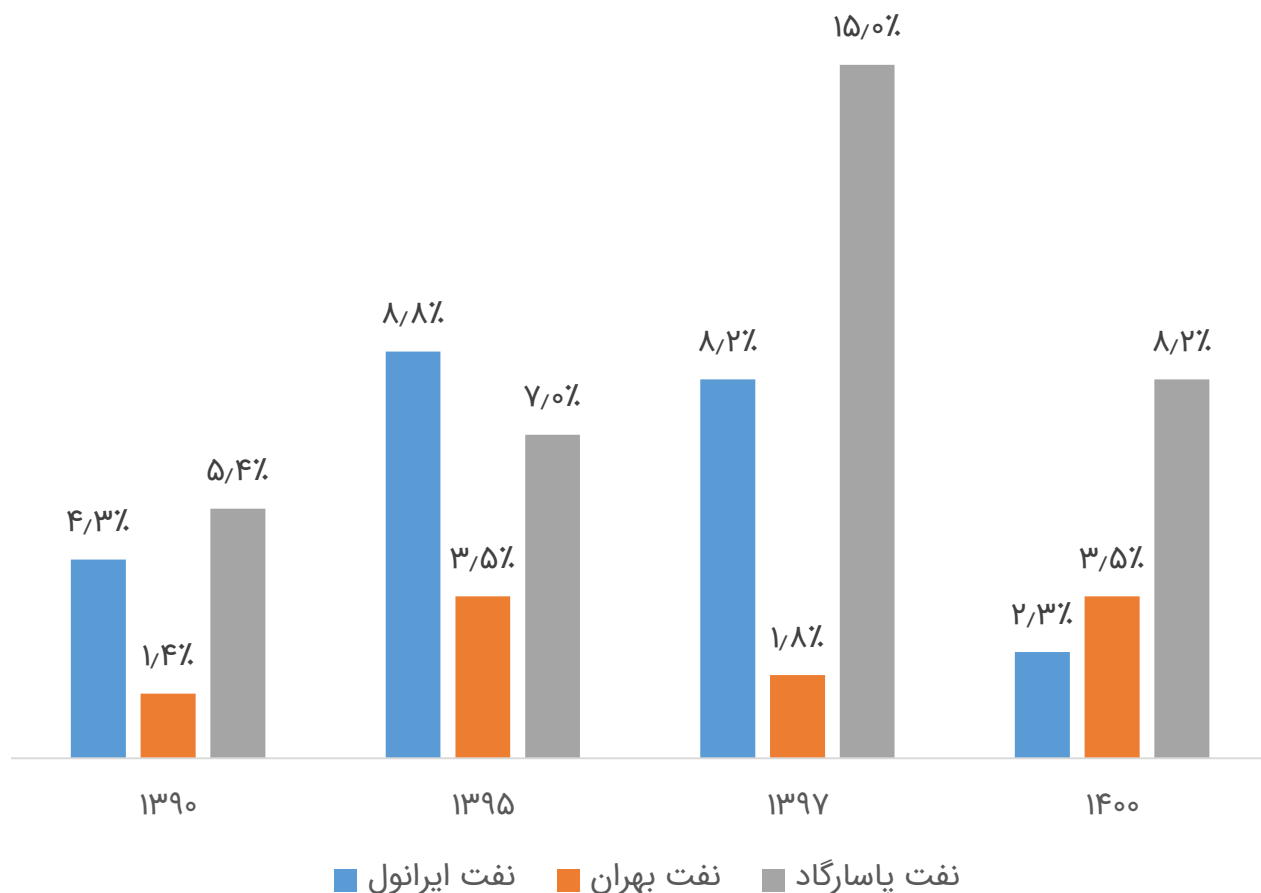
- با توجه به مبلغ فروش بزرگ و حاشیه ناخالص پایین، تاثیر نوسانات قیمت نفت بر شرکت بالاست و می‌تواند سود شرکت را به شدت افزایش دهد. رشد ۳۰٪ قیمت نفت می‌تواند سود شرکت را تا ۵۰٪ افزایش دهد. همچنین ریزش‌های شدید در کوتاه‌مدت می‌تواند شرکت را زیان‌ده کند (ناشی از اثر موجودی‌ها) و در مواقع رشد قیمت نفت نیز ممکن است در بازه‌ای حاشیه سود ناخالص بسیار خوبی رقم بخورد. (بهار ۱۴۰۰)
- همچنین در صورتی که شرایطی رقم بخورد که تولید شرکت بتواند به صورت با اهمیتی افزایش یابد سودآوری ش.د می‌تواند متحول شود که البته فعلا هیچ نشانه‌ای مبنی از این تحول دیده نمی‌شود.



آوا آگاه
AVA AGAH

بندهای حسابرسی نامطلوب زیاد، دریافتی‌های مشکوک و ذخایر بالا، حاکمیت شرکتی نامطلوب

نسبت مبلغ بندهای حسابرسی نامطلوب به فروش



۳ عضو هیئت‌مدیره شرکت از طرف صندوق تامین اجتماعی و ۲ عضو دیگر از سمت صندوق بازنشستگی منتصب می‌شوند.

معمولا هر ساله شرکت تعداد متعددی بند حسابرسی دارد. موارد متعددی ذخیره‌گیری صورت گرفته است و سود شرکت از دست رفته است.

در نمودار رو به رو اهمیت بندهای حسابرسی مضر به مبلغ فروش سه شرکت ایرانول، نفت سپاهان و نفت پاسارگاد را مشاهده می‌کنید.

با وجود اینکه شرکت‌های صنعت در کل با مبلغ زیادی معوقات رو به رو هستند، این معوقات در دو زیرمجموعه سرمایه‌گذاری تامین به نسبت سایر صنعت بالاتر است و معمولا تهدیدهای بیشتری شرکت‌ها را در این زمینه‌ها تهدید می‌کند.



آوا آگاه
AVA AGAH

انتظار سودآوری ۲۶۰ تومانی به ازای هر سهم برای سال ۱۴۰۱

دوره مالی	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	سال ۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	کارشناسی ۱۴۰۰	کارشناسی ۱۴۰۱
فروش	۱۳,۸۰۵,۶۸۵	۱۳,۴۴۹,۵۳۴	۱۷,۴۷۵,۸۴۶	۲۱,۵۹۲,۹۳۸	۳۸,۱۱۱,۱۹۹	۴۹,۲۰۴,۷۸۴	۷۶,۲۹۷,۲۶۸	۷۹,۹۳۵,۹۸۳
بهای تمام شده	-۱۲,۳۲۹,۰۳۰	-۱۲,۱۱۳,۲۹۱	-۱۶,۰۴۶,۵۶۷	-۱۹,۷۶۷,۷۷۹	-۳۴,۵۲۱,۰۳۱	-۴۷,۰۱۷,۵۴۳	-۷۱,۱۴۴,۵۹۷	-۷۳,۲۴۸,۴۲۶
سود ناخالص	۱,۴۷۶,۶۵۵	۱,۳۳۶,۲۴۳	۱,۴۲۹,۲۷۹	۱,۸۲۵,۱۵۹	۳,۵۹۰,۱۶۸	۲,۱۸۷,۲۴۱	۵,۱۵۲,۶۷۰	۶,۶۸۷,۵۵۶
هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی	-۴۴۳,۹۲۱	-۵۱۰,۳۵۸	-۳۸۸,۹۷۷	-۱۷۶,۴۷۸	-۷۷۰,۵۶۲	-۶۶۷,۹۱۶	-۹۵۰,۰۰۵	-۱,۳۷۸,۱۹۳
خالص سایر عملیاتی	-۹۲,۸۴۲	۱۱۰,۲۱۰	۱۲,۸۲۰	۲,۷۶۵	-۴۲۵,۲۹۷	۵۲۷,۲۵۰	۶۷,۷۹۰	۱۳۸,۶۸۸
سود عملیاتی	۹۳۹,۸۹۲	۹۳۶,۰۹۵	۱,۰۵۳,۱۲۲	۱,۰۱۴,۱۳۶	۲,۳۹۴,۳۰۹	۲,۰۴۶,۵۷۵	۴,۲۷۰,۴۵۵	۵,۴۴۸,۰۵۱
هزینه های مالی	-۲۶۹,۲۰۰	-۲۹۰,۱۴۲	-۳۳۶,۲۴۷	-۲۱۰,۶۳۳	-۷۱,۵۳۹	-۴۴۷,۲۶۲	-۱,۳۱۴,۴۳۴	-۱,۳۱۹,۵۳۷
خالص سایر غیرعملیاتی	۲۴۳,۷۳۵	۹۵,۷۲۶	۹۰,۴۰۳	۱۰۰,۶۳۲	۵۳۰,۰۰۱	۱,۵۷۵,۸۱۶	۲,۸۰۰,۵۴۳	۳,۴۰۳,۳۳۴
سود خالص قبل از مالیات	۹۱۴,۴۲۷	۷۴۱,۶۷۹	۸۰۷,۲۷۸	۹۰۴,۱۳۵	۲,۸۵۲,۷۷۱	۳,۱۷۵,۱۲۹	۵,۷۵۶,۵۶۵	۷,۵۳۱,۸۴۸
مالیات	-۱۱۴,۹۵۵	-۱۵۳,۶۶۵	-۱۴۹,۶۴۷	-۳۷,۷۲۳	-۳۱۹,۵۶۶	-۲۳۱,۳۰۹	-۷۲۶,۳۸۴	-۱,۲۰۵,۰۹۶
سود خالص	۷۹۹,۴۷۲	۵۸۸,۰۱۴	۶۵۷,۶۳۱	۸۶۶,۴۱۲	۲,۵۳۳,۲۰۵	۲,۹۴۳,۸۲۰	۵,۰۳۰,۱۸۱	۶,۳۲۶,۷۵۲
سود هر سهم پس از کسر مالیات	۱,۳۳۲	۹۸۰	۲۷۴	۳۸۳	۱,۷۵۳	۱,۲۲۷	۲,۰۹۶	۲,۶۳۶
سرمایه	۶۰۰,۰۰۰	۶۰۰,۰۰۰	۲,۴۰۰,۰۰۰	۲,۴۰۰,۰۰۰	۲,۴۰۰,۰۰۰	۲,۴۰۰,۰۰۰	۲,۴۰۰,۰۰۰	۲,۴۰۰,۰۰۰



آوای آگاه
AVA AGAH

موقعیت نه چندان جذاب برای سرمایه گذاری در صنعت قیر و شپاس

با افت بودجه عمرانی کشور و کاهش سرمایه گذاری در زیرساخت ها و راه سازی شاهد **افت مصرف داخلی قیر** هستیم. تکنولوژی تولید نه چندان پیچیده و سرمایه گذاری پایین نیز سبب شده است در دو دهه اخیر **ورود شرکت های کوچک رقابت** در بازار بسیار سنگین تر شده است. در کنار این موارد **شیوه معیوب توزیع حواله و کیوم باتوم** نیز کار شرکت ها برای جذب مشتری و افزایش سهم بازار را سخت تر کرده است و مجموعاً موجب **کاهش با اهمیت سهم بازار و کاهش تولید شرکت** شده است. در مجموع محیط کسب و کار شرکت **نامطلوب** ارزیابی می گردد.

با کاهش مصرف داخلی کشور، **صادرات مقداری کشور افزایش** داشته است. اما **رقابت منفی تولیدکنندگان داخلی، تحریم و تمرکز صادرات کشور بر چند مقصد محدود** (مثل هند) سبب شده است **فاصله بین نرخ قیر فوب ایران و میانگین سه بنچمارک آسیایی** تا ۴۰٪ نیز افزایش یافته است. در حالی که خوراک شرکت بر مبنای قیمت نفت کوره و نفت سفید قیمت گذاری می شود که با توجه به رقابت شرکت ها (۳۰ میلیون ظرفیت اسمی و ۶ میلیون و کیوم باتوم در دسترس) موجب **افت هر چه بیشتر حاشیه سود** شرکت ها می شود.

وجود بندهای حسابرسی متعدد و لزوم اخذ ذخایر در برخی سال ها سود شرکت را به شدت تحت تاثیر قرار داده است. در قیاس با شرکت بزرگ دیگر (نفت جی) شرکت **عملکرد بدتری در حفظ سهم بازار** داشته است و در مجموع عملکرد شرکت در زمینه **حاکمیت شرکتی و حفظ منافع سهامدار خرد نامطلوب** ارزیابی می شود. در کنار این نسبت **P/E ۵.۶ واحدی** (با فرض تقسیم سود ۱۵۰۰ ریالی در مجمع خرداد ۱۴۰۱) **ارزشگذاری شرکت را جذاب نمی کند.** (بر اساس قیمت در ۴ دی ماه ۱۴۰۰) در مجموع **توصیه به فروش سهام** می شود.

پتروشیمی ایلام

بی نیازی پتروشیمی ایلام از خط لوله اتیلن غرب

- فاز اول پتروشیمی ایلام تولید ۳۰۰ هزار تن پلی اتیلن سنگین بوده و مقرر شده بود که تا زمان راه اندازی فاز الفین، اتیلن خوراک خود را از خط لوله اتیلن غرب دریافت کند (میانگین تولید سه سال اخیر در حدود ۱۶۰ هزار تن بوده است).
- فاز الفین در انتهای سال ۱۳۹۹ راه اندازی و بهره برداری شده است. ورودی فاز الفین از سمت پالایشگاه گاز ایلام بوده و شرکت از خط لوله اتیلن غرب در حال حاضر خریدی ندارد
- بحث دریافت و قیمت گذاری خوراک از پالایشگاه گاز ایلام مهمترین نکته و ابهام شرکت است. تولید اتیلن بیشتر، بنزین پیرولیز، سوخت مایع و پروپیلن از تولیدات این واحد است.
- همچنین شرکت طرح بازیابی و تولید گوگرد گرانول را با توجه به شیرین سازی خوراک دریافتی از پالایشگاه گاز ایلام دارد که احتمالاً در انتهای سال ۱۴۰۰ به بهره برداری برسد.
- طبق قراردادی با شرکت پتروپاک ایرانیان (از زیر مجموعه های نفت)، خرید بخشی از اتان تا تکمیل فاز دوم پالایشگاه گاز ایلام ادامه دارد. برآورد ما این است که سالیانه حدود ۲۰ تا ۳۰ هزار تن خریداری شود (مشتري دیگر پتروپاک ایرانیان پتروشیمی امیر کبیر است).
- از نکات مهم نحوه قیمت گذاری برای خوراک دریافتی است. احتمالاً قیمت خوراک به صورت میانگین وزنی اجزای تشکیل دهنده همراه با یک تخفیفی باشد. با توجه قیمت خوراک تخمینی (گزارش شش ماهه ۱۴۰۰) و قیمت اجزای خوراک در سایر شرکت ها احتمالاً بابت کامل نبودن ظرفیت خوراک دهی از پالایشگاه یک تخفیفی در حوالی ۱۵ - ۱۰ درصد در نظر گرفته شده است.
- گزارش شش ماهه ۱۴۰۰ شرکت در حوزه میزان تولید، موجودی پایان دوره و مواد مصرفی تناقضات و دارای ابهام است.



وضعیت مبهم خوراک دریافتی

- شرکت در پایان شهریور ۱۴۰۰، حدود ۲۷۶ میلیون دلار وام ارزی (نرخ یورو بر +۵٪) ۵ ساله و ۱۱۷۰ میلیارد تومان وام ریالی حدود ۱۸ درصد ۱ ساله دارد. بازپرداخت اصل این وام‌ها قدرت تقسیم سود را به شدت کاهش خواهد داد.
- تراز ارزی منفی بیش از یک میلیارد دلاری (به واسطه تسهیلات ارزی و بدهی ارزی به هلدینگ فارس و پترول) در صورت رشد کمتر از ۲۰ درصد دلار محل شناسایی زیان‌های تسعیر سنگین است. همچنین قدرت تقسیم سود شرکت را بابت بازپرداخت به شدت کم می‌کند.
- با توجه نوع سهامداری غیر در این شرکت (مالکیت تاپیکو، وصندوق و مارون در ایلام و ۲۵ درصد سهامدار غیر فارس در پترول)، احتمالاً با درخواست هلدینگ خلیج فارس، شرکت در چند سال آتی با تقسیم سود پایین (حداقلی یا بدون پرداخت) به دنبال بازپرداخت بدهی‌های خود است.
- با توجه به اطلاعات به دست آمده اجزای حاضر در خوراک دریافتی فعلی متفاوت از طراحی اعلام شده برای خوراک از سوی شرکت است. البته همچنان در وضعیت کامل دریافت خوراک نیستیم و نمی‌توان برآورد دقیقی کرد اما به نظر این موضوع می‌تواند یکی از ریسک‌های شرکت باشد.
- بهره‌برداری از پتروشیمی ارغوان گستر ایلام (تولیدکننده پلی پروپیلن) که مالکیت ۴۰ درصدی آن برای پتروشیمی ایلام است می‌تواند زنجیره ایلام را کامل کند. با توجه به تاریخ بهره‌برداری احتمالی در نیمه سال ۱۴۰۱، احتمالاً این شرکت تا پایان سال ۱۴۰۳ و با تکمیل شدن ظرفیت فاز الفین پتروشیمی ایلام با ظرفیت ۶۵ درصدی کار کند.

تولید و خوراک فاز الفین - اعلامی						
میزان تولید محصولات واحد				میزان خوراک		
شرح	واحد	میزان خوراک	شرح	واحد	میزان محصول	محصولات قابل فروش
اتان	هزار تن/سال	۲۳۲/۸	اتیلن	هزار تن/سال	۴۵۸	۱۵۰
C3+	هزار تن/سال	۳۲۷/۸	پروپیلن "گرید شیمیایی"	هزار تن/سال	۱۰۶/۵	۱۰۶/۵
			پروپیلن "گرید پلیمری"	هزار تن/سال	۱۸/۱	-
C5+	هزار تن/سال	۳۹۱/۲	بنزین پیرولیز	هزار تن/سال	۱۳۳	۱۳۳
			سوخت مایع	هزار تن/سال	۳۳	۳۳

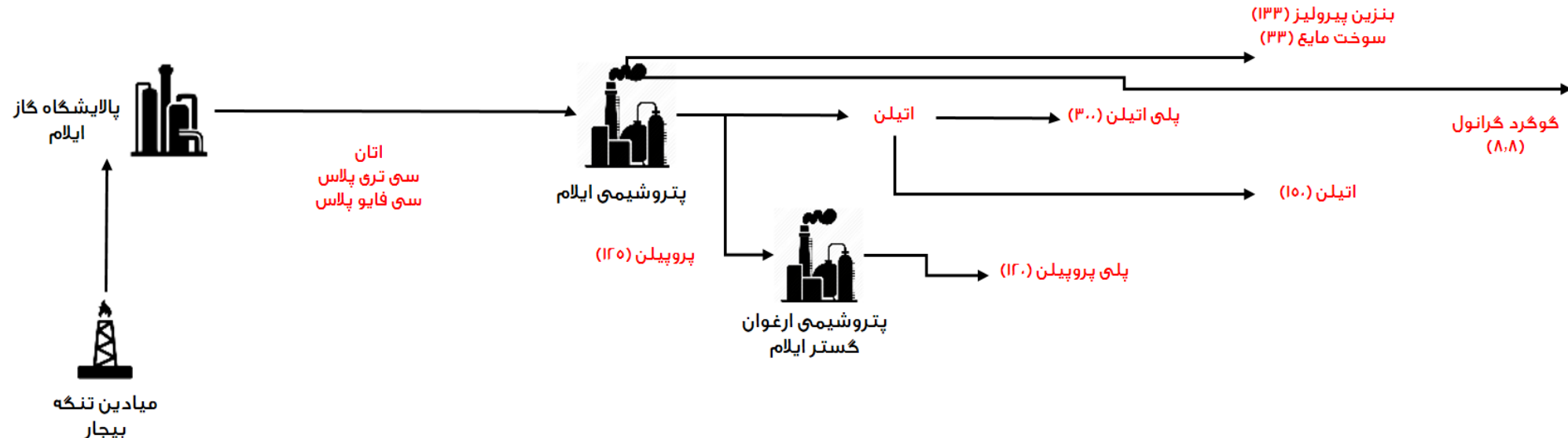
وضعیت خوراک دریافتی		
ماده	وضعیت (%)	سهم هر بخش خوراک در طراحی وضعیت فعلی
اتان	۲۴٪	۳۹٪
C3+	۳۴٪	۳۵٪
C5+	۴۱٪	۲۷٪



آوا آگاه
AVA AGAH

اجرای فاز دوم پالایشگاه گاز ایلام، پاشنه آشیل

- شرکت پالایش گاز ایلام به منظور تامین گاز مصرفی استان ایلام و استان های غربی کشور و همچنین تامین خوراک پتروشیمی ایلام و تقویت فشار گاز غرب کشور با تصفیه گاز میداین تنگه بیجار در ۱۲ کیلومتری غرب بخش چوار احداث شده است.
- فاز نخست این پالایشگاه فاز با ظرفیت فرآوری ۶/۸ میلیون متر مکعب گاز ترش راه اندازی شد (روزانه شامل ۵/۸ میلیون مترمکعب گاز سبک، ۳۸۰ هزار متر مکعب اتان، ۱۳۰۰ متر مکعب گاز مایع، ۷۵۰۰ بشکه میعانات گازی و ۳۴۰ تن گوگرد). طبق مصاحبه مدیرعامل شرکت در مهر ۱۴۰۰، با بهره برداری از فاز دوم در انتهای سال ۱۴۰۳، ظرفیت شرکت به فرآوری ۱۰/۲ میلیون مترمکعب گاز ترش در روز خواهد رسید.
- پالایشگاه گاز ایلام توانایی تکمیل کامل خوراک پتروشیمی ایلام را با استفاده از فاز نخست ندارد و با بهره برداری از فاز دوم پالایشگاه، پتروشیمی ایلام به ظرفیت کامل می‌رسد.
- با توجه به تولید ۶ ماهه پتروشیمی ایلام، به نظر می آید که ظرفیت استفاده شده در مقادیر کمتر از ۵۰ درصد است. احتمالاً در نیمه دوم سال در سطوح ۶۵ تا ۷۰ درصد ظرفیت کار کند و زمانی که پالایش گاز ایلام فاز دوم را بهره برداری کند به ظرفیت کامل می‌رسد.





آواي آگاه
AVA AGAH

اجرای فاز دوم پالایشگاه گاز ایلام، پاشنه آشیل

- پتروشیمی ارغوان گستر ایلام در اواخر سال ۱۴۰۱ به بهره برداری می‌رسد و در سال ۱۴۰۳ با ظرفیت کامل کار می‌کند.
- با توجه به اینکه وام‌ها در سال ۱۴۰۴ به اتمام می‌رسند جریان‌ات نقدی و تقسیم سود را تا سال ۱۴۰۵ ادامه داده ایم. با این حال با توجه به زیان انباشته تقسیم چندسال اول میسر نیست.
- قیمت محصولات به صورت زیر است (دلار/تن):

محصول	۱۴۰۰	۱۴۰۱-۱۴۰۶
پلی اتیلن سنگین	۱۰۰۰	۹۰۰
اتیلن	۷۹۰	۷۰۰
پروپیلن	۸۱۰	۷۵۰
سوخت مایع و بنزین پیرولیز	۵۵۰	۵۰۰

خوراک	۱۴۰۰	۱۴۰۱-۱۴۰۶
اتان	۳۱۰	۲۹۰
سی تری پلاس	۳۴۰	۴۲۰
فایو تری پلاس	۵۰۰	۴۲۰

	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴	۱۴۰۵
فروش پلی اتیلن سنگین (هزار تن)	۱۴۸	۱۶۴	۲۰۰	۳۰۰	۳۰۰	۳۰۰	۳۰۰	۳۰۰
فروش اتیلن مازاد	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۵۰	۱۵۰
پروپیلن	۰	۰	۱۲/۶	۶۳	۶۳	۶۳	۱۰۵	۱۰۵
بنزین پیرولیز	۰	۰	۱۵/۶	۷۸	۷۸	۷۸	۱۳۰	۱۳۰
سوخت مایع	۰	۰	۱۳/۹	۲۰	۲۰	۲۰	۳۳	۳۳
گوگرد	۰	۰	۰	۵/۷	۸/۸	۸/۸	۸/۸	۸/۸
درآمد عملیاتی (میلیون دلار)	۱۲۸	۱۲۰	۲۳۱	۳۷۵	۳۷۵	۳۷۵	۵۴۵	۵۴۵
بهای تمام شده	۱۰۹	۹۶	۱۷۹	۲۴۲	۲۴۰	۲۳۸	۳۸۲	۳۸۴
هزینه اداری عمومی	۳	۳	۱۱	۱۳	۱۴	۱۴	۱۷	۱۷
سایر عملیاتی و غیرعملیاتی	۵۱	۱۵	۸۷	۱۶۵	۱۲۹	۱۰۳	۶۸	۳۵
هزینه مالی	۱۲	۴	۲۱	۱۵	۱۱	۸	۴	۰
سود قبل از مالیات	-۴۷	۱/۵	-۶۷	-۶۰	-۱۹	۱۲	۷۴	۱۱۰
مالیات	۰	۱/۲	۰	۰	۰	۱	۵	۷
سود خالص	-۴۷	۰/۳	-۶۷	-۶۰	-۱۹	۱۱	۶۹	۱۰۳

سال	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴	۱۴۰۵	۱۴۰۶
نرخ تنزیل	%۱۵	%۱۵	%۱۵	%۱۵	%۱۵	%۱۵	%۱۵
تقسیم سود	%۰	%۰	%۰	%۰	%۰	%۱۰	%۵۰
نرخ رشد							%۵
ارزش روز پتروشیمی ایلام (میلیون دلار)	۳۱۵						
سهم و صندوق (مالکیت ۱۷٪)	۵۴						

نیرو تراز پی ریز



آوای آگاه
AVA AGAH

احداث نیروگاه در وضعیت مبهم

در ابتدای سال ۱۴۰۰ و در اواخر دولت دوازدهم عملیات اجرایی و زیرساختی این نیروگاه شروع شد اما با تغییر دولت فعلا در وضعیت نامشخصی قرار دارد.

طبق طرح اعلام شده، نیروگاه قابلیت اتصال به پست ۴۰۰ کیلووات کرخه، اتصال به شبکه سراسری و امکان اتصال به خط کرخه - العماره جهت صادرات برق را دارد.

- این شرکت مالکیت کامل نیروگاه اندیمشک ۳ را بر عهده دارد. نیروگاه اندیمشک ۳ یک نیروگاه سیکل ترکیبی ۵۴۰ مگاواتی بوده که شامل دو واحد گازی با ظرفیت مجموع ۳۴۰ تا ۳۶۰ مگاوات و واحد بخار با ظرفیت ۱۷۰ تا ۱۸۰ مگاوات است.
- قرارداد EPCF این نیروگاه با شرکت مپنا به مبلغ ۲۴۰ میلیون یورو بوده که ۵۰ درصد آن به صورت فایننس از سمت مپنا است و بازپرداخت این فایننس بعد از بهره برداری و از محل درآمد نیروگاه می‌باشد.
- قرارداد فروش به صورت خرید تضمینی (ECA) که مدت آن ۵ سال بعد از بهره برداری از واحد سوم (بخار) است. با توجه به زمان بهره برداری واحد بخار (۱۸ ماه بعد شروع واحد اول)، طول کل مدت قرارداد خرید تضمینی برق حدود ۷ ساله می‌شود.

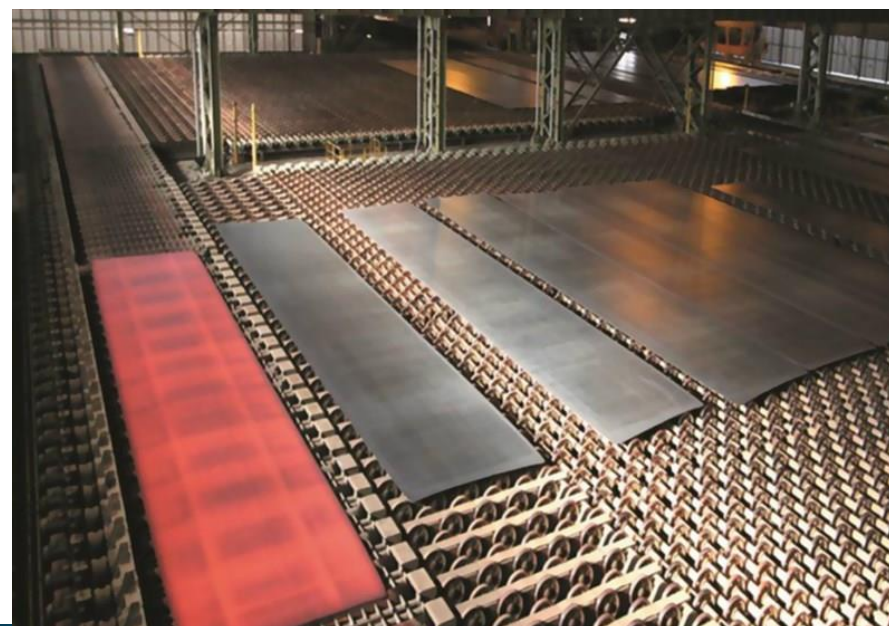
فولاد اکسین خوزستان



آواي آگاه
AVA AGAH

معرفی شرکت

- محصول اصلی این شرکت تولید ورق عریض از اسلب است که ظرفیت تولید ۱ میلیون را دارد. همچنین در کنار این موضوع ظرفیت ۲۱۰ هزار تن از این محصولات قابلیت انجام عملیات حرارتی را دارا می‌باشد. کاربرد این ورق‌ها در صنعت لوله سازی حوزه نفت و گاز است. از دیگر حوزه های کاربرد در مخازن تحت فشار ذخیره سازی، کشتی سازی، دیگ‌های بخار صنعتی و سازه‌های فلزی می‌باشد.
- سهام‌داران اصلی فولاد اکسین و صندوق (۳۰٪)، تاسیکو (۳۰٪) و گروه ملی صنعتی فولاد ایران می باشند.
- با توجه مالکیت کمتر از ۵۰ درصد هر دو هلدینگ، صورت مالی از شرکت موجود نمی‌باشد.
- با توجه به سطوح تولید روزانه و میزانی که میتواند اسلب از فولاد خوزستان دریافت کند به نظر می‌آید تولید این شرکت در سطوح ۷۰۰ تا ۸۰۰ هزار تن در سال باشد و پتانسیل افزایش و رسیدن به ۱ میلیون تن را فعلا ندارد.



سود ۵۰ میلیون دلاری فولاد اکسین خوزستان در بلندمدت

۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱۳۹۹	
۸۰۰	۸۰۰	۸۰۰	۷۵۰	۷۴۰	میزان فروش (هزار تن)
۵۵۰	۵۵۰	۵۵۰	۶۹۲	۴۱۵	متوسط قیمت اسلب فخوز
%۱۱	%۱۱	%۱۱	%۱۵	%۱۹	حاشیه سود خالص
۱,۷۲۸	۱,۵۰۳	۱,۳۰۷	۱,۸۰۶	۱,۵۵۱	سودخالص (میلیارد تومان)
۴۸	۴۸	۴۸	۷۷	۷۲	سود خالص (میلیون دلار)

ارزشگذاری پتروشیمی فولاد اکسین خوزستان					
۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱۳۹۹	تقسیم سود
%۷۵	%۷۵	%۷۵	%۷۰	%۶۴	
%۱۵					نرخ تنزیل دلاری
%۰					نرخ رشد حقیقی
ارزشگذاری نهایی					
۲۶۸ میلیون دلار (۶,۳ هزار میلیارد تومان)					

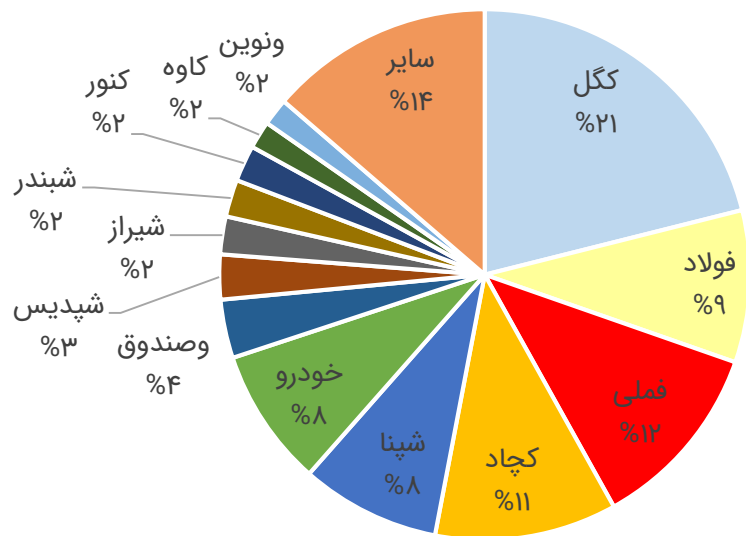
خدمات گستر صبا انرژی



معرفی شرکت

سود و زیان (میلیارد تومان)	۱۴۰۰	۱۴۰۱
درآمد سود سهام	۲۱۲	۲۱۶
سود فروش سرمایه گذاری	۹۳	۸۱
سود خالص	۲۹۸	۲۸۸
سود خالص (میلیون دلار)	۱۴	۱۲

- یک شرکت سرمایه‌گذاری (با مالکیت ۱۰۰ درصدی برای وصندوق) که قرار بوده است به صورت فعال مدیریت بخشی از دارایی‌های وصندوق را بر عهده داشته باشد.
- اخباری مبنی بر عرضه اولیه این شرکت سرمایه‌گذاری توسط وصندوق وجود دارد.
- در پایان خردادماه ۱۴۰۰، در حدود ۴۷۰۰ میلیارد تومان پورتنفوی این شرکت بوده است و احتمالا در حال حاضر بیش از ۵۴۰۰ میلیارد تومان ارزش سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت این شرکت باشد.
- تقسیم سود ۵۴۰ میلیارد تومانی این شرکت در سال گذشته بابت فروش سرمایه‌گذاری و شناسایی سود بوده که احتمالا تکرار پذیری پایینی دارد.
- با توجه پورتنفوی شرکت و با فرض حفظ آن انتظار داریم که به سود سالی ۱۲ میلیون دلار (۲۵ درصد فروش سرمایه‌گذاری) و تقسیم سود ۹۰ درصدی برسد.



ترکیب پورتنفوی خدمات گستر صبا انرژی

ایران یاسا



آواي آگاه
AVA AGAH

معرفی شرکت

- یک شرکت تولیدکننده تایر موتوری است و در حدود ۷۰ درصد بازار ایران را دارد. شرکت همچنین بخشی از محصولات خود را به افغانستان صادر می‌کند.
- میزان تولیدات شرکت در حدود ۱۲۵۰۰ تن است که با اتمام طرح توسعه تیوبلس، انتظار داریم در سال ۱۴۰۱ با اضافه شدن ظرفیت ۱۶۰۰ تنی به بیش از ۱۴ هزار تن تولید برسد.
- با توجه به افزایش بهای تمام شده تولیدکنندگان تایر، احتمال افزایش نرخ گرفتن در ابتدای سال ۱۴۰۱ زیاد است.

۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱-۱۴۰۰	۱۴۰۰	۱۴۰۱	میلیارد تومان
۳۷۹	۷۱۳	۵۶۴	۱,۰۲۶	۱,۴۰۰	درآمدهای عملیاتی
-۲۸۱	-۴۶۷	-۴۴۵	-۸۰۸	-۱,۱۰۴	بهای تمام شده
۹۸	۲۴۶	۱۱۹	۲۱۸	۲۹۵	سود ناخالص
-۱۶	-۱۸	-۱۳	-۲۷	-۳۷	هزینه اداری عمومی
-۱	۲۸	۱۲	۳۰	۲۰	سایر درآمدهای عملیاتی
۸۱	۲۵۶	۱۱۸	۲۲۱	۲۷۹	سود عملیاتی
-۱۳	-۱۴	-۱۰	-۲۱	-۱۶	هزینه مالی
۴	۳	۳	۵	۴	سایر درآمدهای غیرعملیاتی
۷۲	۲۴۶	۱۱۱	۲۰۵	۲۶۷	سود قبل مالیات
-۱۱	-۲۷	-۲۱	-۳۱	-۴۱	مالیات
۶۱	۲۱۸	۹۱	۱۷۴	۲۲۶	سودخالص
۶۸۱	۲,۴۲۷	۱,۰۰۶	۱,۹۲۹	۲,۵۰۹	EPS
۵/۵	۱۰/۲	۴/۲	۷/۵	۷/۹	سود میلیون دلار

سیمان ساوه و سیمان اردستان

- مجموعه وصندوق در پورتهوی خود دو شرکت سیمانی را سهامداری می‌کند: سیمان ساوه (۲۲٪) و سیمان اردستان (۱۵.۱٪).
- سیمان اردستان یک شرکت سیمانی با ظرفیت تولید ۱.۲ میلیون تنی سیمان خاکستری است.
- سیمان ساوه با ظرفیت ۲.۳ میلیون تن سیمان خاکستری و ۳۲۰ هزار تن سیمان سفید، جزو شرکت‌های سیمانی است که در منطقه پرتقاضا کشور قرار دارد. طبق آخرین قیمت‌ها به نظر می‌آید که سیمان با قیمت ۲۰ تا ۲۲ دلاری در بازار ایران متعادل شده است و شاید افزایش نرخ‌های جدی انرژی این عدد را بالاتر ببرد.
- حدود ۲۵ درصد محصولات سیمان ساوه صادراتی و برای سیمان اردستان این عدد کمتر از ۷ درصد است.
- برآورد سود سیمان اردستان در امسال در حدود بیش از ۱۶۰ میلیارد تومان و برای سال بعد بیش از ۲۰۰ میلیارد تومان است.

سیمان ساوه (م. ت)	۱۳۹۸	۱۳۹۹	نیمه ۱۴۰۰	۱۴۰۰	۱۴۰۱
درآمدهای عملیاتی	۳۹۲	۷۲۱	۵۲۵	۱,۲۰۱	۱,۷۲۶
بهای تمام شده	-۱۹۶	-۲۹۵	-۲۱۵	-۵۲۳	-۶۸۷
سود ناخالص	۱۹۶	۴۲۶	۳۱۰	۶۷۹	۱,۰۳۹
هزینه اداری عمومی	-۳۲	-۸۹	-۴۸	-۱۱۴	-۲۳۴
سایر درآمدهای عملیاتی	۹	۱۶	-۵	-۴	۲
سود عملیاتی	۱۷۲	۳۵۳	۲۵۷	۵۶۰	۸۰۶
هزینه مالی	-۴	-۴	-۳	-۵	-۵
سایر درآمدهای غیرعملیاتی	۱۴	۲۸	۱۷	۳۱	۳۱
سود قبل مالیات	۱۸۲	۳۷۶	۲۷۲	۵۸۷	۸۳۲
مالیات	-۳۱	-۴۰	-۴۶	-۱۰۵	-۱۲۱
سودخالص	۱۵۱	۳۳۶	۲۲۵	۴۸۲	۷۱۱
EPS	۲,۳۲۸	۵,۱۷۵	۳,۴۶۸	۷,۴۱۳	۱۰,۹۳۱

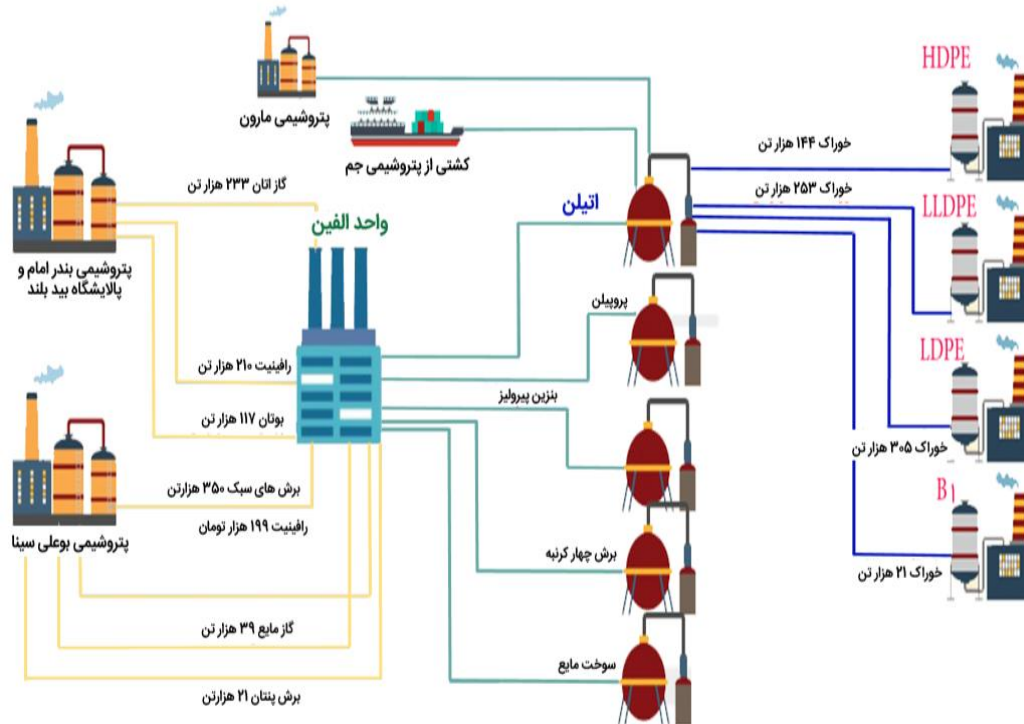
پتروشیمی امیر کبیر



آوا آگاه
AVA AGAH

معرفی شرکت

خوراک دریافتی پتروشیمی امیرکبیر به صورت گاز و مایع و ترکیبی است. تامین کننده خوراک گاز (اتان) شرکت پتروشیمی بندر امام و پالایشگاه گاز بیدبلند و تامین کننده خوراک مایع، مجتمع (برش‌های سبک، رافینیت، بوتان، گاز مایع و پنتان) پتروشیمی بوعلی و بندر امام است.



شرکت پتروشیمی امیرکبیر تولیدکننده انواع محصولات پلیمری (HDPE, LDPE, LLDPE) که در حدود ۱۱.۸ مالکیت آن با صندوق است. از دیگر مالکان شرکت میتوان به توسعه سرمایه رفاه (۵۱.۸٪)، نوید زرشیمی (۲۰٪) و شرکت صادرفر (۹.۸٪) اشاره کرد.

شرکت پتروشیمی امیرکبیر طی سال‌های گذشته با مشکل تامین خوراک اتان رو به رو بوده است، اما با توجه به بهره‌برداری پالایشگاه بیدبلند خلیج فارس، شرکت اقدام به خرید گاز خوراک اتان و پنتان پلاس از طریق این پالایشگاه کرده و طبق این قرارداد به مدت سه سال و سالانه ۱۲۰ هزار تن پنتان پلاس و ۱۲۰ سال سالانه تا ده سال خوراک اتان دریافت می‌کند.

*تصویر برگرفته شده از گزارش تحلیلی پتروشیمی امیرکبیر، واحد مشاوره و تحلیل کارگزاری فارابی است.



آواي آگاه
AVA AGAH

سود ۱۶۰ میلیون دلاری پتروشیمی امیرکبیر در ۱۴۰۱، اما پرریسک

- به دلیل نوع خوراک های ورودی به مجتمع، حساسیت پتروشیمی امیرکبیر به اسپرد بین محصولات و سودآوری زیاد است. به طور مثال در تخمین انجام شده برای سال ۱۴۰۱، در صورتی که نرخ پلی اتیلن ها را حدود ۱۰ درصد افزایش دهیم، با فرض حفظ نرخ اتیلن، سودآوری شرکت بیش از ۴۰ درصد رشد خواهد کرد.

۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱-۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	میلیارد تومان
۲۷,۷۷۸	۲۴,۹۱۶	۱۱,۷۷۳	۱۵,۴۶۹	۷,۳۷۵	درآمدهای عملیاتی
-۲۳,۷۴۱	-۱۹,۳۱۳	-۸,۴۴۴	-۱۱,۰۹۱	-۶,۷۶۵	بهای تمام شده
۴,۰۳۷	۵,۶۰۴	۳,۳۲۹	۴,۳۷۸	۶۱۰	سود ناخالص
-۸۳۳	-۷۸۵	-۳۹۱	-۶۳۲	-۳۰۰	هزینه اداری عمومی
۰	-۱۸۲	-۱۸۲	۳۶۵	۴۵	سایر درآمدهای عملیاتی
۳,۲۰۴	۴,۶۳۶	۲,۷۵۶	۴,۱۱۲	۳۵۴	سود عملیاتی
۰	۰	۰	۰	۰	هزینه مالی
۱۸۸	۱۸۸	۹۴	۵۲	۳۴	سایر درآمدهای غیرعملیاتی
۳,۳۹۲	۴,۸۲۴	۲,۸۵۰	۴,۱۶۴	۳۸۹	سود قبل مالیات
-۲۷۸	-۴۰۲	-۲۳۹	-۲۱۱	-۴۹	مالیات
۳,۱۱۴	۴,۴۲۲	۲,۶۱۱	۳,۹۵۲	۳۴۰	سودخالص
۸,۶۵۱	۱۲,۲۸۴	۷,۲۵۳	۱۰,۹۷۸	۹۴۳	EPS
۱۰۸	۱۸۸	۱۱۸	۱۹۲	۳۰	سود میلیون دلار

پتروشیمی نوری

- پتروشیمی نوری چهارمین تولید کننده محصولات آروماتیکی در کشور است و در عسلویه، منطقه ویژه اقتصادی واقع شده است. این شرکت بزرگترین تولید کننده پارازایلین با ظرفیت اسمی ۷۵۰ هزار تن در داخل کشور می باشد. بیش از ۸۲ درصد سود ناخالص شرکت ناشی از ۴ محصول برش سنگین، بنزن، پارازایلین و رافینیت می باشد. شرکت بخش عمده برش سنگین و رافینیت خود را صادر می کند. بنزن و برش سبک را در داخل کشور به فروش می رساند و نزدیک به ۵۰ درصد پارازایلین خود را صادر می کند.
- بخش عمده خوراک مجتمع میعانات گازی استحصال شده از فازهای گازی پارس جنوبی و پالایشگاه گاز پارسیان می باشد. باقیمانده خوراک مجتمع بنزین پیرولیز دریافتی از پتروشیمی جم می باشد.
- شرکت سهامدار ۹۹ درصدی پتروشیمی هنگام است. پتروشیمی هنگام یک طرح تولید اوره ۱/۱۵۰ و ۷۲۶ هزار تنی آمونیاک می باشد. برآورد اولیه طرح نزدیک به ۶۰۰ میلیون دلار بوده است.
- فرض شده شرکت در سال ۱۴۰۲، ۸۰۰ هزار تن و در سال های بعدی ۱ میلیون تن اوره تولید و به فروش برساند. نرخ اوره ۳۵۰ دلار و نرخ گاز ۱۵ سنت فرض شده است (با فرض تقسیم سود ۷۰ درصدی).

هزار میلیارد تومان	بهای تمام شده	مازاد ارزش
تولید (میلیون تن)	۴/۵	۴/۵
نرخ نفت	۷۰	۶۵
بنزن	۸۵۰	۸۰۰
نفتا	۶۵۰	۶۰۰
پارازایلین	۸۴۰	۷۸۰
میعانات گازی	۴۵۰	۴۱۶
بنزن پیرولیز	۵۵۰	۵۰۰



آواي آگاه
AVA AGAH

رسیدن به ۷۰۰ میلیون دلار سود با پتروشیمی هنگام

میلیون دلار	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴
درآمد عملیاتی	۲,۱۶۴	۲,۰۹۷	۳,۱۴۴	۲,۹۵۷	۲,۸۰۳	۲,۸۰۳	۲,۸۰۳
بهای تمام شده	۱,۷۷۰	۱,۴۷۶	۲,۳۲۷	۲,۲۵۲	۲,۱۵۷	۲,۱۶۰	۲,۱۶۳
هزینه اداری عمومی	۱۹۲	۱۹۶	۲۳۲	۲۲۱	۲۱۱	۲۱۲	۲۱۲
سایر عملیاتی و غیرعملیاتی	۱۱۵	۱۷۸	۱۰۴	۱۰۴	۲۳۹	۲۸۹	۲۹۰
هزینه مالی	۰	۰	۲	۲	۲	۲	۲
سود قبل از مالیات	۳۱۷	۶۰۳	۶۸۸	۵۸۷	۶۷۳	۷۱۹	۷۱۶
مالیات	۱۵	۰	۰	۰	۰	۰	۰
سود خالص	۳۰۲	۶۰۲	۶۸۸	۵۸۷	۶۷۳	۷۱۹	۷۱۶
EPS	۳,۷۹۲	۱۳,۷۸۹	۱۷,۹۶۴	۱۷,۶۱۰	۲۳,۲۱۸	۲۸,۴۸۰	۳۲,۶۱۶

پتروشیمی هنگام	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴
درآمد عملیاتی	۳۹۷	۴۹۸	۴۹۸
بهای تمام شده	۱۴۴	۱۶۹	۱۶۸
هزینه اداری عمومی	۱۶	۲۰	۲۰
سایر عملیاتی و غیرعملیاتی	-۲۰	-۲۰	-۲۰
هزینه مالی	۱۷	۱۶	۱۶
سود قبل از مالیات	۲۰۱	۲۷۳	۲۷۵
مالیات	۰	۰	۰
سود خالص	۲۰۱	۲۷۳	۲۷۵
سود خالص (میلیارد تومان)	۶,۲۳۱	۸,۵۷۱	۹,۹۲۸

نفت ایرانول



سهم بازار پایدار شرانل از بازار داخلی

سهم بازار شرانل در بازار روانکار داخلی در حدود ۲۰ درصد است که روند نسبتاً ثابتی را در سال‌های اخیر داشته است.

بیش از ۹۰ درصد بهای تمام شده شرکت مربوط به هزینه مواد مستقیم است که لوبکات و ادتیوهای وارداتی هستند. نرخ لوبکات به صورت ضربی از نرخ نفت کوره تعیین می‌شود لذا افزایش نرخ نفت خام باعث افزایش بهای تمام شده شرکت خواهد شد و در صورت عدم دریافت مجوز افزایش نرخ از سوی سازمان حمایت می‌تواند حاشیه سود شرکت را کاهش دهد.

طرح‌های توسعه‌ای شرکت شامل طرح بهبود راندمان در واحد موم‌گیری و تولید واکس کم روغن است که در ۲ فاز در حال انجام است که فاز ۱ آن در مراحل نهایی است و احتمالاً در پایان امسال به بهره‌برداری رسیده و ۱۱ میلیون لیتر به ظرفیت تولید روغن پایه شرکت اضافه خواهد کرد. فاز دو آن هنوز آغاز نشده است و وضعیت نامشخصی دارد. شرکت همچنین برای تامین انرژی مورد نیاز خود قصد احداث واحد یوتیلیتی در پالایشگاه روغن سازی تهران را دارد.

- شرکت نفت ایرانول یکی از چهار شرکت تولید کننده روانکار در ایران است. سبد محصولات این شرکت شامل انواع روغن های موتور و صنعتی، انواع روغن های پایه صادراتی، انواع محصولات جانبی شامل: اسلاک وکس، اکسترکت و انواع ضد یخ و گریس است.
- نرخ فروش محصولات داخلی توسط سازمان حمایت از مصرف کنندگان تعیین می شود این شرکت در تابستان ۱۴۰۰ افزایش نرخ ۴۱ درصدی در محصولات موتوری دریافت کرده است. احتمالاً شرکت بتواند در سال ۱۴۰۱ نیز یک افزایش نرخ ۱۰ درصدی داشته باشد. البته برآورد از این اتفاق در ماه های ابتدایی سال نیست.
- در حدود ۲۵ درصد از فروش شرکت مربوط به صادرات است که روغن پایه مهمترین محصول صادراتی این شرکت به شمار می رود. برای سال ۱۴۰۱ اسپرد دلاری روغن پایه نسبت به نفت خام را در محدوده ۳۳۰ تا ۳۴۰ دلار در نظر گرفته ایم.

پتانسیل رسیدن به ۱۴۰۰ تومان سود به ازای هر سهم در ۱۴۰۱

میلیون ریال	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱-۱۴۰۰	۱۴۰۰	۱۴۰۱
درآمدهای عملیاتی	۳۰,۶۲۳,۰۰۲	۵۱,۵۹۵,۲۴۷	۳۷,۲۷۲,۳۷۸	۸۹,۶۰۸,۷۴۳	۱۰۸,۲۰۰,۷۹۶
بهای تمام شده	۲۵,۳۶۳,۲۸۷-	۳۶,۳۲۲,۹۱۲-	۲۶,۸۰۳,۳۲۵-	۶۲,۹۲۴,۰۹۸-	۷۱,۶۵۱,۲۴۷-
سود ناخالص	۵,۲۵۹,۷۱۵	۱۵,۲۷۲,۳۳۵	۱۰,۴۶۹,۰۵۳	۲۶,۶۸۴,۶۴۵	۳۶,۵۴۹,۵۴۹
هزینه اداری عمومی	۱,۴۵۷,۹۹۷-	۱,۵۰۳,۱۶۴-	۱,۰۲۹,۰۶۹-	۱,۸۸۲,۵۳۱-	۲,۲۷۴,۰۴۳-
سایر درآمدهای عملیاتی	۸۳,۵۸۶	۱۳۶,۰۰۶	۳۲۲,۶۲۹	۷۰,۰۰۰	۷۰,۰۰۰
سود عملیاتی	۳,۸۸۵,۳۰۴	۱۳,۹۰۵,۱۷۶	۹,۷۶۲,۶۱۳	۲۴,۸۷۲,۱۱۵	۳۴,۳۴۵,۵۰۶
هزینه مالی	۸۴۷,۵۳۳-	۹۴۸,۵۸۸-	۱,۰۰۷,۹۲۶-	۱,۹۹۷,۰۹۴-	۲,۳۹۶,۵۱۳-
سایر درآمدهای غیرعملیاتی	۳۱۶,۹۲۰	۲۱۷,۸۱۹	۵۵۸,۰۲۸	۷۱۲,۰۲۸	۷۱۲,۰۲۸
سود قبل مالیات	۳,۳۵۴,۶۹۱	۱۳,۱۷۴,۴۰۷	۹,۳۱۲,۷۱۵	۲۳,۵۸۷,۰۴۹	۳۲,۶۶۱,۰۲۱
مالیات	۳۵۴,۴۵۱-	۱,۶۹۳,۷۷۴-	۱,۲۰۵,۶۹۲-	۳,۹۷۰,۹۰۴-	۴,۱۹۹,۰۸۰-
سودخالص	۳,۰۰۰,۲۴۰	۱۱,۴۸۰,۶۳۳	۸,۱۰۷,۰۲۳	۱۹,۶۱۶,۱۴۵	۲۸,۴۶۱,۹۴۱
EPS	۱,۵۰۰	۵,۷۴۰	۴,۰۵۴	۹,۸۰۸	۱۴,۲۳۱
سود میلیون دلار	۲۷	۵۶	۳۶	۸۳	۱۰۵

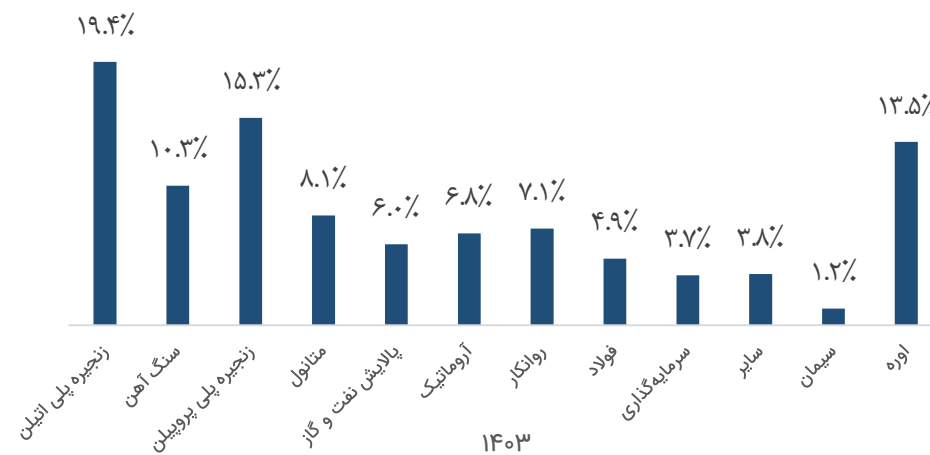
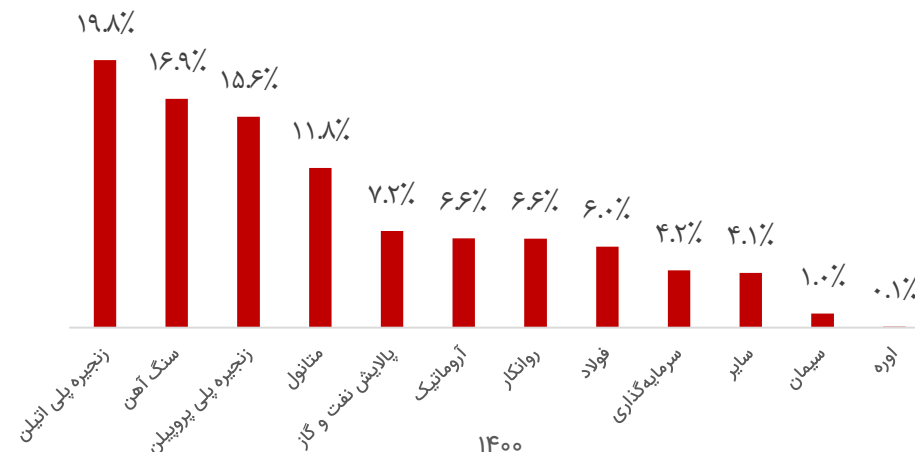
	۱۴۰۱
افزایش نرخ	۱۰٪
اسپرد نفت کوره به نفت	۴- دلار بر بشکه
مقدار تولید کل محصولات	۶۰۰ هزار متر مکعب

وضعیت سودآوری صنایع



آواي آگاه
AVA AGAH

افزایش چشم‌گیر سهم اوره در سودآوری و صندوق در افق ۳ ساله





آواي آگاه
AVA AGAH

انتظار برای نفت ۶۵ دلاری و افت کامودیتی‌ها بعد از سال ۱۴۰۰

مفروضات	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴
تورم	%۵۰	%۳۰	%۲۵	%۱۵	%۱۵	%۱۵
نرخ دلار نیما	۲۱۵,۰۰۰	۲۳۵,۰۰۰	۲۷۰,۰۰۰	۳۱۰,۵۰۰	۳۵۷,۰۷۵	۴۱۰,۶۳۶
نفت (دلار/بشکه)	۵۵	۷۵	۶۵	۶۵	۶۵	۶۵
شمش (دلار/تن)	۳۹۵	۵۴۲	۵۰۰	۵۰۰	۵۰۰	۵۰۰
اوره (دلار/تن)	۳۵۰	۵۰۰	۴۰۰	۴۰۰	۴۰۰	۴۰۰
متانول (دلار/تن)	۲۳۵	۳۴۰	۳۳۰	۳۳۰	۳۳۰	۳۳۰
نرخ گاز خوراک	۲۴	۲۴	۱۵	۱۵	۱۵	۱۵
نرخ گاز سوخت		%۳۰ خوراک	%۴۰ خوراک	%۴۰ خوراک	%۴۰ خوراک	%۴۰ خوراک
HDPE (t/\$)	۸۷۰	۱,۰۰۰	۹۰۰	۹۰۰	۹۰۰	۹۰۰
LPG (t/\$)	۳۷۵	۷۰۰	۶۰۰	۶۰۰	۶۰۰	۶۰۰
اتیلن (دلار/تن)	۴۹۵	۷۹۰	۷۰۰	۷۰۰	۷۰۰	۷۰۰
نفتا (دلار/تن)	۳۷۰	۷۰۰	۶۰۰	۶۰۰	۶۰۰	۶۰۰
پروپیلن (دلار/تن)	۶۳۴	۸۱۰	۷۵۰	۷۵۰	۷۵۰	۷۵۰
پلی پروپیلن (دلار/تن)	۱,۱۴۹	۱,۵۳۰	۱,۴۰۰	۱,۴۰۰	۱,۴۰۰	۱,۴۰۰

رسیدن به سود ۵۰۰ میلیون دلاری در افق ۴ ساله

۱۴۰۴	۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	میلیون ریال
۲۰۳,۸۰۲,۲۸۳	۱۶۲,۹۵۶,۸۵۴	۱۲۹,۸۹۸,۰۴۰	۱۰۶,۸۴۰,۵۷۹	۱۰۶,۹۰۱,۸۵۸	۶۰,۱۵۲,۴۲۰	۲۸,۱۰۴,۳۸۵	درآمدهای عملیاتی
-۷۷۱,۹۹۳	-۶۷۱,۲۹۸	-۵۸۳,۷۳۷	-۴۶۶,۹۹۰	-۳۵۹,۲۲۳	-۲۴۷,۷۴۰	-۲۰۵,۴۱۷	هزینه های اداری عمومی
۲۰۳,۰۳۰,۲۹۱	۱۶۲,۲۸۵,۵۵۶	۱۲۹,۳۱۴,۳۰۲	۱۰۶,۳۷۳,۵۹۰	۱۰۶,۵۴۲,۶۳۵	۵۹,۹۰۴,۶۸۰	۲۷,۸۹۸,۹۶۸	سود عملیاتی
۰	۰	۰	-۱,۴۴۹,۰۶۱	-۳,۶۴۹,۱۵۹	-۱۷۱,۲۴۲	-۵۴	هزینه مالی
۲۳۰,۵۱۷	۲۰۰,۴۵۰	۱۷۴,۳۰۴	۱۵۱,۵۶۹	۱۲۱,۲۵۵	۹۳,۲۷۳	۹,۷۵۳	سایر درآمدهای غیر عملیاتی
۲۰۳,۲۶۰,۸۰۸	۱۶۲,۴۸۶,۰۰۶	۱۲۹,۴۸۸,۶۰۶	۱۰۵,۰۷۶,۰۹۷	۱۰۳,۰۱۴,۷۳۰	۵۹,۸۲۶,۷۱۱	۲۷,۹۰۸,۶۶۷	سود قبل از مالیات
۰	۰	۰	۰	۰	-۲۹۱	-۱۳,۵۱۲	مالیات
۲۰۳,۲۶۰,۸۰۸	۱۶۲,۴۸۶,۰۰۶	۱۲۹,۴۸۸,۶۰۶	۱۰۵,۰۷۶,۰۹۷	۱۰۳,۰۱۴,۷۳۰	۵۹,۸۲۶,۴۲۰	۲۷,۸۹۵,۱۵۵	سودخالص
۴۰,۷۷۰,۰۰۰	۴۰,۷۷۰,۰۰۰	۴۰,۷۷۰,۰۰۰	۴۰,۷۷۰,۰۰۰	۴۰,۷۷۰,۰۰۰	۲۷,۰۰۰,۰۰۰	۲۷,۰۰۰,۰۰۰	سرمایه
۴,۹۸۶	۳,۹۸۵	۳,۱۷۶	۲,۵۷۷	۲,۵۲۷	۲,۲۱۶	۱,۰۳۳	سود هر سهم
۴۹۵	۴۵۵	۴۱۷	۳۸۹	۴۳۸	۲۷۸		سودخالص میلیون دلار

کمتر از ۶۰ درصد خالص دارایی‌ها

هزار میلیارد تومان	
۸۴	جمع مزاد ارزش
۹/۱	ح. س. ص
۹۳/۱	ارزش کل
۵۱/۶	ارزش فعلی وصندوق
۱۲۵۰۰	قیمت هر سهم
۲۲۸۰۰	NAV
%۵۷	P/NAV

هزار میلیارد تومان	مالکیت (%)	ارزش	وصندوق سهم	بهای تمام شده	مزاد ارزش
پتروشیمی جم	۲۲/۴	۹۲/۳	۲۰/۷	۱/۶	۱۹
پتروشیمی مسجد سلیمان	۶۶/۶	۱۶/۴	۱۰/۹	۰/۴۷	۱۰/۴
صبا فولاد خلیج فارس	۷۵	۱۱/۶	۸/۷	۰/۴۱	۸/۳
نفت ایرانول	۳۷/۶	۹/۵	۳/۶	۰/۱۲	۳/۴
پتروشیمی فن آوران	۱۷/۶	۴۰	۷	۰/۴	۶/۶
پتروشیمی خارک	۱۲/۹	۳۰/۷	۳/۹	۱/۴	۲/۵
پتروشیمی نوری	۵/۶	۹۹/۲	۵/۵	۰/۰۴	۵/۵
پتروشیمی امیرکبیر	۱۰/۸	۳۳/۷	۳/۶	۰/۸	۲/۸
پتروشیمی باختر	۴/۶	۱۲۴/۸	۵/۷	۰/۰۷	۵/۶
فولاد اکسین	۳۰	۶/۳	۱/۹	۰/۱۷	۱/۷
پتروشیمی‌ران	۱۸	۹/۸	۱/۸	۰/۲	۱/۶
نفت پاسارگاد	۴۱/۳	۳/۷	۱/۵	۰/۱	۱/۴
پالایش نفت اصفهان	۴/۴	۸۳/۴	۳/۸	۰/۲	۱/۶
سنگ آهن گل و گهر	۱/۸	۲۲۳/۷	۴	۰/۲	۳/۸
خدمات گستر صبا انرژی	۱۰۰	۱/۵	۱/۵	۰/۲	۱/۳
سایر		۶۰	۵/۶	۲	۳/۶



آوای آگاه
AVA AGAH

موقعیت مناسب برای سرمایه گذاری با مواجهه ریسک کمتر در صنعت پتروشیمی

با تکمیل و راه اندازی طرح‌های بزرگ در **صافولاد، پتروشیمی ایلام، پتروشیمی مسجد سلیمان، پتروشیمی باختر** و طرح‌هایی که احتمالاً در آینده (با افق ۴ ساله) راه خواهند افتاد (**پتروشیمی هنگام، پادجم**)، انتظار رسیدن به **سود ۵۰۰ میلیون دلاری** برای وصندوق دور نیست. با این حال **تقسیم سود مناسب از پتروشیمی ایلام و پتروشیمی مسجد سلیمان** حداقل در سه مجمع آتی رخ نخواهد داد.

بیش از ۷۵ درصد سود شرکت اصلی متعلق به گروه پتروشیمی و پالایشی (به خصوص زنجیره پلی اتیلن و پلی پروپیلن) است. با این حال تنوع سود در همین بخش نیز میتواند تا حدی ریسک این حوزه را برای افق سودآوری کم کند. همراه با **سهم ۱۵ درصدی زنجیره فولاد در سود شرکت، ریسک تصمیمات دولت در بخش حامل‌های انرژی و اثرگذاری بر سودآوری گروه به شدت بالاست.**

با توجه به نوع حاکمیت شرکتی گروه، احتمال ورود و سرمایه‌گذاری به حوزه‌هایی که انتفاع آنها تنها برای سهامدار عمده و دولت باشد (موضوع احداث نیروگاه) زیاد است؛ با این حال در نقطه مقابل و با توجه نیاز صندوق بازنشتگی به منابع مالی، **رخداد شناسایی سودهای بزرگ فروش سرمایه‌گذاری (صوری) و تقسیم سود کامل** شاید نکته قابل توجه باشد.

در **حدود ۳۵ درصد سود شرکت** از محل‌هایی می‌آید که مدیریت خاصی توسط شرکت بر روی آنها نیست و صرفاً سهامداری می‌کند. این موضوع از نکات منفی حاکمیت شرکتی گروه است.