

گزارش تحلیلی شرکت پتروشیمی ارومیه (سهامی عام)

شهریور ۴۰۱

امیررضا اعلاباف

Email : amirreza.aalabaf@gmail.com

• بررسی ترازنامه و بنیه مالی شرکت

۱ - نقدینگی و سرمایه در گردش

مطابق با آخرین افشای صورت وضعیت مالی شرکت در تاریخ پایان خرداد ماه سال ۱۴۰۱ (کوارتر اول سال مالی ۴۰۱) شرکت دارای ۲۳۰۷ میلیارد تومان موجودی نقد می باشد که عمدتاً نزد حساب سپرده قرض الحسنه جاری بانک تجارت شعبه مرکزی (کفایت سرمایه ۲۰۹۲٪ - ریسک نقدینگی بالا) نگهداری می شود، با توجه به مصارف سرمایه در گردش شرکت این عدد معادل نسبت نقد یا cash ratio حدود ۶۰۲۳٪ می شود که عددی پایین محسوب شده (عدد مطلوب به طور کلی ۵۰٪ می باشد) و می تواند نشانگر ریسک نقدینگی و نکول بالاتر از معمول شرکت پتروشیمی ارومیه باشد که نیاز به مدیریت بهتر دارد.

منابع سرمایه در گردش شرکت برابر با عدد ۴۵۲ میلیارد تومان بوده و عمدتاً متشکل از موجودی مواد و کالا به مبلغ ۳۰۰ میلیارد تومان و سهم ۶۶ درصدی می باشد که با توجه به نقد پذیری پایین این بخش از منابع سرمایه در گردش، می توان به کیفیت پایین تر دارایی های جاری اشاره نمود.

نسبت آنی quick ratio : ۳۹٪ - پایین تر از حد قابل قبول (1.0 min)

نسبت جاری current ratio : ۱۱۸.۶٪ - قابل قبول ولی پایین تر از حد مناسب و زیر میانگین صنعت پتروشیمی

مصارف سرمایه در گردش شرکت برابر با ۳۸۰ میلیارد تومان می باشد که عمدتاً متشکل از تعهدات مالی ناشی از دریافت تسهیلات مالی کوتاه مدت (سررسید زیر ۱ سال) به مبلغ ۲۴۶ میلیارد تومان و سهم ۶۵٪ است که به شرح زیر می باشد :

دریافت تسهیلات در قالب عقد مرابحه (یکی از انواع عقود اسلامی مبادله ای) جهت تامین سرمایه در گردش با نرخ بهره سالانه ۱۸٪ به مبلغ ۱۰۰ میلیارد تومان از بانک اقتصاد نوین - دریافت تسهیلات کوتاه مدت از بانک های تجارت و رفاه.

طبق پیشبینی شرکت افزایش دریافت تسهیلات مالی جهت فاینانس working capital طی سال جاری در برنامه می باشد

با لحاظ موارد فوق میزان سرمایه در گردش خالص شرکت یا NWC حدود مثبت ۷۲ میلیارد تومان به دست می آید.

نکته مهم : اخذ تسهیلات و ایجاد هزینه مالی با توجه به شناسایی به عنوان هزینه قابل قبول مالیاتی و داشتن اثر سپر مالیاتی یا tax shield منجر به کاهش هزینه مالیات موثر و همچنین افزایش هزینه سرمایه یا cost of capital در صورت بالاتر بودن هزینه بدهی از هزینه سرمایه می شود. از مهم ترین وظایف مدیریت هر شرکت انتخاب ترکیب مناسب بدهی و سرمایه در ساختار سرمایه شرکت با استفاده از روش های متعدد نظیر EBIT-EPS و جریانهای نقدی جهت به حداقل رساندن هزینه سرمایه شرکت، حداکثر کردن سود و ثروت آفرینی برای سهامداران می باشد. وارد کردن بدهی به ساختار سرمایه و تامین مالی دارایی ها از محل debt زمانی صرفه اقتصادی پیدا می کند که میزان بازده اسمی دارایی یا nominal ROA از نرخ بهره اسمی تسهیلات بالاتر باشد.

میزان صرفه جویی مالیاتی ناشی از هزینه های مالی در کوارتر اول سال جاری : ۴۵۰ میلیون تومان

میزان صرفه جویی مالیاتی ناشی از هزینه های مالی در دوره ۱۲ ماهه منتهی به ۱۲/۱۴۰۰ : ۱.۲۳ میلیارد تومان

نسبت بازده اسمی دارایی ها ROA : ۱۶.۸۱٪ - پایین تر از نرخ بهره تسهیلات (تحمل ریسک مالی مازاد)

با بررسی موارد فوق می توان نتیجه گیری نمود که اخذ تسهیلات جهت تحصیل دارایی برای شرکت از منظر سود دهی و کارایی نامناسب بوده و نرخ بازده دارایی ها پایین تر از نرخ بهره تسهیلات و هزینه مالی می باشد و مدیریت شرکت می بایست جهت بهینه تر از دارایی ها و ایجاد درآمد از محل بکارگیری این دارایی ها یا فروش دارایی های مازاد و فاقد سود اقتصادی جهت تزریق به سرمایه در گردش و تقویت بنیه مالی اقدامات جدی ننماید.

همچنین با توجه به وضعیت جریانات نقدی ناشی از عملیات شرکت می توان به این نتیجه رسید که شرکت از بخش بزرگی از ظرفیت استقراضی خود از منظر جریانات نقدی استفاده نموده است.

نکته : با در نظر گرفتن افزایش حقوق و دستمزد و همچنین رشد نرخ مواد مستقیم مصرفی افزایش نیاز به نقدینگی و در نتیجه آن رشد liquidity risk محتمل می باشد.

۲ - دارایی های ثابت مشهود

شرکت دارای ۹۹ میلیارد تومان دارایی ثابت مشهود می باشد که بخش عمده آن متشکل از دارایی واحد های فرآیندی است که با بررسی صورت جریان وجوه نقد و یادداشت های توضیحی صورت های مالی شاهد افزایش این اقلام و پیش پرداخت های سرمایه ای (هزینه growth capex حدود ۳۶ میلیارد تومانی طی سال ۱۴۰۰ جهت تحصیل دارایی های ثابت مشهود) در راستای تکمیل دارایی های سرمایه ای خط تولید واحد سولفات پتاسیم (بهبود فرایند تولید) و پلی آلومینیوم کلراید (تولید محصول جدید) بوده ایم.



طبق محاسبات انجام شده بر اساس تصاویر ماهواره ای شرکت پتروشیمی ارومیه دارای قریب به ۵۰۰ هزار متر مربع عرصه صنعتی و ۶۰۰ هزار متر مربع فضای سبز در منطقه جاده مهاباد ارومیه می باشد که با بررسی قیمت های عرف بازار برای این منطقه می توان زمین این شرکت را به شرح زیر ارزشگذاری نمود :

محاسبه ارزش زمین شرکت	
متر از عرصه - متر مربع	1,100,000
قیمت کارشناسی هر متر مربع	2,000,000
ارزش برآوردی به م.ریال	2,200,000
ارزش با اعمال ۳۰ درصد تخفیف	1,540,000
میزان افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی قابل دسترس	تقریباً ۱۲۰ درصد از محل صرفاً زمین

شرح دارایی	بهای تمام شده (ریال)	استهلاک انباشته (ریال)	ارزش دفتری (ریال)	نوع کاربری	وضعیت مالکیت	موقعیت مکانی	متر از - متر مربع	تشریح وضعیت وثیقه	تشریح پرونده های حقوقی
زمین									
زمین محل کارخانه	۸۸۶,۵۵۱,۹۹۵	۰	۸۸۶,۵۵۱,۹۹۵		مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۱۱۰,۰۰۰	-	-
جمع	۸۸۶,۵۵۱,۹۹۵	۰	۸۸۶,۵۵۱,۹۹۵						
ساختمان های غیر صنعتی									
ساختمان اداره مرکزی	۵۸۹,۵۸۳,۵۹۹	۵۸۹,۵۸۳,۵۹۸	۱	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۵۱۶	-	-
ساختمان رستوران	۱۹۰,۴۸۰,۸۵۵	۱۹۰,۴۸۰,۸۵۴	۱	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۵۴۰	-	-
ساختمان دروازه ورودی باسکول	۵۲,۴۰۷,۴۳۱	۵۲,۴۰۷,۴۳۰	۱	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۲۱۶	-	-
ساختمان مهانسرا	۴۵۳,۵۲۵,۸۴۵	۴۵۳,۵۲۵,۸۴۴	۱	مسکونی	مالک	شیخ نپه جنب برج سفید	۸۸۰	-	-
ساختمان انبار کاتالیست	۴۲,۳۲۹,۰۷۹	۴۲,۳۲۹,۰۷۸	۱	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۷۲۰	-	-
ساختمان آتش نشانی	۱۸۶,۴۴۹,۵۱۴	۱۸۶,۴۴۹,۵۱۳	۱	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۳۶۰	-	-
ساختمان تعمیرگاه مرکزی	۲۵۱,۹۵۸,۸۰۳	۲۵۱,۹۵۸,۸۰۲	۱	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۱۰۵۰	-	-
ساختمان تعمیرات اتومبیل	۹۶,۷۵۲,۱۸۱	۹۶,۷۵۲,۱۸۰	۱	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۴۵۰	-	-
ساختمان نگهداری درب ورودی	۳۵,۲۷۴,۲۳۲	۳۵,۲۷۴,۲۳۱	۱	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۶۵	-	-
ساختمان پایگاه حراست	۸۰,۷۲۵,۱۶۵	۶۶,۶۳۳,۵۲۱	۱۴,۰۹۱,۶۴۴	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۳۵	-	-
سرویس بهداشتی ساختمان اداره (۳)	۴۵۵,۴۴۶,۵۴۰	۹۱۰,۸۹۳,۳۱۰	۳۶۴,۳۵۷,۳۳۰	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۱۵	-	-
جمع	۲,۴۳۳,۹۳۳,۲۴۴	۲,۰۵۶,۶۸۴,۳۶۱	۳۷۸,۴۴۸,۸۸۳						
ساختمان انبارها									
ساختمان انبارها	۱۵۳,۳۸۵,۶۰۴	۱۵۳,۳۸۵,۶۰۳	۱	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۷۲۰	-	-
ساختمان انبارها	۱۵۳,۳۸۵,۶۰۴	۱۵۲,۷۶۲,۶۲۲	۶۲۲,۹۷۲	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۷۲۰	-	-
ساختمان انبارها	۱۵۳,۳۸۵,۶۰۴	۱۵۳,۳۸۵,۶۰۳	۱	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۷۲۰	-	-
ساختمان انبارها	۱۵۳,۳۸۵,۶۰۴	۱۵۳,۳۸۵,۶۰۳	۱	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۷۲۰	-	-
ساختمان انبارها	۱۵۳,۳۸۵,۶۰۴	۱۵۳,۳۸۵,۶۰۳	۱	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۷۲۰	-	-
ساختمان انبارها	۱۵۳,۳۸۵,۶۰۴	۱۵۳,۳۸۵,۶۰۳	۱	صنعتی	مالک	کیلومتر ۳۰ جاده ارومیه مهاباد	۷۲۰	-	-
جمع	۹۲۰,۳۱۳,۶۲۴	۹۱۹,۶۹۰,۶۴۷	۶۲۲,۹۷۷						

۳ - پرتفوی سرمایه گذاری و شرکت های سرمایه پذیر

میزان سرمایه گذاری انجام شده در سهام سایر شرکت ها در مجموع به ارزش ۲۵۸ میلیون تومان و عمدتاً مربوط به تحصیل ۲۰ درصد از سهام شرکت پترو آذران سیوان (سهامی خاص) به ارزش دفتری ۲۰۰ میلیون تومان می باشد که این شرکت مطابق با تصمیمات مجموع عمومی فوق العاده منحل شده و در حال حاضر در پروسه تسویه می باشد

• بودجه عملیاتی و کارشناسی سود و زیان

۱ - فروش و درآمد های عملیاتی

تولیدات این شرکت و مشتریان محصولات به شرح زیر می باشند :

- کریستال ملامین به ظرفیت اسمی سالانه ۴۰۰۰ تن و ظرفیت عملی سالانه ۴۰۰۰ تن (۱۰۰٪) - فروش عمدتاً به ملامین سازه خوزستان و ...
- سولفات آمونیوم به ظرفیت اسمی سالانه ۴۶۲۰۰ تن و ظرفیت عملی سالانه ۴۰۰۰۰ تن (۸۷٪) - فروش متنوع
- اسید سولفوریک به ظرفیت اسمی سالانه ۵۰۰۰۰ تن و ظرفیت عملی سالانه ۵۰۰۰۰ تن (۱۰۰٪) - فروش عمدتاً به شرکت پتروشیمی اروند
- سولفات پتاسیم به ظرفیت اسمی سالانه ۴۰۰۰۰ تن و ظرفیت عملی سالانه ۲۰۰۰۰ تن (۵۰٪) - فروش عمدتاً به شرکت خدمات حمایتی کشاورزی

در مجموع شرکت پتروشیمی ارومیه با ظرفیت اسمی تولید (در نظر گرفتن شیفیت های کاری) معادل ۱۴۰۲۰۰ تن و ظرفیت عملی (با لحاظ ضایعات عادی تولید و...) ۱۱۴ هزار تن در سال معادل ۸۱.۳٪ ظرفیت اسمی در حال فعالیت می باشد.

پروژه تولید پلی آلومینیوم کلراید

لازم به ذکر است که پروژه تولید پلی آلومینیوم کلراید (PAC) با بیمان کاری شرکت جهان پارس (زیر شاخه نمک های حاصل از آلومینیوم است و در واقع یک منعقد کننده، لخته ساز یا کواگولانت می باشد که دارای ساختار پلیمری است. این ترکیب شیمیایی کاربرد های فراوانی را در صنعت نظیر تصفیه آب و پساب برگشتی از کارخانه ها، تصفیه آب آشامیدنی، تصفیه فاضلاب شهری، صنعت پتروشیمی، چرم سازی و... دارد) با سرمایه گذاری حدود ۷ میلیون دلاری در صورت پیشرفت طبق برنامه در پایان شهریور ماه سال ۱۴۰۱ به بهره برداری خواهد رسید که می تواند تاثیر مهمی را از منظر رشد درآمد های عملیاتی و جریانهای نقدی شرکت در دو کوارتر پایانی سال ۱۴۰۲ و سال های آتی داشته باشد که لازم است در ارزشگذاری سهام شرکت در نظر گرفته شود. همچنین این پروژه از منظر استفاده مفید و ایجاد ارزش افزوده از اسید کلریدریک ایجاد شده در پروسه تولید سولفات پتاسیم به روش کوره مانهایم بسیار جذاب می باشد.

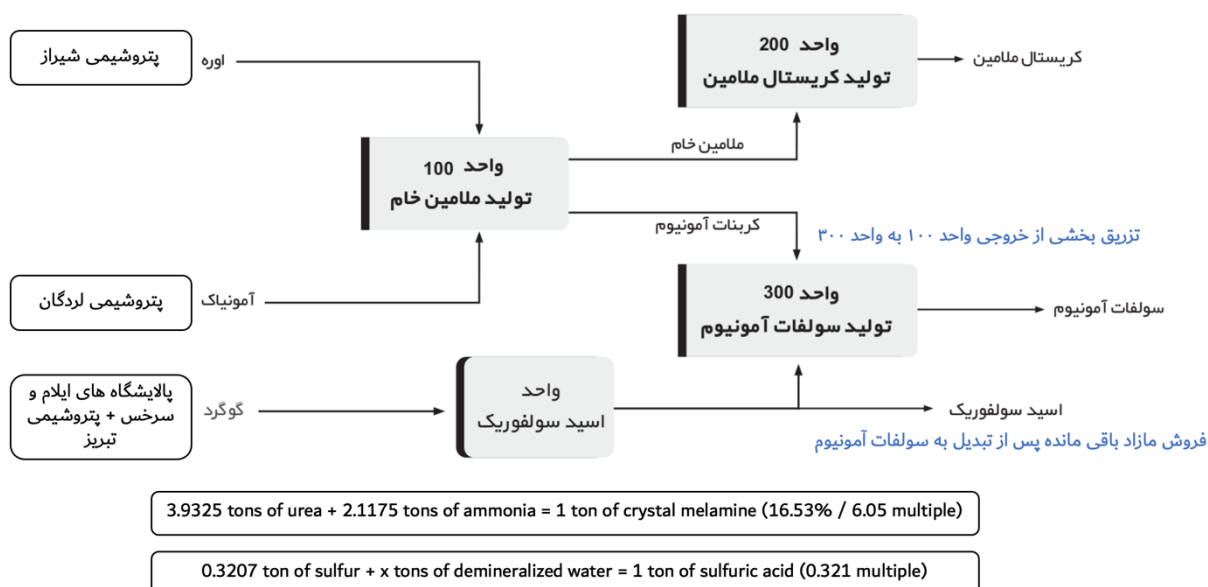
با در نظر گرفتن ظرفیت اسمی ۲۰ هزار تنی این واحد و ضریب بهره برداری محافظه کارانه ۸۵ درصدی از آن در سال اول و ۱۰۰ درصد در سال های بعدی (معادل ۱۷۰۰۰ تن ظرفیت تولید عملی در سال ۱ و ۲۰۰۰۰ تن در سال های بعد) و نرخ ۳۰۰ دلاری PAC (نرخ فروش معمول PAC با خلوص ۳۰ درصد جهت گند زدایی آب نرخ بازار عمده فروشی چین) این پروژه می تواند سالانه بیش از ۶ میلیون دلار به فروش شرکت پتروشیمی ارومیه اضافه نماید (معادل ۲.۵۵ میلیون دلار تنها در ۶ ماهه پایانی ۱۴۰۲)

برنده شدن در مناقصه فروش ۶۰۰ تن سولفات آمونیوم گرانوله به شرکت خدمات حمایتی کشاورزی

شرکت در تاریخ یکم شهریور ماه ۱۴۰۱ قراردادی به مقدار ۶۰۰ تن و با نرخ ۱۳۲۱۵۰ ریال/تن جهت فروش سولفات آمونیوم گرانوله به شرکت خدمات حمایتی کشاورزی منعقد نموده است که معادل ۸۰ میلیارد تومان فروش محصول می باشد. در صورت تداوم فروش به این نرخ می توان افزایش فروش به میزان نزدیک به ۱۰۰ میلیارد تومان را انتظار داشت.

نکته : با توجه به وجود ریسک تمرکز در بخش مشتریان عمده، امکان ایجاد فشار نقدینگی و بالا بودن دوره وصول مطالبات وجود دارد

پروژه تولید شرکت و ضرایب مقداری مصرف مواد اولیه



محصول سولفات پتاسیم در این مجتمع به روش کوره مانه‌پیم تولید می‌شود به طوری که feedstock آن کلرید پتاسیم و اسید سولفوریک به همراه گاز طبیعی می‌باشد و پس از ورود به کوره دو محصول سولفات پتاسیم و اسید کلریدریک تولید می‌گردد. ضریب مصرف کلرید پتاسیم ۸۵٪ می‌باشد

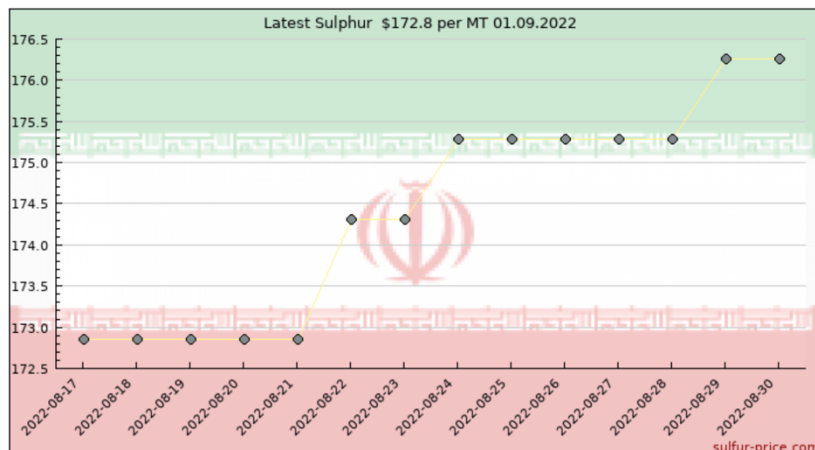
برآورد فروش سال مالی منتهی به ۲۹/۱۲/۱۴۰۱ (فروش ۱۰۹۹ میلیارد تومانی)

REVENUE - ۱۴۰۱/۱۲/۲۹ برآورد فروش سال مالی							
مفروضات فروش و درآمد های عملیاتی (میانگین ۹ ماهه - پیشینی) - REVENUE ASSUMPTIONS							
نام فرآورده	ضریب	رقابت	نرخ محصول - دلار	نرخ ارز موثر	مقدار - تن	نرخ ریالی	مبلغ نهایی فروش - م.ریال
سولفات پتاسیم	100%		1170		11,000	IRR 310,050,000	IRR 3,410,550
کریستال ملامین	100%	1	2000		3,000	IRR 530,000,000	IRR 1,590,000
سولفات آمونیوم	100%		450	265,000	28,000	IRR 119,250,000	IRR 3,339,000
اسید سولفوریک	100%		160		16,000	IRR 42,400,000	IRR 678,400
سولفات آمونیوم	100%	1	450		5,000	IRR 119,250,000	IRR 596,250
مبلغ کل فروش برآوردی ۳ کوارتر پایانی سال ۱۴۰۱ به م.ریال - IRR 9,614,200							
مبلغ کل فروش تحقق یافته کوارتر اول سال ۱۴۰۱ به م.ریال - IRR 1,380,381							
مبلغ کل فروش سال مالی ۱۴۰۱ به م.ریال - IRR 10,994,581							

مقادیر فروش بر اساس بودجه عملیاتی شرکت برای دوره منتهی به پایان اسفند ماه ۴۰۱ در نظر گرفته شده است / فروش محصول کریستال ملامین از طریق بورس کالای ایران انجام می‌گیرد و فاقد رقابت قابل ملاحظه می‌باشد و سایر محصولات به صورت شرکت در مناقصات به فروش می‌رسد / نرخ ارز تعادلی در بازار نیما با فرض ثبات شرایط در سناریو پایه معادل ۲۶۵ هزار ریال در نظر گرفته شده است که در جدول آنالیز حساسیت مقادیر دیگر و تاثیر آن قابل

مشاهده می باشد / فروش شرکت عمدتاً در داخل کشور می باشد / نرخ های دلاری محصولات تولیدی بر اساس آخرین آمار موجود از بورس کالا و گزارشات فعالیت ماهانه با اعمال نظر کارشناسی لحاظ شده و سناریو ثبات نسبی نرخ ها در نظر گرفته شده.

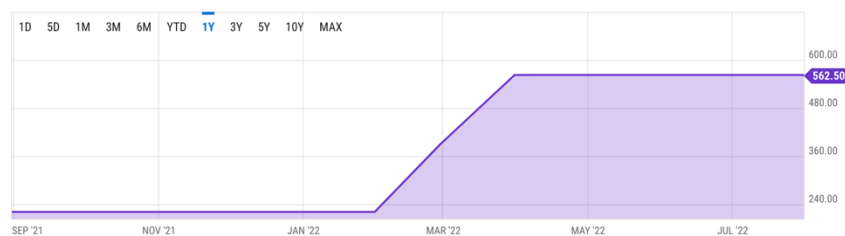
برآورد بهای تمام شده فروش سال مالی منتهی به ۲۹/۱۲/۱۴۰۱ (۸۷۶ میلیارد تومان بهای تمام شده فروش)



آخرین وضعیت نرخ گوگرد ایران مطابق نمودار برای هفته منتهی به پایان آگوست در نمودار قابل مشاهده می باشد.

در این تحلیل نرخ متوسط ۲۵۰ دلاری در نظر گرفته شده است

نکته : هر متر مربع گوگرد = 2.07 تن گوگرد



طبق داده های بانک جهانی نرخ پتاسیم کلرید در حال حاضر ۵۶۲.۵ دلار/تن می باشد. در این تحلیل نرخ ۵۶۰ دلار/تن لحاظ شده است

برآورد بهای تمام شده فروش سال مالی ۱۴۰۱/۱۲/۲۹ - COGS						
مفروضات بهای تمام شده - COGS ASSUMPTIONS						
مواد مستقیم مصرفی						
درصد از کل	نام ماده اولیه	میزان مورد نیاز جهت تحقق برنامه تولید - تن	نرخ ریالی	مبلغ نهایی - م.ریالی		
22.32%	اوره	11,798	IRR 132,500,000	1,563,235	IRR	
12.02%	آمونیاک	6,352	IRR 185,500,000	1,178,296	IRR	
22.45%	گوگرد	11,866	IRR 66,250,000	786,123	IRR	
25.54%	اسید سولفوریک	13,500	IRR 14,000,000	189,000	IRR	
17.69%	کلرید پتاسیم	9,350	IRR 148,400,000	1,387,540	IRR	
	مواد مستقیم مصرفی ۹ ماهه		مجموع	5,104,194	IRR	
هزینه دستمزد مستقیم تولید و سریار تولید						
مفروضات برآورد		نرخ رشد	بودجه	دستمزد مستقیم تولید	177,546	IRR
		توضیحات	بودجه	سریار تولید	1,091,796	IRR
اعمال موجودی اول دوره و پایان دوره						
بهای تمام شده فروش کوارتر اول سال ۱۴۰۱						
مجموع بهای تمام شده فروش سال ۱۴۰۱						
				8,759,007	IRR	

با توجه به مفروضات مقداری بدست آمده از آنالیز پروسه تولید و ضرایب مقداری مصرف مواد اولیه و فرض اوره ۵۰۰ دلاری، آمونیاک ۷۰۰ دلاری، گوگرد ۲۵۰ دلاری و کلراید پتاسیم ۵۶۰ دلاری در هر تن میزان کل هزینه مواد مستقیم مصرفی دوره ۹ ماهه منتهی به پایان اسفند ۱۴۰۱ برابر با ۵۱۰ میلیارد تومان برآورد می گردد که در صورت اعمال سایر اقلام موجود (یوتیلیتی و...) و عملکرد ۳ ماهه می توان به عدد ۸۷۶ میلیارد تومان بهای تمام شده فروش برای کل سال رسید که دلیل کاهش مارجین ناخالص مربوط به اعمال موجودی اول و پایان دوره بر روی بهای تمام شده ارزیابی می شود.

سایر اقلام صورت سود و زیان ۲۹/۱۲/۱۴۰۱

مطابق با بودجه شرکت شناسایی خالص درآمد سایر اقلام عملیاتی به میزان منفی ۱۵۰۴۵ میلیارد تومان و سایر اقلام غیر عملیاتی به میزان مثبت ۱ میلیارد تومان پیشبینی می گردد. همچنین مطابق با بودجه مالی شرکت میزان هزینه های مالی برای دوره ۹ ماهه پایانی سال با توجه به تسویه کامل تسهیلات طی این دوره عدد صفر پیشبینی می گردد.

سود خالص پیشبینی شده ۲۹/۱۲/۱۴۰۱

سال مالی		کارشناسی ۱۴۰۱	
فروش	IRR	10,994,581	100%
بهای تمام شده کلای فروش رفته	IRR	(8,759,007)	-80%
سود (زیان) ناخالص	IRR	2,235,574	20%
هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی	IRR	(187,235)	-2%
(هزینه استثنایی) هزینه کاهش ارزش دریافتیها		-	
خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی	IRR	(154,450)	-1%
سود (زیان) عملیاتی	IRR	1,893,889	17%
هزینه های مالی	IRR	(60,261)	-1%
خالص سایر درآمدها و هزینه های غیرعملیاتی	IRR	10,166	0%
سود (زیان) خالص عملیاتی در حال تدایم قبل از مالیات	IRR	1,843,794	17%
مالیات	IRR	(138,285)	-8%
سود (زیان) خالص عملیاتی در حال تدایم	IRR	1,705,509	16%
سود (زیان) عملیاتی متوقف شده پس از اثر مالیاتی		-	
سود (زیان) خالص	IRR	1,705,509	16%
سرمایه ثبت شده		700,000	
EPS	IRR	2,436	
حاشیه سود ناخالص		20.3%	
حاشیه سود عملیاتی		17.2%	
حاشیه سود خالص		15.5%	

با در نظر گرفتن مفروضات کارشناسی فوق می توان به تحقق سود خالص بیش از ۱۷۰ میلیارد تومانی در طی سال جاری در صورت عدم کاهش بیشتر نرخ ها و اسپرد ها امیدوار بود، هرچند باید عملکرد ضعیف ۳ ماهه و افت فروش و نرخ های فروش از جمله کریستال ملامین به زیر ۱۸۰۰ دلار را در آخرین گزارشات ماهانه لحاظ نمود

با در نظر گرفتن نسبت توزیع سود نقدی ۴۰ درصدی می توان در صورت تحقق سناریو پایه به تقسیم سود ۵۴۵ ریالی امیدوار بود.

آنالیز حساسیت EPS دوره مالی ۲۹/۱۲/۱۴۰۱

نرخ سولفات پتاسیم	نرخ ارز موثر					اسپرد اوره - کریستال ملامین	نرخ ارز موثر				
	IRR 245,000	IRR 255,000	IRR 265,000	IRR 275,000	IRR 285,000		IRR 245,000	IRR 255,000	IRR 265,000	IRR 275,000	IRR 285,000
900	2218	2240	2262	2284	2305	1200	1802	1875	1949	2022	2096
1000	2277	2302	2326	2351	2375	1300	1952	2032	2111	2191	2271
1100	2337	2364	2391	2418	2444	1400	2102	2188	2274	2359	2445
1170	2379	2407	2436	2465	2493	1500	2252	2344	2436	2528	2620
1200	2397	2426	2455	2485	2514	1600	2402	2500	2598	2696	2795
1300	2457	2488	2520	2552	2583	1700	2552	2657	2761	2865	2969
1400	2516	2550	2585	2619	2653	1800	2703	2813	2923	3034	3144

سود هر سهم

Gross Margin / حاشیه سود ناخالص

14%	16%	18%	20%	21%	22%	23%
1677	1917	2156	2436	2516	2636	2755

برآورد فروش سال مالی منتهی به ۲۹/۱۲/۱۴۰۲ (فروش ۱۳۶۵ میلیارد تومانی)

REVENUE - ۱۴۰۲/۱۲/۲۹ برآورد فروش سال مالی							
REVENUE ASSUMPTIONS - مفروضات فروش و درآمد های عملیاتی (میانگین ۱۲ ماهه - پیشبینی)							
نام فرآورده	ضریب	رقابت	نرخ محصول - دلار	نرخ ارز موثر	مقدار - تن	نرخ ریالی	مبلغ نهایی فروش - م.ریال
سولفات پتاسیم	100%		1100	290,000	17,000	IRR 319,000,000	IRR 5,423,000
کریستال ملامین	100%		2500		3,600	IRR 725,000,000	IRR 2,610,000
سولفات آمونیوم	100%	1	380		32,500	IRR 110,200,000	IRR 3,581,500
یل آلومینیوم کلراید (محصول جدید)	100%		310		8,500	IRR 89,900,000	IRR 764,150
اسید سولفوریک	100%		120		17,000	IRR 34,800,000	IRR 591,600
سولفات آمونیوم	100%	1	380	6,200	IRR 110,200,000	IRR 683,240	IRR 13,653,490
مبلغ کل فروش سال مالی ۱۴۰۲ به م.ریال - IRR							

نکته اصلی در رشد فروش سال مالی ۱۴۰۲ بحث راه اندازی واحد تولید PAC و بهره برداری از آن می باشد که در این تحلیل نرخ ۳۱۰ دلاری (نرخ معمول بازار چین برای PAC با خلوص ۳۰ درصد ویژه تصفیه آب و فاضلاب بعلاوه نرخ حمل معمول FOB برای هر تن از چین به ایران) و فروش حدود ۸۵۰۰ تن از این محصول در بازار داخل پیشبینی شده است / نرخ کریستال ملامین به میانگین تاریخی نسبت به نرخ اوره نزدیک تر شده و سایر موارد نیز طبق پیشبینی لحاظ گردیده اند / نرخ تعادلی ارز در سامانه نیما ۲۹۰ هزار ریال لحاظ گردیده است.

برآورد بهای تمام شده فروش سال مالی منتهی به ۲۹/۱۲/۱۴۰۲ (۱۰۰۴ میلیارد تومان بهای تمام شده فروش)

COGS - ۱۴۰۲/۱۲/۲۹ برآورد بهای تمام شده فروش سال مالی						
COGS ASSUMPTIONS - مفروضات بهای تمام شده						
مواد مستقیم مصرفی						
درصد از کل	نام ماده اولیه	میزان مورد نیاز جهت تحقق برنامه تولید - تن	نرخ ریالی	مبلغ نهایی - م.ریال		
27.09%	اوره	15,730	IRR 174,000,000	2,737,020	IRR	
13.13%	آمونیاک	7,623	IRR 203,000,000	1,547,469	IRR	
20.43%	گوگرد	11,866	IRR 58,000,000	688,228	IRR	
23.25%	اسید سولفوریک	13,500	IRR 14,500,000	195,750	IRR	
16.10%	کلرید پتاسیم	9,350	IRR 147,900,000	1,382,865	IRR	
	مواد مستقیم مصرفی ۹ ماهه		مجموع	6,551,332	IRR	
هزینه دستمزد مستقیم تولید و سریار تولید						
	مفروضات برآورد	نرخ رشد	30%	دستمزد مستقیم تولید	307,746	IRR
		توضیحات	50%	سریار تولید	2,183,592	IRR
	اعمال موجودی اول دوره و پایان دوره					
	مجموع بهای تمام شده فروش سال ۱۴۰۲					
					1,000,000	IRR
					10,042,670	IRR

با در نظر گرفتن اوره ۶۰۰ دلاری، آمونیاک ۷۰۰ دلاری، گوگرد ۲۰۰ دلاری و کلرید پتاسیم ۵۱۰ دلاری، افزایش ۵۰ درصدی هزینه سریار در اثر راه اندازی واحد جدید و رشد هزینه دستمزد مطابق تورم ۳۰ درصدی می توان به بهای تمام شده بیش از ۱۰۰۰ میلیارد تومانی رسید که مارجین ناخالص را در حدود ۲۶ درصد قرار می دهد.

سود خالص پیشبینی شده ۲۹/۱۲/۱۴۰۲

کارشناسی ۱۴۰۲		سال مالی	
فروش	IRR	13,653,490	100%
بهای تمام شده کلای فروش رفته	IRR	(10,042,670)	-74%
سود (زیان) ناخالص	IRR	3,610,820	26%
هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی	IRR	(251,224)	-2%
(هزینه استثنایی) هزینه کاهش ارزش دریافتی ها		-	
خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی	IRR	(207,533)	-2%
سود (زیان) عملیاتی	IRR	3,152,063	23%
هزینه های مالی	IRR	(80,556)	
خالص سایر درآمدها و هزینه های غیرعملیاتی	IRR	13,653	0%
سود (زیان) خالص عملیات در حال تدویم قبل از مالیات	IRR	3,085,161	23%
مالیات	IRR	(231,387)	-8%
سود (زیان) خالص عملیات در حال تدویم	IRR	2,853,774	21%
سود (زیان) عملیات متوقف شده پس از اثر مالیاتی		-	
سود (زیان) خالص	IRR	2,853,774	21%
سرمایه ثبت شده		700,000	
EPS	IRR	4,077	
حاشیه سود ناخالص		26.4%	
حاشیه سود عملیاتی		23.1%	
حاشیه سود خالص		20.9%	

با در نظر گرفتن مفروضات فوق از فروش و بهای تمام شده و لحاظ مواردی نظیر بازگشت نرخ کریستال ملامین به حوالی نسبت تاریخی به اوره و در نظر گرفتن آغاز بهره برداری از پروژه پلی آلومینیوم کلراید می توان سود خالص ۲۸۵ میلیارد تومانی را برای این شرکت طی دوره مالی ۱۴۰۲ پیشبینی نمود که سایر سناریو ها نیز در جداول تحلیل حساسیت پوشش داده شده اند

آنالیز حساسیت EPS دوره مالی ۲۹/۱۲/۱۴۰۲

نرخ سولفات بتاسیم	نرخ ارز موثر					اسپرید اوره - کریستال ملامین	نرخ ارز موثر				
	IRR 270,000	IRR 280,000	IRR 290,000	IRR 320,000	IRR 340,000		IRR 270,000	IRR 280,000	IRR 290,000	IRR 320,000	IRR 340,000
800	3554	3595	3635	3757	3838	1600	3196	3315	3433	3788	4025
900	3691	3737	3783	3920	4011	1700	3396	3522	3648	4025	4277
1000	3828	3879	3930	4082	4184	1800	3596	3729	3862	4262	4528
1100	3965	4021	4077	4245	4356	1900	3796	3936	4077	4499	4780
1200	4102	4163	4224	4407	4529	2000	3996	4144	4292	4736	5032
1300	4239	4305	4371	4569	4701	2100	4195	4351	4506	4972	5283
1400	4377	4448	4519	4732	4874	2200	4395	4558	4721	5209	5535

سود هر سهم	حاشیه سود ناخالص / Gross Margin						
	20%	22%	25%	26%	27%	28%	29%
	3083	3392	3854	4077	4162	4317	4471

برآورد فروش سال مالی منتهی به ۲۹/۱۲/۱۴۰۳ (فروش ۱۵۹۶ میلیارد تومانی)

REVENUE - ۱۴۰۳/۱۲/۲۹ سال مالی							
مفروضات فروش و درآمد های عملیاتی (میانگین ۱۲ ماهه - پیشبینی) - REVENUE ASSUMPTIONS							
نام فرآورده	شریب	رقابت	نرخ محصول - دلار	نرخ ارز موثر	مقدار - تن	نرخ ریالی	مبلغ نهایی فروش - م.ریالی
سولفات بتاسیم	100%		1000	325,000	17,000	IRR 5,525,000	داخلی ۱۲ ماهه E/
کریستال ملامین	100%		2600		3,600	IRR 3,042,000	
سولفات آمونیوم	100%	1	380		32,500	IRR 4,013,750	
پلی آلومینیوم کلراید (محصول جدید)	100%		310		20,000	IRR 2,015,000	
اسید سولفوریک	100%		110		17,000	IRR 607,750	
سولفات آمونیوم	100%	1	380	6,200	IRR 123,500,000	IRR 765,700	صادرات ۱۲ ماهه E/
مبلغ کل فروش سال مالی ۱۴۰۳ به م.ریالی - IRR							IRR 15,969,200

سود خالص پیشبینی شده ۲۹/۱۲/۱۴۰۳

سالی مالی		کارشناسی ۱۴۰۳	
فروش	IRR	15,969,200	100%
بهای تمام شده کلای فروش رفته	IRR	(11,976,900)	-75%
سود (زیان) ناخالص	IRR	3,992,300	25%
سود عملیاتی	IRR	3,513,224	22%
سود خالص	IRR	3,193,840	20%
سرمایه	IRR	700,000	-
EPS	IRR	4,563	-

با توجه به مفروضات فوق می توان با اعمال حاشیه سود ناخالص ۲۵ درصدی سود خالص معادل ۳۱۹ میلیارد تومان را برای دوره مالی ۱۴۰۳ پیشبینی نمود.

آنالیز حساسیت EPS دوره مالی ۲۹/۱۲/۱۴۰۳

نرخ ارز موثر

نرخ سولفات بتاسیم

	IRR 300,000	IRR 315,000	IRR 325,000	IRR 345,000	IRR 365,000
700	4004	4055	4089	4157	4225
800	4150	4208	4247	4325	4403
900	4296	4361	4405	4493	4580
1000	4442	4514	4563	4660	4757
1100	4587	4667	4721	4828	4935
1200	4733	4820	4879	4995	5112
1300	4879	4973	5037	5163	5289

Gross Margin / حاشیه سود ناخالص

سود هر سهم

	20%	22%	24%	25%	26%	27%	28%
	3650	4015	4380	4563	4746	4928	5111

بررسی جریانهای نقدی ۳ سال گذشته (سرمایه گذاری مجدد بالا جهت تقویت سرمایه در گردش و growth capex پروژه ها)

بررسی جریانهای نقدی شرکت طی ۳ سال مالی گذشته

FY	1398A	1399A	1400A
سود قبل از بهره و مالیات / EBIT	IRR 224,487	IRR 397,267	IRR 730,004
نرخ موثر مالیاتی / TAX RATE	6.17%	5.36%	7.75%
سود خالص عملیاتی بعد از مالیات / NOPAT	IRR 210,636	IRR 375,973	IRR 673,429
هزینه استهلاک / D&A	IRR 45,762	IRR 54,656	IRR 69,683
سرمایه در گردش خالص اول دوره / NET WORKING CAPITAL T0	IRR 367,414	IRR 366,930	IRR 623,214
سرمایه در گردش خالص پایان دوره / NET WORKING CAPITAL T1	IRR 366,930	IRR 623,214	IRR 765,953
تغییرات سرمایه در گردش خالص / Δ NET WORKING CAPITAL	IRR (484)	IRR 256,284	IRR 142,739
دارایی های ثابت اول دوره / NET PP&E T0	IRR 673,422	IRR 719,533	IRR 723,527
دارایی های ثابت پایان دوره / NET PP&E T1	IRR 719,533	IRR 723,527	IRR 1,016,417
هزینه های سرمایه ای / CAPEX	IRR 91,873	IRR 58,650	IRR 362,573
نرخ سرمایه گذاری مجدد / REINVESTMENT RATE	22%	69%	65%
جریانهای نقد آزاد غیر اهری شرکت / FREE CASH FLOW TO FIRM	IRR 165,009	IRR 115,695	IRR 237,800
سود خالص / NET PROFIT	IRR 255,213	IRR 416,051	IRR 679,604
FCFF/NET PROFIT	65%	28%	35%
هزینه بهره / INTEREST EXPENSE	IRR -	IRR -	IRR 158,618
مالیات / TAX PAID	IRR 16,775	IRR 23,580	IRR 57,103
سود قبل از بهره و مالیات و استهلاک / EBITDA	IRR 317,750	IRR 494,287	IRR 965,008
نرخ رشد EBITDA	-	56%	95%

ارزشگذاری سهام شرکت بر مبنای مدل تنزیل سود نقدی

ارزشیابی	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	ارزش پایانی (استمرار ۱۴۰۳)
سود خالص / هر سهم	2436	4077	4563	نرخ رشد ارزش پایانی 15.9%
نسبت توزیع سود نقدی	40%	60%	80%	نرخ تنزیل 26.7%
سود نقدی	974	2446	3650	39193
نرخ بازده بدون ریسک	22%	22%	22%	
صرف ریسک بازار	10.7%	10.7%	10.7%	
بتا اهرمی (۱ ساله)	0.44	0.44	0.44	
هزینه سرمایه	26.7%	26.7%	26.7%	
سال تا تحقق جریان نقدی	1.125	2.125	3.125	3.125
ارزش فعلی	747	1480	1743	18711
ارزش ذاتی برآوردی هر برگه سهم طبق مدل DDM 22,680				
IRR				

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

نرخ تنزیل / discount rate	نرخ رشد ارزش پایانی / terminal growth rate				
	10%	12%	15.9%	18%	20%
23%	20434	23722	35463	49372	80721
24%	18822	21573	30846	40832	60091
26.7%	15451	17251	22680	27619	35205
28%	14188	15688	20040	23789	29190
30%	12578	13739	16951	19545	23029

در محاسبه ارزش منصفانه سهام این شرکت از رویکرد تنزیل جریانهای نقدی از نوع تنزیل سود نقدی استفاده شده است که همانطور که در جدول فوق نیز قابل مشاهده است مفروضات زیر در این ارزشگذاری استفاده شده اند:

- نسبت توزیع سود نقدی یا **dividend payout ratio**: با توجه به بالا بودن نرخ سرمایه گذاری مجدد و هزینه های سرمایه ای جهت تکمیل طرح های توسعه موجود، نسبت توزیع سود نقدی برای سال ۱۴۰۱ حدود ۴۰ درصد برابر با سال قبل در نظر گرفته شده است، از سال ۱۴۰۲ با توجه به تکمیل طرح تولید پلی آلومینیوم کلراید در پایان کوارتر دوم و کاهش نسبی **capex** این نسبت به ۶۰ درصد افزایش یافته و برای سال ۱۴۰۳ با توجه به تکمیل هر دو پروژه موجود نسبت **dividend/eps** به حدود ۸۰ درصد رسیده است.
- نرخ بازده بدون ریسک یا **risk free rate of return** معادل نرخ بازده تا سررسید یا **ymt** اوراق بدهی دولتی در حدود ۲۲ درصد فرض شده است.
- صرف ریسک بازار یا **equity market risk premium** مطابق با آخرین گزارش داموداران برابر با ۱۰.۷٪ فرض شده است
- بتا اهرمی یا **levered beta** بر اساس فرمول استاندارد برای بازه ۱ ساله محاسبه و اعمال شده است
- هزینه سرمایه یا همان نرخ تنزیل با استفاده از مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای یا **CAPM** لحاظ شده است.
- موعد تحقق جریان نقدی برابر با آبان ماه سال بعد از پایان دوره مالی و طبق زمانبندی پرداخت سود نقدی به سهامداران حقیقی در نظر گرفته شده است.
- نرخ رشد ارزش پایانی برابر با نرخ تورم تاریخی ایران از سال ۱۹۶۰ معادل ۱۵.۹٪ (برابر با پی به ای بلند مدت ۶.۳ واحد) در نظر گرفته شده است

جهت پوشش سایر سناریو های موجود از نرخ رشد ارزش پایانی و نرخ تنزیل استفاده از جدول آنالیز حساسیت پیشنهاد می گردد.

توجه: این گزارش و اعداد و ارقام بدست آمده صرفاً نظرات کارشناس تحلیلی بوده و به هیچ عنوان پیشنهادی برای خرید، فروش یا نگهداری اوراق بهادار

مذکور نمی باشد و مسئولیت تمامی معاملات انجام شده بر عهده سرمایه گذار می باشد

