

تحلیل بنیادی

پلی پروپیلن جم (جم پیلن)

کارگزاری
تدبیرگران فردا



معاونت توسعه بازار

بهار ۱۴۰۳

www.tadbirbroker.ir

معرفی شرکت:

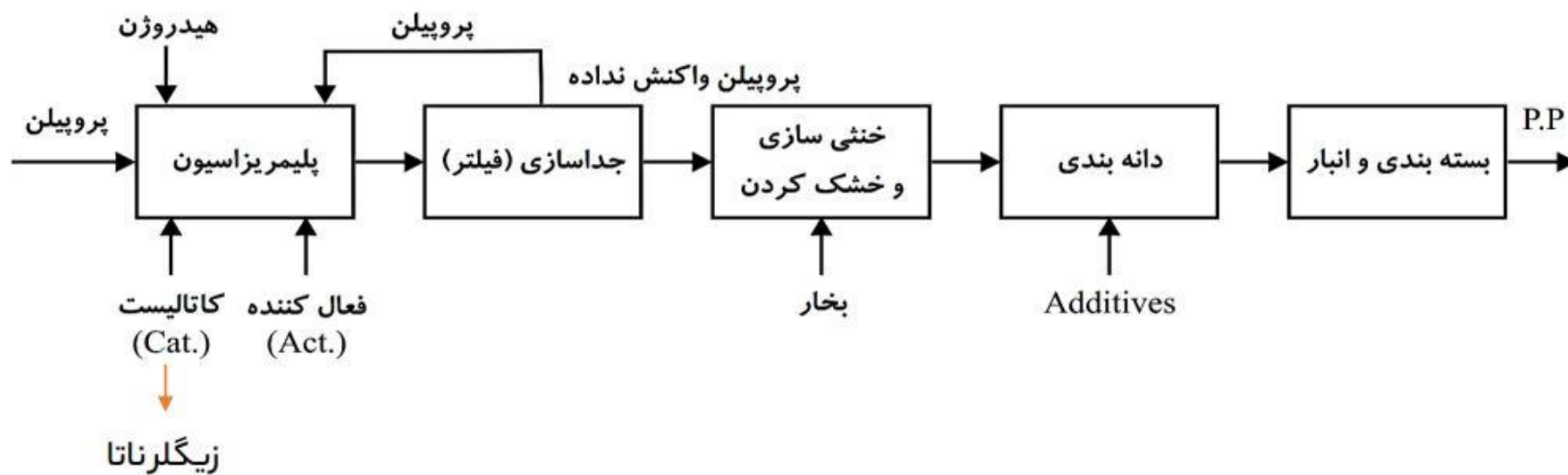
پلی پروپیلن یکی از پرمصرف ترین و مهمترین پلیمرهای مورد استفاده در دنیا است که بسته به گرید آن کاربردهای وسیعی در صنایع پایین دست و محصولات نهایی دارد. گرید های تزریقی پلی پروپیلن به دلیل مقاومت ضربه ای خوب مخصوصا در معرض هوای سرد، عموما در قطعات مصرفی خودرو کاربرد دارند. بخش هایی همچون سپرها، داشبورد، کنسول، رودری، باتری و بخش های دیگری از خودروها از این ماده تولید می شوند. از دیگر گرید های این پلیمر میتوان به گرید های نساجی و ورق و فیلم های نازک اشاره کرد که به علت دارا بودن استحکام کششی، در صنایع بسته بندی و گونی و ... مورد استفاده قرار میگیرند. این گرید از پلیمرها مانع خوبی در برابر بخاط و رطوبت دارند و نسبت به کالاهای جایگزین قیمت مناسبتری نیز دارند از این رو کاربردهای آن تنها به مواردی که گفته شد محدود نشده و در لوازم خانگی پلاستیکی و الیاف و پارچه نیز کاربرد دارد.

در مقایسه با سایر پلیمرها همچون پلی اتیلن، پلی پروپیلن را میتوان بصورت شفاف تولید کرد. این پلیمر دانسیته و وزن کمتری نسبت به پلی اتیلن داشته و مقاومت بالایی نسبت به اسیدها و حلال های آلی دارد. این پلیمر همچنین بزرگترین مصرف کننده پروپیلن تولیدی در دنیا است و با توجه به مقدار بالای تقاضا، عموما چشم اندازی رشدی را توسط نهادهای مختلف دنیا یدک میکشد.



جایگاه اول بزرگترین تولیدکننده پلی پروپیلن در کشور، بصورت مشترک به شرکت پتروشیمی جم پیلن و پتروشیمی مارون تعلق گرفته است. ظرفیت اسمی تولید پتروشیمی جم پیلن ۳۰۰ هزارتن است اما معمولاً تولید شرکت معادل این ظرفیت نبوده و سال به سال کمتر می شود. این مورد به دو علت رخ میدهد. در وهله اول با کمبود خوراک ناشی از زیان ده بودن کوره های مایع پتروشیمی جم به دلیل عدم اعطای تخفیف به زنجیره خوراک مایع، میزان تولید و توجیح پذیری تولید آن برای این شرکت کم شده و تولید پتروشیمی جم پیلن نیز بواسطه اینکه خریدار این محصول از شرکت است، با کاهش مواجه خواهد شد. مورد دوم مربوط به حاشیه سود مناسب این بخش از زنجیره و راه اندازی طرح های تولید پلی پروپیلن متعدد در کشور است. لذا با پیشی گرفتن افزایش ظرفیت تولید پلی پروپیلن از پروپیلن، معمولاً این شرکت در تامین کسری پروپیلن خود با رقبا بسیار و محدودیت های جدی مواجه است.

تکنولوژی تولید این شرکت Spheripol بوده و قابلیت تولید بیش از ۱۲۰ گرید مختلف پلی پروپیلن را دارد. عمده گریدهای تولیدی این شرکت به ترتیب مربوط به گرید های شیمیایی، نساجی و فیلم است. در سال جاری پتروشیمی جم پیلن توانست به توسعه و تولید گرید جدیدی برای استفاده در صنایع خودرو و لوازم خانگی دست یابد. این شرکت در راستای کسب حداکثر سود، در سال جاری به بهبود کیفیت و افزایش تولید برخی گریدهای دارای حاشیه سود بالا همچون RP۱۲۰L نیز پرداخت. با این اقدامات این شرکت توانست بین ۷ رقیب خود در سال جاری، با سهم از بازار ۲۹ درصدی، رتبه اول را کسب نماید.



سهامداران عمده این نماد به ترتیب شرکت پتروشمیران و شرکت پتروشیمی جم با مالکیت بیش از ۸۷ درصدی هستند و شناوری این نماد تنها ۱۱ درصد است. ارزش بازار این شرکت ۳۹ همت بوده و سرمایه این شرکت ۲۰۰ میلیارد تومان است. لذا یکی از شرکت های متوسط مقیاس بورس اوراق بهادار تهران محسوب میشود.

مفروضات	۱۴۰۰	۱۴۰۱	کارشناسی ۱۴۰۲	کارشناسی ۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴
دلار نیما	۲۳۵,۰۰۰	۲۸۲,۰۰۰	۳۸۵,۰۰۰	۴۵۰,۰۰۰	۵۲۶,۵۰۰
درصد رقابت پلی پروپیلن	۴.۴٪	۲۲.۱٪	۴۴.۰٪	۲۵.۰٪	۲۵.۰٪
اتیلن	۱,۰۴۱	۹۴۸	۸۳۰	۸۶۰	۸۶۰
پلی پروپیلن فوب خلیج فارس	۱,۵۵۳	۱,۲۲۹	۱,۰۲۳	۱۰۸۰	۱۰۸۰
پروپیلن چین	۱,۰۹۲	۹۶۱	۸۳۹	۸۴۵	۸۴۵
هزینه حمل پروپیلن	۲۹۳	۲۶۲	۲۰۶	۲۵۰	۲۵۰
تورم		۴۷٪	۳۵٪	۲۸٪	۲۵٪
تورم حقوق و دستمزد				۳۶٪	۳۰٪
نرخ گاز (سنت)			۱۶	۱۵	۱۵

تولید و فروش:

این شرکت در سالی که گذشت، به مدت ۴۵ روز توقف خط تولید را تجربه نمود. علت این توقف اورهال خط تولید بود که باعث کاهش میزان تولید شرکت در سال ۱۴۰۲ شد. با توجه به این روند و مطالبی که بیان شد، انتظار داریم در سال جاری بتواند تولید ۲۴۰ هزار تنی را رقم بزند. برای سال ۱۴۰۴، مطابق اطلاعات منتشره شرکت انتظار می رود طرح های پلی پروپیلن رجال گستران، الوند و ارغوان گستر و طرح تولید پروپیلن سلمان فارسی (PDH) به بهره برداری برسند. از سوی دیگر با تعویض تجهیزات کلدباکس واحد پروپیلن شرکت جم، میزان خوراک دریافتی جم پیلن رشد حداقلی ۳ تن بر ساعت را تجربه خواهد کرد. با همه این توضیحات ما میزان تولید را کماکان برابر ۲۴۰ هزار تن در نظر گرفته ایم.

معمولا طبق روال گذشته، غالب تولیدات شرکت در همان دوره مالی به فروش رفته و حدودا ۲۶ درصد از فروش شرکت در بورس کالا صورت انجام می شود. نرخ فروش محصولاتی که در بورس کالا عرضه نمیشوند نیز باید بر اساس میانگین معاملات صورت گرفته کالای مشابه در بورس کالا انجام شود. نرخ پایه فروش محصولات شرکت در بورس کالا توسط شرکت ملی صنایع پتروشیمی تعیین می شود. این نرخ، نرخ پایه بوده و متناسب با عرضه و تقاضا روی این نرخ رقابت صورت میگیرد. با بررسی روند فروش شرکت طی ماه های اخیر مشاهده میشود که درصد رقابت بر محصولات شرکت کاهش داشته و به محدوده ۱۵ الی ۲۰ درصدی رسیده است. در این تحلیل ما نرخ پایه را بر مبنای نرخ های معاملاتی پلی پروپیلن فوب خلیج فارس محاسبه نموده ایم.

عمده فروش شرکت بصورت محصول گرانبه و بخش کوچکی نیز بصورت پودر است. با توجه به محدودیت های مراجع تنظیم گر مبنی بر اولویت عرضه در بازار داخلی و نیز هزینه های مالیاتی، میزان صادرات شرکت طی سنوات گذشته رو به کاهش بوده و در سال گذشته به صفر رسید. برای سنوات آینده نیز انتظاری مبنی بر تغییر این روند نداریم. مسئله و ریسک مهمی که سودآوری این شرکت را تحت تاثیر قرار میدهد، امکان عرضه تلفیقی محصول شرکت در بورس کالا است. با عرضه تلفیقی درصد رقابت و نرخ فروش شرکت کاهش خواهند داشت. اگرچه این مورد هنوز محقق نشده اما می توان به عنوان یک ریسک بالقوه برای این شرکت قلمداد کرد.

مبلغ فروش	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	کارشناسی ۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴
محصول گرانبه	۱۷,۱۲۸,۷۱۰	۳۱,۶۹۷,۲۳۲	۶۳,۵۰۷,۷۳۱	۸۷,۲۰۸,۳۸۹	۹۳,۸۷۵,۱۳۷	۱۰۷,۱۵۱,۹۰۱	۱۳۲,۳۰۰,۰۰۰	۱۵۴,۷۹۱,۰۰۰
محصول پودر و Melt ضایعاتی	۳۰,۸۰۹	۳۵,۷۷۹	۸۶,۱۳۴	۱۳۱,۰۱۲	۹۰,۹۵۶	۱۸۹,۱۵۲	۲۱۹,۷۱۹	۲۵۷,۰۷۲
جمع فروش داخلی	۱۷,۱۵۹,۵۱۹	۳۱,۷۳۳,۰۱۱	۶۳,۵۹۳,۸۶۵	۸۷,۳۳۹,۴۰۱	۹۳,۹۶۶,۰۹۳	۱۰۷,۳۴۱,۰۵۳	۱۳۲,۵۱۹,۷۱۹	۱۵۵,۰۴۸,۰۷۲
محصول گرانبه	۷۲۱,۱۴۴	۱,۵۰۷,۱۰۷	۲,۰۸۳,۸۳۸	۵,۸۷۶,۲۳۶	۴۰۵,۷۱۷	۰	۰	۰
جمع فروش خارجی	۷۲۱,۱۴۴	۱,۵۰۷,۱۰۷	۲,۰۸۳,۸۳۸	۵,۸۷۶,۲۳۶	۴۰۵,۷۱۷	۰	۰	۰
جمع کل	۱۷,۸۸۰,۶۶۳	۳۳,۲۴۰,۱۱۸	۶۵,۶۷۷,۷۰۳	۹۳,۲۱۵,۶۳۷	۹۴,۳۷۱,۸۱۰	۱۰۷,۳۴۱,۰۵۳	۱۳۲,۵۱۹,۷۱۹	۱۵۵,۰۴۸,۰۷۲



بهای تمام شده:

بیش از ۷۰ درصد بهای تمام شده شرکت متشکل از مواد مستقیم مصرفی است. سربار حدوداً وزنی ۲۶ درصدی داشته و هزینه های حقوق و دستمزدی وزن زیادی در بهای تمام شده شرکت ندارند. مواد مصرفی این شرکت شامل پروپیلن، اتیلن برای تولید گریدهای خاص، هیدروژن، بوتن ۱ و مواد افزودنی است. مسئله مهمی که در تعیین بهای تمام شده وجود دارد، هزینه حمل پروپیلن است. بنا بر فرمول تعیین نرخ پروپیلن، هزینه حمل از نرخ فوب چین کاسته می شود. هزینه حمل در حال حاضر حدوداً ۲۵۰ دلار است و ما نیز برای تحلیل خود این فرض را برقرار در نظر گرفته ایم. با توجه به اخبار و شنیده هایی مبنی بر کاهش این نرخ حمل به محدوده زیر ۱۰۰ دلار و عدم تکذیب شرکت های ذینفع، می توان این عامل را یک ریسک بسیار مهم برای این سهم در نظر گرفت چرا که با کاهش هزینه حمل، نرخ مواد اولیه شرکت مطابق فرمول افزایش یافته و حاشیه سود شرکت را کاهش خواهد داد. لذا این عامل یک ریسک بالقوه برای سهم خواهد بود.

با توجه به نرخ های پلی پروپیلن و پروپیلن و ضریب تبدیل حدودا ۱ واحدی، گپ دلاری بین محصول و مواد اولیه این شرکت طی سنوات گذشته به ۶۵۸ دلار رسیده است. با توجه به برآوردها و مفروضات مدل ما، این گپ برای سال جاری و آینده حدودا ۶۴۷ دلار خواهد بود.

نکته مهم دیگری که در این مدل فرض شده مربوط به سپرده های بانکی این شرکت و سود ناشی از این سپرده ها است. با توجه به اینکه شرکت طرح توسعه خاصی ندارد و مصارف خاصی برای این وجوه تعریف نشده و سود تقسیمی شرکت ۱۰۰ درصدی است، انتظار می رود که این روند نگهداری سپرده به روال قبل تداوم یابد. لذا ما سود سپرده بانکی این شرکت را برای سال جاری و آینده با فرض محافظه کارانه برابر سود ۱ همتی سال قبل قرار داده ایم. طبیعتا افزایش این سود، درآمد غیرعملیاتی شرکت را تحت تاثیر قرار خواهد داد.

بهای تمام شده کالای فروش رفته	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	کارشناسی ۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴
مواد مستقیم مصرفی	۱۰,۳۱۱,۳۲۸	۲۱,۰۹۹,۸۹۰	۳۹,۸۳۹,۲۶۶	۴۸,۶۷۲,۴۷۶	۴۸,۱۰۷,۶۶۶	۴۵,۸۷۵,۹۹۳	۶۴,۳۶۷,۵۳۵	۷۵,۳۱۰,۷۶۳
دستمزد مستقیم تولید	۲۱۵,۰۴۹	۲۸۷,۹۴۴	۳۷۹,۳۲۶	۶۷۵,۷۸۰	۹۸۵,۲۳۸	۱,۷۶۴,۲۲۹	۲,۳۹۹,۳۵۱	۳,۱۱۹,۱۵۷
سربار تولید	۱,۹۵۱,۶۱۹	۲,۹۹۶,۵۸۲	۳,۵۳۹,۰۴۰	۷,۷۰۸,۵۲۴	۱۱,۰۳۵,۸۱۱	۱۶,۵۶۴,۹۹۳	۲۱,۵۲۱,۵۸۴	۲۶,۵۹۵,۶۲۷
جمع هزینه های تولید	۱۲,۴۷۷,۹۹۶	۲۴,۳۸۴,۴۱۶	۴۳,۷۵۷,۶۳۲	۵۷,۰۵۶,۷۸۰	۶۰,۱۲۸,۷۱۵	۶۴,۲۰۵,۲۱۵	۸۸,۲۸۸,۴۷۱	۱۰۵,۰۲۵,۵۴۶
خالص موجودی کالای در جریان ساخت	-۳۷,۳۶۲	۱۴,۷۸۲	-۵۹,۸۸۱	-۱۴۳,۲۶۰	۱۷۲,۶۴۳	-۱۴۷,۴۱۶	-۲۰۲,۷۱۱	-۲۴۱,۱۴۰
خالص موجودی کالای ساخته شده	-۴۱۶,۸۰۲	-۷۳۲,۸۷۹	-۲,۸۵۹,۸۰۳	-۱,۱۳۳,۹۵۴	۶۲۹,۷۴۶	-۱,۱۲۹,۵۳۶	-۱,۴۹۱,۴۳۴	-۱,۲۶۴,۰۶۹
جمع بهای تمام شده	۱۲,۰۲۳,۸۳۲	۲۳,۶۶۶,۳۱۹	۴۰,۸۳۷,۹۴۸	۵۵,۷۷۹,۵۶۶	۶۰,۹۳۱,۱۰۴	۶۲,۹۲۸,۲۶۳	۸۶,۵۹۶,۳۲۵	۱۰۳,۵۲۰,۳۲۷

جمع بندی:

در نهایت با توضیحاتی که ارائه شد انتظار داریم این شرکت در سال جاری و آینده به ترتیب ۲۸۲۴ و ۳۱۰۸ تومان به ازای هر سهم محقق نماید. در ادامه جداول تحلیل حساسیت را مشاهده مینمایید.

صورت سود و زیان	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	کارشناسی ۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴
درآمدهای عملیاتی	۱۷,۸۸۰,۶۶۳	۲۳,۲۴۰,۱۱۸	۶۵,۶۷۷,۷۰۳	۹۳,۲۱۵,۶۳۷	۹۴,۳۷۱,۸۱۰	۱۰۷,۳۴۱,۰۵۳	۱۳۲,۵۱۹,۷۱۹	۱۵۵,۰۴۸,۰۷۲
بهای تمام شده	-۱۲,۰۲۳,۸۳۲	-۲۳,۶۶۶,۳۱۹	-۴۰,۸۳۷,۹۴۸	-۵۵,۷۷۹,۵۶۶	-۶۰,۹۳۱,۱۰۴	-۶۲,۹۲۸,۲۶۳	-۸۶,۵۹۴,۳۲۵	-۱۰۳,۵۲۰,۳۳۷
سود ناخالص	۵,۸۵۶,۸۳۱	۹,۵۷۳,۷۹۹	۲۴,۸۳۹,۷۵۵	۳۷,۴۳۶,۰۷۱	۳۳,۴۴۰,۷۰۶	۴۴,۴۱۲,۷۹۰	۴۵,۹۲۵,۳۹۴	۵۱,۵۲۷,۷۳۵
هزینه های فروش، اداری و عمومی	-۲۲۷,۰۷۴	-۲۸۵,۴۲۱	-۵۱۰,۵۰۵	-۸۰۷,۰۰۰	-۹۴۱,۷۴۰	-۱,۵۱۳,۶۲۳	-۱,۹۶۲,۰۸۹	-۲,۴۶۵,۸۹۹
سایر درآمدهای عملیاتی	-	-	۳۸۴,۰۲۵	۵,۶۲۰	۱۲۶,۹۶۶	۱۰۱,۴۸۹	-	-
سود عملیاتی	۵,۶۲۹,۷۵۷	۹,۲۸۸,۳۷۸	۲۴,۷۱۳,۲۷۵	۳۶,۶۳۴,۶۹۱	۳۲,۶۲۵,۹۳۲	۴۳,۰۰۰,۶۵۶	۴۳,۹۶۳,۳۰۵	۴۹,۰۶۱,۸۳۵
هزینه های مالی	-	-	-	-	-	-	-	-
سایر (هزینه) درآمدهای غیرعملیاتی	۸۳۹,۵۲۶	۱,۶۹۳,۰۳۷	۲,۶۸۸,۶۰۱	۵,۸۰۰,۳۳۱	۱۰,۷۲۴,۵۱۹	۱۱,۱۲۳,۴۰۶	۱۲,۵۴۵,۶۹۰	۱۳,۱۳۰,۲۶۲
مالیات	-	-	-۶,۰۸۸,۷۵۹	۵,۹۷۶,۸۰۹	-۱,۱۶۱,۵۳۰	-۱۹,۰۰۰	-۱۸,۷۲۶	-۲۱,۴۱۷
سود خالص	۶,۴۶۹,۲۸۳	۱۰,۹۸۱,۴۱۵	۲۱,۳۱۳,۱۱۷	۴۸,۴۱۱,۷۳۱	۴۲,۱۸۸,۹۲۱	۵۴,۱۰۵,۰۶۳	۵۶,۴۹۰,۲۶۹	۶۲,۱۷۰,۶۸۱
سود خالص (دلاری)	۹۶,۵۵۶,۴۶۳	۹۵,۴۹۰,۵۶۵	۱۰۳,۹۶۶,۴۲۴	۲۰۶,۰۰۷,۲۶۶	۱۴۹,۶۰۶,۱۰۳	۱۴۰,۵۳۲,۶۲۹	۱۲۵,۵۳۲,۹۳۱	۱۱۸,۰۸۲,۹۶۴
سرمایه	۲,۰۰۰,۰۰۰	۲,۰۰۰,۰۰۰	۲,۰۰۰,۰۰۰	۲,۰۰۰,۰۰۰	۲,۰۰۰,۰۰۰	۲,۰۰۰,۰۰۰	۲,۰۰۰,۰۰۰	۲,۰۰۰,۰۰۰
سود پایه هر سهم	۳,۲۳۵	۵,۴۹۱	۱۰,۶۵۷	۲۴,۲۰۶	۲۱,۰۹۴	۲۷,۰۵۳	۲۸,۲۴۵	۳۱,۰۸۵

درصد رقابت پلی پروپیلن در بورس کالا

۴۵٪	۴۰٪	۳۵٪	۳۰٪	۲۵٪	۲۰٪	۱۵٪	۲۸,۲۴۵	نرخ پلی پروپیلن فوب خلیج فارس
۲۸,۶۷۳	۲۶,۲۴۹	۲۳,۸۲۵	۲۱,۴۰۱	۱۸,۹۷۷	۱۶,۵۵۳	۱۴,۱۲۹	۹۵۰	
۳۲,۸۰۸	۳۰,۲۴۱	۲۷,۶۷۵	۲۵,۱۰۸	۲۲,۵۴۲	۱۹,۹۷۵	۱۷,۴۰۸	۱,۰۰۰	
۳۶,۹۴۳	۳۴,۲۳۴	۳۱,۵۲۵	۲۸,۸۱۵	۲۶,۱۰۶	۲۳,۳۹۷	۲۰,۶۸۸	۱,۰۵۰	
۴۱,۰۷۸	۳۸,۲۲۶	۳۵,۳۷۵	۳۲,۵۲۳	۲۹,۶۷۱	۲۶,۸۱۹	۲۳,۹۶۷	۱,۱۰۰	
۴۵,۲۱۳	۴۲,۲۱۹	۳۹,۲۲۵	۳۶,۲۳۰	۳۳,۲۳۶	۳۰,۲۴۱	۲۷,۲۴۷	۱,۱۵۰	
۴۹,۳۴۸	۴۶,۲۱۲	۴۳,۰۷۵	۳۹,۹۳۸	۳۶,۸۰۱	۳۳,۶۶۴	۳۰,۵۲۷	۱,۲۰۰	
۵۳,۴۸۴	۵۰,۲۰۴	۴۶,۹۲۴	۴۳,۶۴۵	۴۰,۳۶۵	۳۷,۰۸۶	۳۳,۸۰۶	۱,۲۵۰	

هزینه حمل پروپیلن

۳۵۰	۳۰۰	۲۵۰	۲۰۰	۱۵۰	۱۰۰	۵۰	۲۸,۲۴۵	پروپیلن فون پیلن
۴۰,۶۸۹	۳۸,۰۸۷	۳۵,۴۸۴	۳۲,۸۸۲	۳۰,۲۸۰	۲۷,۶۷۷	۲۵,۰۷۵	۷۰۰	
۳۸,۱۹۳	۳۵,۵۹۱	۳۲,۹۸۸	۳۰,۳۸۶	۲۷,۷۸۳	۲۵,۱۸۱	۲۲,۵۷۸	۷۵۰	
۳۵,۶۹۷	۳۳,۰۹۴	۳۰,۴۹۲	۲۷,۸۸۹	۲۵,۲۸۷	۲۲,۶۸۵	۲۰,۰۸۲	۸۰۰	
۳۳,۲۰۰	۳۰,۵۹۸	۲۷,۹۹۶	۲۵,۳۹۳	۲۲,۷۹۱	۲۰,۱۸۸	۱۷,۵۸۶	۸۵۰	
۳۰,۷۰۴	۲۸,۱۰۲	۲۵,۴۹۹	۲۲,۸۹۷	۲۰,۲۹۴	۱۷,۶۹۲	۱۵,۰۸۹	۹۰۰	
۲۸,۲۰۸	۲۵,۶۰۵	۲۳,۰۰۳	۲۰,۴۰۰	۱۷,۷۹۸	۱۵,۱۹۶	۱۲,۵۹۳	۹۵۰	
۲۵,۷۱۱	۲۳,۱۰۹	۲۰,۵۰۷	۱۷,۹۰۴	۱۵,۳۰۲	۱۲,۶۹۹	۱۰,۰۹۷	۱۰۰۰	