

تحلیل بنیادی شرکت پالایش پارسینان سپهر

کارگزاری
تدبیرگران فردا



معاونت توسعه بازار

تابستان ۱۴۰۳
www.tadbirbroker.ir





معرفی شرکت:

شرکت پالایش پارسین سپهر در سال ۱۳۸۹ بصورت شرکت سهامی خاص تاسیس شد و در اداره ثبت شرکت ها و مالکیت صنعتی تهران به ثبت رسید. عملیات اجرایی طرح پالایش پارسین در سال ۹۴ آغاز و علی رغم شیوع کرونا و تحریم های آمریکا در خردادماه سال ۱۴۰۰ به بهره برداری رسید.

طرح پالایش پارسین سپهر در دو بخش طراحی و ساخته شد بدین صورت که واحد بازیابی اتان در سایت مهر استان فارس و واحد تفکیک اتان در سایت عسلویه استان بوشهر واقع شده است. این شرکت با سرمایه گذاری ۱,۰۱۳ میلیارد دلاری به بهره برداری رسید. منابع اصلی تامین مالی این طرح از طریق صندوق توسعه ملی با عاملیت بانک پارسین و آورده سهامداران تامین شده است.

این شرکت در هیچ یک از بازارهای بورس و فرابورس پذیرفته نشده است و در حال حاضر مالکیت خصوصی دارد. سهامداران این شرکت به ترتیب گروه توسعه انرژی تدبیر، گروه مالی پارسین، نفت پارس و سرمایه گذاری تدبیر هستند.

واحد استحصال اتان پارسین سپهر در سایت مهر، روزانه ۷۴ میلیون مترمکعب گاز غنی از چهار میدان تابناک، شانول، وراوی و هما دریافت کرده و پس از جداسازی، سالانه حدوداً ۱۶ میلیون تن متان به شبکه گاز شهری وارد میکند و مانده گاز غنی برای تفکیک نهایی و تولید اتان، پروپان، بوتان و میعانات گازی به عنوان محصول اصلی بوسیله خط لوله ۱۸ اینچی به طول ۶۳ کیلومتر به مجتمع پالایشگاه پارسین سپهر در سایت عسلویه منتقل می شود.

بنا به اخبار منتشر شده توسط شانا، این شرکت طرح PDH/PP را در دستور کار خود قرار دارد که توسط وزیر نفت عملیات اجرایی آن کلید خورد. سرمایه مورد نیاز برای راه اندازی این طرح حدوداً ۴۸۸ میلیون یورو و ۲,۹ هزار میلیارد تومان خواهد بود که با حضور سرمایه گذار خارجی در منطقه ویژه اقتصادی انرژی پارس احداث خواهد شد. در این طرح شرکت ظرفیت تولید ۴۵۰ هزار تن پروپیلن، ۳۰۰ هزار تن پلی پروپیلن، ۱۰۰ هزار تن اکریلیک اسید و سوپر جاذب ها را خواهد داشت.

مفروضات	۹-۱۴۰۱	۹-۱۴۰۲	کارشناسی ۹-۱۴۰۳	کارشناسی ۹-۱۴۰۴
نرخ دلار آزاد	۳۰۶,۴۹۸	۴۹۳,۲۹۱	۶۰۰,۰۰۰	۶۷۲,۹۴۵
نرخ دلار نیما	۲۵۸,۱۲۶	۳۵۸,۹۲۰	۴۳۵,۰۰۰	۵۱۷,۶۵۰
رشد دلار نیما	۱۲٪	۳۹٪	۲۱٪	۱۹٪
دلار تسعیر	۳۵۴,۰۲۹	۳۹۴,۰۰۰	۵۱۱,۰۸۰	۶۰۰,۳۰۰
دلار خوراک	۲۵۸,۱۲۶	۳۱۳,۰۰۰	۴۳۵,۰۰۰	۵۱۷,۶۵۰
نرخ تورم		۳۵٪	۳۰٪	۲۵٪
رشد حقوق و دستمزد		-	۴۰٪	۳۵٪
نفثا		۵۹۰	۶۳۰	۶۳۰
پلی اتیلن		۹۶۰	۹۵۰	۹۵۰
اتان	۳۳۵	۲۳۸	۲۵۰	۲۵۰
بوتان	۶۰۰	۴۶۲	۴۴۵	۴۴۵
پروپان	۶۱۲	۴۶۰	۵۴۰	۵۴۰
نفثای سبک-کاندنسیت	۶۱۷	۵۶۰	۵۹۸	۵۹۸
نرخ خوراک	۲۸۹	۲۲۱	۲۴۵	۲۴۵



تولید و فروش:

ظرفیت شرکت پالایش پارسین سالانه ۱,۳ میلیون تن اتان، یک میلیون تن پروپان و بوتان و یک میلیون تن میعانات گازی است که اتان تولیدی را به خط سراسری اتان برای مصرف واحدهای الفینی تزریق خواهد کرد. این شرکت در سال گذشته ۷۹۴ هزارتن اتان را به خط سراسری اتان تزریق نمود. میزان تولید بوتان، پروپان و میعانات گازی آن نیز به ترتیب ۲۷۳، ۴۰۶ و ۴۷۸ هزارتن بود که برای سال جاری و آینده انتظار داریم این روند کمی بهبود یافته و میزان تولید اتان تولیدی به ۸۸۴ هزارتن و پروپان و بوتان و میعانات نیز به ترتیب به ۲۹۲، ۴۳۸ و ۵۲۰ هزارتن در سال برسد.

با توجه به محدودیت ذخیره سازی محصولات، تقریباً کل محصولات تولیدی بصورت صادراتی از بندر عسلویه بفروش می روند. در سال گذشته فروش صادراتی شرکت به دو صورت فروش FOB و فروش CFR بود اما در سال جاری این روند تغییر یافت و فروش همه بصورت FOB صورت گرفت.

یکی از نکات مهم این شرکت این است که اتان تولیدی با بخشی از بهای خوراک ورودی به واحد تفکیک عسلویه تهاتر شده و شرکت تنها ملزم به پرداخت مازاد این مبلغ است.

طی یکسال گذشته، روند نرخ های دلاری جهانی و فروش شرکت برای محصولات بوتان، پروپان و نفتای سبک کاهشی بوده و به ترتیب ۱۳۸ دلار، ۱۵۲ دلار و ۵۷ دلار افت را تجربه نموده اند. برای سال جاری انتظار داریم که میانگین نرخ بوتان در محدوده ۴۴۵ دلاری و پروپان و نفتا به ترتیب ۵۴۰ و ۵۹۸ دلار باشند. همچنین انتظار داریم که نرخ های نفتا و پلی اتیلن با کمی افزایش مواجه بوده و نهایتاً نرخ اتان که بر مبنای این دو تعیین میشود نیز در محدوده ۲۵۰ دلار به ازای هر تن باشد.

با توجه به مفروضاتی که ارائه نموده ایم انتظار داریم که این شرکت در سال جاری به فروش ۲۹،۷ همتی بدون اتان و ۳۹،۳ همتی با اعمال اتان دست یابد. برای سال آینده نیز انتظار داریم این مبلغ به ۴۸ همت با اتان برسد.

مبلغ فروش	۹-۱۴۰۰	۹-۱۴۰۱	۹-۱۴۰۲	کارشناسی ۹-۱۴۰۳	کارشناسی ۹-۱۴۰۴
اتان				۹۶،۱۳۵،۰۰۰	۱۱۴،۴۰۰،۶۵۰
بوتان	۳،۹۱۲،۳۱۰	۳۱،۳۹۸،۷۹۳	۴۴،۹۳۵،۹۵۲	۵۸،۳۸۵،۵۱۱	۸۱،۶۲۳،۰۵۲
پروپان	۴،۱۸۰،۷۴۲	۳۷،۴۶۲،۹۳۸	۶۹،۸۷۷،۵۶۷	۱۰۴،۲۷۵،۱۶۴	۱۲۲،۴۳۴،۵۷۸
نفتای سبک-کاندنسیت	۱۸،۳۶۹،۶۰۲	۵۳،۸۸۷،۲۵۳	۱۰۳،۰۰۷،۲۰۴	۱۳۴،۵۴۰،۴۵۳	۱۶۰،۹۵۹،۳۱۹
جمع	۲۶،۴۶۲،۶۵۴	۱۲۲،۷۴۸،۹۸۴	۲۱۷،۸۲۰،۷۲۳	۳۹۳،۳۳۶،۱۲۸	۴۷۹،۴۱۷،۵۹۹

بهای تمام شده:

حدوداً نیمی از بهای تمام شده این شرکت مربوط به مواد مستقیم مصرفی آن است. همانطور که گفته شد این مبلغ خالص بهای گاز دریافتی نبوده و مبلغ اتان به فروش رفته شرکت با بخشی از آن تهاتر شده است. سربار تولید محصول وزنی حدوداً ۴۷ درصدی در بهای تمام شده این شرکت را داشته و عموماً شامل استهلاک و یوتیلیتی های دریافتی از مبین است. عمده یوتیلیتی دریافتی از مبین مربوط به بخار و گاز سوخت است.

مهمترین فاکتور برای تحلیل بنیادی این نماد مربوط به فرمول محاسبه نرخ گاز خوراک این شرکت است. بنا بر فرمولی که تعیین شده و با توجه به ابهامات در مورد ضرایب ثابت آن، انتظار داریم که با بهره برداری و تولید بیشتر از ظرفیت تولید محصولات شرکت، تخفیف خوراک شرکت کمتر شود. با فرض افزایش نسبت تولید به ظرفیت این شرکت از ۵۹ به ۶۵ درصد در سال جاری انتظار داریم که نرخ خوراک آن از ۲۲۱ دلار به ۲۴۵ دلار افزایش یابد. لازم به ذکر است که تغییرات و تعدیلات قیمتی این نرخ بسیار بالا بوده و با توجه به ابهامات ما از ضرایب فرمول، درصد ریسک انحراف سود انتظاری از سود واقعی شرکت برای سال مالی جاری بالا میرود. بنا بر مدل ما برای این نماد، به ازای هر ۱۰ دلار کاهش این نرخ، میزان سود شرکت ۹۰۰ میلیارد تومان افزایش را تجربه خواهد کرد.

یکی از نکات مهم و قابل توجه این شرکت وام ارزی دریافتی از صندوق توسعه ملی است که مبلغی بالغ بر ۱ میلیارد دلار است. با توجه به اقساط ۳ ماهه و نرخ بهره سالیانه ۸ درصد و مدت بازپرداخت ۴ ساله، حدوداً هر سال ۲۸۰ هزار دلار به عنوان بازپرداخت وام دریافتی این شرکت باید پرداخت نماید که در سال مالی گذشته، ضمن پرداخت ۲۶۰ هزار دلار از آن، بابت تسویه اقساط پیش از سررسید مشمول ۱۰ میلیون دلار تخفیف از سوی صندوق توسعه ملی شد. تا تهیه آخرین صورت مالی منتشره از این شرکت، ۶ قسط پرداخت شده است و سایر اقساط طی بازه های زمانی ۳ ماهه پرداخت خواهد شد. نکته مبهمی که در تخمین صورت سود و زیان این شرکت وجود دارد، نرخ تسعیر ارز آن برای سال جاری و آینده خواهد بود.

مطابق با استاندارد حسابداری شماره ۱۶، در صورتیکه تغییرات نرخ ارز بیش از ۲۰ درصد باشد، هزینه تسعیر ارز این شرکت به بهای تمام شده طرح منتقل شده و در صورت سود و زیان تاثیرگذار نخواهد بود. حال با توجه به نرخ تسعیر ارزی که شرکت اعلام خواهد نمود، امکان این وجود دارد که شرکت زیان تسعیر ارز شناسایی کرده و سودی که برای آن محاسبه نموده ایم با کاهش چشمگیری مواجه شود. لذا با توجه به بالا بودن میزان بدهی ارزی، این مورد را بعنوان ریسک مهمی برای این شرکت قلمداد می کنیم.

بهای تمام شده	۹-۱۴۰۰	۹-۱۴۰۱	۹-۱۴۰۲	کارشناسی ۹-۱۴۰۳	کارشناسی ۹-۱۴۰۴
مواد مستقیم مصرفی	۲۰,۲۴۱,۳۴۲	۳۸,۰۲۷,۸۳۳	۸۸,۲۱۶,۰۹۶	۲۴۹,۶۴۱,۳۰۳	۲۹۷,۰۷۳,۱۵۰
دستمزد مستقیم تولید	۲۸۶,۲۰۹	۱,۸۱۵,۹۶۶	۲,۳۳۸,۹۲۴	۳,۵۷۸,۷۷۰	۴,۸۳۱,۳۳۹
سربار تولید	۹,۱۴۴,۸۸۹	۴۰,۳۲۰,۶۰۵	۵۱,۸۴۸,۰۹۸	۶۰,۲۴۶,۴۴۳	۶۶,۲۴۳,۹۰۰
هزینه جذب نشده در تولید	(۳,۷۷۱,۰۰۰)	(۷,۷۵۴,۶۳۶)	(۳,۳۷۰,۰۰۰)	(۳,۵۵۰,۴۷۰)	(۴,۲۲۵,۰۵۹)
جمع هزینه های تولید	۲۵,۹۰۱,۴۴۰	۷۲,۴۰۹,۷۶۸	۱۳۹,۰۳۳,۱۱۸	۳۰۹,۹۱۶,۰۴۶	۳۶۳,۹۲۳,۳۳۰
خالص موجودی کالای ساخته شده	(۱۱,۲۵۱,۷۵۹)	۴,۶۱۵,۸۹۵	(۲,۶۳۷,۶۹۶)	(۴۳۳,۵۰۵)	(۲,۴۵۲,۸۸۸)
بهای تمام شده کالای فروش رفته	۱۴,۶۴۹,۶۸۱	۷۷,۰۲۵,۶۶۳	۱۳۶,۳۹۵,۴۲۲	۳۰۹,۴۸۲,۵۴۱	۳۶۱,۴۷۰,۴۴۲

جمع بندی:

با تمامی توضیحاتی که ارائه شد و با فرض اینکه تغییرات نرخ ارز تسعیر اعلامی شرکت کمی بیش از ۲۰ درصد خواهد بود، انتظار داریم این شرکت در سال جاری به سود ۳,۶ همتی و در سال آینده به سود ۵,۴ همتی دست یابد. از این میزان سود با توجه به مالکیت ۲۰ درصدی شنفت، با فرض تقسیم ۹۰ درصدی آن حدوداً ۱۴ تومان در سال جاری و ۲۱ تومان در سال آینده از آن شنفت خواهد شد.

صورت سود و زیان (برج ۹)	۹-۱۴۰۰	۹-۱۴۰۱	۹-۱۴۰۲	کارشناسی ۹-۱۴۰۳	کارشناسی ۹-۱۴۰۴
درآمدهای عملیاتی	۲۶,۴۶۲,۶۵۴	۱۲۲,۷۴۸,۹۸۴	۲۱۷,۸۲۰,۷۲۳	۳۹۳,۳۳۶,۱۲۸	۴۷۹,۴۱۷,۵۹۹
بهای تمام شده درآمد عملیاتی	(۱۴,۶۴۹,۶۸۱)	(۷۷,۰۲۵,۶۶۳)	(۱۳۶,۳۹۵,۴۲۲)	(۳۰۹,۴۸۲,۵۴۱)	(۳۶۱,۴۷۰,۴۴۲)
سود ناخالص	۱۱,۸۱۲,۹۷۳	۴۵,۷۲۳,۳۲۱	۸۱,۴۲۵,۳۰۱	۸۳,۸۵۳,۵۸۷	۱۱۷,۹۴۷,۱۵۷
هزینه فروش، اداری و عمومی	(۷۴۰,۷۸۵)	(۱۰,۴۶۴,۶۱۴)	(۷,۲۴۹,۳۱۷)	(۹,۸۱۹,۸۴۸)	(۱۱,۵۰۰,۵۳۳)
سایر اقلام عملیاتی	(۲,۷۶۹,۰۰۶)	۱,۸۰۷,۵۷۵	(۱۲,۷۳۵,۶۱۵)	(۱۲,۶۳۳,۹۸۶)	(۲۱,۶۲۶,۲۵۱)
سود عملیاتی	۸,۳۰۳,۱۸۲	۳۷,۰۶۶,۲۸۲	۶۱,۴۴۰,۳۶۹	۶۱,۳۹۹,۷۵۳	۸۴,۸۲۰,۳۷۳
هزینه مالی	(۸,۵۳۴,۳۰۱)	(۲۰,۷۵۲,۶۶۵)	(۱۳,۳۷۸,۵۸۰)	(۲۱,۰۰۲,۶۸۴)	(۱۵,۸۴۶,۵۲۷)
اقلام غیرعملیاتی	۴۵۴,۲۹۶	۱,۰۰۸,۲۷۱	(۱۸,۸۱۱,۱۸۱)	۳,۸۲۵,۵۵۷	(۲,۶۹۸,۳۱۶)
سود قبل از مالیات	۲۲۳,۱۷۷	۱۷,۳۲۱,۸۸۸	۲۹,۲۵۰,۶۰۸	۴۴,۲۲۲,۶۲۵	۶۶,۲۷۵,۵۳۰
مالیات سال جاری	۰	(۲,۱۲۲,۱۸۶)	(۶,۴۷۷,۹۲۸)	(۸,۰۷۹,۴۱۴)	(۱۲,۰۳۸,۹۷۵)
سود (زیان) خالص	۲۲۳,۱۷۷	۱۵,۱۹۹,۷۰۲	۲۲,۷۷۲,۶۸۰	۳۶,۱۴۳,۲۱۱	۵۴,۲۳۶,۵۵۵
سود (زیان) خالص (دلار)	\$۹۷۰,۰۹۹	\$۵۸,۸۸۴,۸۱۶	\$۶۳,۴۴۷,۷۸۸	\$۸۳,۰۸۷,۸۴۳	\$۱۰۴,۷۷۴,۵۶۷
سرمایه	۴۰,۰۰۰,۰۰۰	۴۰,۰۰۰,۰۰۰	۴۰,۰۰۰,۰۰۰	۴۰,۰۰۰,۰۰۰	۴۰,۰۰۰,۰۰۰
سود هر سهم (EPS)	۶	۳۸۰	۵۶۹	۹۰۴	۱,۳۵۶