

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.

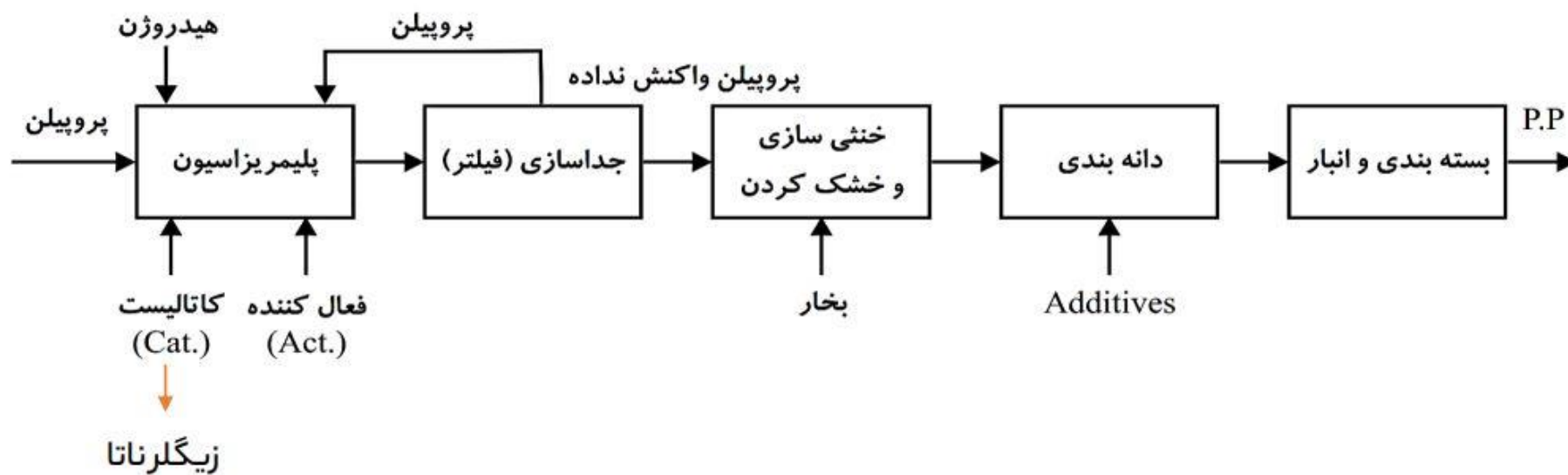
در مقایسه با سایر پلیمرها همچون پلی اتیلن، پلی پروپیلن را میتوان بصورت شفاف تولید کرد. این پلیمر دانسیته و وزن کمتری نسبت به پلی اتیلن داشته و مقاومت بالایی نسبت به اسیدها و حلال های آلی دارد. این پلیمر همچنین بزرگترین مصرف کننده پروپیلن تولیدی در دنیا است با وزن بیش از ۷۰ درصدی و در ایران با وزن بیش از ۹۵ درصدی است.



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 هزار تن 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 محدودیت های جدی مواجه است.

با ابلاغ آئین نامه تخفیف پلکانی در تیرماه ۱۴۰۳، احتمال اینکه شرکت پتروشیمی جم جزو شرکت های مشمول در بند سوم آن باشد هست لذا احتمال اینکه تخفیف خوراک مایع به این شرکت تعلق بگیرد وجود داشته و این مورد را میتوان یکی از پتانسیل های پتروشیمی جم پیلن در آینده دانست.

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 RP120L 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 شرکت از واحد های نهایی صندوق بازنشستگی است. شناوری این نماد کمتر از ۱۰ درصد است. ارزش بازار این شرکت ۳۳,۸ 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	۱۴۰۲	کارشناسی ۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴
دلار نیما	۲۳۵,۰۰۰	۲۷۴,۰۰۰	۳۸۵,۰۰۰	۴۶۵,۰۰۰	۵۴۴,۰۵۰
دلار آزاد	۲۶۴,۲۳۳	۳۵۱,۲۲۹	۵۱۷,۲۲۰	۶۳۰,۰۰۰	۷۳۷,۱۰۰
دلار بورس کالا	۲۳۵,۰۰۰	۲۶۸,۰۰۰	۳۳۱,۰۰۰	۴۶۵,۰۰۰	۵۴۴,۰۵۰
درصد رقابت پلی پروپیلن	۴.۴٪	۲۲.۱٪	۴۴.۰٪	۱۲.۰٪	۱۲.۰٪
اتیلن چین	۱,۰۵۰	۱,۰۱۴	۸۹۴	۹۴۰	۹۴۰
پلی پروپیلن فوب خلیج فارس	۱,۵۵۳	۱,۲۲۹	۱,۰۲۳	۱۱۰۰	۱۱۰۰
پروپیلن چین	۱,۰۹۲	۹۶۱	۸۳۹	۸۴۵	۸۴۵
هزینه حمل پروپیلن	۲۹۳	۲۴۷	۲۰۴	۲۵۰	۲۵۰
تورم		۴۷٪	۳۵٪	۲۸٪	۲۵٪
تورم حقوق و دستمزد				۳۰٪	۲۸٪



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 اینکه در سال جاری، شرکت اورهال اساسی ندارد و عملکرد ۵ ماهه گذشته سهم از مدت مشابه سال گذشته به مراتب بهتر بوده و با توجه به اورهالی که پتروشیمی جم بابت تعویض کلدباکس خود انجام داد که منجر به افزایش ۳ تنی بر ساعت انتقال خوراک پتروشیمی جم پیلن 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. پتروشیمی ارغوان گستر در انتهای سال ۱۴۰۲، با درصد پیشرفت فیزیکی ۹۲ درصدی مواجه بوده و توانسته است تا خط تولید خود را بصورت دست دوم از کشور استرالیا خریداری و به کشور منتقل کند. راه اندازی خطوط تولید پلی پروپیلن بدون توسعه خط مواد اولیه آن (پروپیلن) تاثیری در افزایش میزان تولید کشور در این محصول نداشته و محدودیت مواد اولیه کماکان بزرگترین چالش این صنعت خواهد بود. معمولاً طبق روال گذشته، غالب تولیدات شرکت در همان دوره مالی به فروش رفته و بیش از ۹۵ درصد از فروش شرکت در بورس کالا انجام می شود. نرخ فروش محصولاتی که در بورس کالا عرضه نمی شوند 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. عوامل مختلفی بر درصد و میزان رقابت تاثیرگذار هستند که اصلی ترین عامل زیاد شدن فاصله بین دلار نیما و آزاد خواهد بود که منجر به افزایش مازاد تقاضا برای این محصولات در بورس کالا خواهد شد. برای سال مالی جاری و آینده انتظار داریم که این درصد در محدوده ۱۲ درصد باشد. برای سال آینده اما این نسبت میتواند با کاهش یا افزایش متناسب با سیاست دولت به منظور تک نرخی کردن دلار کشور تحت تاثیر قرار گرفته و کمتر یا بیشتر باشد که در آینده بروزرسانی خواهد شد. با بررسی روند فروش شرکت طی ماه های اخیر مشاهده می شود که درصد رقابت بر محصولات شرکت کاهش داشته و به زیر محدوده ۱۰ 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 گرانوله 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.

تحلیل بنیادی پلی پروپیلن جم (جم پیلن)

بهار ۱۴۰۳

مبلغ فروش	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	کارشناسی ۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴
محصول گرانول	۳۱,۶۹۷,۲۳۲	۶۳,۵۰۷,۷۳۱	۸۷,۲۰۸,۳۸۹	۹۳,۸۷۵,۱۳۷	۱۰۷,۱۵۱,۹۰۱	۱۳۷,۱۴۷,۴۷۲	۱۶۰,۴۶۲,۵۴۲
محصول پودر و Melt ضایعاتی	۳۵,۷۷۹	۸۶,۱۳۴	۱۳۱,۰۱۲	۹۰,۹۵۶	۱۸۹,۱۵۲	۲۲۳,۴۲۳	۲۶۱,۴۰۵
جمع فروش داخلی	۳۱,۷۳۳,۰۱۱	۶۳,۵۹۳,۸۶۵	۸۷,۳۳۹,۴۰۱	۹۳,۹۶۶,۰۹۳	۱۰۷,۳۴۱,۰۵۳	۱۳۷,۳۷۰,۸۹۵	۱۶۰,۷۲۳,۹۴۷
محصول گرانول	۱,۵۰۷,۱۰۷	۲,۰۸۳,۸۳۸	۵,۸۷۶,۲۳۶	۴۰۵,۷۱۷	.	.	.
جمع فروش خارجی	۱,۵۰۷,۱۰۷	۲,۰۸۳,۸۳۸	۵,۸۷۶,۲۳۶	۴۰۵,۷۱۷	.	.	.
جمع کل	۳۳,۲۴۰,۱۱۸	۶۵,۶۷۷,۷۰۳	۹۳,۲۱۵,۶۳۷	۹۴,۳۷۱,۸۱۰	۱۰۷,۳۴۱,۰۵۳	۱۳۷,۳۷۰,۸۹۵	۱۶۰,۷۲۳,۹۴۷

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 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 حدوداً ۱ واحدی، گپ دلاری بین محصول و مواد اولیه این شرکت طی سنوات گذشته به ۶۵۸ دلار رسیده است.

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 ۹۰ 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 برابر ۱,۵ همت قرار داده ایم. طبیعتاً افزایش این سود، درآمد غیرعملیاتی شرکت را تحت تاثیر قرار خواهد داد.

تحلیل بنیادی پلی پروپیلن جم (جم پیلن)

بهار ۱۴۰۳

بهای تمام شده کالای فروش رفته	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	کارشناسی ۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴
مواد مستقیم مصرفی	۲۱,۰۹۹,۸۹۰	۳۹,۸۳۹,۲۶۶	۴۸,۶۷۲,۴۷۶	۴۸,۱۰۷,۶۶۶	۴۵,۸۷۵,۹۹۳	۶۶,۷۷۳,۱۱۲	۷۸,۱۲۵,۲۸۷
دستمزد مستقیم تولید	۲۸۷,۹۴۴	۳۷۹,۳۲۶	۶۷۵,۷۸۰	۹۸۵,۲۳۸	۱,۷۶۴,۲۲۹	۲,۲۹۳,۴۹۸	۲,۹۳۵,۶۷۷
سربار تولید	۲,۹۹۶,۵۸۲	۳,۵۳۹,۰۴۰	۷,۷۰۸,۵۲۴	۱۱,۰۳۵,۸۱۱	۱۶,۵۶۴,۹۹۳	۲۱,۴۷۸,۱۱۷	۲۶,۳۷۳,۵۱۶
جمع هزینه های تولید	۲۴,۳۸۴,۴۱۶	۴۳,۷۵۷,۶۳۲	۵۷,۰۵۶,۷۸۰	۶۰,۱۲۸,۷۱۵	۶۴,۲۰۵,۲۱۵	۹۰,۵۴۴,۷۲۷	۱۰۷,۴۳۴,۴۸۰
خالص موجودی کالای در جریان ساخت	۱۴,۷۸۲	-۵۹,۸۸۱	-۱۴۳,۲۶۰	۱۷۲,۶۴۳	-۱۴۷,۴۱۶	-۲۰۷,۸۹۲	-۲۴۶,۶۷۱
خالص موجودی کالای ساخته شده	۷۳۲,۸۷۹	-۲,۸۵۹,۸۰۳	-۱,۱۳۳,۹۵۴	۶۲۹,۷۴۶	-۱,۱۲۹,۵۳۶	-۱,۷۸۳,۱۹۷	-۱,۳۱۳,۶۶۹
جمع بهای تمام شده	۲۳,۶۶۶,۳۱۹	۴۰,۸۳۷,۹۴۸	۵۵,۷۷۹,۵۶۶	۶۰,۹۳۱,۱۰۴	۶۲,۹۲۸,۲۶۳	۸۸,۵۵۳,۶۳۸	۱۰۵,۸۷۴,۱۴۰

جمع بندی:

در نهایت با توضیحاتی که ارائه شد انتظار داریم این شرکت در سال جاری و آینده به ترتیب ۳۰۷۰ و ۳۴۴۰ تومان به ازای هر سهم محقق نماید. در صورت تغییر نرخ هزینه حمل برای ۶ ماهه دوم سال، از این سود حدودا مبلغ ۳۵۰ تومان کاسته خواهد شد.

صورت سود و زیان	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	کارشناسی ۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴
درآمدهای عملیاتی	۳۳,۲۴۰,۱۱۸	۶۵,۶۷۷,۷۰۳	۹۳,۲۱۵,۶۳۷	۹۴,۳۷۱,۸۱۰	۱۰۷,۳۴۱,۰۵۳	۱۳۷,۳۷۰,۸۹۵	۱۶۰,۷۲۳,۹۴۷
بهای تمام شده	۲۳,۶۶۶,۳۱۹	۴۰,۸۳۷,۹۴۸	۵۵,۷۷۹,۵۶۶	۶۰,۹۳۱,۱۰۴	۶۲,۹۲۸,۲۶۳	۸۸,۵۵۳,۶۳۸	۱۰۵,۸۷۴,۱۴۰
سود ناخالص	۹,۵۷۳,۷۹۹	۲۴,۸۳۹,۷۵۵	۳۷,۴۳۶,۰۷۱	۳۳,۴۴۰,۷۰۶	۴۴,۴۱۲,۷۹۰	۴۸,۸۱۷,۲۵۷	۵۴,۸۴۹,۸۰۷
هزینه های فروش، اداری و عمومی	۲۸۵,۴۲۱	۵۱۰,۵۰۵	۸۰۷,۰۰۰	۹۴۱,۷۴۰	۱,۵۱۳,۶۲۳	۱,۹۳۹,۴۴۸	۲,۴۳۵,۸۱۹
سایر درآمدهای عملیاتی	۰	۳۸۴,۰۲۵	۵,۶۲۰	۱۲۶,۹۶۶	۱۰۱,۴۸۹	۰	۰
سود عملیاتی	۹,۲۸۸,۳۷۸	۲۴,۷۱۳,۲۷۵	۳۶,۶۳۴,۶۹۱	۳۲,۶۲۵,۹۳۲	۴۳,۰۰۰,۶۵۶	۴۶,۸۷۷,۸۰۹	۵۲,۴۱۳,۹۸۸
هزینه های مالی	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
سایر (هزینه) درآمدهای غیرعملیاتی	۱,۶۹۳,۰۳۷	۲,۶۸۸,۶۰۱	۵,۸۰۰,۲۳۱	۱۰,۷۲۴,۵۱۹	۱۱,۱۲۳,۴۰۶	۱۴,۵۱۷,۳۰۲	۱۶,۵۴۷,۴۴۳
مالیات	۰	۶,۰۸۸,۷۵۹	۵,۹۷۶,۸۰۹	۱,۱۶۱,۵۳۰	۱۹,۰۰۰	۰	۰
سود خالص	۱۰,۹۸۱,۴۱۵	۲۱,۳۱۳,۱۱۷	۴۸,۴۱۱,۷۳۱	۴۲,۱۸۸,۹۲۱	۵۴,۱۰۵,۰۶۲	۶۱,۳۹۵,۱۱۱	۶۸,۹۶۱,۴۳۱
سود خالص (دلاری)	۹۵,۴۹۰,۵۶۵	۱۰۳,۹۶۶,۴۲۴	۲۰۶,۰۰۷,۳۶۶	۱۵۳,۹۷۴,۱۶۴	۱۴۰,۵۳۲,۶۲۹	۱۳۲,۰۳۲,۴۹۷	۱۲۶,۷۵۵,۶۸۶
سرمایه	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	۵,۴۹۱	۱۰,۶۵۷	۲۴,۲۰۶	۲۱,۰۹۴	۲۷,۰۵۳	۳۰,۶۹۸	۳۴,۴۸۱