

بسم الله الرحمن الرحيم
ارزش گذاری شرکت زاگرس

تهیه و تنظیم:

امیر اوسطی

۲۸ شهریور ۱۴۰۰

فهرست مطالب

۵	۱	مقدمه
۵	۱.۱	مقدمه ای بر صنعت پتروشیمی
۵	۲.۱	زنجیره ی تامین صنایع پتروشیمی
۶	۳.۱	متانول
۶	۴.۱	وضعیت عرضه و تقاضای متانول در جهان
۶	۵.۱	متانول در ایران
۷	۶.۱	اطلاعاتی درباره شرکت های پتروشیمی
۹	۲	معرفی شرکت
۹	۱.۲	خلاصه ای از شرکت
۹	۲.۲	ایجاد و توسعه
۱۰	۳.۲	فرآیند تولید شرکت
۱۱	۴.۲	ترکیب سهامداران
۱۱	۵.۲	تحلیل ریسک شرکت
۱۳	۳	مروری بر عملکرد مالی و عملیاتی شرکت
۱۳	۱.۳	صورت مالی سود و زیان
۱۷	۴	پیش بینی آینده شرکت
۱۷	۱.۴	فرضیات
۱۸	۲.۴	پیش بینی فروش و هزینه
۱۹	۳.۴	ارزش گذاری
۱۹	۴.۴	خلاصه ی فروض به کار رفته در تحلیل ها
۱۹	۵.۴	انواع روش های ارزش گذاری
۱۹	۱.۵.۴	ارزش گذاری بر مبنای تنزیل جریانهای نقدی
۲۰	۲.۵.۴	ارزش گذاری به روش FCFF
۲۱	۳.۵.۴	ارزش گذاری به روش DDM
۲۱	۴.۵.۴	ارزش گذاری بر مبنای نسبت P/E
۲۱	۶.۴	جمع بندی ارزش گذاری به روش های مختلف
۲۳	۵	تحلیل حساسیت

فصل ۱

مقدمه

۱.۱ مقدمه ای بر صنعت پتروشیمی

پتروشیمی به صنایعی گفته می شود که در آن هیدروکربن های موجود در نفت خام و یا گاز طبیعی پس از فرآوری در یک سری فرآیندهای شیمیایی، به فرآورده های جدید شیمیایی تبدیل می شوند. صنعت پتروشیمی تأمین کننده اصلی مواد مصرفی مورد نیاز در بیشتر صنایع دیگر مانند شیمیایی، برق و الکترونیک، نساجی، پزشکی، خودروسازی، لوازم خانگی، غذایی و غیره می باشد. عواملی چون ارزانی مواد اولیه، ارزش افزوده فرآورده ها و نیاز فراوان و حیاتی به محصولات پتروشیمی، از مهم ترین عوامل سرمایه گذاری در این صنعت محسوب می شوند.

صنعت پتروشیمی یکی از مهم ترین صنایع وابسته به نفت است که با فرآوری نفت خام و گاز طبیعی، ارزش افزوده حاصل از این مواد را فزونی می بخشد. صنایع نفت به سه حوزه بالادستی، پایین دستی و میان دستی تقسیم می شوند.

صنایع بالادستی در صنعت نفت عبارتی است که به بخش جستجو، اکتشاف، حفاری و تولید نفت خام و گاز طبیعی اطلاق می شود. در واقع صنایع بالادستی شامل جستجو برای یافتن میدان های بالقوه زیرزمینی یا زیردریایی، حفاری و اکتشاف چاه و نهایتاً عملیات چاه ها است که نفت خام و گاز طبیعی خام را به سطح می آورد. صنایعی که از محصولات پتروشیمی و یا تولیدات پالایشگاه های نفت به عنوان مواد اولیه استفاده می نمایند، صنایع پایین دستی پتروشیمی شناخته می شوند. این عبارت معمولاً برای اشاره به تصفیه نفت خام و توزیع و فروش گاز طبیعی و محصولات مشتق شده از نفت خام، مورد استفاده قرار می گیرد. صنعت پایین دستی محدوده گسترده ای شامل پالایشگاه های نفتی، کارخانجات پتروشیمی، شرکت های توزیع محصولات نفتی و گاز طبیعی و بازار خرده فروشی را در برمی گیرد. این بخش با ارائه محصولات نهایی (بنزین، گازوئیل، سوخت هواپیما، نفت کوره، قیر، روغن ها، لاستیک مصنوعی، پلاستیک ها، کودها، ضدیخ ها، آفت کش ها، مواد دارویی، گاز طبیعی و پروپان) به صورت مستقیم با مصرف کنندگان نهایی سرو کار دارد.

۲.۱ زنجیره ی تامین صنایع پتروشیمی

زنجیره ارزش صنعت پتروشیمی از هیدروکربن های موجود در نفت خام، میعانات گازی و یا گاز طبیعی آغاز شده و پس از فرآورش در فرآیندهای شیمیایی و پتروشیمیایی به فرآورده های جدید شیمیایی تبدیل می شوند.

۳.۱ متانول

متانول یا متیل الکل یا الکل متیلیک یا الکل چوب ساده ترین نوع الکل هاست که با فرمول شیمیایی OHCH_3 شناخته می شود. متانول از فعالیت بی هوازی گونه های زیادی از باکتری ها تولید می شود و در نتیجه مقدار اندکی از بخار متانول وارد جو می شود و پس از چندین روز به وسیله اکسیژن و با کمک نور خورشید اکسید شده به آب و دی اکسید کربن تبدیل می گردد.

۴.۱ وضعیت عرضه و تقاضای متانول در جهان

در سال ۲۰۱۰ تقاضای جهانی متانول به ۴۹ میلیون تن رسید اما بر اساس پیش بینی ها توسط IHS برآورد می شود که تقاضای جهانی متانول در سال ۲۰۲۱ از مرز ۹۵ میلیون تن نیز بگذرد. چین ۵۴ درصد ظرفیت تولید متانول و ۴۶ درصد تولید کل متانول جهان را در اختیار دارد. در سال ۲۰۰۰ تقاضای چین تنها ۱۲ درصد کل تقاضای دنیا را تشکیل می داد، در صورتی که تقاضای امریکای شمالی ۳۳ درصد و اروپای غربی ۲۲ درصد بود. این در حالی است که پیش بینی می شود در سال ۲۰۲۱ تقاضای آسیای شمالی (بخش تحت تسلط چین) ۷۱ درصد تقاضای جهانی را در برگیرد و سهم امریکای شمالی ۹ درصد و اروپای غربی نیز ۸ درصد باشد.



شکل ۱.۱: تولید کنندگان برتر متانول در جهان

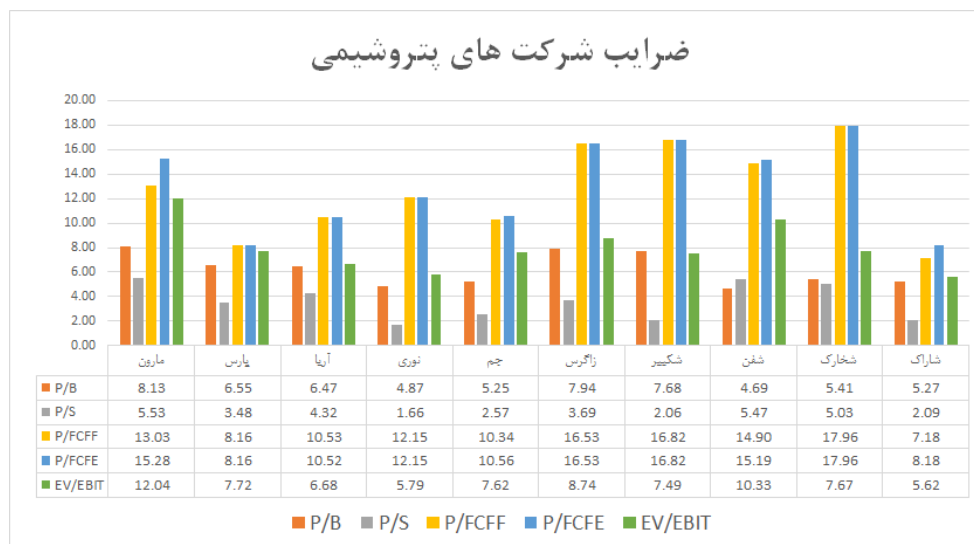
۵.۱ متانول در ایران

در حال حاضر چهار مجتمع پتروشیمی بورسی فن آوران، زاگرس و خارک در ایران این محصول را به صورت انبوه تولید می کنند به گونه ای که ایران به عنوان یکی از قطب های تولید متانول در جهان شناخته می شود و پتروشیمی زاگرس به عنوان یکی از بزرگترین مجتمع های تولیدی متانول در دنیا در حال فعالیت است. ظرفیت تولید متانول ایران حدود ۵ میلیون تن است که عملیات اجرایی ۱۲ طرح جدید با پیشرفت های بین ۱۲ تا ۹۵ درصد در صنعت پتروشیمی در حال انجام بوده و پیش بینی می شود در صورت بهره برداری از این طرح ها

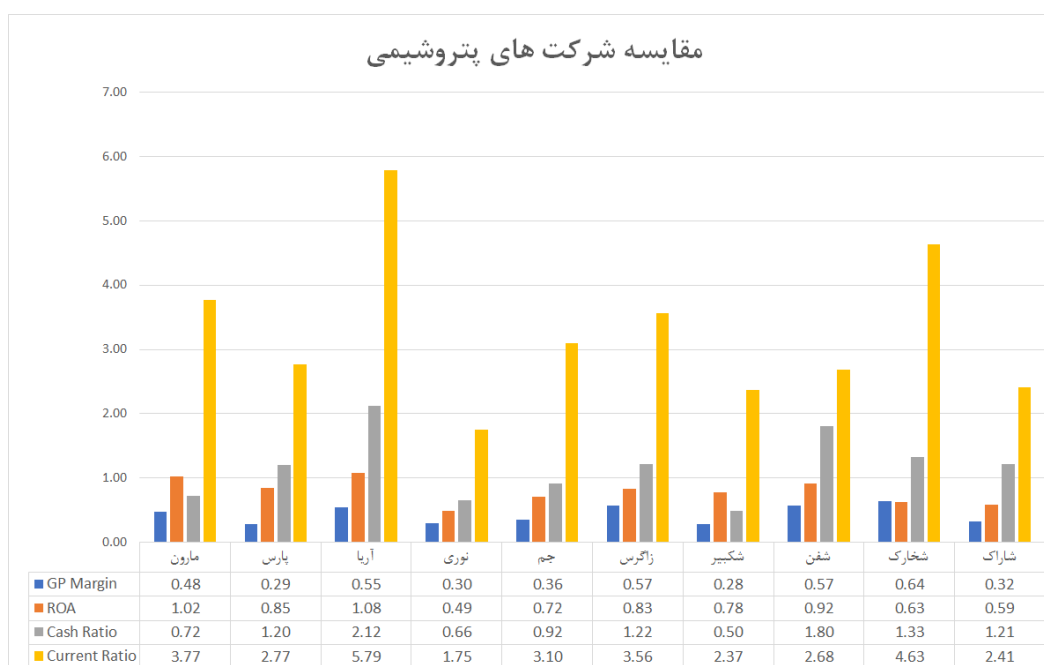
با ظرفیت تولید سالانه حدود ۱۹ میلیون تن، در مجموع ظرفیت تولید متانول ایران به بیش از ۲۴ میلیون تن در سال افزایش پیدا می کند.

۶.۱ اطلاعاتی درباره شرکت های پتروشیمی

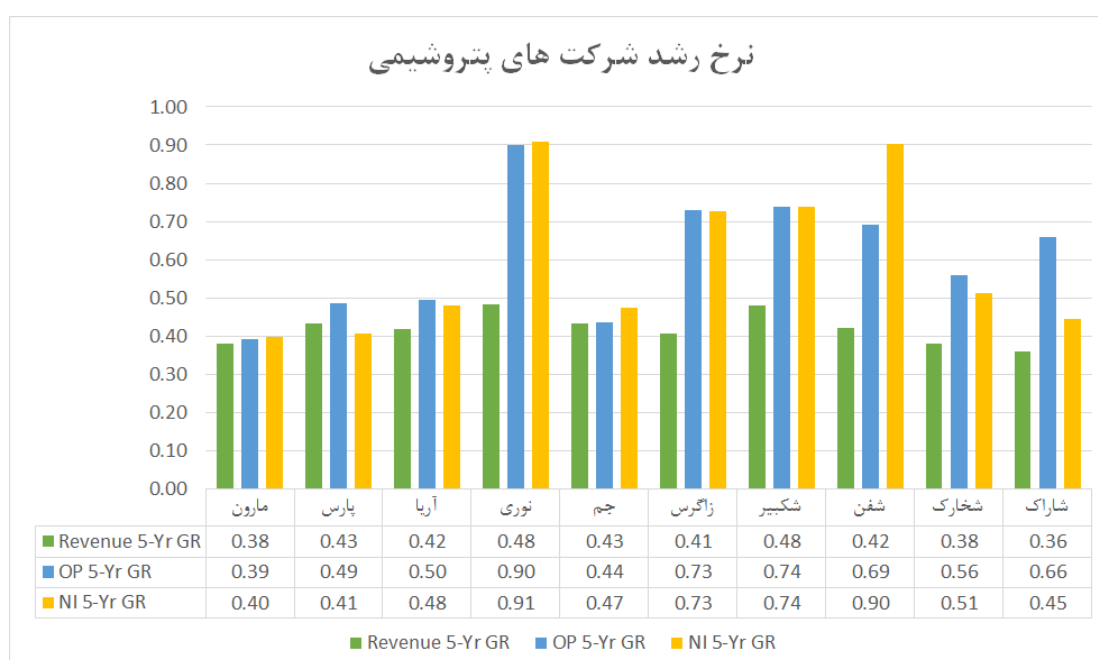
در شکل های زیر مقایسه شرکت های پتروشیمی از منظر های گوناگون آورده شده است.



شکل ۲.۱: ضرایب شرکت های پتروشیمی



شکل ۳.۱: مقایسه شرکت های پتروشیمی



شکل ۴.۱: نرخ رشد شرکت های پتروشیمی

فصل ۲

معرفی شرکت

۱.۲ خلاصه ای از شرکت

- نام شرکت: شرکت پتروشیمی زاگرس
- نماد بورسی: زاگرس
- سال تاسیس: ۱۳۷۹
- پذیرفته شدن در بورس: ۲۶/۲/۱۳۹۰
- بازار: بازار دوم فرابورس
- موضوع فعالیت: تولیدی بازرگانی
- گروه: محصولات شیمیایی
- محصولات و خدمات: متانول

۲.۲ ایجاد و توسعه

در راستای اجرای برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور و به منظور دست یابی به بازارهای جهانی و کسب تأسیس گردید.

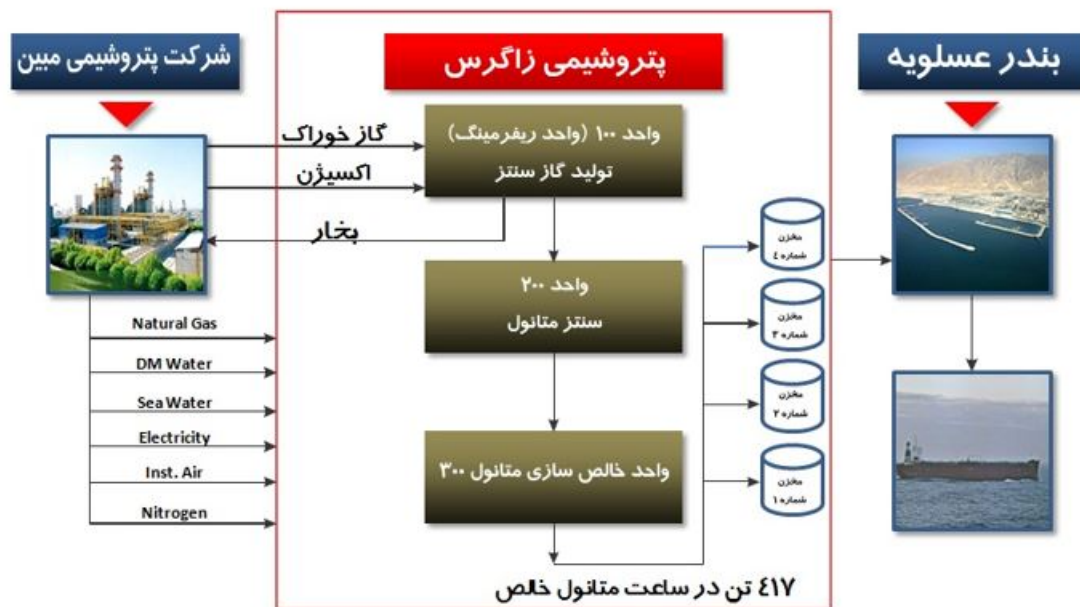
سهم مناسبی از بازار متانول، شرکت پتروشیمی زاگرس در سال ۱۳۷۹ به منظور توانمندسازی شرکت برای رقابت در بازارهای جهانی و همچنین با توجه به وجود منابع غنی گاز در منطقه پارس جنوبی و موقعیت استراتژیک منطقه، زمینی به مساحت ۳۰ هکتار در منطقه ویژه انرژی پارس جنوبی، تملیک و مجتمع تولیدی این شرکت در بندر عسلویه احداث گردید.

از سوی دیگر، طراحی مجتمع به گونه ای انجام شده است تا از حداکثر انرژی تولیدی در راکتورها سنتز و همچنین انرژی بازیافتی در واحد ریفرمینگ برای تأمین انرژی مورد نیاز استفاده گردد و از این طریق در حدود ۲۰۵ تن بخار در ساعت با فشار ۴۰ بار تولید و به فروش رسد.

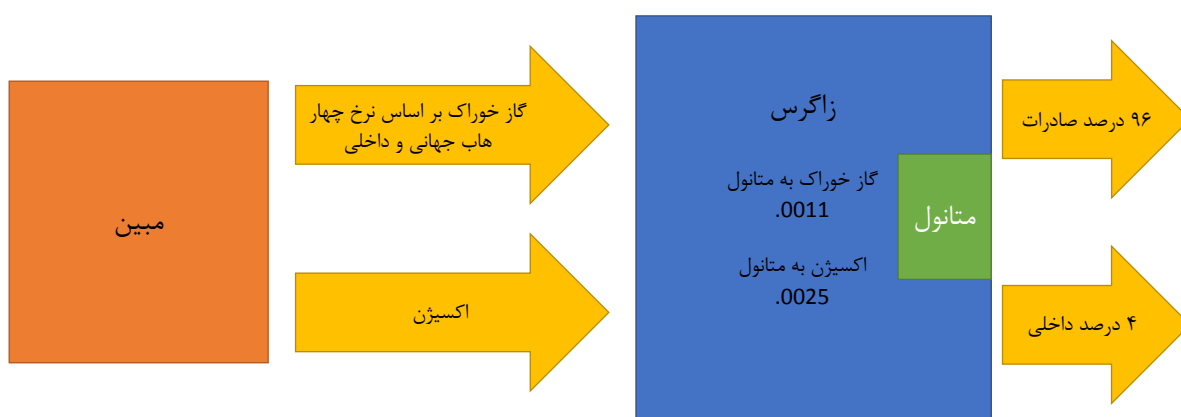
قرارداد انجام مهندسی پایه، تفصیلی، خرید تجهیزات با کنسرسیومی متشکل از شرکت های آلمانی و پیدک ایران منعقد شد و کلیه فعالیتهای مربوط به اجرای عملیات ساختمان و نصب توسط پیمانکاران ایرانی انجام گردید. براساس قرارداد با شرکتهای لورگی و پیدک، فاز اول از سال ۱۳۸۰ آغاز و با ظرفیت سالیانه یک میلیون و ششصد و پنجاه هزار تن متانول در ۱۳۸۵ سال پایان یافت. با خاتمه عملیات اجرایی فاز دوم در سال، شرکت پتروشیمی زاگرس با ظرفیت تولید سالانه سه میلیون و سیصد هزار تن در زمره پنج شرکت بزرگ تولید کننده این محصول در دنیا قرار گرفت.

۳.۲ فرآیند تولید شرکت

فرآیند تولید شرکت، در شکل زیر به تصویر کشیده شده است.



شکل ۱.۲: فرآیند تولید شرکت

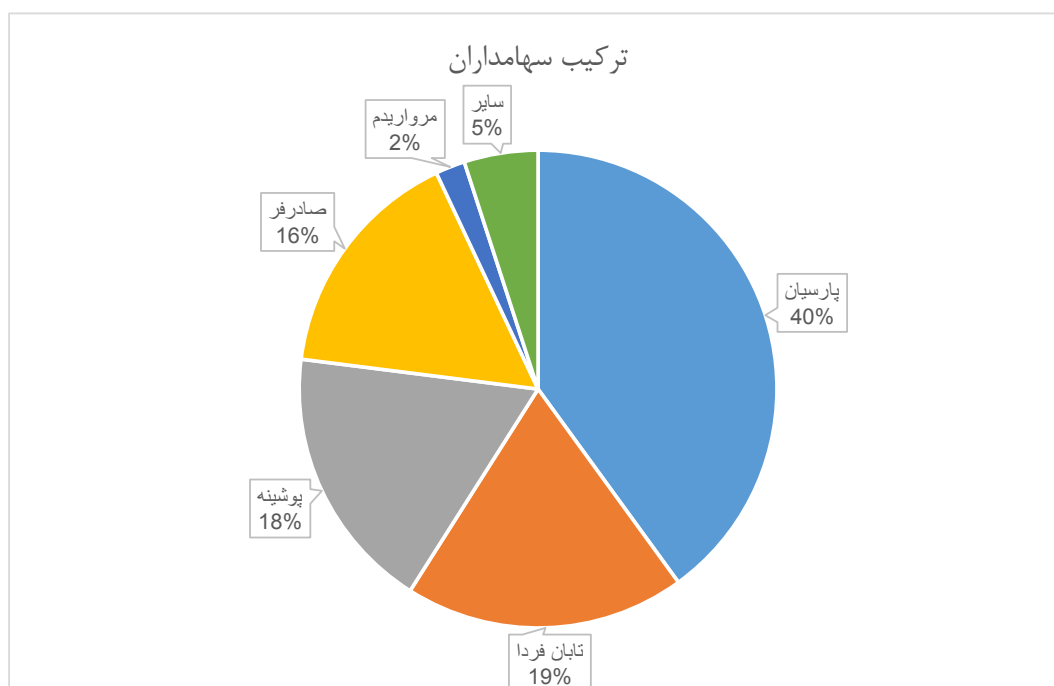


شکل ۲.۲: زنجیره تولید شرکت

۴.۲ ترکیب سهامداران

سهامداران این هلدینگ شامل شرکت های زیر می شوند:

- شرکت گروه گسترش نفت و گاز پارسیان ۳۳/۹٪
- گروه پتروشیمی تابان فردا ۱۹/۱۶٪
- شرکت شیمی پوشینه ۱۷/۷۸٪
- شرکت صادر فر ۱۶٪
- شرکت صنعت مرواریدارم ۱/۹۶٪



شکل ۳.۲: ترکیب سهامداران

۵.۲ تحلیل ریسک شرکت

ریسک کیفیت محصولات: به دلیل رعایت کلیه استانداردهای بین المللی در تمامی مراحل تولید، نگرانی خاصی وجود نخواهد داشت. افزون بر این هنگام تحویل کالا از شرکت های معتبر بازرسی استفاده می شود.

ریسک نوسانات نرخ ارز: هر نوع تغییرات در نرخ ارز مستقیماً در مبلغ درآمد فروش محصولات صادراتی شرکت اثرگذار خواهد بود. همچنین بخشی از درآمدهای حاصله از فروش صادراتی جهت خرید ارقام مصرفی، قطعات یدکی، هزینه اجاره و سوخت کشتی های مورد استفاده و غیره مصرف می گردد.

ریسک قیمت نهاده های تولید: به منظور اطمینان از ثبات نرخ مواد اولیه نسبت به انعقاد قرارداد با تأمین

کنندگان ذیربط اقدام گردیده است. لیکن افزایش هزینه مواد اولیه می تواند باعث افزایش قیمت تمام شده محصول و کاهش سودآوری شرکت گردد.

ریسک کاهش قیمت محصول: کاهش نرخ های جهانی محصولات تولیدی شرکت، مستقیماً بر سودآوری شرکت تأثیرگذار خواهد بود. به منظور اطمینان از حفظ حاشیه مناسب شرکت، فروش های صادراتی براساس گزارشات نشریات معتبر بین المللی انجام می پذیرد. همچنین قیمت گذاری فروش داخلی در بورس انرژی صورت می پذیرد.

فصل ۳

مروری بر عملکرد مالی و عملیاتی شرکت

۱.۳ صورت مالی سود و زیان

صورت سود زیان شرکت به شرح ذیل می باشد:
توجه: تمامی اعداد بر حسب میلیون ریال است.

جدول ۱.۳: سود و زیان تحقق یافته

	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹
درآمدهای عملیاتی	۷۳۸۴۵۴۳۳	۷۸۰۳۱۹۴۸	۱۴۳۲۳۴۷۶۸
بهای تمام شده درآمدهای عملیاتی	-۲۹۸۳۳۱۹۰	-۳۵۳۸۳۵۵۸	-۶۱۳۴۴۲۲۴
سود (زیان) ناخالص	۴۴۰۱۲۲۴۳	۴۲۶۴۸۳۹۰	۸۱۸۹۰۵۴۴
هزینه‌های فروش، اداری و عمومی	-۱۰۴۹۹۴۲۳	-۱۶۵۷۵۷۸۲	-۳۴۰۰۱۱۱۹
سایر درآمدها	۳۱۸۹۵۸۷	۶۳۸۵۹۱۱	۱۰۱۱۲۳۸۵
سایر هزینه‌ها	۰	-۲۶۱۱۸۶۳	-۳۴۱۵۹۶
سود (زیان) عملیاتی	۳۶۷۰۲۴۰۷	۲۹۸۴۶۶۵۶	۵۷۶۶۰۲۱۴
هزینه‌های مالی	۰	۰	۰
سایر درآمدها و هزینه‌های غیرعملیاتی - درآمد سرمایه‌گذاری‌ها	۸۴۱۲۰۱	۶۲۱۰۶۴	۱۱۱۰۵۲۶
سایر درآمدها و هزینه‌های غیرعملیاتی - اقلام متفرقه	-۴۷۳۶۴	-۱۰۷۱۸۸۳	-۸۶۳۲۵۸
سود (زیان) خالص	۳۷۴۹۶۲۴۴	۲۹۳۹۵۸۳۷	۵۷۹۰۷۴۸۲
عملیاتی (ریال)	۱۵۲۹۲	۱۲۴۳۶	۲۴۰۲۵
غیرعملیاتی (ریال)	۲۵۰	-۱۹۱	۱۰۳
سود (زیان) خالص هر سهم - ریال	۱۵۵۴۲	۱۲۲۴۵	۲۴۱۲۸
سود نقدی	۱۴۶۰۰	۱۱۰۰۰	۲۳۰۰۰

جدول ۲.۳: ترازنامه تحقق یافته

	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹
دارایی‌ها			
دارایی‌های ثابت مشهود	۵۹۴۴۲۳۳	۸۷۹۷۵۰۵	۱۲۷۴۶۴۹۴
سرمایه‌گذاری در املاک	۰	۰	۰
دارایی‌های نامشهود	۳۸۶۱۶	۳۸۶۱۶	۱۳۸۸۲۳
سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت	۱۱۱۸۲	۱۱۱۸۲	۴۰۳۹۳۰۸
دریافتی‌های بلندمدت	۰	۰	۰
سایر دارایی‌ها	۲۶۶۹۸۸	۳۴۶۲۰۹	۶۷۷۶۵۷۲
جمع دارایی‌های غیرجاری	۶۲۶۱۰۱۹	۹۱۹۳۵۱۲	۲۳۷۰۱۱۹۷
سفارشات و پیش‌پرداخت‌ها	۳۳۰۲۱۳۹	۳۷۱۱۸۱۲	۴۷۲۶۶۲۴
موجودی مواد و کالا	۳۲۰۹۵۰۷	۳۳۳۱۵۳۵	۵۲۵۸۸۰۸
دریافتی‌های تجاری و سایر دریافتی‌ها	۱۸۱۲۸۹۹۳	۱۹۸۴۹۲۴۴	۳۰۵۲۹۰۳۹
سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت	۵۳۷۹۶۰	۱۰۸۲۹۶۰	۴۱۳۳۳۲۹
موجودی نقد	۱۳۰۹۷۶۸۴	۱۱۹۹۰۵۴۶	۱۶۹۵۰۴۷۴
جمع دارایی‌های جاری	۳۸۲۷۶۲۸۳	۳۹۹۶۶۰۹۷	۶۱۵۹۸۲۷۴
جمع دارایی‌ها	۴۴۵۳۷۳۰۲	۴۹۱۵۹۶۰۹	۸۵۲۹۹۴۷۱
حقوق مالکانه و بدهی‌ها			
حقوق مالکانه			
سرمایه	۲۴۰۰۰۰۰	۲۴۰۰۰۰۰	۲۴۰۰۰۰۰
صرف سهام خزانه	۰	۰	۵۱۲۱
اندوخته قانونی	۲۴۰۰۰۰	۲۴۰۰۰۰	۲۴۰۰۰۰
سایر اندوخته‌ها	۰	۰	۰
مازاد تجدیدارزیابی دارایی‌ها	۰	۰	۰
تفاوت تسعیر ارز عملیات خارجی	۰	۰	۰
سود (زیان) انباشته	۳۸۳۱۵۲۶۵	۳۲۶۶۳۶۰۰	۶۴۱۷۱۰۸۲
سهام خزانه	۰	۰	-۳۳۵۹۶۸
جمع حقوق مالکانه	۴۰۹۵۵۲۶۵	۳۵۳۰۳۶۰۰	۶۶۴۸۰۲۳۵
بدهی‌ها			
پرداختی‌های بلندمدت	۰	۰	۰
تسهیلات مالی بلندمدت	۰	۰	۰
ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان	۶۰۹۱۷۴	۹۲۷۶۷۲	۱۵۲۰۳۱۸
جمع بدهی‌های غیرجاری	۶۰۹۱۷۴	۹۲۷۶۷۲	۱۵۲۰۳۱۸
پرداختی‌های تجاری و سایر پرداختی‌ها	۱۸۷۷۱۷۵	۸۷۰۱۶۶۱	۷۸۵۹۳۰۰
مالیات پرداختی	۰	۰	۰
سود سهام پرداختی	۲۱۶۷۵۲	۱۳۱۹۹۵	۲۰۷۶۷۴
تسهیلات مالی	۰	۰	۰
ذخایر	۷۳۸۹۶۶	۳۹۵۶۰۸۹	۸۶۸۳۲۸۷
پیش‌دریافت‌ها	۱۳۹۹۷۰	۱۳۸۵۹۲	۵۴۸۶۵۷
جمع بدهی‌های جاری	۲۹۷۲۸۶۳	۱۲۹۲۸۳۳۷	۱۷۲۹۸۹۱۸
جمع بدهی‌ها	۳۵۸۲۰۳۷	۱۳۸۵۶۰۰۹	۱۸۸۱۹۲۳۶
جمع حقوق مالکانه و بدهی‌ها	۴۴۵۳۷۳۰۲	۴۹۱۵۹۶۰۹	۸۵۲۹۹۴۷۱

جدول ۳.۳: فروش تحقق یافته

سال	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹
فروش کل	۷۳۷۷۰۳۴۸	۷۸۰۲۰۵۶۴	۱۴۳۲۴۲۴۵۹

جدول ۴.۳: تفکیک فروش تحقق یافته

	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹
متانول	۲/۸۷	۲/۸۲	۳/۰۲
بخار	۱/۹۳	۱/۲۲	۱/۲۶
متانول داخلی	۰/۱۸	۰/۱۶	۰/۱۷
متانول صادراتی	۲/۶۹	۲/۶۶	۲/۸۵

جدول ۵.۳: تفکیک نرخ فروش تحقق یافته

	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹
متانول داخلی	۱۸۴۷۰۹۲۱	۲۱۰۱۰۶۶۸	۳۶۳۱۲۸۵۷
بخار	۴۴۴۱۱۹	۶۷۲۱۲۹	۸۰۱۲۲۳
متانول صادراتی	۲۵۸۸۹۲۴۵	۲۷۷۷۶۰۳۱	۴۷۸۰۴۵۲۶

فصل ۴

پیش بینی آینده شرکت

۱.۴ فرضیات

- نرخ گاز خوراک بر اساس CFR چین محاسبه شده است
- با توجه به اینکه ظرفیت تولید متانول ۳/۳ میلیون تن است و پیشبینی میشود در سال ۱۴۰۱ به این هدف دست پیدا کند بنابراین سالهای بعد هم همین ظرفیت در نظر گرفته شده است
- خرید مواد اولیه اکسیژن و گاز خوراک بر اساس ضرایب تبدیل متانول فرض شده است
- نرخ خرید گاز خوراک برابر با صورتهای مالی مبین مرداد ۱۴۰۰ فرض شده است
- نرخ های خرید مواد اولیه سال های بعد بر اساس نرخ رشد قیمت ۵ سال قبل فرض شده است
- برای تخمین ترازنامه و صورت سود زیان از میانگین نسبت به فروش در سال های قبل استفاده شده است.
- نرخ تورم بر اساس IMF تخمین زدیم.
- فروش های داخلی براساس تورم تخمین زدیم.
- دستمزد هر سال ۲۵ درصد افزایش می یابد.
- برای تخمین نرخ تنزیل به این صورت عمل کردیم
 - نرخ تنزیل بدون ریسک بر اساس داده بانک مرکزی ده سال است
 - برای تخمین بتا ابتدا بتای ۵ سال ۲۹ شرکت هم گروه را انجام دادیم. سپس بتای غیراهرمی صنعت را براساس بتای موزون و بدهی به حقوق مالکان بدست آوردیم
 - صرفه ریسک با استفاده از میانگین موزون حساسی و هندسی ده ساله بازدهی بازار سرمایه استفاده شده است
- نرخ رشد از حاصلضرب ROE در نرخ سود سود تقسیم نشده بدست آمده است.
- در پایان لازم به ذکر است که فرض را بر آن قرار دادیم که شرکت هرچه تولید می کند به فروش می رسد، بنابراین مقدار تولید و فروش یکسان است.

جدول ۱.۴: تخمین تورم

تورم					
۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴	۱۴۰۵
%۳۹	%۲۸	%۲۵	%۲۵	%۲۵	%۲۵

جدول ۲.۴: فرضیات

جدول فرضیات	
%۶۱	نرخ تنزیل DDM
%۳۲	نرخ تنزیل FCFF
۳۷۸	نرخ متانول بر اساس CFR
۲۶	دلار سنا
۹/۲۸	قیمت به سود صنعت
%۹۳	درصد سود تقسیمی
%۸۷	ROE
%۶	نرخ رشد
%۲	RF
%۹۶	بتا اهرمی زاگرس
%۴	صرفه ریسک
%۵	نرخ تنزیل ماهانه KE
%۶۱	نرخ تنزیل سالیانه KE
%۲۷	نرخ رشد قیمت متانول صادراتی
۳.۳	ظرفیت اسمی متانول
۷/۴	ظرفیت اسمی بخار
۲۱۹۹۲	گاز خوراک مبین
۸	گاز خوراک مبین بر حسب سنت

۲.۴ پیش بینی فروش و هزینه

جدول ۳.۴: تخمین تعداد فروش

فروش (م تن)									
	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴	۱۴۰۵
متانول	۲/۸۷	۲/۸۲	۳/۰۲	۳/۲۸	۳/۳۰	۳/۳۰	۳/۳۰	۳/۳۰	۳/۳۰
بخار	۱/۹۳	۱/۲۲	۱/۲۶	۲/۰۶	۲/۰۸	۲/۰۸	۲/۰۸	۲/۰۸	۲/۰۸
متانول داخلی	۰/۱۸	۰/۱۶	۰/۱۷	۰/۱۶	۰/۱۷	۰/۱۷	۰/۱۷	۰/۱۷	۰/۱۷
متانول صادراتی	۲/۶۹	۲/۶۶	۲/۸۵	۳/۱۲	۳/۱۴	۳/۱۴	۳/۱۴	۳/۱۴	۳/۱۴

جدول ۴.۴: تخمین نرخ فروش

تخمین نرخ فروش									
	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴	۱۴۰۵
متانول داخلی	۱۸۴۷۰۹۲۱	۲۱۰۱۰۶۶۸	۳۶۳۱۲۸۵۷	۵۰۴۷۴۸۷۱	۶۴۶۰۷۸۳۵	۸۰۷۵۹۷۹۴	۱۰۰۹۴۹۷۴۲	۱۲۶۱۸۷۱۷۸	۱۵۷۷۳۳۹۷۲
بخار	۴۴۴۱۱۹	۶۷۲۱۲۹	۸۰۱۲۲۳	۱۱۱۳۷۰۰	۱۴۲۵۵۳۶	۱۷۸۱۹۲۰	۲۲۲۷۴۰۰	۲۷۸۴۲۵۰	۳۴۸۰۳۱۲
متانول صادراتی	۲۵۸۸۹۲۴۵	۲۷۷۷۶۰۳۱	۴۷۸۰۴۵۲۶	۹۸۲۸۰۰۰۰	۱۲۴۴۳۳۵۶۷	۱۵۷۵۴۶۹۳۴	۱۹۹۴۷۲۱۹۲	۲۵۲۵۵۴۲۹۸	۳۱۹۷۶۲۲۳۳
متانول صادراتی	۶۹.۲	۶۶.۲	۸۵.۲	۱۲.۳	۱۴.۳	۱۴.۳	۱۴.۳	۱۴.۳	۱۴.۳

جدول ۵.۴: تخمین فروش

سال	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴	۱۴۰۵
فروش کل (م ریال)	۷۳۷۷۰۳۴۸	۷۸۰۲۰۵۶۴	۱۴۳۲۴۲۴۵۹	۳۱۶۸۴۵۸۲۷	۴۰۳۷۱۸۱۸۶	۵۱۰۹۳۳۳۲۸	۶۴۶۶۲۴۹۳۴	۸۱۸۳۵۷۲۴۰	۱۰۳۵۷۰۳۹۹۵

جدول ۶.۴: تخمین هزینه

شرح	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴	۱۴۰۵
مواد مستقیم مصرفی	۲۵۳۱۹۴۶۹	۲۰۵۴۰۰۱۹	۴۳۵۳۳۲۱۰	۷۷۹۸۳۹۳۶	۱۰۲۶۰۸۲۲۵	۱۳۴۳۷۱۱۰۶	۱۷۶۱۷۲۲۲۱	۲۳۱۲۲۸۵۴۵	۳۰۳۷۹۶۴۷۶
دستمزد مستقیم تولید	۱۸۶۲۰۷	۳۳۳۱۲۲	۴۷۸۳۵۲	۱۰۶۹۹۱۰	۱۳۶۳۲۵۷	۱۷۵۲۲۹۶	۲۱۸۳۴۹۳	۲۷۶۳۳۹۱	۳۴۹۷۳۱۷
سربار تولید	۴۸۶۶۳۵۸	۱۳۲۰۱۶۵۶	۱۷۶۴۶۰۸۹	۳۰۵۷۱۳۵۰	۳۸۹۵۳۳۶۲	۴۹۲۹۸۱۷۸	۶۲۳۹۰۵۸۸	۷۸۹۶۰۴۴۰	۹۹۹۳۱۴۷۲
هزینه جذب نشده در تولید	۳۰۳۷۲۰۳۴	۳۴۰۷۴۷۹۷	۶۱۶۵۷۶۵۱	۱۰۹۶۲۵۱۹۷	۱۴۲۹۲۴۸۴۴	۱۸۵۳۹۴۵۷۹	۲۴۰۷۴۶۴۰۲	۳۱۲۹۵۲۳۷۶	۴۰۷۲۲۵۲۶۵
جمع هزینه های تولید	۳۰۳۷۲۰۳۴	۳۴۰۷۴۷۹۷	۶۱۶۵۷۶۵۱	۱۰۹۶۲۵۱۹۷	۱۴۲۹۲۴۸۴۴	۱۸۵۳۹۴۵۷۹	۲۴۰۷۴۶۴۰۲	۳۱۲۹۵۲۳۷۶	۴۰۷۲۲۵۲۶۵
موجودی کالای در جریان ساخت اول دوره	۱۳۳۹۰	۲۱۶۳۰	۱۸۸۹۷	۶۲۳۶۰	۷۹۴۵۸	۱۰۰۵۶۰	۱۲۷۲۶۶	۱۶۱۰۶۶	۲۰۳۴۴۳
موجودی کالای در جریان ساخت پایان دوره	-۲۱۶۳۰	-۱۸۸۹۷	-۳۲۳۴۱	-۸۰۳۵۹	-۱۰۲۳۹۲	-۱۲۹۵۸۴	-۱۶۳۹۹۹	-۲۰۷۵۵۴	-۲۶۲۶۷۸
ضایعات غیرعادی
بهای تمام شده کالای تولید شده	۳۰۳۶۳۷۹۴	۳۴۰۷۷۵۳۰	۶۱۶۴۴۲۰۷	۱۰۹۶۰۷۱۹۸	۱۴۲۹۰۱۹۱۰	۱۸۵۳۶۵۵۵۵	۲۴۰۷۰۹۶۶۹	۳۱۲۹۰۵۸۸۸	۴۰۷۱۶۶۴۳۰
موجودی کالای ساخته شده اول دوره	۴۴۳۱۴۷	۹۷۳۷۵۱	۶۱۷۹۴۱	۲۴۰۷۴۰۲	۳۰۶۷۴۶۰	۳۸۸۲۰۸۳	۴۹۱۳۰۷۱	۶۲۱۷۸۹۶	۷۸۶۹۳۰۲
موجودی کالای ساخته شده پایان دوره	-۹۷۳۷۵۱	-۶۱۷۹۴۱	-۹۱۷۹۲۴	-۲۹۰۵۸۹۳	-۳۷۰۲۶۲۷	-۴۶۸۵۹۳۰	-۵۹۳۰۴۰۱	-۷۵۰۵۴۱۲	-۹۴۹۸۷۶۸
بهای تمام شده کالای فروش رفته	۲۹۸۳۳۱۹۰	۳۴۴۳۳۴۰	۶۱۳۴۴۲۲۴	۱۰۹۱۰۸۷۰۷	۱۴۲۲۶۶۷۳۳	۱۸۴۵۶۱۷۰۷	۲۳۹۹۹۲۳۳۹	۳۱۱۶۱۸۳۷۲	۴۰۵۵۳۶۹۶۵
بهای تمام شده خدمات ارائه شده	.	۹۵۰۲۱۸	.	۱۲۸۶۱۰۸	۱۶۳۸۷۳۲	۲۰۷۳۹۲۹	۲۶۲۴۷۱۴	۳۳۲۱۷۹۲	۴۲۰۴۰۲۴
جمع بهای تمام شده	۲۹۸۳۳۱۹۰	۳۵۳۸۳۵۵۸	۶۱۳۴۴۲۲۴	۱۱۰۳۹۴۸۱۵	۱۴۳۹۰۵۴۷۵	۱۸۶۳۵۶۳۶	۲۴۲۳۱۷۰۵۳	۳۱۴۹۴۰۱۶۵	۴۰۹۷۴۰۹۸۹

۳.۴ ارزش گذاری

ارزش گذاری عبارت است از فرآیندی که طی آن بها و ارزش جاری یک دارایی تعیین می شود. در ابتدا لازم است تفاوت قیمت و ارزش گذاری ذکر شود: **قیمت** در بازار و با مکانیسم عرضه و تقاضا تعیین می شود ولی **ارزش** مربوط به ارزش ذاتی دارایی می باشد که با روش های مختلف تعیین می شود.

۴.۴ خلاصه ی فروض به کار رفته در تحلیل ها

۵.۴ انواع روش های ارزش گذاری

• ارزش گذاری بر مبنای تنزیل جریانانات نقدی

– تنزیل سود سهام (DDM)

– تنزیل جریان نقد آزاد (FCFF)

• ارزش گذاری بر مبنای مقایسه

– نسبت قیمت به سود (P/E)

۱۰.۵.۴ ارزش گذاری بر مبنای تنزیل جریانانات نقدی

در این روش ارزش یک شرکت با ارزش فعلی جریان های نقد آزاد پیش بینی شده ای که شرکت در سال های آتی ایجاد می کند، برابر است. یعنی در واقع هدف، پیش بینی فعالیت های عملیاتی و غیر عملیاتی شرکت طی سال های آتی به نرخ مورد انتظار ذی نفعان شرکت است که به این روش (FCFF) می گویند. حالت دیگر آن است که از سود تقسیمی و با در نظر گرفتن نرخ مورد انتظار ذی نفعان جهت ارزش گذاری بهره گرفته شود که به آن روش (DDM) می گویند. استفاده از این روش با توجه به نکات ذیل توصیه می گردد:

• شرکت دارای تاریخچه پرداخت سود باشد

• شرکت دارای سیاست تقسیم سود باثبات و قابل اتکا باشد

به طور کلی در روش ارزش گذاری بر مبنای تنزیل جریانهای نقدی، از یک جایی به بعد فرض می شود که سود شرکت با درصد مشخصی رشد می کند.

۲.۵.۴ ارزش گذاری به روش FCFE

جدول ۷.۴: ارزش سهم بر اساس FCFE

روش FCFE (میلیارد ریال)										
	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴	۱۴۰۵	
سود خالص عملیاتی	۳۶۷۰۲	۲۹۸۴۷	۵۷۶۶۰	۱۶۰۳۶۶	۲۰۱۰۹۲	۲۴۹۹۸۳	۳۱۰۲۵۶	۳۸۴۳۸۷	۴۷۵۳۲۰	
NOPLAT	۳۶۷۰۲	۲۹۸۴۷	۵۷۶۶۰	۱۶۰۳۶۶	۲۰۱۰۹۲	۲۴۹۹۸۳	۳۱۰۲۵۶	۳۸۴۳۸۷	۴۷۵۳۲۰	
دارایی های جاری	۳۸۲۷۶	۳۹۹۶۶	۶۱۵۹۸	۱۵۴۳۱۸	۱۹۶۶۲۹	۲۴۸۸۴۸	۳۱۴۹۳۶	۳۹۸۵۷۷	۵۰۴۴۳۵	
به استثناء										
سرمایه گذاری کوتاه مدت	۵۳۸	۱۰۸۳	۴۱۳۳	۵۲۸۴	۶۷۳۲	۸۵۲۰	۱۰۷۸۳	۱۳۶۴۷	۱۷۲۷۱	
وجه نقد	۱۳۰۹۸	۱۱۹۹۱	۱۶۹۵۰	۴۷۴۸۱	۶۰۴۹۹	۷۶۵۶۶	۹۶۹۰۰	۱۲۲۶۳۵	۱۵۵۲۰۶	
Cash Required	۱۴۷۷	۱۵۶۱	۲۸۶۵	۶۳۳۷	۸۰۷۴	۱۰۲۱۹	۱۲۹۳۲	۱۶۳۶۷	۲۰۷۱۴	
Cash Excess	۱۱۶۲۱	۱۰۴۳۰	۱۴۰۸۶	۴۱۱۴۴	۵۲۴۲۵	۶۶۳۴۷	۸۳۹۶۸	۱۰۶۲۶۸	۱۳۴۴۹۱	
بدهی های جاری	۲۹۷۳	۱۲۹۲۸	۱۷۲۹۹	۳۴۵۰۳	۴۳۹۶۴	۵۵۶۳۹	۷۰۴۱۵	۸۹۱۱۶	۱۱۲۷۸۵	
به استثناء										
سود پرداختی	۲۱۷	۱۳۲	۲۰۸	۶۳۴	۸۰۷	۱۰۲۲	۱۲۹۳	۱۶۳۷	۲۰۷۱	
تسهیلات مالی کوتاه مدت										
سرمایه در گردش	۲۳۳۶۱	۱۵۶۵۷	۲۶۲۸۸	۷۴۰۲۱	۹۴۳۱۶	۱۱۹۳۶۳	۱۵۱۰۶۳	۱۹۱۱۸۳	۲۴۱۹۵۹	
تغییرات سرمایه در گردش		۷۷۰۵۰	۱۰۶۳۱	۴۷۷۳۳	۲۰۲۹۵	۲۵۰۴۷	۳۱۷۰۰	۴۰۱۲۰	۵۰۷۷۶	
تغییرات در خالص دارایی های مشهود		۲۸۵۳	۳۹۴۹	۱۷۰۷۱	۸۱۷۵	۱۰۰۹۰	۱۲۷۷۰	۱۶۱۶۱	۲۰۴۵۴	
تغییرات در خالص دارایی های نامشهود		۰	۱۰۰	۷۱	۵۸	۷۱	۹۰	۱۱۴	۱۴۴	
استهلاک		۶۲۵	۷۱۸	۱۹۰۱	۲۴۲۲	۳۰۶۶	۳۸۸۰	۴۹۱۰	۶۲۱۴	
مخارج سرمایه ای (capex)		۳۴۷۸	۴۷۶۷	۱۹۰۴۳	۱۰۶۵۵	۱۳۲۲۶	۱۶۷۳۹	۲۱۱۸۵	۲۶۸۱۲	
اضافه										
NOPLAT		۲۹۸۴۷	۵۷۶۶۰	۱۶۰۳۶۶	۲۰۱۰۹۲	۲۴۹۹۸۳	۳۱۰۲۵۶	۳۸۴۳۸۷	۴۷۵۳۲۰	
اضافه										
استهلاک		۶۲۵	۷۱۸	۱۹۰۱	۲۴۲۲	۳۰۶۶	۳۸۸۰	۴۹۱۰	۶۲۱۴	
کسر										
تغییرات سرمایه در گردش		۷۷۰۵۰	۱۰۶۳۱	۴۷۷۳۳	۲۰۲۹۵	۲۵۰۴۷	۳۱۷۰۰	۴۰۱۲۰	۵۰۷۷۶	
کسر										
مخارج سرمایه ای (capex)		۳۴۷۸	۴۷۶۷	۱۹۰۴۳	۱۰۶۵۵	۱۳۲۲۶	۱۶۷۳۹	۲۱۱۸۵	۲۶۸۱۲	ارزش در سال آخر
FCF		۳۴۶۹۸	۴۲۹۸۰	۹۵۴۹۱	۱۷۲۵۶۴	۲۱۴۷۷۴	۲۶۵۶۹۷	۳۲۷۹۹۲	۴۰۳۹۴۶	۱۶۴۵۶۸۷
ارزش حال				۷۲۲۷۰	۹۸۸۴۳	۹۳۱۰۵	۸۷۱۷۱	۸۱۴۴۲	۷۵۹۱۱	۳۰۹۲۶۲

ارزش فعلی جریانهای نقد عملیاتی	۸۱۸۰۰۴
عامل تعدیل میاندوره ای	۱۷۰۱
ارزش عملیات شرکت	۹۶۰۵۶۳
ارزش مازاد وجه نقد	۱۶۵۴۱
ارزش سرمایه گذاری کوتاه مدت	۰
ارزش سرمایه گذاری بلند مدت	۴۷۴۳
ارزش سایر دارایی های غیر عملیاتی	۷۹۵۸
ارزش روز بدهی ها (غیر عملیاتی)	۱۲۲۲۶
ارزش حقوق صاحبان سهام	۹۷۷۵۷۹
تعداد سهام	۲۴۰۰۰۰۰۰۰
ارزش هر سهم (ریال)	۴۰۷۳۲۵

۳.۵.۴ ارزش گذاری به روش DDM

این شرکت ۹۳ درصد سودی را که می سازد بین سهامداران خود تقسیم می کند. با توجه به مقدار سود هر سهم پس از کسر مالیات که در صورت سود و زیان پیش بینی شده است، و با فرض این که شرکت از سال ۱۴۰۰ سود تقسیم خواهد کرد.

جدول ۸.۴: ارزش سهم براساس DDM

روش DDM							
سال	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴	۱۴۰۵	
سود نقدی	۶۲۴۱۶	۷۸۲۷۲	۹۷۳۱۰	۱۲۰۷۸۴	۱۴۹۶۵۸	۱۸۵۰۸۳	ارزش حال سالهای آتی
ارزش حال	۳۸۶۵۹	۳۰۰۲۸	۲۳۱۲۲	۱۷۷۷۶	۱۳۶۴۲	۱۰۴۵۰	۱۱۳۱
			قیمت سهم	۱۳۴۸۰۶			

۴.۵.۴ ارزش گذاری بر مبنای نسبت P/E

در این روش ارزش یک دارایی در مقایسه با ارزش دارایی های مشابه آن برآورد می شود. این روش چون پیش فرض های کمتری دارد، روش سریع تری برای به دست آوردن قیمت است.

جدول ۹.۴: ارزش نسبی سهم

ارزش گذاری نسبی	
۹/۲۸	قیمت به سود صنعت
۶۲۲۸۱۷	قیمت سهم

۶.۴ جمع بندی ارزش گذاری به روش های مختلف

اگر به همه روش ها وزن یکسان را منتسب کنیم، میانگین وزن دار قیمت های به دست آمده برابر خواهد بود

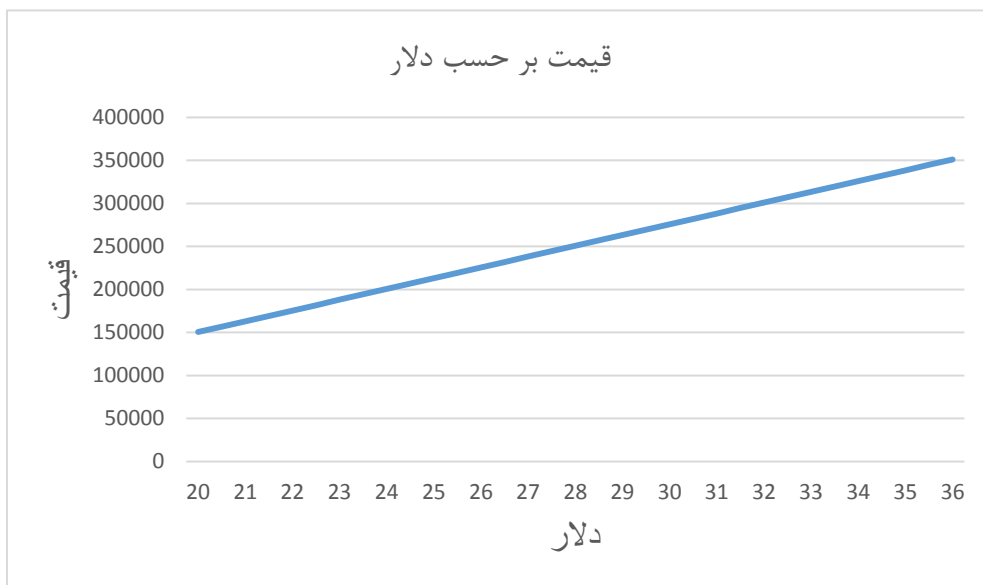
جدول ۱۰.۴: ارزش نهایی سهم

ارزش سهم
۲۲۵۶۷۷

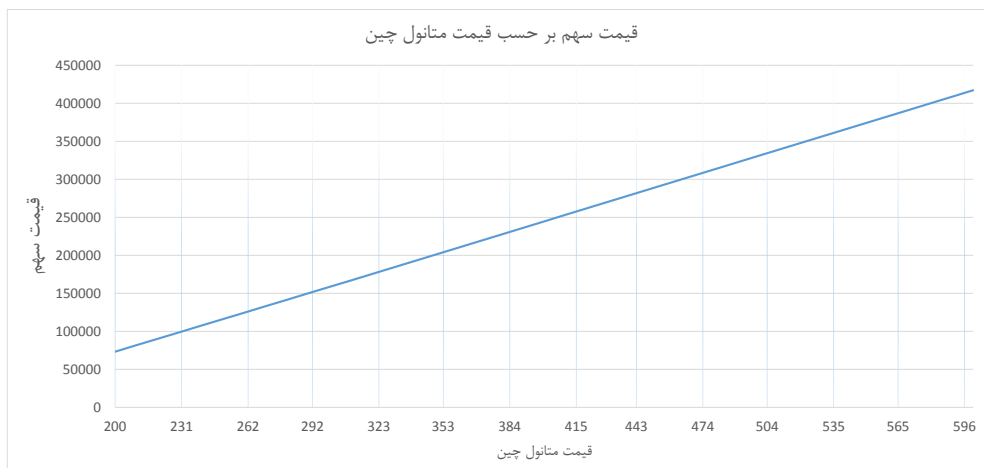
فصل ۵

تحلیل حساسیت

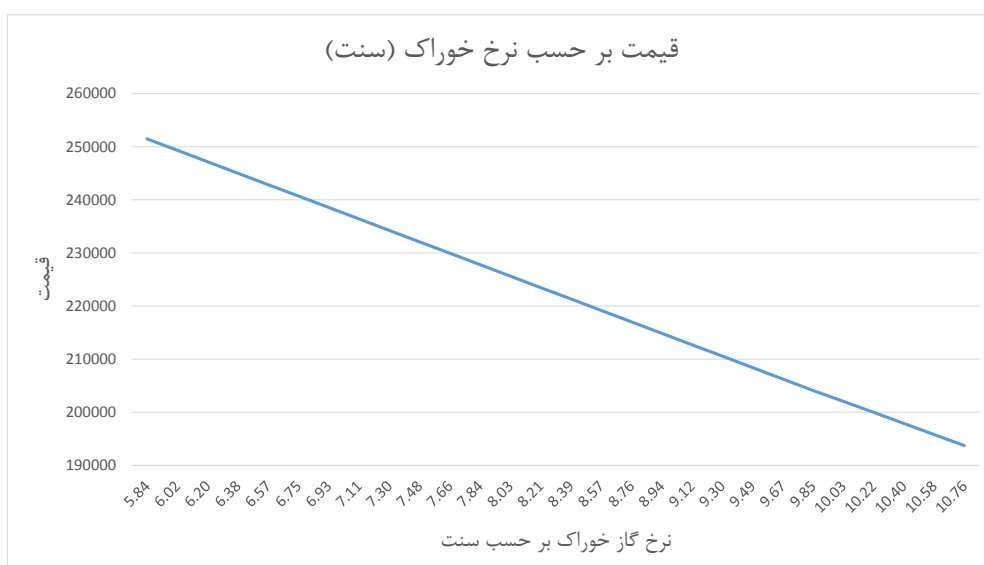
در این قسمت تغییر قیمت سهم را در پاسخ به تغییر متغیرهای مختلف بررسی کرده ایم.



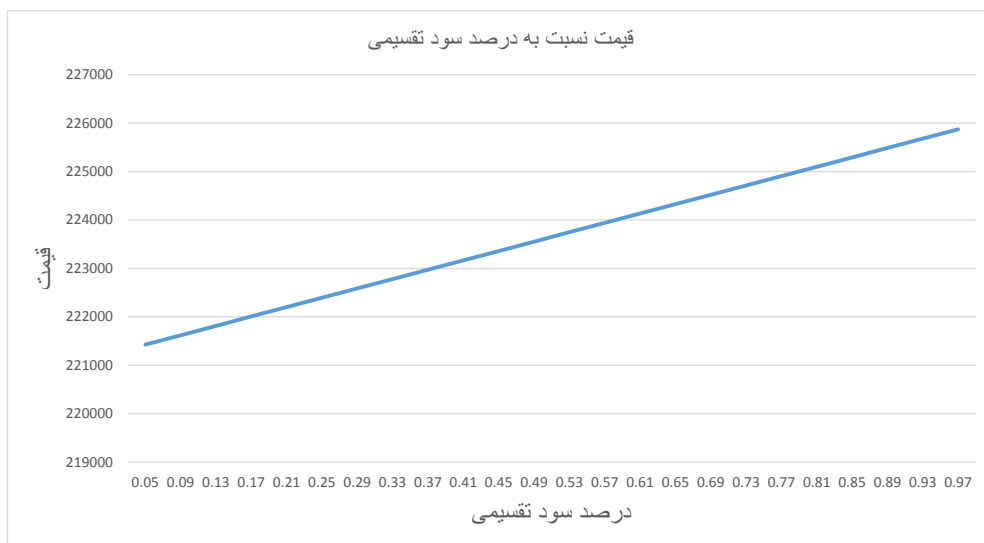
شکل ۱.۵: قیمت بر حسب دلار



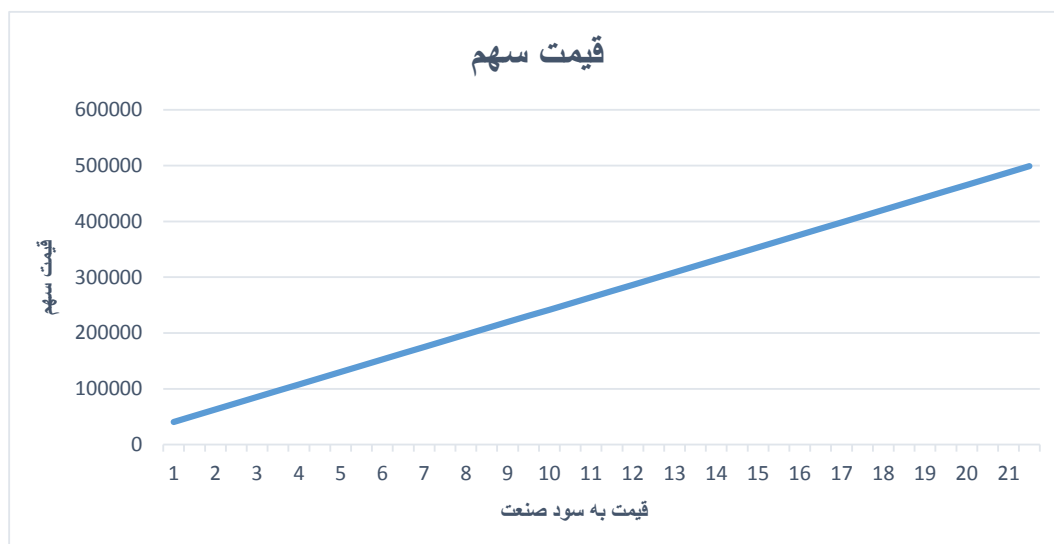
شکل ۲.۵: قیمت بر حسب متانول چین



شکل ۳.۵: قیمت بر حسب نرخ خوراک



شکل ۴.۵: قیمت بر حسب درصد سود تقسیمی



شکل ۵.۵: قیمت نسبت به قیمت به سود صنعت