

# تحلیل بنیادی شرکت پتروشیمی زاگرس (زاگرس)

شرکت سبذگردانی ویستا

1400/12/29

سال مالی

206,997	قیمت سهم (ریال)-14 دی
497	ارزش بازار - هزار میلیارد ریال
13%	درصد سهام شناور
95%	درصد تقسیم سود
-16%	بازدهی یک ماهه
-30%	بازدهی سه ماهه
-4%	بازدهی شش ماهه
6%	بازدهی یک ساله



دی ماه 1400

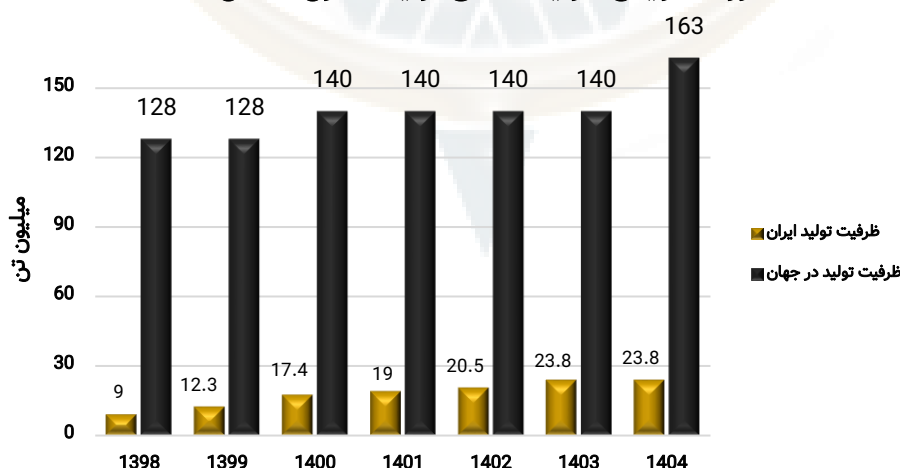
## معرفی و کلیات

شرکت پتروشیمی زاگرس در سال 1377 با نام شرکت کالاآوران پتروشیمی تأسیس شد و در سال 1379 به پتروشیمی زاگرس تغییر نام یافت. در سال 1380 با شرکت‌های لورگی آلمان و پیدک ایران برای اجرای پروژه اول تولید متانول با ظرفیت 1,650,000 تن متانول وارد قرارداد شد و در سال 1383، قرارداد پروژه دوم تولید متانول با ظرفیت مشابه پروژه اول منعقد شد. واحد اول در سال 1385 و واحد دوم در سال 1388 به بهره برداری رسیدند. این شرکت در سال 1390 در فرابورس پذیرفته شد. مأموریت اصلی شرکت، تولید و فروش محصول متانول است. مجتمع تولیدی شرکت در منطقه ویژه اقتصادی انرژی پارس (عسلویه) واقع شده است. این شرکت به عنوان واحد وابسته شرکت گروه گسترش نفت و گاز پارسیان شناخته می‌شود. خوراک این مجتمع طی یک قرارداد 25 ساله از شرکت مبین انرژی خلیج فارس تأمین خواهد شد.

## موقعیت شرکت در صنعت

در سال 2021، ظرفیت اسمی تولید متانول جهان بالغ بر 140 میلیون تن بوده که تولید و مصرف این محصول در حدود 110 میلیون تن می‌باشد. ظرفیت تولید متانول ایران 12.3 میلیون تن در سال است که سهم 11 درصدی در تولید و سهم 39 درصدی در تجارت این محصول در جهان را دارد. 28 درصد ظرفیت تولید متانول ایران و همچنین 11 درصد حجم تجارت جهانی این محصول به شرکت پتروشیمی زاگرس اختصاص دارد. بر اساس کتاب سال صنعت پتروشیمی در سال 1399، تعداد مجتمع‌های فعال تولیدکننده متانول برابر 9 مجتمع با ظرفیت تولید سالانه 12.3 میلیون تن هستند و 4 طرح برای سال 1400، با ظرفیت تولید سالانه 5.1 میلیون تن، در حال ساخت هستند. بر همین مبنا پیش‌بینی می‌شود تا سال 1404، تعداد واحدهای فعال به 18 عدد با ظرفیت سالانه 23.8 میلیون تن در سال برسند. در نمودار زیر روند افزایش ظرفیت تولید متانول در جهان و ایران تا سال 1404 پیش‌بینی شده است.

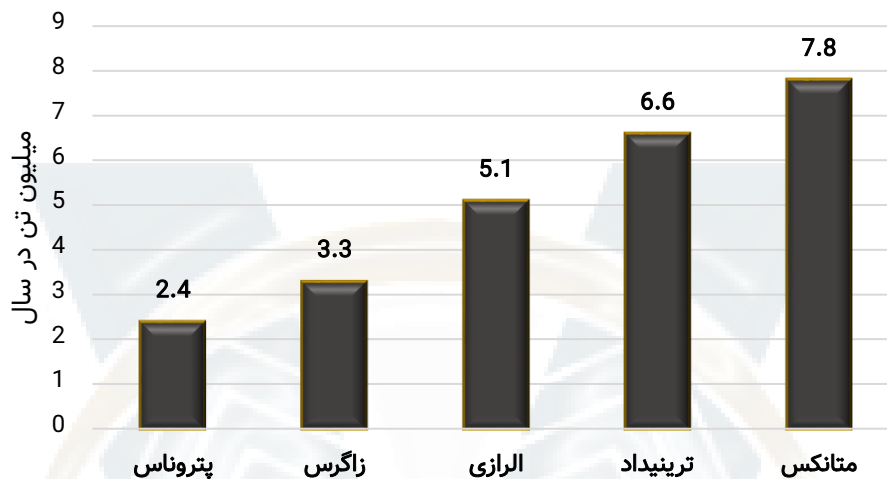
روند افزایش ظرفیت اسمی تولید متانول تا سال 1404



منبع: کتاب صنعت پتروشیمی سال 1399

در نمودار زیر 5 شرکت بزرگ تولید کننده متانول در جهان را مشاهده می‌کنیم:

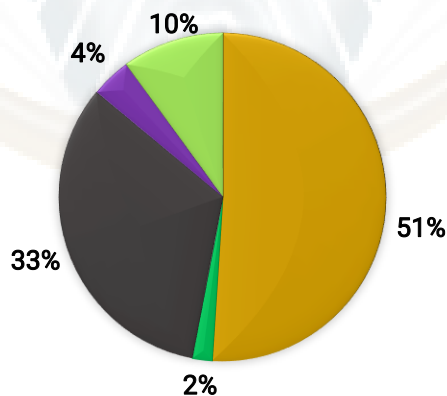
### پنج تولیدکننده بزرگ متانول جهان



همچنین سهم تولید متانول ایران در خاورمیانه طبق نشریه IHS در نمودار زیر اشاره شده است:

### سهم تولید متانول ایران در خاورمیانه

■ ایران ■ بحرین ■ عربستان ■ قطر ■ عمان



مقدار تقاضای کشور در حدود 418 هزار تن در سال است که این شرکت سهم بازار 40 درصدی دارد. بازارهای صادراتی این شرکت در شش ماهه ابتدای سال 1400 سه کشور چین (90 درصد)، هند (9 درصد) و ترکیه (1 درصد) هستند. محصول صادراتی این شرکت عمدتاً به صورت ترم CFR در بازارهای جهانی عرضه می‌شود. قیمت فروش محصولات داخلی در بورس انرژی و بر پایه نرخ های اعلامی صنایع پایین دستی پتروشیمی تعیین می‌شود. پتروشیمی های زاگرس، فن‌آوران، خارک و شیراز تولیدکنندگان بورسی متانول هستند. علاوه بر این، پتروشیمی‌های کاوه، بوشهر، مرجان، سبلان و کیمیای پارس هم تولیدکنندگان غیربورسی متانول در کشور هستند. از برنامه‌های سال 1400

صنعت پتروشیمی جهت بهره‌برداری واحدهای متانول‌ساز می‌توان به شرکت‌های پتروشیمی آراین متانول، پتروشیمی آرتا انرژی، پتروشیمی آپادانا خلیج فارس اشاره نمود. در نمودار ذیل به ظرفیت تولید واحدهای بورسی متانول ساز اشاره شده است:

### ظرفیت اسمی واحدهای تولیدکننده متانول در بورس - تن در سال



### فرآیند تولید متانول

متانول ماده ای بی رنگ با بوی خاص و فراریت بالاست. نام های دیگر آن متیل الکل، الکل متلیک، متیل هیدرات، متیل هیدروکسید و الکل چوب است. از متانول برای تولید طیف گسترده‌ای از محصولات پتروشیمیایی استفاده می‌شود. به‌عنوان مثال متانول ماده اولیه فرمالدهید، استیک اسید، متیل اکریلات، دی‌متیل آنیلین (MTP)، MTO، متیل ترشیو بوتیل اتر (MTBE)، پلی‌اتیلن ترفتالات (PET)، ضدیخ و... است. در گذشته متانول از هیدروژن‌دار کردن کاتالیزوری مونوکسیدکربن به دست می‌آمد. مخلوط هیدروژن و مونوکسیدکربن با نسبت ضروری، از واکنش آب با متان، آلکان های دیگر یا زغالسنگ در دمای بالا بدست می‌آمد. در شیوه مدرن تولید متانول، از کاتالیزورهایی استفاده می‌شود که در فشارهای پایین عمل می‌کنند و کارایی موثرتری دارند. امروزه گاز سنتز مورد نظر برای تولید متانول مانند گذشته از زغال بدست نمی‌آید، بلکه از واکنش متان موجود در گازهای طبیعی تحت فشار ملایم ۱۰-۲۰ اتمسفر و دمای ۸۵۰ درجه سانتی‌گراد با بخار آب و در مجاورت کاتالیزور نیکل تولید می‌شود. CO تولید شده، تحت تأثیر کاتالیزوری که مخلوطی از مس و اکسید روی و آلومینیوم است، واکنش داده و متانول ایجاد می‌کنند. این کاتالیزور اولین بار در سال ۱۹۶۶ توسط ICI استفاده شد. این واکنش در فشار ۵۰-۱۰۰ اتمسفر و دمای ۲۵۰ درجه سانتی‌گراد صورت می‌گیرد. روش دیگر تولید متانول، واکنش دی‌اکسیدکربن با هیدروژن اضافی است که متانول و آب تولید می‌کند. منطقه خاورمیانه 100 درصد متانول خود را از گاز طبیعی تولید می‌کند درحالیکه منطقه آسیای شمال شرقی (چین، ژاپن، کره جنوبی و تایوان) 67 درصد از متانول تولیدی خود را از ذغالسنگ و تنها 17 درصد آن را از گاز طبیعی تولید می‌نماید.

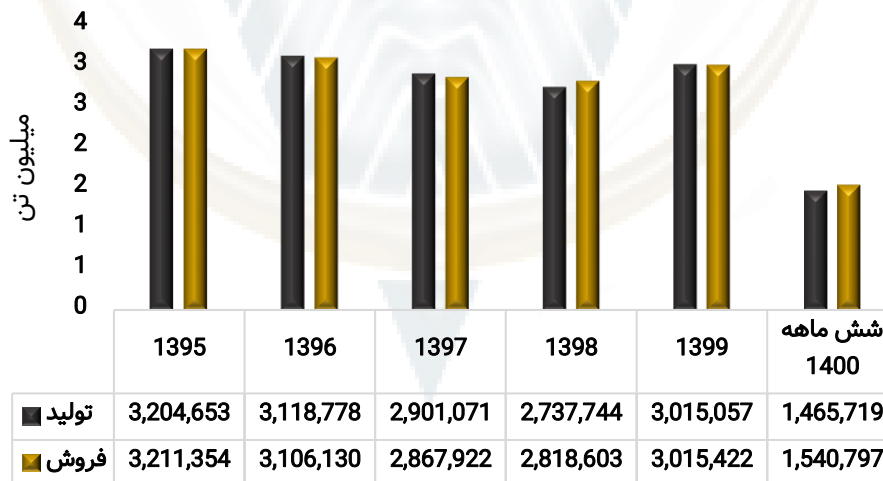
در نمودار زیر فرآیند تولید متانول نشان داده شده است :



## تولید و فروش

در نمودار زیر روند تولید و فروش شرکت زاگرس از سال 1395 را مشاهده می‌کنیم که به طور میانگین در حدود 3 میلیون تن تولید و فروش دارد.

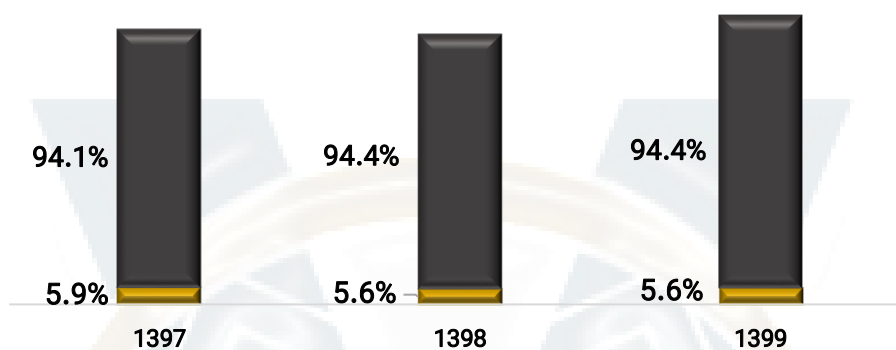
### روند تولید و فروش متانول



تقریباً 5 درصد متانول تولیدی کشور صادر می شود که در مورد این شرکت هم صدق می کند که در نمودار زیر مشهود است:

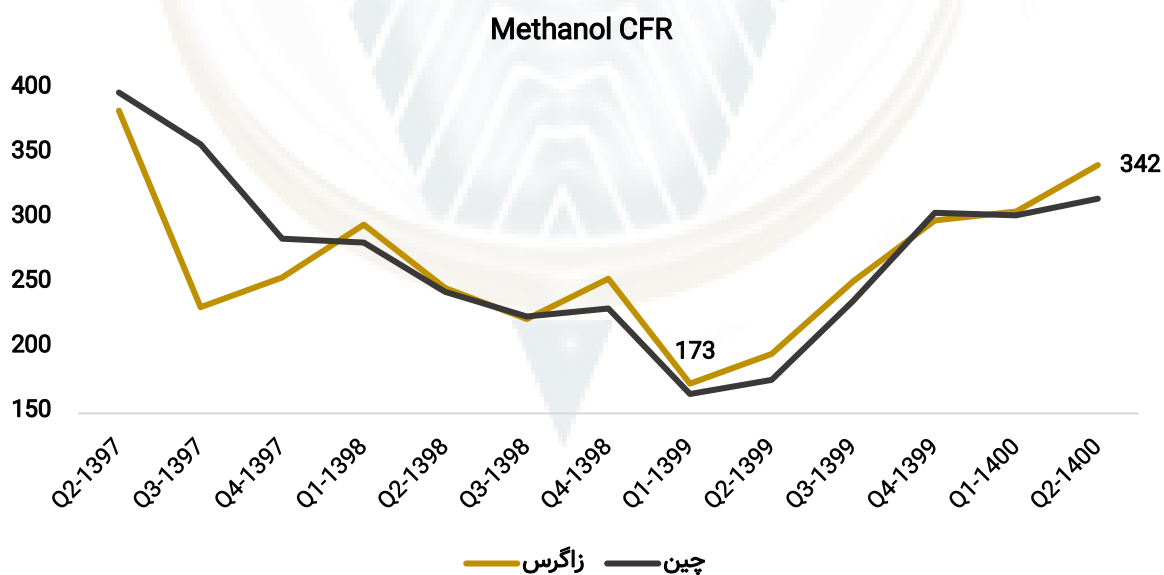
### ترکیب مقدار فروش متانول

فروش صادراتی ■ فروش داخلی ■



### نرخ جهانی متانول

در نمودار زیر، روند صعودی متانول CFR چین را مشاهده می کنیم که از فصل دوم سال 2020 با تشدید بیماری کرونا و افت قیمت نفت، به کمترین مقدار 5 سال اخیر رسیده بود و در ادامه با کنترل بیماری کرونا و بازگشایی اقتصادها، به سطوح فعلی رسید.



برآورد سود و زیان

کارشناسی 1401	
مفروضات	
260,000	دلار (ریال)
300	نرخ متانول (دلار / تن)
5	نرخ اکسیژن (سنت / متر مکعب)
17	نرخ گاز طبیعی (سنت / متر مکعب)
35	نرخ حمل (دلار / تن)
%25	تورم
%25	حقوق و دستمزد

کارشناسی شش ماهه دوم 1400	
مفروضات	
240,000	دلار (ریال)
320	نرخ متانول (دلار / تن)
4	نرخ اکسیژن (سنت / مترمکعب)
23	نرخ گاز طبیعی (سنت / مترمکعب)
40	نرخ حمل (دلار / تن)
%40	تورم (سال 1400)
%35	حقوق و دستمزد (سال 1400)

کارشناسی 1401	کارشناسی 1400	کارشناسی شش ماهه دوم 1400	شش ماهه اول 1400	1399	1398	صورت سود و زیان (میلیون ریال)
231,634,046	196,261,928	87,410,643	108,851,285	143,234,768	78,031,948	فروش
(159,145,233)	(121,137,365)	(71,307,458)	(49,829,907)	(61,344,224)	(35,383,558)	بهای تمام شده کالای فروش رفته
72,488,813	75,124,563	16,103,185	59,021,378	81,890,544	42,648,390	سود و زیان ناخالص
(32,973,475)	(32,904,006)	(13,386,928)	(19,517,078)	(34,001,119)	(16,575,782)	هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی
3,600,000	4,906,852	4,963,530	(56,678)	9,770,789	3,774,048	خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی
43,115,338	47,127,408	7,679,786	39,447,622	57,660,214	29,846,656	سود (زیان) عملیاتی
0	0	0	0	0	0	هزینه های مالی
2,283,014	2,052,617	221,708	1,830,909	247,268	(450,819)	خالص سایر درآمدها و هزینه های غیرعملیاتی
45,398,352	49,180,025	7,901,494	41,278,531	57,907,482	29,395,837	سود قبل از کسر مالیات
0	0	0	0	0	(7,502)	مالیات
45,398,352	49,180,025	7,901,494	41,278,531	57,907,482	29,388,335	سود (زیان) خالص
<b>18,916</b>	<b>20,492</b>	<b>3,292</b>	<b>17,199</b>	<b>24,128</b>	<b>12,245</b>	<b>سود هر سهم (ریال)</b>
2,400,000	2,400,000	2,400,000	2,400,000	2,400,000	2,400,000	سرمایه
31%	38%	18%	54%	57%	55%	حاشیه سود ناخالص
19%	24%	9%	36%	40%	38%	حاشیه سود عملیاتی
20%	25%	9%	38%	40%	38%	حاشیه سود خالص

### ❖ تولید و فروش

شرکت هر ساله تولید و فروش را برای 330 روز در سال در نظر می‌گیرد و حدود 35 روز جهت اورهال، احتمال قطعی گاز و موارد دیگر در نظر گرفته خواهد شد. بر اساس اعلام شرکت، از تاریخ 9 آذر سال جاری به علت کاهش سهم مصرف گاز مجتمع‌های پتروشیمی و قطعی بخشی از گاز ورودی به شرکت، واحد اول تولیدی تا اطلاع ثانوی از سرویس خارج شده که در این راستا طبق برنامه‌ریزی بعمل آمده، شرکت همزمان اقدام به شروع تعمیرات دوره‌ای واحد اول تولیدی نموده است و تاکنون گاز این واحد متصل نشده است. مقدار تولید و فروش متانول شرکت برای سال 1400 برابر با 2,615,719 تن پیش بینی شده است که تا پایان آذر 1,949,706 تن آن محقق شده و پیش بینی می‌شود به طور متوسط تا پایان سال 1400 ماهانه 222 هزار تن تولید داشته باشد. تولید و فروش متانول سال 1401 برابر با 3 میلیون تن در نظر گرفته شده است. لازم به ذکر است به ازای هر 100 هزار تن تغییر در تولید و فروش متانول، سود سال 1400 نسبت به سناریو پایه (سود هر سهم 20,492 ریال) 2 درصد تحت تأثیر قرار می‌گیرد و سود سال 1401 نسبت به سناریو پایه (سود هر سهم 18,915 ریال) برابر با 4 درصد تغییر خواهد کرد.

### ❖ نرخ خوراک و نرخ یوتیلیتی

نرخ خوراک دریافتی از پتروشیمی مبین در سال 1400 بدون سقف و در سال 1401 با سقف 50 هزار ریالی در نظر گرفته شده است. میانگین نرخ خوراک دریافتی در شش ماهه ابتدای سال 1400 برابر با 12 سنت/مترمکعب بوده است. این نرخ در پاییز سال جاری تا 37 سنت/مترمکعب هم رشد داشته که متأثر از رشد نرخ گاز هاب‌های اروپایی متداخل در فرمول قیمت‌گذاری گاز کشور است و اکنون (تاریخ ارائه گزارش) با 30 درصد کاهش به 25 سنت/مترمکعب رسیده است و نرخ شش ماهه دوم با فرض کاهش نرخ گاز هاب‌های اروپایی، به صورت میانگین برابر با 23 سنت در نظر گرفته شده است. نرخ خوراک سال 1401 هم برابر با 17 سنت در نظر گرفته شده که با میانگین نرخ ارز 260 هزار ریالی برابر با 44,200 ریال/مترمکعب در نظر گرفته می‌شود که پایین تر از نرخ سقف گاز خوراک مدنظر دولت خواهد بود. لازم به ذکر است به ازای هر یک سنت تغییر در نرخ گاز سال 1400 نسبت به سناریو پایه (23 سنت/مترمکعب) سود شرکت 5 درصد تحت تأثیر قرار می‌گیرد، همچنین هر یک درصد تغییر در نرخ گاز سال 1401 نسبت به سناریو پایه (17 سنت/مترمکعب) با در نظر گرفتن سقف 50 هزار ریال) سود شرکت، 15 درصد تحت تأثیر قرار خواهد گرفت.

طبق اعلام شرکت، نرخ سرویس‌های جانبی تولیدی شرکت مبین در شش ماهه ابتدای سال به علت عدم اعلام نرخ‌ها توسط مراجع ذیصلاح قیمت‌گذار، مشابه نرخ‌های سال قبل در نظر گرفته شده است و برای شش ماهه دوم سال 1400 هم به تناسب رشد نرخ دلار و رشد مقدار تولید، رشد داده شد. نرخ گاز اکسیژن مصرفی برای شش ماهه دوم سال 1400 برابر با 4 سنت/مترمکعب در نظر گرفته شده که مشابه نرخ های سال قبل است. نرخ گاز اکسیژن برای سال 1401، متناسب با نسبت نرخ گاز اکسیژن به نرخ گاز خوراک سال 1400 برابر با 30 درصد (5 سنت/مترمکعب) در نظر گرفته شد و نرخ سایر سرویس‌ها هم به تناسب رشد نرخ دلار و رشد مقدار تولید در نظر گرفته شده است. نرخ گاز سوخت در شش ماهه دوم سال 1400 برابر با 30 درصد نرخ خوراک و در سال 1401 برابر با 40 درصد نرخ خوراک در نظر گرفته شده است.



❖ بهای تمام شده تولید

کارشناسی 1401	کارشناسی 1400	کارشناسی شش ماهه دوم 1400	شش ماهه اول 1400	شش ماهه اول 1399	سال 1399	سال 1398	بهای تمام شده ( میلیون ریال )
124,909,200	95,529,654	59,769,068	35,760,586	16,388,596	43,533,210	20,540,019	مواد مستقیم مصرفی
1,191,057	952,846	499,110	453,736	219,238	478,352	333,122	دستمزد مستقیم تولید
33,044,976	22,799,755	11,039,281	11,760,474	3,448,053	17,646,089	13,201,656	سربرار تولید
<b>159,145,233</b>	<b>119,282,254</b>	<b>71,307,458</b>	<b>47,974,796</b>	<b>20,055,887</b>	<b>61,657,651</b>	<b>34,074,797</b>	<b>جمع هزینه های تولید</b>
0	(11,381)	0	(11,381)	293	(13,444)	2,733	تغییرات موجودی کالای در جریان ساخت
<b>159,145,233</b>	<b>119,270,873</b>	<b>71,307,458</b>	<b>47,963,415</b>	<b>20,056,180</b>	<b>61,644,207</b>	<b>34,077,530</b>	<b>بهای تمام شده کالای تولید شده</b>
0	(788,457)	0	(788,457)	(836,843)	(299,983)	355,810	تغییرات موجودی کالای ساخته شده
0	0	0	0	0	0	950,218	بهای تمام شده خدمات ارایه شده
	2,654,949	0	2,654,949	0	0	0	موجودی کالای امانی
<b>159,145,233</b>	<b>121,137,365</b>	<b>71,307,458</b>	<b>49,829,907</b>	<b>19,219,337</b>	<b>61,344,224</b>	<b>35,383,558</b>	<b>بهای تمام شده کالای فروش رفته</b>

همانطور که در جدول بالا مشاهده می‌کنیم، هزینه مواد مستقیم بیشترین سهم از هزینه‌های تولید را شامل می‌شود. مواد مستقیم صرفاً شامل گاز خوراک است که نسبت مصرف گاز خوراک به ازای هر تن متانول برای شش ماهه ابتدای سال برابر با 942 متر مکعب بوده و همین نسبت برای شش ماهه پایانی سال 1400 و همچنین سال 1401 در نظر گرفته شده است. هزینه گاز اکسیژن و سایر سرویس‌های جانبی از قبیل گاز سوخت، نیتروژن، آب بدون املاح، آب دریا، آب نمک زدایی شده، هوای سرویس، هوای ابزار دقیق، بخار، برق در سربرار منعکس می‌شود.

❖ هزینه حمل و نقل دریایی

این هزینه در حدود 80 درصد هزینه‌های اداری، عمومی و فروش را تشکیل می‌دهد. هزینه حمل هر تن در دوره های قبل تقریباً 20 درصد نرخ فروش صادراتی بوده است.

❖ سود تسعیر ارز

پیش‌بینی می‌شود نرخ ارز نیمایی در پایان سال 1400 برابر با 250 هزار ریال باشد و با فرض اینکه معادل دلاری دارایی‌های پولی ارزی شش ماهه ابتدای سال 1400 ( 178 میلیون دلار) تا پایان سال تغییر نکند به میزان 5,037 میلیون ریال سود ناشی از تسعیر ارز برای سال 1400 در نظر گرفته شد. برای سال 1401 هم فرض شد که در حدود 20 درصد درآمدهای ارزی شرکت (186 میلیون دلار) تا پایان سال تسعیر نشود و نرخ ارز پایان سال 1401 برابر با 270 هزار ریال باشد، به میزان 3,720 میلیون ریال سود ناشی از تسعیر ارز در نظر گرفته شد.

❖ مالیات

صد درصد درآمد مشمول مالیات ابرازی ناشی از فعالیت‌های تولیدی و درآمد حاصل از صادرات غیرنفتی این شرکت بر اساس ماده 132 قانون مالیات های مستقیم تا تاریخ 1396/09/21 (10سال) از مالیات معاف بود که در تاریخ 1396/11/03 مدت معافیت به 20 سال افزایش یافت؛ عبارتی این شرکت تا مورخ 1406/09/21 مشمول معافیت مالیاتی خواهد بود.

## تحلیل حساسیت

1400 ✓

در جدول زیر، سود شرکت، با فرض تغییر نرخ متانول (320 دلار/تن در سناریو پایه) و نرخ ارز نشان داده شده است.

330	320	310	دلار/متانول
21,409	20,323	19,238	230,000
21,624	20,492	19,359	240,000
21,840	20,660	19,480	250,000

به عبارتی به ازای هر 3 درصد افزایش در نرخ متانول و عدم تغییر نرخ ارز، سود هر سهم شرکت، 6 درصد تحت تأثیر قرار خواهد گرفت.

1401 ✓

در جدول زیر، سود شرکت با فرض تغییر نرخ متانول (300 دلار/تن در سناریو پایه) و نرخ ارز نشان داده شده است.

320	310	300	290	280	دلار/متانول
25,245	22,013	18,781	15,549	12,317	250,000
26,416	23,057	19,698	16,339	12,979	260,000
28,759	25,145	21,532	17,918	14,304	280,000
31,101	27,233	23,365	19,497	15,629	300,000