

KIAN

تحلیل هفتگی بازارها
۲ بهمن

هفته منتهی به
۲ بهمن ۱۳۹۹

۱۱۲

ریسک حاکمیت شرکتی؛ ریسک اصلی بازار سهام ایران

شپنا؛ با نرخ بازده دلاری ۱۱ درصدی در میان مدت، اما همچنان گران در برابر سایر سهام بنیادی بازار: طبق انتظار ما پالایشگاه اصفهان ضمن بهره‌برداری از طرح تصفیه گازوئیل در ابتدای ۱۴۰۰، از طرح گوگردزدایی از نفت کوره (RHU) نیز در ابتدای ۱۴۰۴ بهره‌برداری خواهد کرد. محاسبات ما نشان می‌دهد که این دو پروژه در مجموع کرک اسپرد پالایشگاه را ۱.۶ دلار به ازای هر بشکه نفت خوراک بهتر خواهند کرد. این در حالی است که برآورد مدیران شرکت از سودآوری طرح‌ها، رقمی بیش از دو برابر محاسبات ما است. با این وجود و با توجه به نرخ بازده داخلی دلاری سالانه ۱۱ درصدی با دید ۴ ساله، ارزش بازار پالایشگاه اصفهان در سطوح فعلی در مقایسه با سایر شرکت‌های بنیادی بازار جذاب به نظر نمی‌رسد.

کشیده شدن ترمز نزول سهام توسط دلار: ریسک کاهش شدید نرخ دلار و به دنبال آن هیجان فروش و فرار از بازار سهام بعد از حدود ۱۰ روز کاری با توقف ریزش دلار در اواسط هفته کم رنگ شد. گزارشات جذاب فصل پاییز نیز در واقع کمک کننده این موضوع بود که در محیط اقتصادی ایران و با چشم اندازهای موجود همچنان بازار سهام به نظر گزینه جذاب‌تری می‌آید.

ریسک حاکمیت شرکتی؛ ریسک اصلی بازار سهام ایران: برگزاری مجمع شرکت نفت و گاز پارسین، در هفته گذشته، برای چندمین بار نشان داد که بزرگترین ریسک بازار سهام چیست: حاکمیت شرکتی معیوب و مدیرانی که بجای دنبال کردن منافع سهامداران حقیقی و ذینفعان واقعی شرکت، یا به دنبال زد و بندهای دولتی‌اند و یا عاقبت طلبانه، تنها وقت خود را در شرکت می‌گذرانند.

کافی است به آنچه در شرکت‌های اوره‌ای و شرکت‌های هلدینگ‌های مالک آنها می‌گذرد، بنگریم. چه چیزی عجیب‌تر از این که شرکت‌های تولید کننده اوره مجبورند اوره کشاورزی را با بهای تمام شده ۱۰۰ دلار تولید کنند و به بهای ۶۰ دلار به وزارت کشاورزی بفروشند و اعتراض جدی از سوی مدیران و سهامداران عمده این شرکت‌ها شنیده نمی‌شود؟ چطور ممکن است بیش از ۲۰۰ میلیون دلار سود شرکت نفت و گاز پارسین (نزدیک به نصف سود تقسیم شده شرکت) به دلیل همین زورگیری دولتی، از بین برود و همچنان مدیران این شرکت‌ها پاداش بگیرند؟ آیا می‌توان نمونه‌ای از اینگونه شرکت‌ها در بازار کشورهای توسعه یافته نشان داد؟

مثال‌های فراوان در صنعت فولاد، خودرو، سنگ آهن و روغن موتور، همگی حاکی از آن است که ریسک بزرگ بازار سهام ایران که حالا دیگر به ۵۰ میلیون ایرانی تعلق دارد، نه تغییرات قیمت دلار، نه عرضه حقوقی‌ها و نه حتی نرخ بهره، بلکه تضاد منافع آشکار بین مدیران شرکت‌ها و ذینفعان حقیقی این شرکت‌هاست. در فقدان قانونی که بتواند به کاهش این تضاد منافع کمک موثری کند، نقش سازمان بورس از یک سو و نقش سهامداران حقیقی فعال که تلاش می‌کنند صدای اعتراضشان را به عموم برسانند، پررنگ و با اهمیت است.

پرونده ویژه:
پالایشگاه نفت اصفهان

چرخش پول به سمت سهام بزرگ بازار

	آخرین قیمت	بازده هفتگی	بازده ماهانه	بازده از ابتدای سال	بازده سالانه
دلار نیما	۲۲۵,۷۴۷	-۱٪	-۱۲٪	۶۵٪	۸۶٪
دلار صرافى ملي	۲۲۶,۵۵۰	-۵٪	-۱۱٪	۵۲٪	۷۵٪
سکه امامی	۱,۴,۳۸,۰۰۰	-۲٪	-۱۳٪	۷۳٪	۱۱۴٪
طلای آب شده	۴۴,۸۵,۰۰۰	٪	-۱٪	۷۲٪	۱۰۸٪
شاخص کل	۱,۱۸۳,۹۷۸	-۳.۷٪	-۱۷.۶٪	۱۳۱٪	۱۹۲٪
شاخص هم وزن	۴۳۳,۱۳۱	-۴.۸٪	-۴.۳٪	۱۴۵٪	۲۳۵٪
شاخص کل فرابورس	۱۸,۰۱۰	-۱.۷٪	-۹.۷٪	۱۷۳٪	۲۴۳٪
نفت برنت	۵۶	-۱٪	۹٪	۱۲۵٪	-۱۱٪
مس LME	۸,۰۵۱	۱٪	۳٪	۶۶٪	۳۲٪
روی LME	۲,۷۰۸	٪	-۴٪	۴۹٪	۱۰٪
فولاد CIS	۵۸۷	-۳٪	۲٪	۵۳٪	۴۸٪
سنگ آهن چین ۶۲ درصد	۱۷۱	٪	۵٪	۸۷٪	۷۶٪
گاز طبیعی هنری هاب	۲.۴۹	-۷٪	-۸٪	۵۶٪	۳۱٪
زغال سنگ حرارتی	۸۵	-۴٪	۲٪	۲۷٪	۱۷٪
ورق گرم مبارکه	۱۶,۰۱۱۳	-۶٪	-۶٪	۱۸۹٪	۲۱۰٪
شمش بلوم خوزستان	۱۲۳,۲۱۳	٪	۸٪	۲۰۰٪	۱۸۰٪
مس صنایع ملی	۲,۰۱۴,۰۲۴	-۲٪	٪	۱۶۹٪	۱۷۲٪
شمش روی کالسیمین	۵۵۸,۲۲۹	٪	٪	۱۰۷٪	۱۰۸٪
پلی اتیلن لوله جم	۲۴۹,۶۰۷	-۲٪	٪	۱۱۴٪	۱۳۹٪

- نرخ دلار آزاد، دلار نیما، سکه امامی و طلای آب شده روز چهارشنبه هر هفته بروزرسانی می‌شود.

-- نرخ‌های جهانی روز پنج شنبه هر هفته براساس آخرین اطلاعات منتشر شده و نرخ‌های بورس کالا بر اساس آخرین معامله می باشد.

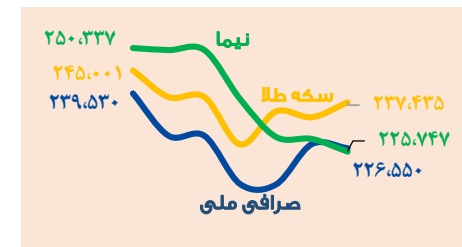
--- پلی اتیلن لوله جم، پرفروش‌ترین محصول این شرکت است و به عنوان نماینده صنعت پلیمر، در نظر گرفته شده است.

* ورق گرم مبارکه در هفته گذشته معامله نشد.

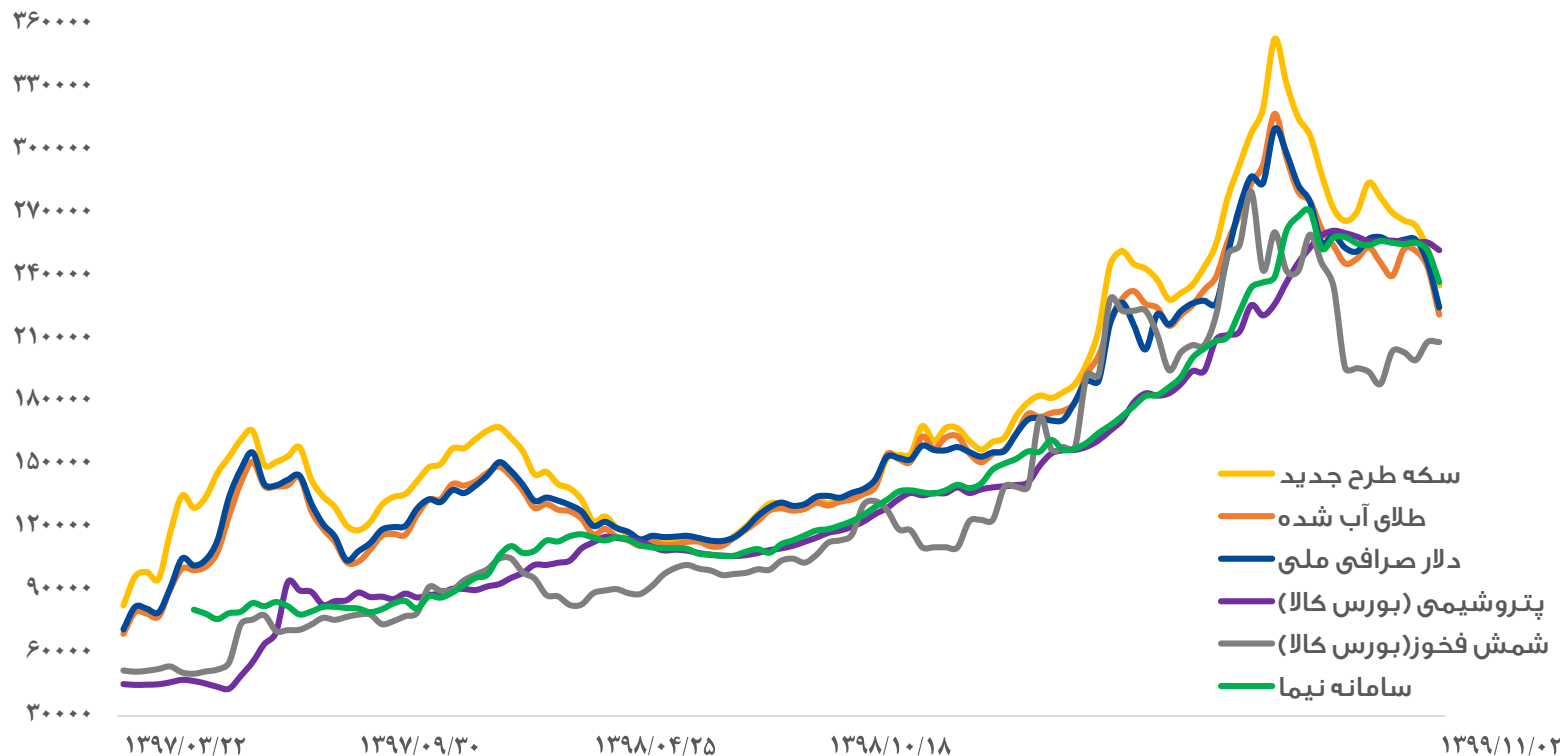
** شش روس کالسیمین در ۳ ماهه اخیر معامله نشده است.

افت دسته‌جمعی دلار در همه بازارها

Snapshot* یک هفته اخیر (۲۷ دی تا ۲ بهمن)



میانگین هفتگی قیمت دلار



* نرخ دلار سکه و طلای آب شده بر اساس قیمت انس جهانی محاسبه می‌گردد.

** نرخ دلار پتروشیمی بر اساس نرخ اعلامی هفتگی دفتر توسعه صنایع پایین دستی پتروشیمی محاسبه شده است.

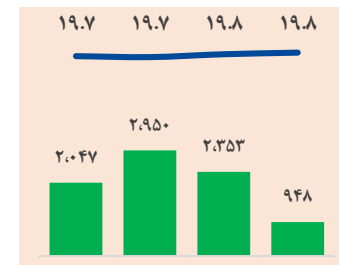
*** دلار شمش فخوز بر اساس ۰.۹۷ نرخ شمش CIS و قیمت معاملات آن در بورس کالا محاسبه گردیده است.

**** با توجه به حذف قیمت دلار نیما در سامانه صدف، از نوخ حواله‌های ارزی سایت سنا برای دلار نیما استفاده شده است.

بازدهی تا سررسید، ۱۹/۸ درصد

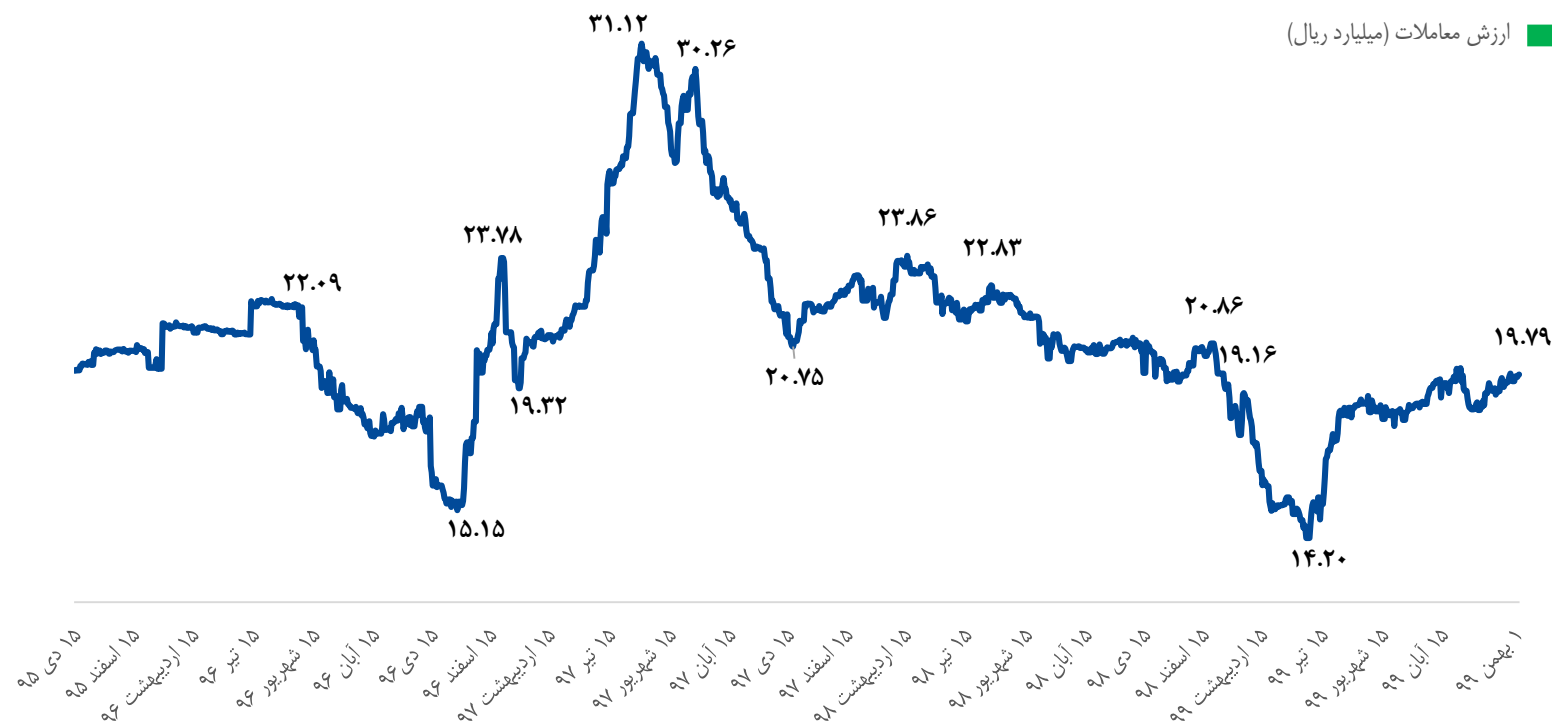
بازدهی تا سررسید شاخص اوراق با درآمد ثابت کیان*

Snapshot* هفته گذشته



بازدهی تا سررسید

ارزش معاملات (میلیارد ریال)



بازدهی اوراق درآمد ثابت (درصد)

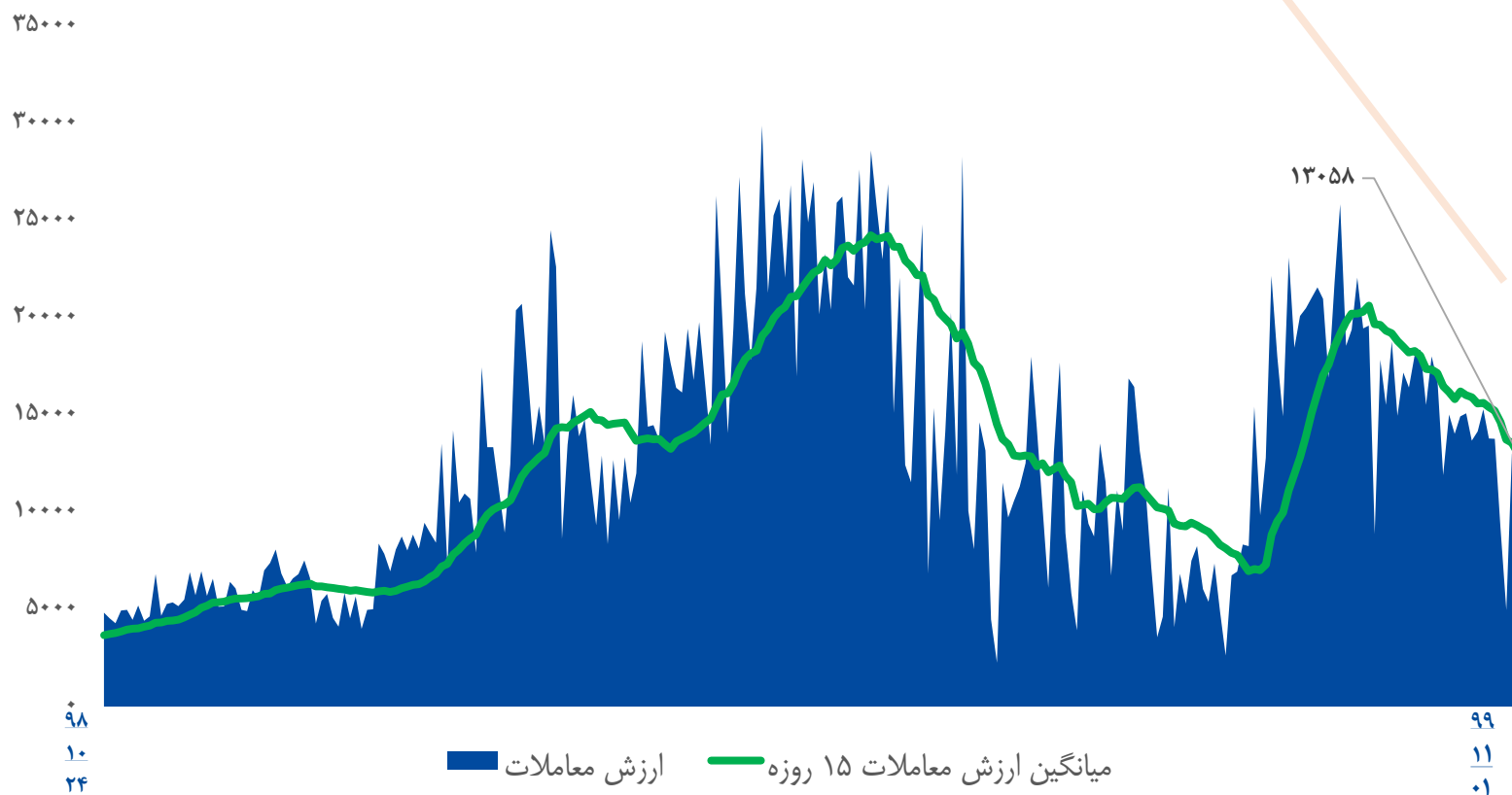
سال	از ابتدای سال	شش ماه	ماه	هفته	شرح
۱۹.۷	۱۵.۶	۸.۰	۱.۵	۰.۱۵	شاخص درآمد ثابت کیان
۱۸.۴	۱۴.۶	۸.۰	۱.۵	۰.۱۴	شاخص اوراق دولتی
۳۷.۹	۱۶.۹	۵.۱	۳.۲	۱.۶۹	شاخص اوراق شرکتی*

** تغییر ناگهانی قیمت اوراق صاییا ۱۴۳ و صاییا ۴۰۳ که در سبد شاخص اوراق شرکتی قرار دارند، موجب شد بازدهی اوراق شرکتی در هفته پایانی سال گذشته تغییر نامتعارف داشته باشد.

* شاخص اوراق با درآمد ثابت کیان، شاخصی است که نمایانگر بازدهی نقدشوندهترین اوراق مورد معامله در بازار اوراق بدهی است. برای اطلاعات بیشتر به kian.capital/fa/fi-index مراجعه نمایید.

کاهش شدید ارزش معاملات در ابتدای هفته

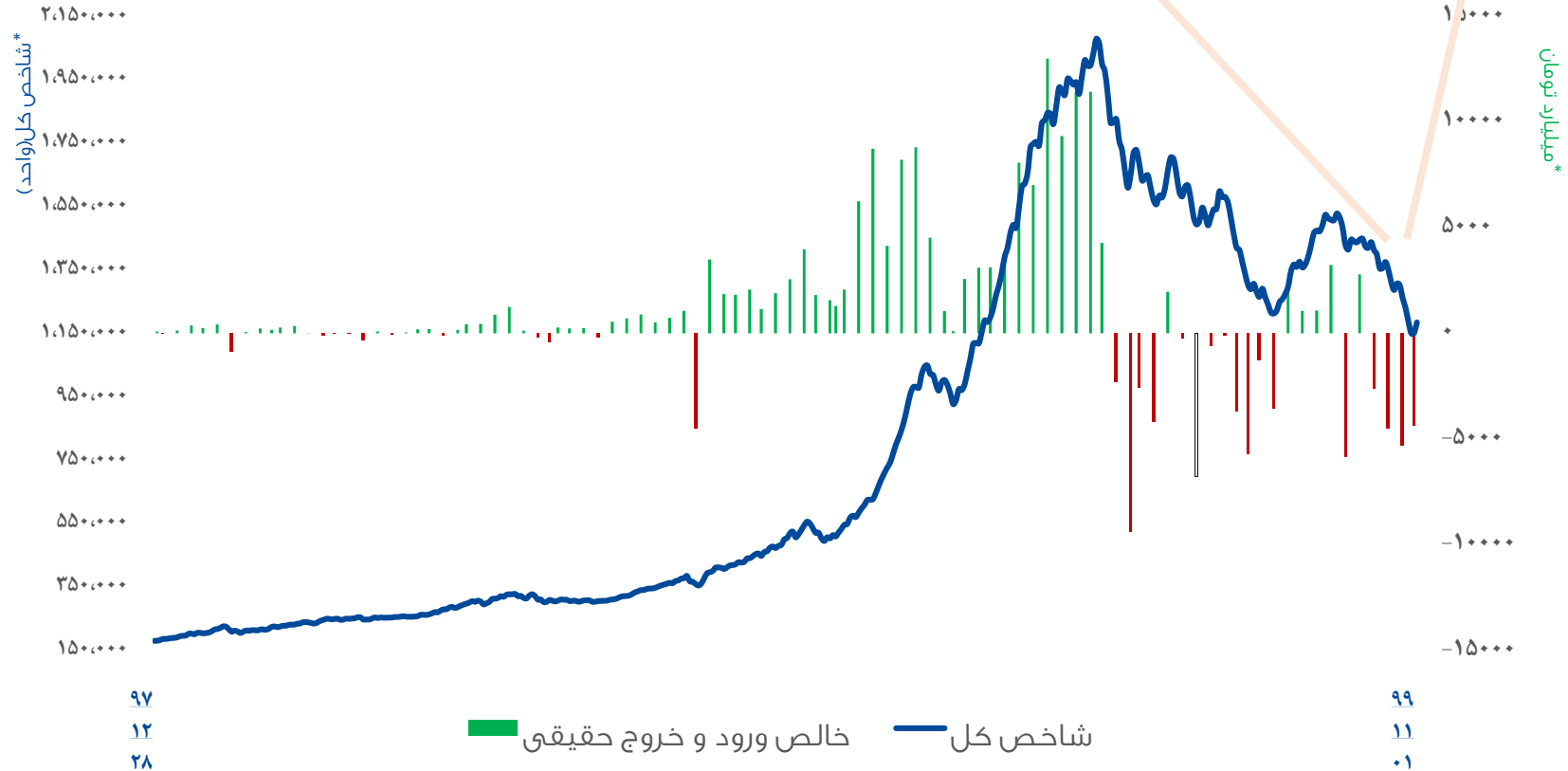
نمودار ارزش روزانه معاملات بورس و فرابورس (میلیارد تومان)



*مبنای محاسبات، ارزش معاملات خرد و بلوکی سهام و حق تقدم سهام بورس و فرابورس است.

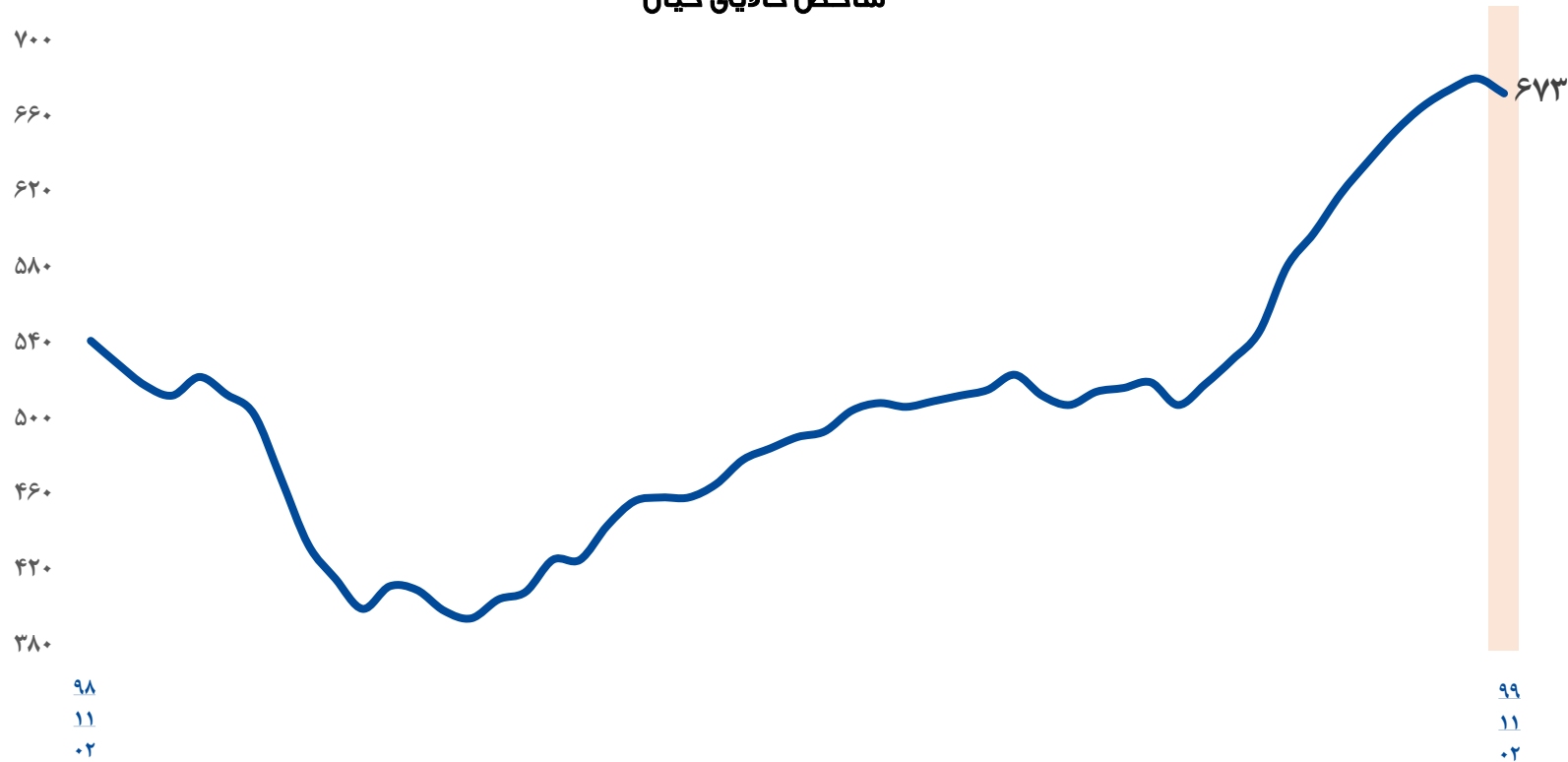
خروج ۴۳۸۵ میلیارد تومان سرمایه حقیقی در هفته گذشته

در روز شنبه چهارمین خروج پول سنگین حقیقی در تاریخ بازار سرمایه را رقم خورد.
فقط ۵۹۵،۵۲۶ و ۴۳۱ میلیارد تومان پول حقیقی به ترتیب از شستا، وسپهر و برکت خارج شد!



نزول شاخص کالایی کیان برای اولین بار در ۳ ماه اخیر

شاخص کالایی کیان *



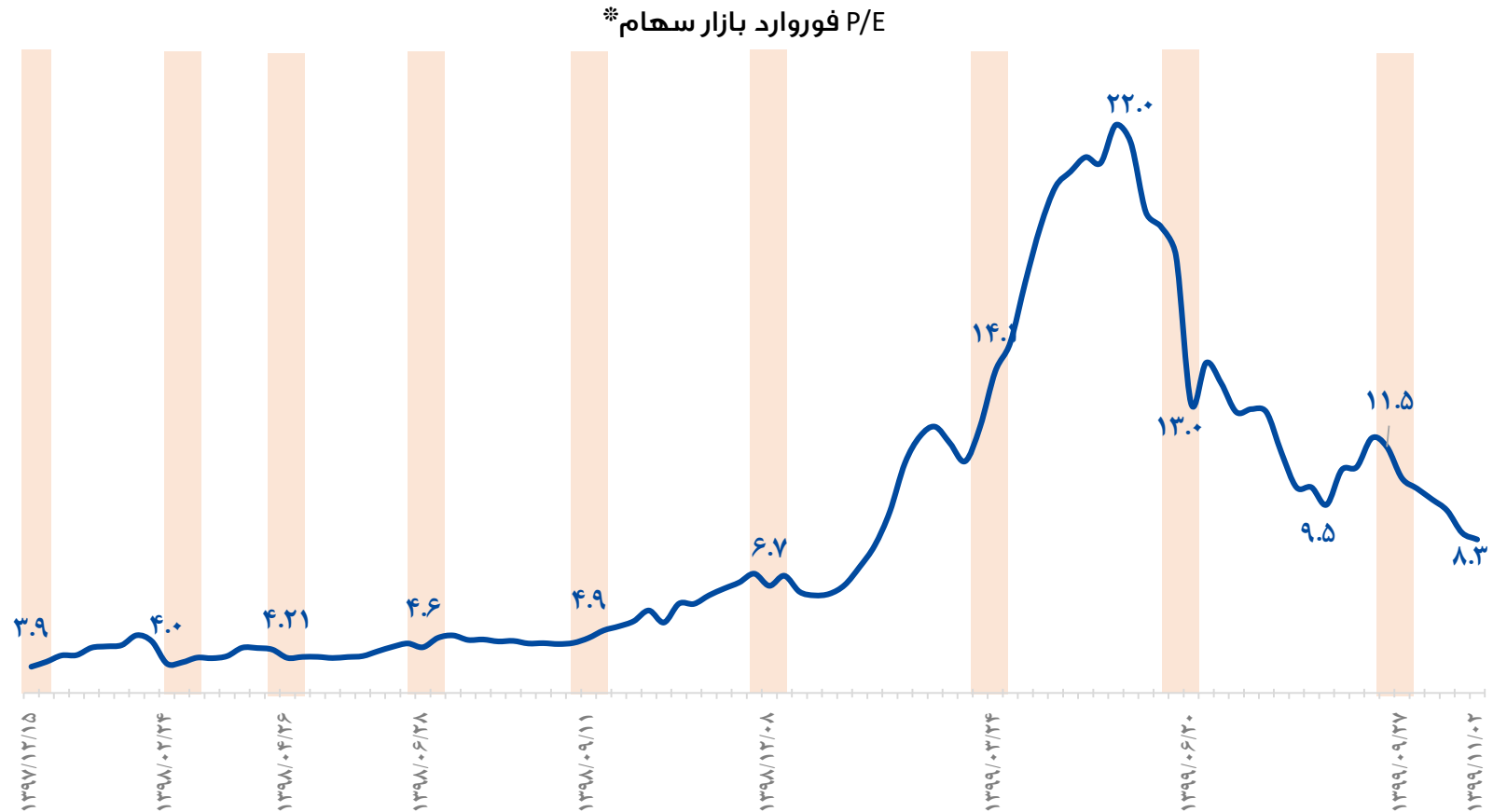
سالانه	از ابتدای سال	ماهانه	هفتگی	آخرین قیمت	وزن در شاخص	
۴۸٪	۵۳٪	۲٪	-۳٪	۵۸۷	۴۵٪	بیلت CIS
-۱۱٪	۱۲۵٪	۹٪	-۱٪	۵۶	۲۲٪	نفت برنت
۱۱٪	۲۰٪	-۵٪	۰٪	۹۴۶	۱۴٪	پلی اتیلن سنگین
۳۳٪	۶۶٪	۳٪	۱٪	۸,۰۵۱	۸٪	مس LME
۲۳٪	۵۴٪	۳٪	۱٪	۳۱۰	۶٪	متانول
۳۹٪	۲۱٪	۲۳٪	۶٪	۳۲۴	۴٪	اوره
۱۰٪	۴۹٪	-۴٪	۰٪	۲,۷۰۸	۱٪	روی LME
۲۴٪	۵۵٪	۳٪	-۱٪	۶۷۳	**	شاخص کیان

* شاخص کالایی کیان ابزاری است که تغییرات قیمتی سیدی از کالاهای اساسی در بازارهای جهانی را اندازه‌گیری می‌کند. این شاخص با در نظر گرفتن نیازهای خاص سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران، تغییرات قیمت نفت برنت، شمش CIS، مس LME، روی LME و سید اوره جهانی (fertilizerworks)، متانول CFR چین Platts و پلی‌اتیلن سنگین فوب خلیج فارس Platts را دنبال می‌کند. وزن هر محصول در سید کالایی کیان، برابر با وزن صنعت مرتبط با آن محصول در شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تعیین شده است که هر سه ماه یکبار بازنگری می‌شود. مقدار شاخص در روز نخست محاسبات (اول فروردین ۱۳۸۷) برابر با ۱۰۰۰ تنظیم شده است.

P/E فوروارد ۸.۳ واحدی بازار

همچنان بالاتر از انتهای سال ۹۸

با مراجعه به وبسایت www.irancr.com می‌توانید از آخرین نتایج این گزارش اطلاع پیدا کنید.



* نسبت قیمت به EPS (تحلیلی) سال پیش‌رو برای ۱۱۳ شرکت بازار سرمایه که در گزارش اجماع تحلیلگران مورد پرسش قرار می‌گیرند، محاسبه شده است.

** EPS تحلیلی سال آتی، بر مبنای گزارش‌های اجماع تحلیلگران (اولین شماره بهمن ۹۶ و آخرین شماره آذر ۹۹) محاسبه شده است.

*** تاریخ‌های مشخص شده در نمودار تاریخ انتشار گزارش‌های اجماع می‌باشند.

کاهش فاصله P/E سهام بزرگ

و کوچک

پس از ۶ هفته

با مراجعه به وبسایت www.irancr.com می‌توانید از آخرین نتایج این گزارش اطلاع پیدا کنید.

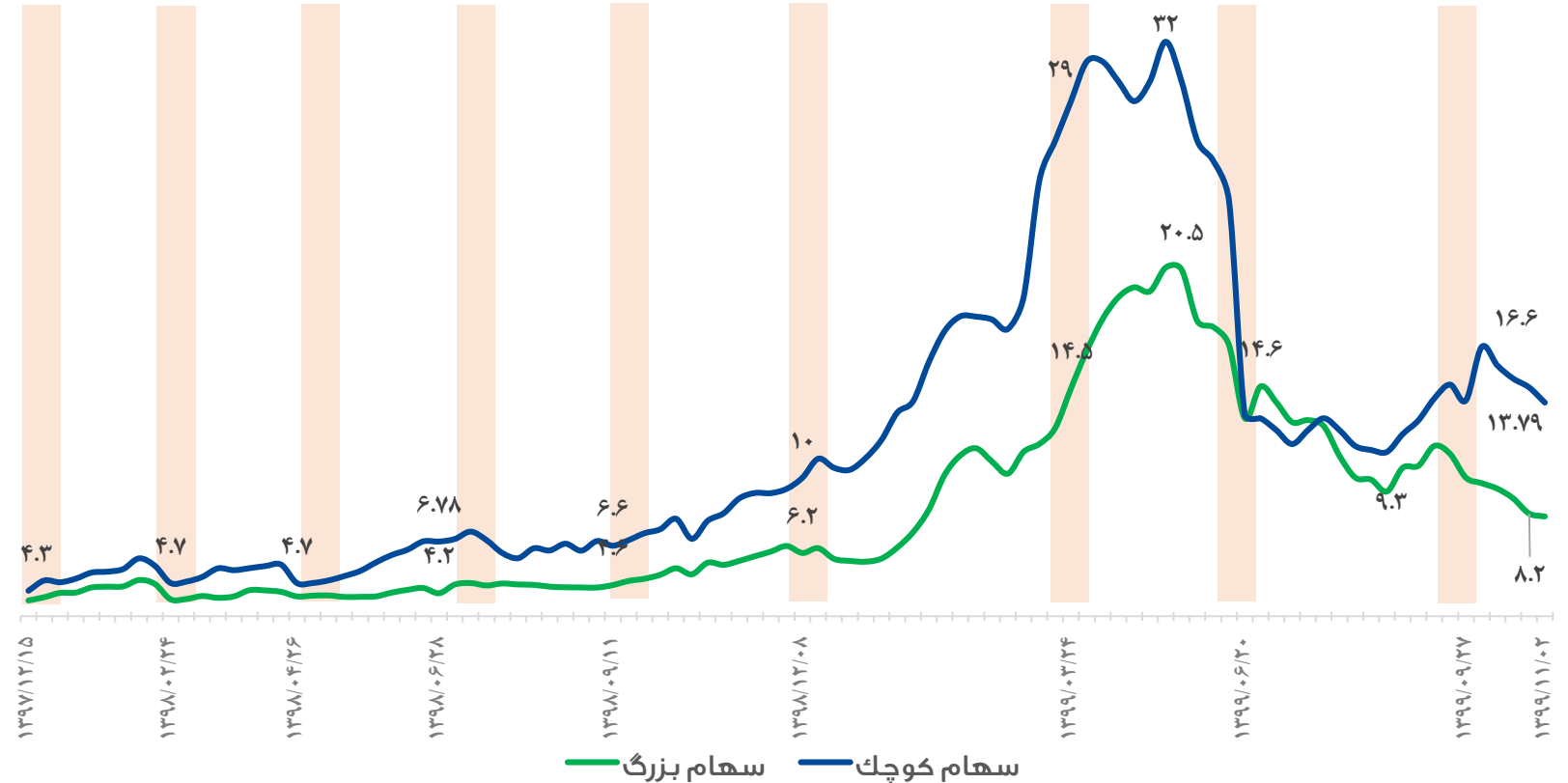
*** برای محاسبات نسبت قیمت بر درآمد سهام از شرکت‌های گزارشات اجماع تحلیلگران استفاده شده است.
** منظور از شرکت‌های بزرگ، شرکت‌های یک سوم بالا بر اساس ارزش بازار و شرکت‌های کوچک، شرکت‌های یک سوم پایین بر اساس ارزش بازار است.

*** عمده شرکت‌های بزرگ از هلدینگ‌ها، فلزات اساسی، پتروشیمی‌ها، پالایشگاهی و محصولات شیمیایی مختلف بوده‌اند. از جمله این شرکت‌ها می‌توان به فارس، فولاد، فملی، تاپیکو، شپنا، پارسان، اخابر، زاگرس، شپدیس و حکشتی اشاره کرد.

*** عمده شرکت‌های کوچک از غذایی و خوراکی، قند، حمل و نقل، دارو، شوینده، پی‌اس‌پی و بوتیلیتی بوده‌اند. از جمله این شرکت‌ها می‌توان به غبشهر، غشه‌داب، قزوین، حسینا، دالبر، کاسپین، شگل و رکیش اشاره کرد.

*** تاریخ‌های مشخص شده در نمودار تاریخ انتشار گزارش‌های اجماع می‌باشند.
*** افت نسبت قیمت به درآمد پیشرو در این نواحی نشان دهنده، انتظار رشد سودآوری شرکت‌ها است.

P/E فورواردهای شرکت‌های بزرگ و کوچک بازار سهام



کمترین سطح تورم ماهانه ۱۳۹۹

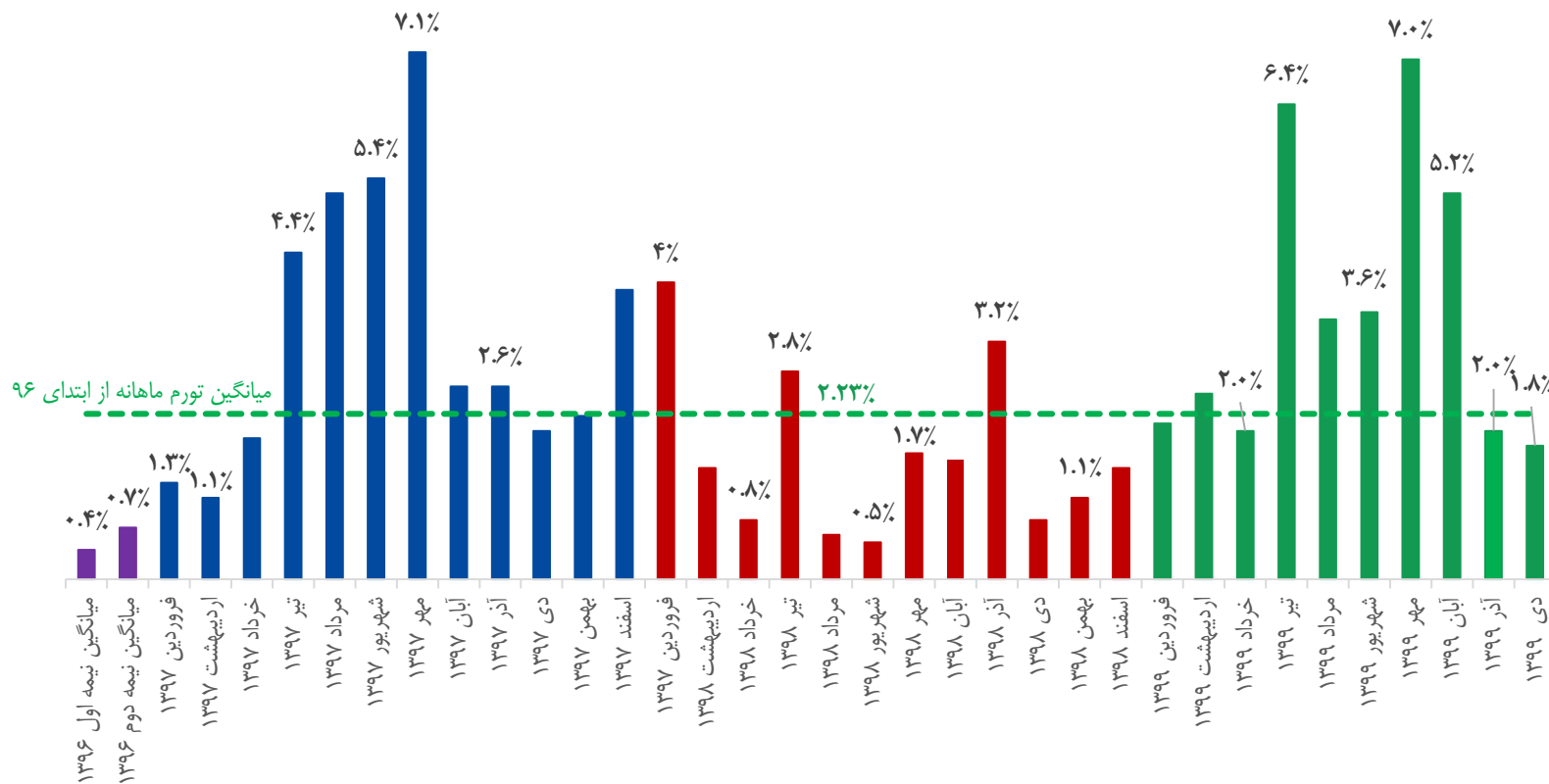
ادامه روند نزولی سه ماهه اخیر

ثبت رقم تورم ماهانه پایین تر از سطح میانگین برای دومین ماه متوالی، میتواند نشانگر پایان شوک تورمی اخیر در اقتصاد ایران باشد.

البته همچنان تغییر محسوسی در جهت گیری سیاست های پولی و مالی از جانب سیاستگذار دیده نمیشود و باید ریشه های تورم مزمن در اقتصاد ایران را همچنان پابرجا دانست.

در شرایط فعلی تا زمانی که انتظارات تورمی بوسیله افق کاهش نرخ ارز ناشی از فضای سیاسی حاکم، از فضای اقتصاد دور باشد، نرخ تورم در محدوده نزدیک به میانگین بلندمدت و پایینتر از آن در نوسان خواهد بود.

تورم ماهانه از ابتدای سال ۱۳۹۷

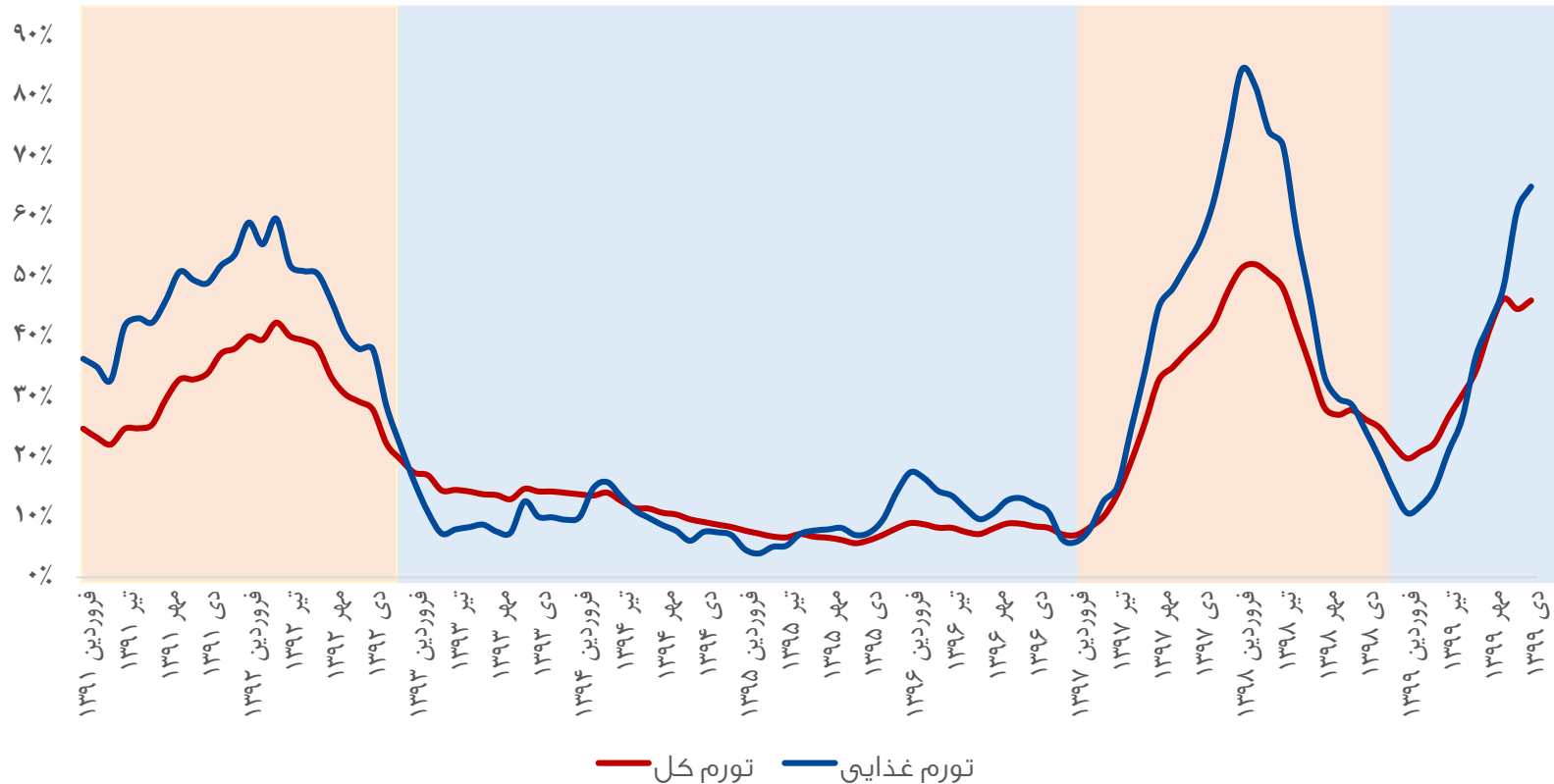


منبع: مرکز آمار ایران

رشد قیمت اقلام خوراکی بیشتر از شاخص تورم

در بلندمدت همواره رشد قیمت مواد خوراکی و آشامیدنی، در دوره‌های رونق واکنش بیشتری نسبت به شاخص تورم نشان داده است. به بیان دیگر میتوان اینگونه اظهار داشت که بدلیل ارتباط بیشتر با مواد وارداتی و وجود وزن سایر اقلام داخلی در شاخص تورم، جهش نرخ ارز توسط گروه غذایی بیشتر جذب شده است.

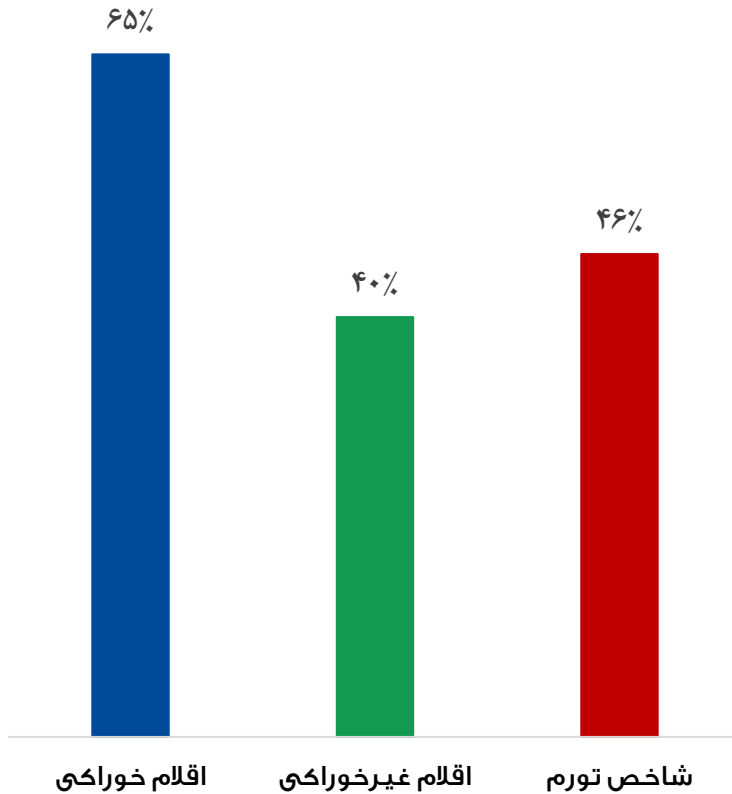
رشد تورم نقطه به نقطه گروه خوراکی و تورم کل سالانه



واقعیت دیگر از داده‌های تورمی

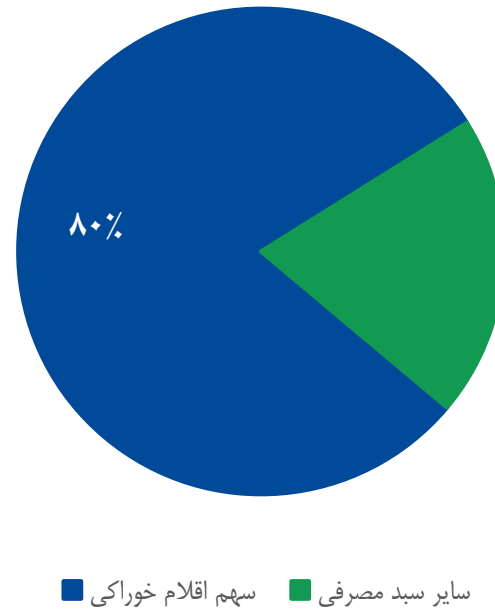
تورم درک شده توسط اقشار ضعیف در یکسال منتهی به دی ۹۹: ۶۷٪

تورم نقطه به نقطه منتهی به دی ۹۹

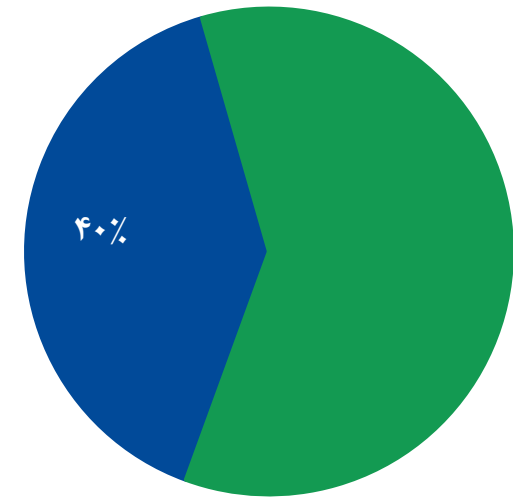


سهم اقلام خوراکی و روزمره در سبد مصرفی خانوار دو دهک اول و دهم

منبع: مرکز آمار ایران



دهک اول (کمترین درآمد)



دهک دهم (بیشترین درآمد)

کارنامه دو دهه اقتصاد ایران

کاهش ۴۴ درصدی قدرت خرید خانوار

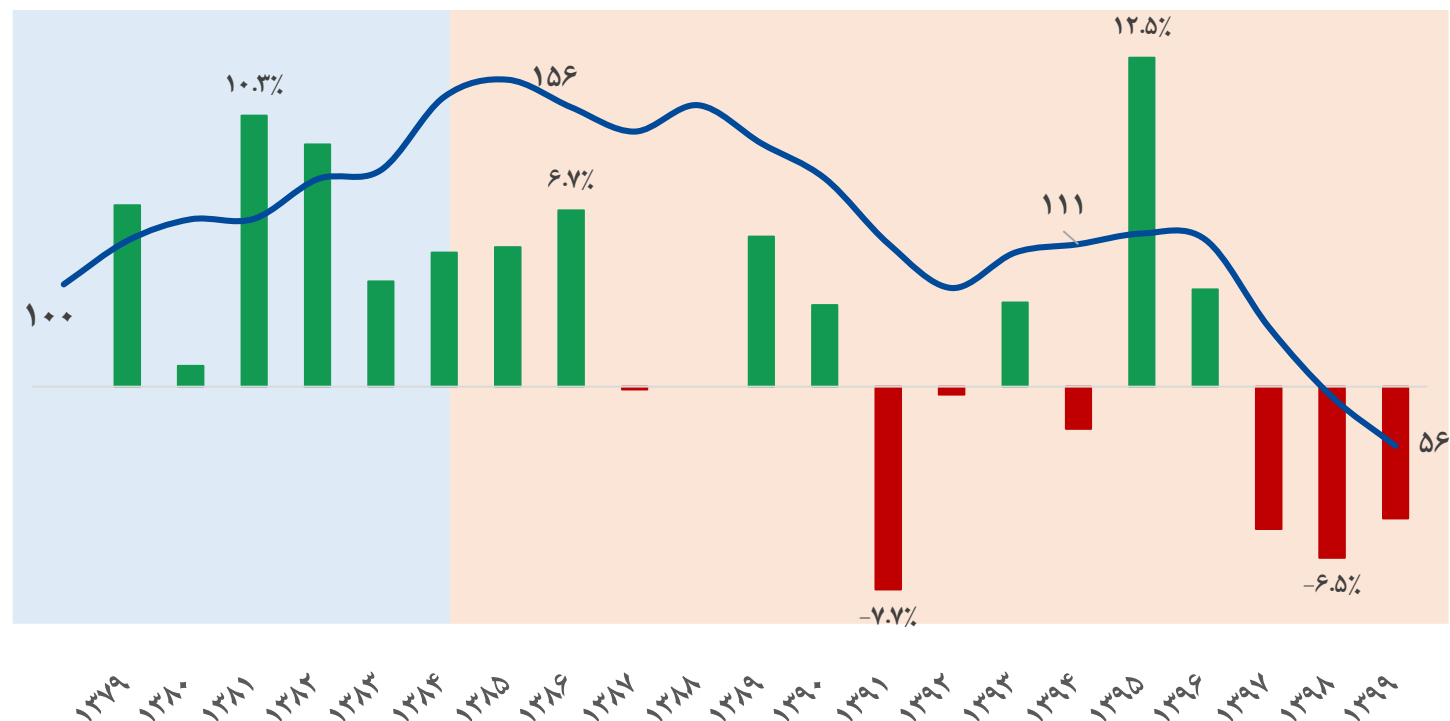
رشد اقتصادی در ۲۰ سال گذشته و روند قدرت خرید ۱۰۰ تومانی خانوار از مبدا سال ۸۰

داده‌های مرکز آمار نشان می‌دهد که یک خانواده ایرانی بطور متوسط در سال ۱۳۸۰ به میزان ۳ میلیون تومان قدرت خرید داشته است.

این عدد بصورت اسمی در سال ۹۹ به محدوده ۵۷ میلیون تومان رسیده است. یعنی هزینه‌کرد هر خانواده حدوداً ۵۷ میلیون تومان برای سال ۹۹ می‌باشد.

اگر رشد اسمی و تورم را از محاسبات کنار بگذاریم، نتیجه زیر بدست خواهد آمد:

هم اکنون یک خانواده ایرانی، در یک شرایط مساوی با سال ۱۳۸۰، ۴۴٪ از یک خانواده ایرانی در سال ۸۰ قدرت خرید کمتری را دارد.

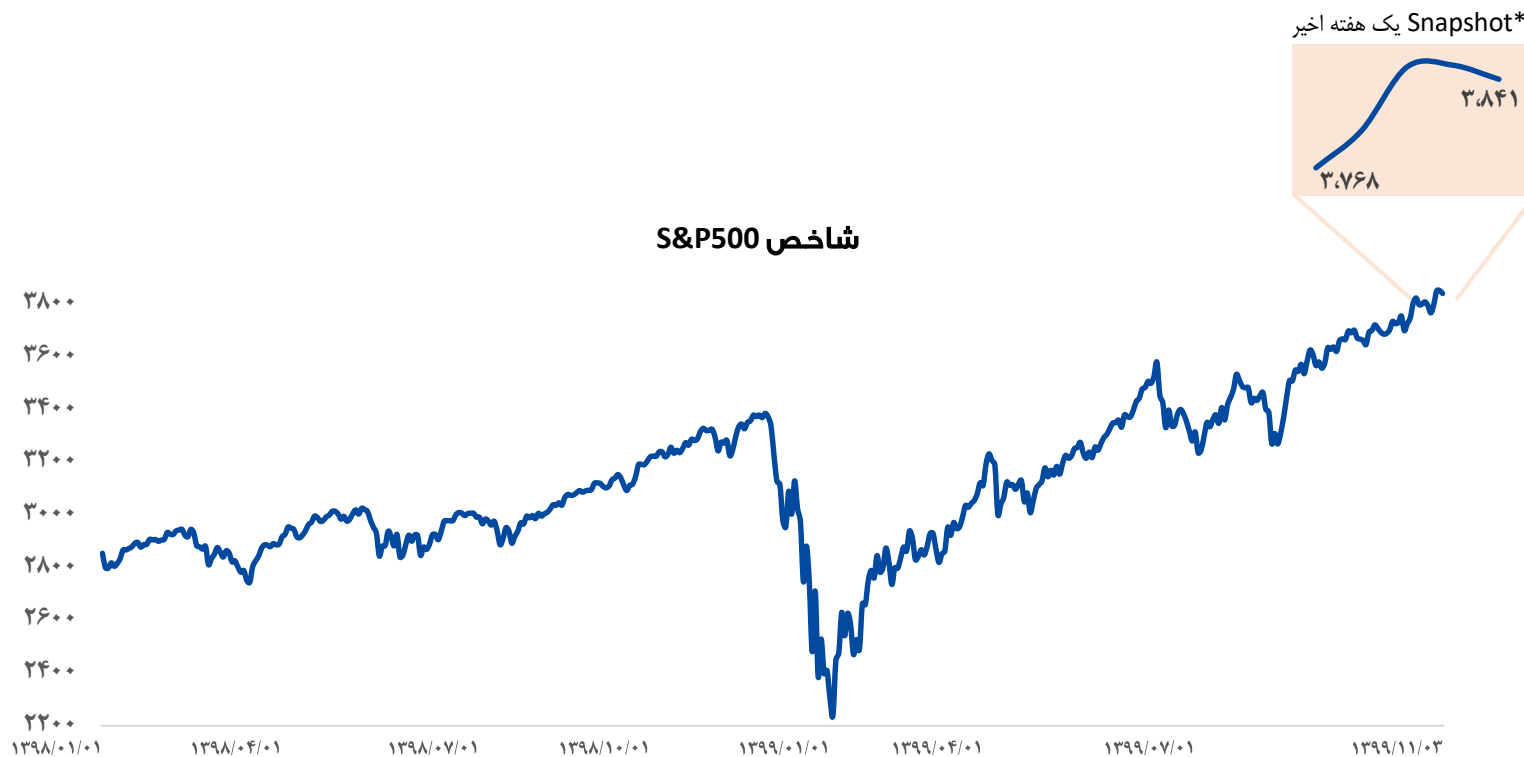


استقبال بازارهای سهام به ورود بایدن به کاخ سفید

بازار سهام: در ابتدای هفته گذشته داده‌های فراتر از انتظار اقتصاد چین منتشر شدند و در ادامه نیز با انتقال صلح‌آمیز قدرت در آمریکا بازارهای سهام رشد خوبی را تجربه کردند. بنظر می‌رسد با انتقال صلح‌آمیز قدرت در آمریکا از ریسک بازار کاسته شد و باعث اقبال به سهام شد. این هفته بازده شاخص تکنولوژی نزدیک از سقوط بازار بعثت بحران کرونا به بیش از ۱۰۰٪ درصد رسیده‌است، در حالیکه در این مدت بازدهی شاخص S&P500 حدود ۷۰٪ بوده‌است که نشان از اقبال بازار سهام آمریکا به شرکت‌های تکنولوژی در یک سال اخیر دارد.

بازار کالاها: پس از دو هفته رشد شاخص دلار، در هفته اخیر شاخص دلار به روند نزولی خود ادامه داد و به محدوده ۹۰ واحدی رسید. اگرچه در میان‌مدت همچنان انتظار افت شاخص دلار وجود دارد اما بنظر می‌رسد در کوتاه مدت شاخص دلار در محدوده ۹۰ واحدی نوسان کند که از دلایل آن می‌توان به احتمال اصلاح در بازارهای سهام اشاره کرد.

* این گزارش برای بازار آمریکا تا تاریخ ۲۳ ژانویه تهیه شده است.

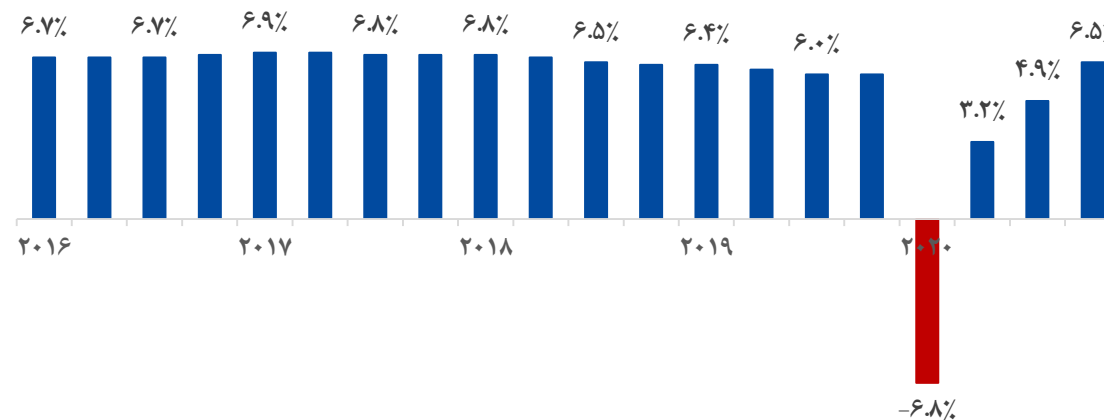


بازارها در هفته منتهی به جمعه ۳ بهمن

بازده از ابتدای سال میلادی	بازده هفتگی	آخرین قیمت	شاخص
۴.۳٪	۱.۹٪	۳۸۴۱	S&P 500 Index
۰.۸٪	۰٪	۳۶۰۲	STOXX EUROPE50 Index
-۲.۲٪	۰٪	۱۸۵۴	انس طلا
-۰.۲٪	۰.۹٪	۱.۲۱۷	EUR/USD

بازگشت رشد اقتصادی چین به قبل از شیوع کرونا

تولید ناخالص داخلی چین (سالانه YOY)



تولید ناخالص داخلی چین: با شیوع کرونا در فصل اول سال ۲۰۲۰ و محدودیت‌های ناشی از آن،

تولید ناخالص داخلی چین شوک بزرگی را تجربه کرد و اقتصاد این کشور حدود ۷٪ کوچک شد. اما پس از آن و با کنترل موفقیت‌آمیز شیوع کرونا در این کشور شرایط اقتصادی چین به روند صعودی خود بازگشت و حالا اقتصاد این کشور در فصل چهارم سال ۲۰۲۰ نسبت به سال قبل از آن رشد بیش از ۶ درصدی داشته‌است که همانند روند سال‌های گذشته می‌باشد. بنابراین داده‌های اقتصادی چین همچنان از روند صعودی کامودیتی‌ها حمایت می‌کند.

مهمترین اطلاعات اقتصادی هفته گذشته:	قبلی	پیش بینی	واقعی
تولید ناخالص داخلی چین GDP (سالانه) (فصل چهارم ۲۰۲۰)	۴.۹%	۶.۱%	۶.۵%
شاخص تولیدات صنعتی چین (سالانه) (دسامبر)	۷%	۶.۹%	۷.۳%
شاخص ارزیابی انتظارات اقتصادی آلمان ZEW (ژانویه)	۵۵	۶۰	۶۱.۸
شاخص PMI بخش تولید آلمان (ژانویه) (انتشار مقدماتی)	۵۸.۳	۵۷.۵	۵۷

مهمترین اطلاعات اقتصادی هفته آینده:	تاریخ انتشار	قبلی	پیش‌بینی
تولید ناخالص داخلی آمریکا GDP (فصلی) (سه ماهه چهارم ۲۰۲۰)	۹ بهمن	۳۳.۴%	۴%
شاخص PMI بخش تولید چین (ژانویه)	۱۱ بهمن	۵۱.۹	۵۲

اید‌های سرمایه‌گذاری

بانک‌های جهانی

سیاست تورمزای دموکرات‌ها، به نفع بازار سهام

لزوم سرمایه‌گذاری در هر دو قطب اقتصاد جهان. با اینکه رویکرد دولت بایدن در قبال چین را بسیار متفاوت از دولت قبلی می‌دانیم، اما انتظار داریم رقابت اقتصادی و تکنولوژیک بین دو کشور، همچنان سطح تنش‌ها را بالا نگه دارد. با افزایش فاصله چین و آمریکا به عنوان دو قطب رشد اقتصادی جهان، پیشنهاد می‌کنیم که سرمایه‌گذاران در معرض بازار سهام هر دو کشور قرار بگیرند. ریسک سرمایه‌گذاری در چین، سطح بالای بدهی دولت، نوسانات یوان و تنش‌های استراتژیک با امریکا است. با این حال، معتقدیم که پتانسیل بازدهی در بازار سهام چین به قدری هست که جبران ریسک سرمایه‌گذاران را بکند.

حباب در اکثر سهام بازار وجود ندارد. از سال گذشته تاکنون نرخ اوراق به شدت بالا رفته‌است و حتی بازدهی این اوراق در برخی از کشورها به محدوده‌های منفی رسیده‌است، بنابراین سرمایه‌گذاران رغبت بیشتری برای ریسک کردن در بازار سهام نشان داده‌اند و شاخص‌های بازارهای سهام به شدت رشد کرده‌اند. اگر شش شرکت بزرگ تکنولوژی (اپل، مایکروسافت، آمازون، گوگل، فیسبوک و انویدیا) را از شاخص S&P حذف کنیم، بازدهی این شاخص در سال ۲۰۲۰ به ۶٪ کاهش می‌یابد (در حالیکه بازدهی S&P در سال ۲۰۲۰ ۱۶٪ درصد بوده‌است). بنابراین می‌توان نتیجه گرفت بجز شرکت‌های بزرگ تکنولوژی و برخی سهام خاص بازار، کلیت بازار رشد محسوسی نداشته‌اند و همچنان از میانگین ارزش‌گذاری تاریخی خود پایین‌تر هستند.

نظاره‌گر بودن استراتژی پرهزینه‌ای است، مواظب نقد کردن پورتنفوی سرمایه‌گذاری خود باشید. در دوره‌هایی که نرخ بهره به حداقل می‌رسد، ارزش پول نقد و بسیاری از اوراق بدهی از بین می‌رود. محاسبات ما نشان می‌دهد که اگر از سال ۱۹۵۰ تا کنون یک دلار در پورتنفوی بازار سهام در جهان سرمایه‌گذاری می‌کردید، ارزش روز آن به ۱۱۰۰ دلار رسیده بود. اما اگر ۳۰٪ یا حتی بیش از این مقدار را نقد نگه می‌داشتید، ارزش روز پورتنفوی شما به ۳۸۰ دلار می‌رسید. پیشنهاد می‌کنیم در بازه‌های ۵ الی ۱۰ ساله، به غیر از موجودی نقد جهت پوشش نیازهای ضروری، بقیه را سرمایه‌گذاری کنید.

BlackRock

UBS

Citibank

پرونده ویژه:

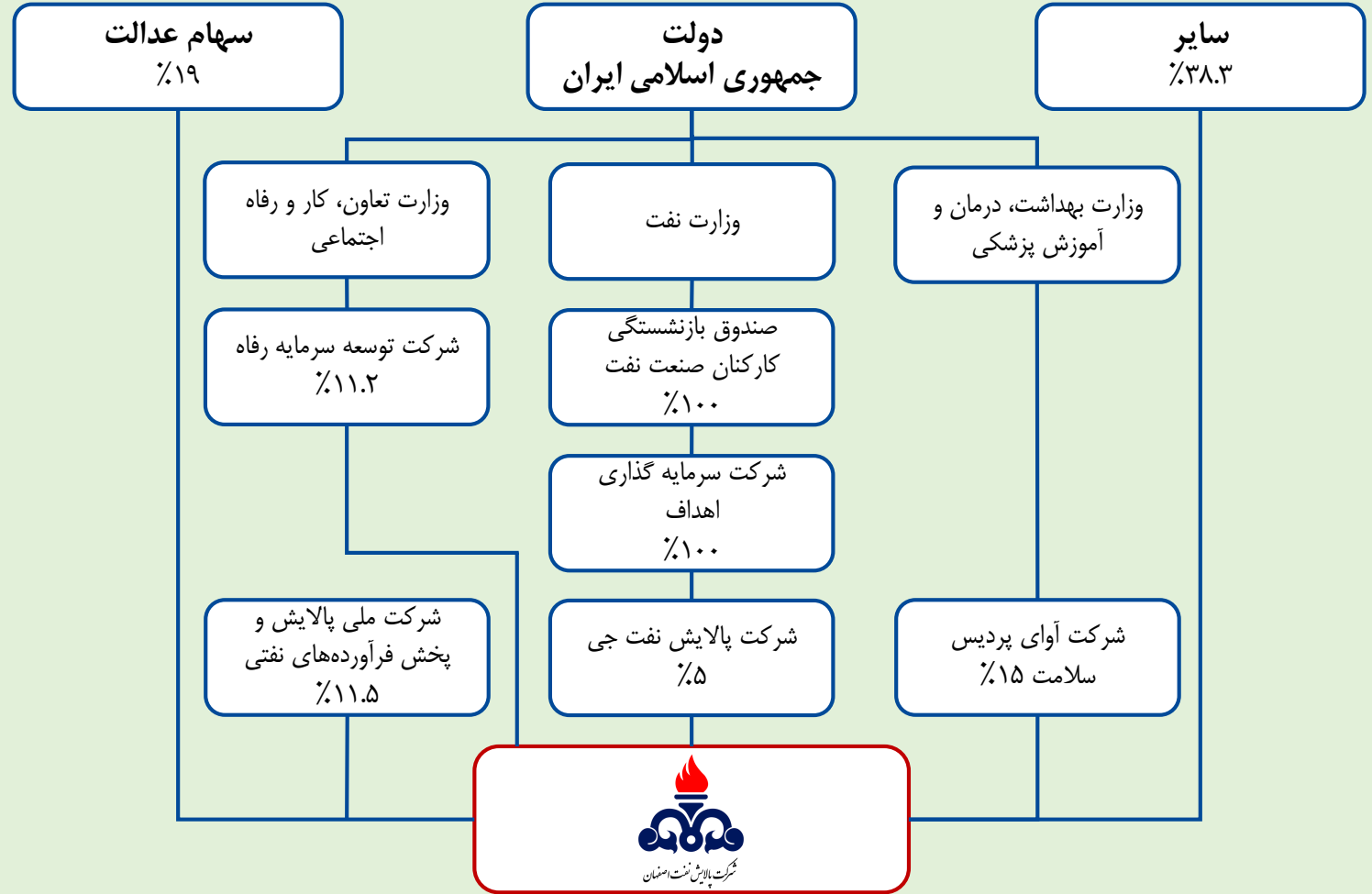
پالایشگاه نفت اصفهان

کنترل دولت بر شرکت؛

شناوری بالای سهم

اطلاعات کلی شرکت	
نماد	شپنا
قیمت سهم (۱۳۹۹/۱۱/۰۴)	۱۰,۰۴۰
سرمایه (میلیارد ریال)	۷۶,۰۰۰
ارزش بازار (میلیارد ریال) (۱۳۹۹/۱۱/۰۴)	۷۶۳,۰۴۰
سال مالی	۲۹ اسفند
حداکثر ظرفیت پالایش نفت خام (هزار بشکه در روز)	۳۷۵
سال بهره‌برداری از واحدهای اولیه	۱۳۵۸
سال بهره‌برداری از واحدهای بنزین‌سازی	۱۳۹۲
دوره گردش وجوه نقد (روز) (۱۳۹۸/۱۲/۲۹)	۱۲
میانگین ارزش روزانه معاملات ۳ ماه اخیر (میلیارد ریال)	۳,۲۷۰
بتا (۳ ساله)	۱.۷۵

سهامداران شرکت پالایش نفت اصفهان



مدیریت متمرکز بر امور داخلی؛ تامین مالی از محل سود

میانگین نمرات: ۳.۳



بسیار مطلوب	بسیار مطلوب	متوسط	مطلوب	بسیار مطلوب
۱	۲	۳	۴	۵

شرکت ملی پالایش و پخش فرآورده‌های نفتی، تعیین‌کننده پروژه‌ها، اولویت‌های استراتژیک، مدیران عامل و تامین‌کننده منابع مالی برای پیشبرد طرح‌های کوچک و متوسط پالایشگاه‌های کشور است. بنابراین، برخلاف سایر کسب‌وکارها، تیم مدیریت پالایشگاه عمدتاً بر مسائل داخلی متمرکز بوده و کنترل چندانی بر استراتژی توسعه و تامین مالی شرکت ندارند. با این وجود، از ابتدای دهه ۹۰ که پروژه‌های جدی‌تر شرکت کلید خورده، مدیرعامل شرکت تنها یک بار و در سال ۱۳۹۷ عوض شده است. ضمناً، طی ده سال گذشته و با آغاز تحریم‌ها، مدیران شرکت در جذب فایننسور و پیمانکار خارجی برای انجام پروژه‌های بزرگ ناکام بوده‌اند.

ثبات و صلاحیت مدیریت ۳ (متوسط)

عدم کنترل پالایشگاه‌ها بر فرآیند فروش محصولات مصوب، باعث شده تا مدیریت عملیات شرکت در حوزه فروش، موجودی و هماهنگی با تامین‌کنندگان، در سال‌های گذشته مطابق با سایر پالایشگاه بزرگ کشور نظیر تهران و بندرعباس باشد. میانگین سه ساله دوره گردش وجوه نقد در پالایشگاه‌های اصفهان و بندرعباس ۲۸ روز و در پالایشگاه تهران ۲۲ روز بوده است.

کارایی عملیات ۴ (مطلوب)

یادداشت توضیحی صورت‌های مالی پالایشگاه اصفهان، شامل همه جزئیات و تاریخچه مسائل مهم مالی و فنی حاکم بر پروژه‌های شرکت است. شرکت در بخش درآمدهای عملیاتی نیز با جزئیات قابل توجهی تمام محصولات فروش رفته را به تفکیک بارانه‌ای و آزاد و با ذکر قیمت و مشتری هدف، آورده است.

کیفیت گزارشگری؛ سطح افشاء؛ سطح شفافیت ۵ (بسیار مطلوب)

در سال ۱۳۹۵ حدود ۱۰۰ میلیون دلار بیش‌پرداخت به شرکت دایلم کره جنوبی جهت انجام طرح بهبود فرآیند و بهینه‌سازی پالایشگاه اصفهان پرداخت شده، اما پس از قطع همکاری با دایلم بخش مهمی از آن به دلیل هنوز تعیین تکلیف نشده است.

حفاظت از دارایی‌ها ۳ (متوسط)

شرکت از نظر ظرفیت و تولید با پالایشگاه بندرعباس قابل قیاس است اما تعداد پرسنل آن ۲۶۰۰ نفر است که در مقایسه با ۴۰۰۰ نفر در بندرعباس بسیار کمتر است. با این وجود پالایشگاه اصفهان در سال ۱۳۹۸ به ازای هر کارمند ۱۰۰ میلیون تومان دستمزد پرداخت کرده که در مقایسه با ۷۰ میلیون تومان بندرعباس، عددی بالاتر است.

قدرت چانه‌زنی نیروی انسانی ۳ (متوسط)

۱- پالایشگاه از سال ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸، ۳۰٪ از سود خالص خود (حدود ۱.۵ میلیارد دلار) را به حساب اندوخته طرح‌های توسعه منتقل کرده و تمام این مبلغ را در پروژه‌های داخلی خود خرج کرده است.
۲- تقسیم سود شرکت طی ده سال گذشته معادل ۱.۸ میلیارد دلار (۴۰٪ از کل جریان وجود نقد ورودی به شرکت) بوده است.

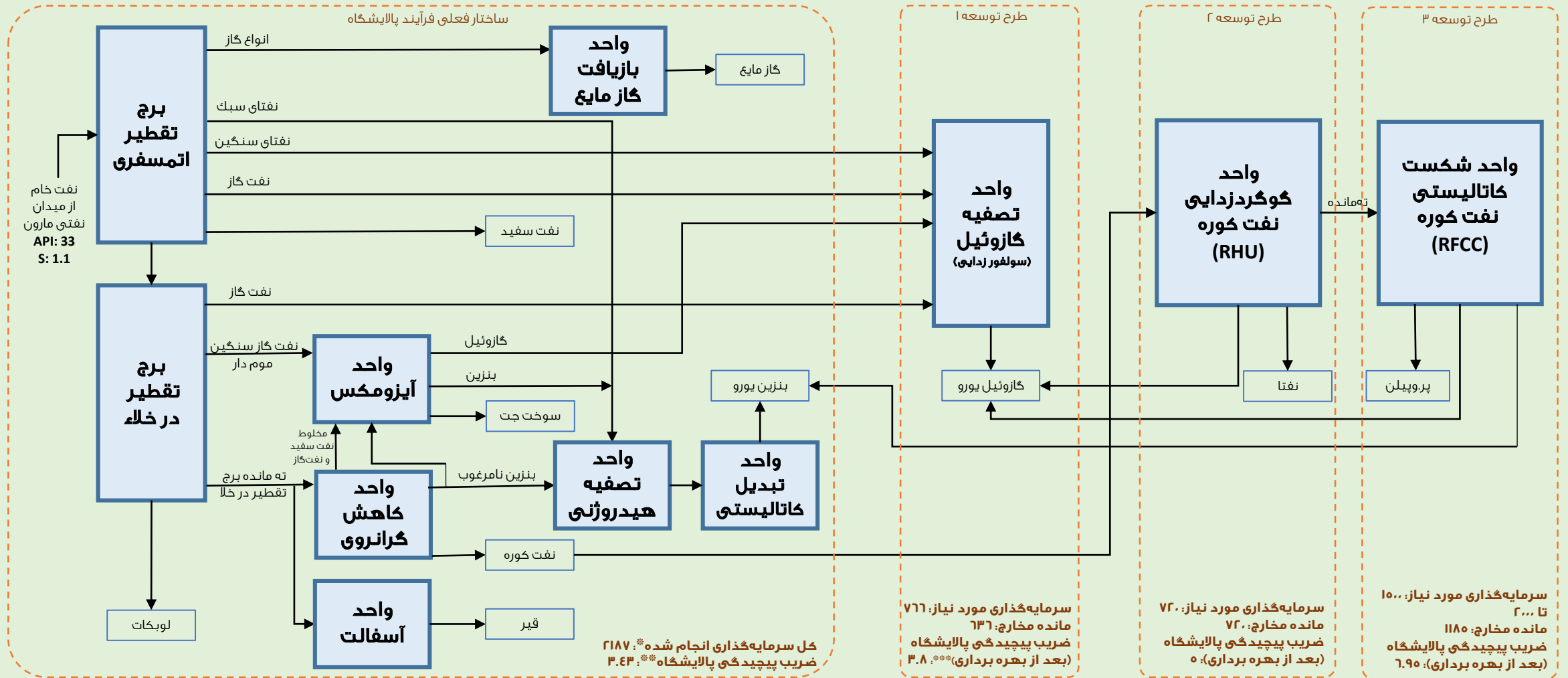
تمایل به تقسیم سود؛ کیفیت تامین مالی سرمایه‌گذاری‌ها ۲ (نامطلوب)

بخش مهمی از سود ریالی تقسیم نشده شرکت طی ده سال گذشته، سپرده‌گذاری شده و در مجموع ۷۵۰ میلیون دلار سود سپرده به آن تعلق گرفته است. در صورتی که این مبلغ می‌توانسته جهت تسریع پروژه‌ها هزینه شود. نمونه اخیر، طرح تصفیه گازوئیل است که طبق برآوردهای اولیه باید ۴ ساله انجام می‌شد، اما ۸ سال به طول انجامیده است.

کیفیت انجام سرمایه‌گذاری‌ها ۳ (متوسط)

قضاوت کلی در مورد حاکمیت شرکتی: با توجه به کنترل شرکت ملی پالایش و پخش فرآورده‌های نفتی بر عملیات و استراتژی پالایشگاه نفت اصفهان، تفاوت معناداری در مدیریت و کارایی عملیاتی پالایشگاه‌های کشور مشاهده نمی‌شود. شرکت از نظر تقسیم سود و کیفیت انجام و تامین مالی سرمایه‌گذاری‌ها طی یک دهه گذشته ضعیف عمل کرده اما بالا بودن سطح شفافیت در گزارش دهی، حاکمیت شرکتی آن را در مجموع در سطح متوسط قرار می‌دهد.

بهبود ۳.۵ واحدی ضریب پیچیدگی پالایشگاه اصفهان پس از بهره‌برداری از طرح‌ها



* مبالغ به میلیون دلار. ارزش جایگزینی شرکت در زمان تجدید ارزیابی دارایی‌های ثابت مشهود در سال (۱۳۸۱، ۲۵۴ میلیون دلار بوده و جمع هزینه‌های سرمایه‌ای از سال ۱۳۸۲ تا نیمه ۱۳۹۹، ۱۹۳۳ میلیون دلار بوده است.
** طبق گزارش سال ۲۰۱۷ شرکت ملی پالایش و پخش فرآورده‌های نفتی ایران در سمپوزیوم JCCP *** محاسبات کیان

طرح ا: تمام گازوئیل پالایشگاه

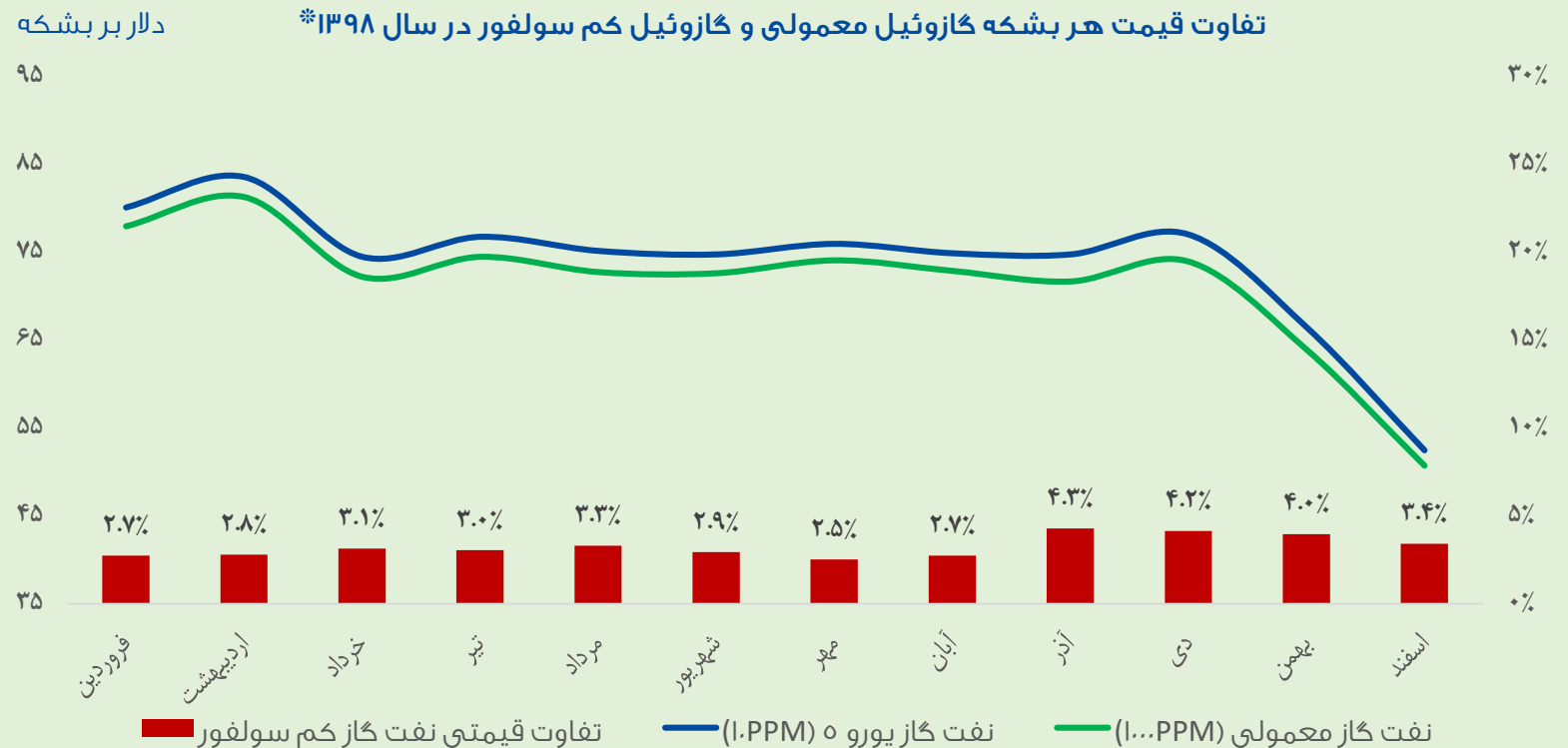
به EURO5 بهبود می‌یابد

بهره برداری: ابتدای ۱۴۰۰

با بهره برداری از طرح تصفیه گازوئیل (با ظرفیت ۱۰۰ هزار بشکه در روز)، تمام گازوئیل تولید پالایشگاه به یورو ۵ تبدیل خواهد شد. تا قبل از این تنها یک پنجم از گازوئیل شرکت طبق استاندارد یورو ۵ بود.

طبق اظهارات معاون اقتصادی و بازرگانی شرکت پالایش نفت اصفهان**، بهره برداری از این طرح بالغ بر ۱۹۲ میلیون یورو (۲۳۰ میلیون دلار) مابه‌التفاوت ناشی از فروش گازوئیل کم‌گوگرد عاید این شرکت می‌کند.

اما محاسبات ما نشان می‌دهد که با فرض نفت برنت ۵۰ دلاری و اسپرد ۳.۲٪ درصدی گازوئیل کم‌سولفور با معمولی، سالانه ۷۷ میلیون دلار (۶۰ سنت دلار به ازای هر بشکه نفت خوراک) به سود شرکت اضافه خواهد شد.



سال آغاز پروژه تصفیه گازوئیل	پیمانکار	کل مخارج پروژه	مخارج انجام شده تا نیمه ۱۳۹۹	تاریخ بهره برداری	وضعیت طرح
۱۳۹۳	نارگان-چالش و مپنا	۷۶۶ میلیون دلار	۶۳۶ میلیون دلار	ابتدای ۱۴۰۰	رو به اتمام پیشرفت فیزیکی ۸۸٪

* منبع: صورت حساب فروش فرآورده‌های نفتی صادره از پالایش و پخش برای پالایشگاه تبریز در سال ۱۳۹۸
 ** مصاحبه با خبرگزاری موج در مهر ۱۳۹۹

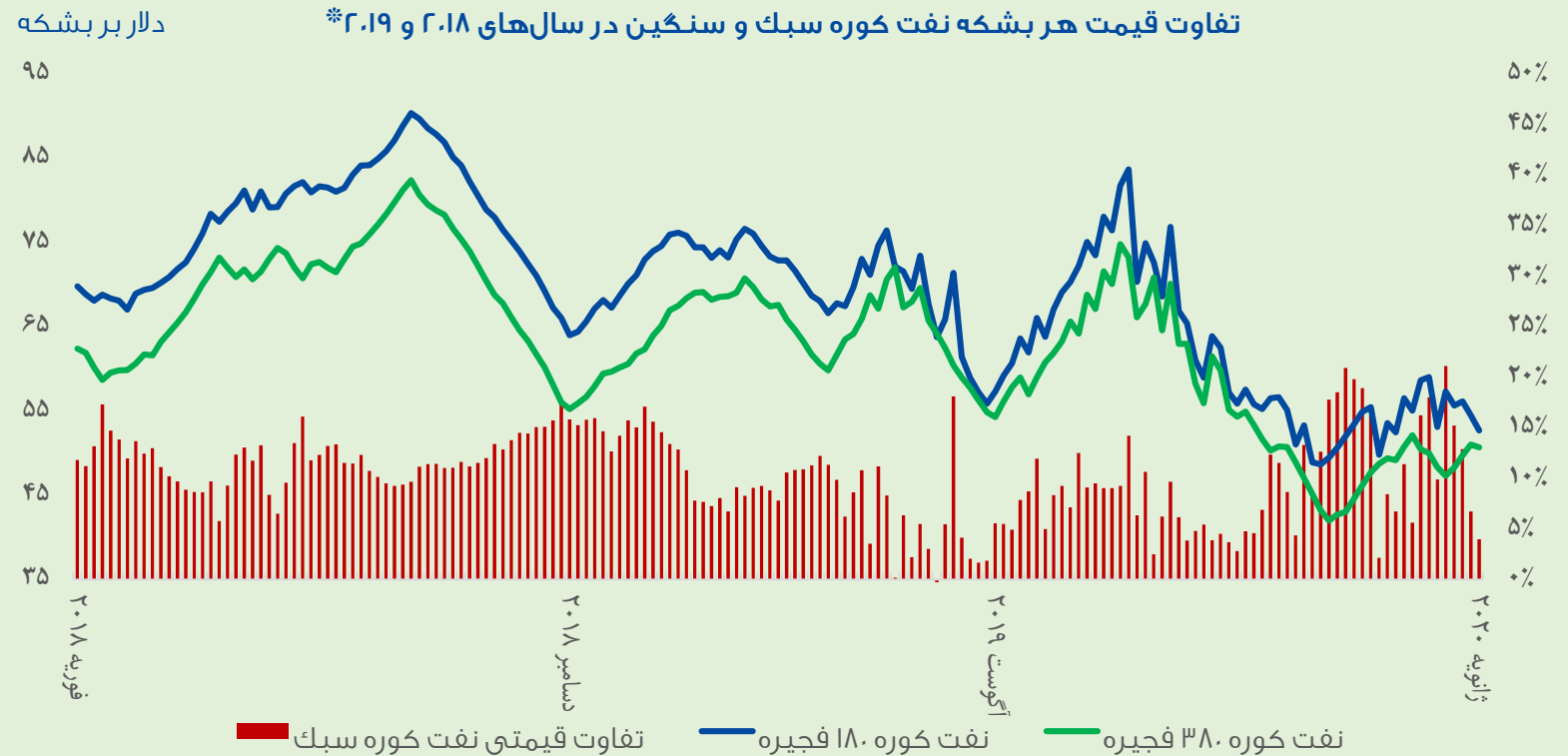
طرح ۲: تمام نفت کوره، گوگردزدایی می‌شود

بهره برداری: ابتدای ۱۴۰۴

با بهره‌برداری از طرح گوگردزدایی از ته‌مانده برج های تقطیر، روزانه ۸۱ هزار بشکه نفت کوره سنگین (FO۳۸۰) و برش‌های سنگین مشابه گوگردزدایی شده و به نفت کوره سبک (FO۱۸۰) تبدیل خواهد شد.

طبق اظهارات معاون اقتصادی و بازرگانی شرکت پالایش نفت اصفهان، پس از بهره‌برداری از این طرح سود ناخالص ناشی از فروش نفت کوره کم‌گوگرد ۲۴۶ میلیون یورو (۲۹۵ میلیون دلار) خواهد بود.

اما محاسبات ما نشان می‌دهد که با فرض نفت برنت ۵۰ دلاری و اسپرد ۱۰٪ درصدی نفت کوره سبک با سنگین، سالانه ۱۳۰ میلیون دلار (۱ دلار به ازای هر بشکه نفت خوراک) به سود شرکت اضافه خواهد شد.



وضعیت طرح	تاریخ بهره برداری	مخارج انجام شده تا نیمه ۱۳۹۹	کل مخارج پروژه	پیمانکار	سال آغاز پروژه گوگردزدایی نفت کوره
در دست اجرا با پیشرفت فیزیکی ۷٪*	ابتدای ۱۴۰۴	۴ میلیون دلار	۷۲۰ میلیون دلار	نارگان	۱۳۹۸

* منبع: shipandbunker

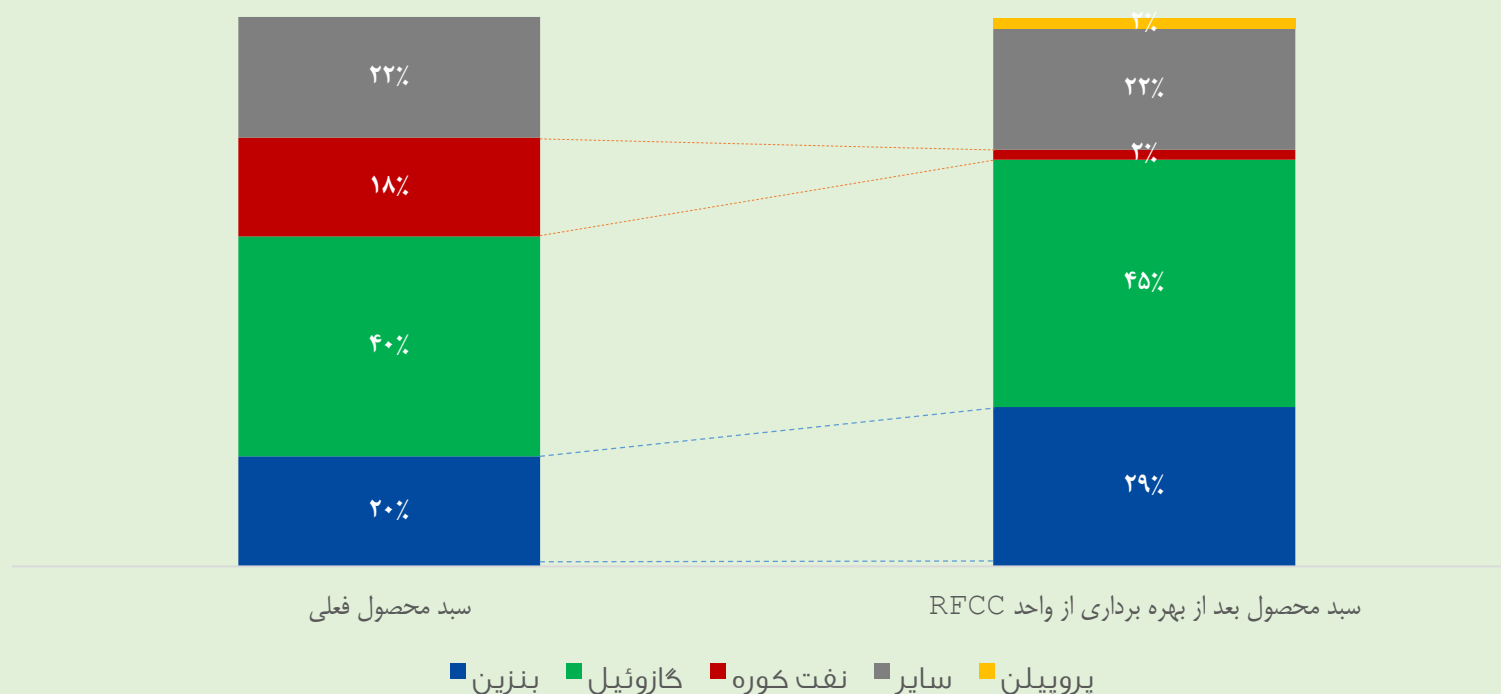
طرح ۳: تبدیل نفت کوره، به فرآورده‌های باارزش

بهره برداری: نامعلوم

واحد شکست کاتالیستی نفت کوره (RFCC) مهم‌ترین واحد فرآیندی در پالایشگاه‌های جهان محسوب می‌شود. بیش‌ترین جذابیت این واحد آنجاست که می‌تواند حدود ۵۰٪ از نفت کوره ورودی خود را به بنزین باکیفیت تبدیل کند. ۳۰٪ به گازوئیل کم‌کیفیت، ۱۰٪ به پروپیلن و ۱۰٪ دیگر به سایر محصولات تبدیل می‌گردد.*

این واحد در صورت راه‌اندازی، می‌تواند تولید بنزین یورو پالایشگاه اصفهان را ۵۵٪ افزایش داده و سبد محصول شرکت را متحول نماید.

تغییر ترکیب سبد محصول پالایشگاه اصفهان، بعد از بهره‌برداری از واحد شکست کاتالیستی نفت کوره



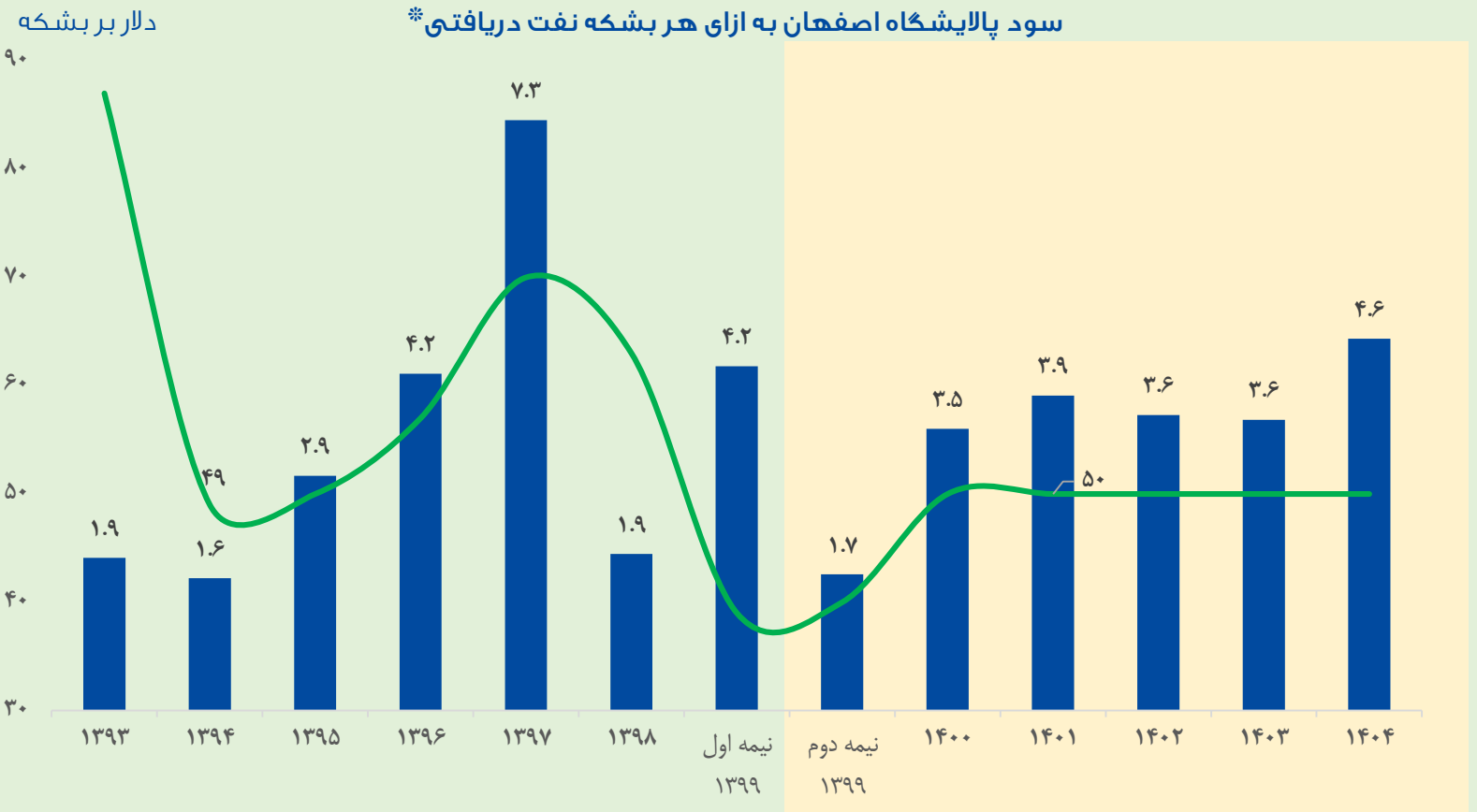
سال آغاز پروژه شکست کاتالیستی نفت کوره	پیمانکار	کل مخارج پروژه	مخارج انجام شده تا نیمه ۱۳۹۹	تاریخ بهره‌برداری	وضعیت طرح
۱۳۹۵	دایلم (قطع همکاری)	۱۰.۵ الی ۲ میلیارد دلار	۱۸ میلیون دلار	نامعلوم	متوقف با پیشرفت فیزیکی ۱۷٪

* منبع: McKinsey Energy Insights و مقاله digitalrefining «Optimisation of product yield and coke formation in a RFCC unit»

بهبود سودآوری شینا

به ۳.۶ دلار در هر بشکه

انتظار داریم که نرمال شدن تقاضای فرآورده‌های نفتی در جهان پس از رفع اثر کرونا از اقتصاد جهانی (از تابستان ۱۴۰۰) و بهره‌برداری از طرح تصفیه گازوئیل پالایشگاه اصفهان (از ابتدای سال ۱۴۰۰)، کرک اسپرد پالایشگاه را به محدوده ۳.۶ دلار به ازای هر بشکه برساند. از سال ۱۴۰۴ به بعد، بهره‌برداری از طرح گوگردزدایی از نفت کوره (RHU) این عدد را به ۴.۶ دلار در هر بشکه خواهد رساند.



* سود پالایشگاه از تقسیم سود خالص شرکت بر مقدار خوراک دریافتی محاسبه شده است. رشد سود خالص در نیمه نخست ۱۳۹۹، به واسطه بازگشت ذخایر موجودی در سال ۱۳۹۸ بوده است.

کرک اسپرد پالایش نفت اصفهان | نفت برنت

به ثبات رسیدن کرک اسپرد

از تابستان ۱۴۰۰

مفروضات پایه محاسبه سودآوری پالایشگاه اصفهان

۱- نرخ تورم از سال ۱۴۰۰ آهسته آهسته به میانگین بلندمدت (۱۵ درصد) بازمی‌گردد.

۲- رشد دلار در سال‌های آینده، در محدوده تورم ۱۵ درصدی در نظر گرفته شده است.

۳- دستمزد معادل تورم رشد داده شده است.

۴- فرض شده که نفت سبک صادراتی ایران از نفت برنت در بلندمدت ۰.۱٪ ارزاتر باشد.

۵- قیمت گازوئیل از سال ۱۴۰۰ به بعد، با توجه به بهره برداری از طرح تصفیه گازوئیل و افزایش کیفیت، ۰.۲٪ بالاتر خواهد رفت.

۶- فرض شده فاصله قیمتی بنزین، گازوئیل و نفت کوره نسبت به نفت برنت از تابستان ۱۴۰۰ به بعد، به محدوده نرمال بازگشته و به ترتیب ۱۳٪، ۱۹٪ و ۱۵٪- باشد.

۷- فرض شده با بهره‌برداری از طرح تصفیه گازوئیل، شرکت از سال ۱۴۰۰ دیگر عوارض آلودگی پرداخت نکند.

مفروضات کلان	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳
قیمت دلار مبادله‌ای / نیما	۲۶,۵۲۳	۲۹,۵۹۰	۳۱,۳۷۹	۳۴,۱۶۰	۶۰,۲۸۶	۱۱۲,۵۰۰	۲۰۵,۰۰۰	۲۳۵,۷۵۰	۲۷۱,۱۱۳	۳۱۱,۷۷۹	۳۵۸,۵۴۶
نفت برنت - دلار بر بشکه	۸۷	۴۹	۵۰	۵۷	۷۰	۶۳	۴۲	۵۰	۵۰	۵۰	۵۰
نفت سبک صادراتی ایران - دلار بر بشکه	۸۳	۴۴	۴۵	۵۴	۶۷	۵۹	۳۹	۴۷	۴۷	۴۷	۴۷
بنزین فوب خلیج فارس - دلار بر بشکه	-	-	-	۶۷	۷۸	۶۹	۴۳	۵۵	۵۶	۵۶	۵۶
گازوئیل فوب خلیج فارس - دلار بر بشکه	-	-	-	۶۷	۸۳	۷۲	۴۷	۵۸	۵۸	۵۸	۵۸
نفت کوره فوب خلیج فارس - دلار بر بشکه	-	-	-	۴۷	۶۰	۴۸	۳۶	۴۳	۴۳	۴۳	۴۳
نرخ تورم - نقطه به نقطه	۱۶٪	۸٪	۱۲٪	۵٪	۴۷٪	۲۲٪	۳۵٪	۲۰٪	۱۵٪	۱۵٪	۱۵٪
مفروضات تولید و فروش											
مقدار فروش بنزین - هزار بشکه در روز	۷۳	۷۵	۷۰	۷۲	۶۱	۶۷	۶۹	۷۱	۷۱	۷۱	۷۱
مقدار فروش گازوئیل - هزار بشکه در روز	۱۳۲	۱۳۰	۱۲۹	۱۲۷	۱۲۲	۱۴۶	۱۳۸	۱۴۲	۱۴۲	۱۴۲	۱۴۲
مقدار فروش نفت کوره - هزار بشکه در روز	۷۰	۶۶	۶۲	۵۶	۵۲	۶۶	۶۲	۶۴	۶۴	۶۴	۶۴
مقدار فروش سایر محصولات - هزار بشکه در روز	۸۹	۹۴	۸۱	۱۱۳	۶۹	۷۴	۷۶	۷۸	۷۸	۷۸	۷۸
نرخ سبد محصول	۸۵	۴۹	۵۰	۵۵	۷۲	۶۰	۴۱	۵۰	۵۱	۵۱	۵۱
بهره‌وری پالایشگاه (مقدار فروش/مقدار نفت مصرف شده)	۹۸٪	۹۸٪	۹۹٪	۱۰۹٪	۹۶٪	۹۸٪	۹۸٪	۹۸٪	۹۸٪	۹۸٪	۹۸٪
مفروضات بهای تمام‌شده											
مقدار نفت دریافتی - هزار بشکه در روز	۳۷۲	۳۷۲	۳۴۶	۳۳۶	۳۱۸	۳۵۹	۳۴۵	۳۵۵	۳۵۵	۳۵۵	۳۵۵
نرخ نفت دریافتی - دلار بر بشکه	۸۵	۴۷	۴۵	۵۶	۶۸	۵۹	۳۷	۴۵	۴۵	۴۵	۴۵

۴۷۰ میلیون دلار سود خالص پالایشگاه اصفهان

در میان مدت

۱۴۰۳	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	۱۳۹۳	صورت سود و زیان - میلیون ریال
۲,۳۷۱,۳۲۹	۲,۰۶۲,۰۲۵	۱,۷۹۳,۰۶۶	۱,۵۴۲,۴۱۵	۱,۰۵۲,۳۲۷	۸۶۶,۳۳۲	۴۸۵,۳۹۰	۲۵۰,۸۵۳	۱۹۴,۰۲۲	۱۹۳,۴۴۱	۳۰۰,۵۹۵	فروش
-۲,۱۳۷,۸۴۷	-۱,۸۵۹,۰۸۳	-۱,۶۱۶,۶۷۶	-۱,۴۰۹,۳۳۲	-۹۹۴,۸۸۸	-۸۱۱,۵۹۹	-۴۲۹,۸۸۲	-۲۲۵,۱۷۹	-۱۷۶,۹۹۷	-۱۸۷,۴۹۸	-۲۹۶,۳۱۸	بهای تمام شده کالای فروش رفته
۲۳۳,۴۸۲	۲۰۲,۹۴۲	۱۷۶,۳۹۰	۱۳۳,۰۸۳	۵۷,۴۳۹	۵۴,۷۳۲	۵۵,۵۰۸	۲۵,۶۷۴	۱۷,۰۲۴	۵,۹۴۳	۴,۲۷۷	سود (زیان) ناخالص
۱۰٪	۱۰٪	۱۰٪	۹٪	۵٪	۶٪	۱۱٪	۱۰٪	۹٪	۳٪	۱٪	حاشیه سود ناخالص
-۲۵,۶۳۸	-۲۲,۳۸۰	-۱۹,۵۴۲	-۱۷,۰۵۵	-۱۳,۰۷۲	-۷,۲۶۳	-۵,۲۱۲	-۳,۲۸۲	-۲,۴۰۲	-۳,۰۱۵	-۲,۴۱۹	هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی
.	.	.	.	۴۱,۰۰۰	-۱۹,۸۸۱	۹,۴۰۱	۲	۱,۹۵۳	۱,۹۸۸	۱,۸۲۲	خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی
۲۰۷,۸۴۴	۱۸۰,۵۶۲	۱۵۶,۸۴۸	۱۱۶,۰۲۸	۸۵,۳۶۷	۲۷,۵۸۸	۵۹,۶۹۶	۲۲,۳۹۴	۱۶,۵۷۵	۴,۹۱۶	۳,۶۸۰	سود (زیان) عملیاتی
۹٪	۹٪	۹٪	۸٪	۸٪	۳٪	۱۲٪	۹٪	۹٪	۳٪	۱٪	حاشیه سود عملیاتی
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	هزینه های مالی
۲۰	۲,۵۵۶	۱۰,۷۹۷	۱۳,۱۴۰	۸,۰۴۰	۴,۱۳۶	۱۶۵	-۱۵۳	-۱,۷۷۴	۲,۶۹۸	۳,۹۰۹	خالص سایر درآمدها و هزینه های غیر عملیاتی
۲۰۷,۸۶۴	۱۸۳,۱۱۸	۱۶۷,۶۴۴	۱۲۹,۱۶۸	۹۳,۴۰۷	۳۱,۷۲۵	۵۹,۸۶۱	۲۲,۲۴۲	۱۴,۸۰۱	۷,۶۱۴	۷,۵۸۹	سود (زیان) خالص قبل از مالیات
-۴۱,۵۶۹	-۳۶,۱۱۲	-۳۱,۳۷۰	-۲۳,۲۰۶	-۱۷,۰۷۳	-۳,۲۰۰	-۹,۰۸۷	-۴,۸۲۶	-۳,۳۴۰	-۱,۰۶۷	-۸۳۴	مالیات
۱۶۶,۲۹۵	۱۴۷,۰۰۵	۱۳۶,۲۷۵	۱۰۵,۹۶۲	۷۶,۳۳۳	۲۸,۵۲۵	۵۰,۷۷۵	۱۷,۴۱۵	۱۱,۴۶۱	۶,۵۴۸	۶,۷۵۵	سود (زیان) خالص
۷٪	۷٪	۸٪	۷٪	۷٪	۳٪	۱۰٪	۷٪	۶٪	۳٪	۲٪	حاشیه سود خالص
۷۶,۰۰۰	۷۶,۰۰۰	۷۶,۰۰۰	۷۶,۰۰۰	۷۶,۰۰۰	۵۱,۰۰۰	۵۱,۰۰۰	۲۰,۰۰۰	۲۰,۰۰۰	۲۰,۰۰۰	۲۰,۰۰۰	سرمایه
۲,۱۸۸	۱,۹۳۴	۱,۷۹۳	۱,۳۹۴	۱,۰۰۴	۵۵۹	۹۹۶	۸۷۱	۵۷۳	۳۲۷	۳۳۸	سود هر سهم - ریال
۴۶۴	۴۷۲	۵۰۳	۴۴۹	۳۷۲	۲۵۴	۸۴۲	۵۱۰	۳۶۵	۲۲۱	۲۵۵	سود-میلیون دلار

۳۳۰ میلیون دلار قدرت تقسیم سود در حین هزینه کافی برای پروژه گوگردزدایی از نفت‌کوره

۱- برای استهلاک فرض شده که واحد تصفیه گازوئیل از سال ۱۴۰۰، ۲۰ ساله و به صورت خطی مستهلک شود.

۲- با توجه به ماهیت مشابه عملیات و گردش حساب پالایشگاه‌ها با شرکت ملی پالایش و پخش فرآورده‌های نفتی، برای میزان سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش، میانگین این عدد برای سه پالایشگاه تهران، بندرعباس و اصفهان طی ده سال گذشته در نظر گرفته شده است.

۳- برای مالیات، ۲.۵٪ تخفیف شناوری و ۲.۵٪ تخفیف عرضه در بورس اوراق بهادار در نظر گرفته شده است.

۴- برای مخارج سرمایه‌ای، فرض شده که شرکت ۱۳۰ میلیون دلار مخارج باقی مانده طرح تصفیه گازوئیل را تا پایان ۱۳۹۹ هزینه کند. باقی مخارج سرمایه‌ای در طرح (RHU) در سال‌های ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱، ۲۵۰ میلیون دلار و در سال‌های ۱۴۰۲ و ۱۴۰۳، ۱۱۰ میلیون دلار هزینه شود. فرض شده طرح RFCC تا سال ۱۴۰۳ متوقف باقی بماند.

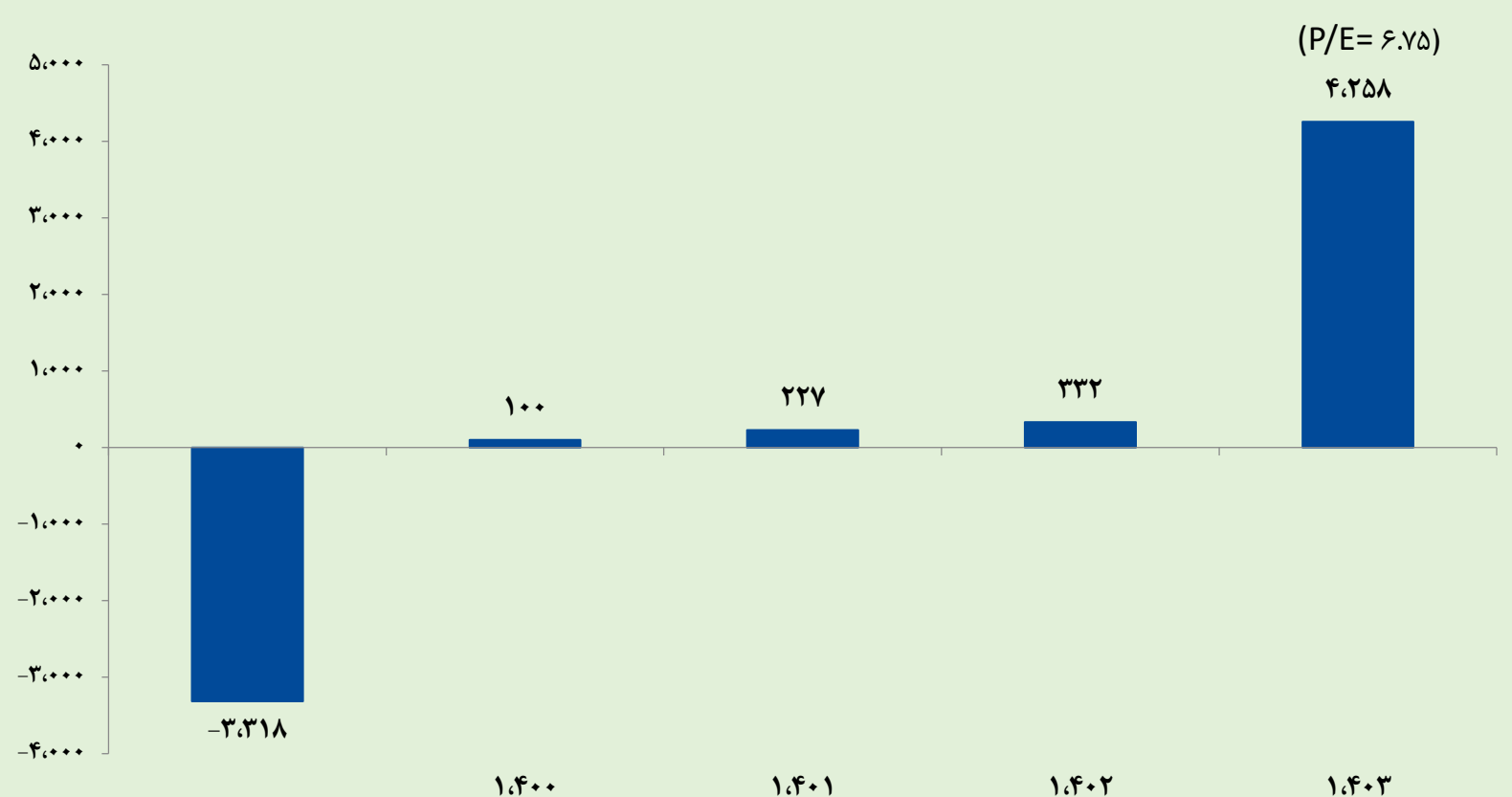
۵- سود نقدی پرداختی در سال ۱۳۹۹، مطابق مصوبه مجمع سال مالی ۱۳۹۸ (۷۲٪) است و فرض شده سود نقدی هر سال، در سال مالی بعد (تعدیل شده با نرخ دلار سال مالی بعد) پرداخت شود. برای سال‌های مالی ۱۳۹۹ به بعد، فرض شده تقسیم سود به اندازه ۷۰٪، ۸۵٪ و ۸۳٪ و ۸۰٪ سود خالص باشد.

صورت جریان وجوه نقد - میلیون دلار	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳
سود عملیاتی	۴۱۶	۴۹۲	۵۷۹	۵۷۹	۵۸۰
استهلاک	۱۰	۴۸	۴۸	۴۸	۴۸
سرمایه گذاری در سرمایه در گردش	-۷۴	-۷۴	-۷۴	-۷۴	-۷۴
مالیات بر درآمد پرداختی	-۸۳	-۹۸	-۱۱۶	-۱۱۶	-۱۱۶
خالص سرمایه گذاری در دارایی ثابت مشهود	-۱۳۰	-۲۵۰	-۲۵۰	-۱۱۰	-۱۱۰
خالص سرمایه گذاری های کوتاه مدت	۰	۰	۰	۰	۰
خالص سرمایه گذاری های بلندمدت	۰	۰	۰	۰	۰
وجوه حاصل از افزایش سرمایه	۰	۰	۰	۰	۰
وجه نقد از سود بانکی	۳۹	۵۶	۴۰	۸	۰
وجوه حاصل از فعالیت‌های مالی	۰	۰	۰	۰	۰
موجودی نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت شرکت‌های تابعه	۲۹۴	۳۱۹	۱۶۰	۲۸	۰
سود نقدی قابل پرداخت (میلیون دلار)	-۱۰۰	-۲۲۷	-۳۳۲	-۳۶۳	-۳۲۸
تغییر وجه نقد	۷۸	-۵۳	-۱۰۵	-۲۷	۰

نرخ بازده داخلی دلاری ۴ ساله؛ ۱۱ درصد

میلیون دلار

جریان وجوه برای محاسبه نرخ بازده داخلی ۴ ساله



۱- P/E در سال ۱۴۰۳ معادل ۶.۵ و از سود تلفیقی فوروارد در محاسبات استفاده شده است. لذا با این محاسبات، خرید شپنا با قیمت‌های فعلی و با دید ۴ ساله، منجر به بازدهی دلاری متوسط ۱۱ درصدی خواهد شد.

۲- سود پایدار شرکت برای محاسبه آخرین جریان نقدی، ۴۶۴ میلیون دلار بعلاوه ۱۳۰ میلیون دلار (حاصل از بهره‌برداری از پروژه گوگردزایی از نفت کوره از ابتدای سال ۱۴۰۴ است که به اندازه یک سال به نرخ ۱۵٪ تنزیل شده است). طرح RFCC در ارزشگذاری شرکت لحاظ نشده است.

* ارزش روز شرکت بر مبنای دلار ۲۳ هزار تومان بدست آمده است.

** ارزشگذاری شرکت، با فرض نرخ بازدهی مورد انتظار دلاری ۱۵٪ انجام شده است. P/E انتصابی به سود پایدار شرکت، ۶ بعد از مجمع، و ۷ قبل از مجمع است و به ازای هر فصل تا تاریخ برگزاری مجمع شرکت، ۰.۲۵ واحد به P/E شرکت اضافه می‌گردد.

*** شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی ۵ ستاره دارند، یک واحد P/E و حاکمیت شرکتی ۴ ستاره، نیم واحد به اعداد فوق اضافه می‌شود. برای حاکمیت شرکتی ۳ ستاره و پایین‌تر، ضرایب ارزشگذاری تغییری داده نمی‌شود.

عدم جذابیت شپنا با نرخ بازدهی دلاری ۱۱ درصدی

افزایش سودآوری پالایشگاه پس از بهره‌برداری از طرح‌های توسعه، اما کمتر از ادعای مدیران: با وجود آنکه انتظار نداریم طرح شکست کاتالیستی نفت کوره (RFCC) در افق ۴ ساله به بهره‌برداری برسد، اما بهره‌برداری از طرح‌های تصفیه گازوئیل و گوگردزایی از نفت کوره (RHU) در ابتدای سال‌های ۱۴۰۰ و ۱۴۰۴ در مجموع کرک اسپرد پالایشگاه را ۱.۶ دلار به ازای هر بشکه نفت خوراک بهتر خواهد کرد. ضمناً ادعاهای مدیران شرکت در خصوص سودآوری طرح‌ها منطقی به نظر نمی‌رسد و محاسبات ما نشان می‌دهد که سودآوری طرح‌های پیش‌رو، کمتر از نیمی از اعداد مورد پیش‌بینی مدیران پالایشگاه اصفهان است.

عدم تقسیم سود کافی با وجود کفایت منابع نقدی طی دهه اخیر: بنابر الزامات قانونی و عملیاتی شرکت در اجرای پروژه‌های کیفی‌سازی، از سال ۱۳۹۳ تا کنون ۳۰٪ از سود خالص پالایشگاه اصفهان به حساب اندوخته طرح‌های توسعه‌ای منتقل شده است. با توجه به تاخیر در انجام پروژه‌های اصلی شرکت، بخش مهمی از این منابع صرفاً سپرده‌گذاری شده و مورد تقسیم قرار نگرفته است. محاسبات ما نشان می‌دهد که شرکت در حین انجام پروژه‌های آتی، توانایی تقسیم حدود ۷۰٪ از سود خالص هر سال مالی را داراست.

نرخ بازده داخلی دلاری سالانه ۱۱ درصدی با دید ۴ ساله: طی سه ماه اخیر، ارزش بازار پالایشگاه اصفهان نسبت به سایر شرکت‌های شاخص فرآورده‌های نفتی (شامل سایر شرکت‌های پالایشی، روانکار و قیر) ۸.۹٪ و نسبت به شاخص کل ۳۱.۲٪ بیشتر کاهش پیدا کرد. با بهبود کرک اسپردها و بهره‌برداری از طرح‌ها، سود دلاری شرکت نیز می‌تواند تا سال ۱۴۰۴ نسبت به ۱۳۹۹ با ۶۰ درصد رشد روبرو شود. با این وجود و با توجه به نرخ بازده داخلی دلاری سالانه ۱۱ درصدی با دید ۴ ساله، ارزش بازار پالایشگاه اصفهان در سطوح فعلی در مقایسه با سایر شرکت‌های بنیادی بازار جذاب به نظر نمی‌رسد.

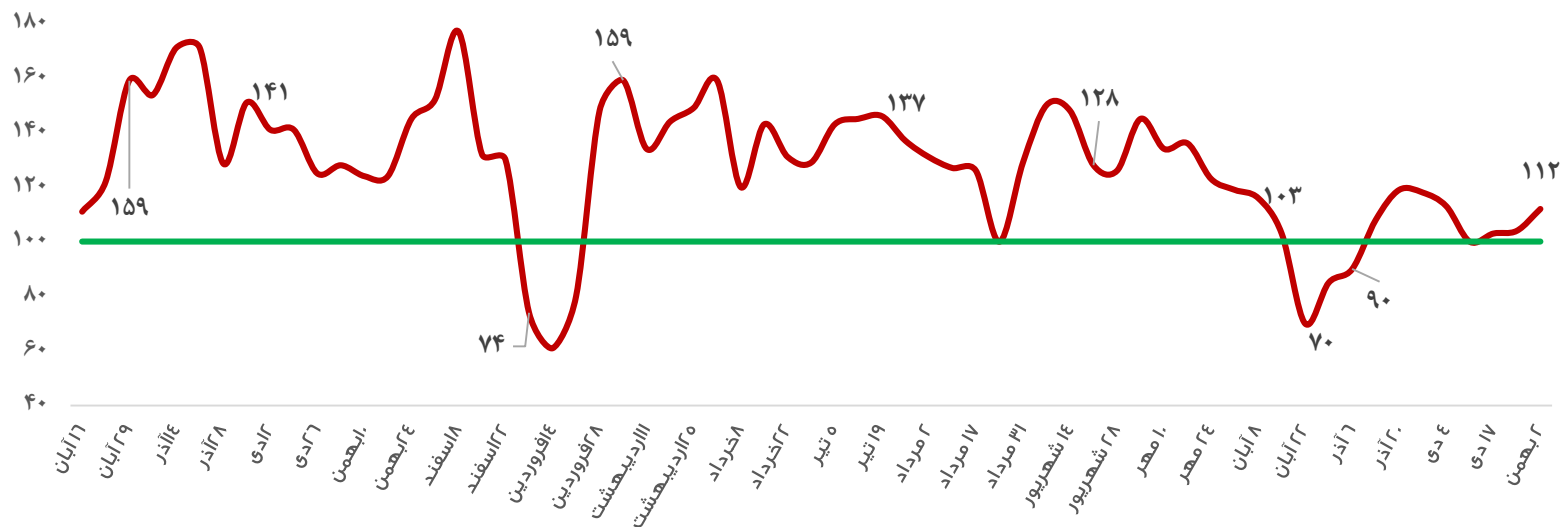


شرکت پالایش نفت اصفهان

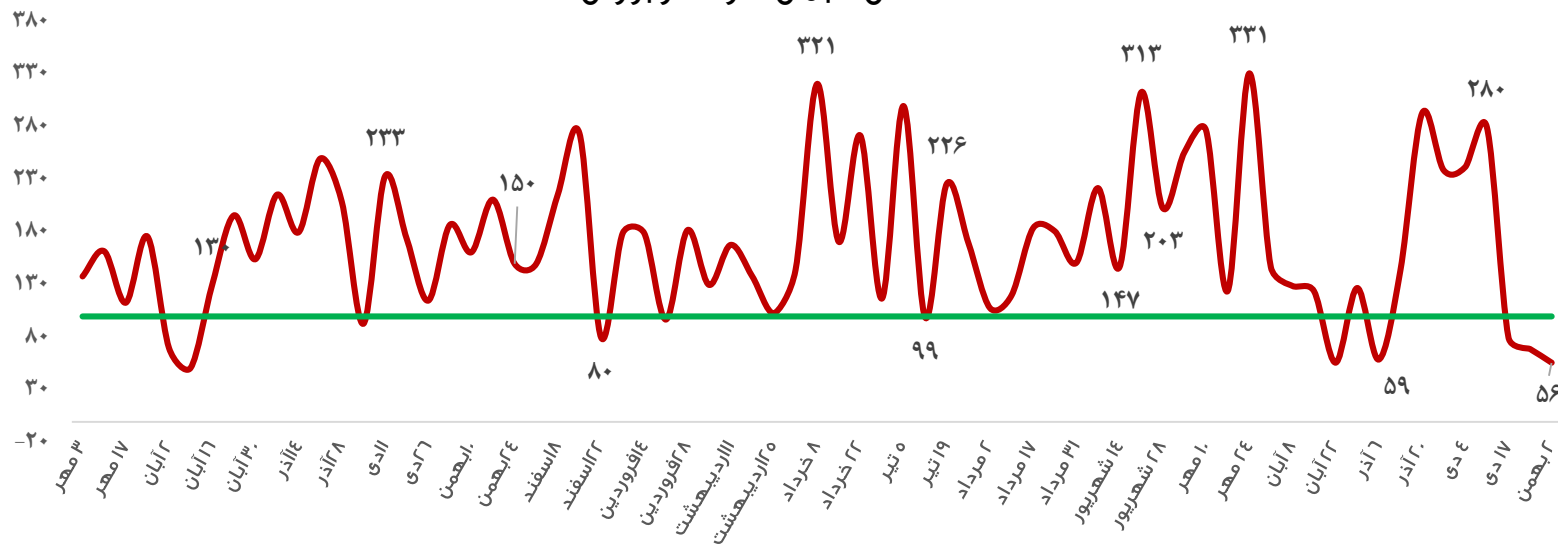
افت جدی تقاضای پلیمرها

طی هفته گذشته کاهش معنی‌دار تقاضا برای محصولات پلیمری در بورس کالا به قدری بود که تنها ۱۷٪، ۴۰٪ و ۳۱٪ از پلی‌اتیلن، پلی‌پروپیلن و پی‌وی‌سی عرضه شده مورد تقاضا قرار گرفت. محصولات پلیمری از نظر قیمتی، هفته باثباتی پشت سر گذاشتند.

شاخص حجمی پلیمر در بورس کالا



شاخص حجمی فلزات در بورس کالا



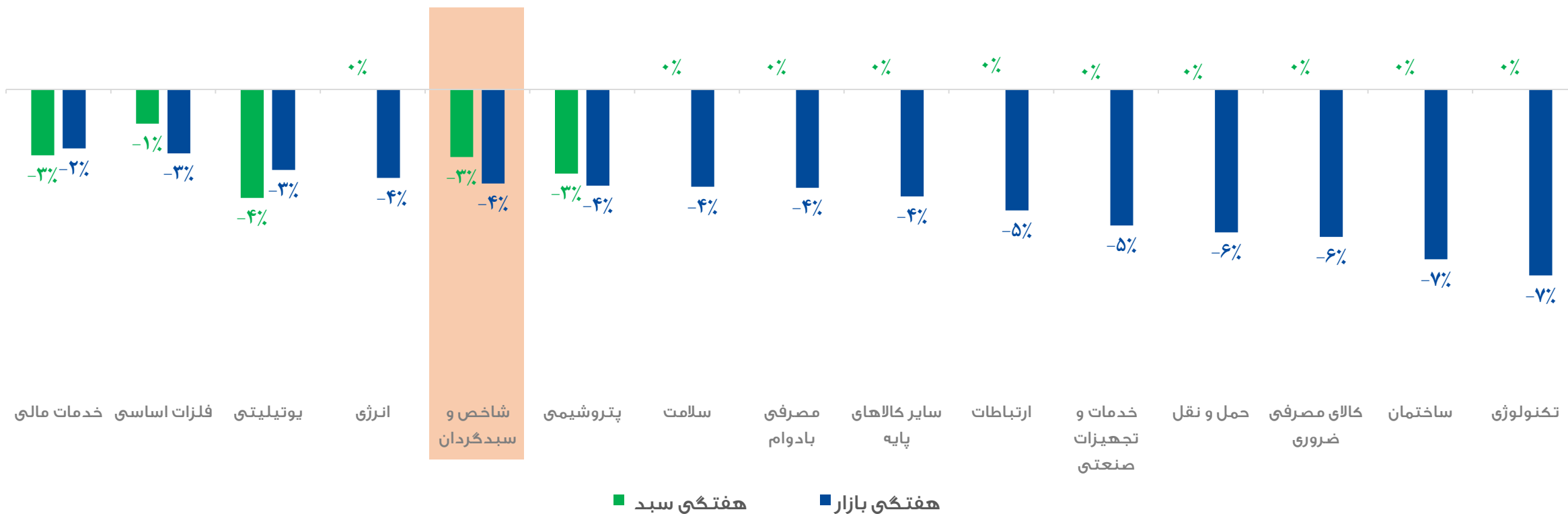
*شاخص حجمی فلزات در بورس کالا، شاخصی است که تغییرات حجم فلزات اصلی معامله شده در بورس کالا را به صورت هفتگی نشان می‌دهد.

**شاخص حجمی فلزات تغییرات حجم کالاهای معامله شده در گروه فلزات اساسی (شامل گروه فولاد، مس (مفتول و کاتد)، شمش روی، شمش آلومینیوم) را نشان می‌دهد. مقدار پایه شاخص، یعنی عدد ۱۰۰، برابر میانگین حجم معاملات هفتگی سال ۱۳۹۶ در نظر گرفته شده است.

***شاخص حجمی معاملات پلیمر در بورس کالا شامل معاملات PET، PVC، PP، PE و سایر محصولات پلیمری است.

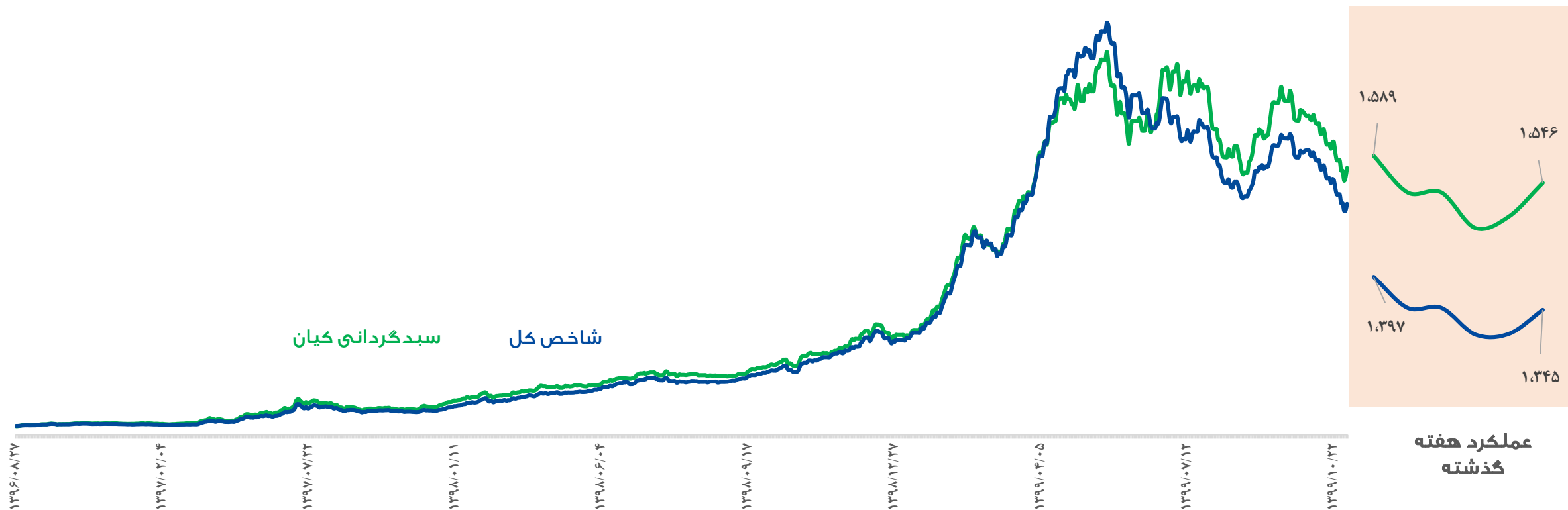
ریزش کمتر سهام بزرگ با اقبال انتهای هفته

بازدهی سکتورهای مختلف در هفته گذشته در بازار و سبدهای تحت مدیریت



افت کمتر سبدها در برابر شاخص در هفته گذشته

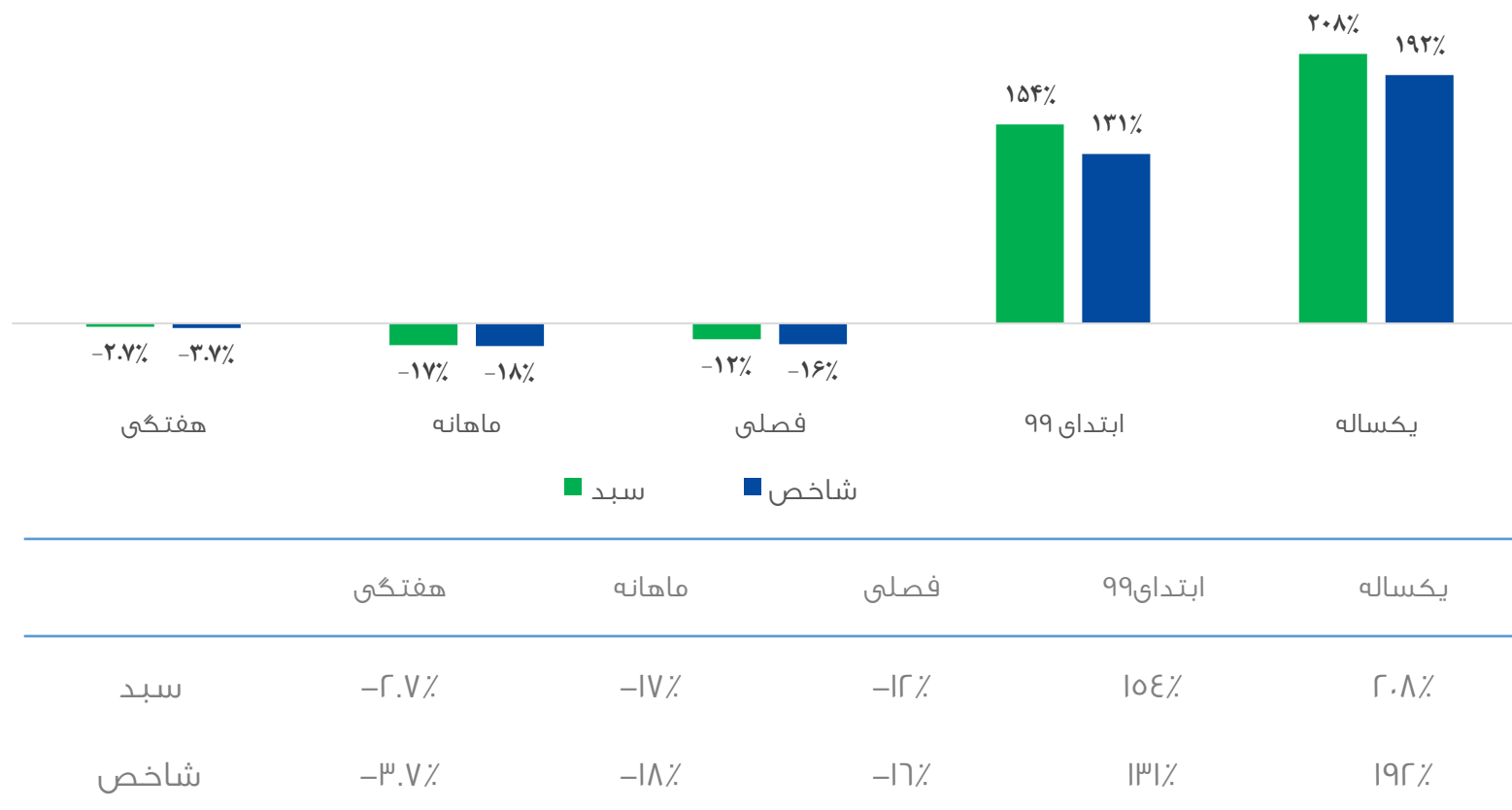
روند بازدهی سبدهای تحت مدیریت و شاخص کل



۱۵۴ درصد

بازدهی سبدها از ابتدای سال ۱۳۹۹

بازدهی بازار و بازدهی سبدهای تحت مدیریت در هفته منتهی به ۲ اسفند



این گزارش توسط تیم مدیریت دارایی کیان در شرکت مشاور سرمایه‌گذاری پرتو آفتاب کیان (دارای مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار) منتشر می‌شود.

گروه خدمات بازار سرمایه کیان یک گروه ارائه دهنده خدمات حرفه‌ای مالی و بازار سرمایه با مالکیت صددرصدی بخش خصوصی و با سرمایه پرداخت شده ۱۰۰۰ میلیارد ریال است. شرکت‌های گروه مالی گسترش سرمایه کیان (خدمات بازار سرمایه)، کارگزاری توسعه معاملات کیان (کارگزاری بورس)، طلوع سرمایه کیان (هلدینگ تکنولوژی مالی)، آفتاب تابان کیان (سرمایه‌گذاری در انرژی‌های نو) و سه صندوق سرمایه‌گذاری زیر، جزو شرکت‌های زیرمجموعه کیان می‌باشند.

صندوق آوای سهام کیان، منابع خود را در سهام شرکت‌های بورسی سرمایه‌گذاری می‌کند. این صندوق در یکسال گذشته همواره در میان پربازده ترین صندوق‌های بازار قرار داشته است.

صندوق آهنگ سهام کیان، منابع خود را در سهام شرکت‌های بورسی سرمایه‌گذاری می‌کند. این صندوق در یکسال گذشته همواره در میان پربازده ترین صندوق‌های بازار قرار داشته است.

- **صندوق با درآمد ثابت قابل معامله کیان (نماد کیان)**، منابع خود را در اوراق با درآمد ثابت، و سپرده‌های بانکی سرمایه‌گذاری می‌کند. بازدهی یک سال گذشته صندوق، ۳۵ درصد بوده است. توجه به ریسک بانک‌ها و سرمایه‌گذاری در بانک‌های مطمئن، مزیت رقابتی صندوق کیان محسوب می‌شود.
- **صندوق طلا قابل معامله کیان (نماد گوهر)**، منابع خود را در اوراق گواهی سپرده سکه طلا و همچنین ابزارهای مشتقه طلا سرمایه‌گذاری می‌کند و در طول دوره تأسیس، بازدهی نزدیک به بازدهی سکه طلا را به مشتریان خود ارائه کرده است.

سبدگردانی کیان، خدمات مدیریت ثروت اختصاصی را به مشتریان حقیقی و حقوقی با منابع بزرگ ارائه می‌کند. سرمایه‌گذاران نهادی نظیر بیمه‌ها و شرکت‌های تأمین آتیه و افراد حقیقی با سرمایه بیش از ۱۰۰ میلیارد ریال، مخاطب این سرویس هستند.

تیم مدیریت دارایی کیان: تیم مدیریت دارایی کیان متشکل از تحلیلگران و همکاران اجرایی با تخصص‌های مدیریت پرتفولیو، حسابداری، سرمایه‌گذاری، آمار و مهندسی است. برخی از اعضای تیم مدیریت دارایی، در برنامه CFA حضور دارند. مدیران ارشد گروه، بیش از ۱۵ سال سابقه حرفه‌ای در بازار سرمایه ایران دارند.



KIAN

اطلاعیه سلب مسئولیت*

محتوای این گزارش به تنهایی برای انجام سرمایه‌گذاری کافی نیست. کیان هیچ‌گونه تضمین صریح یا ضمنی در این گزارش در مورد هیچ سرمایه‌گذاری ارائه نکرده است.

محتوای این گزارش به هیچ وجه نباید به عنوان ارائه راه حل سرمایه‌گذاری، پیشنهاد معامله، ایجاب برای خرید و فروش هرگونه اوراق بهادار یا سایر ابزارهای مالی، و یا ترغیب به اتخاذ هرگونه تصمیم مالی و تجاری تلقی گردد.

تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بررسی شده در این گزارش نباید صرفاً با اتکا به این متن صورت پذیرد. تصمیم بهینه سرمایه‌گذاری برای هر فرد متفاوت است و لازم است حتماً مشاوره شخصی قبل از سرمایه‌گذاری دریافت گردد.

اطلاعات و فرضیات این گزارش ممکن است در هر لحظه تغییر کند و کیان مسئولیتی بابت بروزرسانی این اطلاعات به دریافت‌کنندگان گزارش نمی‌پذیرد. بنابراین اطلاع از آخرین وضعیت بازارها قبل از هر گونه اقدام مبتنی بر محتوای این گزارش الزامی است.

تمام اطلاعات و مجموعه این گزارش، محرمانه بوده و نباید مورد بازتولید و یا افشا به اشخاص دیگر قرار گیرد، مگر با اخذ رضایت کتبی کیان.

* Disclaimer