

تاریخ جلسه: دوشنبه ۱۳۹۷/۰۷/۰۲

مکان جلسه: شرکت مشاور سرمایه‌گذاری هدف حافظ

ساعت شروع: ۱۵:۰۰

ساعت خاتمه: ۱۷:۰۰

### شرکت کنندگان:

۱. شرکت تدبیرگران فردای امید؛
۲. شرکت سیدگردان آسمان؛
۳. شرکت مدبران هما؛
۴. شرکت توسعه نوردنا؛
۵. صندوق بازنشستگی کشوری؛
۶. شرکت کارگزاری صنعت و معدن؛
۷. نوآوران مدیریت سبا؛
۸. مشاور سرمایه‌گذاری هدف حافظ؛

### دستورات جلسه:

۱- بررسی وضعیت بازار و سهام با تحلیلگران بازار

### دبیر جلسه:

شرکت مشاور سرمایه‌گذاری هدف حافظ



### مفاد تفصیلی و نتایج جلسه:

این جلسه که به همت شرکت مشاور سرمایه‌گذاری هدف حافظ برگزار گردید که به بحث و بررسی درباره بازار سرمایه و سهام پرتانسیل می‌پرداخت. در این جلسه اعضاء نظر خود را درباره سهام مورد نظر و افق پیش روی بازار مطرح نمودند.

**توضیحاتی اجمالی درباره متانول جهانی:** متانول جزء الکلهاست و الکلها علاوه بر مصارف سنتی که دارند مصارف صنعتی هم دارند. مایعی سبک و فرار و بیرنگ و کاملاً سمی است. متانول ترکیبی از هیدروژن و اکسیژن و کربن است. نهاده‌های تولیدی که متانول رو به وجود می‌آورند گاز طبیعی متوسط جهانی ۶۰٪ و ۱٪ زغال سنگ است که البته در هر منطقه‌ای متفاوت است. مثلاً در اروپا ۵۰ - ۵۰ است و در آمریکا و ایران و خاورمیانه ۱۰۰٪ از گاز است و در چین کاملاً برعکس است و ۷۰ به ۳۰ است. روند تولید متانول این است که یک گاز اول وارد محفظه‌ها می‌شود بعد سولفور زدائی می‌شود بعد با بخار و دی‌اکسید کربن وارد مرحله ری‌فرمینگ رفته و دمای آن تا حدی بالا رفته بعد گاز رو در کندانسورها فشرده می‌کنند و نهایتاً متانول خام تولید می‌شود. بعد خالص‌سازی می‌کنند و با تانکرها حمل می‌کنند. متانول کاربردهای مختلفی دارد که به ۳ دسته کلی تقسیم می‌شود. ۱- تقاضای سنتی که اکثراً فرمالدهید با اسید استیک تقسیم می‌شود ۲- کاربرد سوختی دارد که MTBE و DME است و ۳- واحدهای MTO. فرمالدهید بیشتر برای رزین‌ها و چوبها و

چسبها بکار می رود. اسید استیک در پارچه کاربرد دارد. MTBE به عنوان مکمل سوخت، DME جای سوخته‌های دیزلی را گرفته است. طبق آخرین آمار در سال ۲۰۸۸، ۲۹٪ متانول در تولید فرمالدهید استفاده می شود، ۹٪ آن اسید استیک است. MTO ها سهم ۱۵ درصدی را دارند. در چین بیشترین تولید و مصرف وجود دارد. آمریکا ۱۰٪ و آسیا و خاورمیانه هم حدوداً ۱۶٪ را دارند. ۵ شرکت بزرگ تولید کننده متانول شامل متانکس با ۷ میلیون تن، ترینیداد ۵،۷، ساییک ۴،۸ و بعد زاگرس با ۳،۳. تولید متانول جهان ظرفیت عملیاتی ۸۵ بوده است که به ۹۳ رسیده است در خیلی از جاهایی که متانول تولید می کنند خودشان مصرف نیز می کنند ولی در حدود ۲۶ میلیون در کل جهان تجارت می شود که ۱۲ میلیون آن در خاورمیانه است. پیک قیمتی متانول بالای ۷۰۰ دلار بوده است. با بحران جهانی شدیداً افت کرده است اما به مرور قیمت بازیابی شده است. قیمت نفت هم به مرور بالا رفته است. بنابراین به مرور قیمت متانکس به ۴۷۰ دلار بازگشت. همبستگی قیمت متانول و گاز در حدود ۷۵٪ است، به دلیل اینکه نهاده تولید است شدیداً بر قیمت تاثیرگذار است. ۷۶٪ قیمت متانول به نفت وابسته است. یکی از دلایلی که قیمت متانول بالاست به دلیل قیمت بالای نفت است. وقتی نفت ۵۰ دلار بود متانول حدود ۳۰۰ دلار بود. متانول وابستگی زیادی هم به قیمت زغال سنگ دارد. هر وقت قیمت زغال سنگ افزایش یابد، قیمت تمام شده در چین هم بالا خواهد رفت و قیمت متانول تغییراتش را با آن شروع می کند. چرا تقاضای متانول رشد داشته است؟ تقاضاهای MTO در اولفین ها دلیل اصلی است که در سال ۲۰۱۶ رخ داد. تقاضا از ۵۴ میلیون به ۷۵ میلیون تن معادل ۱۲٪ رشد کرد. ۵۶٪ وابستگی محصولات پتروشیمی به اولفین ها است مثل پلاستیک ها. درصدی از تولید اولفین ها در دنیا با متانول است. اگر متانول از یک قیمتی بالاتر باشد، واحد MTO نمی تواند اولفین تولید کند چرا که با رشد شدید بهای تمام شده مواجه خواهد شد. ۸۰٪ بهای تمام شده مربوط به مواد است. متانول ۲۰۰ تا ۳۰۰ دلاری بالاترین حاشیه سود را برای واحدهای MTO به ارمغان می آورد. البته به شرط اینکه خود اتیلن تولید واحدهای MTO افت نکند با این نرخ متانول حاشیه سود ۵۰٪ خواهند داشت. اما معمولاً به این شکل نیست و متانول و اتیلن همگی با نفت تغییر قیمت دارند. در متانول ۳۰۰ تا ۴۰۰ دلار حاشیه سود این واحدها افت می کند. متانول ۵۰۰ دلاری به هیچ وجه برای این واحدها سودآوری نخواهد داشت. مصرف دیگر متانول سوخت کشتی است که سوخت پاک است. عامل بعدی تاثیر گذار در رشد قیمت متانول رشد اقتصادی جهانی است. چین نهایتاً ۷ میلیون تن تولید متانول در واحدهای جدید خواهد داشت اما در سال آینده نهایتاً ۱ میلیون تن وارد مدار می کند. در زمان دولت احمدی نژاد ایران برنامه ریزی برای ۱۶ میلیون تن متانول داشت. اما نهایتاً مرجان و کاوه به مدار وارد شده اند. برای ۳ سال آتی ۴،۲ میلیون تن از ایران برنامه ریزی شده است، آمریکا ۲ میلیون و جمعاً ۱۴ تا ۱۵ میلیون تن عرضه وجود خواهد داشت. تقاضای بالاتر می تواند این افزایش عرضه را پوشش دهد. بنابراین جای نگرانی زیادی درباره افزایش عرضه بر قیمتها وجود ندارد. نرخ رشد از ۲۰۱۱ تا

۲۰۱۷ حدوداً ۶٪ بوده است. نرخ رشد ۳ سال آتی ۵٪ است. MTO ها از ۱۲٪ سال ۲۰۱۶ به ۱۹٪ سال ۲۰۲۱ خواهند رسید. فرمالدهید کمی با سهم کمتری مواجه خواهد شد. در ۳ ماهه دوم ۲۰۱۷ تقاضای متانول ۴٪ رشد داشته است. برای ۳ ماه آتی ۳ واحد MTO در چین به وجود خواهد آمد. در فصول سرد سال نیز قیمت متانول بالاتر می رود. چون جایگزین زغال سنگ در چین است.

شفن؛ گاز را از شرکت گاز می گیرد. دو واحد متانول و اسید استیک دارد. زمانی که متانول افت می کند شرکت به سمت اسید استیک می رود. دی اکسید کربن را از رازی و مارون می گیرد. هیدورژن به رازی می فروشد و محصول متانول را به بندر امام می فروشد. حدود ۸۵٪ صادرات دارد. اسید استیک بسته بازار به تندگویان می فروشد. مونوکسید کربن هم با قرارداد بلندمدت به کارون فروخته است. در قسمت سود و زیان شرکت از سال ۹۰ به بعد سود شرکت تقریباً چند برابر شده است. اتفاقی که در آن سال افتاد و تحریم ها شروع شد، شرکت به لطف نرخ ارز بالاتر دلار و متانول سود خود را بالاتر برد و به ۵۵۴ تومان به ازای هر سهم برسد. حاشیه سود از ۴۷٪ در دوران تحریم به ۷۰٪ رسیده است. افت قیمت متانول به همراه نفت در سال ۹۳ باعث کاهش مبلغ فروش شد. در این سال نرخ خوراک نیز توسط دولت افزایش یافت. در ترازنامه حسابهای دریافتی شدیداً بالا رفته است. علت این است که شرکت ارزهایی که این مدت فروخته است همه را در امارات نگه داشته است. به امید اینکه سود تسعیر ارز شناسایی کند که قانون گفت باید با ۴۲۰۰ انجام شود. بیشترین بدهی مربوط به نرخ گاز است که باید تسویه کند و هنوز علی الحساب است. پیک تولید شرکت ۱ میلیون تن بوده است اما در سالهای اخیر به دلیل اینکه کاتالیستها کمی قدیمی شده اند متانول را کمتر تولید کرده است. در زمان تحریم ها نیز با افت تولید متانول مواجه شده است و از ۹۰۰ هزار به ۷۰۰ هزار رسیده است. شرکت عنوان کرده است که به دلیل انجام تعمیرات، شرایط بین المللی برای صادرات، قطع گاز در سال ۹۳ به دلیل سرما و تحریم ها. پس از اورهال در ابتدای امسال به تدریج تولید زیاد شد و در مرداد ماه به اوج تولید ۸۹ هزار رسید. در ماه های اخیر هیچ گونه کاهش فروشی دیده نمی شود. نرخ های فروش به دلیل دلار ۴۲۰۰ کمی کاهش داشت. با فرض ۱۰٪ کاهش فروش به دلیل تحریم ها، متانول جهانی ۳۸۵ دلاری، فوب خلیج فارس ۳۴۰ برای فروش داخلی، نرخ دلار صادراتی ۸۵۰۰، دلار بورس کالا ۹۰٪، نرخ دلار خوراک فعلاً ۳۸۰۰، مقدار کل فروش ۸۱۰ هزار، کل متانول صادراتی ۷۱۲ هزار، گردش موجودی ۳۵ هزار، در ترکیب بهای تمام شده ۵۳٪ مواد و ۴۳٪ سربار است. ۱۵٪ هزینه بالاسری دارد که شامل مالیات بر ارزش افزوده و هزینه استهلاک و آبونمان و خدمات ویژه است. نرخ گاز ۳ ماهه ۱۲ سنت بوده است. نرخ گاز برای ماه های آتی ۱۳ سنت در نظر گرفته شده است. چرا که نفت بالا رفته است و گاز نیز بالا خواهد رفت. یوتیلیتی را از فجر می خرد بنابراین با دلار ۸۰۰۰ تومانی در نظر گرفته شده است. سوخت و خوراک در حدود ۷۵-۲۵ است. هزینه حمل پارسال ۹۰

میلیارد بوده است که امسال به ۴۱۸ میلیارد رسانده ایم. سال ۷۹ هر تن متانول برای شرکت ۴۹ دلار هزینه حمل داشته است. در ۹۰ به ۴۴ دلار رسید و در تحریم ها به ۸۰ دلار رسید. در این چند سال نرخ حمل شرکت پایینتر آمد. کف آن ۳۵ دلار بود. با تحریم ها اما ۶۱ دلار در نظر می گیریم. نرخ حمل فولادسازها از ۱۸ دلار به ۳۱ دلار رسیده است. اما متانول سازان باید به چین تحویل دهند که هزینه بالاتری خواهد داشت. شرکت یک وام با نرخ ۱۱٪ دارد. سایر درآمدهای غیرعملیاتی شرکت سود شخارک است. پارسال شرکت مارون را فروخت و سود غیرعملیاتی شناسایی کرد که تکرار پذیر نیست. با این تفاسیر ۱۳۸۰ تومان سود می سازد. اگر متانول برای ادامه سال ۴۰۰ دلار و دلار ۸۵۰۰ بماند، سود شرکت می تواند به ۱۵۰۰ تومان برسد. با اثرگذاری تحریم ها و کاهش مقداری فروش، به دلیل دلار بالا، باز هم سود شرکت در محدوده ۱۲۰۰ تا ۱۳۰۰ تومان خواهد بود. اگر خوراک رشد کند و تا ۹۷۰۰ بالا برود، سود شرکت از ۱۵۰۰ تا ۱۱۰۰ تومان است. بنابراین بیش از هر چیزی دلار صادراتی و متانول جهانی تاثیرگذار است. به ازای هر ۱٪ افزایش نرخ دلار، ۰٫۹٪ سود شرکت بالا می رود. اگر متانول جهانی ۱٪ بالا رود، سود شرکت ۱٫۱٪ بالا می رود. آزادسازی نرخ خوراک تاثیری در متانول سازان ندارد. تاثیر در منفی ۰٫۲٪ است. کف سود شرکت ۱۱۰۰ تومان و سقف آن ۱۵۰۰ تا ۱۶۰۰ تومان است. پتروشیمی مرجان شفن اخیراً وارد مدار شد. مرجان محصولات خود را تا سقف وام یوروئی که اخذ کرده است باید تحویل دهد. بنابراین تنها ۳۰ تومان در شفن تاثیرگذار است. شرکت مانده های دریافتی ارزی دارد که برای سال ۹۶ است که اگر با دلار نیمایی تسعیر گردد ۹۹ تومان بر سود هر سهم تاثیرگذار است. این به غیر از این ۳ ماهه است که در امارات نگه داشته است.

**زاگرس:** ۳٫۱ تن متانول ظرفیت دارد. در تحریم ها شدیداً افت داشته است. تا ۱٫۹ افت داشته است. به دلیل اینکه تخفیف زیادی نمی دهند مبلغ فروش با اینکه مقدار افت کرده است رشدی بوده است. غدیر کشتی به زاگرس داده است و می تواند متانول را خودش حمل کند. بنابراین شاید هزینه حمل بالا نرود. هزینه حمل ۵۶ در نظر گرفته شده است، اما شاید پایینتر هم باشد. نرخ گاز ۱۲ سنتی، دلار ۸۵۰۰ و خوراک ۳۸۰۰ به سود ۱۷۰۰ تومانی می رسیم. ۱۰٪ کاهش فروش در نظر می گیریم. با متانول ۴۰۰ تومانی و دلار ۸ تومانی، ۱۸۰۰ سود دارد. بنابراین با دلار ۹۵۰۰ تومانی می تواند تا ۲۰۰۰ تومان سود بسازد. این با فرض ۲٫۷ میلیون دلار صادراتی است. افزایش نرخ خوراک تاثیر خاصی بر سود زاگرس نیز ندارد. بیش از هر چیز به متانول جهانی وابسته است. با افزایش ۱٪ متانول سود زاگرس ۱٫۳٪ رشد می کند. نسبت به خوراک منفی ۰٫۱٪ است. یعنی از شفن هم نسبت به افزایش نرخ خوراک مصون تر است. تاثیر نرخ حمل هم -۰٫۲٪ است. نرخ دلار خیلی وابسته است. اگر دلار تا ۱۰۰۰۰ تومان بالا برود سود زاگرس بیش از ۲۰۰۰ تومان است. بنابراین با آزادسازی خوراک ۱۶۰۰ سود دارد. پس کف سود زاگرس ۱۵۰۰ تومان و سقف سود ندارد. زاگرس نیز تا ۳۵۰ تومان

سود تسعیر ارز می تواند شناسایی کند. البته اگر اجازه تسعیر بدهند. بهای تمام شده متانول برای زاگرس ۱۶۰ تا ۱۷۰ دلار است که با هزینه ها ۲۰۰ دلار است. وقتی زاگرس وارد زیان شود تمام متانول سازان دنیا به زیان می روند. بنابراین کف متانول ۲۰۰ دلار است.

**پارس؛** محصول عمده استایرن منومر است. سالهای ۹۲ بالغ ۱,۱۳۰ میلیون تولید داشته است. ۹۳، ۱,۵۷۶ می توان گفت تحریم ها اثر آنچنانی بر شرکت ندارد. اما با این حال ۳۰٪ کاهش ظرفیت از آبان به بعد در نظر می گیریم. در عملکرد ماهانه تولید داخلی و صادراتی را تفکیک نمی کند. ۹۷ فرض کردیم ۳ میلیون بتواند تولید کند. ۳۰۱ دلار نرخ اتان محاسبه می شود. قبلاً بین مجتمعی می فروختند یعنی دلار مبادله ای به آنها تعلق می گرفت. اما در ماه های پیش رو نرخ خوراک و نرخ های فروش را ۸۰۰۰ تومان در نظر گرفتیم. برای نرخ گاز غنی فرمول خاصی دارد ضریب ۶۲٪ آن مهم است شایعه شده بود که ممکن است تغییر کند که شرکت اعلام کرد تغییر نمی کند. بهای تمام شده، مواد شامل گاز غنی و بنزن و اتیلن است که به دست آمده است. سربار هم هزینه انرژی با توجه به نرخ رشد دلار در نظر گرفته شده است. دستمزد هم ۲۰٪ رشد داده شده است. بخش مهم سرمایه گذاری شرکت آریا ساسول هست که ۵۰٪ است. شایع است که خود شرکت مثل زاگرس کشتی دارد. اما احتمال دارد هزینه حمل شرکت خیلی بالا برود. در سالهای تحریم قبلی LPG شرکت افت سنگینی داشته است. استایرن منومر را چین راحت می خرد اما LPG از متانول هم در زمان تحریم فروشش سختتر است. اما با یک شرکت قرارداد فروش دارد. در زمان تحریم علاوه بر فروش شرکت تولید شرکت نیز کم می شود. سال ۹۱، بالغ بر ۶۶٪ ظرفیت تولید داشته است. در سال ۹۲، بالغ بر ۵۲٪. دلیل اصلی تولید کم نفت بوده است در آن زمان. اما یک نکته دارد الان پارس جنوبی خوراک خوبی به شرکت می دهد و شرایط مشابه سال ۹۱ نیست که تولید شرکت کم شود. مثلاً جم نیز تا ۳ سال پیش ۷۰٪ ظرفیت کار می کرد اما الان مشکلی ندارد. بخش عمده ای از سود عملیاتی شرکت از آریا ساسول است. ۸۰٪ اتان تولیدی را به این شرکت می فروشد و ۲۰٪ به جم می فروشد. بنابراین فرض کردیم که هر چه را می فروشد ۸۰٪ برای بهای تمام شده آریا ساسول استفاده می شود. بنابراین ۵۰٪ به سود غیرعملیاتی نشست. بنابراین ۱۰۰۰ تومان سود امسال و برای سال بعد با فرض تک نرخی شدن ارز در ۹۰۰۰ تومان و اتان ۳۰۱ دلار و کاهش ۲۰ درصدی مقدار فروش صادراتی که نسبت به سال ۹۷ خواهیم در نظر بگیریم به سود ۱۴۵۰ تومانی می رسیم. با افزایش قیمت نفت قیمت محصولات پارس نیز افزایش خواهد یافت. جنگ تجاری و تعرفه ای بین چین و آمریکا، تقاضا برای محصولات ایرانی را افزایش داده است. نفت ۱۰۰ دلاری LPG را به بیش از ۱۰۰۰ دلار خواهد رساند.

**کگل:** خط ۷ کنسانتره در شهریور به بهره برداری رسیده است و سال بعد ادامه پیدا می کند. از سال ۹۸ تا ۱۴۰۰ قرار است ۲ میلیون افزایش زیرساخت داشته باشد. طرح گهر زمین خیلی مهم است تا سال ۹۷، ۴ میلیون تن تولید کنسانتره داشته است قرار است تا سال ۹۸، ۴ میلیون تن دیگر برای فاز ۲ افزایش در برنامه دارد. بنابراین ظرفیت کلی شرکت در سال ۹۸ به ۲۴ میلیون تن کنسانتره می رسد. فاز ۱ و ۲ گندله گهر زمین قرار است در سال ۹۸ به بهره برداری برسد. خط ۱ و ۲ گل گهر نیز قرار است هر کدام ۲ میلیون تن افزایش ظرفیت داشته باشند. در کل ۱۴ میلیون برای سال ۹۸ گندله گل گهر است و برای گهر زمین هم ۷ میلیون است. مقدار فروش داخلی و صادراتی همانند عملکرد سال ۹۶ در نظر گرفته شده است. نرخ فروش کنسانتره و گندله هر کدام ضرایبی از شمش فخور هستند. شمش فخور برای باقی سال ۵۱۰ در نظر گرفته شده است. الان البته ۴۷۰ است که باید در نظر داشت. دلار صادراتی ۸۰۰۰ تومان امسال و ۹۰۰۰ تومان سال بعد در نظر گرفتیم. سود محاسباتی با افزایش سرمایه لحاظ شده است. سهم دولت از بهره مالکانه با افزایش سرمایه تهاتر می شود. کنسانتره ای که از باطله تولید می شود حق انتفاع ندارد که ۲۰ تا ۳۰٪ حق انتفاع را کم می کند. کنور بهره مالکانه ندارد چون خاک و معدن برای خودش است. با این مفروضات که بسیار بدبینانه است ۱۵۵ تومان برای امسال سود دارد و سود ۲۲۰ بدون افزایش سرمایه و ۱۸۰ با افزایش سرمایه بدست می آید. افزایش سرمایه آتی بالغ بر ۱۶٪ است. زیرمجموعه های گل گهر حکم طلا را دارند. یک نیروگاه دارد و تقریباً دو واحد فولادی همانند ارفع دارد. هیچکدام از این شرکتهای زیرمجموعه اطلاعات دقیقی برای برآورد سود ندارند و از پتانسیلهای بسیار جالب افزایش سودآوری گل گهر برای سالهای آتی هستند. برای امسال کف سود ۱۴۰ و سقف آن ۱۸۰ می باشد.