

گزارش تحلیلی شرکت پتروشیمی مارون

سرمایه‌گذاری
توسعه گوه‌ران
امید

واحد سرمایه-
گذاری

تهیه‌کننده : میرزائی
شهریور ۱۳۹۵



فهرست

۳	..... مقدمه	1.
۳	..... صنعت پتروشیمی	1.1.
۴	..... الفین	1.2.
۴	..... فرایند تولید الفین	1.3.
۵	..... اتیلن	1.4.
۵	..... پتروشیمی مارون	2.
۵	..... مقدمه	2.1.
۵	..... موضوع فعالیت	2.2.
۶	..... سرمایه و روند افزایش سرمایه شرکت	۲,۳.
۶	..... مقایسه با شرکتهای مهم صنعت	2.4.
۷	..... تجزیه و تحلیل صورتهای مالی	2.5.
۷	..... بررسی وضعیت سود و زیانی شرکت	2.6.
۸	..... بررسی نسبتهای مالی	2.7.
۹	..... سرمایه گذارهای شرکت	3.
۹	..... پتروشیمی لاله	3.1.
۱۰	..... پتروشیمی ایلام	3.2.
۱۱	..... پتروشیمی بوشهر	3.3.
۱۲	..... ارزشگذاری	4.
۱۳	..... نتیجه‌گیری	۵.

۱.۲. الفین

الفین در اصطلاح به محصولات خانواده آلکن‌ها (اتیلن، پروپیلن و غیره) گفته می‌شود. الفین‌ها به‌عنوان مواد اولیه اصلی جهت تولید پلی‌الفین‌ها محسوب می‌گردند. واحدهای الفین موجود در کشور عبارت‌اند از: پتروشیمی بندر امام، پتروشیمی امیرکبیر، پتروشیمی مارون، پلیمر آریاساسول، پتروشیمی جم، پتروشیمی مروارید، پتروشیمی اراک و پتروشیمی تبریز. همچنین طرح‌های الفین موجود در کشور عبارت‌اند از: پتروشیمی سلمان فارسی، الفین یازدهم (پتروشیمی کاویان)، الفین دوازدهم، الفین شانزدهم (پتروشیمی بو شهر)، پتروشیمی مهر پترو کیمیا، الفین سیزدهم (پتروشیمی ایلام)، الفین هشتم (پتروشیمی گچساران)، الفین چهاردهم (پتروشیمی فیروزآباد)، الفین پانزدهم (پتروشیمی گناوه - دشتستان) و الفین هفدهم (پتروشیمی دهلران).

در بین هفت ماده‌ی پایه صنعت پتروشیمی، الفین بیش از ۶۰ درصد سهم تولید از این هفت ماده پایه پتروشیمی را در کل دنیا به خود اختصاص داده‌اند. در سال ۲۰۱۴ در مجموع ۴۷۶ میلیون تن محصولات پایه صنعت پتروشیمی در مناطق مختلف دنیا تولید شده است که چیزی در حدود ۲۹۲ میلیون تن آن شامل الفین‌های سبک می‌باشد که نشان از اهمیت این مواد در صنعت پتروشیمی است. شایان‌ذکر است اتیلن و پروپیلن در بین هفت ماده اصلی و پایه صنعت پتروشیمی در رتبه اول و دوم میزان تولید قرار دارند.



۱.۳. فرایند تولید الفین

در گذشته الفین صرفاً با استفاده از برش‌های نفتی (خوراک مایع) تولید می‌شد و هم‌اکنون نیز اکثریت بالایی از کارخانه‌های الفین در جهان به همین روش اتیلن و پروپیلن و غیره تولید می‌کنند. روش دیگر تولید اتیلن و پروپیلن (الفین‌ها) با استفاده از گاز اتان است که این روش نیز در چندین کشور جهان از جمله ایران اجرا شده و رو به افزایش است. روش سوم تولید الفین (اتیلن و پروپیلن) از گاز متان است که به‌تازگی شروع شده و با سرعت در سال افزایش است. روش اول به دلیل افت قیمت الفین و هزینه بالای مواد اولیه دیگر اقتصادی نیست و هیچ کارخانه جدید الفین با خوراک مایع دیگر از توجیه اقتصادی برخوردار نخواهد بود، چراکه در این روش می‌بایست حدود ۸۰۰ دلار ماده اولیه وارد کوره‌ها شود و نهایتاً همین میزان محصول خروجی خواهد داشت. لذا شرکت‌هایی با

خوراک مایع به سختی ادامه حیات می‌دهند و اگر هم ادامه حیات دهند با استفاده از سود صنایع پایین‌دستی است که ایجاد نموده‌اند. کوره‌هایی با خوراک اتان بیشترین حاشیه سود را دارند زیرا با حدود چهارصد الی پانصد دلار ماده اولیه محصولات با ارزش حدود هزار دلار حاصل می‌شود. اما کارخانه‌هایی با خوراک متان یا همان GTPP ها در این تکنولوژی ماده اولیه یعنی گاز متان به متانول خالص نشده و متانول به پروپیلن و پروپیلن به پلی‌پروپیلن تبدیل می‌شود، در این تکنولوژی قیمت تمام‌شده متانول خالص نشده حدود ۱۸۰ دلار است که ۳ متانول تبدیل به یک پروپیلن می‌شود یعنی ۵۴۰ دلار به پروپیلن ۷۰۰ دلاری و پروپیلن ۷۰۰ دلاری تبدیل به پلی‌پروپیلن ۱۰۰۰ دلاری می‌شود.

۱.۴. اتیلن

پرم صرف‌ترین ماده پایه صنعت پتروشیمی در دنیا اتیلن است. این هیدروکربن که دارای نسبت اتم هیدروژن به کربن (H/C) دو است، به‌عنوان سبک‌ترین الفین محسوب می‌شود. علی‌رغم این که اتیلن دارای زنجیره ارزش گسترده و متنوعی است، با این حال ۶۱ درصد از این ماده کلیدی به گریدهای مختلف پلی‌اتیلن تبدیل می‌شود. اتیلن اکساید با ۱۵ درصد در جایگاه دوم و محصول میانی اتیلن دی کلراید (EDC) با ۱۰ درصد در مقام سوم مصرف اتیلن قرار دارد. اتیل بنزن، آلفا الفین ها و سایر محصولات نیز به ترتیب با ۳، ۶ و ۵ درصد در جایگاه‌های بعدی میزان مصرف اتیلن قرار دارند. در سال ۲۰۱۴، برش‌های پالایشگاهی نفتا با ۴۶ درصد بیشترین سهم را در خوراک واحدهای کراکینگ با بخار در دنیا داشته‌اند. اتان و گاز مایع (LPG) نیز به ترتیب با سهم ۳۵ و ۱۴ درصدی در جایگاه دوم و سوم قرار دارند.

منطقه خاورمیانه با تولید ۲۶ میلیون تن اتیلن در سال، بعد از منطقه آسیای شمال شرقی (کشورهای چین، کره جنوبی، ژاپن و تایوان) و آمریکای شمالی در جایگاه سوم قرار دارد. ایران نیز با تولید ۵،۵۵۹ هزار تن اتیلن در سال، بعد از عربستان سعودی در جایگاه دوم در بین کشورهای خاورمیانه قرار دارد.

۲. پتروشیمی مارون

۲.۱. مقدمه

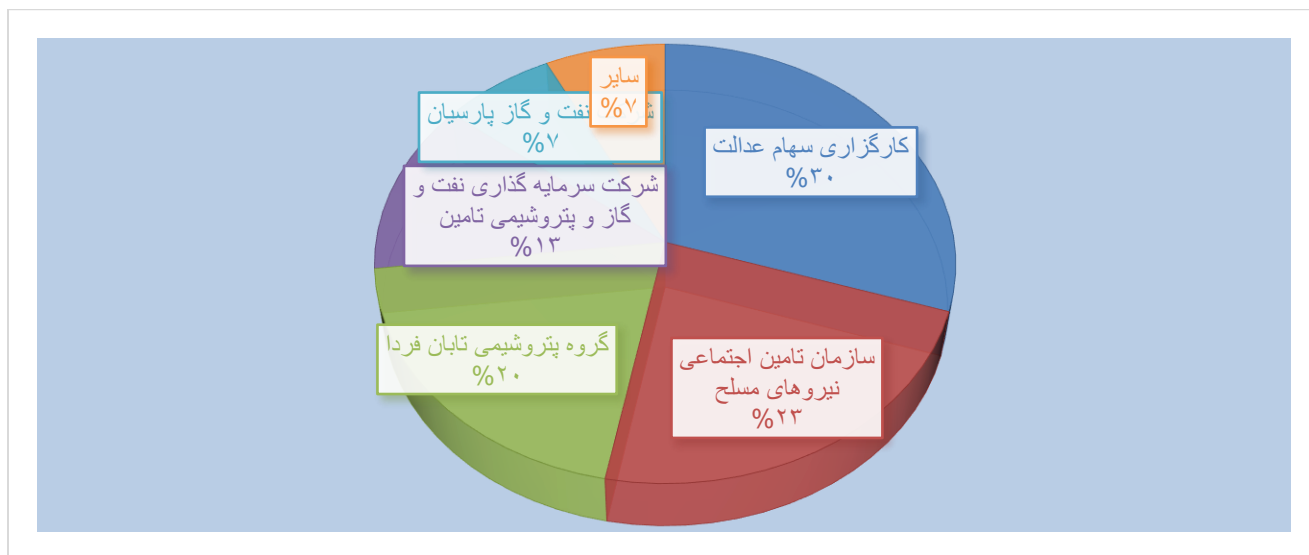
شرکت پتروشیمی مارون در تاریخ ۱۳۷۷/۱۱/۲۴ به صورت سهامی خاص تأسیس شده و طی شماره ۱۴۸۰۱۲ مورخ ۱۳۷۷/۱۱/۲۴ در اداره ثبت شرکت‌ها و مالکیت صنعتی تهران به ثبت رسید. شرکت در سال ۱۳۸۸ به شرکت سهامی عام تبدیل و در تاریخ مهر ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده است.

۲.۲. موضوع فعالیت

موضوع فعالیت شرکت طبق ماده اساسنامه عبارت است از احداث، راه‌اندازی و بهره‌برداری کارخانه‌های صنعتی به منظور تولید، بازاریابی، فروش، صدور محصولات پتروشیمی، ذخیره، واردات، صادرات و تبدیل کلیه مواد پتروشیمی و مشتقات ذیربط و انجام کلیه فعالیت‌های تولیدی، صنعتی، فنی و مهندسی که به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم مربوط به عملیات مذکور می‌باشد.

۲,۳. سرمایه و روند افزایش سرمایه شرکت

سرمایه شرکت در بدو تأسیس مبلغ ۳۰۰,۰۰۰ میلیون ریال بوده که یک مرحله به مبلغ ۴,۰۰۰,۰۰۰ میلیون ریال در پایان سال مالی منتهی به ۱۳۹۴/۱۲/۲۹ افزایش یافته است. سهامداران شرکت به شرح زیر می‌باشند.



۲,۴. مقایسه با شرکت‌های مهم صنعت

نام (میلیارد ریال)	آخرین سرمایه	سود ۹۴	درصد از کل	ارزش بازار	درصد از کل
هلدینگ خلیج فارس	۵۰,۰۰۰	۴۴,۸۲۴	۳۱٪	۲۴۷,۷۵۰	۳۰٪
نفت و گاز پتروشیمی تامین	۴۳,۵۰۰	۱۶,۶۱۸	۱۲٪	۸۴,۸۲۵	۱۰٪
نفت و گاز پارسیان	۴۰,۵۰۰	۱۶,۲۸۱	۱۱٪	۸۷,۲۷۸	۱۱٪
پتروشیمی جم	۹,۶۰۰	۱۵,۰۷۶	۱۱٪	۷۹,۷۴۷	۱۰٪
پتروشیمی پردیس	۶,۰۰۰	۹,۲۱۵	۶٪	۴۹,۲۴۲	۶٪
پتروشیمی سازند	۵,۰۴۰	۳,۲۴۲	۲٪	۱۳,۵۲۷	۲٪
پتروشیمی مارون	۴,۰۰۰	۲۲,۱۴۱	۱۲٪	۱۳۱,۹۸۸	۱۵٪
پتروشیمی خارک	۲,۰۰۰	۳,۸۶۰	۳٪	۱۸,۶۹۶	۲٪
سایر	-	۱۶,۲۲۷	۱۱٪	۱۱۹,۲۱۸	۱۴٪
جمع		۱۴۳,۰۳۸	۱۰۰٪	۸۲۲,۲۷۱	۱۰۰٪

۲,۵. تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی

فروش شرکت در پایان سال مالی ۹۴ بالغ بر ۴۲,۰۷۴ میلیارد ریال بود که نسبت به سال ۹۳ که مبلغ ۴۴,۰۴۷۷ میلیارد ریال بود کاهش ۵ درصدی را نشان می‌دهد. کاهش نرخ فروش محصولات مهم‌ترین دلیل این اتفاق بود تولید شرکت در سال ۹۴ نسبت به سال قبل آن رشد ۱۱ درصدی داشته است.

در سال ۹۴ حاشیه سود ناخالص به فروش شرکت نسبت به سال قبل آن کاهش ۱۰ درصدی داشته و از ۵۷ درصد به ۴۷ درصد رسیده است که عمده دلیل آن کاهش نرخ‌های فروش و افزایش در هزینه‌های جاری شرکت و ثابت ماندن نرخ خوراک شرکت باوجود کاهش قیمت جهانی را می‌توان اشاره کرد.

خالص سایر درآمدها و هزینه‌های شرکت بالغ بر ۴,۵۸۹ میلیارد ریال (۱۱ درصد فروش، ۲۱ سود خالص و ۱,۱۴۷ ریال به ازای هر سهم) می‌باشد که شامل ۲,۲۳۹ میلیارد ریال سود سپرده‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت و ۲,۴۲۷ میلیارد ریال سود ناشی از سرمایه‌گذاری‌ها (پتروشیمی لاله) می‌باشد.

دارایی‌های شرکت در تاریخ ۹۴/۱۲/۲۹ بیش از ۴۳,۰۲۹ میلیارد ریال می‌باشد که ۶۰ درصد آن دارایی‌های جاری و ۴۰ درصد آن دارایی‌های بلندمدت می‌باشد. از مبلغ فوق ۲۵ درصد آن سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت شرکت می‌باشد که شامل ۶,۹۳۹ میلیارد ریال آن در سهام و مبلغ ۳,۸۵۶ میلیارد ریال آن سرمایه‌گذاری در سپرده سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌باشد.

جمع حقوق صاحبان سهام شرکت بیش از ۲۷,۷۱۱ میلیارد ریال می‌باشد که از مبلغ فوق ۲۳,۳۱۱ میلیارد ریال آن شامل سود (زیان) انباشته می‌باشد.

نسبت بدهی شرکت در حدود ۳۵ درصد می‌باشد که عمده مبلغ بدهی‌های شرکت برای پرداختی‌های تجاری می‌باشد.

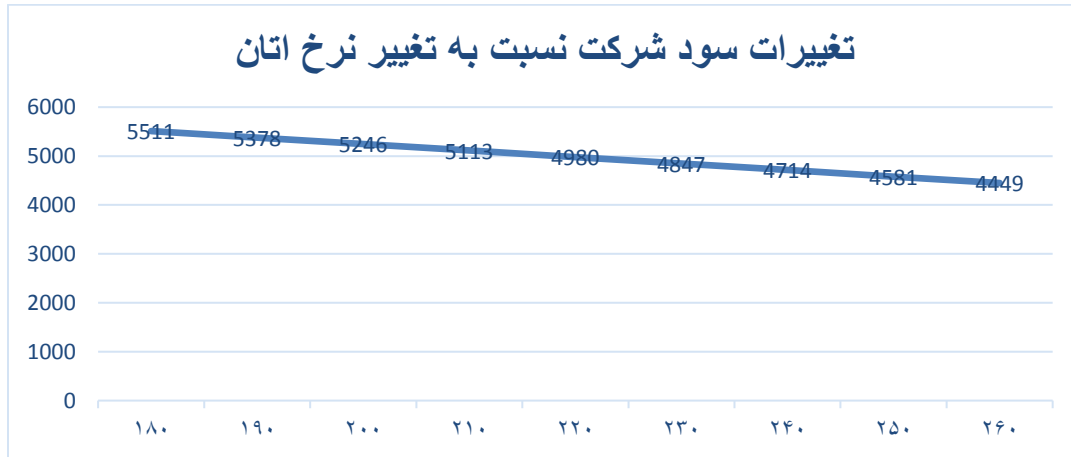
۲,۶. بررسی وضعیت سود و زیانی شرکت

حسابرسی ۹۳	حسابرسی ۹۴	بودجه ۹۵	تحلیلی ۹۵	
۴۴,۴۷۶,۷۳۹	۴۲,۰۷۴,۴۶۹	۴۲,۶۸۰,۳۳۰	۴۱,۱۹۴,۷۶۷	جمع فروش
(۱۹,۰۶۳,۲۵۷)	(۲۲,۲۵۱,۹۷۱)	(۲۶,۶۶۲,۷۱۸)	(۲۳,۹۵۶,۶۶۶)	بهای تمام‌شده
۲۵,۴۱۳,۴۸۲	۱۹,۸۲۲,۴۹۸	۱۶,۰۱۷,۶۱۲	۱۷,۲۳۸,۱۰۱	سود ناخالص
(۱,۴۴۴,۸۹۰)	(۱,۵۴۸,۳۰۸)	(۱,۷۳۹,۱۰۸)	(۲,۰۱۶,۴۷۵)	هزینه فروش، اداری و عمومی
(۳۶۸,۰۳۵)	(۲۴۱,۰۳۱)	۱۸۵,۶۹۰	۰	سایر درآمدهای عملیاتی
۲۳,۶۰۰,۵۵۷	۱۸,۰۳۳,۱۵۹	۱۴,۴۶۴,۱۹۴	۱۵,۲۲۱,۶۲۶	سود عملیاتی
۰	(۴۸۰,۹۵۳)	(۹۵۳,۱۴۸)	(۹۵۳,۱۴۸)	هزینه مالی
۰	۲,۴۲۶,۶۹۸	۱,۸۶۸,۱۲۰	۲,۴۲۶,۶۹۸	درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری
۴,۵۵۴,۲۲۴	۲,۱۶۱,۹۰۴	۲,۵۰۰,۶۵۵	۲,۱۶۱,۹۰۴	سایر درآمدهای غیر عملیاتی
۲۸,۱۵۴,۷۸۱	۲۲,۱۴۰,۸۰۸	۱۷,۸۷۹,۸۲۱	۱۸,۸۵۷,۰۸۰	سود قبل از مالیات
۰	۰	۰	۰	مالیات

شرکت سرمایه‌گذاری توسعه گوه‌ران امید

۲۸,۱۵۴,۷۸۱	۲۲,۱۴۰,۸۰۸	۱۷,۸۷۹,۸۲۱	۱۸,۸۵۷,۰۸۰	سود خالص
۷,۰۳۹	۵,۵۳۵	۴,۴۷۰	۴,۷۱۴	سود هر سهم
۴,۰۰۰	۴,۰۰۰	۴,۰۰۰	۴,۰۰۰	تعداد سهام

تحلیل حساسیت سود شرکت نسبت به تغییرات نرخ اتان



هر ده دلار تغییر در نرخ اتان سود شرکت را دو درصد تغییر می‌دهد.

۲,۷. بررسی نسبت‌های مالی

۱۳۹۲			۱۳۹۳			۱۳۹۴			مقایسه نسبت‌های مالی
مارون	شاراک	جم	مارون	شاراک	جم	مارون	شاراک	جم	
۵,۴	۱,۵	۱,۱	۳,۳	۱,۳	۱,۷	۱,۷	۱,۷	۱,۲	نسبت جاری
۷۶,۹	۲۲,۲	۲۹,۲	۶۳,۳	۱۵,۵	۳۳,۰	۵۲,۶	۲۴,۱	۳۱,۹	سود خالص به فروش
۶۷,۱	۲۰,۴	۲۷,۶	۵۳,۱	۱۴,۲	۳۱,۷	۴۲,۹	۱۲,۵	۲۹,۱	سود عملیاتی به فروش
۰,۱	۰,۵	۰,۵	۰,۲	۰,۵	۰,۴	۰,۴	۰,۴	۰,۴	نسبت بدهی
۷۴,۰	۳۶,۳	۳۱,۰	۶۵,۱	۲۱,۰	۳۶,۵	۵۱,۵	۳۰,۲	۲۹,۸	بازده دارایی‌ها
۸۵,۳	۶۹,۹	۶۶,۵	۸۱,۰	۴۳,۸	۵۶,۱	۷۹,۹	۵۴,۸	۵۱,۱	بازده حقوق صاحبان سهام

۳. سرمایه‌گذاری‌های شرکت

۳.۱. پتروشیمی لاله

شرکت پتروشیمی لاله در تاریخ ۲۰ شهریور ۱۳۸۱ تحت شماره ۱۹۲۱۳۳ در اداره ثبت شرکت‌ها و مؤسسات غیرتجاری به ثبت رسیده و متعاقباً از تاریخ ۸۸/۰۴/۲۵ شروع به بهره‌برداری نموده است. مرکز اصلی شرکت در تهران و کارخانه آن در منطقه ویژه اقتصادی پتروشیمی ماهشهر واقع شده است. موضوع فعالیت اصلی شرکت تولید پلی‌اتیلن سبک و محصولات پایین‌دستی و جانبی آن. شرکت پتروشیمی مارون سهامدار ۶۴ درصدی و گروه صنعتی پلیمر پوشینه مالک ۳۶ درصدی لاله می‌باشند. جدول زیر خلاصه‌ای از وضعیت مالی شرکت را نشان می‌دهد.

۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	پتروشیمی لاله
۱۳,۶۸۹,۲۷۳	۱۰,۸۳۲,۳۰۱	۱۴,۲۹۵,۸۸۵	فروش
۴,۵۳۵,۵۷۵	۳,۳۵۳,۴۹۷	۳,۴۲۵,۳۳۸	سود عملیاتی
۴,۶۷۴,۸۱۶	۳,۶۳۱,۰۸۱	۳,۷۳۳,۴۸۴	سود خالص
۶,۷۵۰,۸۲۶	۳,۹۲۳,۰۳۳	۴,۹۸۵,۸۱۴	دارایی‌های جاری
۹,۳۴۳,۵۰۳	۶,۵۱۳,۷۸۹	۷,۴۶۳,۲۵۲	جمع دارایی‌ها
۳,۵۶۳,۷۷۸	۱,۹۷۱,۷۳۲	۲,۵۷۹,۹۲۰	بدهی جاری
۳,۵۶۳,۷۷۸	۱,۹۷۲,۸۷۷	۲,۵۸۸,۸۵۶	جمع بدهی
۵,۷۷۹,۷۲۵	۴,۵۴۰,۹۱۲	۴,۸۷۴,۳۹۶	جمع حقوق صاحبان سهام
۹۵۲,۰۰۰	۹۵۲,۰۰۰	۹۵۲,۰۰۰	سرمایه

ظرفیت اسمی شرکت تولید ۳۰۰ هزار تن پلی‌اتیلن سبک می‌باشد شرکت در سال ۱۳۹۴ بیش از ۳۳۵ هزار تن پلی‌اتیلن سبک تولید کرده است، دلایل افزایش تولید واقعی نسبت به ظرفیت اسمی به دلیل تغییر ترکیب‌گرید تولید و عدم نیاز به تعمیرات اساسی اعلام شده است. شرکت کل خوراک (اتیلن) موردنیاز تولید را از پتروشیمی مارون دریافت می‌کند.

شرکت سرمایه‌گذاری توسعه گوه‌ران امید

سال	سود خالص	سود نقدی	نرخ تنزیل	تنزیل
۱۳۹۵	۲,۱۱۹,۰۰۰	۱,۹۰۷,۱۰۰	۱,۲۳	۱,۵۵۳,۰۱۳
۱۳۹۶	۲,۲۸۲,۸۸۹	۲,۰۵۴,۶۰۱	۱,۵۱	۱,۳۶۲,۴۸۲
۱۳۹۷	۲,۴۵۹,۴۵۴	۲,۲۱۳,۵۰۹	۱,۸۵	۱,۱۹۵,۳۲۵
۱۳۹۸	۲,۶۴۹,۶۷۵	۲,۳۸۴,۷۰۸	۲,۲۷	۱,۰۴۸,۶۷۷
۱۳۹۹	۲,۸۵۴,۶۰۸	۲,۵۶۹,۱۴۷	۲,۷۹	۹۲۰,۰۲۰
چهار سال اول				
بعد از چهار سال اول				
ارزش سهم مارون				
بهای تمام‌شده سرمایه‌گذاری مارون				
خالص				

۳,۲. پتروشیمی ایلام

طرح الفین سیزدهم یکی از طرح‌های برنامه پنج‌ساله چهارم می‌باشد که پس از مطالعات اقتصادی اجرای آن طبق مصوبه ۹۴۷ مورخ ۱۳۸۱/۴/۱۸ هیئت‌مدیره شرکت ملی صنایع پتروشیمی به شرکت ایلام واگذار شد. شرکت پتروشیمی ایلام طی شماره ۲۵۳۸۶۱ مورخ ۱۳۸۴/۰۶/۰۷ در اداره ثبت شرکت‌ها و مؤسسات غیرتجاری تهران به ثبت رسیده است. دارایی‌های شرکت در بدو تأسیس بر اساس مصوبه شماره ۱۱۰۵ هیئت‌مدیره شرکت ملی صنایع پتروشیمی از محل واگذاری خالص دارایی‌های شرکت پتروشیمی بو شهر تحصیل گردیده است. در حال حاضر شرکت پتروشیمی ایلام جزء واحدهای فرعی شرکت گروه پتروشیمی سرمایه‌گذاری ایرانیان (۵۸,۸۳) و واحد تجاری گروه شرکت صنایع پتروشیمی خلیج‌فارس می‌باشد. پتروشیمی مارون مالک ۷ درصد پتروشیمی ایلام می‌باشد. طرح دارای فرایند الفین (جهت تولید اتیلن و پروپیلن) و پلی‌اتیلن سنگین بوده و شامل تأسیسات جانبی از جمله واحدهای تأمین آب، برق، بخار و بخشهای غیر صنعتی و اداری می‌باشد. قرارداد واحد پلی‌اتیلن سنگین پس از انجام تشریفات مربوطه در سال ۱۳۸۳ از طریق شرکت مدیریت صنایع پتروشیمی با مشارکت میتسوئی ژاپن و طراحی مهندسی صنایع انرژی منعقد گردید. همچنین قرارداد واحد الفین با شرکت مهندسی مشاور بینا و تحت دانش فنی شرکت STONE & WEBSTER انگلستان به‌عنوان برنده مناقصه منعقد شده است. واحد الفین شرکت از سال ۱۳۹۲ راه‌اندازی ولی با توجه به کمبود خوراک در ۵۰ درصد ظرفیت فعال است همچنین واحد الفین شرکت با توجه به پیشرفت فیزیکی ۷۵ درصدی در بهار ۹۶ راه‌اندازی خواهد شد. طبق مصوبه شورای اقتصاد، شرکت پتروشیمی ایلام به مدت ۱۰ سال از تخفیف ۳۰ درصدی در دریافت خوراک بهره‌مند گردیده است.

سال	سود خالص	جریان نقدی	نرخ تنزیل	تنزیل
۱۳۹۵	۲۰	۴۴	۱,۲۵	۳۵
۱۳۹۶	۲۴۲	۳۰۲	۱,۵۶	۱۹۴
۱۳۹۷	۷۲۷	۸۵۸	۱,۹۵	۴۳۹
سال اولیه				
بعد از چند سال اول				
قیمت پیشنهادی به ازای هر سهم				
ارزش کل				
				۳۵,۶۹۳,۵۳۵

۳,۳. پتروشیمی بوشهر

شرکت پتروشیمی بوشهر یکی از بزرگ‌ترین مجتمع‌های پتروشیمی در نوع خود در کشور می‌باشد که شرکت پتروشیمی مارون در سال ۱۳۸۹ اقدام به خرید ۴۰ درصد سهام شرکت مذکور نموده است. طرح مذکور شامل واحد شیرین سازی و واحد جداسازی اتان با ظرفیت تولید ۲,۲۰۰ هزار تن در سال، واحد اتیلن کراکر با ظرفیت یک میلیون تن اتیلن در سال و واحد متانول با ظرفیت ۱,۶۵۰ هزار تن در سال است. در فاز در مرحله ساخت می‌باشد که واحدهای شیرین سازی و جداسازی اتان و متانول در سال ۱۳۹۶ به بهره‌برداری خواهد رسید. فاز دو (تولید EDPE و EG) شرکت در مرحله مهندسی قرار دارند. میزان کل سرمایه موردنیاز جهت اجرای این طرح حدوداً ۲,۲۶۸,۲ میلیون یورو می‌باشد. ارزش گذاری شرکت با استفاده از مدل تنزیل جریان نقدی محاسبه شده است

میلیون ریال	سود خالص	جریان نقدی	نرخ تنزیل	تنزیل
۱۳۹۶	۴,۰۵۲,۳۲۵	۴,۸۹۲,۱۲۵	۱,۵۱	۳,۲۳۳,۶۰۸
۱۳۹۷	۸,۴۳۲,۱۴۱	۹,۲۷۱,۹۴۱	۱,۸۶	۴,۹۸۲,۵۹۲
۱۳۹۸	۹,۹۰۶,۸۶۳	۱۱,۴۹۹,۹۹۷	۲,۲۹	۵,۰۲۴,۳۲۰
۱۳۹۹	۳۴,۷۳۳,۰۰۸	۳۴,۷۳۳,۰۰۸	۲,۸۲	۱۲,۳۳۷,۲۰۷
سال اولیه				
بعد از چند سال اول				
ارزش کل				
				۲۵,۵۷۷,۷۲۶
				۳۶,۱۷۵,۱۰۳
				۶۱,۷۵۲,۸۲۹

۴. ارزش‌گذاری

➤ **مدل گوردون؛** متوسط بازده حقوق صاحبان سهام شرکت ۸۰ درصد می‌باشد همچنین شرکت در طی سال‌های اخیر به‌طور متوسط ۸۵ درصد سود خود را تقسیم کرده است با توجه به اطلاعات فوق نرخ رشد شرکت ۱۲ درصد خواهد شد که این نرخ نمی‌تواند نرخ رشد بلندمدت شرکت باشد در این گزارش فرض بر این است که شرکت تا سال ۱۳۹۹ با همین نرخ رشد کند و بعد از آن نرخ رشد شرکت ۸ درصد باشد. اگر بازده مورد انتظار بازار را ۲۸ درصد و بازده بدون ریسک را ۱۵ درصد (نرخ سود بانکی) و بتای شرکت ۰.۶ (ره‌آورد نوین) باشد، ارزش ذاتی سهم ۳۰,۱۵۲ ریال خواهد شد. جدول زیر قیمت سهام مارون در نرخ بازده‌ها و نرخ رشد مختلف را نشان می‌دهد.

۳۰,۱۵۲	%۱۸	%۱۹	%۲۰	%۲۱	%۲۲	%۲۳	%۲۴	%۲۵
%۱۰	۳۹,۰۰۷	۳۷,۶۶۰	۳۶,۳۷۴	۳۵,۱۴۸	۳۳,۹۷۷	۳۲,۸۵۸	۳۱,۷۸۹	۳۰,۷۶۷
%۹	۳۷,۰۹۲	۳۵,۸۲۴	۳۴,۶۱۴	۳۳,۴۵۹	۳۲,۳۵۶	۳۱,۳۰۲	۳۰,۲۹۴	۲۹,۳۳۱
%۸	۳۵,۴۳۶	۳۴,۲۳۶	۳۳,۰۹۱	۳۱,۹۹۸	۳۰,۹۵۴	۲۹,۹۵۶	۲۹,۰۰۲	۲۸,۰۸۹
%۷	۳۳,۹۸۹	۳۲,۸۴۹	۳۱,۷۶۱	۳۰,۷۲۲	۲۹,۷۲۹	۲۸,۷۸۰	۲۷,۸۷۳	۲۷,۰۰۵
%۶	۳۲,۷۱۵	۳۱,۶۲۷	۳۰,۵۸۹	۲۹,۵۹۸	۲۸,۶۵۱	۲۷,۷۴۵	۲۶,۸۷۹	۲۶,۰۵۰
%۵	۳۱,۵۸۳	۳۰,۵۴۳	۲۹,۵۴۹	۲۸,۶۰۰	۲۷,۶۹۳	۲۶,۸۲۶	۲۵,۹۹۶	۲۵,۲۰۲
%۴	۳۰,۵۷۳	۲۹,۵۷۴	۲۸,۶۲۰	۲۷,۷۰۹	۲۶,۸۳۷	۲۶,۰۰۴	۲۵,۲۰۷	۲۴,۴۴۴
%۳	۲۹,۶۶۴	۲۸,۷۰۳	۲۷,۷۸۵	۲۶,۹۰۷	۲۶,۰۶۸	۲۵,۲۶۶	۲۴,۴۹۸	۲۳,۷۶۳

➤ **تجزیل سود عملیاتی شرکت بعلاوه ارزش خالص سرمایه‌گذاری‌های شرکت؛** در این روش ابتدا سود برآوردی شرکت لاله برای سال ۱۳۹۵ از سود برآوردی شرکت مارون خارج شده سپس با توجه به مفروضات اشاره‌شده در بالا ارزش ذاتی شرکت محاسبه‌شده است سپس ارزش سه شرکت لاله، ایلام و بوشهر محاسبه‌شده است و سهم مارون با توجه به درصد مالکیت محاسبه و از مبلغ فوق بهای تمام‌شده سرمایه‌گذاری مارون کسر گردیده است، عدد حاصل به ارزش ذاتی مارون اضافه‌شده است.

۲۷,۱۰۳	قیمت بدون سود لاله
۳,۰۳۱	ناو لاله
۳۸۲	ناو ایلام
۴,۹۴۸	ناو بوشهر
۳۵,۴۶۴	price

۵. نتیجه‌گیری

شرکت پتروشیمی مارون با سرمایه ۴,۰۰۰ میلیارد ریالی هفتمین شرکت بزرگ از نظر سرمایه در صنعت شیمیایی محسوب می‌شود، ارزش بازار شرکت ۱۲۲,۴۹۶ میلیارد ریال می‌باشد که از این نظر، بعد از هلدینگ خلیج‌فارس دومین شرکت بزرگ صنعت شیمیایی محسوب می‌شود. مهم‌ترین ریسک شرکت مشخص نشدن نرخ خوراک (اتان) می‌باشد که تغییر آن تأثیر زیادی در سودآوری شرکت می‌گذارد، در طی سال‌های اخیر نرخ فروش محصولات شرکت با توجه به کاهش قیمت‌های جهانی پایین آمده است ولی نرخ خوراک شرکت ثابت مانده است و همین موضوع حاشیه سود شرکت را کاهش داده است (در سال ۹۴ حدود ۱۰ درصد کاهش داشته است). شرکت در حال حاضر نرخ اتان را در بودجه خودش ۲۴۰ دلار به ازای هر تن محاسبه کرده است (طبق روال سال‌های گذشته) اما در حال حاضر قیمت جهانی اتان ۱۸۰ دلار به ازای هر تن می‌باشد در حالی که وزارت نفت نرخ ۲۸۰ دلار را برای سال ۱۳۹۵ ابلاغ کرده که مورد اعتراض این شرکت واقع شده است. نسبت‌های مالی شرکت در طی دو سال اخیر به دلیل کاهش قیمت جهانی روند منفی داشته اما نسبت به رقبای خود وضعیت مناسبی دارد. پتروشیمی مارون در طی چند سال گذشته سرمایه‌گذاری‌های خوبی در پتروشیمی‌های لاله، بوشهر، ایلام و سلمان فارسی داشته است که به نظر می‌رسد با بهره‌برداری از کارخانه‌ها در سال‌های آتی سود شرکت رشد چشمگیری داشته باشد.

با توجه به موارد اشاره شده به نظر می‌رسد خرید سهم در قیمت‌های زیر ۳۰,۰۰۰ ریال و نگهداری آن بادی بلندمدت مناسب باشد.