

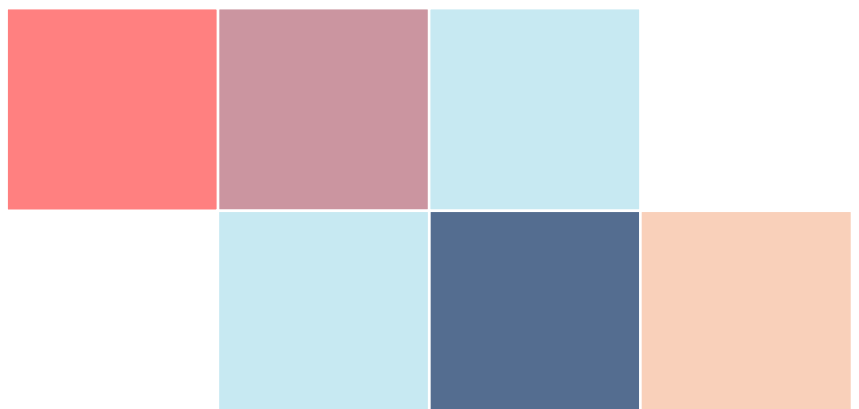


تحلیل بنیادی نفت سپاهان

۱۳۹۶/۱۰/۱۳

شرکت کارگزاری بانک صنعت و معدن

واحد سبد گردانی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری





فهرست

- ۱- کلیات: ۳
- ۱-۱- تاریخچه: ۳
- ۱-۲- موضوع فعالیت: ۳
- ۱-۳- محل فعالیت شرکت: ۴
- ۱-۴- سرمایه: ۴
- ۱-۵- سهامداران شرکت: ۴
- ۱-۶- شمای کلی از وضعیت معاملات و قیمت سهام: ۴
- ۲- پیش‌بینی صورت‌های مالی شرکت: ۴
- ۲-۱- مفروضات: ۴
- ۲-۲- پیش‌بینی مقدار فروش: ۵
- ۲-۳- مقایسه مقدار فروش محقق شده ماهانه و بودجه شده: ۵
- ۲-۴- پیش‌بینی درآمد فروش: ۶
- ۲-۵- مقایسه درآمد فروش محقق شده و بودجه: ۶
- ۲-۶- روند نرخ محصولات: ۷
- ۲-۷- پیش‌بینی بهای تمام شده: ۷
- ۲-۸- عملکرد نه‌ماهه شرکت: ۸
- ۲-۹- صورت سود و زیان: ۸
- ۳- نتیجه‌گیری و قیمت‌گذاری: ۹
- ۴- تحلیل حساسیت: ۹
- ۵- بند حسابرس: ۹
- ۶- سرمایه‌گذاری‌های شرکت: ۱۰
- ۶-۱- سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت: ۱۰
- ۶-۲- سرمایه‌گذاری بلندمدت: ۱۰
- ۷- نسبت‌های مالی: ۱۲



۱- کلیات:

۱-۱- تاریخچه:

پالایش نفت سپاهان در سال ۱۳۷۱ به عنوان یکی از واحدهای پالایشگاه اصفهان آغاز به فعالیت نمود. این واحد پالایشگاهی در ابتدای مهرماه ۱۳۷۸ به صورت یک شرکت سهامی خاص تحت عنوان شرکت تصفیه روغن اصفهان در اداره ثبت شرکت‌های تهران به ثبت رسید. همچنین بر اساس قانون بودجه سال ۱۳۷۹ و در راستای تصمیمات کمیته تأدیه مطالبات صندوق مقرر گردید این شرکت به عنوان کارخانه روغن سازی پالایشگاه اصفهان به صندوق بازنشستگی، پس انداز و رفاه کارکنان صنعت نفت واگذار گردد. بر این اساس و با توجه به طولانی شدن فرآیند واگذاری، این شرکت عملاً تا پایان سال ۱۳۸۰ فعالیت عملیاتی و تجاری نداشته و کلیه فعالیت‌ها در قالب شخصیت حقوقی پالایشگاه نفت اصفهان انجام شده است. با واگذاری این شرکت از ابتدای سال ۱۳۸۱ فعالیت آن آغاز و به استناد مصوبه مجمع عمومی فوق العاده صاحبان در آخرین روز کاری سال ۱۳۸۱ نام شرکت از تصفیه روغن اصفهان (سهامی خاص) به شرکت نفت سپاهان (سهامی خاص) تغییر یافت. بر اساس تصمیمات اتخاذ شده مبنی بر تبدیل شرکت از سهامی خاص به سهامی عام اقدامات اولیه به همین منظور از اوایل سال ۱۳۹۲ به عمل آمده و در تاریخ ۲۱ شهریور ۱۳۹۲ به سهامی عام تبدیل گردید.

از خردادماه سال ۱۳۹۳ و پس از درج نماد شرکت در بازار دوم بورس اوراق بهادار تهران، رعایت شفافیت‌های لازم و ارائه به موقع گزارش‌های فصلی و مقطعی به سهامداران محترم در دستور کار شرکت قرار گرفت.

۱-۲- موضوع فعالیت:

موضوع فعالیت این شرکت بر اساس ماده ۲ اساسنامه آن عبارت است از:

- تأسیس، احداث و ایجاد کارخانجات و تهیه و تحویل کالا و مواد اولیه و واسطه‌ای به منظور ساخت و بسته‌بندی انواع روغن پایه جهت تولید انواع روغن‌های موتور مورد نیاز خودروهای گوناگون و ماشین‌آلات صنعتی و کشاورزی و دریایی و هوایی و ریلی و محصولات جانبی و مشتقات حاصل از آنها مانند گریس، اسلاک و کس، پارافین واکس جامد، پارافین مایع صنعتی، اکسترکت، مواد شیمیایی، چسب و رزین، مکمل‌های سوخت و روغن، حشره کش، روغن ترمز، انواع افزودنی‌ها، ضدیخ و ضد جوش، شیشه شوی و انواع مواد افزودنی، ترکیبات چربی زدا و کلیه روغن‌های صنعتی جهت عرضه و فروش در داخل و خارج از کشور.
- سایر موارد

**۱-۳- محل فعالیت شرکت:**

دفتر مرکزی این شرکت واقع در خیابان عماد مغنیه است و مجتمع تولیدی نیز در جنب پالایش نفت اصفهان قرار گرفته است.

۱-۴- سرمایه:

سرمایه شرکت در بدو تأسیس مبلغ ۱۰ میلیون ریال بوده که در طی دو مرحله به شرح زیر به مبلغ ۱۰۵۰ میلیارد افزایش داشته است.

| تاریخ | سرمایه قبلی-م ریال | افزایش سرمایه-م ریال | سرمایه جدید-م ریال | محل افزایش سرمایه |
|-------|--------------------|----------------------|--------------------|---------------------------|
| ۱۳۷۸ | - | - | ۱۰ | - |
| ۱۳۸۵ | ۱۰ | ۵۹۹۹۹۰۰٪ | ۶۰۰,۰۰۰ | سود انباشته |
| ۱۳۹۰ | ۶۰۰,۰۰۰ | ۷۵۰٪ | ۱,۰۵۰,۰۰۰ | مطالبات حال شده سهامداران |

۱-۵- سهامداران شرکت:

سهامداران شرکت در تاریخ تهیه گزارش به شرح جدول زیر بوده است:

| نام سهامدار | تعداد سهام | درصد مالکیت |
|-----------------------------|---------------|-------------|
| گروه پتروشیمی تابان فردا | ۹۱۱,۳۱۲,۵۷۸ | ۸۶.۷۹٪ |
| صندوق بازنشتگی کشوری | ۲۴,۶۴۵,۲۰۷ | ۲.۳۵٪ |
| گروه توسعه مالی مهر آیندگان | ۲۳,۵۰۰,۰۰۰ | ۲.۲۴٪ |
| سایر سهامداران | ۹۰,۵۴۲,۲۱۵ | ۸.۶۲٪ |
| جمع | ۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰ | ۱۰۰.۰۰٪ |

۱-۶- شمای کلی از وضعیت معاملات و قیمت سهام:

| سال مالی | تعداد سهام معامله شده | ارزش معاملات-م ریال | تعداد روز معاملاتی | در پایان سال مالی | | |
|----------|-----------------------|---------------------|--------------------|-------------------|----------------|---------------|
| | | | | ارزش بازار-م ریال | قیمت سهام-ریال | سرمایه-م ریال |
| ۱۳۹۴ | ۵۵,۴۳۶,۹۵۲ | ۴۸۶,۱۲۹,۳۲ | ۲۳۶ | ۹۱۸۹۶ | ۸۷۵۲ | ۱,۰۵۰,۰۰۰ |
| ۱۳۹۵ | ۴۰,۲۰۱,۲۰۲ | ۳۱۰,۹۲۵,۵۴ | ۲۲۰ | ۷۸۵۱.۹ | ۷۴۷۸ | ۱,۰۵۰,۰۰۰ |
| ۱۳۹۶ | ۵۲,۳۱۱,۶۶۸ | ۵۲۵,۵۸۹,۹۱ | ۱۷۱ | ۱۴۸۲۶ | ۱۴۱۲۰ | ۱,۰۵۰,۰۰۰ |

۲- پیش بینی صورت های مالی شرکت:**۲-۱- مفروضات:**

برای پیش بینی سودآوری این شرکت در سال های ۱۳۹۶ و ۱۳۹۷، مفروضاتی که در نظر گرفته شده است، شامل مقدار فروش، نرخ ارز (آزاد و مبادله ای)، نرخ رشد قیمت روانکار داخلی و نرخ نفت خام است.



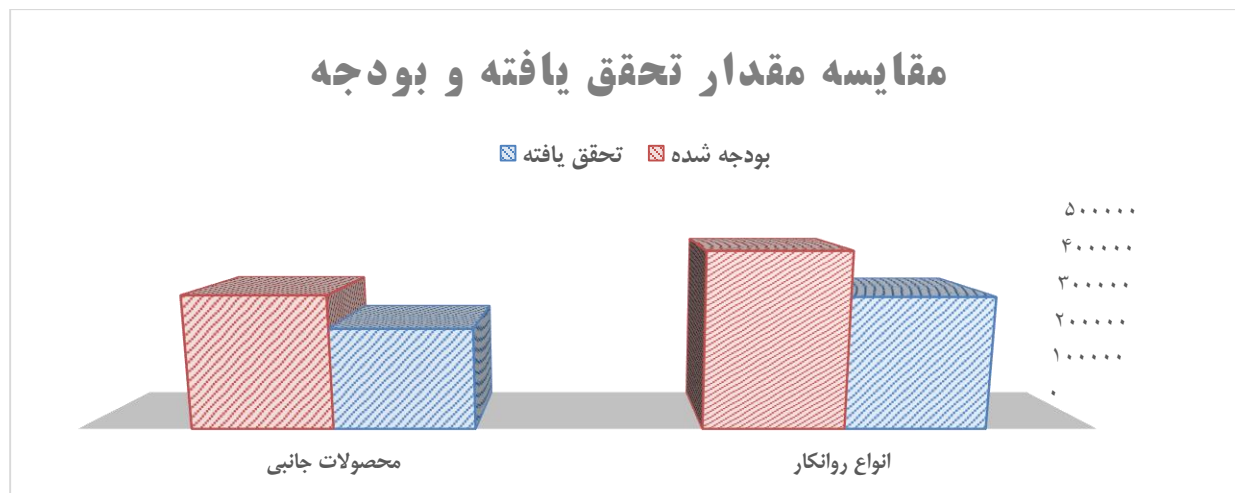
لازم به ذکر است، بیشتر روانکار صادراتی این شرکت را روغن پایه و اندکی روغن نهایی تشکیل می‌دهد، اما با توجه به عدم دسترسی به ریز اطلاعات در صورت‌های مالی، فرض بر آن بوده است که تمامی روانکار صادراتی را روغن پایه تشکیل می‌دهد. از طرفی بخش عمده روانکار داخلی را، روغن نهایی تشکیل می‌دهد و در نتیجه با توجه به نحوه تعیین نرخ در داخل که باید اجازه افزایش نرخ از سوی سازمان حمایت از مصرف‌کنندگان و همچنین شرایط حاکم بر بازار روغن نهایی در داخل، تغییرات پیش‌بینی شده است.

| کارشناسی ۱۳۹۷ | کارشناسی ۱۳۹۶ | واحد | |
|---------------|---------------|-----------|--------------------------|
| ۷۵۰,۰۰۰ | ۷۵۰,۰۰۰ | تن | مقدار فروش |
| ۴۵,۰۰۰ | ۴۰,۰۰۰ | ریال | نرخ دلار-آزاد |
| ۳۷,۰۰۰ | ۳۵,۰۰۰ | ریال | نرخ دلار-مبادله ای |
| ۶۰ | ۶۰ | دلار/بشکه | نرخ نفت خام |
| ۲۰٪ | ۳۰٪ | درصد | افزایش نرخ روانکار داخلی |

۲-۲- پیش‌بینی مقدار فروش:

| کارشناسی ۱۳۹۷ | کارشناسی ۱۳۹۶ | نه ماهه ۱۳۹۶ | شش ماهه ۱۳۹۶ | بودجه ۱۳۹۶-بر اساس شش ماهه | ۱۳۹۵ | ۱۳۹۴ | ۱۳۹۳ | مقدار فروش-تن |
|---------------|---------------|--------------|--------------|----------------------------|---------|---------|---------|-----------------------|
| ۷۷,۵۵۲ | ۷۷,۵۵۲ | | ۳۵,۷۰۵ | ۷۹,۱۶۶ | ۸۹,۲۹۶ | ۱۰۳,۴۳۳ | ۸۶,۱۵۱ | روانکار داخلی |
| ۷۹,۲۱۷ | ۷۹,۲۱۷ | | ۳۴,۸۶۸ | ۵۸,۱۰۵ | ۶۸,۶۳۴ | ۸۶,۳۱۰ | ۱۳۹,۰۵۸ | محصولات جانبی داخلی |
| ۳۶۰,۱۴۱ | ۳۶۰,۱۴۱ | ۳۱۵,۸۱۳ | ۱۷۵,۶۷۴ | ۳۱۵,۰۰۶ | ۳۰۶,۶۱۷ | ۳۴۶,۰۰۰ | ۲۹۲,۴۸۵ | روانکار صادراتی |
| ۲۳۲,۳۸۷ | ۲۳۲,۳۸۷ | ۲۴۱,۱۳۳ | ۱۲۸,۷۵۹ | ۲۴۵,۹۶۵ | ۲۲۷,۴۹۵ | ۱۸۹,۵۱۷ | ۱۴۰,۶۷۰ | محصولات جانبی صادراتی |
| ۷۰۳ | ۷۰۳ | ۰ | ۳۲۱ | ۲۰,۰۸۸ | ۱,۲۸۲ | ۰ | ۹۹۳ | سایر |
| ۷۵۰,۰۰۰ | ۷۵۰,۰۰۰ | ۵۵۶,۹۴۶ | ۳۷۵,۲۲۷ | ۷۰۰,۳۳۰ | ۶۹۳,۳۳۴ | ۷۲۵,۲۶۰ | ۶۵۹,۳۵۷ | مجموع |

۲-۳- مقایسه مقدار فروش محقق شده ماهانه و بودجه شده:



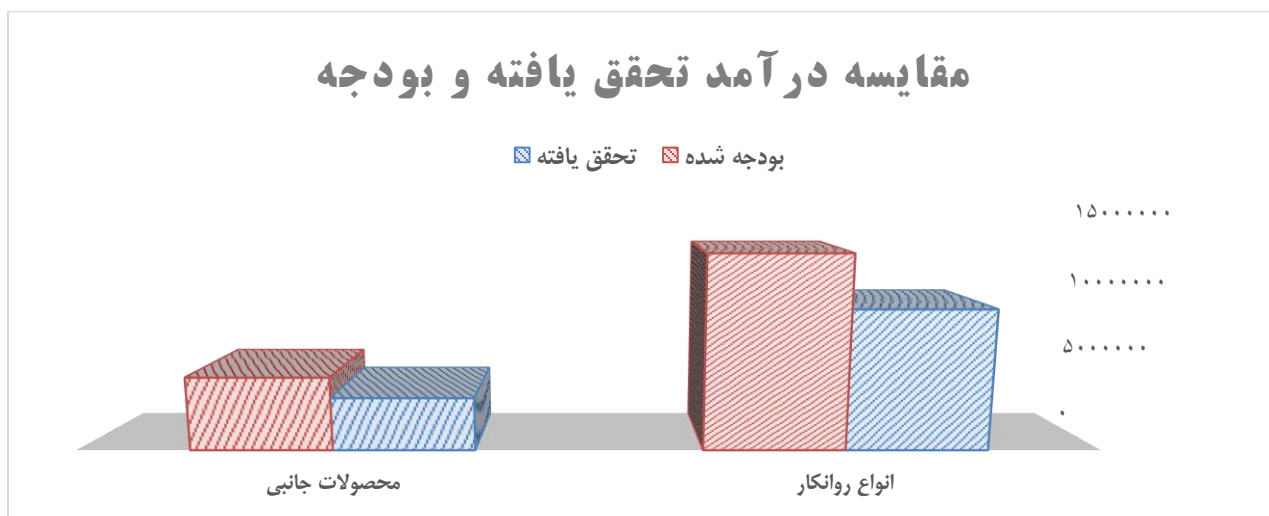


این شرکت در طی نه ماه از فعالیت خود، بر اساس بودجه‌ای ارائه شده بر مبنای فعالیت‌های واقعی ۹ ماهه، ۷۵ درصد میزان فروش بودجه شده را در هر دودسته از محصولات، پوشش داده است.

۴-۲- پیش‌بینی درآمد فروش:

| مبلغ فروش - میلیون ریال | ۱۳۹۳ | ۱۳۹۴ | ۱۳۹۵ | بودجه ۱۳۹۶ - بر اساس شش ماهه | شش ماهه ۱۳۹۶ | نه ماهه ۱۳۹۶ | کارشناسی ۱۳۹۶ | کارشناسی ۱۳۹۷ |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| روانکار داخلی | ۳,۶۱۵,۹۴۲ | ۳,۹۱۷,۸۲۴ | ۳,۰۴۵,۶۴۸ | ۳,۲۴۱,۱۶۹ | ۱,۴۱۷,۸۱۸ | | ۳,۴۳۸,۶۰۱ | ۳,۹۵۴,۳۹۱ |
| محصولات جانبی داخلی | ۲,۳۱۱,۵۰۴ | ۱,۰۶۱,۴۱۲ | ۹۳۹,۹۰۹ | ۱,۰۸۷,۱۵۲ | ۶۵۰,۴۳۳ | | ۱,۵۵۶,۳۷۳ | ۱,۷۸۹,۷۱۴ |
| روانکار صادراتی | ۷,۶۸۹,۴۰۱ | ۵,۹۳۴,۰۷۹ | ۶,۲۱۹,۲۲۸ | ۸,۰۷۹,۸۰۸ | ۴,۴۷۵,۴۳۷ | ۹,۳۰۷,۰۵۰ | ۹,۹۹۷,۵۲۸ | ۱۱,۲۴۷,۲۱۸ |
| محصولات جانبی صادراتی | ۲,۳۲۱,۶۰۷ | ۱,۶۰۷,۸۱۰ | ۲,۲۵۶,۲۰۴ | ۳,۲۰۸,۲۴۳ | ۱,۵۲۳,۱۹۸ | ۳,۴۹۶,۳۳۱ | ۳,۳۹۶,۴۹۶ | ۳,۷۰۸,۵۵۸ |
| سایر | ۵۳,۵۳۴ | ۰ | ۵۹,۹۴۶ | ۱۲۷,۹۱۳ | ۱۶,۲۲۲ | | ۴۲,۷۳۵ | ۴۹,۱۴۵ |
| مجموع | ۱۵,۷۹۱,۹۸۸ | ۱۱,۷۰۹,۳۵۶ | ۱۲,۵۱۰,۹۳۵ | ۱۵,۷۴۴,۲۸۵ | ۸,۰۸۳,۱۰۸ | ۱۲,۸۰۳,۳۸۱ | ۱۸,۳۳۱,۶۳۳ | ۲۰,۷۴۹,۰۲۷ |

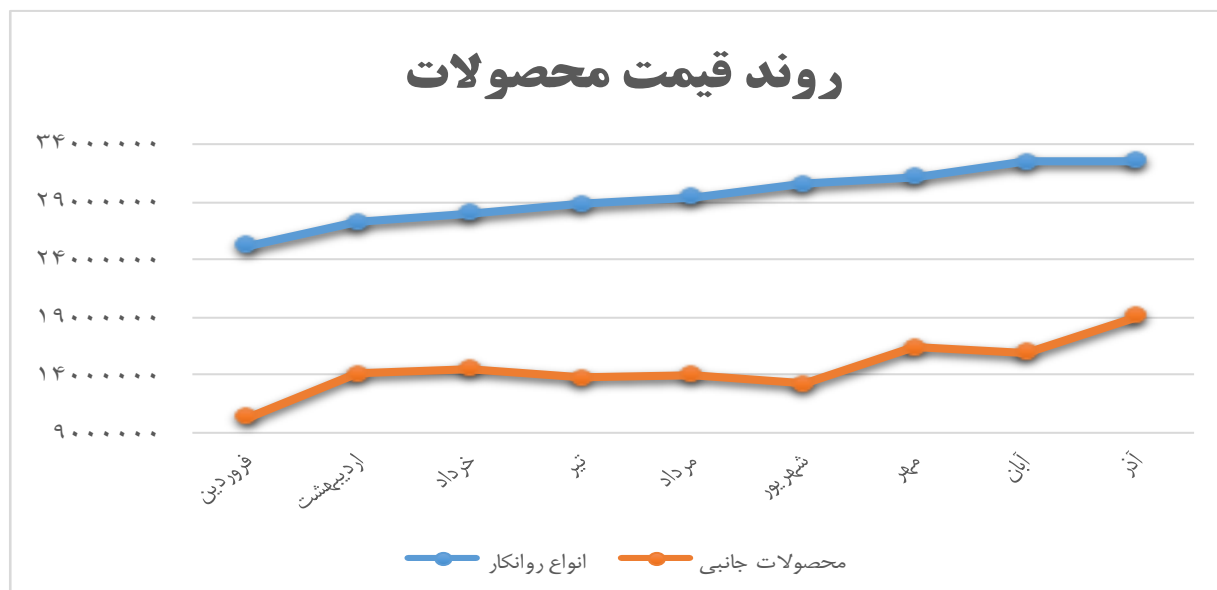
۵-۲- مقایسه درآمد فروش محقق شده و بودجه:



این شرکت در طی نه ماه از فعالیت خود در طی امسال توانسته است ۷۲ درصد درآمد بودجه شده در محصولات و کل درآمد را پوشش دهد.



۲-۶- روند نرخ محصولات:



۲-۷- پیش‌بینی بهای تمام‌شده:

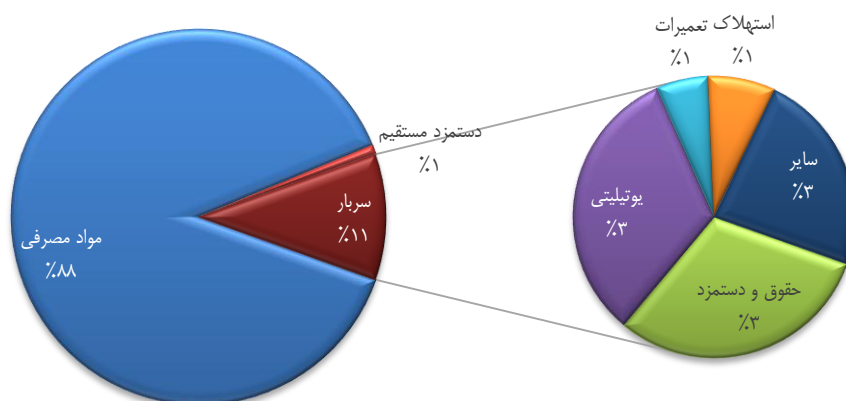
| بهای تمام‌شده - میلیون ریال | ۱۳۹۳ | ۱۳۹۴ | ۱۳۹۵ | بودجه ۱۳۹۶ - بر اساس شش ماهه | شش ماهه ۱۳۹۶ | نه ماهه ۱۳۹۶ | کارشناسی ۱۳۹۶ | کارشناسی ۱۳۹۷ |
|-------------------------------|------------|-----------|-----------|------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| مواد مصرفی | ۱۱,۲۸۴,۵۵۷ | ۷,۴۹۶,۹۵۵ | ۷,۶۲۷,۶۵۸ | ۹,۸۹۹,۸۰۱ | ۴,۵۸۴,۷۳۵ | ۷,۱۸۰,۷۵۴ | ۱۰,۳۷۵,۱۱۸ | ۱۱,۰۴۳,۵۷۷ |
| سربار | ۶۶۴,۶۴۷ | ۸۲۰,۴۵۳ | ۹۶۸,۶۸۸ | ۱,۲۱۶,۹۸۰ | ۵۰۷,۶۰۳ | ۶۸۲,۸۲۹ | ۱,۰۶۷,۳۸۰ | ۱,۲۱۸,۲۳۴ |
| دستمزد مستقیم | ۹۹,۹۷۵ | ۴۵,۳۱۰ | ۶۰,۶۹۷ | ۸۹,۶۲۰ | ۴۴,۸۱۰ | ۵۰,۸۶۳ | ۱۰۷,۵۴۴ | ۱۲۹,۰۵۳ |
| بهای تولید | ۱۲,۰۴۹,۱۷۹ | ۸,۳۶۲,۷۱۸ | ۸,۶۵۷,۰۴۳ | ۱۱,۲۰۶,۴۰۱ | ۵,۱۳۷,۱۴۸ | ۷,۹۱۴,۴۴۶ | ۱۱,۵۵۰,۰۴۳ | ۱۲,۳۹۰,۸۶۳ |
| تعدیلات | (۷۲,۶۳۲) | ۵۰,۰۴۳ | (۱۱۳,۸۹۶) | (۲۳۱,۰۷۵) | ۱۳۰,۶۷۷ | ۲۷۹,۱۵۲ | . | . |
| بهای تمام‌شده کالای فروش رفته | ۱۱,۹۷۶,۵۴۷ | ۸,۸۶۷,۷۶۱ | ۸,۵۴۳,۱۴۷ | ۱۰,۹۷۵,۳۲۶ | ۵,۲۶۷,۸۲۵ | ۸,۱۹۳,۵۹۸ | ۱۱,۵۵۰,۰۴۳ | ۱۲,۳۹۰,۸۶۳ |

در قسمت برآورد هزینه مواد اولیه، این شرکت سه ماده اولیه را عنوان کرده است. مهم‌ترین ماده اولیه، لوب کات است که جهت برآورد نرخ آن از نرخ ارز مبادله‌ای و نسبت نرخ دلاری آن به روغن پایه استفاده شده است. همچنین دومین ماده مهم مورد استفاده، آیزورسیکلیک است که در واقع شباهت قابل توجهی با لوب کات دارد و از این روی نوسانات آن به مانند نوسانات لوب کات بوده و در نتیجه نرخ آن نیز بر اساس درصدی از لوب کات برآورد شده است. سومین ماده اولیه که مقدار مصرف آن در طی سال‌های اخیر عنوان نشده است، مواد افزودنی است که صرفاً به روغن نهایی اضافه می‌شود.

نکته: با توجه به آنکه شرکت‌های تولید، کل کالای تولیدشده طی دوره را به طور کامل به فروش نمی‌رسانند، در محاسبه بهای تمام‌شده، مقدار کالای اول دوره و آخر دوره و همچنین در جریان ساخت را در نظر می‌گیرند که با توجه به استانداردهای حسابداری، اقدام به محاسبه بهای تمام‌شده کالای فروش رفته می‌کنند. این مقدار اضافه‌ها و کسررها را به طور کلی در محاسبات به عنوان تعدیلات کالای ساخته‌شده در نظر گرفته شده است.



ترکیب بهای تمام شده - بودجه ۱۳۹۶ بر اساس عملکرد شش ماهه



۸-۲ عملکرد نه ماهه شرکت:

| نرخ های میانگین - ریال / تن | | | | | | نقته بودجه | | نام محصول |
|-----------------------------|------------------------|-------------|-----------------------|--------------|-----------------------------------|-----------------------|-----------------|---------------|
| میانگین بودجه | تغییر نرخ آذر به بودجه | میانگین آذر | تغییر نرخ آذر به آبان | میانگین آبان | تغییر نرخ میانگین کل سال به بودجه | میانگین از ابتدای سال | مقداری / درآمدی | |
| ۳۰,۴۷۶,۰۹۰ | ۶۸.۴% | ۳۲,۵۵۹,۳۶۷ | ۰.۲۶% | ۳۲,۴۷۶,۴۷۱ | -۳.۳% | ۲۹,۴۷۰,۱۲۹ | ۷۲% | انواع روانکار |
| ۱۵,۱۸۴,۲۱۵ | ۲۵.۵۳% | ۱۹,۰۶۰,۲۵۵ | ۱۹.۷۴% | ۱۵,۹۱۸,۰۴۲ | -۴.۵۱% | ۱۴,۴۹۹,۵۹۶ | ۷۲% | محصولات جانبی |
| ۲۳,۸۸۹,۲۰۴ | - | ۲۷,۹۲۷,۳۱۱ | - | ۲۴,۱۳۱,۳۱۰ | - | ۲۲,۹۸۸,۵۵۰ | ۷۲% | مجموع |

۹-۲ صورت سود و زیان:

| شرح - ارقام به میلیون ریال | ۱۳۹۳ | ۱۳۹۴ | ۱۳۹۵ | بودجه ۱۳۹۶ - بر اساس شش ماهه | شش ماهه ۱۳۹۶ | نه ماهه ۱۳۹۶ | بودجه ۱۳۹۶ - بر اساس ۹ ماهه | کارشناسی ۱۳۹۶ | کارشناسی ۱۳۹۷ |
|---------------------------------|--------------|-------------|-------------|------------------------------|--------------|--------------|-----------------------------|---------------|---------------|
| فروش | ۱۵,۷۹۱,۹۸۸ | ۱۱,۷۰۹,۳۵۶ | ۱۲,۵۱۰,۹۳۵ | ۱۵,۷۴۴,۴۸۶ | ۸,۰۸۳,۱۰۹ | ۱۲,۸۰۳,۳۸۱ | ۱۷,۷۳۱,۷۱۴ | ۱۸,۳۳۱,۶۳۳ | ۲۰,۷۴۹,۰۲۷ |
| بهای تمام شده | (۱۱,۹۷۶,۵۴۷) | (۸,۸۶۷,۷۶۱) | (۸,۵۴۳,۱۴۷) | (۱۰,۹۷۵,۳۲۶) | (۵,۲۶۷,۸۲۵) | (۸,۱۹۳,۵۹۸) | (۱۱,۵۵۲,۷۸۵) | (۱۱,۵۵۰,۰۴۳) | (۱۲,۳۹۰,۸۶۳) |
| سود و زیان ناخالص | ۳,۸۱۵,۴۴۱ | ۲,۸۴۱,۵۹۵ | ۳,۹۶۷,۷۸۸ | ۴,۷۶۸,۹۶۰ | ۲,۸۱۵,۲۸۴ | ۴,۶۰۹,۷۸۳ | ۶,۱۷۸,۹۲۹ | ۶,۷۸۱,۵۹۰ | ۸,۳۵۸,۱۶۴ |
| هزینه های اداری و عمومی | (۹۸۹,۷۳۵) | (۱,۰۷۳,۷۱۰) | (۱,۷۱۵,۵۹۷) | (۲,۰۱۶,۶۰۰) | (۱,۲۸۹,۰۴۳) | (۱,۷۹۶,۶۸۸) | (۲,۱۷۰,۹۱۱) | (۲,۳۹۵,۵۸۴) | (۲,۷۵۴,۹۲۳) |
| خالص سایر درآمد و هزینه عملیاتی | ۶۱,۶۶۸ | ۶۸,۶۴۲ | (۷۳,۶۰۶) | ۱۸,۶۱۱ | ۱۸,۶۱۱ | ۱۴,۸۱۶ | ۱۸,۸۱۶ | ۱۰,۰۰۰ | ۱۲,۰۰۰ |
| سود و زیان عملیاتی | ۲,۸۸۷,۳۷۴ | ۱,۸۳۶,۵۲۷ | ۲,۱۷۸,۵۸۵ | ۲,۷۷۵,۹۷۱ | ۱,۵۴۴,۸۵۳ | ۲,۸۲۷,۹۱۱ | ۴,۰۲۶,۸۳۴ | ۴,۳۹۶,۰۰۶ | ۵,۶۱۵,۲۴۲ |
| هزینه مالی | (۴۴۲,۱۶۱) | (۷۶۱,۸۲۷) | (۵۱۴,۷۵۰) | (۲۵۸,۱۸۳) | (۱۵۴,۳۳۲) | (۱۷۱,۴۹۶) | (۱۸۹,۵۶۵) | (۱۹۰,۰۰۰) | (۱۸۰,۰۰۰) |
| درآمد سرمایه گذاری | ۱۳۹,۶۳۹ | ۱۲۶ | ۶۰,۵۹۱ | ۱۰۰,۰۴۹ | ۶۰,۲۲۷ | ۷۴,۹۱۵ | ۹۹,۹۶۰ | ۱۰۰,۰۰۰ | ۱۲۰,۰۰۰ |
| سایر درآمد و هزینه های متفرقه | (۴,۱۳۲) | ۲۹۹,۶۲۱ | (۴۹۲,۵۶۶) | (۳۲۸,۶۶۲) | (۳۱۲,۲۶۰) | (۲۹۷,۱۳۹) | (۳۹۲,۳۱۲) | (۳۹۵,۰۰۰) | (۱۰۰,۰۰۰) |
| سود و زیان قبل از مالیات | ۲,۵۸۰,۷۲۰ | ۱,۳۷۴,۴۴۷ | ۱,۲۳۱,۸۶۰ | ۲,۱۸۹,۱۷۵ | ۱,۱۲۸,۴۸۸ | ۲,۴۳۴,۱۹۱ | ۳,۵۴۵,۰۱۷ | ۳,۹۱۱,۰۰۶ | ۵,۴۵۵,۲۴۲ |
| مالیات | (۱۵۶,۹۳۳) | (۱۱۲,۴۱۸) | (۳۷۵,۳۳۴) | (۳۹۷,۸۹۹) | (۱۷۷,۹۰۲) | (۲۸۴,۹۱۲) | (۴۳۹,۱۰۹) | (۶۶۴,۵۴۹) | (۸۵۸,۷۶۸) |
| سود خالص | ۲,۴۲۳,۷۸۸ | ۱,۲۶۲,۰۲۹ | ۸۵۶,۵۲۶ | ۱,۸۹۱,۲۷۶ | ۹۶۰,۵۸۶ | ۲,۱۴۹,۲۷۹ | ۳,۱۰۵,۹۰۸ | ۳,۲۴۶,۴۵۷ | ۴,۵۹۶,۴۷۴ |
| سرمایه | ۱,۰۵۰,۰۰۰ | ۱,۰۵۰,۰۰۰ | ۱,۰۵۰,۰۰۰ | ۱,۰۵۰,۰۰۰ | ۱,۰۵۰,۰۰۰ | ۱,۰۵۰,۰۰۰ | ۱,۰۵۰,۰۰۰ | ۱,۰۵۰,۰۰۰ | ۱,۰۵۰,۰۰۰ |
| EPS-Rials | ۲,۳۰۸ | ۱,۲۰۲ | ۹۱۱ | ۱,۸۰۱ | ۹۱۵ | ۲,۰۴۷ | ۲,۹۵۸ | ۳,۰۹۲ | ۴,۳۷۸ |

**۳- نتیجه گیری و قیمت گذاری:**

در صورتی که درصد تقسیم سود را ۶۰ درصد و نرخ تنزیل را سالانه ۴۰ درصد در نظر بگیریم، با توجه به آنکه نسبت P/E(ttm) این شرکت برابر با ۶,۷۲ است و این در حالی است که مقدار این نسبت برای کل بازار برابر با ۶,۸۹ است، معیار را همان نسبت بازار در نظر گرفته و در نهایت ارزش ذاتی پیش بینی شده به شرح جدول زیر است:

| ارزش ذاتی-ریال | P/E | EPS-۹۶ | DPS-۹۵ | EPS-۹۵ |
|----------------|------|--------|--------|--------|
| ۲۲۴۵۰ | ۶,۷۲ | ۴۳۷۸ | ۱۸۵۰ | ۳۰۹۲ |

۴- تحلیل حساسیت:

| نرخ ارز | | | | | تحلیل حساسیت |
|---------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| ۴۸,۰۰۰ | ۴۶,۰۰۰ | ۴۴,۰۰۰ | ۴۲,۰۰۰ | ۴۰,۰۰۰ | |
| ۳۸,۰۰۰ | ۳۷,۵۰۰ | ۳۷,۰۰۰ | ۳۶,۵۰۰ | ۳۶,۰۰۰ | دلار مبادله ای |
| ۴,۳۱۲ | ۳,۸۹۹ | ۳,۵۸۶ | ۳,۱۵۲ | ۲,۸۱۹ | ۵۰ |
| ۴,۶۸۷ | ۴,۳۲۰ | ۴,۰۱۴ | ۳,۵۲۶ | ۳,۵۲۶ | ۵۵ |
| ۵,۱۰۰ | ۴,۵۳۶ | ۴,۲۵۵ | ۳,۷۵۱ | ۳,۳۶۹ | ۶۰ |
| ۵,۲۰۲ | ۴,۸۱۱ | ۴,۴۱۹ | ۳,۹۲۷ | ۳,۵۳۵ | ۶۵ |
| ۵,۸۴۰ | ۵,۲۸۸ | ۴,۸۵۷ | ۴,۳۴۶ | ۳,۹۱۵ | ۷۰ |

۵- بند حسابرس:

آخرین صورت های مالی حسابرسی شده این شرکت مربوط به عملکرد واقعی شش ماه ۱۳۹۶ است که بر اساس آن حسابرس شرکت، اظهار نظر مشروط داشته است. بندهای مشروط به شرح زیر است:

بند ۳: دریافتی های تجاری و غیر تجاری و پیش پرداخت ها (جاری و سرمایه ای) در شرکت اصلی و شرکت های فرعی به ترتیب شامل مبالغ ۲۸۰۱۸۵۷ میلیون ریال و ۴۵۸۴۰۸ میلیون ریال (جمعاً در گروه مبلغ ۳۲۶۰۲۶۵ میلیون ریال) عمدتاً اقلام راكد و انتقالی از سال های قبل است که علی رغم اقدامات انجام شده از جمله طرح دعوی نزد مراجع قضایی، وصول و یا تسویه نشده است. از بابت مطالبات فوق، ضمن احتساب مبلغ ۶۰۰ هزار میلیون ریال هزینه مطالبات مشکوک الوصول طی دوره مورد گزارش در شرکت اصلی و در گروه و شرکت اصلی به ترتیب مبالغ ۲۱۰۲۹۳۱ میلیون ریال و ۲۰۴۲۹۰۰ میلیون ریال ذخیره در حساب ها منظور شده است. انجام تعديلات در خصوص موارد یاد شده ضروری است، لیکن به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات و مستندات کافی، ارائه پیشنهاد مقتضی، در حال حاضر برای این موسسه ممکن نگردیده است.

بند ۴: نتیجه رسیدگی به مالیات عملکرد و مالیات بر ارزش افزوده گروه و شرکت اصلی به شرح زیر است:



مالیات عملکرد سال ۱۳۹۱ شرکت اصلی، بر اساس برگ قطعی و رای شورای عالی مالیات، به مبلغ ۱۰۲۹۵۹۹ میلیون ریال بیشتر از ذخیره منظور شده در حساب‌ها، تعیین شده است. در این راستا، ضمن پرداخت مبلغ یاد شده و اعمال آن در سرفصل پیش‌پرداخت‌ها (تحت عنوان علی‌المالیات عملکرد)، اعتراض شرکت در دیوان عدالت اداری در حال بررسی است. همچنین مالیات عملکرد سال‌های ۱۳۹۳ و ۱۳۹۴ شرکت‌های تابعه طبق برگ‌های تشخیص صادره، جمعاً مبلغ ۲۷۱۲۱ میلیون ریال بیش از مالیات‌های ابرازی بوده که اعتراضات انجام شده از این بابت، در هیئت‌های حل اختلاف مالیاتی در حال بررسی است. مضافاً مالیات ابرازی سال ۱۳۹۵ و دوره مورد گزارش شرکت‌های تابعه، با اعمال معافیت‌های مالیاتی محاسبه شده است که با توجه به مفاد قانون مالیات‌های مستقیم و سوابق مالیاتی شرکت، مطالبه مالیات بیشتر از مبالغ ابرازی، محتمل است.

تا تاریخ گزارش حسابرس، درخواست بخشودگی جرائم ارزش‌افزوده سال‌های ۱۳۹۲ و ۱۳۹۳ شرکت فرعی صنایع شیمیایی اریا سولار، به مبلغ ۷۴۸۰۱ میلیون ریال تعیین تکلیف نشده است. مضافاً مالیات و عوارض بر ارزش‌افزوده سه‌ماهه سوم و چهارم سال ۱۳۹۱ و دوره مورد گزارش شرکت اصلی و همچنین سال‌های ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵ و دوره مورد گزارش شرکت‌های فرعی، توسط سازمان امور مالیاتی در حال رسیدگی است و یا مورد رسیدگی قرار نگرفته است.

انجام تعدیلات بابت موارد مندرج در بندهای فوق ضروری است اما تعیین تعدیلات مورد لزوم در گروه و شرکت اصلی، منظور به انجام رسیدگی و توافق نهایی با سازمان امور مالیاتی است.

۶- سرمایه‌گذاری‌های شرکت:

سرمایه‌گذاری‌های شرکت به دو بخش سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و سرمایه‌گذاری بلندمدت تقسیم می‌شود.

۶-۱- سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت:

سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت شرکت بر اساس صورت‌های مالی منتهی به ۳۱ شهریور ۱۳۹۶، ارزش اسمی به مبلغ ۴۹۱۵ میلیون ریال است که از این مقدار ۸۹۶ میلیون ریال آن مربوط به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های بانک پارسیان، نفت بهران، سرمایه‌گذاری صنعت نفت و پتروشیمی پردیس است. مبلغ ۴۰۱۹ میلیون ریال مابقی نیز، مربوط به سرمایه‌گذاری در سایر شرکت‌ها است.

۶-۲- سرمایه‌گذاری بلندمدت:

سرمایه‌گذاری بلندمدت این شرکت شامل ۳ شرکت بورسی و فرابورسی، بورس کالای ایران، سنگ آهن گل‌گهر و چادرملو است. مجموع سرمایه‌گذاری صورت گرفته در این سه شرکت ۵۶۸ میلیون ریال است. سایر سرمایه‌گذاری‌های عمده این



شرکت، شامل شرکت توسعه تجارت فراگیر فولاد خوزستان و سنگ آهن مرکزی ایران است. پرتفوی بلندمدت این شرکت را می توان در جدول زیر مشاهده کرد:

| شرح- ارقام به میلیون ریال | نام شرکت | بهای تمام شده |
|------------------------------------|-------------------------|---------------|
| سرمایه گذاری در شرکتهای فرعی | صنایع شیمیایی آریاسولار | ۲۲,۰۱۸ |
| | کیمیا اسپیدی قشم | ۹۹ |
| | اوجان شیمی تبریز | ۲,۲۴۰ |
| | ایتترنشنال سولار اوایل | ۲,۵۱۸ |
| | سپینا اوایل | ۴۵,۳۷۷ |
| جمع سرمایه گذاری در شرکتهای فرعی | | ۷۲,۲۵۲ |
| سرمایه گذاری در شرکتهای وابسته | نفت کاسپین | ۴۰ |
| | شرکت ELSE | ۴۱۹ |
| جمع سرمایه گذاری در شرکتهای وابسته | | ۴۵۹ |
| سرمایه گذاری در سایر شرکتهای | | ۲۲,۰۳۲ |
| سرمایه گذاری بلند مدت در ISCO | | ۱۳۱,۳۰۳ |
| سپرده بانکی بلند مدت | | ۲۵۳,۰۰۰ |
| جمع سرمایه گذاری بلند مدت | | ۴۷۹,۰۴۶ |



۷- نسبت های مالی:

| | | | | |
|--------|--------|--------|--------|--------------------------------------|
| ۱۳۹۵ | ۱۳۹۴ | ۱۳۹۳ | ۱۳۹۲ | سودآوری |
| ۳۱.۷۱% | ۲۴.۲۷% | ۲۴.۱۶% | ۲۷.۴۰% | حاشیه سود ناخالص |
| ۱۷.۴۱% | ۱۵.۶۸% | ۱۸.۲۸% | ۲۱.۲۳% | حاشیه سود عملیاتی |
| ۷.۶۵% | ۸.۶۵% | ۱۳.۴۹% | ۱۹.۰۹% | حاشیه سود خالص |
| ۹.۴۶% | ۹.۰۳% | ۱۷.۸۶% | ۳۲.۳۱% | بازده دارایی ها |
| ۴۰.۵۷% | ۳۲.۸۸% | ۵۲.۲۲% | ۹۱.۵۱% | بازده حقوق صاحبان سهام |
| ۱۳۹۵ | ۱۳۹۴ | ۱۳۹۳ | ۱۳۹۲ | نسبت کارایی |
| ۱.۲۴ | ۱.۰۴ | ۱.۳۲ | ۱.۶۹ | گردش دارایی ها |
| ۱۴.۵۱ | ۱۴.۹۴ | ۲۲.۱۲ | ۲۴.۰۹ | گردش دارایی های ثابت |
| ۳.۸۱ | ۳.۰۸ | ۳.۱۱ | ۳.۹۱ | گردش موجودی کالا |
| ۵.۳۹ | ۴.۴۹ | ۶.۷۴ | ۱۱.۶۲ | گردش حساب های دریافتی |
| ۱۳۹۵ | ۱۳۹۴ | ۱۳۹۳ | ۱۳۹۲ | نسبت اهرمی |
| ۷۸.۳۷% | ۷۹.۵۳% | ۷۱.۶۰% | ۵۸.۱۱% | جمع بدهی ها به جمع دارایی ها |
| ۳.۶۲ | ۳.۸۸ | ۲.۵۲ | ۱.۳۹ | جمع بدهی ها به حقوق صاحبان سهام |
| ۰.۱۰ | ۰.۰۹ | ۰.۱۸ | ۰.۳۱ | نسبت سود انباشته به دارایی ها |
| ۴.۲۳ | ۲.۴۱ | ۶.۵۳ | ۸.۴۱ | نسبت پوشش هزینه بهره |
| ۱۳۹۵ | ۱۳۹۴ | ۱۳۹۳ | ۱۳۹۲ | نسبت نقدینگی |
| ۱.۰۹ | ۱.۰۴ | ۱.۱۷ | ۱.۴۲ | نسبت جاری |
| ۰.۸۱ | ۰.۷۸ | ۰.۷۹ | ۰.۹۹ | نسبت آنی |
| ۰.۰۳ | ۰.۰۳ | ۰.۰۷ | ۰.۱۱ | نسبت نقد |
| ۱۳۹۵ | ۱۳۹۴ | ۱۳۹۳ | ۱۳۹۲ | نسبت جریان وجه نقد |
| ۰.۱۶ | ۰.۰۷ | ۰.۱۶ | -۰.۰۱ | نسبت وجه نقد آزاد شرکت به درآمد |
| ۲.۰۷ | ۰.۸۳ | ۱.۱۷ | -۰.۰۶ | نسبت وجه نقد آزاد شرکت به سود خالص |
| ۰.۰۱ | ۰.۱۷ | ۰.۱۱ | -۰.۰۲ | نسبت جریان نقد سهامداران به درآمد |
| ۰.۱۰ | ۱.۹۶ | ۰.۷۸ | -۰.۱۰ | نسبت جریان نقد سهامداران به سود خالص |
| ۰.۰۱ | ۰.۰۱ | ۰.۰۰ | ۰.۰۰ | نسبت مخارج سرمایه ای به درآمد |
| ۰.۱۵ | ۰.۱۳ | ۰.۰۴ | ۰.۰۲ | نسبت مخارج سرمایه ای به سود خالص |
| ۰.۲۷ | ۰.۱۰ | ۰.۱۷ | ۰.۰۰ | نسبت وجه نقد عملیاتی به درآمد |
| ۰.۴۴ | ۰.۱۵ | ۰.۳۵ | ۰.۰۰ | نسبت وجه نقد عملیاتی به جمع بدهی ها |