

KIAN

صنایع شیمیایی کیمیاگران امروز
(شکام)

فروردین ۱۴۰۱

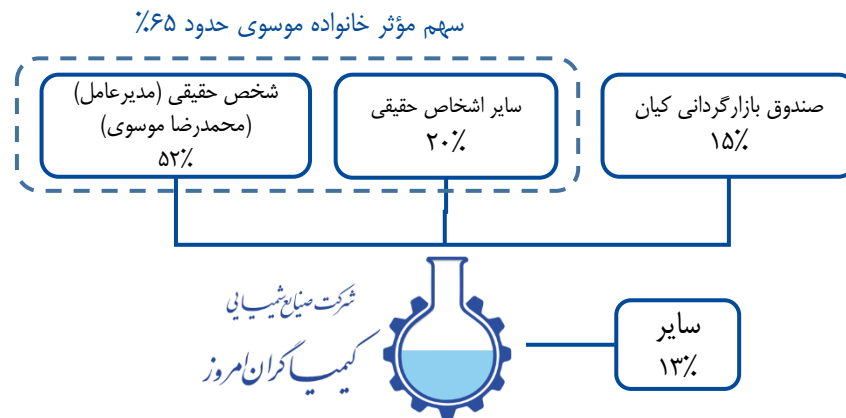
خشایار بدیعی

شکام یکی از بزرگترین تولیدکنندگان مواد مؤثره دارویی و محصولات اتوکسیله ایران است

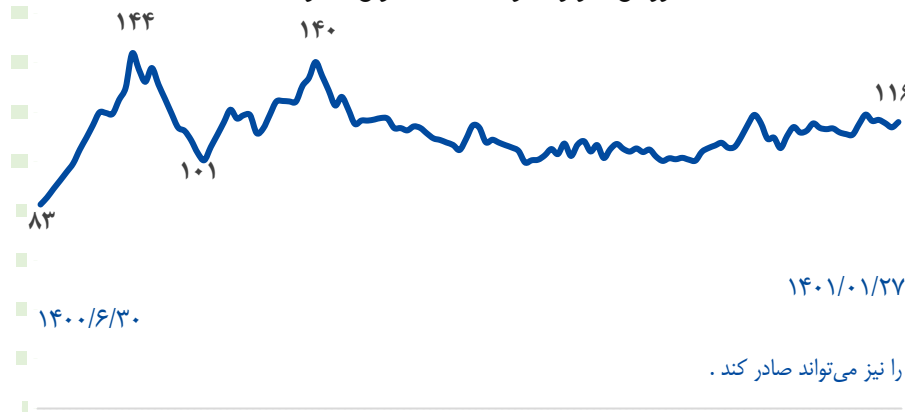
نکات مهم مربوط به کسب و کار

- شکام یک شرکت شیمیایی دانش بنیان با حاکمیت شرکتی منحصر به فرد و مالکیت کاملاً خصوصی است. این شرکت در میان دست زنجیره‌ی خلق ارزش، به دور از مصرف‌کننده‌ی نهایی و در نتیجه به دور از قیمت‌گذاری دولتی در حال فعالیت است.
- محصولات شرکت بسیار متنوع و با رقابت پذیری بالا در داخل و خارج از کشور است و بیش از نیمی از فروش شرکت در بازار صادراتی است.
- محصولات شرکت اغلب به عنوان ماده‌ی اولیه در صنعت آرایشی و بهداشتی، داروسازی و غذایی کاربرد دارند.
- شرکت با تکیه بر تکنولوژی و نیروی متخصص خود یکی از اصلی‌ترین تولیدکنندگان ماده‌ی مؤثره دارویی ایران است. محصولات دارویی شرکت ماده‌ی مؤثره‌ی تولید داروهای ژنریک^۲ (مانند استامینوفن و مترونیدازول) است.
- استراتژی جدید شرکت تمرکز بر لاین دارویی است و برنامه‌ی توسعه‌ی خط تولید محصولات جدید (مانند استامینوفن DC) را دارد و سهام شرکت فرآیند شیمی حکیم (تولید کننده‌ی مواد مؤثره دارویی) را در همین راستا خریده است.

ساختار مالکیتی و وضعیت معاملات سهام



ارزش بازار شرکت (میلیون دلار)*



اطلاعات کلی شرکت

نماد	شکام
قیمت سهم (ریال) (۱۴۰۱/۱/۲۱)	۳۱۱۵۰
سرمایه (میلیارد ریال)	۹۰۰
ارزش بازار (میلیون دلار) (۱۴۰۱/۱/۲۱)*	۱۱۶
سال مالی	۲۹ اسفند
دوره وصول مطالبات (روز) (متوسط سه سال منتهی به ۱۳۹۹)	۲۸
ارزش جایگزینی (میلیون دلار)	۶۵
میانگین ارزش روزانه معاملات ۳ ماه اخیر (میلیارد ریال)	۶۰
شناوری	۱۰٪
سال بهره‌برداری	۱۳۷۶

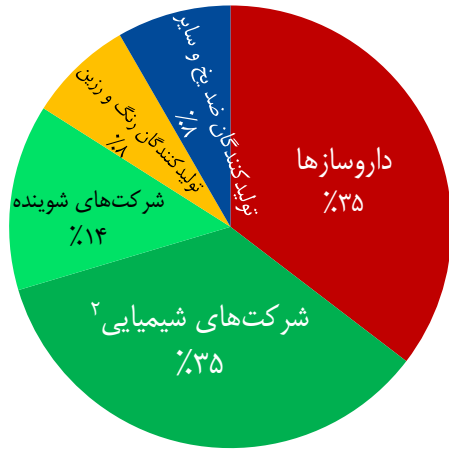
* ارزش بازار با دلار نیما محاسبه شده است
* دلار نیما هم‌اکنون ۲۴۰۰۰ تومان در نظر گرفته شده است.

(۱) شرکت با اخذ گواهینامه‌های بین‌المللی (از جمله GMP) توانسته حتی بخشی از محصولات دارویی خود را نیز می‌تواند صادر کند.

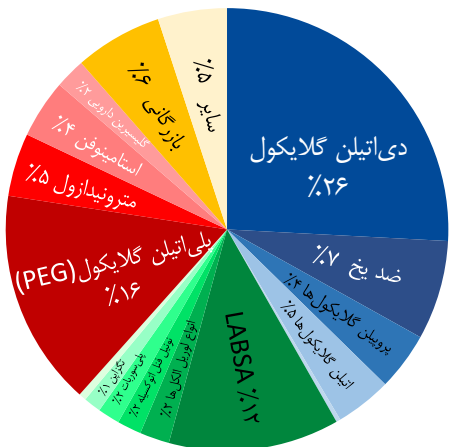
(۲) این دسته از مواد جزو محصولات General specialty محسوب می‌شوند.

داروسازها و شرکت‌های شوینده و شیمیایی مشتریان اصلی شرکت هستند

ترکیب مبلغی مشتریان**

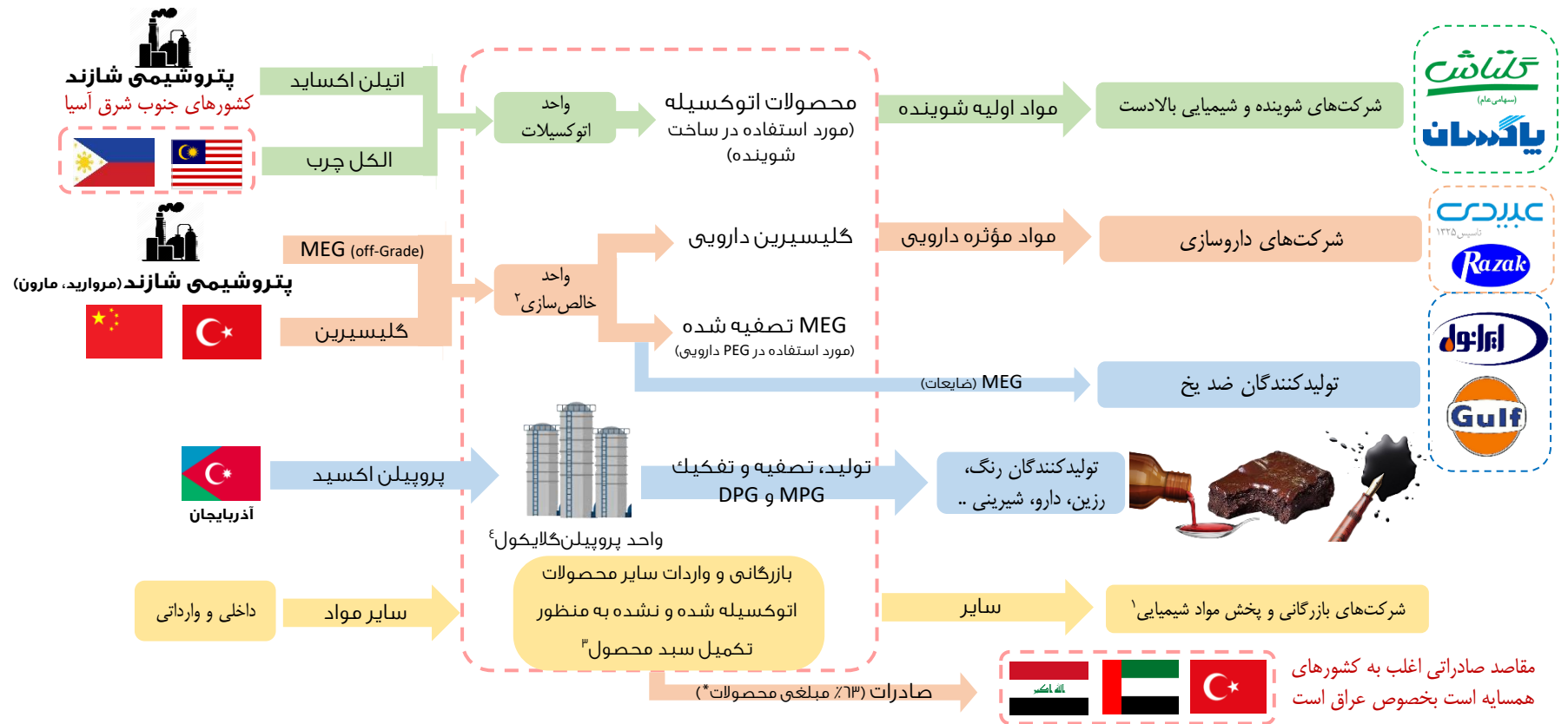


ترکیب مبلغی فروش*



** مشتریان محصولات، بیش از ۵۰۰ شرکت متنوع هستند.

* براساس میانگین ۳ سال اخیر منتهی به سال ۹۹



- قیمت‌گذاری محصولات (حتی مواد اولیه دارویی) توسط هیئت مدیره و بر اساس قیمت بازار آزاد تصویب می‌شود.
- تمامی فروش‌های صادراتی شرکت به صورت نقدی صورت می‌گیرد و تنها بخش کوچکی (معمولاً کمتر از ۲۰٪) از فروش‌های داخلی به صورت اعتباری (به ازای دریافت چک و سفته) و نهایتاً ظرف ۴۵ روز تصفیه حساب می‌شوند.
- شرکت برای خرید مواد اولیه از ارز آزاد استفاده می‌کند و بخش بسیار کمی (کمتر از ۳٪ در ۶ ماهه ۱۴۰۰) از مواد اولیه‌ی تولیدی خود از ارز ترجیحی (۴۲۰۰ تومانی) استفاده می‌کند.
- (شرکت فرآیند شیمی حکیم که ۳۰٪ سهامش توسط شرکت خریداری شده، بیش از ۸۰٪ از مواد اولیه‌ی خود را با ارز ترجیحی تهیه می‌کند)
- در ۲ سال اخیر به صورت میانگین ۳۶٪ از مواد اولیه از طریق واردات تأمین شده‌اند.

(۱) غالباً شرکت‌های پخش شیمیایی که به تولیدکنندگان لوازم آرایشی و بهداشتی و مواد غذایی کوچک سرویس می‌دهند.

(۲) واحد خالص سازی MEG و گلیسرین دارویی مشترک و در حال حاضر روی حداکثر ظرفیت در حال کار است.

(۳) بخشی از این محصولات به صورت کارمزدی در واحدهای سولفوناسیون خارج از مجموعه (معمولاً گلرنگ) سولفونه می‌شوند و مجدداً توسط شرکت تحت عنوان ((محصولات بازرگانی)) فروخته می‌شوند.

(۴) واحد پروپیلن گلایکول یکی از گرانترین و پر سودترین واحدهای شرکت است که در سال ۸۲ راه اندازی شد و هزینه‌ی سرمایه‌ای آن ۲۰ میلیون دلار است.

توسعه و تمرکز بر لاین مادی مؤثره‌ی دارویی سود شرکت را بیش از انتظار بازار افزایش خواهد داد

شکام با خرید سهام شرکت فرآیند شیمی حکیم و طرح‌های توسعه‌ای که دارد، علاوه بر تولید مواد مؤثره‌ی دارویی جدید توان تولید استامینوفن را، یکی از اصلی‌ترین محصولات شرکت، افزایش دهد و انتظار داریم سهم از بازار خود را به صورت قابل توجهی افزایش دهد.

۱ طرح‌های توسعه لاین دارویی، فروش لاین دارویی را چند برابر خواهد کرد

انتظار داریم با راه افتادن واحد خالص سازی اتیلن اکساید مارون، گلگاه واحد اتوکسیلات رفع و میزان تولیدات این واحد افزایش یابد

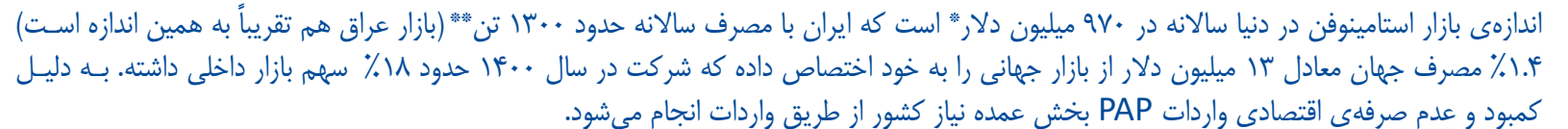
۲ مقدار تولید محصولات اتوکسیله شده افزایش خواهد یافت

شکام کسب و کاری خانوادگی است که کاملاً تحت مدیریت بخش خصوصی اداره می‌شود. مدیران شرکت تجربه چند دهه مدیریت در زنجیره ارزش این صنعت را با خود به همراه دارد.

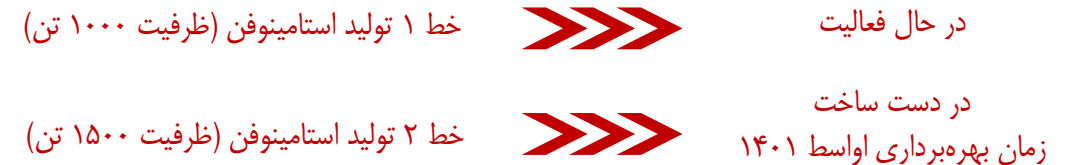
۳ هیئت مدیره یکپارچه همراه با مدیران باتجربه شرکت ضامن منافع سهامداران هستند



انتظار داریم با افزایش ظرفیت استامینوفن واردات ممنوع و صادرات آزاد شود



شرکت داروپخش (دتماد) یکی از رقبای شکام در تولید ماده‌ی مؤثره‌ی استامینوفن است که طرح افزایش ظرفیت از ۴۰۰ به ۸۰۰ تن (و همچنین طرح توسعه‌ی استامینوفن DC) در سال را به بهره‌برداری رسانده است. با توجه افزایش ظرفیتی که شکام در پیش رو دارد، انتظار داریم واردات استامینوفن به زودی ممنوع شود و مجوز صادرات نیز به شرکت داده شود.



۲) رشد جمعیت در ایران برابر ۱.۲٪ و رشد سرانه‌ی مصرف هر فرد سالانه معادل پیشبینی رشد جهانی ۴.۲٪ توسط Mordorintelligence فرض شده است.

* منبع: prismaconsulting، Grandview research

*** منبع: آمارنامه‌ی دارویی سازمان غذا و دارو

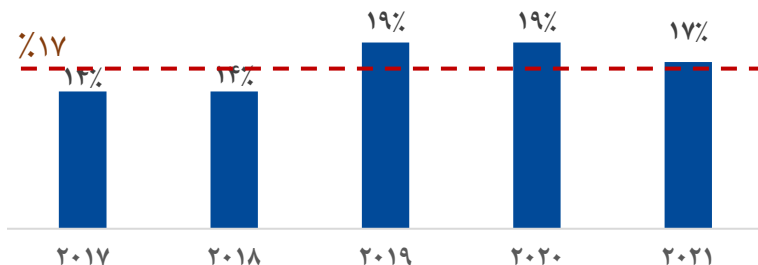
*** این مواد جزو طرح‌های توسعه‌ای شرکت هستند که همگی در زنجیره‌ی تولید استامینوفن قرار می‌گیرند.

طرح توسعه‌ی تولید PAP برگ برنده‌ی شرکت برای رقابت در بازار استامینوفن خواهد بود



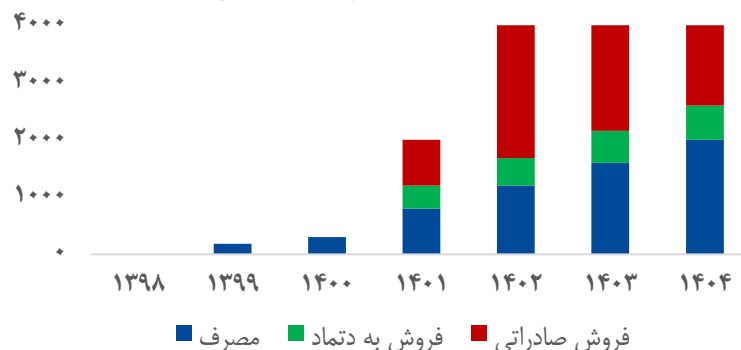
پاراآمینوفنل (PAP) پودری سفید رنگ است که بسته به میزان خلوص آن کاربردهای متفاوتی دارد و خالص‌ترین نوع آن (که حدود ۸۰٪ تقاضای آن را شامل می‌شود) در صنایع دارویی استفاده می‌شود. سایر گریدها (تقریباً ۲۰٪ از میزان تولیدی) در صنعت رنگ‌سازی و جوهرسازی کاربرد دارند. تولید این ماده معمولاً از لحاظ زیست محیطی آلاینده‌های زیادی تولید می‌کند.

مارجین عملیاتی AARTI INDUSTRIES



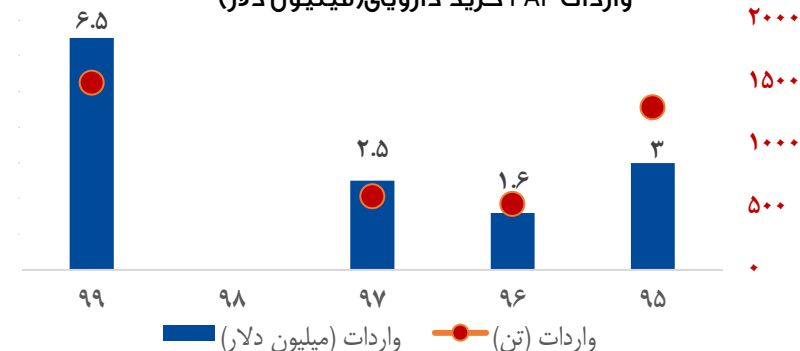
انتظار داریم شکام PAP مازاد خود را که حدود ۱۵۰۰ تن در سال می‌شود (با فرض تولید روی ظرفیت اسمی) با مارجینی مشابه شرکت‌های خارجی بتواند صادر کند.

مقدار مصرف و فروش PAP شکام



شکام اولین تولیدکننده‌ی پاراآمینوفنل در ایران (با ظرفیت ۴۰۰۰ تن) است و انتظار داریم تمام نیاز PAP دتماد و خود شرکت برای تولید استامینوفن را تأمین کند. این ماده، اصلی‌ترین ماده‌ی مورد نیاز برای ساخت استامینوفن هست و در گذشته ایران از چین و هند این ماده را وارد می‌کرد. طرح توسعه‌ی شرکت نه تنها نیاز داخلی را برطرف می‌کند بلکه شرکت برنامه‌ی صادرات این محصول را نیز دارد.

واردات PAP گرید دارویی (میلیون دلار) *



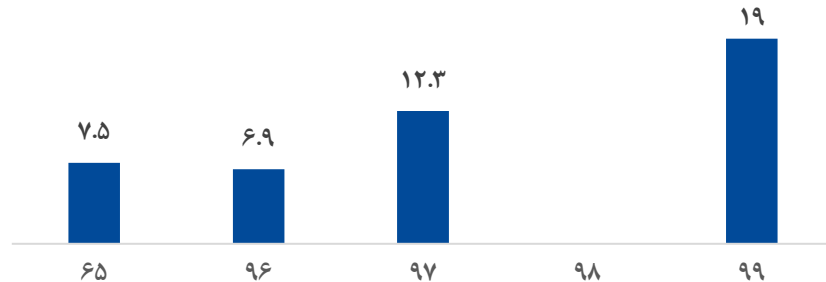
قیمت فعلی PAP حدود ۹\$ است که با هزینه‌ی حمل از (چین یا هند) و تعرفه‌ی ۵٪ ای گمرک ایران حدود ۱۰\$ برای شرکت‌های داخلی تمام می‌شود. که با فرض افزایش جرمی ۲۵٪ ای و سایر مواد مصرفی هنگامی که به استامینوفن که قیمتی معمولاً ۱۰٪ بالاتر از PAP دارد، تبدیل می‌شود مارجین تولید این محصول کمتر از ۲۰٪ بود. اما با اجرای طرح توسعه‌ی PAP، بهای تمام شده این ماده برای شرکت حدود ۶.۵\$ خواهد شد که باعث می‌شود محصول استامینوفن شرکت در بازار جهانی رقابتی شود.

* منبع: آمار گمرک (تمام نیاز PAP ایران در گذشته از طریق واردات تأمین می‌شد).

استامینوفن و PAP بیشترین تأثیر را در افزایش فروش لاین دارویی شرکت خواهند داشت

اندازه‌ی بازار مترونیدازول در دنیا ۱۲۸ میلیون دلار* است. واردات مترونیدازول ایران تقریباً صفر بوده و با توجه به سهم بازار ۱۰۰٪ ای شکام در این محصول (مقدار مصرف ماده‌ی مؤثره‌ی این دارو در سال ۹۹، ۱۶۲ تن بوده)، انتظار افزایش مبلغ فروش داخلی آن را نداریم. صادرات این محصول نیز محدود به ۰.۲** میلیون دلار در سال ۹۹ بوده است که با توجه به ظرفیت ۱۲۰ محدود تنی شرکت، انتظار افزایش فروش در این لاین محصول را نداریم.

واردات گلیسیرین ایران (هزار تن)^۱
تنها بخش کوچکی از واردات مربوط به گرید دارویی است



بازار گلیسیرین در ایران ۴۰ میلیون دلار است. مصرف گلیسیرین دارویی در ایران سالانه حدود ۱۵۰۰ تن*** است که (اندازه‌ی بازار دارویی را بین ۳ تا ۶ میلیون دلار برآورد میکنیم) تقریباً برابر فروش شرکت است. در نتیجه انتظار داریم رشد فروش مقداری گلیسیرین دارویی در سال‌های آتی متوقف شود. در حال حاضر واحد تصفیه‌ی گلیسیرین و MEG مشترک است و روی ظرفیت اسمی در حال کار کردن است در نتیجه افزایش تولید گلیسیرین دارویی سبب کاهش تولید MEG تصفیه شده خواهد شد.

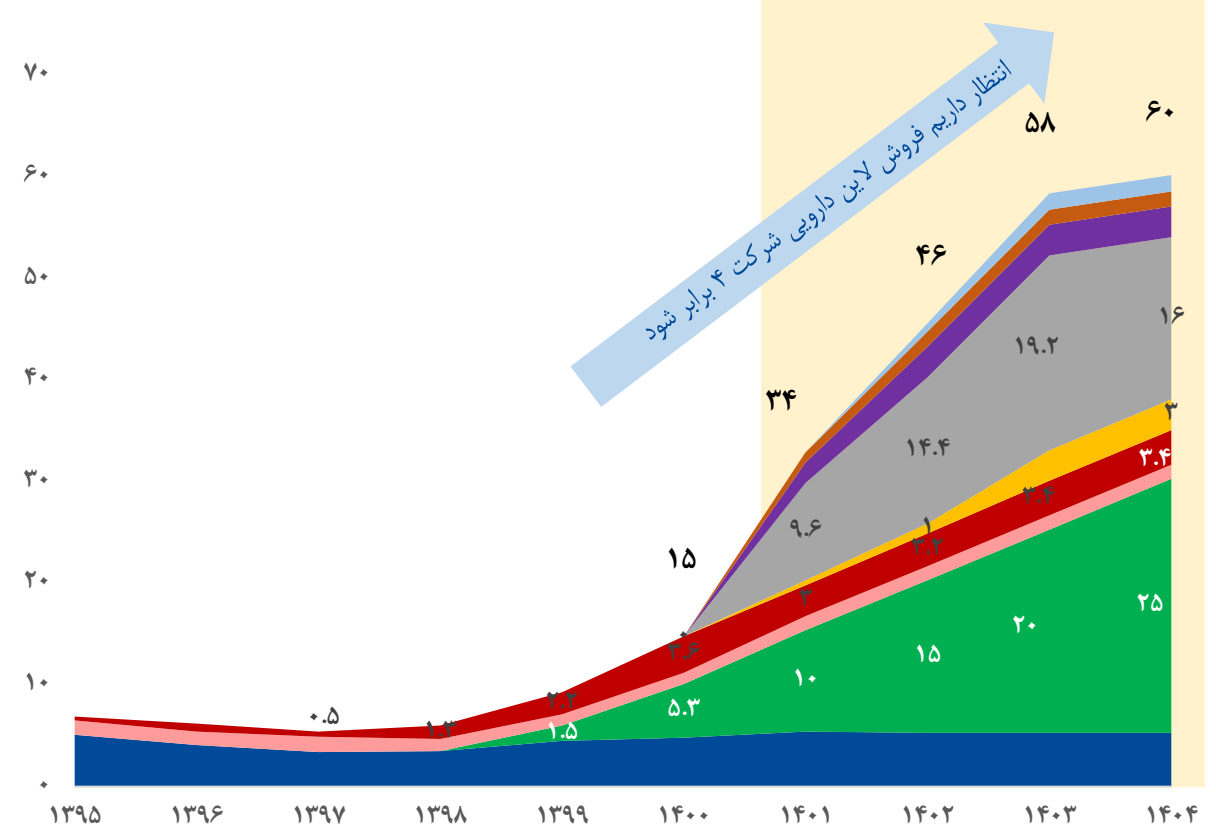
در حال حاضر خط تولید ماده‌ی مؤثره‌ی آسپرین راه اندازی شده و به زودی با اخذ مجوز فروش سازمان غذا و دارو فروش این محصول با ظرفیت ۳۰۰ تن شروع خواهد شد که انتظار داریم ظرف ۳ سال فروش به ظرفیت اسمی برسد.

*** منبع: مصاحبه با دبیر انجمن گلیسیرین و اسیدهای چرب

۱) واردات گلیسیرین عمدتاً به صورت خام صورت میگیرد و واردات گلیسیرین تصفیه شده یا با گریدهای خاص تنها در صورتی قانونی هست که تولیدکنندگان داخل قادر به تأمین آن نباشند در نتیجه نگران از دست دادن سهم بازار گلیسیرین دارویی به رقبای خارجی نیستیم.

میلیون دلار

مبلغ فروش لاین دارویی



PEG استامینوفن مترونیدازول گلیسیرین دارویی آسپرین
مفنامیک اسید پارانیموفنل DC ممتورفین

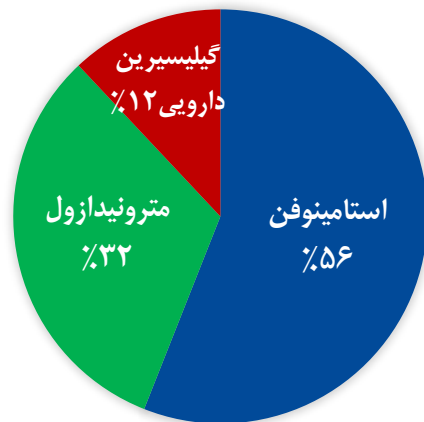
** منبع: آمار گمرک (برابر عدد ابرازی صادراتی در صورت مالی شرکت)

* منبع: Marketwatch

انتظار داریم با رسیدن طرح‌های توسعه و تکمیل زنجیره ارزش استامینوفن مارجین بالاتر از رقبای داخلی قرارگیرد

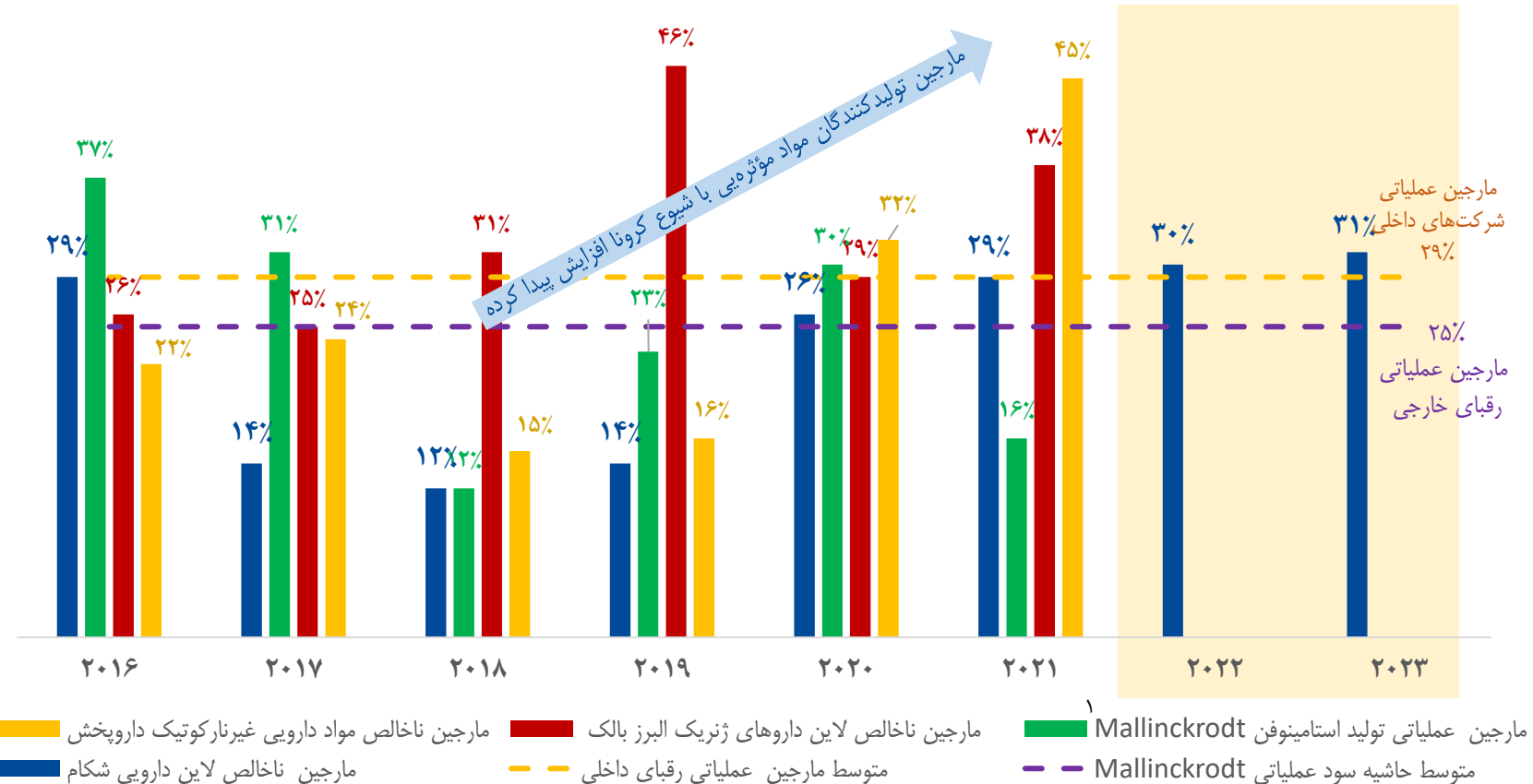
با کمرنگ شدن تأثیر کرونا، انتظار داریم رشد مارجین کندتر شود

سهم محصولات از سود عملیاتی لاین دارویی*



بعد شیوع کرونا مارجین بسیاری از تولیدکنندگان مواد دارویی ژنریک (مانند آسپرین و استامینوفن) افزایش یافت (شرکت Mallinckrodt در سال ۲۰۲۱ به دلایل داخلی ورشکسته شد و مارجینش کاهش یافت) انتظار داریم با کمرنگ تر شدن اثر کرونا، تقاضا برای داروهای ژنریک کاهش و رشد مارجین را برای شرکت دشوار کند.

مقایسه حاشیه سود عملیاتی لاین دارویی شرکت با رقبای داخلی و خارجی



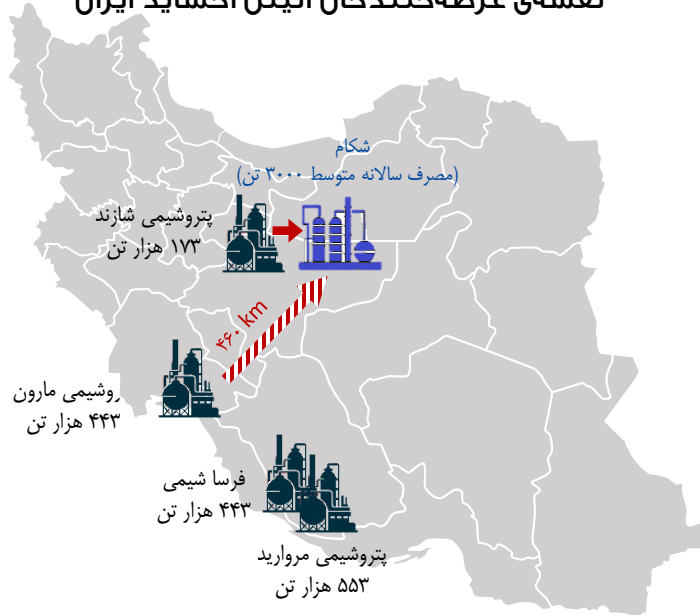
* بر اساس عملکرد ۲ سال اخیر شرکت
(۲) معادل ۱۰۲ میلیارد عدد قرص در سال (منبع: آمارنامه‌ی دارویی سازمان غذا و دارو ایران)

۱ منبع: گزارش 10K شرکت Mallinckrodt (بزرگترین تولیدکننده‌ی استامینوفن در دنیا واقع در ایرلند)

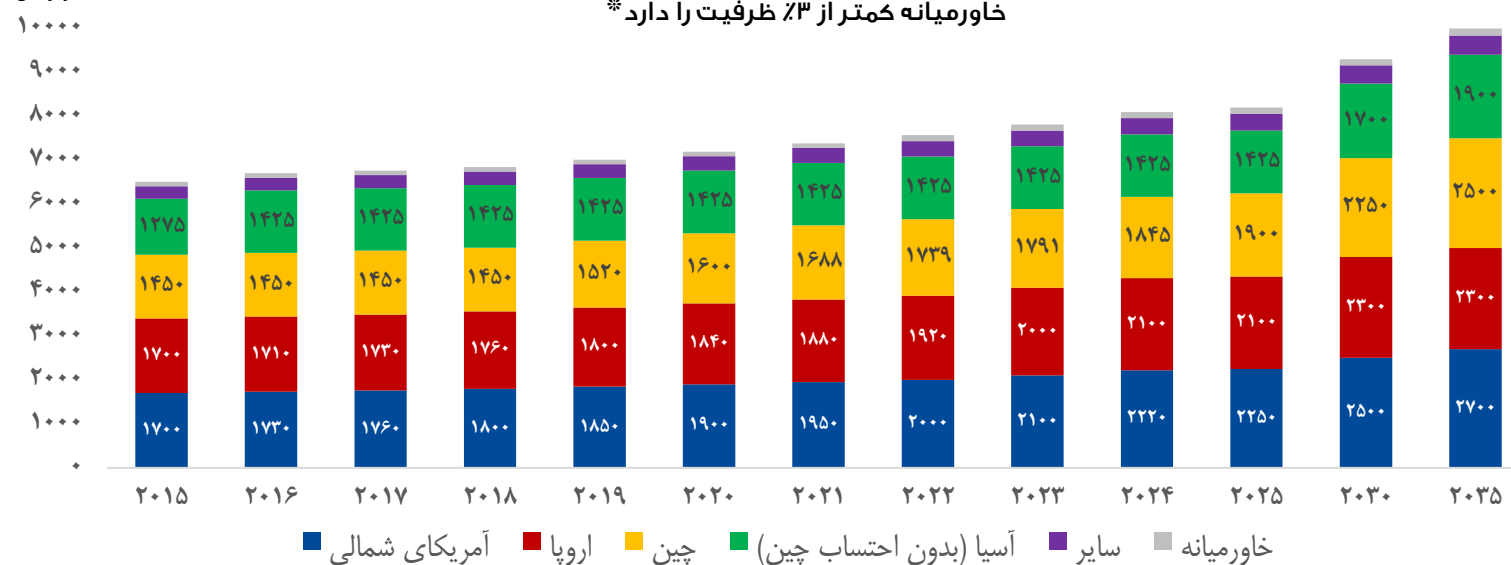
صنعت اتوکسیلات در خاورمیانه و ایران به دلیل محدودیت در منابع اولیه کوچک مانده است

اگرچه ظرفیت تولید اتیلن اکساید (ماده اولیه‌ی مورد استفاده در صنعت اتوکسیلات) ایران حدود ۱.۶ میلیون تن در سال است اما بجز شازند، سایر اتیلن اکساید تولیدی به صورت محلول در آب با غلظت حدود ۶۰٪ است که برای استفاده در صنعت اتوکسیلات نیاز به خالص سازی دارد. در حال حاضر تنها پتروشیمی شازند اتیلن اکساید خالص تولید می‌کند که بزرگترین تولید کننده اتوکسیلات ایران نیز هست و در صورت داشتن مازاد اتیلن اکساید، آن را به سایر شرکت‌ها می‌فروشد. به زودی مارون نیز طرح خالص سازی واحد اتیلن اکساید را راه‌اندازی خواهد کرد. شکام در تولیدات خود در بسیاری از سال‌ها به دلیل کمبود اتیلن اکساید موفق به تولید نشده است.

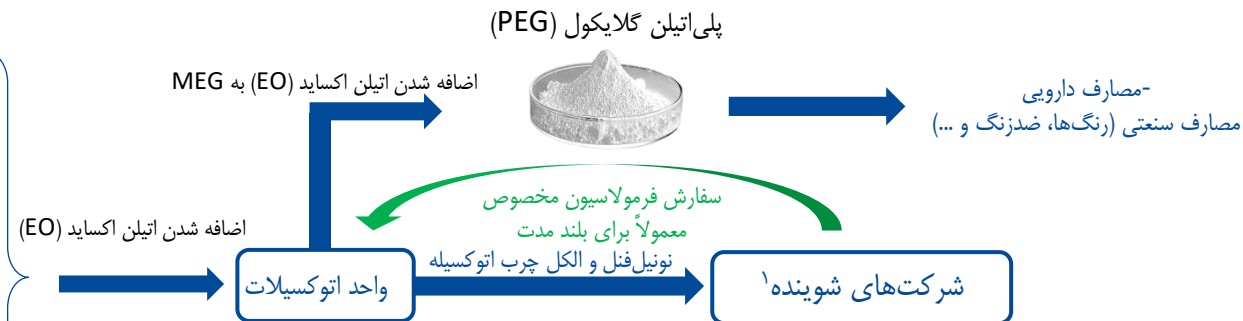
نقشه‌ی عرضه‌کنندگان اتیلن اکساید ایران



هزار تن



واردات روغن و الکل چرب به ایران

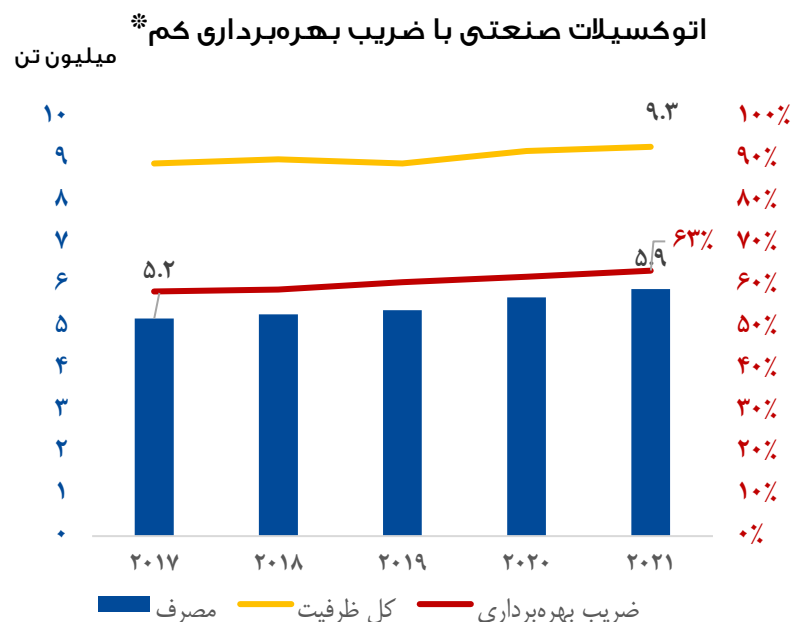


(1) معمولاً شرکت‌های شوینده برای محصولات خود از تولیدکنندگان ثابتی خرید می‌کنند و این موضوع باعث شده تجارت خارجی محصولات اتوکسیله شده، کمتر از ۱۰٪ تولید آن‌ها باشد. به همین دلیل احتمال امکان صادرات محصولات اتوکسیله شده را کم ارزیابی می‌کنیم.

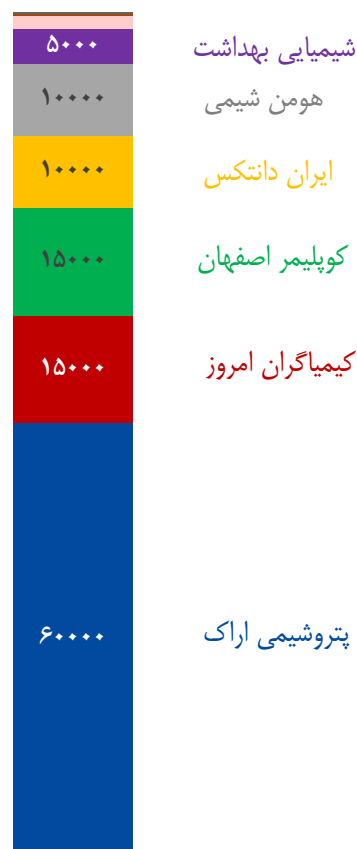
کمبود اتیلن اکساید و کمبود تقاضای داخلی، مانع از به ظرفیت رسیدن واحدهای اتوکسیلاسیون شده است

انتظار داریم با رسیدن طرح خالص سازی اتیلن اکساید مارون، تولیدات اتوکسیلات شرکت افزایش یابد.

اگرچه صنعت اتوکسیلات صنعتی با ضریب بهره‌برداری (Utilization rate) کم (معمولاً بین ۵۰٪ تا ۷۰٪) است اما در ایران به دلیل اینکه تنها تولیدکننده‌ی اتیلن اکساید خالص پتروشیمی اراک (مارون^۱ نیز طرح خالص سازی اتیلن اکساید را در دست دارد اما هنوز به بهره‌برداری نرسیده است) است و مازاد عرضه‌ی زیادی ندارد این ضریب کمتر است. واحدهای اتوکسیلات به دلیل نبود اتیلن اکساید (اتیلن اکساید هزینه‌ی حمل بسیار بالایی دارد و واردات آن به صرفه نیست) و کمبود تقاضای جدید داخلی برای محصولاتشان (تولیدکنندگان محصولات شوینده، ترجیح می‌دهند با تأمین‌کنندگان قراردادهای بلند مدت ببندند و مواد اولیه خود را به ندرت تغییر می‌دهند) بلااستفاده باقی مانده‌اند.

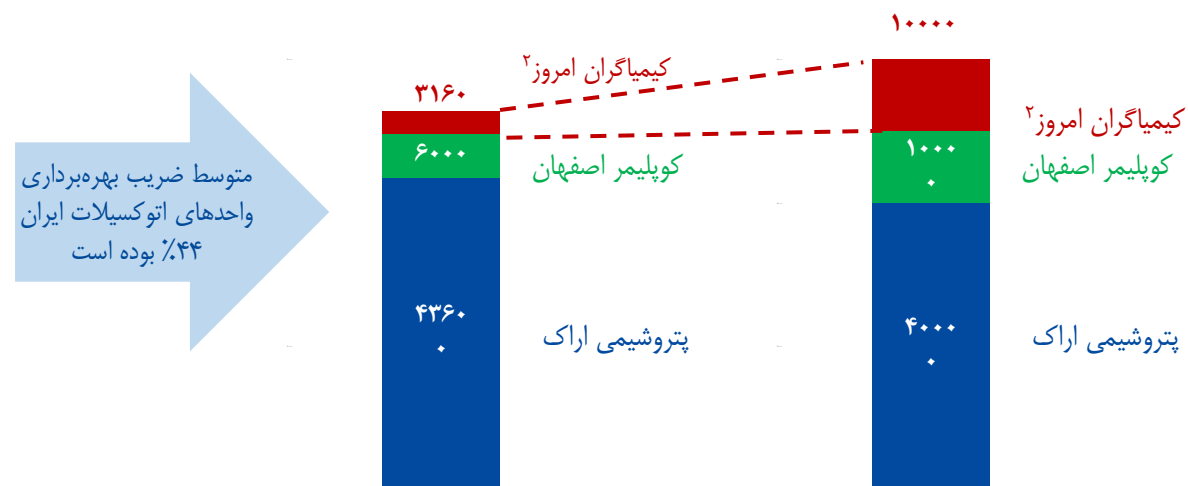


ظرفیت اتوکسیلاسیون ایران



تولیدات اتوکسیلات ایران**
(میانگین محقق شده ۳ سال اخیر)

پیشبینی در افق ۱۴۰۴



* منبع: HIS Markit

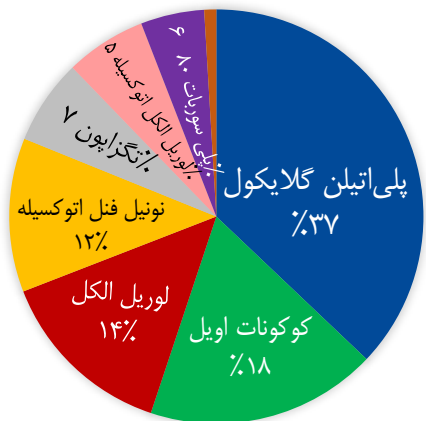
(۲) ظرفیت واحد اتوکسیلات شرکت ۱۵۰۰۰ تن در سال است که با توجه به اعداد محقق شده، ۲۱٪ از ظرفیت شرکت در حال کار است.

** به دلیل این که ایران واردات یا صادرات قابل توجهی محصول اتوکسیله شده ندارد، تقاضای داخلی را محدود به ۵۰ تا ۶۰ هزار تن محصول در سال برآورد شده است.

انتظار داریم با اضافه شدن هزینه حمل اتیلن اکساید از ماهشهر تا شرکت مارجین لاین اتوکسیلات کاهش یابد

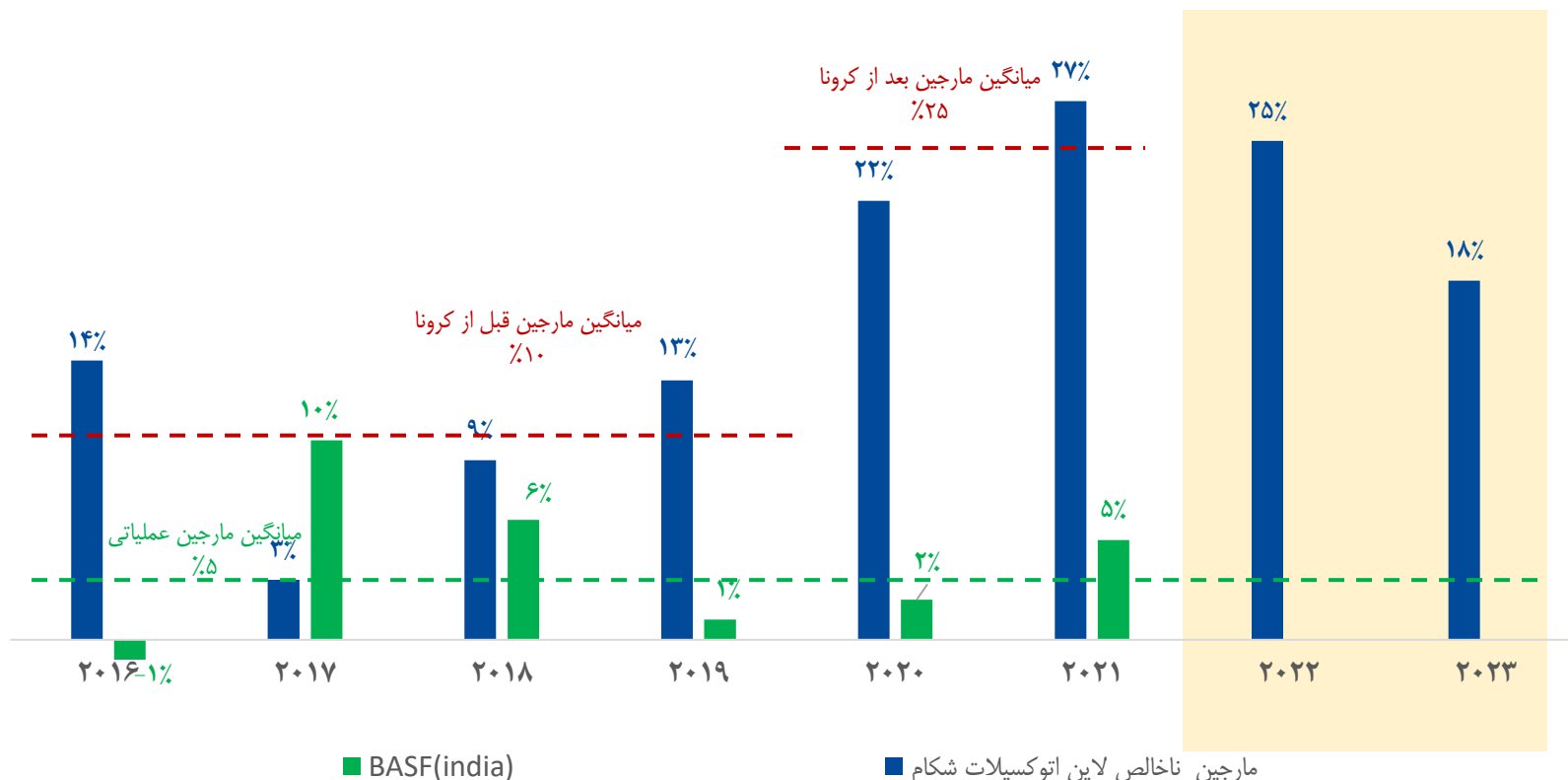
شیوع کرونا و افزایش تقاضا برای مواد شوینده، مارجین شرکت را بیش از حالت نرمال بالا برده است

سهم محصولات از سود عملیاتی لاین اتوکسیلات *



صنعت اتوکسیلات با توجه به این که هزینه سرمایه گذاری کمی نیاز دارد^۱، اگر به اتیلن اکساید ارزان (دریافت با خط لوله و بدون هزینه حمل) دسترسی نداشته باشد، مارجین اندکی خواهد داشت (مانند شرکت BASF India). با توجه به این که شرکت اتیلن اکساید خود را از پتروشیمی سازند دریافت می کند و این که بخش قابل توجهی از محصولات شرکت کاربرد و گرید دارویی دارند (به عنوان مثال پلی اتیلن گلیکول (PEG) شرکت در ساخت قرص استامینوفن کاربرد دارد) تا شوینده و استفاده بهینه و هوشمندانه مدیریت از ظرفیت خالی واحدهای سولفوناسیون (واحد پایین دست صنعت اتوکسیلات) و اتوکسیلات سایر شرکت ها برای تولید محصولات کارمزدی، انتظار داریم مارجین عملیاتی این لاین بالاتر از شرکت های مشابه خارجی قرار گیرد. اگرچه با راه افتادن اتیلن اکساید مارون و هزینه بالای حمل ۴۶۰ کیلومتری این ماده (اتیلن اکساید گازی اشتعال زاست که شرایط مخصوصی برای حمل نیاز دارد) به شرکت، انتظار داریم مارجین عملیاتی کاهش یابد.

مقایسه حاشیه سود عملیاتی لاین دارویی شرکت با رقبای داخلی و خارجی



* بر اساس عملکرد ۲ سال اخیر شرکت

(۱) هزینه سرمایه گذاری برای یک واحد اتوکسیلات بروز با ظرفیت ۶۶ هزار تن حدود ۳۷ میلیون دلار است. (منبع: Nexant)

حاکمیت شرکتی خوب و مدیریت حرفه‌ای شرکت برگ برنده‌ی شرکت در بلند مدت خواهد بود

میانگین نمرات: ۴.۷



بسیار مطلوب	مطلوب	متوسط	نامطلوب	بسیار نامطلوب
۵	۴	۳	۲	۱
ثبات و صلاحیت مدیریت	۵ (بسیار مطلوب)	تمامی سهامداران از اعضای خانواده‌ی موسوی (بخش خصوصی) هستند که مدیر کارخانه معمولاً به مدت طولانی (۴ تا ۵ سال) فعالیت شرکت را در دست می‌گیرد و جهت کلی کسب و کار را شکل می‌دهد. در حال حاضر مدیر کارخانه، مدیر خوشنام سابق داروسازی دانا، بوده و کارنامه‌ی درخشان تولید ایبوپروفن و ژلوفن را در ایران دارد.		
کارایی عملیات	۵ (بسیار مطلوب)	دوره وصول مطالبات طی ۳ سال اخیر میانگین ۲۸ روز بوده، همچنین دوره تسویه با تامین‌کنندگان در طی همین دوره متوسط ۴۷ روز بوده و عملاً از این بابت هزینه‌ای به شرکت تحمیل نشده است همچنین شرکت هیچگونه مطالبات مشکوک الوصول یا سوخت شده‌ای ندارد.		
کیفیت گزارشگری؛ سطح افشاء؛ سطح شفافیت	۵ (بسیار مطلوب)	در صورت‌های مالی حداکثر سطح ارائه و افشاء اطلاعات صورت گرفته است توضیحات کافی در یادداشت‌ها ارائه شده است. همچنین نبود بند حسابرسی در ۲ سال اخیر از نکات مثبت صورت‌های مالی شرکت است.		
تمایل به تقسیم سود؛ کیفیت تامین مالی سرمایه گذارها	۵ (بسیار مطلوب)	شرکت در گذشته همواره برای تأمین سرمایه در گردش و اجرای طرح‌های توسعه‌ی خود از نظام بانکی تأمین مالی کرده و طبق ادعای شرکت، سیاست تقسیم سود حداکثری (۹۰٪ ای) را در آینده (مانند گذشته) اتخاذ خواهد کرد.		
کیفیت انجام سرمایه گذارها	۵ (بسیار مطلوب)	سرمایه‌گذاری‌های شرکت برای توسعه‌ی محصولات جدید هدفمند و بدون تأخیر (مانند طرح توسعه استامینوفن و پاراآمینوفنل) به بهره‌برداری رسیده‌اند همچنین مدیریت شرکت به صورت مستمر در حال بررسی امکان توسعه و تولید محصولات جدید (مانند عقد قرارداد ایبوپروفن) است.		
قدرت چانه‌زنی نیروی انسانی	۵ (بسیار مطلوب)	متوسط دستمزد هر پرسنل در شرکت نسبت به شرکت داروسازی تمار (دتماد) ۳۴٪ و نسبت به پدیده شیمی قرن (شرکتی فعال در صنعت شوینده با مالکیت خصوصی مشابه شکام) ۳۲٪ کمتر است. که نشان دهنده‌ی عملکرد خوب مدیریت در حفظ دستمزد نیروی انسانی در سطوح اندک است.		
حفاظت از دارایی‌ها	۳ (متوسط)	به دلیل اشتغالزا بودن اتیلن اکساید (یکی از مواد اولیه‌ی مورد استفاده در اتوکسیلات) و عدم وجود خط لوله بین شرکت و پتروشیمی شازند اراک، سال ۸۷ انفجار و آتش سوزی در شرکت رخ داد که فعالیت شرکت به مدت ۱ سال متوقف شد. تا به حال چندین بار سانحه انفجار در شرکت رخ داده که در بعضی موارد با تلفات جانی نیز همراه بوده است. (انفجار اتیلن اکساید یکی از ریسک‌های عملیاتی شرکت است)		

مفروضات اساسی

در تحلیل شکام

مفروضات کلان	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴
نرخ ارز – مبادله‌ای/نیمه	۳۶,۲۳۴	۴۰,۲۷۹	۶۲,۱۳۴	۱۱۲,۵۰۰	۲۱۲,۰۰۰	۲۳,۸۰۰	۲۷,۳۷۰	۳۱,۴۷۶	۳۶,۱۹۷	۴۱,۶۲۶
نفت برنت – دلار	۵۰	۵۷	۷۰	۶۴	۴۵	۷۹	۷۰	۷۰	۷۰	۷۰
نرخ تورم	۱۲٪	۵٪	۴۷٪	۲۲٪	۴۸٪	۴۰٪	۱۵٪	۱۵٪	۱۵٪	۱۵٪

مفروضات مقدار تولید

مقدار تولید استامینوفن –تن	۰	۰	۰	۰	۲۲۹	۳۷۸	۱۰۰۰	۱۵۰۰	۲۰۰۰	۲۵۰۰
مقدار تولید – PAPتن	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۲۰۰۰	۴۰۰۰	۴۰۰۰	۴۰۰۰

مفروضات مقدار فروش

PAP – تن	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۲۰۰	۲۸۰۰	۲۴۰۰	۲۰۰۰
مترونیدازول – تن	۱۰۴	۹۳	۱۴۵	۱۲۳	۱۶۹	۱۳۱	۱۶۰	۱۶۸	۱۷۶	۱۸۵
متمورفین – تن	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۲۰۰	۳۰۰	۳۰۰	۳۰۰
مفنامیک اسید – تن	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۵۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰
استامینوفن – تن	۰	۰	۰	۰	۲۲۹	۳۷۸	۱۰۰۰	۱۵۰۰	۲۰۰۰	۲۵۰۰
سبد اتوکسیلات – تن	۸,۳۸۳	۷,۷۱۹	۵,۵۷۹	۴,۸۷۹	۶,۳۸۵	۷,۳۳۰	۱۰,۸۳۰	۱۴,۳۳۰	۱۴,۳۳۰	۱۴,۳۳۰
سبد اتیلن و پروپیلن گلایکولها – تن	۴,۴۲۵	۶,۰۶۶	۱۲,۴۱۶	۱۱,۴۸۱	۲۴,۹۱۶	۳۲,۰۴۹	۳۰,۰۰۰	۳۰,۰۰۰	۳۰,۰۰۰	۳۰,۰۰۰
سبد محصولات بازرگانی – تن	۲,۷۵۵	۳,۲۴۹	۳,۴۳۴	۱۲,۱۶۴	۷,۷۵۰	۸,۴۱۲	۸,۰۰۰	۸,۰۰۰	۸,۰۰۰	۸,۰۰۰

مفروضات قیمت فروش

PAP – دلار بر تن	–	–	–	–	–	۹,۰۰۰	۸,۵۰۰	۸,۵۰۰	۸,۵۰۰	۸,۵۰۰
استامینوفن – دلار بر تن	–	–	–	–	۶۳۵۰	۱۲,۵۰۰	۱۰,۰۰۰	۱۰,۰۰۰	۱۰,۰۰۰	۱۰,۰۰۰
متفورمین – دلار بر تن	–	–	–	–	–	۵,۵۰۰	۵,۰۰۰	۵,۰۰۰	۵,۰۰۰	۵,۰۰۰
مفنامیک اسید – دلار بر تن	–	–	–	–	–	۱۸,۰۰۰	۱۶,۰۰۰	۱۶,۰۰۰	۱۶,۰۰۰	۱۶,۰۰۰
سبد اتوکسیلات – دلار بر تن	۱,۶۴۶	۱,۵۶۸	۱,۲۱۱	۱,۷۶۰	۱,۶۵۴	۲,۳۸۷	۱,۸۰۰	۱,۶۰۰	۱,۶۰۰	۱,۶۰۰
سبد اتیلن و پروپیلن گلایکولها – دلار بر تن	۱,۶۳۵	۱,۵۴۶	۱,۲۸۷	۱,۲۶۸	۸۱۷	۱,۲۵۶	۱,۴۵۰	۱,۳۰۰	۱,۳۰۰	۱,۳۰۰
سبد محصولات بازرگانی – دلار برتن	۸۱۳	۸۴۰	۶۶۷	۳۹۶	۹۱۳	۸۱۱	۸۰۰	۸۰۰	۸۰۰	۸۰۰

مفروضات بهای تمام شده

مارجین عملیاتی لاین اتوکسیلات	۱۴٪	۳٪	۹٪	۱۳٪	۱۸٪	۳۶٪	۳۳٪	۳۳٪	۳۳٪	۳۳٪
مارجین عملیاتی لاین دارویی	۲۹٪	۱۴٪	۹٪	۱۳٪	۲۲٪	۲۷٪	۲۵٪	۱۸٪	۱۸٪	۱۸٪
مارجین عملیاتی لاین اتیلن و پروپیلن گلایکولها	۸٪	۱۶٪	۱۸٪	۲۱٪	۲۰٪	۳۰٪	۲۵٪	۲۰٪	۲۰٪	۲۰٪
مارجین عملیاتی لاین بازرگانی	۱۷٪	۲۰٪	۰٪	۲۰٪	۴۳٪	۸٪	۲۰٪	۲۰٪	۲۰٪	۲۰٪

۱- تا سال ۱۴۰۴ فروش API استامینوفن در داخل به ۸۵۰ تن خواهد رسید و شرکت ۱۶۵۰ تن API استامینوفن صادر می‌کند.

۲- محصولات متفورمین، مفنامیک اسید و استامینوفن DC تا سال ۱۴۰۲ به ظرفیت به ترتیب ۳۰۰، ۱۰۰ و ۳۰۰ تن (طبق برنامه‌ی اعلامی شرکت) خواهند رسید.

۳- تولید پاراآمینوفنل شرکت از سال ۱۴۰۲ به ظرفیت اسمی می‌رسد و شرکت مازاد بر نیاز خود را صادر می‌کند.

۴- با به بهره‌برداری رسیدن واحد اتیلن اکساید مارون به دلیل هزینه‌ی حمل شرکت نمی‌تواند واحد اتوکسیلات را به ظرفیت اسمی برساند.

۵- مارجین و مقدار تولید گروه گلایکولها (شامل پروپیلن گلایکول، دی اتیلن گلایکول و ضد یخ) و فعالیت‌های بازرگانی طی سال‌های آینده به میانگین گذشته بازمیگردد.

۶- طرح پارانیتروکلو بنزن اجرایی نمی‌شود.

شکام پتانسیل تحقق ۲۷ میلیون دلار سود خالص در بلند مدت را دارد

صورت سود و زیان - میلیارد ریال	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴
فروش	۱,۰۸۵	۱,۱۲۲	۲,۴۲۳	۳,۵۴۵	۸,۵۸۷	۱۸,۳۲۳	۲۹,۴۴۴	۳۹,۳۰۲	۵۲,۰۹۸	۶۳,۴۰۶
بهای تمام شده کالای فروش رفته	-۹۲۶	-۱,۰۲۴	-۲,۱۴۶	-۲,۹۴۸	-۶,۶۰۹	-۱۳,۰۵۷	-۲۱,۵۰۰	-۲۹,۲۱۶	-۳۸,۲۶۷	-۴۶,۴۹۸
سود (زیان) ناخالص	۱۵۹	۹۹	۲۷۷	۵۹۷	۱,۹۷۸	۵,۲۶۶	۷,۹۴۳	۱۰,۰۸۶	۱۳,۸۳۱	۱۶,۹۰۸
حاشیه سود ناخالص	۱۵٪	۹٪	۱۱٪	۱۷٪	۲۳٪	۲۹٪	۲۷٪	۲۶٪	۲۷٪	۲۷٪
هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی	-۴۰	-۴۲	-۱۱۷	-۱۱۹	-۲۶۵	-۴۴۸	-۵۳۸	-۶۴۵	-۷۷۴	-۹۲۹
خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی	۰	۰	۲	۶	۸	۲۵	۰	۰	۰	۰
سود (زیان) عملیاتی	۱۱۹	۵۷	۱۶۲	۴۸۳	۱,۷۲۱	۴,۸۴۲	۷,۴۰۶	۹,۴۴۱	۱۳,۰۵۶	۱۵,۹۷۹
حاشیه سود عملیاتی	۱۱٪	۵٪	۷٪	۱۴٪	۲۰٪	۲۶٪	۲۵٪	۲۴٪	۲۵٪	۲۵٪
هزینه های مالی	-۱۱۹	-۶۰	-۱۲۲	-۱۳۲	-۳۳۲	-۹۳۰	-۱,۱۱۶	-۱,۳۳۹	-۱,۶۰۷	-۱,۹۲۸
خالص سایر درآمدها و هزینه های غیرعملیاتی	۱۴۶	۳	۹	۰	۶۸	۰	۰	۰	۰	۰
سود (زیان) خالص قبل از مالیات	۱۴۶	۰	۴۹	۳۵۲	۱,۴۵۷	۳,۹۱۲	۶,۲۹۰	۸,۱۰۲	۱۱,۴۴۹	۱۴,۰۵۰
مالیات	۰	۰	-۷	-۵۳	-۱۶۴	-۲۰۳	-۳۲۷	-۴۷۸	-۶۸۷	-۸۲۹
سود (زیان) خالص	۱۴۶	۰	۴۲	۲۹۹	۱,۲۹۳	۳,۷۰۹	۵,۹۶۳	۷,۶۲۴	۱۰,۷۶۲	۱۳,۲۲۱
حاشیه سود خالص	۱۳٪	۰٪	۲٪	۸٪	۱۵٪	۲۰٪	۲۰٪	۱۹٪	۲۱٪	۲۱٪
سرمایه	۲۰۰	۲۰۰	۴۵۰	۹۰۰	۹۰۰	۹۰۰	۹۰۰	۹۰۰	۹۰۰	۹۰۰
سود هر سهم (براساس آخرین سرمایه) - ریال	۱۶۳	۰	۴۷	۳۳۲	۱,۴۳۷	۴,۱۲۱	۶,۶۲۵	۸,۴۷۱	۱۱,۹۵۸	۱۴,۶۹۰
سود خالص - میلیون دلار	۴	۰	۰	۳	۶	۱۶	۲۱	۲۲	۲۶	۲۷

شکام در بلند مدت توانایی تقسیم سالانه ۳۰ میلیون دلار سود نقدی را دارد

فرضیات تحلیل:

۱- شرکت فرآیند شیمی حکیم سالانه ۲.۷ میلیون دلار سود می‌سازد و ۱۰۰٪ سود را تقسیم می‌کند.

۲- طرح‌های توسعه‌ی لاین دارو بجز پارانیتر و کلرو بنزن تا سال ۱۴۰۲ به بهره‌برداری می‌رسند.

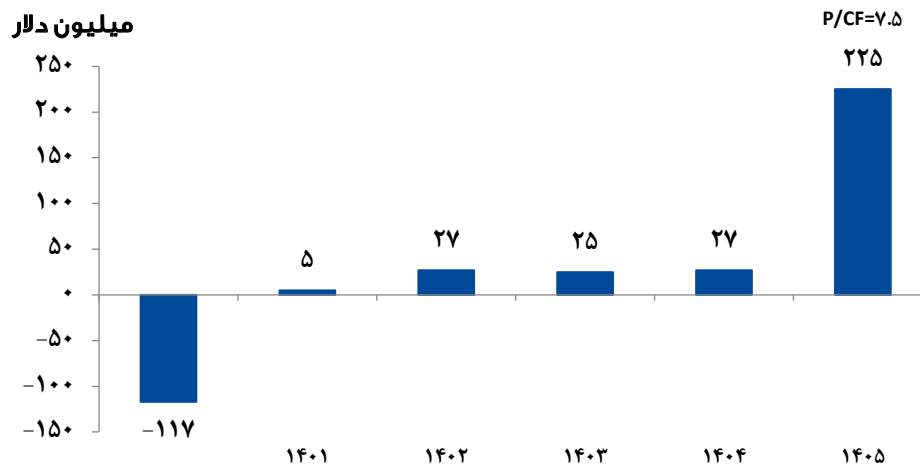
۳- شرکت برای تأمین نقدینگی از تسهیلات بانکی استفاده می‌کند مانند گذشته تسهیلات گذشته‌ی خود را رول‌آور می‌کند.

صورت جریان وجوه نقد - میلیون دلار										
۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴	
۳	۱	۲	۴	۸	۲۲	۲۸	۲۹	۳۴	۳۴	سود عملیاتی
۰	۰	۰	۰	۰	-۱	-۱	-۱	-۱	-۲	وجه نقد پرداخت شده بابت مالیات
۰.۱	۰.۱	۰	۰	۰	۰.۳	۰.۴	۰.۵	۰.۴	۰.۳	استهلاک
۰	۰.۳	-۳	-۲	-۱۱	-۴	۷	-۱	-۲	۰	سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش
۷	-۱	-۱	-۲	-۲	-۳.۵	-۴.۱	-۰.۵	-۰.۵	-۰.۵	خالص سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت مشهود
۰	۰	۰	-۰.۳	۰.۵	۰	۰	۰	۰	۰	خالص سرمایه‌گذاری های کوتاه مدت
۰.۲	۰.۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	سود دریافتی از سایر سرمایه‌گذاری‌ها
-۰.۱	۰.۰	-۰.۳	۰	۰	-۵	۱	۱	۱	۱	خالص سرمایه‌گذاری های بلندمدت
۰	۰	۳	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	وجه حاصل از افزایش سرمایه
-۴	۰	-۱	۱	۹	-۴	-۳	-۳	-۳	-۳	خالص وجه حاصل از استقراض
۰.۲	۰.۳	۰.۱	۰.۲	۱.۷	۵	۲۷	۲۵	۲۷	۳۰	سود نقدی پرداخت شده / قابل پرداخت

برای شکام بازدهی ۱۰٪ در افق یکساله و نرخ بازدهی داخلی دلاری ۲۵٪ در بلندمدت، دست‌یافتنی به نظر می‌رسد

سرمایه‌گذاری مناسب از نگاه بلندمدت: جریان وجوه نقد قابل تقسیم شرکت در افق ۵ ساله با فرض P/CF معادل ۷.۵ در سال ۱۴۰۵ مطابق نمودار فوق خواهد بود. با این محاسبات، خرید شکام با قیمت‌های فعلی و با دید ۵ ساله، منجر به بازدهی دلاری متوسط ۲۷ درصدی خواهد شد. بنابراین، سرمایه‌گذاری در شرکت را در قیمت‌های فعلی، بسیار جذاب ارزیابی می‌کنیم.

جریان وجوه برای محاسبه نرخ بازده داخلی ه ساله* (دلاری)



* ارزش روز شرکت بر مبنای دلار ۲۴ هزار تومان بدست آمده است.

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

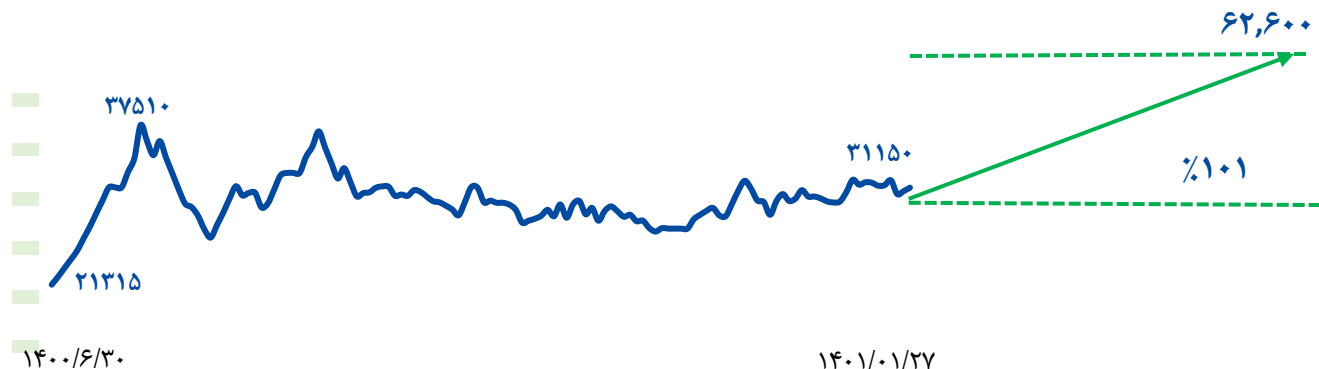
*** رشد سودآوری معادل تغییر سود انتظاری در اجماع سال آینده نسبت به آخرین اجماع برگزار شده است. فرض شده سود تحلیلی کیان برای سال ۱۴۰۲، معادل سود مورد انتظار تحلیلگران (در اجماع اسفند ۱۴۰۱) برای سود سال مالی ۱۴۰۲ شرکت باشد. برای محاسبه P/E صنعت، از صنعت داروسازها استفاده شده است.

اجزا و مفروضات بازدهی انتظاری یکساله (ریالی)

رشد سود خالص	رشد نسبت قیمت به درآمد (P/E)	نسبت سود تقسیمی به قیمت سهام (D/P)
	تحلیلی	قبل از مجمع
سود سال مالی ۱۴۰۱ (اجماع اسفند ۱۴۰۰)	۶.۷۵	میانگین سه سال اخیر -
سود سال مالی ۱۴۰۱ (تحلیل کیان)	۴,۱۲۱	۹٪ مجمع آتی (سال مالی ۱۴۰۰)
سود سال مالی ۱۴۰۲ (تحلیل کیان)	۶,۶۲۵	۷.۷۵ پیش‌بینی P/E شرکت (سال آتی)
رشد سودآوری***	۶۱٪	۱۵٪ رشد P/E تحلیلی
		۹٪ D/P قبل از مجمع

بازدهی سالانه انتظاری ۱۰۱٪

هدف قیمتی بنیادی یکساله هر سهم شکام (ریال)





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.

تمامی اطلاعات این گزارش توسط تیم تحلیل گروه مالی کیان و با رعایت بی‌طرفی و استقلال انجام شده و هیچ‌گونه کنترل، نظارت یا اجباری از سمت سایر دپارتمان‌ها نسبت به نتایج، ادبیات و اظهارنظرهای این گزارش وارد نشده 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



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.

تمامی اطلاعات این گزارش توسط تیم تحلیل گروه مالی کیان و با رعایت بی‌طرفی و استقلال انجام شده و هیچ‌گونه کنترل، نظارت یا اجباری از سمت سایر دپارتمان‌ها نسبت به نتایج، ادبیات و اظهارنظرهای این گزارش وارد نشده 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