



شرکت کارگزاری دنیای خبره
(سای ناس)

به نام خدا

تحلیل بنیادی شرکت گروه صنایع کاغذ پارس

(چکاپا)



بازار

این گزارش تنها بیانگر نظرات تحلیل گران کارگزاری دنیای خبره است و به هیچ عنوان به معنی توصیه ای جهت خرید یا فروش سهام این شرکت نمی باشند و شرکت کارگزاری دنیای خبره هیچ گونه مسئولیتی در قبال ضرر و زیان ناشی از انجام هرگونه معامله ای با اتکا بر این گزارش را بر عهده نخواهد گرفت.



فهرست

۳.....	معرفی شرکت
۴.....	ترکیب سهامداران
۴.....	اهداف
۵.....	افزایش سرمایه
۵.....	فرصت ها
۱۱.....	تحلیل سناریو
۱۴.....	نتیجه گیری

کارگزاری دنیای خبره



معرفی شرکت

گروه صنایع کاغذ پارس سال ۱۳۴۶ در شمال خوزستان با هدف استفاده از باگاس تولید شده در کارخانه نیشکر هفت تپه تأسیس شد و در سال ۱۳۴۹ به بهره‌برداری رسید. دلیل این اقدام و سرمایه گذاری بر روی محصولی به نام باگاس این است که برای تولید خمیر (پالپ) و در پی آن تولید کاغذ، دو منبع وجود دارد: درخت - محصولات کشاورزی. از آنجاییکه کشور ایران از نظر بارندگی جزء مناطق خشک و نیمه خشک به شمار می‌رود و همچنین از منابع جنگلی وسیع برخوردار نیست، هیچگاه محل مناسبی برای تولید کاغذ از درخت نبوده و نخواهد بود. اما استفاده از محصولات کشاورزی که مهمترین آنها باگاس می باشد، یکی از مزیت‌های غیرقابل انکار در ایران و در خاورمیانه به شمار می‌آید. این کارخانه پس از راه اندازی تا مدت‌ها تنها تأمین کننده کاغذ چاپ و تحریر داخل کشور بود اما بدلیل صدمات وارده در طی دوران دفاع مقدس و عدم نوسازی و بازسازی در زمان تصدی بخش دولتی، در معرض تعطیلی همیشگی قرار گرفت و وضعیت آن در سال‌های منتهی به ۱۳۹۱ به کمتر از ۲۰٪ ظرفیت اسمی رسیده بود. مهر ماه سال ۱۳۹۲ فصل جدیدی در کاغذ پارس آغاز شد. سهام این شرکت به بخش خصوصی واگذار گردید و سلسله اقدامات برای بازسازی و نوسازی ماشین آلات، فرآیندها و منابع انسانی آغاز گردید و طی دو سال فعالیت کاغذ پارس به رکورد تولید عمر خود دست یافت؛ همچنین بازارهای صادراتی را نشانه گرفت و سبد محصولات خود را متنوع کرد. و امروز کاغذ پارس تنها تولیدکننده خمیر ویرجین شیمیایی در خاورمیانه، تنها تولیدکننده کاغذ چاپ و تحریر شیمیایی، تولیدکننده کاغذ بهداشتی برای لیوان یکبار مصرف و چندین محصول دیگر است، و تا به امروز محصولات این کشور به بیش از ۱۵ کشور دنیا صادر شده است. در راستای توسعه فعالیت‌ها، سهام این شرکت در اردیبهشت ماه سال ۱۳۹۵ در فرابورس تهران عرضه عمومی شد و خوشبختانه در این بازار نیز نام بسیار خوبی از خود به جای گذاشته است که اطلاعات



آن در سامانه بورس و همچنین در بخش سهام این پایگاه قابل رؤیت است. اجرای طرح‌های توسعه در ذیل مجموعه کاغذ پارس در زمینه تولید ظروف یکبار مصرف سلولزی از جمله اقدامات برای ادامه پیشرفت کاغذ پارس است.

• سرمایه: ۱,۳۱۵,۵۹۶,۰۰۰,۰۰۰ ریال

• ترکیب سهامداران (پنج سهامدار عمده)

۱۳۹۷/۵/۲۷		
درصد مالکیت	تعداد سهام (میلیون)	سهامدار
۴۷	۶۲۰	شخص حقیقی
۶	۸۰	شرکت ایجاد ابنه و عمران تابران-سهامی عام
۴	۶۴	شرکت سرمایه‌گذاری تامین آتیه مسکن
۴	۵۶	شخص حقیقی
۲	۲۷	شرکت مدیریت سرمایه‌گذاری ملی ایران
۱,۹	۲۶	شرکت گروه مالی سپهرصادران
۱,۵	۲۰	شرکت گروه راهبرد مبین کوثر
۱,۴	۱۹	شرکت بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران
۱,۳	۱۸	Fin Gif Spc
۱,۲	۱۶	شرکت سرمایه‌گذاری آتیه اندیشان مس
۱	۱۴	صندوق سرمایه‌گذاری بانک گردشگری
۱	۱۳	شرکت بیمه ما
۱۰۰	۲۵۰	جمع



• اهداف

- ✓ تکمیل زنجیره تولید خمیر تا تولید ظروف یکبار مصرف سلولوزی
- ✓ تاسیس و سرمایه گذاری در شرکت پارس طبیعت سلولز به منظور ایجاد و راه اندازی خط تولید ظروف یکبار مصرف دوستدار طبیعت
- ✓ تکمیل زنجیره ارزش و جلوگیری از خام فروشی
- ✓ تولید محصولات انحصاری

• روند افزایش سرمایه (پنج دوره اخیر)

تاریخ افزایش سرمایه	درصد افزایش سرمایه	سرمایه جدید (میلیون)	محل افزایش سرمایه
۱۳۹۱	۳۳۵	۹۷۳	تجدید ارزیابی
۱۳۹۲	۲۰۲	۱۲۵۶	مطالبات
۱۳۹۲	۱۱	۱۳۹۶	مطالبات
۱۳۹۳	-۲۱,۵	۱۰۹۶	-
۱۳۹۳	۲۰	۱۳۱۶	مطالبات

• فرصت ها

دولت چین به منظور مقابل با صنایع آلاینده تمهیداتی را در نظر گرفته است، یکی از صنایع آلاینده صنعت تولید کاغذ است. از مجموع ۴۰۰ میلیون کاغذ تولیدی در دنیا بالغ بر چهل درصد آن یعنی حدود ۱۶۰ میلیون تن در چین تولید می شود و هر تاثیری در بازار چین قطعاً بازارهای جهانی را تحت تاثیر قرار می دهد.

استراتژی چین برای کاهش صنایع آلاینده در حوزه صنعت کاغذ دو حوزه را مدنظر دارد

۱ - قطع واردات کاغذ بازیافتی

۲ - تعطیلی کارخانه آلاینده

یکی از مواد اولیه تولید کاغذ، کاغذهای بازیافتی است که بخش عمده ای از کاغذهای تولید چین با استفاده از کاغذ بازیافتی وارداتی است. قطع واردات کاغذ بازیافتی باعث می شود که شرکت های تولید کننده کاغذ به منبع دیگری یعنی خمیر



ویرجین روی آورند همین موضوع باعث افزایش استقبال از خمیر ویرجین و افزایش قیمت این محصول در بازارهای جهانی

شد. محدودیت در تولید میر باعث شده است که پیش بینی ثبات یا حتی افزایش قیمت را داشته باشیم

ریسک نرخ تسعیر ارز :

با افزایش نرخ دلار و صادراتی بودن قسمتی از محصولات می توان انتظار افزایش سود آوری شرکت را داشت.

ریسک صادرات:

با افزایش تحریم ها از سوی دولت ایالات متحده امریکا ممکن است شرکت در فروش محصولات صادراتی با مشکل مواجه شود.

ریسک افزایش بهای تمام شده:

یکی از محصولات مورد استفاده شرکت در فرآیند تولید خمیر کاستیک سودا است که از بورس کالای پتروشیمی خریداری می

شود. افزایش نرخ ارز باعث افزایش این قلم به عنوان مواد اولیه می شود .

ریسک مطالبات:

یکی از مشکلات شرکت های تولیدی داخلی ریسک نکول تعهدات مشتریان است. شرکت برای مقابله با این ریسک سه رویکرد را در

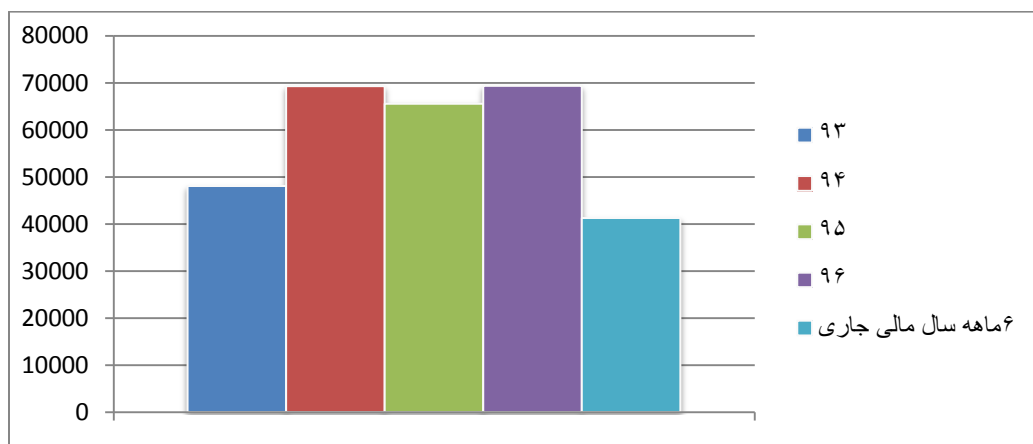
نظر گرفته است ۱- اعتبار سنجی مشتریان ۲- تلاش برای صادرات محصولات ۳- تنوع سازی در محصولات

• فروش، سود و زیان و بهای تمام شده

• فروش:

مقدار فروش	واحد	۹۳	۹۴	۹۵	۹۶	۶ماهه منتهی به ۰۸-۹۷
کاغذ رول سفید	تن	41,528	50,134	45,206	39,507	13,404
خمیر ویرجین	تن	1,179	6,025	7,373	13,057	21,007
رول فلوتینگ	تن	5,359	12,241	11,412	16,711	6,840
سایر	تن	5	903	1,567	119	0
مجموع		48,071	69,303	65,558	69,394	41,251

جدول مقداری فروش

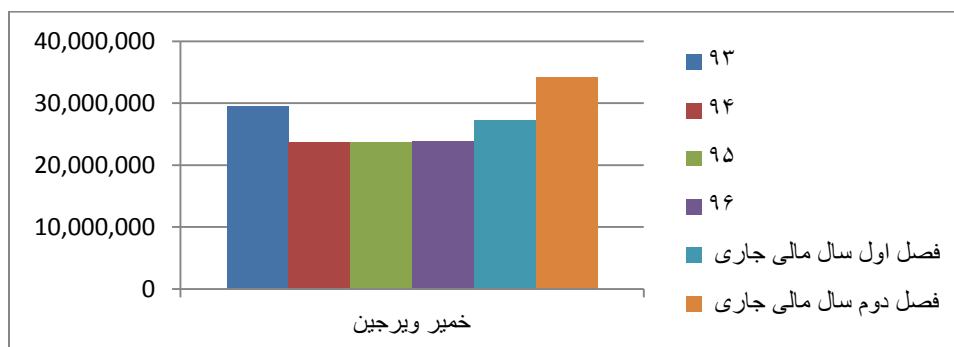


مبلغ فروش:

فصل ۲ منتهی به ۰۲-۱۳۹۷	فصل ۱ منتهی به ۱۱-۱۳۹۶	۹۶	۹۵	۹۴	۹۳	واحد	مبلغ فروش
246,775	181,330	1,004,181	1,043,128	1,119,339	936,834	میلیون ریال	کاغذ رول سفید
428,666	229,488	309,902	174,649	142,589	34,658	میلیون ریال	خمیر ویرجین
46,444	63,490	234,686	153,059	184,327	74,355	میلیون ریال	رول فلوتینگ
-	-	2,223	26,684	15,796	100	میلیون ریال	سایر
721885	474308	1,550,992	1,397,520	1,462,051	1,045,947	میلیون ریال	مجموع

نرخ فروش محصولات:

فصل دو ۹۷	فصل یک ۹۷	96	۹۵	۹۴	۹۳	واحد	نرخ فروش
33,483,718	30,051,376	25,417,799	23,074,990	22,326,944	22,559,093	تن / ریال	کاغذ رول سفید
34,113,163	27,187,300	23,734,549	23,687,644	23,666,224	29,396,098	تن / ریال	خمیر ویرجین
16,126,389	16,032,828	14,043,803	13,412,110	15,058,165	13,874,790	تن / ریال	رول فلوتینگ
-	-	18,680,672	17,028,717	17,492,802	20,000,000	تن / ریال	سایر



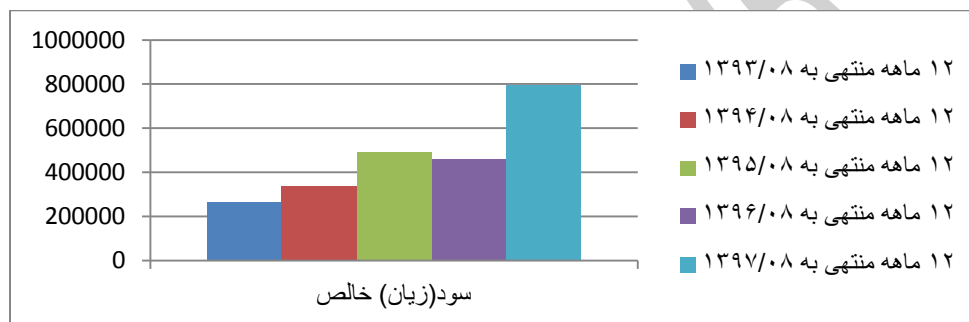
همانطور که طبق جدول مشخص است نرخ فروش محصولات شرکت مخصوصا خمیر ویرجین به عنوان محصول استراتژیک شرکت افزایش چشمگیری داشته است.

صورت سود و زیان

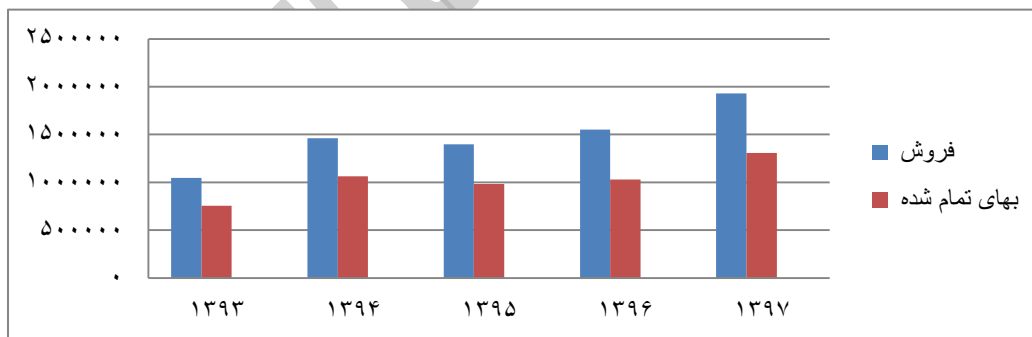
97	96	95	94	93	شرح
1931500	1550992	1397520	1462051	1045947	فروش
-1307801	-1028654	-983424	-1062222	-755209	بهای تمام شده کالای فروش رفته
623699	522338	414096	399829	290738	سود (زیان) ناخالص
-25460	-24316	-22788	-15769	-12017	هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی
0	34210	15533	2511	0	خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی
598239	532232	406841	386571	278721	سود (زیان) عملیاتی
-84750	-61987	-55766	-53951	-15146	هزینه های مالی
357447	98385	158991	3286	0	خالص سایر درآمدها و هزینه های غیرعملیاتی
870936	568630	510066	335906	263575	سود (زیان) خالص عملیات در حال تداوم قبل از
-75252	-106767	-19240	0	0	مالیات
795684	461863	490826	335906	263575	سود (زیان) خالص عملیات در حال تداوم
0	0	0	0	0	سود (زیان) عملیات متوقف شده پس از اثر مالیاتی
795684	461863	490826	335906	263575	سود (زیان) خالص



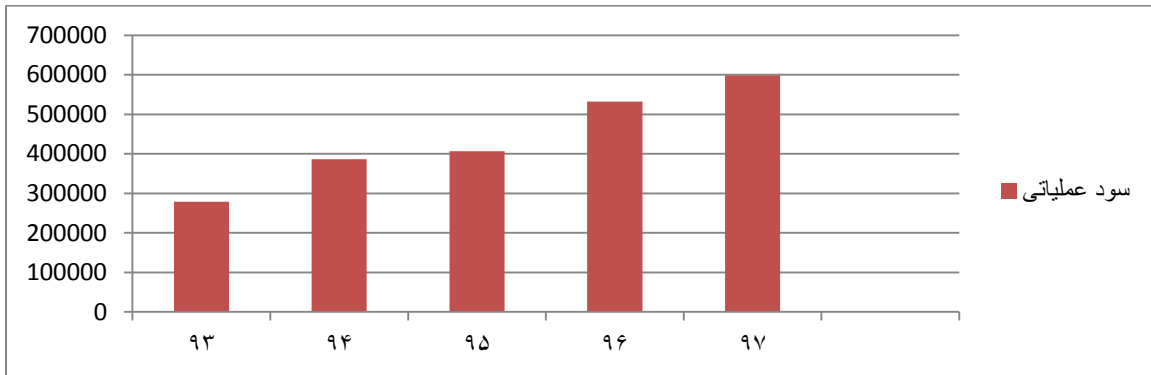
605	351	373	255	200	سود هر سهم پس از کسر مالیات
1315596	1315596	1315596	1315596	1315596	سرمایه
41%	30%	35%	23%	25%	حاشیه سود خالص
32%	34%	30%	27%	28%	حاشیه سود ناخالص



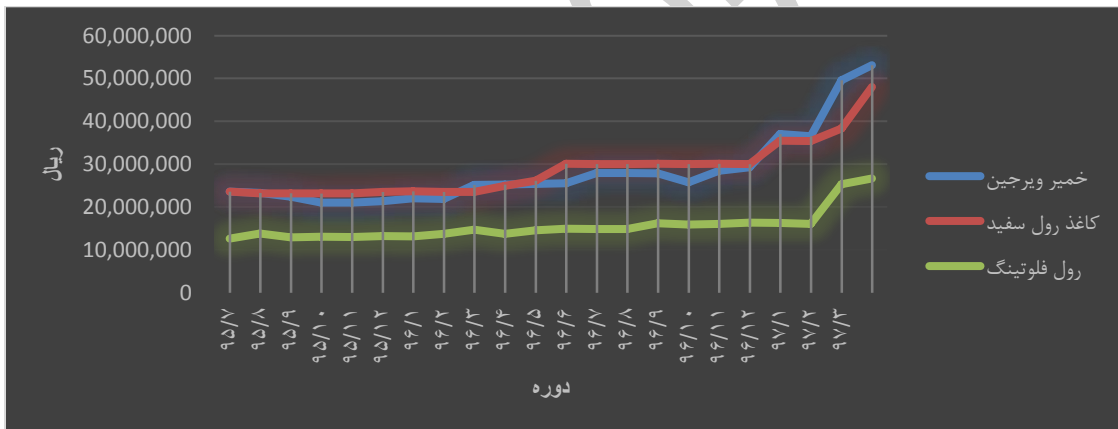
مقایسه فروش و بهای تمام شده محصولات



روند سود عملیاتی شرکت



مقایسه نرخ محصولات





صورت سود و زیان هم مقیاس

شرح	۹۳	۹۴	۹۵	۹۶	۹۷
فروش	100%	100%	100%	100%	100%
بهای تمام شده کالای فروش رفته	-72%	-73%	-70%	-66%	-68%
سود (زیان) ناخالص	28%	27%	30%	34%	32%
هزینه های عمومی، اداری و تشکیلاتی	-1%	-1%	-2%	-2%	-1%
خالص سایر درآمدها (هزینه ها) ی عملیاتی	0%	0%	1%	2%	0%
سود (زیان) عملیاتی	27%	26%	29%	34%	31%
هزینه های مالی	-1%	-4%	-4%	-4%	-4%
خالص سایر درآمدها و هزینه های غیرعملیاتی	0%	0%	11%	6%	19%
سود (زیان) خالص عملیات در حال تداوم قبل از مالیات	25%	23%	36%	37%	45%
مالیات	0%	0%	-1%	-7%	-4%
سود (زیان) خالص عملیات در حال تداوم	25%	23%	35%	30%	41%
سود (زیان) خالص	25%	23%	35%	30%	41%

مقایسه هزینه ها

مقایسه هزینه ها			
شرح	95	96	تغییرات
مواد مستقیم	491,568	508,371	3%
دستمزد مستقیم	67,386	74,126	10%
سربار ساخت	467,473	469,573	0%
جمع	1,026,942	1,052,070	2%



• تحلیل سناریو

با توجه به بازار محصول شرکت و تولید و فروش شرکت در هشت ماهه سال 1397، تولید شرکت در ظرفیت عملی و با عنایت به سیاست چند سال اخیر شرکت، صورت سود و زیان شرکت با تکنیک سناریو با توجه به سیاست ارزی دولت برای سال 97 پیش‌بینی شده است. مفروضات تحلیل در جدول صفحه بعد آورده شده است.

سال مالی	۱۳۹۷/۰۸/۳۰
جمع درآمدها	فروش شرکت با توجه به ظرفیت شرکت، فعالیت هشت ماهه و گزارش تفسیری شش ماهه مدیریت به شرح زیر برآورد می شود. فروش شرکت از ابتدای سال الی ۱۳۹۷/۰۴/۳۱: رول کاغذ ۱۵،۲۱۵ تن - خمیر ویرجین ۲۸،۸۲۵ تن - کاغذ لوله فلوتینگ ۹،۹۵۴ تن. برآورد فروش شرکت برای آخر سال مالی: رول کاغذ ۶،۱۸۹ تن - خمیر ویرجین ۱۵،۰۳۲ تن - کاغذ لوله فلوتینگ ۳،۵۴۰ تن. نرخ فروش محصولات: سناریو ۱: رول کاغذ ۴۸،۰۲۸،۰۰۰ ریال - خمیر ویرجین ۵۶،۰۰۰،۰۰۰ ریال - کاغذ لوله فلوتینگ ۲۶،۶۱۹،۰۰۰ ریال. سناریو ۲: رول کاغذ ۴۸،۰۲۸،۰۰۰ ریال - خمیر ویرجین ۵۱،۰۰۰،۰۰۰ ریال - کاغذ لوله فلوتینگ ۲۶،۶۱۹،۰۰۰ ریال.
بهای تمام شده کالای فروش رفته	محاسبه بهای تمام شده برای نیمه دوم سال براساس مفروضات زیر: ۱- افزایش نرخ مواد مستقیم مصرفی عمدتاً باگاس خشک و کاستیک مایع به بیش از ۲۰٪ و ۴۰٪ با توجه به افزایش نرخ تمام محصولات در سال ۹۷. ۲- افزایش ۲۰٪ دستمزد مصرفی برای نیمه سال دوم. ۳- تکرار سربار تولید نیمه اول سال برای نیمه دوم سال. سناریو ۱: ۴۲٪ فروش. سناریو ۲: ۵۵٪ فروش.
هزینه‌های عمومی، اداری و فروش	برآورد هزینه های فروش، عمومی و اداری براساس اجزای هزینه.
هزینه‌های مالی	با توجه به اظهار نظر مدیریت در گزارش تفسیری مدیریت مبنی بر کاهش هزینه های مالی، سطح هزینه های مالی تقریباً در سطح سال ۹۶ فرض شده است. حدوداً ۴٪ فروش.
خالص سایر درآمدها (هزینه‌های) غیر عملیاتی	سناریو ۱: سود ناشی از سرمایه گذاری و طرح توسعه در شرکت پارس طبیعت سلولز. سناریو ۲ و ۳: تاخیر در سود شناسایی پیش بینی شده در مجموعه پارس طبیعت سلولز بابت مشکلات بوجود آمده در سامانه ثبت سفارش و انعکاس تاثیر آن براس سال مالی آینده.
مالیات بر درآمد	مالیات بر درآمد سال ۹۶، ۲۰٪ سود ناویژه برای سال ۹۷ در نظر گرفته شده است.



صورت سود و زیان

صورت سود و زیان	(میلیون ریال)	(میلیون ریال)	(میلیون ریال)
سال مالی	بدبینانه	میانه	خوشبینانه
	۱۳۹۷/۰۸/۳۰	۱۳۹۷/۰۸/۳۰	۱۳۹۷/۰۸/۳۰
جمع درآمدها	2,879,395	2,989,609	2,989,609
بهای تمام شده کالای فروش رفته	1,583,667	1,269,949	1,269,949
سود نا ویژه	1,295,728	1,719,661	1,719,661
هزینه‌های فروش، عمومی و اداری	31,563	31,563	31,563
سایر درآمدهای عملیاتی	18,566	18,566	18,566
سود (زیان) عملیاتی	1,282,731	1,706,664	1,706,664
هزینه‌های مالی	126,342	131,178	131,178
خالص سایر درآمدها (هزینه‌ها)	-	-	329,147
سود (زیان) ویژه قبل از کسر مالیات	1,156,389	1,575,486	1,904,633
مالیات	235,903	321,399	321,399
سود (زیان) ویژه پس از کسر مالیات	920,486	1,254,087	1,583,234
خالص EPS	700	953	1,203
سرمایه	1,315,596	1,315,596	1,315,596



• نتیجه گیری

شرکت کاغذ پارس با ظرفیت تولید عملی سالانه پنجاه و سه هزار تن خمیر ویرجین، کاغذ لوله سفید و فلوتینگ در زمره شرکت های بزرگ تولیدکننده کاغذ و تنها شرکت تولید کننده خمیر ویرجین در ایران می باشد. در نتیجه مزیت کاغذ پارس نسبت به سایر تولیدکننده های داخلی برخوردار از خمیر ویرجین تولیدی خود است (که از مواد پایه و اصلی تولید کاغذ می باشد). این در شرایطی است که بالغ بر ۴۰٪ از فروش شرکت برآورد می شود در سال ۹۷ فروش صادراتی باشد. در سال ۹۶ شرکت توانسته در دوازده ماهه به ازای هر سهم ۳۵۱ ریال سود بسازد و در ادامه پیش بینی کرده است برای سال ۹۷، ۷۵۱ ریال سود به ازای هر سهم بسازد. در نتیجه شرکت از نظر تولید و عملیات با ریسک خاصی مواجه نیست. عمده ریسکی که شرکت با آن مواجه است عبارت است از ابهام در سیاست ارزی دولت. با توجه به سیاست ارزی دولت که در اوایل سال ۹۶ اتخاذ شده، نرخ مبادله و نرخ آزاد حذف و نرخ مرجع ۴۲،۰۰۰ ریال از سوی بانک مرکزی اعلام شده است. این در شرایطی است که طبق آخرین لیست اعلامی وزارت صنعت و معدن محصولات شرکت (کاغذ و خمیر) جزو کالاهای اساسی قرار گرفته است. در نتیجه به واردات کاغذ و خمیر ارز ۴۲،۰۰۰ ریال تخصیص داده می شود و تا اطلاع ثانوی صادرات کاغذ و خمیر ممنوع اعلام شده است. این در شرایطی است که بیش از ۹۳٪ از ارزش ریالی کل صادرات شرکت را خمیر ویرجین تشکیل داده است. با توجه به سیاست فوق شرکت طی نامه ای در تاریخ ۹۷/۰۵/۲۲ اعلام کرده است ممنوعیت ابلاغ شده هیچ محدودیتی برای صادرات شرکت ایجاد نخواهد کرد. با توجه به مشخص نبودن مسائل فوق، سود هر سهم شرکت در سه سناریو پیش بینی شده است، که در قسمت قبل نتایج آن را مشاهده کردید. در خوشبینانه ترین حالت شرکت قادر است به ازای هر سهم ۱،۲۰۳ ریال سود بسازد، که با توجه به p/e پیشرو ۷/۳۸ قیمت هر سهم می تواند ۸،۸۷۸ ریال رشد داشته باشد

پایان