



شرکت پالایش نفت اصفهان

تحلیل بنیادی



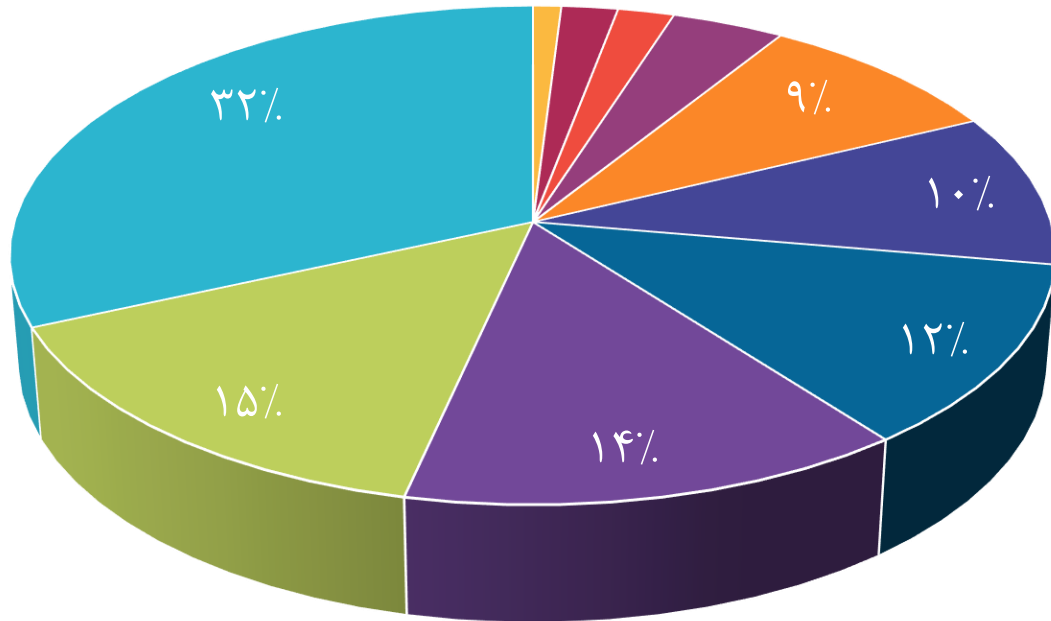
معرفی صنعت



صنعت پالایش حدود ۵ درصد از کل ارزش بازار سرمایه ایران را به خود اختصاص داده است در نتیجه بررسی آن خالی از لطف نیست. علاوه بر سهم بازار پالایشی‌ها، اهمیت تولید و توزیع فرآورده‌های نفتی در طول یک صد سال تاریخ صنعت نفت کمتر از تولید نفت خام در کشور نبوده است، با آغاز کار پالایشگاه آبادان در سال ۱۲۹۱ که اولین پالایشگاه نفت خام کشور است، زمینه استفاده از فرآورده‌های نفتی در بخش‌های مختلف صنعت، تجارت، حمل و نقل و مصارف خانگی همسو با توسعه اقتصادی کشور فراهم شد. به دنبال آن صنعت پالایشگاهی یکی از راهبردی‌ترین صنایع معرفی شد. در حال حاضر ۱۰ شرکت پالایشی در ایران مشغول به فعالیت هستند که ۶ شرکت از این شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار ایران معامله می‌شوند.

قیاس پالایشگاه‌ها

از کل ۲,۶۲۳,۰۰۰ بشکه نفت ارسالی به پالایشگاه در روز، میزان نفت دریافتی هر پالایشگاه به شرح زیر است:



- کرمانشاه
- اروان
- شیراز
- شبریز
- شتران
- اراک
- شبندر
- شینا

سال تأسیس پالایشگاه‌ها به شرح تصویر زیر میباشد



پالایش نفت اصفهان



شرکت پالایش نفت اصفهان

محل شرکت: اصفهان

سال تاسیس: ۱۳۵۸

سال پذیرش بورس: ۱۳۷۷

سال اولین معامله: ۱۳۷۷

موضوع فعالیت شرکت: انجام فعالیت پالایش و فرآورش نفت خام و سایر هیدروکربنها و ساخت فرآورده‌های نفتی مانند بنزین، نفت سفید، نفت گاز، نفت کوره و سایر مشتقات

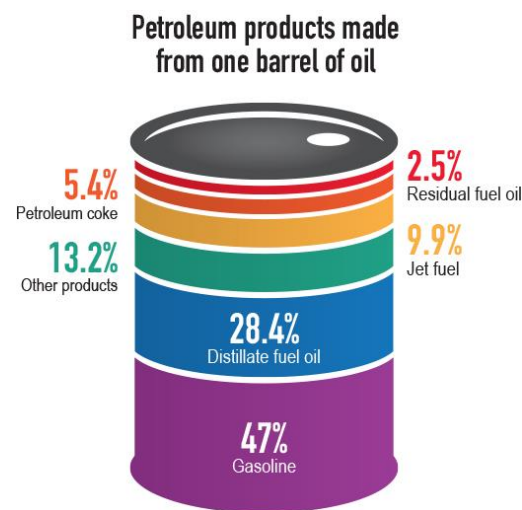


ترکیب سهامدارن به
تاریخ ۲۵ مهر ۱۴۰۰

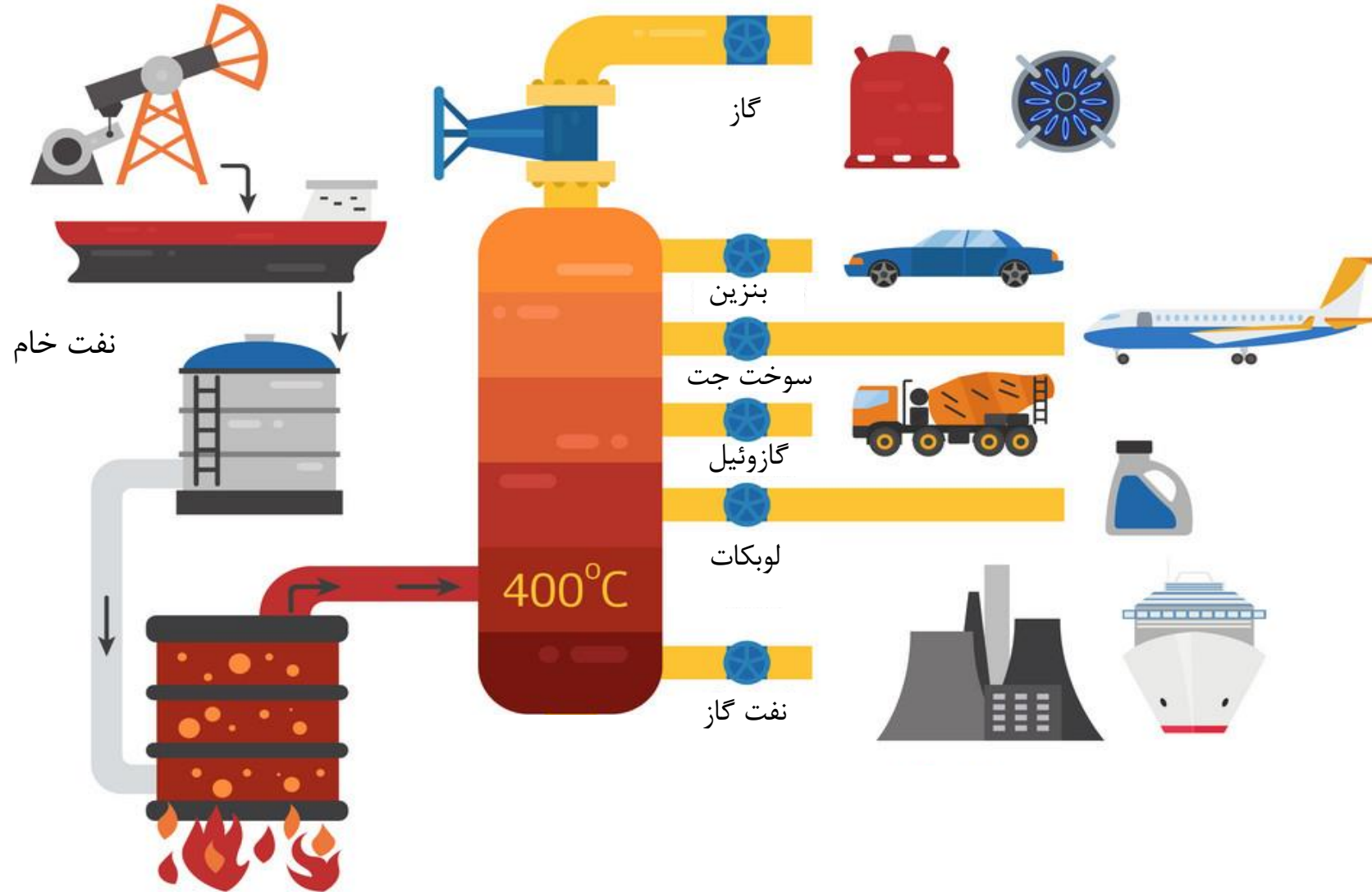
سبد محصولات

پالایش نفت اصفهان در سال ۱۳۹۹ در مجموع ۱۹ میلیون متر مربع فرآورده نفتی تولید کرده است که ترکیب این محصولات به شرح رو به رو است:

نام محصول	درصد تولید
گازوئیل	۴۳٪
بنزین	۲۲٪
نفت کوره	۱۴٪
وکیوم باتوم	۹٪
نفت سفید	۱٪
لوبکات	۳٪
گاز مایع	۴٪
نفتا	۱٪
آروماتیک	۱٪
حلال	۱٪
سایر	۱٪

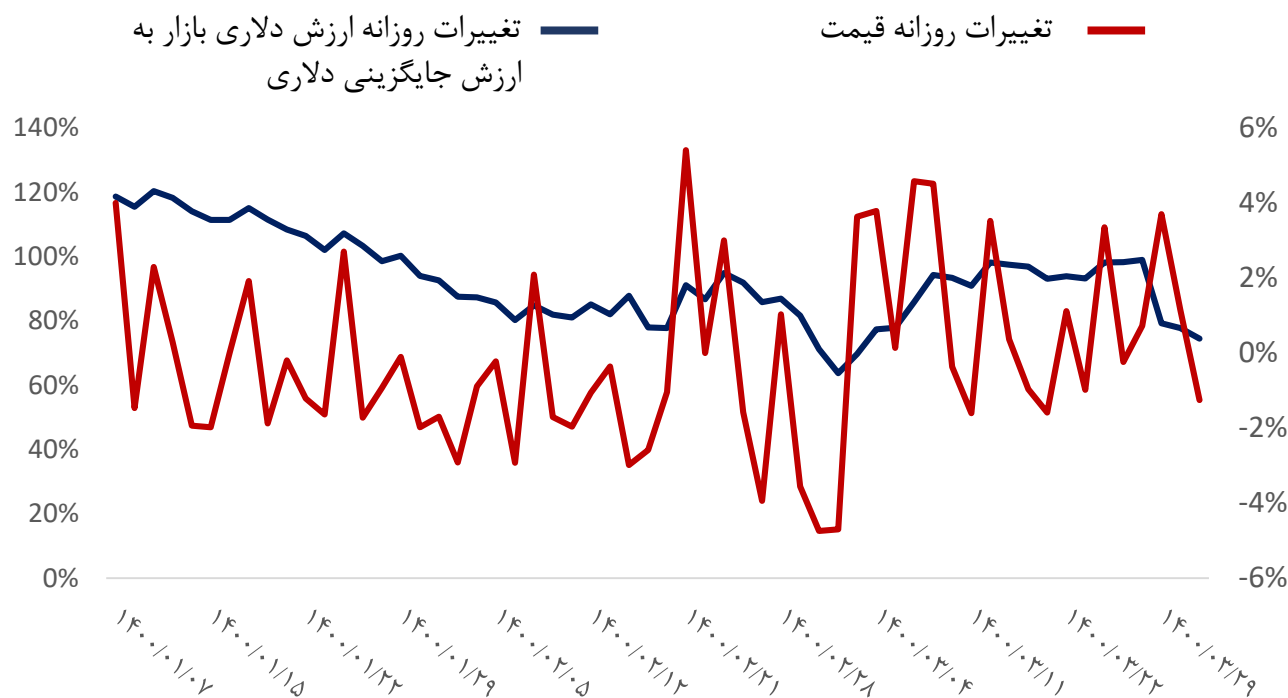


فرآیند تولید





ارزش جایگزینی



یکی از روش‌های ارزش‌گذاری سهام یک شرکت، استفاده از روش ارزش جایگزینی است. به عبارتی ارزش جایگزینی به هزینه‌ها و مخارجی می‌گویند که برای ساخت یک شرکت با فناوری فعلی نیاز داریم. برای قیاس شرکت‌های پالایشی ابتدا آنان را در سه دسته کوچک، متوسط و بزرگ تقسیم بندی کردیم. پالایشگاه‌های کوچک (با ظرفیت پالایش نفت خام کمتر از ۵۰ هزار بشکه در روز)، پالایشگاه‌های متوسط (با ظرفیت پالایش نفت خام حدود ۱۲۰ هزار بشکه در روز) و پالایشگاه بزرگ (با ظرفیت پالایش نفت خام بین ۲۵۰ هزار تا حدود ۴۰۰ هزار بشکه در روز) طبقه‌بندی می‌شوند و با توجه به پای چارت اسلایدهای قبل جایگاه هر پالایشگاه ایران مشخص است. علاوه بر اندازه پالایشگاه‌ها، شاخص نلسون نیز برای شینا سنجیده شده است. شاخص نلسون، شاخص پیچیدگی پالایشگاه‌ها بر مبنای عوامل، کارایی پالایشگاه، فرآیندهای مورد استفاده، سبد محصولات و خصوصیات بازار منطقه‌ای،



شاخص اصلی قیاس و بررسی این حوزه است. نسبت به کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته، پیچیدگی‌های پالایشگاه‌های ایران به جز اراک، در سطح پایینی قرار دارد. شاخص پالایشگاه اراک به گفته بیژن زنگنه عدد ۹.۵ است. سبد محصولات پالایشگاه اراک به میزان ۴۰ درصد به بنزین یورو ۴ اختصاص دارد و حداقل سبد محصول به محصولات کم ارزش تخصیص داده شده است. در همین راستا با توجه به ظرفیت ۳۵۶,۰۰۰ بشکه دریافتی نفت توسط شپنا، سال تاسیس و سبد محصولاتی آن، شاخص نلسون ۵ را در نظر گرفتیم. فرض کردیم که اگر برای ساخت پالایشگاهی همچون اراک به ازای پالایش هر بشکه نفت خام ۱۵,۰۰۰ دلار نیاز داشته باشیم، برای ساخت پالایشگاهی همچون شپنا با نلسون ۵، عدد ۸,۳۰۰ هزار دلار عدد معقولی به نظر می‌رسد. حال با توجه به ارزش روز شپنا و نرخ دلار در هر روز، ارزش جایگزینی آن به شرح روبه‌رو خواهد بود. طبق داده‌های روز ۲۵ مهر سال ۱۴۰۰، ارزش روز شپنا ۳۵٪ از ارزش جایگزینی آن بیشتر است. درحالی‌که میانگین این عدد در سه ماهه ۵۱ و از ابتدای سال ۱۴۰۰ تا به امروز ۲۵ مهر ۱۴۰۰ بالغ بر ۷۰ درصد می‌باشد.

ارزش جایگزینی دلاری شپنا

شاخص نلسون اراک	هزینه پالایش هر بشکه نفت خام برای اراک	شاخص نلسون شپنا	هزینه پالایش هر بشکه نفت خام برای شپنا	ظرفیت پالایش نفت	ارزش جایگزینی دلاری شپنا
۹	۱۵,۰۰۰	۵	۸,۳۳۳	۳۵۶,۰۰۰	۲,۹۶۶,۶۶۶,۶۶۷

ارزش شپنا به تاریخ ۱۴۰۰/۰۷/۲۵

ارزش روز	دلار نیمایی (ریال)	ارزش دلاری روز	ارزش جایگزینی	مازاد ارزش بازار نسبت به ارزش جایگزینی
۹۳۱,۷۶۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۲۳۲,۶۴۰	۴,۰۰۵,۱۵۸,۱۸۴.۳۲	۲,۹۶۶,۶۶۶,۶۶۷	٪۳۵



تحلیل بنیادی

در این بخش به پیش‌بینی صورت سود و زیان پرداختیم.

در مقدار تولید و فروش شرکت تغییر چشمگیری پیش‌بینی نکرده‌ایم اما در محصولات بنزین، گازوئیل، سوخت‌جت و غیره انتظار افزایش نرخ و کرک اسپردها نسبت به سال قبل را داریم. برای پیش‌بینی کرک اسپردها در سال‌های آینده عملکرد شرکت را در ۳ ماهه نخست سال ۱۴۰۰ و سال‌های قبل با کرک اسپردهای جهانی قیاس کردیم و نسبت به تفاوت‌های موجود، سال‌های آینده را تخمین زدیم. کرک اسپرد این شرکت‌ها به شرح زیر است. بعضی از محصولات این شرکت‌ها در بورس کالا ارائه می‌شوند و برای تخمین نرخ آنان از بورس کالا و رشد انتظاری قیمت نفت بهره بردیم. شایان ذکر است که بیش از ۶۰ درصد محصولات شرکت بنزین و گازوئیل بوده و در بین شرکت‌های صنعت پالایش شپنا و شبریز بیشترین بخش سبد محصول را به گازوئیل اختصاص داده‌اند، گازوئیل به نسبت دیگر محصولات انتظار تداوم رشد تقاضا و کرک اسپرد را داریم (تقاضای چین و هند، افزایش سفرها و حمل و نقل و همچنین نیروگاه‌های دیزلی)

اقدام	۱۳۹۹ شرکت	سه ماهه ۱۴۰۰ شرکت	سه ماهه ۱۴۰۰ جهانی	جهانی تا تاریخ ۱۴۰۰/۰۷/۱۶	پیش‌بینی برای شرکت ۱۴۰۰	پیش‌بینی ۱۴۰۱ برای شرکت
گازوئیل	۸	۷.۱	۱۹.۱	۲۱.۴	۱۳	۱۵
بنزین	۹	۱۴.۷	۳۱.۶	۳۱.۱	۱۷	۱۸
نفت کوره	۱-	۲.۳-	۱۱-	-۱۱.۲	-۵	-۶
سوخت‌جت	۱۰	۹.۱	۱۶	۱۶.۲	۹	۱۳
نفتا	۸-	-۹.۸	۲۱.۵۸	۲۳.۳	۰	-۱



نکات تحلیل

اصلی ترین بخش بهای تمام شده این شرکت ها مواد مصرفی مستقیم است که عمده آن را نفت تشکیل می دهد. برای محاسبه قیمت مواد مصرفی به پیش بینی مقدار و نرخ مواد نیازمندیم. ضریب مصرف خوراک شپنا عدد یک است یعنی به طور معمول برای تولید هر بشکه محصول، به یک بشکه نفت نیاز است و می توان گفت در سال های گذشته عدد متفاوتی در مواد مصرفی گزارش نشده است. اما با توجه به افشای صورت سود و زیان برای عملکرد سه ماهه نخست سال ۱۴۰۰ شپنا، شاهد آن بودیم که در این شرکت مقدار تولید محصول به ازای مصرف نفت کاهش داشته و شرکت پرتی قابل چشمگیری داشته است (عدد ۱.۰۳). برای پیش بینی کل سال دو حالت در نظر داریم: عملکرد مشابه سال های گذشته با ضریب مصرف ۱ باشد یا کل سال ۱۴۰۰ همانند سه ماهه اول سال پرتی قابل توجهی داشته باشد.

محاسبه نرخ نفت مصرفی این شرکت ها یکی از بزرگترین چالش های پیش بینی صورت و سود و زیان آنان است. هفته های گذشته با توجه به اخبار منتشر شده از سوی پالایشگاه های ایران بر روی کدال، دریافتیم که نحوه محاسبه نرخ ماده اولیه این صنعت تغییر کرده است. با توجه به قیاس عملکرد شرکت در سال های گذشته و همچنین استفاده از فرمول جدید برای نرخ ماده مصرفی به صورت سود و زیان بعد دست یافتیم.

در آخر این شرکت سال گذشته تقریباً ۱۷ درصد از سهام نفت سپاهان را خریداری کرده است که درآمد سرمایه گذاری آن در صورت سود و زیان لحاظ شده است.

کمترین هدر رفت ماده اولیه (ماده مصرفی با ضریب مصرف ۱)

۱۴۰۱	۱۴۰۰	صورت سود و زیان
۲,۵۹۴,۸۶۳,۹۴۰	۲,۱۰۱,۶۹۹,۳۱۸	درآمد عملیاتی
(۲,۳۵۰,۴۲۰,۴۵۴)	(۱,۹۲۱,۲۰۰,۵۶۶)	بهای تمام شده
۲۴۴,۴۴۳,۴۸۷	۱۸۰,۴۹۸,۷۵۱	سود (زیان) خالص
(۱۳,۴۷۲,۶۲۶)	(۱۰,۷۸۸,۹۱۷)	هزینه‌های فروش، اداری و عمومی
	-	سایر درآمدها و هزینه‌های عملیاتی
۲۳۰,۹۷۰,۸۶۰	۱۶۹,۷۰۹,۸۳۴	سود (زیان) عملیاتی
(۸۸,۷۶۷)	(۸۸,۷۶۷)	هزینه‌های مالی
۱۸,۱۶۶,۸۱۳	۱۵,۲۷۸,۲۳۶	سایر درآمدها و هزینه‌های غیر عملیاتی
۲۴۹,۰۴۸,۹۰۶	۱۸۴,۸۹۹,۳۰۴	سود (زیان) قبل از مالیات
(۴۷,۴۲۰,۳۱۸.۰۸)	(۳۴,۶۲۳,۲۴۶.۳۸)	هزینه مالیات
۲۱۱,۶۹۱,۵۷۰	۱۵۷,۱۶۴,۴۰۸	سود (زیان) خالص
۲,۷۸۵	۲,۰۶۸	سود هر سهم
۷۶,۰۰۰,۰۰۰	۷۶,۰۰۰,۰۰۰	سرمایه

۱۴۰۱	۱۴۰۰	صورت سود و زیان
۲,۵۹۴,۸۶۳,۹۴۰	۲,۱۰۱,۶۹۹,۳۱۸	درآمد عملیاتی
(۲,۲۸۳,۳۳۳,۹۰۶)	(۱,۸۷۵,۲۷۸,۲۲۷)	بهای تمام شده
۳۱۱,۵۳۰,۰۳۴	۲۲۶,۴۲۱,۰۹۰	سود (زیان) خالص
(۱۳,۴۷۲,۶۲۶)	(۱۰,۷۸۸,۹۱۷)	هزینه‌های فروش، اداری و عمومی
	-	سایر درآمدها و هزینه‌های عملیاتی
۲۹۸,۰۵۷,۴۰۸	۲۱۵,۶۳۲,۱۷۳	سود (زیان) عملیاتی
(۸۸,۷۶۷)	(۸۸,۷۶۷)	هزینه‌های مالی
۱۸,۱۶۶,۸۱۳	۱۵,۲۷۸,۲۳۶	سایر درآمدها و هزینه‌های غیر عملیاتی
۳۱۶,۱۳۵,۴۵۴	۲۳۰,۸۲۱,۶۴۳	سود (زیان) قبل از مالیات
(۴۷,۴۲۰,۳۱۸.۰۸)	(۳۴,۶۲۳,۲۴۶.۳۸)	هزینه مالیات
۲۶۸,۷۱۵,۱۳۶	۱۹۶,۱۹۸,۳۹۶	سود (زیان) خالص
۳,۵۳۶	۲,۵۸۲	سود هر سهم
۷۶,۰۰۰,۰۰۰	۷۶,۰۰۰,۰۰۰	سرمایه

عملکرد همانند سه ماهه اول ۱۴۰۰ (ضریب مصرف ۱.۰۳)