

MAGAZONE

تحلیل صنعت پالایشگاهی

|مگـزون ۷۱- هفته‌نامه تحلیلی گروه مالی فارابی|

گروه مالی فارابی

فهرست مطالب

تحلیل صنعت پالایشگاهی ۳

صنعت پالایشگاهی در جهان و ایران ۴

معرفی شرکت‌ها و سهامداران عمده صنعت ۵

بررسی میزان فروش شرکت های صنعت ۷

سهم از بازار شرکت های پالایشگاهی ۸

وضعیت فروش شرکت ها در صنعت پالایشگاهی ۱۰

رشد فروش شرکت های پالایشگاهی در یک سال گذشته ۱۲

وضعیت تکنیکال ۱۴

بررسی تکنیکال شاخص صنعت ۱۵

نسبت P/E صنعت ۱۷

مقایسه P/E شرکت های پالایشگاهی ۱۹

حاشیه سود خالص و عملیاتی ۲۱

نرخ رشد سود خالص و عملیاتی ۲۲

اخبار اثرگذار و چشم انداز صنعت ۲۳

تاثیر مصوبه جدید دولت بر آینده شرکت های پالایشگاهی ۲۴

بررسی وزن خوراک اصلی شرکت های صنعت پالایشگاهی ۲۵

محصولات اصلی شرکت‌های صنعت پالایشگاهی ۲۶

تحلیل صنعت پالایشگاهی

صنعت پالایشگاه از ارکان پربازده بازار سرمایه ایران است؛ صنعتی که با وجود وابستگی همیشگی به تصمیمات حاکمیتی، جایگاهی محوری در سبد سهامداران دارد. اکنون در سایه تنش‌های ژئوپلیتیک و دگرگونی بازارهای جهانی انرژی، تغییر رویکردها در سازوکار قیمت‌گذاری، قواعد بازی این صنعت را دستخوش تحولی بنیادین کرده است؛ تحولی که مسیر سودآوری و ارزش‌گذاری شرکت‌ها را تغییر می‌دهد.

با حاکم شدن ضوابط جدید، دیگر نمی‌توان نمادهای پالایشی را یکدست ارزیابی کرد؛ چراکه رقابت از «نوسان ساده نرخ نفت» به «معادله پیچیده ترکیب خوراک، کیفیت فرآورده‌ها و راندمان عملیاتی» تغییر یافته است. در این میان، برخی نمادها در آستانه جهش سودآوری‌اند و برخی دیگر با چالش‌های جدی روبه‌رو خواهند شد. در «مگزون شماره ۷۱»، با واکاوی زوایای پنهان این قواعد، برندگان و بازندگان معادلات جدید این صنعت در بازار سهام را رمزگشایی می‌کنیم.

صنعت پالایشگاهی در جهان و ایران

صنعت پالایش جهانی تحت تأثیر تنش‌های ژئوپلیتیک و اختلالات لجستیکی، در چرخه‌ای پرنوسان قرار دارد. نوسان نفت برنت در کانال ۱۰۰ تا ۱۱۷ دلار، افت انعطاف‌پذیری عرضه و جهش کرایه حمل دریایی، بهای تمام‌شده پالایشگران —به‌ویژه در آسیا— را به‌شدت بالا برده است. در بازار فرآورده‌ها نیز افت تولید جهانی و توقف صادرات سوخت چین، تعادل منطقه‌ای را برهم زده و هند را به بازیگری کلیدی تبدیل کرده است. با این حال، «سودهای بالای کاغذی» لزوماً سودآوری واقعی به همراه ندارد؛ زیرا حاشیه سود نهایی به کیفیت نفت خام، هزینه‌های لجستیک و مقررات داخلی وابسته است.

در ایران نیز به‌دلیل تسلط قیمت‌گذاری دستوری و مداخلات سیاست‌گذار، ارزیابی یکسان پالایشگاه‌ها خطاست. تفاوت در نوع خوراک دریافتی، کارایی عملیاتی، ساختار مالکیت و دسترسی به زیرساخت‌ها، مرز تعیین‌کننده سودآوری و بقای هر مجموعه است. از این رو، برای شناسایی شرکت‌های منعطف و تاب‌آور در برابر قوانین تازه، به بررسی ساختار، سهامداران و عملکرد ۶ شرکت پالایشی بورسی می‌پردازیم.

معرفی شرکت‌ها و سهامداران عمده صنعت پالایشگاهی

صنعت پالایشگاهی بورس متشکل از ۶ شرکت اصلی است که ساختار مالکیتی آن‌ها میان نهادهای مالی و بانکی، هلدینگ‌های تخصصی انرژی و نهادهای عمومی تقسیم شده است؛ الگویی که نشان می‌دهد تصمیم‌گیری‌های کلان این شرکت‌ها پیوند نزدیکی با سیاست‌های این مجموعه‌ها دارد.

در این میان، نهادهایی نظیر **گروه گسترش نفت و گاز پارسیان و بانک صادرات** حضور پررنگ‌تر و متمرکزی در ترکیب سهامداری چند نماد ایفا می‌کنند؛ به‌طوری‌که ردپای آن‌ها در کنار بازیگران بزرگی مانند **سازمان تامین اجتماعی** در «شاوان»، **بانک رفاه کارگران و پتروشیمی تابان فردا** در «شپنا»، و **سرمایه‌گذاری سامان ایرانیان** در «شتران» و «شبریز» به‌خوبی مشهود است.

معرفی شرکت‌ها و سهامداران عمده صنعت

نماد	سهامدار عمده
شپنا	شرکت آوای پردیس سلامت، شرکت توسعه سرمایه رفاه، شرکت گروه پتروشیمی تابان فردا
شتران	بانک صادرات ایران، شرکت سرمایه‌گذاری سامان ایرانیان
شبندر	بانک رفاه کارگران، شرکت گروه گسترش نفت و گاز پارسیان، بانک صادرات ایران
شبریز	شرکت گروه گسترش نفت و گاز پارسیان، شرکت سرمایه‌گذاری سامان ایرانیان، بانک صادرات ایران
شاوان	سازمان تامین اجتماعی
شراز	شرکت گروه گسترش نفت و گاز پارسیان



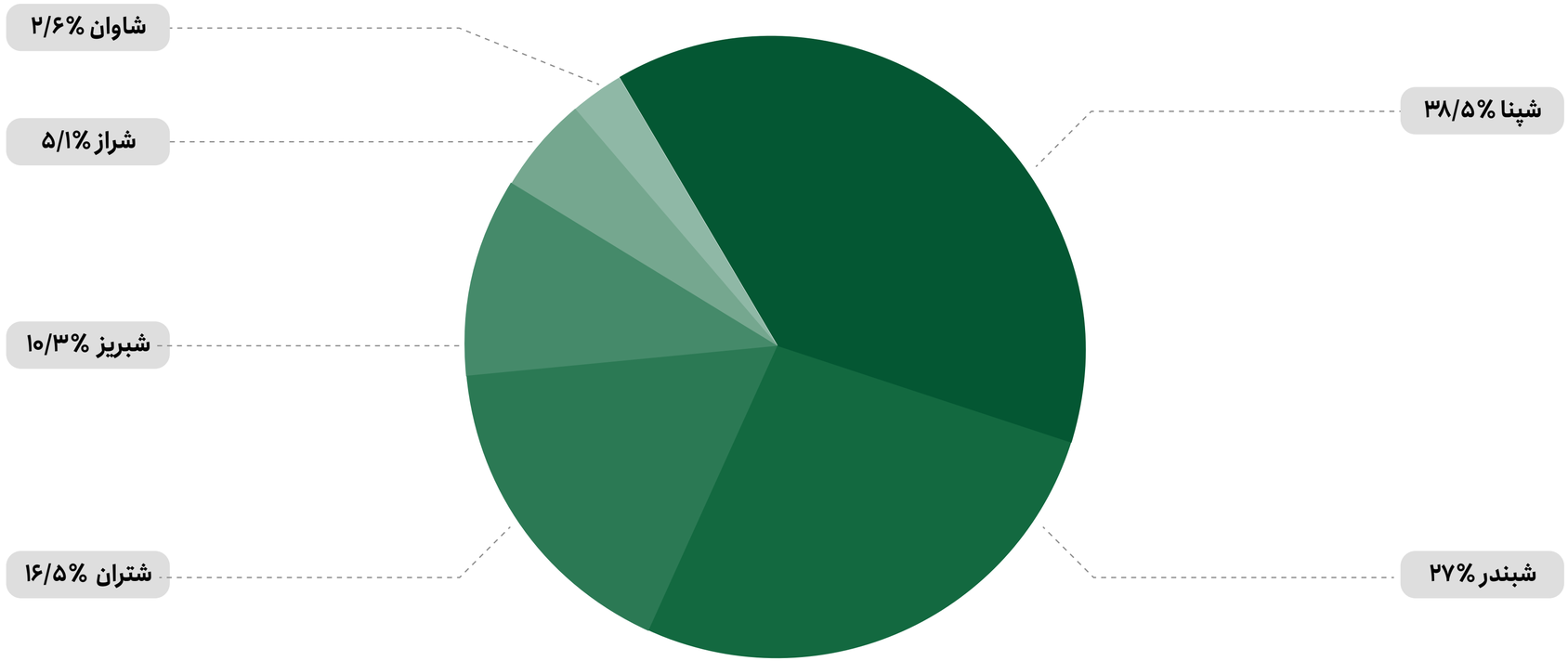
بررسی میزان فروش شرکت های صنعت

سهم از بازار شرکت‌های پالایشگاهی

ساختار بازار صنعت پالایشی بورس به‌شدت متمرکز است؛ به‌طوری‌که **شپنا** با ۳۹ و **شبندر** با ۲۷ درصد، در مجموع ۶۶ درصد بازار را در اختیار دارند و با احتساب **شتران** (۱۷ درصد)، سهم سه غول اصلی به نزدیک ۸۳ درصد می‌رسد. در ادامه، **شبریز** و بازیگران کوچک‌تر یعنی شراز و **شاوان** در رتبه‌های بعدی قرار گرفته‌اند.

این درجه بالای تمرکز نشان می‌دهد اثر کلان مصوبه جدید خوراک بر سودآوری کل صنعت، عمدتاً از کانال این سه شرکت بزرگ رقم می‌خورد؛ هرچند از منظر حساسیت نسبی، نمادهای کوچک‌تری نظیر شاوان و شراز به‌دلیل پایه سود کوچک‌تر، تغییرات درصدی شدیدتر و در نتیجه نوسان‌پذیری سودآوری بالاتری را تجربه خواهند کرد.

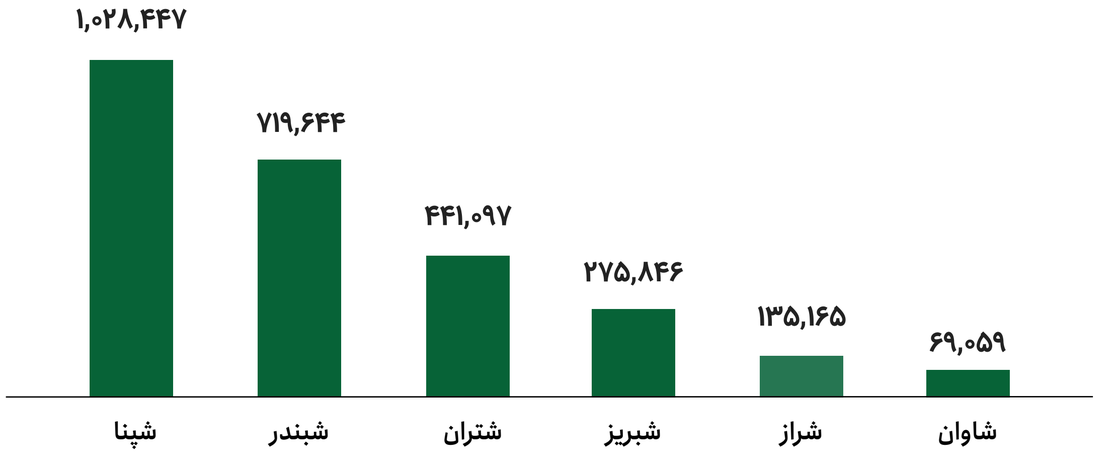
سهم از بازار شرکت‌های پالایشگاهی



وضعیت فروش شرکت‌ها در صنعت پالایشگاهی

نقش سه شرکت بزرگ **(شپنا، شبندر و شتران)** در صنعت پالایشگاهی بورسی بسیار تعیین‌کننده‌تر از بقیه است. بر اساس درآمد شش‌ماهه ۱۴۰۵، این سه شرکت مجموعاً حدود ۲,۱۸۹ همت از کل ۲,۶۶۹ همت درآمد شش شرکت را تشکیل می‌دهند، یعنی نزدیک به ۸۲ درصد درآمد صنعت و حدود ۸۳ درصد سهم بازار. در این میان، **شپنا** به‌تنهایی حدود ۳۸/۵ درصد درآمد شش شرکت را دارد و **شپنا و شبندر** باهم نزدیک به ۶۵/۵ درصد درآمد صنعت را پوشش می‌دهند.

وضعیت فروش شرکت‌ها در صنعت پالایشگاهی

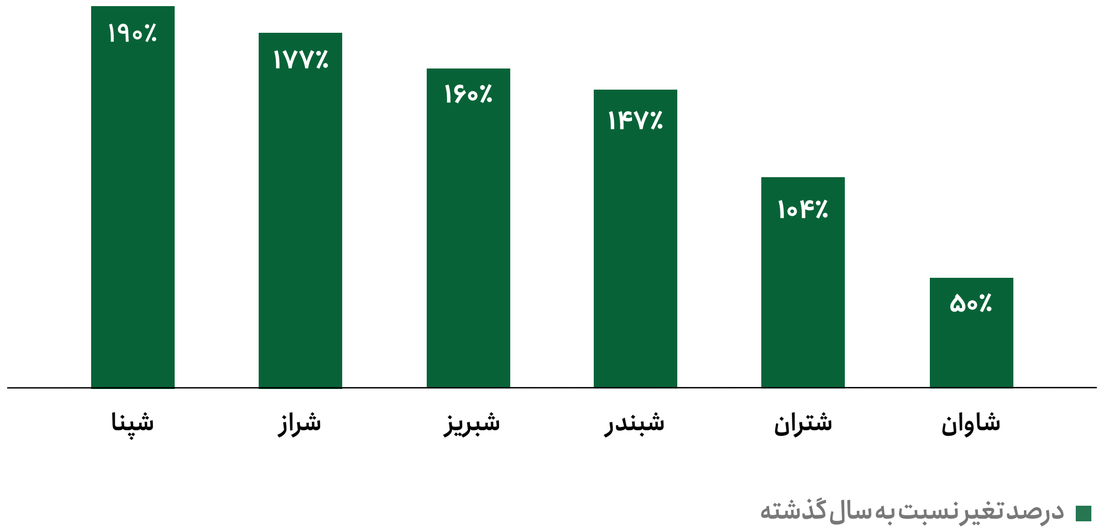


مبالغ به میلیارد تومان است.

رشد فروش شرکت‌های پالایشگاهی در یک سال گذشته

طی یکسال گذشته، تمام ۶ شرکت پالایشگاهی بورسی رشد فروش مثبت و چشمگیری را به ثبت رسانده‌اند. در این میان، **شپنا**، **شراز** و **شبریز**، در صدر این جهش درآمدی ایستاده‌اند. با این حال، این جهش درآمدی بیش از آنکه حاصل افزایش حجم فروش یا بهبود راندمان عملیاتی باشد، **برآیند محرک‌های قیمتی، نوسانات افزایشی نرخ ارز و اثرات تورمی** بر قیمت فرآورده‌ها است؛ موضوعی که نرخ رشد به‌مراتب بالاتر نمادهای کوچک‌تری مانند شراز و شبریز را به دلیل «پایه فروش پایین‌تر» نیز توجیه می‌کند. بر همین اساس، در تحلیل پیامدهای مصوبه جدید نرخ خوراک، تفکیک میان **رشد اسمی درآمد و کیفیت واقعی سود** ضرورتی بنیادین دارد؛ چراکه رشد ناشی از تورم و تسعیر ارز، در صورت انقباض کرک‌اسپردها یا افزایش مضاعف بهای خوراک، توان تبدیل به سود خالص پایدار و نقدی را نخواهد داشت.

رشد فروش شرکت های صنعت پالایشگاهی در یک سال اخیر



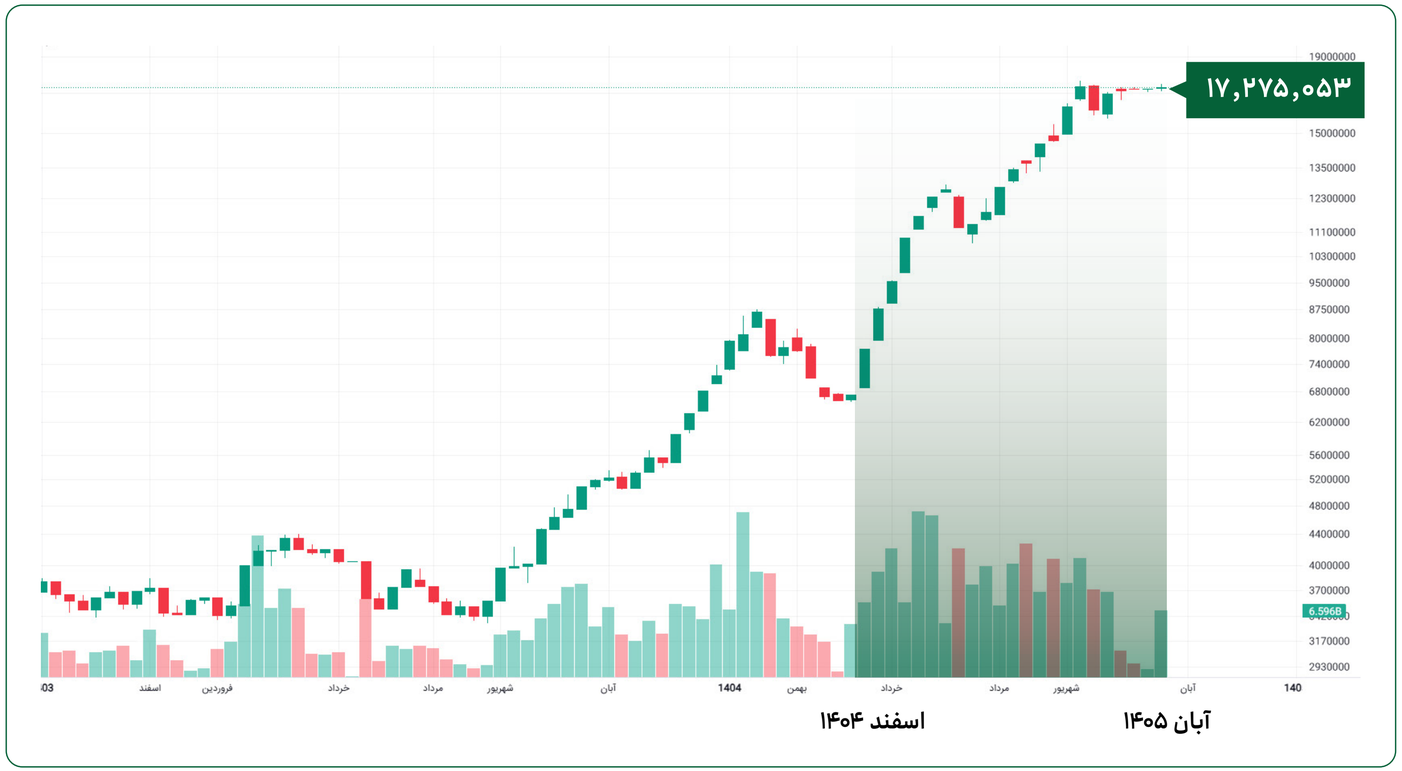


وضعیت تکنیکال

بررسی تکنیکال شاخص صنعت

روند صعودی شاخص صنعت فرآورده‌های نفتی پس از ثبت بازدهی چشمگیر بیش از ۶۷۰ درصدی طی دو سال اخیر، در دو ماه گذشته متوقف شده است. کاهش تخفیف و ابهامات فرمول جدید نرخ خوراک، هم‌زمان با ریسک‌های ژئوپلیتیک منطقه، این شاخص را در کانال ۱۸ میلیون واحدی وارد روندی خنثی کرده است. انتظار می‌رود این رکود فرسایشی تا شفافیت متغیرها ادامه یابد، اما شکست پرقدرت سد مقاومتی پیش‌رو (۱۸ میلیون واحد) می‌تواند آغازگر رالی صعودی جدیدی برای این صنعت باشد.

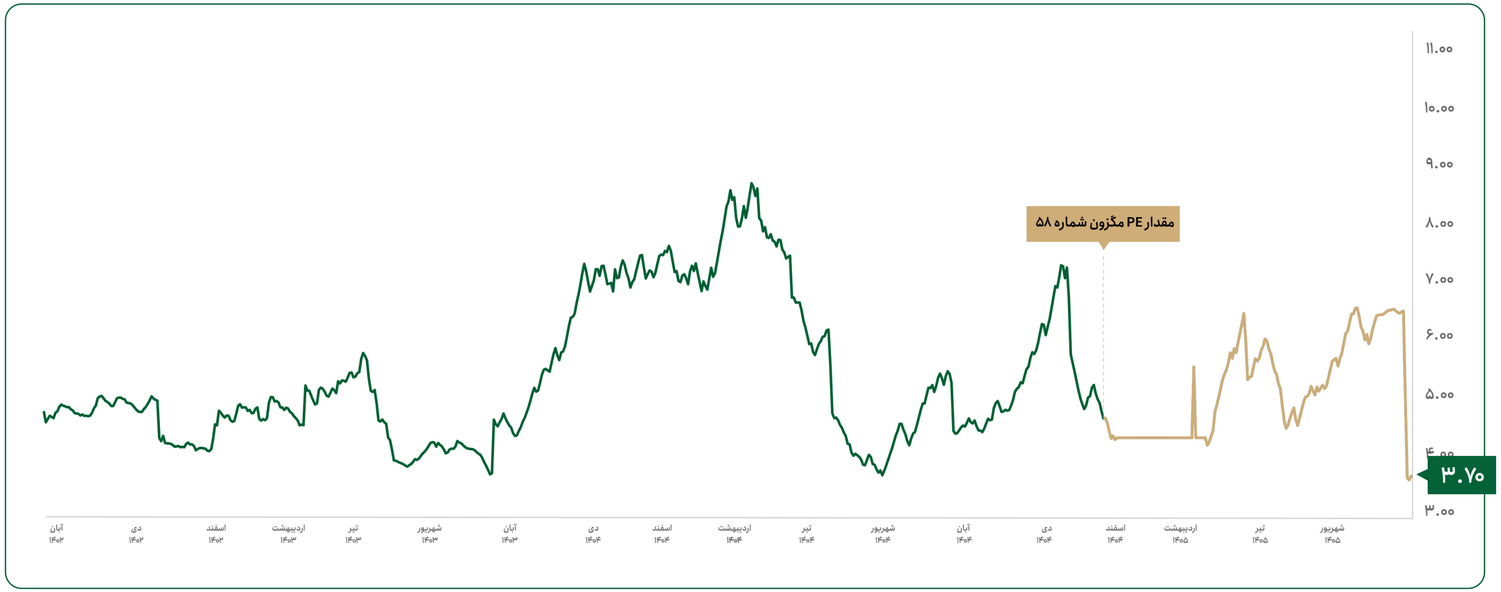
نمودار شاخص صنعت پالایشگاهی در آبان ۱۴۰۵



نسبت P/E صنعت

همان‌طور که در مگزون شماره ۵۸ بیان شد، فرآورده‌های نفتی با P/E حدود ۴ واحدی در اسفند ۱۴۰۴ یکی از ارزنده‌ترین صنایع بازار محسوب می‌شد. پس از جنگ ۴۰ روزه و پس از بازگشایی بازار، P/E این صنعت هم زمان با رشد کلی بازار روند صعودی گرفت و تا محدوده ۶/۵ واحد نیز رشد کرد. حال با خبر تغییر فرمول خوراک و افت شدید مقدار P/E صنعت به نظر می‌رسد شرایط برای رشد دوباره آن فراهم شده است. البته این موضوع به شدت به وضعیت تنش‌های ژئوپلیتیکی در منطقه و همچنین شرایط اضطرار در نظر گرفته شده در این مصوبه ارتباط دارد.

نمودار P/E صنعت فرآورده نفتی در آبان ۱۴۰۵



نسبت قیمت به سود محقق شده (فراورده های نفتی)

مقایسه P/E شرکت‌های پالایشگاهی

نسبت‌های P/E شرکت‌های پالایشگاهی در محدوده بسیار پایین ۲/۹ تا ۴/۸ قرار دارد؛ **شتران** و **شبریز** با ۲/۹ کمترین و **شاوان** با ۴/۸ بیشترین نسبت را دارند. این پایین‌بودن نشان می‌دهد بازار به‌طور سیستماتیک سود این صنعت را با ریسک مقرراتی، ابهام در فرمول خوراک، کیفیت سود و وصول مطالبات از دولت تنزیل می‌دهد؛ توجه داشته باشید در شرایط فعلی P/E پایین به‌تنهایی نشانه ارزندگی نیست و باید همراه با پایداری سود، جریان نقدی و اثر مصوبه جدید بر هر نماد ارزیابی شود

نماد	P/E-ttm	نماد	P/E-ttm
شتران	۲/۹	شپنا	۳/۷
شبریز	۲/۹	شراز	۳/۹
شبندر	۳/۴	شاوان	۴/۸

مقایسه میزان P/S شرکت‌های پالایشگاهی

نسبت P/S شرکت‌های پالایشگاهی در بازه ۰/۳ تا ۰/۶ قرار دارد. پایین بودن P/S در این صنعت عمدتاً به حجم بالای فروش و حاشیه سود کم مربوط است و به‌تنهایی نشانه ارزندگی نیست؛ برای نمونه کمترین P/S مربوط به شاوان است؛ در حالی‌که بالاترین P/E با ۴/۸ واحد متعلق به این نماد است. این مساله نشان می‌دهد که حاشیه سود خالص آن نسبت به فروش پایین‌تر است بنابراین P/S باید در کنار P/E، ترکیب محصولات، کیفیت سود و ریسک مقرراتی ارزیابی شود.

نماد	P/S-ttm	نماد	P/S-ttm
شاوان	۰/۳	شراز	۰/۶
شبریز	۰/۴	شبندر	۰/۶
شپنا	۰/۶	شتران	۰/۶

حاشیه سود خالص و عملیاتی

یکی از بهترین معیارها برای بررسی شرکت‌های برتر یک صنعت، بررسی حاشیه سود عملیاتی و خالص آن‌ها است. در میان پالایشی‌ها، **شتران** با حاشیه سود عملیاتی ۲۶ درصد و خالص ۲۲ درصد، بالاترین کیفیت سودآوری را دارد و **شبندر** در جایگاه دوم است. از آنجا که این حاشیه سودها زیر فشار قیمت‌گذاری دستوری و تأخیر تسویه دولتی شکل گرفته‌اند، کاهش تخفیف خوراک مستقیماً حاشیه عملیاتی را هدف می‌گیرد. **شاوان** با کمترین حاشیه، کمترین توان جذب این فشار را دارد و شتران و شبندر فضای بیشتری برای حفظ سودآوری دارند؛ هرچند کیفیت سود و وصول مطالبات همچنان تعیین‌کننده است.

نماد	TTM حاشیه سود عملیاتی	TTM حاشیه سود خالص
شتران	۲۶%	۲۲%
شبندر	۲۰%	۱۶%
شپنا	۱۸%	۱۵%

نماد	TTM حاشیه سود عملیاتی	TTM حاشیه سود خالص
شراز	۱۸%	۱۴%
شبریز	۱۷%	۱۴%
شاوان	۹%	۷ %

نرخ رشد سود خالص و عملیاتی

رشد سود عملیاتی و خالص همه نمادها بسیار بالا و عمدتاً ناشی از اثر پایه پایین، جهش قیمت فرآورده‌ها، نرخ ارز و شرایط اضطراری است، نه بهبود پایدار عملیاتی؛ **شراز** با ۵۱۵ و ۶۰۲ درصد بیشترین با **شاوان** با ۱۰۴ و ۹۶ درصد، کمترین نرخ رشد سود عملیاتی و خالص را داشتند.

نماد	TTM نرخ رشد سود عملیاتی	TTM نرخ رشد سود خالص
شراز	۵۱۵%	۶۰۲%
شپنا	۴۶۴%	۴۶۵%
شبریز	۳۳۱%	۳۶۶%

نماد	TTM نرخ رشد سود عملیاتی	TTM نرخ رشد سود خالص
شتران	۳۱۸%	۳۰۲%
شبندر	۳۱۴%	۲۸۳%
شاوان	۱۰۴%	۹۶%



اخبار اثرگذار و چشم‌انداز صنعت

تاثیر مصوبه جدید دولت بر آینده شرکت‌های پالایشگاهی

مصوبه جدید نرخ خوراک هرچند در نگاه نخست شوکی هزینه‌ای به‌شمار می‌رود، اما پیامد آن برای شرکت‌های پالایشی یکسان نبوده و مستقیماً به دو متغیر «ترکیب خوراک» و «کیفیت فرآورده‌ها» وابسته است. کاهش تخفیف نفت خام سبک و سنگین، حاشیه سود شپنا، شبریز، شتران و شبندر را تحت فشار قرار می‌دهد؛ در حالی‌که **افزایش تخفیف میعانات گازی، مزیتی نسبی برای شاوان و شراز ایجاد کرده است.**

با این حال، فرمول جدید ضوابط کیفی فرآورده‌ها را نیز وارد معادله ارزش‌گذاری کرده است؛ به این معنا که تولید محصولات باکیفیت‌تر می‌تواند بخشی از بار هزینه‌ای خوراک را جبران کند. بر همین اساس، ارزیابی واقع‌بینانه سودآوری هر نماد در گرو تحلیل یکپارچه «ماده اولیه تا محصول نهایی» است. از این رو، در ادامه ابتدا ترکیب خوراک و سپس سبد محصولات هر پالایشگاه را بررسی می‌کنیم تا توان سازگاری آن‌ها با قواعد جدید شفاف شود.

بررسی وزن خوراک اصلی شرکت‌های صنعت پالایشگاهی

کاهش تخفیف نفت خام سبک (۳ دلار) و سنگین (۱/۹ دلار) در برابر افزایش تخفیف میعانات گازی (۱/۱ دلار)، اثری کاملاً نامتقارن بر سودآوری پالایشگاه‌ها دارد؛ به‌طوری‌که نمادهای متکی بر نفت سبک (**شپنا، شبریز و شتران**) سنگین‌ترین فشار هزینه‌ای را متحمل می‌شوند، در حالی‌که **شبندر** و **شراز** آسیب‌پذیری کمتری داشته و **شاوان** به‌واسطه مصرف میعانات گازی، برنده نسبی فرمول جدید است.

نماد	نفت‌خام‌سبک	نفت‌خام‌سنگین	میعانات‌گازی
شپنا	۱۰۰%	۰%	۰%
شبریز	۱۰۰%	۰%	۰%
شتران	۱۰۰%	۰%	۰%

نماد	نفت‌خام‌سبک	نفت‌خام‌سنگین	میعانات‌گازی
شبندر	۰%	۹۳%	۷%
شاوان	۵۶%	۰%	۴۴%
شراز	۰%	۸۴%	۱۶%

محصولات اصلی شرکت‌های صنعت پالایشگاهی

در کنار بهای خوراک، «ترکیب محصولات» و «استانداردهای کیفی» تعیین‌کننده نهایی سودآوری پالایشگاه‌هاست؛ به‌ویژه آنکه فرمول جدید علاوه بر تغییر مرجع نرخ بنزین به فوب خلیج‌فارس، متغیرهای کیفی (عدد اکتان بنزین و سطح گوگرد) را مستقیماً لحاظ کرده است. اگرچه نفت‌گاز، بنزین و نفت کوره در سبد تمام نمادها مشترک است، اما برخورداری از فرآورده‌های باارزش‌تر نظیر سوخت جت (**شتران و شبندر**)، لوبکات سنگین (**شبندر**)، نفتا، روغن خام و وکیوم‌باتوم، امکان خنثی‌سازی بخشی از هزینه‌های خوراک را به شرکت‌های پیشرو می‌دهد. در نقطه مقابل، سهم بالای نفت کوره و نفتای کم‌کیفیت‌تر در کنار تولید گوگرد در نمادی مانند «**شاوان**»، ریسک افت ارزش فروش و جرایم کیفی را به‌شدت بالا می‌برد؛ امری که لزوم تحلیل هم‌زمان خوراک و کیفیت سبد فرآورده‌ها را آشکار می‌سازد.

محصول اصلی شرکت‌های صنعت پالایشگاهی

نماد	محصولات
شپنا	نفت گاز، بنزین، نفت کوره، وکیوم باتوم، روغن خام، نفت سفید و گاز مایع
شتران	نفت گاز، بنزین، نفت کوره، سوخت جت، روغن خام، وکیوم باتوم، گاز مایع و نفتای سبک
شبندر	نفت گاز، بنزین، نفت کوره، وکیوم باتوم، لوبکات سنگین، سوخت سنگین جت، نفت سفید و گاز مایع
شبریز	نفت گاز، بنزین، نفت کوره، وکیوم باتوم، خوراک ویژه، گاز مایع
شاوان	نفت کوره، نفت گاز، بنزین معمولی، نفتا، گاز مایع و گوگرد
شراز	نفت گاز، بنزین، نفت کوره، وکیوم باتوم، نفتا، گاز مایع، آیزوریسایکل

سخن پایانی

صنعت پالایشگاهی ایران در بستری از پیچیدگی‌های اقتصاد جهانی و محدودیت‌های ساختاری داخلی فعالیت می‌کند. در سطح بین‌المللی، تنش‌های ژئوپلیتیکی، نوسانات قیمت نفت و جهش هزینه‌های حمل‌ونقل، معادلات سودآوری را به شدت دگرگون کرده‌اند. در داخل نیز، ساختار قیمت‌گذاری دستوری و وابستگی به فروش داخلی با نرخ‌های تکلیفی، اگرچه در کوتاه‌مدت رشد اسمی فروش و سود شرکت‌ها را رقم زده، اما همواره سایه سنگین ریسک‌های مقرراتی و ابهام در وصول مطالبات را بر سر این صنعت نگه داشته است. همین کیفیت پایین سود و عدم قطعیت در آینده قوانین، دلیل اصلی قرار گرفتن نسبت‌های ارزش‌گذاری آن‌ها در سطوح بسیار پایین است.

مصوبه جدید نرخ خوراک به‌عنوان یک نقطه عطف، بازی را از یک رقابت نسبتاً یکسان به یک میدان کاملاً نامتقارن تبدیل کرده است. کاهش تخفیف نفت خام و افزایش تخفیف میعانات گازی، در کنار ورود مستقیم شاخص‌های کیفی به فرمول قیمت‌گذاری، این پیام روشن را به بازار مخابره می‌کند که از این پس، «ترکیب خوراک» و «کیفیت محصول» مهم‌ترین شاخص‌های بقا و سودآوری خواهند بود. برندگان آینده این صنعت نه تنها شرکت‌هایی هستند که به خوراک ارزان‌تر دسترسی دارند یا محصولات باکیفیت‌تری تولید می‌کنند، بلکه آن‌هایی هستند که بتوانند خود را با ابهامات باقی‌مانده (مانند بند شرایط اضطراری) سازگار کرده و جریان نقدی واقعی را به سهامداران بازگردانند. در نهایت، ارزش‌گذاری آتی این صنعت نه فقط به فرمول‌های دولتی، بلکه به توانایی شرکت‌ها در عبور از این گذار ساختاری و اثبات پایداری سودشان گره خورده است.

اطلاعیه‌سلب مسئولیت

این گزارش بر اساس بررسی اطلاعات معاملات و صورت‌های مالی منتشر شده توسط شرکت‌ها تهیه شده است؛

بنابراین به‌تنهایی نمی‌تواند معیار کاملی برای سرمایه‌گذاری تلقی شود.