

تحليل بنيادي شركة نفت سپاهان (شسپا)

تير ۱۴۰۰



ista

Asset

Management

شرکت سپدگردان ویستا

## تحلیل بنیادی شرکت نفت سپاهان (شسپا)

تیر ماه 1400

### « معرفی و کلیات

#### « اطلاعات بازار

167,200  
14 درصد  
0.87  
4.06M

ارزش بازار - میلیارد ریال  
سهام شناور  
بتای سهم - 3 ساله  
متوسط حجم معاملات 90 روزه



شاخص	سهم	رصد بازده
11.2	28.0	1 ماهه
(5.8)	10.3	6 ماهه
(26.0)	(14.9)	1 ساله
1,086	1,231	3 ساله

شرکت نفت سپاهان بزرگترین تولید کننده روغن پایه در خاورمیانه می باشد. ظرفیت شرکت بیش از 800 هزار تن روانکار و محصولات جانبی می باشد. سهامدار عمده شرکت گروه پتروشیمی تابان فردا با مالکیت 69 درصد می باشد. اخیراً شرکت پالایش نفت اصفهان با خرید 16.67 درصد از سهام این شرکت از سهامدار عمده، درصد مالکیت خود در شسپا را به 17.3 درصد رسانده است.

نفت سپاهان سه شرکت زیر مجموعه کیمیا اسپیدی قشم (توزیع روغن موتور)، اوجان شیمی تبریز (توزیع و خدمات پرکنی و روغن موتور) و اینترنشنال سولار اوپل (حمل و نقل دریایی روغن های صادراتی) می باشد. عملیات این شرکت ها بر سود آوری شرکت اصلی تاثیر زیادی ندارد و شرکت اصلی در سال 99 تنها از شرکت کیمیا اسپیدی قشم سودی به مبلغ 200 میلیارد ریال دریافت نموده است.

« روند سرمایه شرکت

شرکت در سال مالی جاری برنامه افزایش سرمایه از 9,500 میلیارد ریال به 67,000 میلیارد ریال از محل مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌های زمین، ساختمان، ماشین‌آلات و تجهیزات و تاسیسات را در برنامه داشت که در نهایت با نهایت سازمان بورس با افزایش سرمایه به مبلغ 46,852 میلیارد ریال ( گزارش اولیه 57,600 میلیارد ریال ) موافقت کرد.

روند سرمایه شرکت

محل افزایش سرمایه	سرمایه جدید (میلیون ریال)	سرمایه قبلی (میلیون ریال)	تاریخ
سود انباشته	600,000	10	1385
مطالبات سهامداران	1,050,000	600,000	1390
سود انباشته	6,000,000	1,050,000	1398
سود انباشته	9,500,000	6,000,000	1399

ترکیب دارایی های تجدید شده

تفاوت	ارزش کارشناسی	بهای تمام شده	طبقه دارایی
4,371,827	4,467,000	95,173	زمین
2,994,670	3,256,500	261,830	ساختمان
44,282,148	44,887,503	605,355	ماشین آلات
5,851,355	6,000,000	148,645	تاسیسات
57,500,000	58,611,003	1,111,003	جمع

جدول مقابل ترکیب دارایی های لحاظ شده در افزایش سرمایه را نشان میدهد.  
در گزارش توجیهی افزایش سرمایه ، هزینه استهلاک ناشی از دارایی های تجدید شده ( به جز زمین و عمدتا شامل ماشین آلات و تجهیزات ) حدود 4000 میلیارد ریال در سال برآورد شده است.

درصد محصول جانبی		کل تولید		محصولات جانبی		روانکار		واحد هزار تن
98	99	98	99	98	99	98	99	نماد
10%	8%	735	705	72	56	663	649	شسپا
11%	13%	484	518	55	68	429	450	شرانل
9%	8%	407	433	37	37	370	397	شبهرن
13%	13%	303	326	40	42	263	284	شنفت
		1,929	1,982	204	203	1,725	1,780	جمع تولیدات

مقایسه با شرکت های مشابه

« مقایسه با شرکت های مشابه »

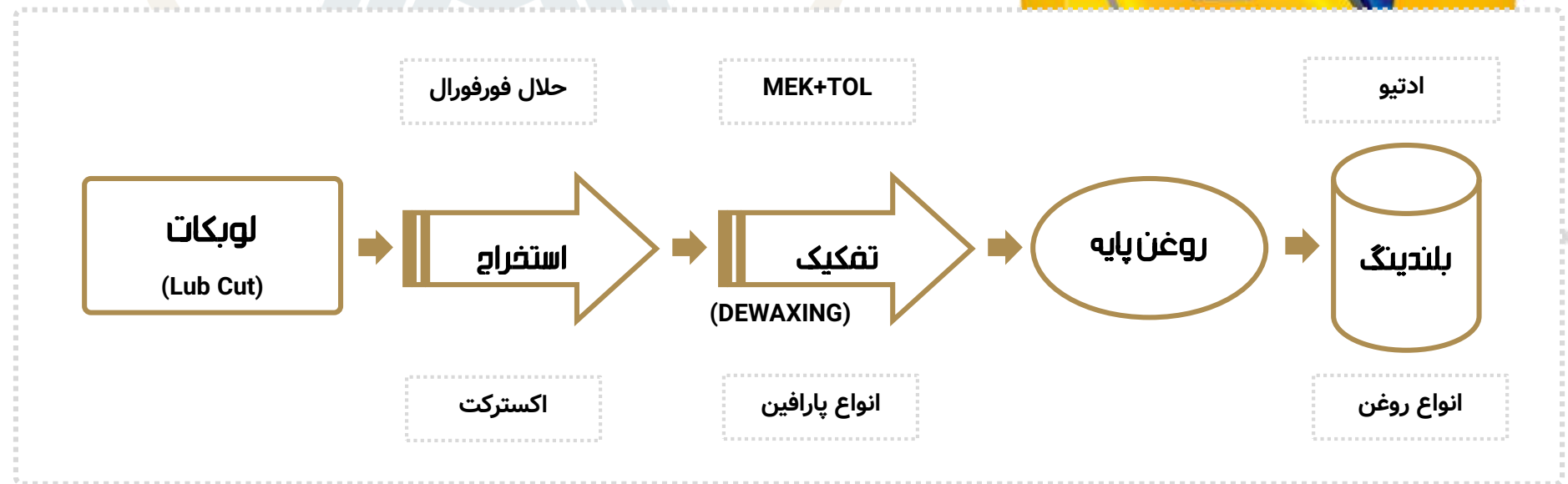
چهار شرکت تولید کننده روانکار در بازار سرمایه فعال هستند. در این میان شرکت نفت سپاهان بزرگ ترین تولید کننده روانکار بوده و در سال 98 و 99 به ترتیب 38% و 36% سهم تولید را در اختیار داشته است.



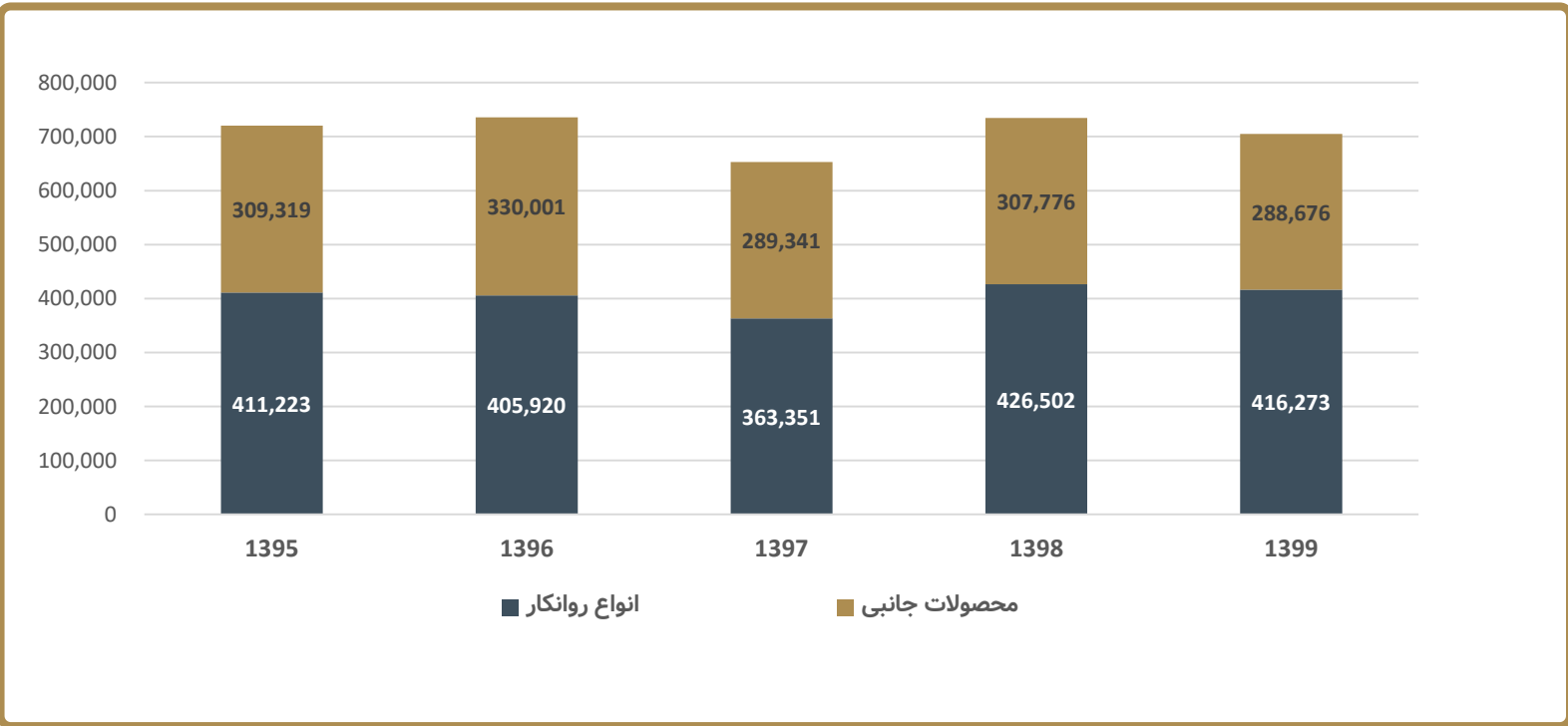
« فرآیند تولید صنعت روانکار



بطور کلی روانکارها از دو جزء اصلی روغن پایه و مواد افزودنی تشکیل می شوند. شرکت های روغن ساز شرکت هایی هستند که روغن خام (لوبکات) را از پالایشگاه های نفتی دریافت و طی فرآیندهای خاص به روغن نهایی (روغن موتور و صنعتی) تبدیل می کنند.



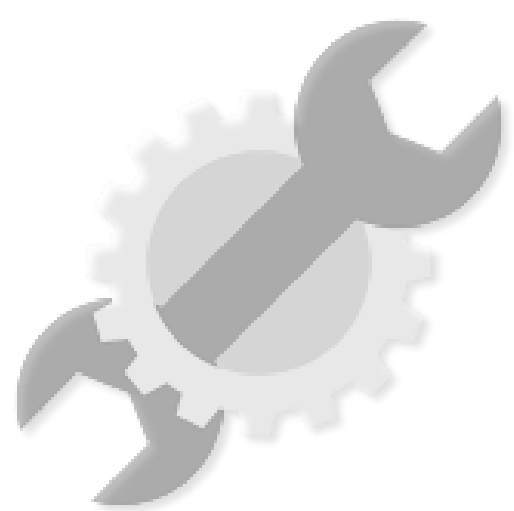
روند تولید شرکت (تن)



« تولید

تولید شرکت در سال 98 و 99 به ترتیب 92 و 88 درصد ظرفیت اسمی بوده است. در نیمه اول سال 1399 همزمان با فراگیر شدن شیوع ویروس کرونا و اعمال محدودیت در تردهای جادهای، سرانه مصرف بنزین در کشور قدری کاهش یافت که منجر به کاهش تولیدات پالایشگاه اصفهان گردید. لذا مقدار خوراک دریافتی و تولید این شرکت نیز متناسب با کاهش تولید آن پالایشگاه، با کاهش نسبی همراه بود. در نیمه دوم سال و با کاهش محدودیت ها مقدار تولید و فروش ماهانه به سطح معمول بازگشت.

همچنین چالش کاهش حجم خوراک در صورت بروز مشکلات ناشی از کمبود آب برای تولیدات پالایشگاه نفت اصفهان و همچنین عدم تامین کسری خوراک از سایر پالایشگاهها به لحاظ وجود محدودیتها ناشی از کیفیت و حجم خوراک دریافتی وجود دارد.



فروش

ریال بر تن	۴ ماهه ۱۳۹۹	۴ ماهه ۱۳۹۸	۴ ماهه ۱۳۹۷	۴ ماهه ۱۳۹۹	۴ ماهه ۱۳۹۸	۴ ماهه ۱۳۹۷
نرخ روانکار - داخلی	51,358,187	59,874,499	99,692,510	102,290,183	108,736,665	147,193,164
نرخ روانکار- صادراتی	44,780,149	57,988,543	66,527,103	64,921,970	82,332,505	123,637,629
نرخ لوبکات	18,496,109	25,594,533	43,280,183	39,387,112	37,142,452	56,278,142

« فروش

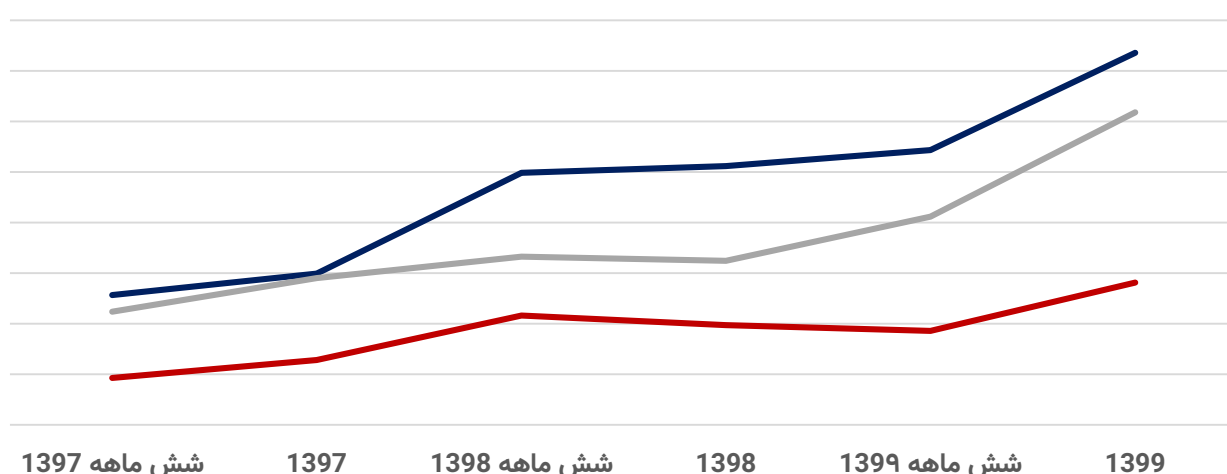
65% مقدار محصولات و 60% از مبلغ فروش شرکت (روغن پایه)، به کشورهای امارات متحده عربی، هند، پاکستان و چین صادر می‌شود.

در سال 99 نرخ خوراک دریافتی شرکت از پالایشگاه‌ها به دلیل مبنای محاسباتی نرخ ارز سامانه نیما افزایش یافته است. قیمت محصولات داخلی از سوی سازمان حمایت از تولیدکنندگان و مصرف‌کنندگان تعیین می‌گردد.

جدول مقابل مقایسه نرخ فروش روانکار و ماده اولیه (لوبکات) شرکت را نشان می‌دهد.



روند نرخ فروش داخلی و صادراتی روانکار و خرید لوبکات (میلیون ریال بر تن)



روند نرخ فروش

## « اطلاعات طرح‌های توسعه‌ای

شرکت با توجه به پروژه های رقبای منطقه‌ای و چشم انداز بازار روغن پایه، پروژه های توسعه‌ای جهت بهبود کیفیت و تنوع محصولات را در نظر گرفته است.

### - ساخت پایانه صادراتی بندرعباس

در حال حاضر شرکت از پایانه مستقر در بوشهر و مجموعه ای از مخازن اجاره ای استفاده می نماید و این امر در مقاطعی برنامه صادراتی شرکت را با مشکلاتی همراه می نماید. ایجاد پایانه صادراتی بندر عباس موجب سهولت در عملیات و کاهش هزینه شرکت می گردد. پیشرفت فاز اجرا این پروژه در پایان سال 1399 حدود 90% بوده و بهره برداری آن در مهر ماه ۱۴۰۰ خواهد بود .

ظرفیت نگه داری فرآورده های نفتی مخازن این پایانه 35,400 متر مکعب جهت تخلیه، بارگیری، توزیع و نگهداری مواد می باشد.

### - پروژه تولید FRW

تبدیل اسلک وکس به پارافین وکس که محصولی با ارزش افزوده بیشتر می باشد. برآورد راه اندازی طرح سال 1402 می باشد.

### - پروژه ایجاد واحد جدید TDAE

تولید روغن سبز از اکسترکت که مورد مصرف آن در صنعت لاستیک و تایر سازی می‌باشد.

استفاده از اکسترکت به دلیل گوگرد بالا و مخاطرات زیست محیطی محدودیت پیدا نموده است.

### برآورد سود سال‌های آتی

- مقدار تولید در سال 1400 و 1401 معادل تولید سال 1398 در نظر گرفته شده است.

- نرخ فروش روغن پایه به عنوان مبنای محاسبه نرخ سایر محصولات استفاده شده است. نرخ روغن پایه نیز بر اساس رابطه سالهای گذشته روغن پایه و لوبکات برآورده شده است

- نرخ خرید مواد اولیه (لوبکات) بر مبنای نرخ FOB نفت کوره 180 خلیج فارس می‌باشد . نرخ نفت کوره بر اساس رابطه آن با نرخ نفت برنت و با لحاظ نرخ برابری دلار برآورد شده است.

- با توجه به آخرین افزایش نرخ روغن های دیزلی وموتوری در آبان ۱۳۹۹ و انتظار دریافت مجوز افزایش نرخ مجدد، نرخ فروش روغن موتور و دیزل با 20 درصد رشد نسبت به آخرین نرخ های فروش لحاظ شده است.

- درآمد غیر عملیاتی شرکت از محل سود سرمایه گذاری (مالکیت 2.6%) شرکت پالایش نفت اصفهان و سایر شرکتهای برآورد گردیده است.

سایر مفروضات به شرح جدول مقابل می باشد.

## سایر مفروضات

عنوان	1400	1401
تولید روانکار - تن	426,502	426,502
تولید محصولات جانبی - تن	307,776	307,776
نرخ روغن پایه - دلار	847	847
نرخ برابری دلار - ریال	220,000	250,000
نفت برنت - دلار/ بشکه	70	70
لوبکات- دلار	398	398
لوبکات- ریال	95,178,293	109,599,247
افزایش نرخ داخلی روغن نهایی	20%	20%
تورم	40%	20%
دستمزد	30%	20%
انرژی	100%	50%
حمل و نقل	50%	30%



بدین ترتیب سود برآوردی هر سهم به شرح جدول ذیل خواهد بود.

### ارقام به میلیون ریال

1401	1400	1399	صورت سود و زیان
127,833,474	114,228,987	71,754,506	فروش
(92,658,987)	(80,578,994)	(51,471,985)	بهای تمام شده کالای فروش رفته
<b>35,174,487</b>	<b>33,649,993</b>	<b>20,282,521</b>	سود ناخالص
(7,478,803)	(5,988,772)	(4,130,255)	هزینه های فروش اداری و عمومی
◦	◦	(471,180)	خالص سایر اقلام عملیاتی
<b>27,695,684</b>	<b>27,661,221</b>	<b>15,681,086</b>	سود عملیاتی
0	0	0	هزینه های مالی
3,092,986	2,625,771	1,511,190	سایر درآمدها و هزینه های غیر عملیاتی
30,788,670	30,286,992	<b>17,192,276</b>	سود قبل از کسر مالیات
(1,144,193)	(1,152,487)	(232,947)	هزینه مالیات
<b>29,644,477</b>	<b>29,134,505</b>	<b>16,959,329</b>	سود خالص
9,500,000	9,500,000	9,500,000	سرمایه
<b>3,120</b>	<b>3,067</b>	<b>1,785</b>	سود هر سهم ( EPS ) ریال
56,351,735	56,351,735		سرمایه جدید
<b>475</b>	<b>463</b>		سود هر سهم - ریال با سرمایه جدید و لحاظ استهلاک



## « نکات مهم

1. شرکت در 21 تیر ماه 1400 مجمع عمومی فوق العاده در خصوص افزایش سرمایه را برگزار خواهد کرد. محاسبات فوق جهت مقایسه بهتر بدون لحاظ سرمایه جدید و اثر استهلاك تجدید ارزیابی دارایی ها می باشد. هزینه استهلاك در گزارش توجیهی افزایش سرمایه حدود 4,000 میلیارد ریال برای هر سال می باشد که با توجه به تغییر عدد افزایش سرمایه میزان استهلاك در سالهای بعد کمتر از عدد اولیه در نظر گرفته شده است.
2. میانگین نسبت روغن پایه به نفت کوره در میان مدت حدود 2.2 واحد می باشد. این نسبت در برخی مواقع به دلیل مباحث عرضه و تقاضا و عدم واکنش فوری روغن پایه به نسبت نفت خام، به کف 1.4 واحد رسیده و در سال 98 به واسطه کرونا و افت شدید قیمت نفت در دو ماه، این نسبت به 3.5 تا 4 واحد نیز رسیده است. در این تحلیل از نسبت 2.2 استفاده شده است. بدیهی ست که تغییر این نسبت در کوتاه مدت می تواند سود تحلیلی شرکت را دستخوش تغییرات قابل ملاحظه ای کند. هر چند که نگاه به این شرکتها باید بر اساس سودسازی در یکدوره باشد.

3. شرکت دارای موجودی مواد افزودنی ۱۰ هزار میلیارد ریالی می باشد. برآوردهای انجام شده نشان میدهد شرکت سالانه حدود 10 هزار میلیارد ریال مواد افزودنی مصرف میکند. از آنجایی که مواد افزودنی مصرفی وارداتی می باشد و با نرخ ارز رابطه دارد، می توان گفت که رشد قیمت دلار تاثیر زیادی بر این قسمت از بهای تمام شده در سال 1400 نخواهد داشت.
4. هزینه انرژی شرکت در سال 1399 معادل 1,191 میلیارد ریال بوده که نسبت به سال 1398 رشد 49% داشته که براساس صورت حساب های ارسالی شرکت پالایش نفت اصفهان می باشد و نسبت به افزایش های معمول بیشتر می باشد.



« تحلیل حساسیت سود هر سهم »

در تحلیل فوق از مقادیر تولید سال 98 ( حدود 734 هزار تن ) به عنوان مبنای تولید استفاده شده است. در صورتی که تولید شرکت 5 درصد افت کند سود هر سهم سال 1400 و 1401 حدود 8 درصد افت می کند.

سود هر سهم بر اساس تغییر نرخ برابری دلار و تغییر نرخ نفت به صورت جداول زیر تغییر می کند.

سال 1400	3,601	50	60	70	80	دلار بر بشکه نفت برنت
200,000	1,406	2,056	2,707	3,357	دلار - ریال	
230,000	1,751	2,499	3,247	3,995		
260,000	2,096	2,942	3,787	4,633		
300,000	2,557	3,532	4,508	5,483		

سال 1401	3,909	50	60	70	80	دلار بر بشکه نفت برنت
240,000	1,445	2,197	2,948	3,699	دلار - ریال	
270,000	1,774	2,620	3,465	4,310		
300,000	2,103	3,043	3,982	4,921		
320,000	2,323	3,326	4,327	5,328		



ista  
Asset  
Management  
شرکت سبدگردان ویستا

پیش‌بینی‌های ارائه شده در این تحلیل صرفاً ایده و نظر تحلیل‌گران مجموعه بوده و نباید به تنهایی مبنای تصمیم سرمایه‌گذاران قرار گیرد. اطلاعات و مفروضات این گزارش ممکن است در هر لحظه تغییر کرده و مسئولیتی از بابت به روز رسانی آنها متوجه شرکت سبدگردانی ویستا نمی‌باشد.

سلب مسئولیت