



سناریوهای سود ۱۴۰۵ پالایشی‌ها: با اضطراب و بدون آن

شپنا، شبندر، شتران، شبریز، شاولان و شرز – برآورد بورس سنج در کنار فردانامه و اجماع تحلیل‌گران کیان

نکته‌های اصلی

- شش پالایشی در شش ماه اول ۱۴۰۵ روی هم ۴۵۶ همت سود ساختند؛ تابستان ۳۴۵ همت و بهار ۱۱۱ همت.
- متغیر اصلی شش ماه دوم «اضطراب» است: طبق بند ۷ تصویب‌نامه ۱۴۰۵/۰۷/۱۵، تا اعلام پایان اضطراب قیمت فرآورده‌های اصلی روی نرخ پیش از ۹ اسفند ۱۴۰۴ ثابت می‌ماند. شتران خود گفته این حاشیه هر بشکه را از حدود ۲۰ به ۴۰ دلار می‌رساند.
- جمع سود ۱۴۰۵ شش شرکت در برآورد بورس سنج: پایان اضطراب ۱،۱۴۴، اضطراب فقط پاییز ۹۱۹ و اضطراب تا پایان سال ۶۶۱ همت؛ در برابر ارزش بازار ۲،۱۸۶ همت (۱/۹ P/E تا ۳/۳).
- اگر اضطراب تا پایان سال بماند، برآورد ما به فردانامه و اجماع کیان نزدیک است؛ فاصله خوش‌بینانه‌ترین و بدبینانه‌ترین سناریو برای شپنا حدود ۱۸۸ همت است.

برآورد سود خالص کل ۱۴۰۵ (همت = هزار میلیارد تومان) و P/E آینده

نماد	سود واقعی شش ماه	بورس سنج پایان اضطراب	اضطراب فقط پاییز		اضطراب پاییز و زمستان		کیان (اجماع)	ارزش بازار	P/E دوازده ماه گذشته
			بورس سنج	فردانامه	بورس سنج	فردانامه			
شپنا پالایش نفت اصفهان	۱۶۹/۸	۴۳۹ P/E ۱/۹	۳۴۸ P/E ۲/۴	۳۲۰ P/E ۲/۶	۲۵۲ P/E ۳/۳	۲۷۰ P/E ۳/۱	۲۶۵ P/E ۳/۲	۸۳۴/۲	۳/۶
شبندر پالایش نفت بندرعباس	۱۲۳/۳	۳۰۲ P/E ۲/۰	۲۳۴ P/E ۲/۶	۲۴۱ P/E ۲/۵	۱۶۴ P/E ۳/۷	۲۰۳ P/E ۳/۰	۲۰۹ P/E ۲/۹	۶۰۷/۶	۳/۴
شتران پالایش نفت تهران	۹۱/۴	۲۳۶ P/E ۱/۸	۱۹۱ P/E ۲/۲	۱۹۳ P/E ۲/۲	۱۴۴ P/E ۲/۹	۱۵۹ P/E ۲/۷	۱۵۰ P/E ۲/۸	۴۲۴/۱	۲/۸
شبریز پالایش نفت تبریز	۴۲/۰	۱۰۸ P/E ۱/۶	۸۳ P/E ۲/۰	۷۶ P/E ۲/۲	۵۵ P/E ۳/۱	۶۵ P/E ۲/۶	۶۰ P/E ۲/۸	۱۶۹/۲	۲/۹
شاولان پالایش نفت لاوان	۵/۵	۱۷ P/E ۲/۵	۱۳ P/E ۳/۳	۱۴ P/E ۳/۰	۸ P/E ۵/۰	۱۱ P/E ۳/۸	۱۹ P/E ۲/۲	۴۲/۱	۴/۷
شرز پالایش نفت شیراز	۲۴/۱	۶۳ P/E ۱/۷	۵۱ P/E ۲/۱	۴۳ P/E ۲/۵	۳۸ P/E ۲/۹	۳۶ P/E ۳/۰	۳۴ P/E ۳/۲	۱۰۸/۳	۳/۸

P/E زیر هر عدد = ارزش بازار پایان جلسه ۱۴۰۵/۰۸/۰۳ ÷ همان برآورد سود. ستون آخر با سود واقعی دوازده ماه منتهی به شهریور ۱۴۰۵. فردانامه: حسن کاظم‌زاده و علیرضا فرشید (پیش‌بینی سودآوری ۱۴۰۵ پالایشی‌ها در دو سناریو). کیان: میانه برآورد EPS سال ۱۴۰۵ در گزارش اجماع IRANCR شماره ۴۰ (مهر ۱۴۰۵)، ضرب در سرمایه فعلی؛ تعداد برآوردها: شپنا ۳۳، شبندر ۲۸، شتران ۲۹، شبریز ۲۷، شاولان ۱۸، شرز ۱۸.



عملکرد واقعی شش ماه اول ۱۴۰۵ (همت)

نماد	سود خالص بهار	سود خالص تابستان	شش ماهه ۱۴۰۵	شش ماهه ۱۴۰۴	تغییر	سال ۱۴۰۴	درآمد تابستان	حاشیه ناخالص تابستان	حاشیه خالص تابستان
شپنا	۳۸/۵	۱۳۱/۳	۱۶۹/۸	۳۰/۱	+۴۶۵%	۸۹/۶	۶۴۲/۳	۲۴/۸%	۲۰/۴%
شبندر	۳۶/۴	۸۶/۹	۱۲۳/۳	۳۰/۹	+۲۹۹%	۸۵/۲	۴۵۳/۰	۲۳/۳%	۱۹/۲%
شتران	۲۱/۲	۷۰/۳	۹۱/۴	۲۲/۸	+۳۰۱%	۸۱/۵	۲۹۵/۷	۲۷/۸%	۲۳/۸%
شبریز	۹/۶	۳۲/۳	۴۲/۰	۹/۰	+۳۶۶%	۲۵/۱	۱۸۲/۱	۲۲/۵%	۱۷/۸%
شاوان	۰/۲	۵/۴	۵/۵	۲/۸	+۹۶%	۶/۳	۴۳/۱	۱۵/۲%	۱۲/۵%
شراز	۵/۲	۱۸/۸	۲۴/۱	۳/۴	+۶۰۲%	۷/۹	۸۴/۲	۲۸/۹%	۲۲/۴%

سود فصل تابستان = شش ماهه منهای سه ماهه بهار. صورت های میان دوره ای حسابرسی نشده، منتشر شده ۳۰ مهر تا ۳ آبان ۱۴۰۵. سال مالی هر شش شرکت پایان اسفند است.

ورودی های مدل از عملکرد تابستان

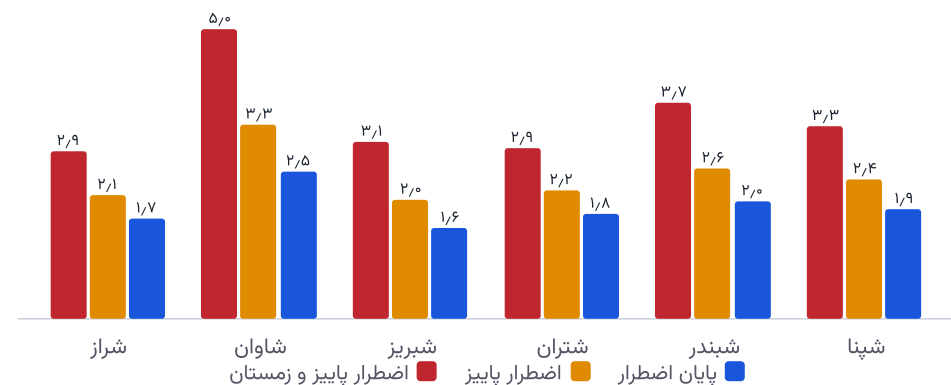
نماد	پالایش تابستان (هزار بشکه در روز)	سود ناخالص هر بشکه تابستان (دلار)*	نرخ مؤثر مالیات تابستان	کاهش حاشیه در اضطراب (دلار در بشکه)	هزینه یک فصل اضطراب (همت، سود خالص)	حساسیت: هر ۱ دلار در بشکه در یک فصل (همت)
شپنا	۴۱۷	۲۱/۹	۱۹%	۱۵/۵	۹۱/۴	۵/۹
شبندر	۳۱۲	۱۹/۴	۲۰%	۱۵/۵	۶۷/۲	۴/۳
شتران	۲۰۲	۲۳/۳	۱۹%	۱۵/۵	۴۴/۴	۲/۹
شبریز	۱۱۸	۱۹/۹	۱۹%	۱۵/۵	۲۵/۸	۱/۷
شاوان	۳۵	۱۰/۷	۲۱%	۸/۲	۳/۹	۰/۵
شراز	۵۷	۲۴/۳	۲۱%	۱۵/۵	۱۲/۲	۰/۸

* سود ناخالص تابستان + حجم پالایش تابستان + دلار ۱۹۰ هزار تومان. حجم پالایش = جمع حجم فرآورده های گزارش ماهانه تیر تا شهریور (متر مکعب × ۶/۲۹۸۸ بشکه، بدون گوگرد و هیدروژن). هزینه یک فصل اضطراب با دلار پاییز حساب شده است.

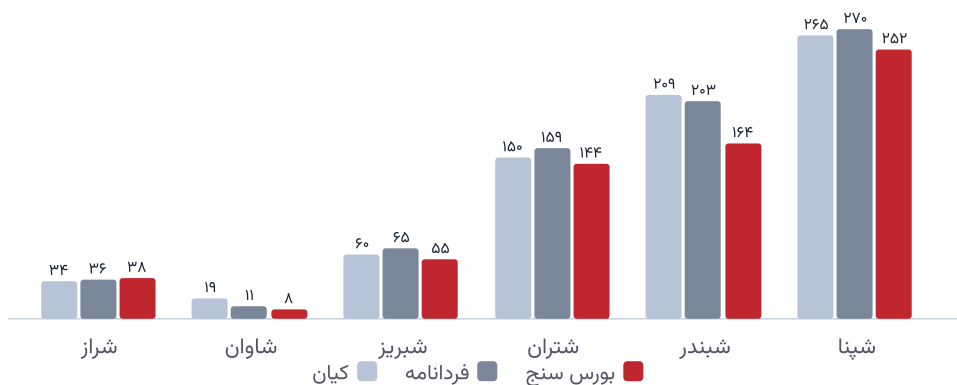


نمودارها

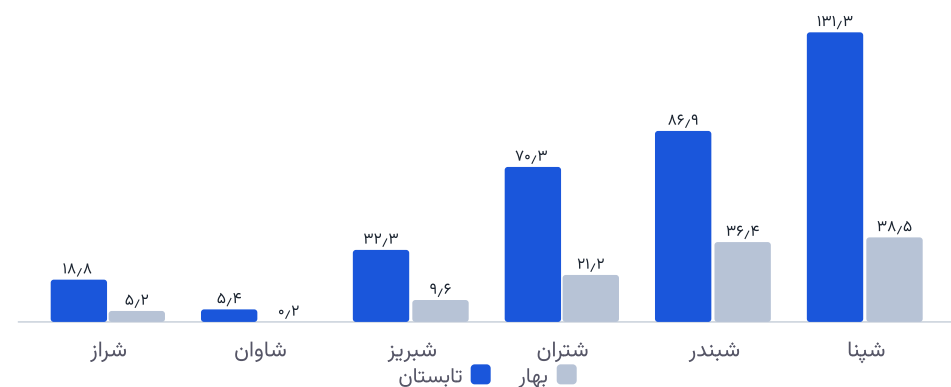
P/E آینده با برآورد بورس سنج در سه سناریو



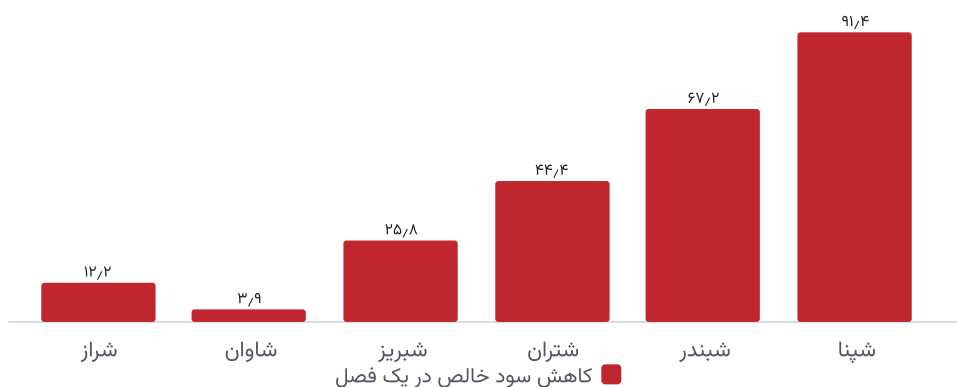
اضطرار تا پایان سال: سه برآورد سود کل ۱۴۰۵ (همت)



سود خالص بهار و تابستان ۱۴۰۵ (همت)



هزینه هر فصل اضطرار برای سود خالص (همت)





روش بورس سنج

- سود کل ۱۴۰۵ = سود خالص واقعی شش ماه اول + برآورد شش ماه دوم.
- شش ماه دوم: حجم پالایش هر فصل برابر تابستان، سود ناخالص هر بشکه برابر تابستان، دلار ۱۹۰ هزار تومان در پاییز و ۲۰۰ هزار تومان در زمستان (همان فرض فردانامه). سایر هزینه‌ها و درآمدهای غیرعملیاتی هر فصل برابر تابستان و نرخ مؤثر مالیات برابر تابستان.
- هر فصل اضطرار حاشیۀ هر بشکه را ۱۵/۵ دلار کم می‌کند: اختلاف حاشیۀ هر بشکه در دو حالت در افشای شتران (۱۴۰۵/۰۷/۲۵؛ ۳۰/۷ در برابر ۱۳۵/۸ همت برای ۳۷/۶ میلیون بشکه با دلار ۱۸۰ هزار تومان). برای شاوان ۸/۲ دلار از نامۀ خود شرکت. برای شپنا، شبندر، شبریز و شراز عدد خودشان منتشر نشده و عدد شتران به کار رفته است.

محدودیت‌ها و ریسک‌ها

- **کرک جهانی:** پایۀ مدل حاشیۀ تابستان است؛ کرک فرآورده‌ها در مهر پایین‌تر از تابستان بوده، پس سناریوی «پایان اضطرار» خوش‌بینانه است.
- **اصلاح شش ماه اول:** وزارت نفت فقط صورت‌حساب فروردین و اردیبهشت را فرستاده است. شتران گفته اگر کل شش ماه با نرخ بهمن ۱۴۰۴ حساب شود، حدود ۳۵ همت از اختلاف فروش و خوراک شش ماه اولش کم می‌شود. این اصلاح در هیچ سناریویی نیامده است.
- **زمان پایان اضطرار** فقط به تشخیص وزارت نفت است و قابل پیش‌بینی نیست.
- **عدد اضطرار شاوان** از نامه‌ای است که واحد مبلغ‌ها را ذکر نکرده (میلیون ریال فرض شده است).
- برآورد کیان سود هر سهم است و با سرمایۀ فعلی به سود کل تبدیل شده؛ افزایش سرمایۀ بعدی آن را جابه‌جا می‌کند.

جمع‌بندی

- با سود تابستان، پالایشی‌ها در هر سه سناریو P/E آینده زیر ۴ دارند، جز شاوان در اضطرار تا پایان سال (P/E ۵/۰).
- بزرگ‌ترین حساسیت به اضطرار را شپنا و شبندر دارند (۹۱ و ۶۷ همت در هر فصل)؛ کمترین را شاوان.
- محک‌های بعدی: گزارش ماهانۀ مهر و آبان، نامۀ وزارت نفت درباره‌ی پایان اضطرار، و صورت‌حساب‌های خوراک تیر تا شهریور.