



سال سوم - شماره ۲۳

Esfahan Oil Refinery Company

گزارش تحلیل بنیادی
شرکت پالایشگاه نفت اصفهان
(شپنا)
تحلیلگران: مرتضی رباطمیلی - امین اقبالی راد



گروه توسعه مالی مهرآیندگان

(سهام عام)

MEHR AYANDEGAN

Financial Development Group Co.

بولتن تحلیلی ومهان

September -2025

شهریور ۱۴۰۴

به نام خداوند

Esfahan Oil Refinery Company

فهرست

- چکیده مدیریتی ۲
- معرفی شرکت ۳
- چالش‌های صنعت پالایشگاه ۶
- تحلیل مالی و پیش‌بینی عملکرد آتی شرکت ۱۷

“

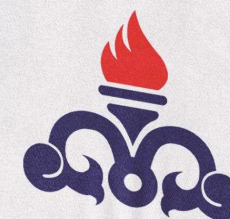
چکیده مدیریتی

شرکت پالایش نفت اصفهان (شپنا) با پالایش روزانه ۴۰۷ هزار بشکه در روز، ۲۰ درصد از فرآورده‌های نفتی ایران را تأمین کرده و خوراک خود را عمدتاً از نفت سبک میدان مارون دریافت می‌کند. این شرکت از ۱۳۵۸ فعالیت خود را آغاز کرد و در سال ۱۳۸۶ با سهام‌داران عمده‌ای نظیر وزارت بهداشت، سازمان تأمین اجتماعی و سهام عدالت، به بخش خصوصی واگذار شد. پروژه‌های کلیدی این شرکت مانند RHU و RFCC به کاهش ناترازی انرژی، افزایش ارزش افزوده و بهبود استانداردهای زیست‌محیطی کمک می‌کند؛ اما ضریب پیچیدگی پایین پالایشگاه و تکنولوژی قدیمی، سودآوری آن را محدود کرده است.

نوسانات قیمت نفت، همراه با تحریم‌ها، مشکلات لجستیکی تأمین خوراک و توسعه انرژی‌های تجدیدپذیر، حاشیه سود پالایشگاه‌ها را کاهش و شپنا را تحت فشار قرار داده است. بازده سهام شپنا در کوتاه‌مدت و میان‌مدت نزدیک به شاخص کل بورس بوده، اما در بلندمدت از شاخص صنعت فرآورده‌های نفتی عقب مانده است. استفاده از نفت سبک به دلیل هزینه کمتر و بازده بالاتر، مزیت رقابتی شپنا را تقویت می‌کند؛ اما چالش‌هایی مانند قطعی‌های عملیاتی و نوسانات کلان همچنان پابرجا هستند.

شپنا سهم ۱۲ درصدی از بنزین، ۲۱ درصدی از نفت گاز و ۱۳ درصدی از نفت سفید و نفت کوره تولید شده در میان پالایشگاه‌های کشور را دارد.

در نهایت با توجه به مفروضات مطرح شده در گزارش، صورت سود و زیان برآوردی این شرکت ارائه گردیده است که پیش‌بینی می‌شود این شرکت در سال‌های ۱۴۰۴ و ۱۴۰۵ به ترتیب ۱,۱۳۴ و ۱,۳۶۸ ریال به ازای هرسال سودآوری داشته باشد.

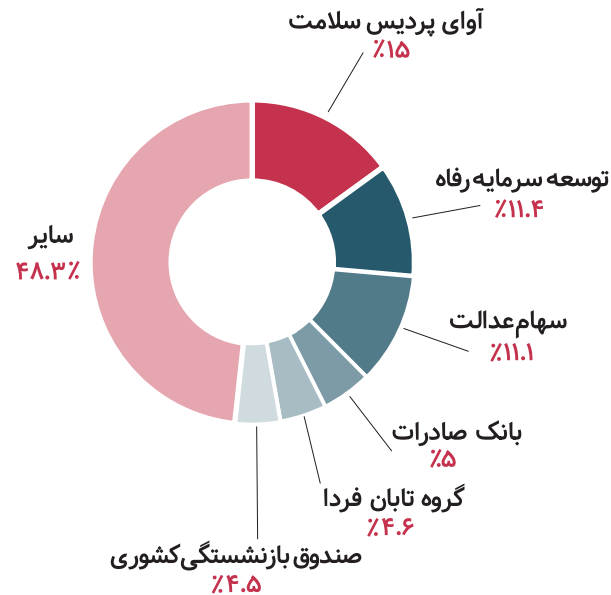


شرکت پالایش نفت اصفهان
Esfahan Oil Refinery Company

www.eorc.ir

معرفی شرکت

شرکت پالایش نفت اصفهان فعالیت خود را در زمینه پالایش نفت خام و تولید فرآورده‌های نفتی از سال ۱۳۵۸ شروع کرده و هم‌اکنون حدود ۲۰٪ از فرآورده‌های نفتی مورد نیاز کشور را تولید می‌کند. ظرفیت اسمی تولید این پالایشگاه در حال حاضر ۳۷۵ هزار بشکه در روز است. این شرکت در سال ۱۳۸۶ مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی قرار گرفت و با عرضه سهام آن در بازار بورس، به بخش خصوصی واگذار شد. نفت خام مورد نیاز شرکت پالایش نفت اصفهان از میدان نفتی مارون، در فاصله ۷۰ کیلومتری اهواز، از طریق ۷ ایستگاه تقویت فشار و با خط لوله‌ای به طول ۴۳۰ کیلومتر تأمین می‌شود.



به صورت تلفیقی، بیشترین سهامداران این نماد به ترتیب وزارت بهداشت، سازمان تأمین اجتماعی و سهام عدالت هستند.



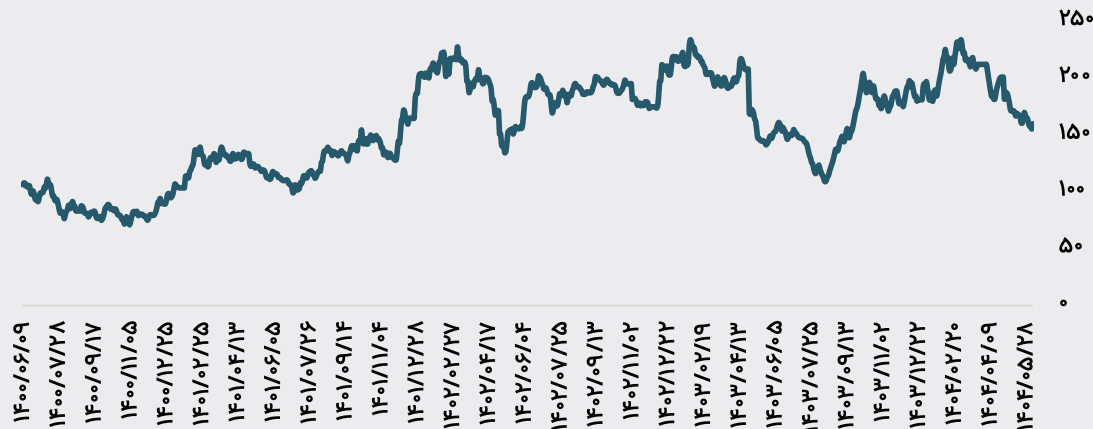
Esfahan Oil Refinery Company

معرفی شرکت

خلاصه اطلاعات مالی شرکت

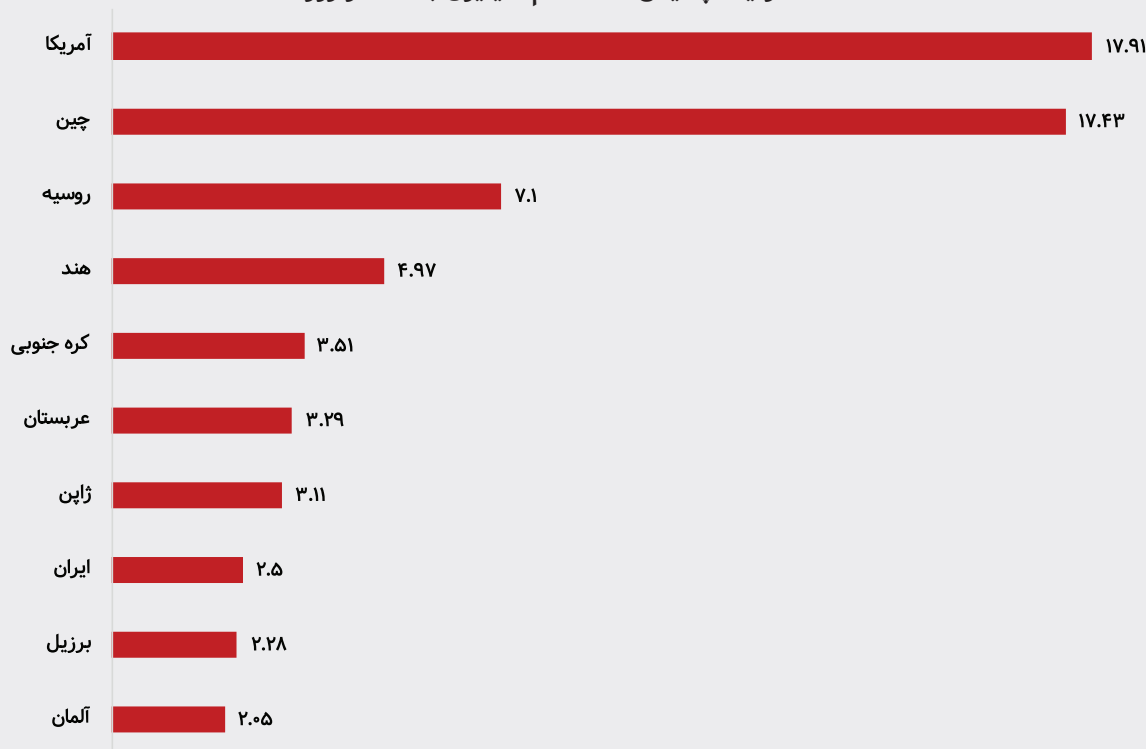
آخرین قیمت (ریال)	۳,۰۳۷	بتای ۳ ساله	۱,۲۶
سرمایه اسمی (همت)	۵۲,۶۸	P/E صنعت	۳,۷۴
ارزش بازار (همت)	۱۵۹,۹	P/E	۳,۷۳
میانگین ارزش معاملات ۹۰ روز (میلیارد تومان)	۱۱۳	P/S	۰,۲۷
میانگین ارزش معاملات ۳۰ روز (میلیارد تومان)	۴۶	سهام شناور	%۴۹

روند ارزش بازار شپنا طی ۴ سال اخیر (همت)



پالایش نفت خام در جهان

ظرفیت پالایش نفت خام (میلیون بشکه در روز)



منبع : OPEC Annual Statistical Bulletin 2025

براساس آخرین داده‌های موجود از وبسایت Trading Economics برای سال ۲۰۲۵، کشورهای برتر در تولید نفت خام به ترتیب ایالات متحده با ۱۳,۵۸۰ هزار بشکه، روسیه با ۹,۸۵۳ هزار بشکه و عربستان سعودی با ۹,۵۲۵ هزار بشکه در روز هستند؛ ایران نیز با ۳,۲۴۵ هزار بشکه رتبه هشتم این لیست را در اختیار دارد.

تولید نفت خام ایران در سال‌های اخیر تحت تأثیر عوامل مختلفی از جمله تحریم‌های بین‌المللی، زیرساخت‌های صنعت نفت و تقاضای جهانی قرار داشته است.

براساس داده‌های معتبر از Trading Economics در سال ۲۰۲۵، تولید نفت خام ایران در ژوئیه ۲۰۲۵ به ۳,۲۴۵ هزار بشکه در روز رسیده که نسبت به ماه ژوئن همان سال (۳,۲۵۷ هزار بشکه در روز) اندکی کاهش یافته است. این مقدار در مقایسه با بالاترین سطح تاریخی تولید ایران (۶,۶۷۷ هزار بشکه در روز در دهه ۱۹۷۰) و پایین‌ترین سطح آن (۵۱۰ هزار بشکه در روز در دوره‌های تحریم شدید) نشان‌دهنده بهبود نسبی تولید در سال‌های اخیر است؛ اما همچنان از ظرفیت کامل کشور فاصله دارد.

چالش‌های صنعت پالایشگاه

• نوسانات قیمت نفت:

نوسانات شدید قیمت نفت، می‌تواند افت تقاضای جهانی و کاهش کرک اسپرد را به دنبال داشته باشد و حاشیه سود پالایشگاه‌ها را به شدت تحت فشار قرار دهد. این موضوع در دوره‌های رکود بازار، سودآوری را کاهش داده و ریسک‌های عملیاتی و مالی را افزایش می‌دهد.

• عدم دسترسی به خوراک پایدار و باکیفیت:

اختلالات در تأمین نفت خام یا میعانات گازی، ناشی از مشکلات لجستیکی یا کاهش تولید میدان‌های نفتی، تولید پالایشگاه‌ها را مختل می‌کند. کیفیت پایین خوراک نیز بازده فرآورده‌های باارزش را کاهش داده و هزینه‌های عملیاتی را افزایش می‌دهد.

• تعطیلی‌های عملیاتی:

قطعی برق و آب در سال‌های اخیر، تولید را متوقف کرده و عرضه سوخت داخلی را کاهش می‌دهد. این امر نه تنها درآمد را کم می‌کند، بلکه هزینه‌های تعمیر و راه‌اندازی مجدد را افزایش می‌دهد.

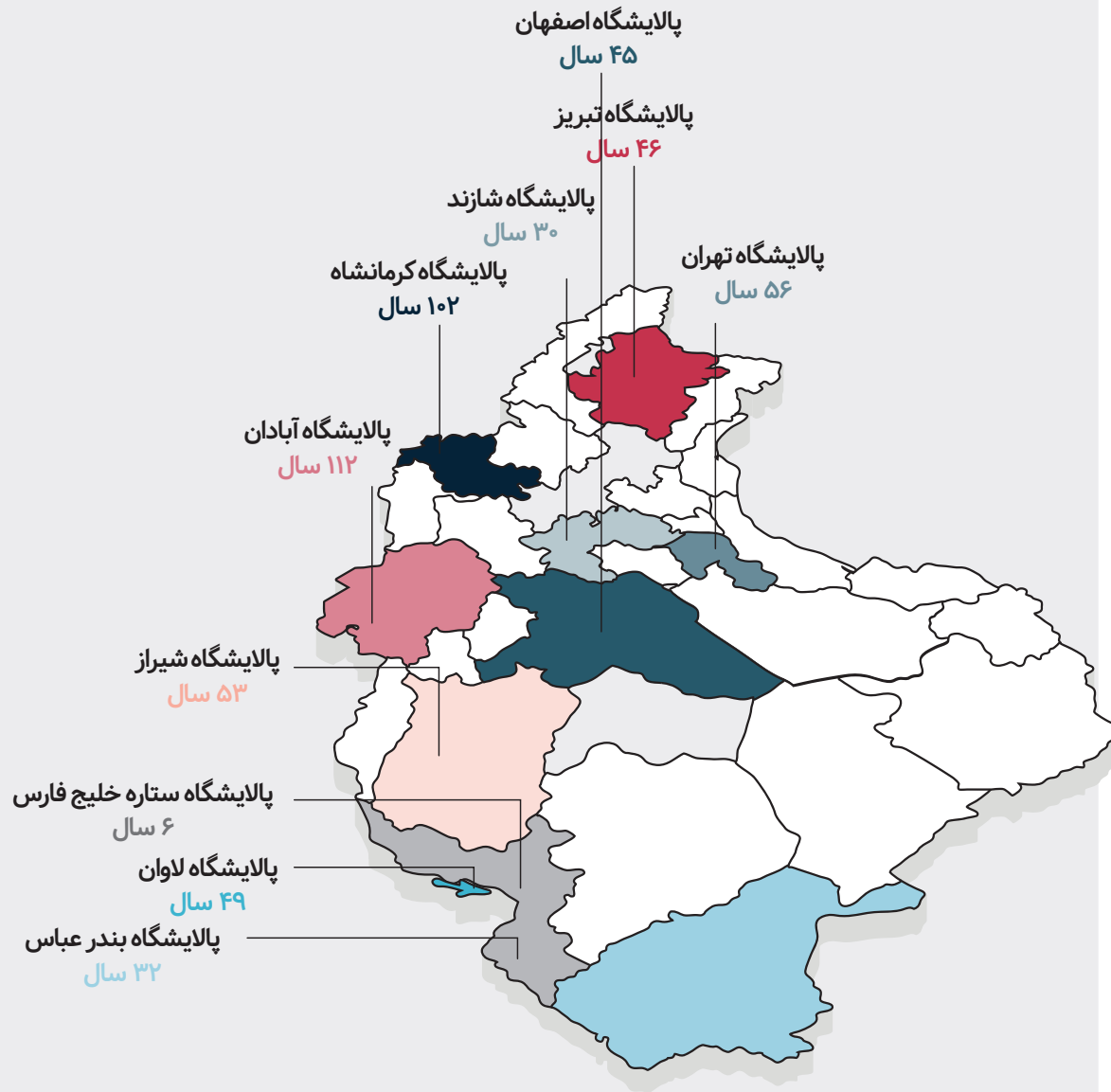
• توسعه انرژی‌های تجدیدپذیر:

رشد انرژی‌های تجدیدپذیر تقاضای سوخت‌های فسیلی را کاهش داده و حاشیه سود جهانی پالایشگاه‌ها را به ۱.۸ دلار بر بشکه رسانده است. این روند، با افزایش رقابت از پالایشگاه‌های جدید خاورمیانه، بازار صادراتی ایران را تهدید می‌کند.

• ضریب پیچیدگی (نلسون) پایین:

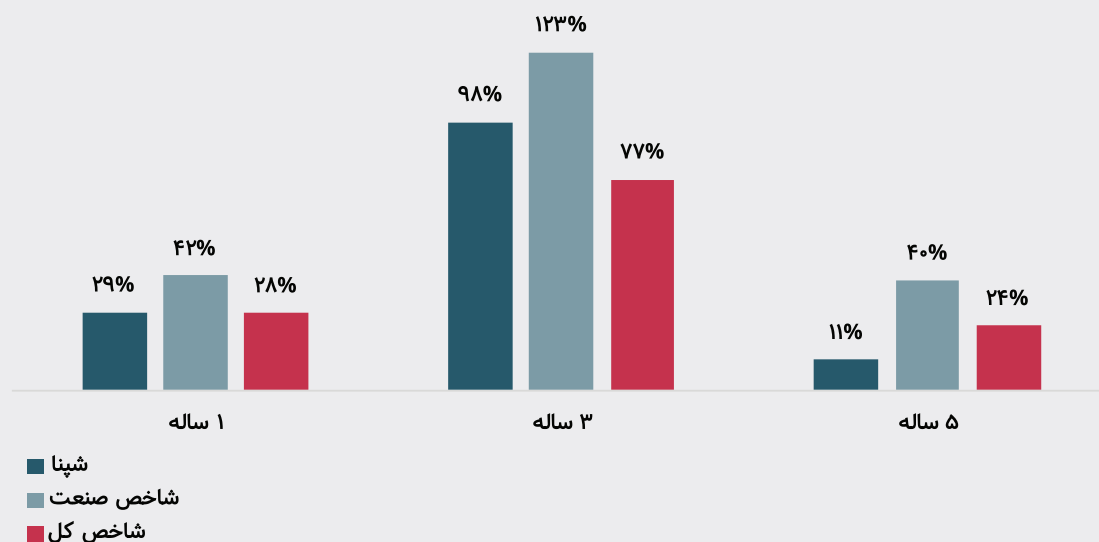
پالایشگاه‌های ایران با ضریب نلسون ۵.۷۵ (در مقابل میانگین جهانی ۱۴) فرآورده‌های کم‌ارزش تولید می‌کنند. هزینه‌های بالای انرژی و تکنولوژی قدیمی، سودآوری را کاهش داده و رقابت‌پذیری را محدود می‌کند.





عمر مفید پالایشگاه‌های کشور

در پی حادثه اخیر آتش‌سوزی در پالایشگاه نفت آبادان، بررسی عمر مفید پالایشگاه‌های ایران به‌عنوان یکی از زیرساخت‌های کلیدی صنعت نفت کشور اهمیت یافته است. میانگین سنی پالایشگاه‌های ایران حدود ۵۳ سال است که بیش از دو برابر استانداردهای جهانی (حدود ۲۰-۲۵ سال) است.



مقایسه عملکرد سهام

بازده سهام شرکت پالایشگاه نفت اصفهان در مقایسه با شاخص صنعت فرآورده‌های نفتی و شاخص کل بورس، عملکردی متفاوت در بازه‌های زمانی مختلف نشان می‌دهد. در بازه یک‌ساله، بازده سهام شرکت کمی بالاتر از شاخص کل اما به‌طور قابل توجهی کمتر از شاخص صنعت است. در بازه سه‌ساله، بازده سهام شرکت همچنان کمتر از شاخص صنعت است، اما نسبت به شاخص کل عملکرد بهتری دارد. در بازه پنج‌ساله، بازده سهام شرکت به‌مراتب پایین‌تر از شاخص صنعت و شاخص کل قرار دارد.

به‌طور خلاصه، سهام پالایشگاه نفت اصفهان در بازه‌های کوتاه‌مدت و میان‌مدت عملکردی نزدیک یا بهتر از شاخص کل داشته، با این حال در مقایسه با شاخص صنعت فرآورده‌های نفتی، به‌ویژه در بلندمدت، عقب‌ماندگی چشمگیری دارد.



نفت

قیمت نفت برنت از ۲۰۱۸ تا ۲۰۲۵ نوسانات زیادی (کف ۱۹ دلار در سال ۲۰۲۰ به دلیل کرونا و سقف ۱۳۱ دلار در ۲۰۲۲ به دلیل جنگ اوکراین) داشت. قیمت‌ها تحت تأثیر عرضه و تقاضا، سیاست‌های اوپک‌پلاس و تنش‌های ژئوپلیتیکی در ۲۰۲۵ در بازه حدود ۶۷-۷۰ دلار تثبیت شد.

پروژه‌ها و طرح‌های توسعه

● واحد گوگردزایی ته‌مانده برج‌های تقطیر (RHU):

واحد RHU پالایشگاه نفت اصفهان با هدف گوگردزایی نفت کوره و تولید فرآورده‌های پاک با استاندارد یورو ۴ و ۵ طراحی شده است. بهره‌برداری از این پروژه، ناترازی انرژی را کاهش داده و خوراک پتروشیمی‌ها را تأمین می‌کند. مزایای عملیاتی آن شامل کاهش آلودگی زیست‌محیطی و افزایش ارزش افزوده محصولات پالایشی است.

● پروژه RFCC:

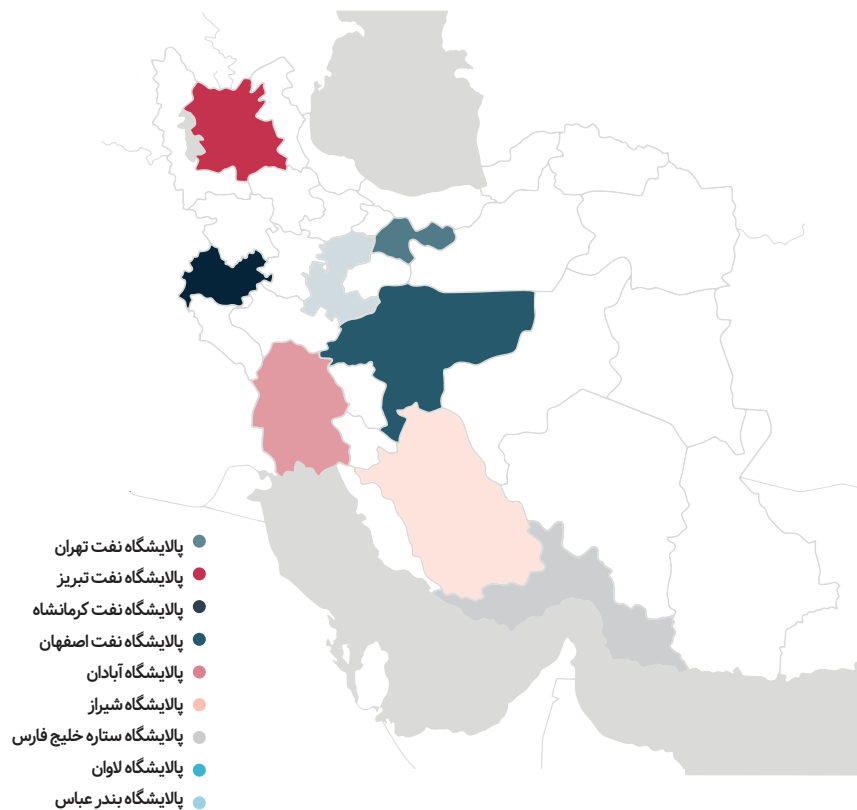
این پروژه به‌عنوان فاز دوم طرح ارتقا نفت کوره، نفت کوره کم‌گوگرد RHU را به بنزین و گازوئیل یورو ۵ تبدیل می‌کند.

شرح پروژه	درصد پیشرفت	مخارج باقی‌مانده ریالی (میلیارد ریال)	تاریخ برآوردی بهره‌برداری ارزی (میلیون یورو)	
پارک گوگردی	۸,۲٪	۱۷,۶۴۷	۶۰	۱۲/۱۴۰۶
واحد RFCC	۲۶,۷٪	۰	۷۵۷	۱۲/۱۴۰۸
واحد RHU	۶۷,۰٪	۰	۱۷۷	۱۲/۱۴۰۵
نیروگاه خورشیدی ۲۱۵ مگاواتی	۲۰,۴٪	۴۹,۳۸۰	۱۳	۰۴/۱۴۰۵

موقعیت مکانی میادین نفتی



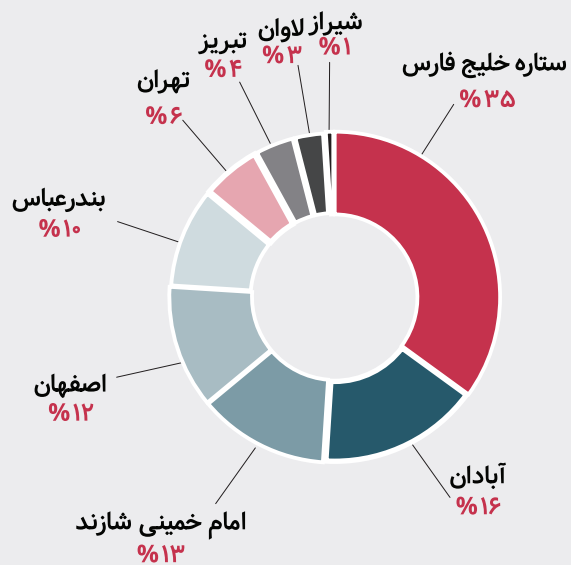
موقعیت مکانی پالایشگاه‌ها



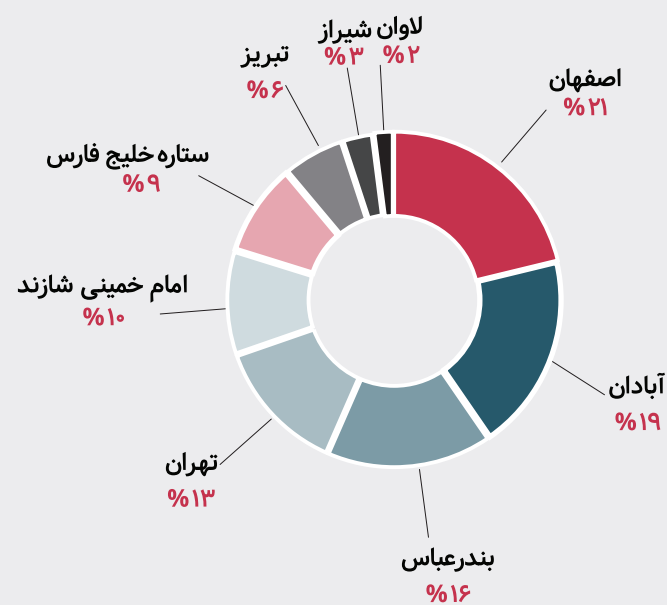
پراکندگی میادین نفتی ایران عمدتاً در جنوب و غرب کشور، به‌ویژه در حوضه زاگرس و خلیج فارس متمرکز است، با ۱۴۵ میدان هیدروکربنی (۱۰۲ نفتی و ۴۳ گازی) که ۶۲ میدان در خشکی و ۱۶ میدان در دریا فعال‌اند. بزرگ‌ترین میادین شامل اهواز، گچساران، مارون و آزادگان است که توسط شرکت ملی نفت ایران مدیریت می‌شوند و پالایشگاه‌های نفت ایران، مانند آبادان، تهران، اصفهان و بندرعباس، عمدتاً در مناطق جنوبی و مرکزی کشور قرار دارند.

سهم شپنا از محصولات تولیدی کشور (۱)

سهم شپنا از بنزین تولیدی کشور

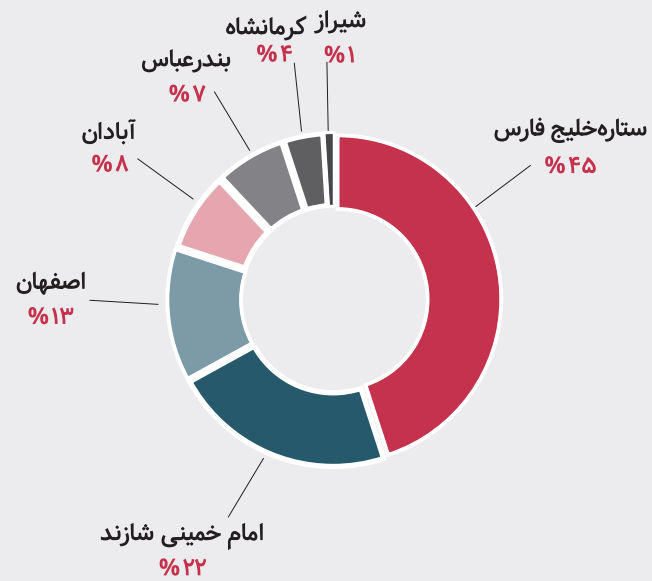


سهم شپنا از نفت گاز تولیدی کشور

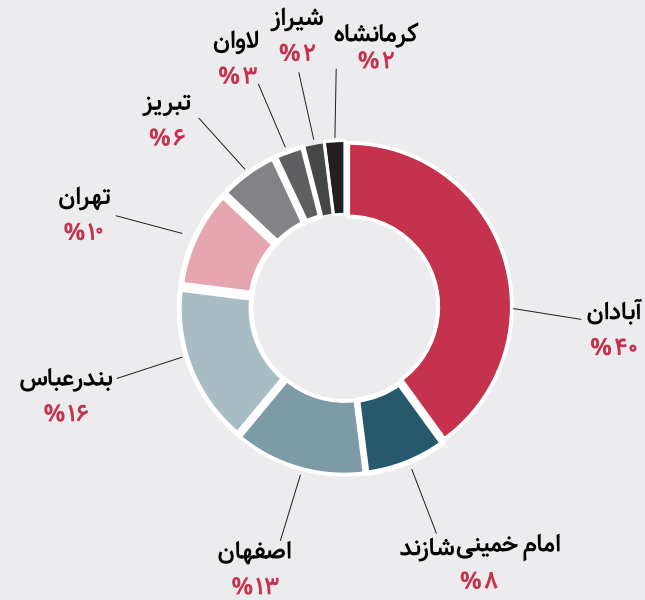


سهم شپنا از محصولات تولیدی کشور (۲)

سهم شپنا از نفت سفید تولیدی کشور

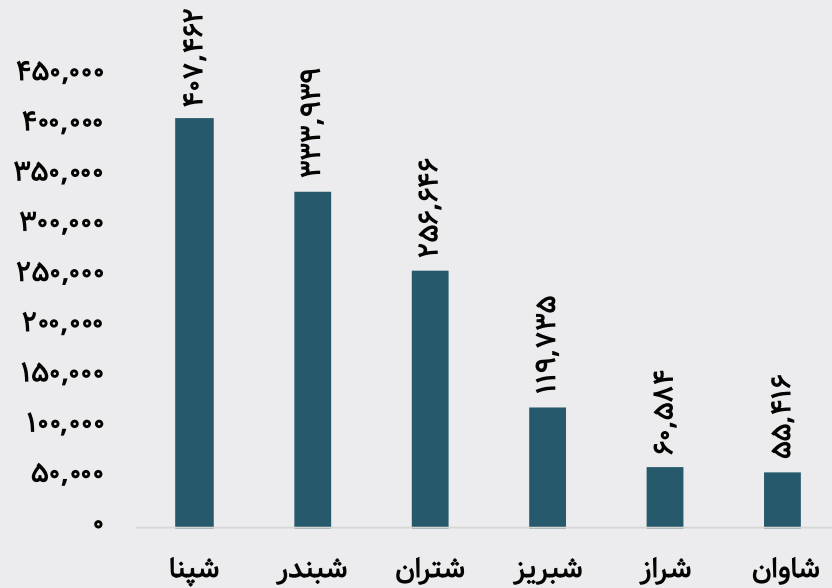


سهم شپنا از نفت کوره تولیدی کشور

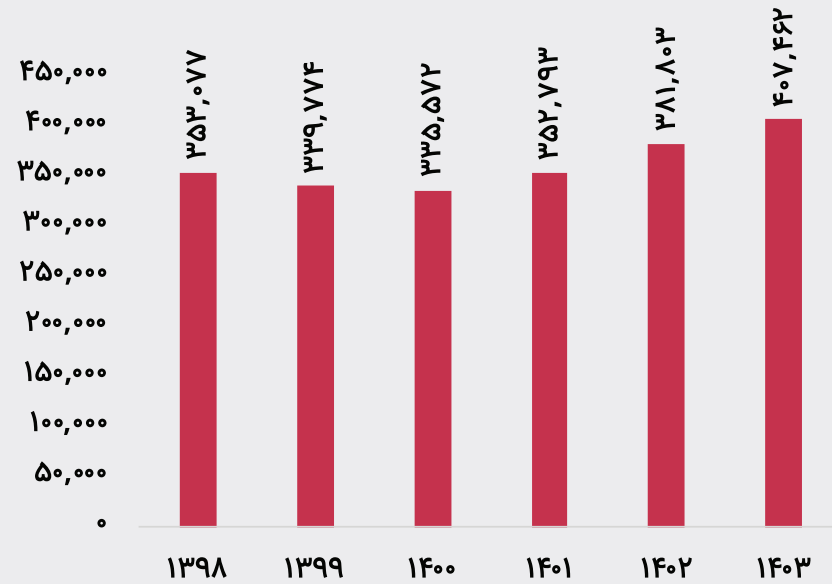


پالایشگاه‌های بورسی در ایران

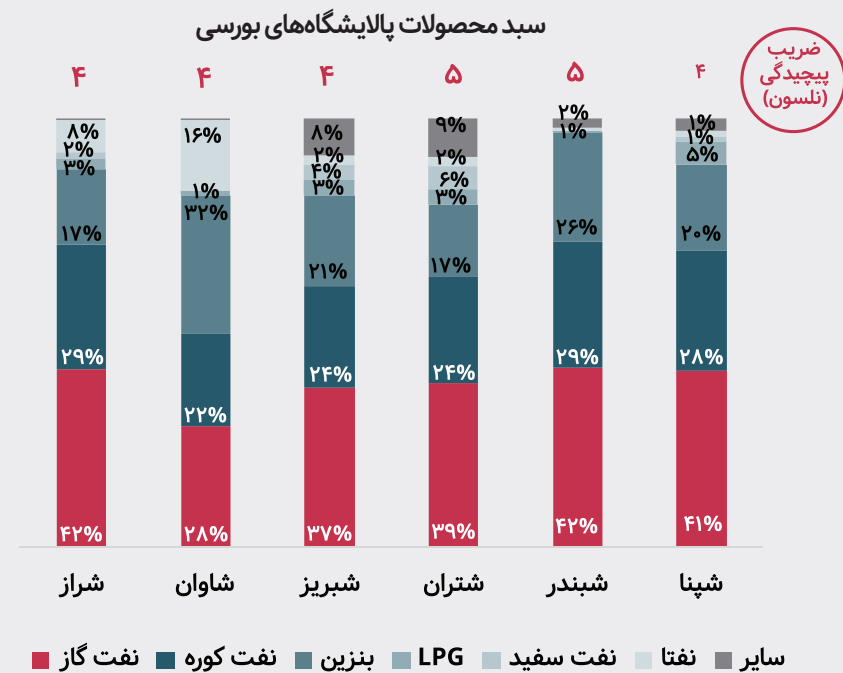
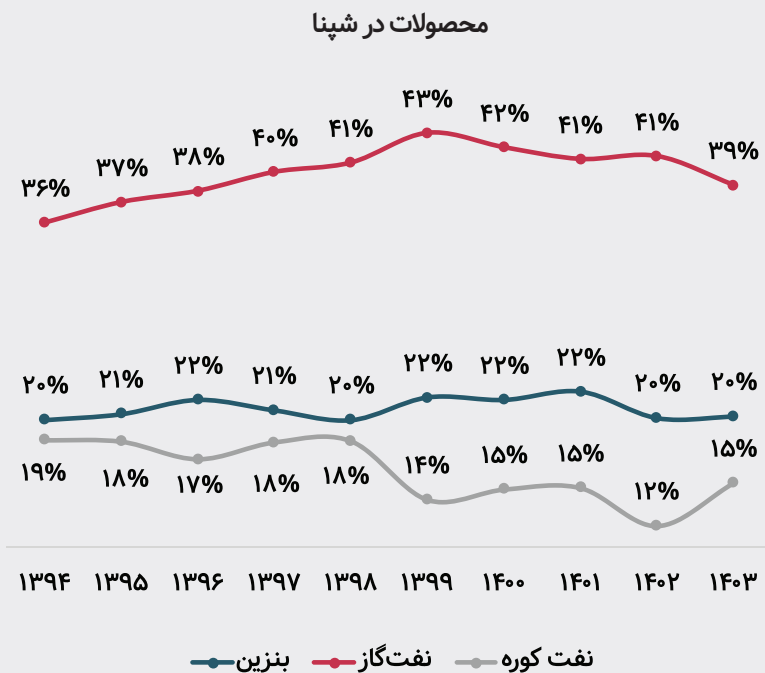
تولید روزانه پالایشگاه‌های بورسی (بشکه)

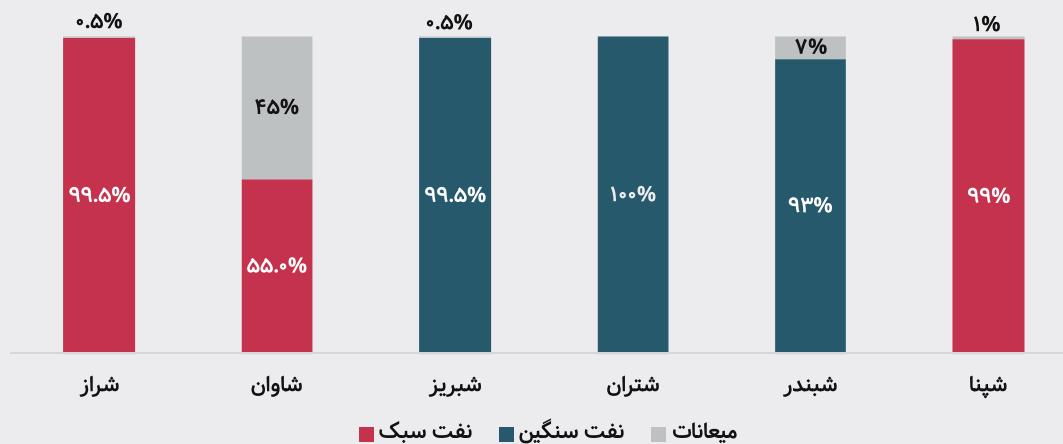


تولید روزانه شپنا (بشکه)



ترکیب محصولات





مقایسه خوراک پالایشگاه‌های بورسی

شرکت پالایشگاه نفت اصفهان تقریباً تمام خوراک خود را از نفت سبک تأمین می‌کند. به‌طور کلی، نفت سبک برای پالایشگاه‌ها مطلوب‌تر است. این به این دلیل است که نفت سبک، چگالی کمتری دارد و فرآیند استخراج و پالایش آن راحت‌تر و کم هزینه‌تر بوده و محصولات با کیفیت بالاتری تولید می‌کند.

صورت سود و زیان

اعداد به میلیون ریال

دوره مالی	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	کارشناسی ۱۴۰۴	کارشناسی ۱۴۰۵
فروش	۲,۱۳۰,۷۷۹,۳۴۵	۳,۳۹۸,۷۴۱,۳۲۱	۴,۰۹۵,۴۲۸,۰۹۷	۵,۵۹۱,۴۹۵,۰۶۵	۷,۲۴۶,۰۸۰,۰۰۰	۹,۰۵۷,۶۰۰,۰۰۰
بهای تمام شده کالای فروش رفته	(۱,۹۳۶,۸۰۶,۰۴۳)	(۲,۹۸۰,۹۶۰,۳۱۶)	(۳,۶۸۸,۴۰۵,۹۷۵)	(۵,۱۸۹,۶۱۹,۳۳۴)	(۶,۵۰۱,۸۲۹,۹۲۸)	(۸,۱۳۹,۵۸۰,۱۰۵)
سود ناخالص	۱۹۳,۹۷۳,۳۰۲	۴۱۷,۷۸۱,۰۰۵	۴۰۷,۰۲۲,۱۲۲	۴۰۱,۸۷۵,۷۳۱	۷۴۴,۲۵۰,۰۷۲	۹۱۸,۰۱۹,۸۹۵
هزینه‌های عمومی، اداری و تشکیلاتی	(۱۲,۶۱۸,۸۹۸)	(۲۷,۶۴۲,۲۲۸)	(۴۹,۲۷۲,۱۰۸)	(۶۱,۷۹۹,۸۶۴)	(۸۶,۵۱۹,۸۱۰)	(۱۲۵,۴۵۳,۷۲۴)
خالص سایر درآمدها (هزینه‌های عملیاتی)	۱۱,۹۸۴,۵۴۶	۸,۶۲۵,۳۱۵	۹۱,۲۴۲,۷۱۳	۲۵,۲۲۰,۶۹۱	۳۵,۶۰۵,۶۸۱	۴۴,۵۰۷,۱۰۲
سود عملیاتی	۱۹۳,۳۳۸,۹۵۰	۳۹۸,۷۶۴,۰۹۲	۴۴۸,۹۹۲,۷۲۷	۳۶۵,۲۹۶,۵۵۸	۶۹۳,۳۳۵,۹۴۴	۸۳۷,۰۷۳,۲۷۲
هزینه‌های مالی	(۶,۵۴۵,۲۰۳)	(۱۸,۹۸۵,۹۶۶)	(۲۴,۱۳۶,۴۹۶)	(۲۹,۴۳۲,۶۳۸)	(۳۵,۳۱۹,۱۶۶)	(۴۲,۳۸۲,۹۹۹)
خالص سایر درآمدها و هزینه‌های غیرعملیاتی	۸,۴۷۶,۸۴۶	۲۷,۰۹۰,۲۱۵	۲۷,۲۰۵,۵۶۸	۵۸,۵۴۸,۵۷۴	۷۰,۲۵۸,۲۸۹	۸۴,۳۰۹,۹۴۷
سود عملیات در حال تداوم قبل از مالیات	۱۹۵,۲۷۰,۵۹۳	۴۰۶,۸۶۸,۳۴۱	۴۵۲,۰۶۱,۷۹۹	۳۹۴,۴۱۲,۴۹۴	۷۲۸,۲۷۵,۰۶۷	۸۷۹,۰۰۰,۲۲۰
مالیات	(۲۹,۲۷۴,۷۹۸)	(۴۲,۰۱۵,۷۷۲)	(۶۳,۸۱۰,۷۵۸)	(۷۴,۵۸۱,۰۱۵)	(۱۳۱,۰۸۹,۵۱۲)	(۱۵۸,۲۲۰,۰۴۰)
سود خالص	۱۶۵,۹۹۵,۷۹۵	۳۶۴,۸۵۲,۵۶۹	۳۸۸,۲۵۲,۰۸۸	۳۱۹,۸۳۲,۰۸۶	۵۹۷,۱۸۵,۵۵۵	۷۲۰,۷۸۰,۱۸۱
سود هر سهم پس از کسر مالیات	۸۷۴	۱,۶۰۷	۱,۰۴۷	۶۰۷	۱,۱۳۴	۱,۳۶۸
سرمایه	۱۹۰,۰۰۰,۰۰۰	۲۲۷,۰۰۰,۰۰۰	۳۷۱,۰۰۰,۰۰۰	۵۲۶,۸۲۰,۰۰۰	۵۲۶,۸۲۰,۰۰۰	۵۲۶,۸۲۰,۰۰۰

مفروضات	۱۴۰۴	۱۴۰۵
فروش (بشکه)	۱۴۸,۰۰۰,۰۰۰	۱۴۸,۰۰۰,۰۰۰
میانگین کرک اسپرد محصولات (دلار)	۸	۸
دلار	۷۲۰,۰۰۰	۹۰۰,۰۰۰
تورم	%۴۰	%۴۵
افزایش حقوق	%۳۵	%۴۰
نرخ سوخت (دلار)	۰,۱۱	۰,۱۱

تحلیل حساسیت

میانگین کرک اسپرد محصولات (دلار)								EPS ۱۴۰۴	
۱۱	۱۰	۹	۸	۷	۶	۵	۴	دلار نیمایی	
۱,۴۵۰	۱,۳۰۰	۱,۱۵۱	۱,۰۰۱	۸۵۱	۷۰۲	۵۵۲	۴۰۲		۶۵۰,۰۰۰
۱,۵۷۹	۱,۴۱۸	۱,۲۵۷	۱,۰۹۶	۹۳۴	۷۷۳	۶۱۲	۴۵۱		۷۰۰,۰۰۰
۱,۷۰۹	۱,۵۳۶	۱,۳۶۳	۱,۱۹۰	۱,۰۱۸	۸۴۵	۶۷۲	۴۹۹		۷۵۰,۰۰۰
۱,۸۳۸	۱,۶۵۴	۱,۴۶۹	۱,۲۸۵	۱,۱۰۱	۹۱۶	۷۳۲	۵۴۸		۸۰۰,۰۰۰
۱,۹۶۷	۱,۷۷۱	۱,۵۷۶	۱,۳۸۰	۱,۱۸۴	۹۸۸	۷۹۲	۵۹۷		۸۵۰,۰۰۰

میانگین کرک اسپرد محصولات (دلار)								EPS ۱۴۰۵	
۱۱	۱۰	۹	۸	۷	۶	۵	۴	دلار نیمایی	
۱,۷۳۲	۱,۵۴۷	۱,۳۶۳	۱,۱۷۹	۹۹۴	۸۱۰	۶۲۶	۴۴۲		۸۰۰,۰۰۰
۱,۸۶۱	۱,۶۶۵	۱,۴۶۹	۱,۲۷۳	۱,۰۷۸	۸۸۲	۶۸۶	۴۹۰		۸۵۰,۰۰۰
۱,۹۹۰	۱,۷۸۳	۱,۵۷۵	۱,۳۶۸	۱,۱۶۱	۹۵۴	۷۴۶	۵۳۹		۹۰۰,۰۰۰
۲,۱۱۹	۱,۹۰۱	۱,۶۸۲	۱,۴۶۳	۱,۲۴۴	۱,۰۲۵	۸۰۶	۵۸۷		۹۵۰,۰۰۰
۲,۲۴۹	۲,۰۱۸	۱,۷۸۸	۱,۵۵۸	۱,۳۲۷	۱,۰۹۷	۸۶۶	۶۳۶		۱,۰۰۰,۰۰۰

بیانیه سلب مسئولیت:

محتوای این گزارش مبتنی بر تحلیل آخرین وضعیت شرکت است و توصیه‌ای برای خرید و فروش سهام نمی‌باشد. هدف از تهیه این گزارش اشاعه فرهنگ تحلیل در بازار سرمایه است.



MEHR AYANDEGAN
Financial Development Group Co.

تهران، میدان شیخ بهائی، خیابان ونک غربی، پلاک ۱۵۴
www.mehanfdg.ir saham@mehanfdg.ir



تلفن امور سهام: ۸۸۰۶۷۶۸۸
فکس امور سهام: ۸۸۶۱۷۷۳۱
کدپستی: ۱۹۹۱۸۱۶۸۸۸
صندوق پستی: ۱۴۶۶۵-۱۳۱۵



سرمایه‌گذاری ارزشمند است