

# ماهگیران آب‌های گل آلود

(بررسی تاثیر افزایش بهای نفت بر سود ۷ شرکت نفتی بر تریایالات متحده)

سید مهدی سدیدی

s.m.sadidi@gmail.com



شرکت در بورس نیویورک می‌باشد.

## بررسی تغییرات قیمت نفت خام سبک در بورس نیویورک:

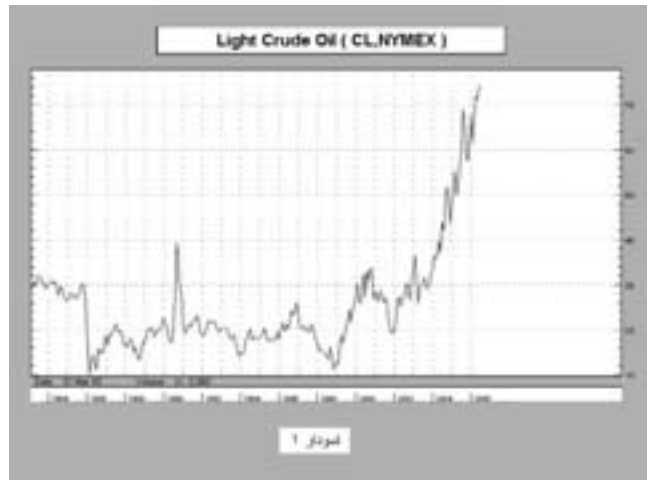
انواع نفت خام‌ها در بازارهای جهانی قیمت‌های متفاوتی دارند که عمدتاً از کیفیت نفت (سبک، سنگین و ...) و یا منطقه جغرافیایی عرضه به بازار ناشی می‌شود. اما باید دانست که این قیمت‌ها در یک روند بلند مدت با فاصله‌ای نسبتاً ثابت در حال حرکت هستند، به عنوان مثال اگر بهای نفت خام سبک اوپیک با بهای نفت خام سبک برنت حدود ۵ دلار تفاوت قیمت دارد این تفاوت قیمت خود شناور و دستخوش نوسان است اما در یک روند بلند مدت فاصله معناداری را حفظ می‌نماید. بنابراین افزایش یا کاهش قیمت‌ها در مورد انواع نفت خام‌ها مصداق پیدا می‌کند از این‌رو آنچه به عنوان شاخص مورد بررسی قرار گرفته است نرخ بهای نفت خام سبک در بازار بورس نیویورک (NYMEX) می‌باشد.

هرگونه تغییر در قیمت یک کالا آثار منفی و مثبت متعددی برای گروه‌های ذینفع به همراه خواهد داشت و بسته به اهمیت کالا دامنه این آثار گسترده‌تر خواهد شد. آنچه در این زمینه مورد بررسی قرار خواهد گرفت بصورت زیر تبیین می‌گردد:

بهای نفت خام در بازارهای جهانی طی چند سال اخیر با شتابی کم سابقه جریان داشته و افزایش یافته است با توجه به آنکه در جهان امروز «نفت» به عنوان کالایی ضروری و استراتژیک مطرح می‌باشد نوسانات قیمتی آن بی‌تردید بر بسیاری از موازنه‌های موجود تأثیرگذار خواهد بود. عرضه کنندگان و تقاضا کنندگان عمده این محصول استراتژیک بی‌گمان از اثرات این نوسانات مصون نبوده و نخواهند بود.

هدف این مقاله بررسی اثر جهش ناگهانی بهای نفت بر روند سود خالص ۷ شرکت برتر گروه پالایش نفت ایالات متحده در یک دوره مالی ۴ ساله بین سالهای ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۵ و روند قیمت سهام این ۷

## نمودار ۱: بهای نفت خام سبک در بورس نیویورک



همانطور که در نمودار مشاهده می‌شود بهای نفت از سال ۲۰۰۳ به طور چشمگیری افزایش داشته‌است. در بررسی وقایع سال ۲۰۰۳ به آغاز جنگ آمریکا و عراق در مارس ۲۰۰۳ و آغاز بحران خاورمیانه برمی‌خوریم.

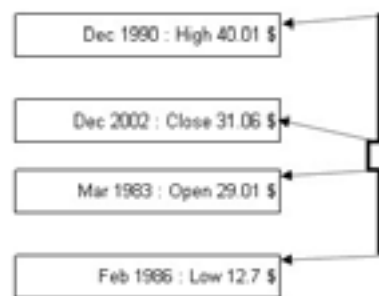
مارس ۲۰۰۳ را به عنوان نقطه عطف بازار در نظر می‌گیریم. نقطه‌ای که جهش قیمتی آغاز گردیده‌است و بدین ترتیب نمودار به دو بخش مجزا تقسیم می‌گردد.

تحلیل تکنیکال و مقایسه دو مقطع زمانی بیست و سه ساله به شرح زیر خالی از لطف نیست:

## دوره زمانی الف (۲۰۰۳ - ۱۹۸۳):

در نقطه شروع در ۱۹۸۳ قیمت ۲۹ دلار و ۱ سنت بوده است و بالاترین قیمتی که در طول مدت ۲۰ سال توسط بازار لمس گردیده‌است ۴۰ دلار و یک سنت در دسامبر ۱۹۹۰ می‌باشد که آن نیز متأثر از جنگ خلیج فارس (عراق و کویت) بوده‌است. اما پایین‌ترین قیمت بازار در طی این دوره ۱۲ دلار و ۷ سنت در فوریه ۱۹۸۶ ثبت گردیده است و در نهایت دوره زمانی الف در نرخ ۳۱ دلار و ۶ سنت پایان یافته است (Close).

نمودار شمعی تغییرات قیمت نفت خام سبک در بورس نیویورک ۲۰۰۲/۱۲ - ۱۹۸۳



Candle 1

واضح است که در طول این مدت ۲۰ سال بهای نفت تنها مابین نرخ ۱۲ دلار و ۷ سنت و ۴۰ دلار و یک سنت در نوسان بوده است:

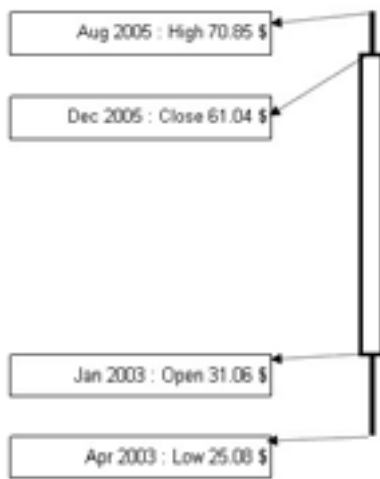
$$12.07 \leq price \leq 40.01$$

پس دامنه نوسان بازار تنها ۲۸ دلار بوده و می‌توان دامنه‌ای به عرض ۲۸ دلار ترسیم نمود و ملاحظه کرد که قیمت در طول این ۲۰ سال بیش از این حد نوسان نداشته است. البته باید دقت داشت که در این دوره بازار در نرخ ۲۹ دلار باز و در نرخ ۳۱ دلار بسته شده است که بین آغاز و پایان بازار در طول این مقطع بیست‌ساله تنها ۲ دلار تفاوت وجود دارد.

## دوره زمانی ب (۲۰۰۳ لغایت پایان ۲۰۰۵):

در این مقطع قیمت از ۳۱ دلار و شش سنت در مارس ۲۰۰۳ آغاز شده و در آگوست ۲۰۰۵، قیمت رقم ۷۰ دلار و هشتاد و پنج سنت را لمس نموده است که نقطه ماکزیمم دوره می‌باشد. در آوریل ۲۰۰۳ قیمت در پایین‌ترین حد خود یعنی ۲۵ دلار و ۸ سنت بوده و سرانجام دوره زمانی ب در نمودار مورد بررسی ما در آخر دسامبر ۲۰۰۵ در قیمت ۶۱ دلار و ۴ سنت خاتمه یافته‌است.

نمودار شمعی تغییرات قیمت نفت خام سبک در بورس نیویورک ۲۰۰۵/۱۲ - ۲۰۰۳



Candle 2

همانگونه که مشاهده می‌شود در طول مدت ۳ سال در دوره زمانی ب بهای نفت در فاصله قیمتی مابین ۲۵ دلار و ۸ سنت و ۷۰ دلار و ۸۵ سنت در حال نوسان بوده است:

$$25.08 \leq price \leq 70.85$$

یعنی نوسانی برابر با ۴۵ دلار و ۷۷ سنت.

بنابر این در مقطع زمانی بیست ساله الف، تنها نوسانی برابر ۲۸ دلار داشته‌ایم حال آنکه در دوره زمانی ب که تنها ۳ سال به طول انجامیده است نوسانی برابر با ۴۶ دلار مشاهده می‌شود و بهای نفت از سال ۲۰۰۳ تا پایان سال ۲۰۰۵ برابر با ۹۶ درصد افزایش یافته است.

دامنه تغییرات آغاز و پایان دوره نیز حدود ۳۰ دلار بوده که این مورد نیز از دوره الف مذکور بسیار فراتر است.

با این مقدمه اثرات افزایش قیمت را در وضعیت سود و زیان ۷ شرکت برتر نفتی ایالات متحده مورد بررسی قرار می‌دهیم.

طبق آخرین رتبه‌بندی ۵۰۰ شرکت برتر ایالات متحده (از لحاظ میزان درآمد) ۷ شرکت ذیل به عنوان برترین شرکت‌های گروه پالایش نفت معرفی گردیده‌اند (جدول ۱)

صورت سود و زیان این ۷ شرکت نیز پس از بررسی، تلخیص و تجمیع گردیده که به صورت جدول شماره ۲ مشاهده می‌شود.

تقاضای قوی برای محصول این ۷ شرکت می‌باشد به طوری که رشد ۱۳۰٪ بهای تمام شده نیز نتوانسته است نسبت سود ناویژه به درآمد را به طور محسوس تحت تأثیر قرار دهد.

۲- سود قبل از کسر بهره، مالیات و استهلاک (EBITDA)\* از رابطه زیر بدست می‌آید:

هزینه‌های عمومی و اداری فروش - سود ناویژه = (EBITDA)

هزینه‌های عمومی و اداری با سود خالص نسبت عکس دارد به طوریکه رشد این هزینه سبب کاهش EBITDA و در نهایت کاهش سود خالص می‌شود. مشاهده می‌کنیم نسبت این هزینه به درآمد در هر سال کاهش داشته‌است یعنی با توجه به روند رشد ۱۱۷٪ درآمد، روند هزینه‌های عمومی و اداری کاملاً کنترل شده و کاهش یافته تا جایی که در سال ۲۰۰۵ نسبت به ۲۰۰۲ این هزینه تنها ۱۰٪ افزایش داشته‌است. کنترل هزینه‌ها در این سطح بسیار قابل توجه می‌باشد. حاصل این کنترل منجر به افزایش ۱۸۱٪ در EBITDA سال ۲۰۰۵ نسبت به ۲۰۰۲ گردیده است.

۳- سود قبل از کسر مالیات (EBT) از رابطه زیر بدست آمده است: سایر درآمدها + سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها + استهلاک - هزینه بهره - EBITDA = EBT  
هزینه بهره و استهلاک عامل کاهش سود قبل از کسر مالیات (EBT) و بالطبع کاهش سود خالص می‌باشد.

همانطور که در جدول ۲ ملاحظه می‌شود سهم استهلاک نسبت به درآمد کاهش یافته‌است. این نسبت در سال ۲۰۰۲ پنج درصد و در سال ۲۰۰۵ سه درصد درآمد بوده‌است و در مجموع باید گفت روند هزینه استهلاک روندی ثابت بوده و تغییرات درآمدی تأثیری بر آن نداشته و در طول این ۴ سال از روندی منطقی برخوردار بوده است. نسبت هزینه بهره به درآمد، سال به سال کاهش داشته و در مجموع

رتبه	شرکت	رتبه در فهرست ۵۰۰ شرکت برتر ایالات متحده					رتبه در فهرست ۵۰۰ شرکت برتر دنیا
		2002	2003	2004	2005	Apr 06	
1	Exxon Mobil Corp	2	3	2	2	1	
2	Chevron Corp New	8	7	6	6	4	
3	ConocoPhillips	81	12	7	7	6	
4	Valeo Energy Corp New	138	55	34	22	15	
5	Marathon Oil Corp	43	52	35	31	23	
6	Sunoco Inc	143	64	123	82	66	
7	Hess Corp	152	162	139	126	88	

### نکات قابل توجه به شرح ذیل می‌باشد:

۱- با توجه به رشد ۹۶٪ بهای نفت از ۲۰۰۳ تا کنون ملاحظه می‌شود که درآمد این ۷ شرکت با ۱۱۷٪ افزایش از ۴۰۰ میلیارد دلار به ۸۷۰ میلیارد دلار رسیده است و سود ناویژه که تفاوت درآمد و قیمت تمام شده می‌باشد نیز ۱۲۲٪ رشد داشته است. این نکته ثابت می‌نماید که رشد قیمت نفت در میزان درآمد این ۷ شرکت نه تنها تأثیر منفی نداشته بلکه سبب رشد فزاینده درآمد و سود ناویژه نیز گشته است. اگر محصول این ۷ شرکت با توجه به افزایش بهای تمام شده (متأثر از افزایش بهای نفت خام) با انحصار (طبیعی) و کم‌کشش بودن تقاضا همراه نبود به طور یقین درآمد شرکتها که از افزایش فروش ناشی می‌شود، رشد نمی‌کرد و حاشیه سود ناویژه به شدت کاهش می‌یافت. رابطه ما بین رشد چهار مولفه: بهای نفت، درآمد، قیمت تمام‌شده و سود ناویژه نشان‌دهنده وجود بازار و

### جدول ۲: صورت سود و زیان تجمعی ۷ شرکت

ارزاد به میلیون دلار	2002		2003		2004		2005		درصد افزایش نسبت به ۲۰۰۲
	نسبت اجزاء به درآمد	12/2002	نسبت اجزاء به درآمد	12/2003	نسبت اجزاء به درآمد	12/2004	نسبت اجزاء به درآمد	12/2005	
درآمد عملیاتی	100%	400,864	100%	521,148	100%	665,278	100%	870,211	117%
تعینات درآمد	11%	44,304	10%	49,829	8%	54,390	8%	55,542	25%
هزینه فروش (بهای تمام شده)	72%	286,970	72%	377,075	73%	488,755	76%	659,918	130%
سود ناویژه	17%	69,590	18%	94,244	18%	122,133	18%	154,751	122%
هزینه های عمومی و اداری فروش	6%	23,719	5%	25,305	4%	26,735	3%	26,009	10%
قبل از استهلاک EBIT	11%	45,871	13%	68,939	14%	95,398	15%	128,742	181%
استهلاک	5%	18,951	4%	20,935	3%	21,714	3%	24,106	27%
سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها	1%	2,382	1%	6,090	1%	9,531	1%	15,454	546%
سایر درآمدها	1%	2,136	1%	5,972	1%	3,951	1%	5,420	154%
سایر	-	-3,815	-	344	-	10	-	23	-
سود قبل از کسر بهره و مالیات	7%	27,633	12%	60,330	13%	87,176	14%	125,533	354%
هزینه بهره	1%	2,463	0%	2,406	0%	2,349	0%	2,179	-12%
سود قبل از مالیات	6%	25,170	11%	57,925	13%	84,827	14%	123,354	390%
مالیات	3%	11,521	4%	21,490	5%	32,301	6%	49,324	328%
مالیات (سهم انقیرت)	0%	501	0%	1,098	0%	1,410	0%	1,304	160%
سایر	-	508	-	-1,036	-	-326	-	42	-
سود خالص	3%	12,640	7%	36,373	8%	51,434	8%	72,684	475%

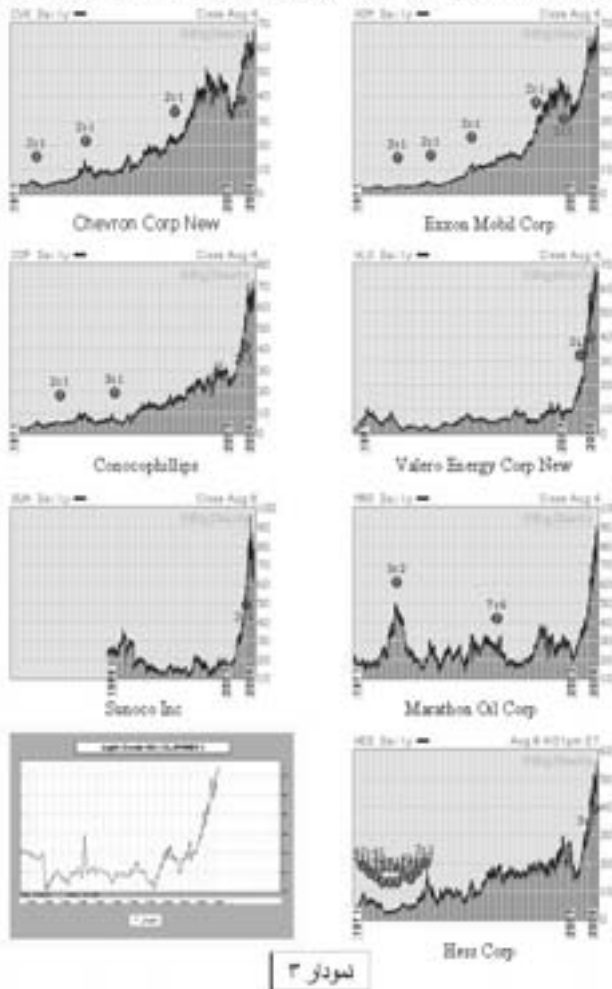
همانطور که ملاحظه می شود شیب خط « روند سود خالص»، بیشتر از شیب خط «روند در آمد» می باشد در صورت موازی بودن این دو خط می شد نتیجه گیری نمود که به ازاء هر یک واحد افزایش درآمد یک واحد نیز افزایش سود خالص خواهیم داشت اما نمودار نشان میدهد که شتاب رشد سود خالص تقریباً ۴ برابر شتاب رشد درآمد بوده است.

### بررسی وضعیت ارزش سهام ۷ شرکت در بورس نیویورک:

مهمترین عامل تعیین کننده و تغییر دهنده قیمت سهام یک شرکت در بازار بورس نرخ بازده هر سهم می باشد. در بازار بورس نیویورک با شرایط خاص حاکم بر بازار ارتباط مابین بازده سهم و قیمت سهام کاملاً مستقیم و معنی دار است. در بررسی نمودار سهام ۷ شرکت برتر گروه پالایش نفت نکات ذیل به چشم می خورد:

همانطور که در نمودار ۳ مشاهده می شود کل زمان بازار را به دو مقطع تقسیم کرده ایم مقطع A از تاریخ اولین معامله لغایت سال ۲۰۰۳ و مقطع B از سال ۲۰۰۳ لغایت پایان جولای ۲۰۰۶ (۴ آگوست ۲۰۰۶).

نمودار نوسانات قیمت سهام ۷ شرکت برتر گروه پالایش نفت ایالات متحده در بورس نیویورک



نمودار ۳

برای روشن تر شدن موضوع؛ در کنار نمودار ۷ شرکت، مجدداً نمودار تغییرات بهای نفت (نفت خام سبک در نایمکس) آورده شده است. نمودارها کاملاً گویاست. شکل ظاهری نمودار ۷ شرکت با یکدیگر و نیز با نمودار بهای نفت همسان می باشد. روند رشد در هر

هزینه بهره در سال ۲۰۰۵ نسبت به سال ۲۰۰۲ به میزان ۱۲٪ کاهش یافته است که این را می توان ناشی از کاهش حجم بدهی های ۷ شرکت در نتیجه افزایش نقدینگی حاصل از رشد ۱۱۷٪ درآمد و همچنین ناشی از کاهش هزینه های اخذ وام بدلیل افزایش ارزش سهام و افزایش قدرت و پشتوانه های مالی این شرکتها دانست.

پس ملاحظه شد که تأثیر عوامل کاهنده سود قبل از کسر مالیات کاهش یافته اند.

سود حاصل از سرمایه گذاری ها و سایر درآمدها عامل افزایش سود قبل از کسر مالیات می باشند یعنی افزایش در میزان این دو درآمد سبب افزایش سود قبل از کسر مالیات (EBT) وبالطبع افزایش سود خالص خواهد شد.

سود حاصل از سرمایه گذاریها در سال ۲۰۰۵ نسبت به سال ۲۰۰۲ به میزان ۵۶٪ افزایش داشته است.

همانگونه که جدول ۲ نشان می دهد سایر درآمدها نیز در سال ۲۰۰۵ نسبت به سال ۲۰۰۲ از افزایشی به میزان ۱۵۴٪ برخوردار بوده است بنابراین با توجه به روند رشد ثابت هزینه استهلاک و کاهش ۱۲٪ هزینه بهره و افزایش ۵۶٪ سود حاصل از سرمایه گذاری ها و ۱۵۴٪ سایر درآمدها: رشد ۳۹۰٪ برای EBT (سود قبل از کسر مالیات) کاملاً توجیه پذیر می باشد.

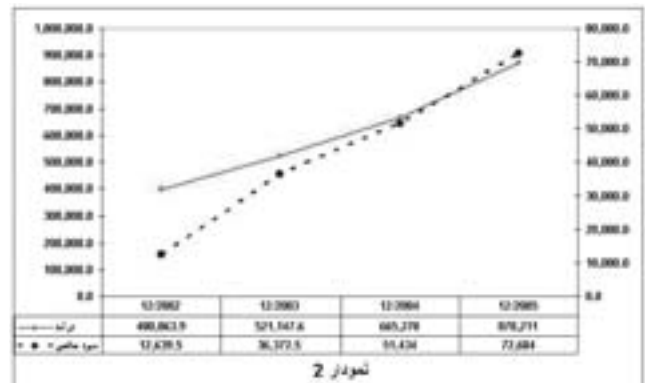
روند تغییرات سهم مالیات نسبت به درآمد نیز در جدول زیر منعکس شده است.

مالیات														
درآمد	نسبت به	2005	نسبت به	2004	نسبت به	2002								
افزایش	درآمد	50,628	نسبت به	33,719	نسبت به	12,022								
نسبت به	درآمد	6%	نسبت به	5%	نسبت به	3%								
2002	درآمد	421%	2003	درآمد	22,589	4%								
2002	نسبت به	421%	2003	نسبت به	22,589	4%	2004	نسبت به	33,719	5%	2005	نسبت به	50,628	6%

با بررسی روند هزینه مالیات در کنار سایر عواملی که قبلاً بررسی شد نتیجه میگیریم که: عوامل کاهنده سود خالص (بهای تمام شده، هزینه عمومی اداری فروش، استهلاک هزینه بهره، مالیات و ...) در سطحی متعادل کنترل و تنظیم گردیده اند و عوامل فزاینده سود خالص مانند درآمد حاصل از سرمایه گذاری ها، سایر درآمدها و ... به صورت چشمگیری رشد داشته اند در نتیجه رشد ۴۷۵٪ سود خالص را در این ۷ شرکت کاملاً قابل انتظار است.

بطور خلاصه: افزایش ۹۶٪ بهای نفت منجر به رشد ۱۱۷٪ درآمد و در نهایت رشد ۴۷۵٪ سود خالص این ۷ شرکت گردیده و سود خالص در ۲۰۰۵، پنج برابر سود خالص در سال ۲۰۰۲ بوده است. نمودار ۲ شتاب فزاینده سود خالص نسبت به درآمد را نشان می

دهد.



نمودار ۲

جدول تغییرات قیمت سهام ۷ شرکت  
بورس نیویورک - دوره ۳ ساله

2003 - 2006				Company
close	high	low	open	
78	78	35	35	Exxon Mobil Corp
76	78	33	33	Chevron Corp New
68	72	25	25	Conocophillips
88	90	23	23	Marathon Oil Corp
54	67	14	14	Hess Corp
67	69	10	10	Valero Energy Corp New(۱۹۹۰ - ۲۰۰۳)
78	97	60	20	Sunoco Inc(۱۹۹۲ - ۲۰۰۳)

جدول تغییرات قیمت سهام ۷ شرکت  
بورس نیویورک - دوره ۳۲ ساله

1971 - 2003				Company
close	high	low	open	
35	47	2	2	Exxon Mobil Corp
33	51	3	3	Chevron Corp New
25	33	2	2	Conocophillips
23	50	14	20	Marathon Oil Corp
14	30	3	4	Hess Corp
10	13	3	3	Valero Energy Corp New(۱۹۹۰ - ۲۰۰۳)
20	37	2	25	Sunoco Inc(۱۹۹۲ - ۲۰۰۳)

open	قیمت اولیه سهام در طی دوره مورد نظر
low	پایینترین قیمت سهام در طی دوره
high	بالاترین قیمت سهام در طی دوره
close	آخرین قیمت سهام در طی دوره

## جدول ۳

جالب است بدانید در مدت ۱۵ دقیقه‌ای که این مقاله را مطالعه فرمودید. (بر مبنای اطلاعات مالی پایان ۲۰۰۵) به میزان ۷۸۹ ۷۸۹ ۸۳۴ ۲۴ دلار به درآمد و ۲۸۸ ۲۰۷۳ دلار به سود خالص این ۷ شرکت اضافه گردیده است! یعنی در هر ثانیه درآمدی معادل ۲۷۵۹۴ دلار و ۲۰ سنت و سود خالصی برابر ۲۳۰۳ دلار و ۶۵ سنت.

منابع:

<http://www.exxonmobil.com><http://www.chevron.com><http://www.conocophillips.com><http://www.valero.com><http://www.marathon.com><http://www.sunoco.com><http://www.hess.com><http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500><http://futures.tradingcharts.com/javachart/CO/A6>

۷ شرکت هم راستا و هم شتاب بوده و مهمتر آنکه با روند رشد بهای نفت نیز کاملاً مطابقت دارد که خود نشان‌دهنده واکنش و حساسیت بالای بازار نسبت به مولفه‌های اثرگذار می‌باشد. در هر ۷ شرکت قیمت سهام از سال ۲۰۰۳ رشد جهشی خود را آغاز کرده است. جدول ۳ اطلاعات دقیق تغییرات قیمت سهام را نشان می‌دهد. (ارقام به دلار می‌باشد)

برترین شرکتهای گروه پالایش نفت ایالات متحده به بهترین نحو از تغییرات قیمت نفت خام منتفع گردیده‌اند. رتبه این شرکت‌ها به طور چشم‌گیری بهبود یافته (جدول ۱) و انتظار رشد بیشتر نیز متصور می‌باشد. اما آنچه در انتها باید یادآور گردید ارتباط کاملاً تنگاتنگ بین ضریب افزایش قیمت نفت با ضریب افزایش درآمدها و قیمت سهام در بازار می‌باشد. خلاصه اینکه با ۱/۹ برابر شدن بهای نفت از ابتدای ۲۰۰۳ تا کنون رشد در آمد ۷ شرکت ۲/۱ برابر، رشد سود خالص ایشان ۵/۷ برابر و میانگین رشد قیمت سهام ایشان در بورس نیویورک «نایمکس» ۲۶٪ یا ۳/۶ برابر بوده است.

