



إدارة البحوث

Prithi K. Devassy, CFA

Tel +966 11 2119370, devassyp@alrajhi-capital.com

7.1% أعلى من الحالي
23/1/2019 بتاريخ

70.00
65.30

السعر المستهدف
السعر الحالي

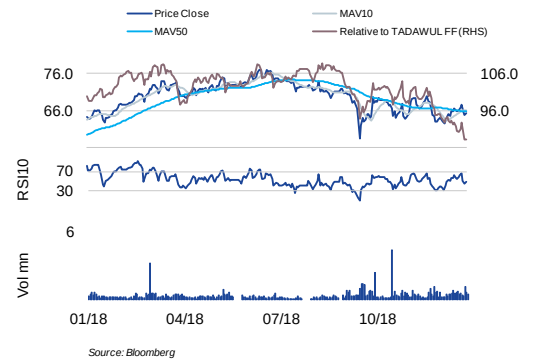
التصنيف الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

الأداء



الأرباح

(SARmn)	2017	2018	2019e
Revenue	7,221	7,628	7,875
Y-o-Y	15.9%	5.6%	3.2%
Gross profit	2,870	2,865	3,087
Gross margin	39.7%	37.6%	39.2%
Net profit	2,376	2,420	2,692
Y-o-Y	1.4%	1.8%	11.2%
Net margin	32.9%	31.7%	34.2%

EPS (SAR)	4.2	4.3	4.8
DPS (SAR)	3.3	3.8	4.3
Payout ratio	76.9%	87.2%	88.8%
P/E (Curr)	15.5x	15.2x	13.6x
P/E (Target)	16.6x	16.3x	14.6x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

شركة ينسب الوطنية للبتروكيماويات (ينساب) الربع الرابع : تكاليف اغلاق المصانع أعلى مما كان متوقعا

في الربع الرابع، أعلنت ينساب عن إيرادات أقل بنسبة 25% على أساس سنوي كما كان متوقعا، بسبب عمليات اغلاق المصانع التي أعلن عنها سابقا. بيد أن صافي الربح جاء منخفضا بنسبة 70% إذ بلغ 234 مليون ريال (مقارنة بتقديرنا التي بلغت 473 مليون ريال) ويعتبر من أدنى مستويات صافي الربح خلال السنوات الأخيرة. ومن المرجح أن يعود السبب في ذلك إلى (أ) التكاليف التي تجاوزت التوقعات المرتبطة باغلاق المصانع، وهو اغلاق لم يكن من نوع الاغلاق المعتاد للصيانة ولكنه كان مرتبطا أيضا بمشروع التوسع في جلايكول الاثيلين الاحادي و/أو (ب) عمليات خفض قيمة المخزون. وكانت شركة كيان الكيماوية الأخرى التابعة لشركة سابك والمسجلة في السوق، قد أعلنت سابقا أيضا عن أرباح أقل من التوقعات بسبب التكاليف المرتفعة (من المحتمل أنها تعزى لعمليات خفض قيمة المخزون في دفاتر الشركة) مما قد يعني ضمنا أرباحا أقل من التوقعات لسابك. وعلى أية حال، فإن مصنع ينساب لجلايكول الاثيلين الاحادي بعد التوسع قد بدأ بنجاح تشغيله التجاري ونتوقع أن يؤدي ذلك زيادة أرباح الشركة بنسبة 4%. ولا تزال ينساب واحدة من الشركات التي يعتمد عليها في مجال الكيماويات في المملكة العربية السعودية نظرا لأدائها التشغيلي الجيد، واحتمال أن تشهد ارتفاعا في ربح السهم الموزع، وكذلك نظرا لإدراج سوق المملكة في مؤشرات الأسواق الناشئة في 2019، بالإضافة إلى أن دفاترها تخلو من الديون. ومع ذلك، ونظرا لانخفاض أسعار المنتجات، فقد قمنا بخفض سعرنا المستهدف للسهم إلى 70 ريال كما جاء تصنيفنا للشركة محايدا متضمنا التوصية بزيادة المراكز في سهمها.

التوسع في جلايكول الاثيلين الاحادي يتوقع أن يزيد الأرباح: بدأت ينساب عملياتها التشغيلية التجارية في مشروعها للتوسع في جلايكول الاثيلين الاحادي في 17 يناير 2019. وقد تم زيادة الطاقة الانتاجية بمقدار 80 ألف طن سنويا. وبناء على تقديرنا الأولي، فمن الممكن أن يؤدي هذا التوسع إلى زيادة صافي أرباح ينساب بمقدار 109 مليون ريال (4.1% في السنة المالية 2019). بيد أن هذه الأرباح ربما تتخفض جزئيا نتيجة لانخفاض انتاج البولي اثيلين نظرا لعدم وجود فائض في اللقيم. وتتوقع الشركة أن تحقق أرباح تصل إلى 64 مليون ريال ابتداء من الربع الأول 2019.

شكل 1: ملخص نتائج الربع الرابع 2018 لشركة ينساب

(SAR mn)	Q4 2017	Q3 2018	Q4 2018	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est	Comments
Revenue	2,167	2,110	1,619	-25.3%	-23.3%	1,660	Largely in-line with our estimate of SAR1,660mn but beat consensus estimate of SAR1,461mn.
Gross profit	897	839	349	-61.1%	-58.4%	560	Higher-than-expected impact of MEG plant shutdown pushed gross profit below our estimate.
Gross margin	41.4%	39.8%	21.5%			33.7%	
Operating profit	780	711	200	-74.4%	-71.9%	440	Higher-than-expected SG&A costs (~SAR149mn vs. SAR120mn expected) further led to miss at the operating level.
Operating margin	36%	34%	12%			27%	
Net profit	778	729	234	-70.0%	-68.0%	473	Consequently, net profit came in below our (SAR473mn) and consensus (SAR470mn) estimates.
Net margin	36%	35%	14%			28%	

المصدر : معلومات الشركة ، الراجحي المالية

التقييم والمخاطر: لا تزال نظرنا ايجابية لينساب ، نظرا لمقدراتها التشغيلية القوية مقرونة بمركزها المالي الجيد (وضع النقد الصافي) ومقدراتها الكبيرة على تحقيق تدفقات نقدية حرة. وبالإضافة إلى ذلك، فإن متطلباتها الرأسمالية تعتبر محدودة بعد اكتمال مشروع التوسع في جلايكول الاثيلين الاحادي. ورغم أن انخفاض أرباح الربع الرابع عن التقديرات، والتي كانت تعزى أساسا إلى تأثير اغلاق المصانع الذي تجاوز التوقعات، فقد أبقينا على تقديرنا المستقبلية لمعدلات التشغيل نظرا لأن احتمالات اغلاق المصانع تعتبر أقل في عام 2019. بيد أن أسعار المنتجات ظلت تسجل انخفاضا، ونتيجة لذلك فقد أجرينا خفضا لسعرنا المستهدف للسهم لفترة الاثني عشر شهرا القادمة إلى 70 ريال للسهم (من 75 ريال للسهم) بناء على طريقة تقييم تجمع بأوزان متساوية بين طريقة التدفقات النقدية المخصومة (64.5 ريال للسهم على أساس تدفقات نقدية حرة، متوسط لتكلفة رأس المال المرجح للمدى البعيد/ تكلفة رأس مال بنسبة 12.6%) وطريقة التقييم النسبي (سعر مستهدف للسهم يبلغ 75.5 ريال على أساس مكرر ربح مستقبلي يبلغ 14 مرة لعام 2019). إن أسعارنا المفترضة للمنتجات لعام 2019، تعتبر مماثلة بشكل عام لأسعار الربع الرابع أو أعلى بشكل طفيف. وترتبط مخاطر ارتفاع سعر السهم عن تقديرنا، بحدوث ارتفاع أعلى من التوقعات في أسعار جلايكول الاثيلين الاحادي، حدوث ارتفاع أعلى من التوقعات في توزيعات أرباح السهم، بينما تتمثل عوامل انخفاض سعر السهم عن تقديرنا، في حدوث انخفاض في فروقات أسعار المنتجات وحدثت عمليات اغلاق غير مخطط لها لمصانع الشركة.



الشكل 2 : تفاصيل مشروع التوسع في جلايكول الاثيلين الاحادي – السعودية

Ethylene glycol expansion project - Saudi Arabia

Additional ethylene glycol capacity (kta)	80	Ownership	
Total ethylene glycol capacity after expansion (kta)	850	Yansab	100.00%
Location	Yanbu	Others	0.00%
Construction phase	2017-18		
In-service year	Q1 2019		
Investment costs (SAR 'mn)	373	Financing	
Main feedstock	Ethylene	Debt	0%
Feedstock supplier	Internal	Equity	100%

Financial Impact on FY19E earnings

Additional ethylene glycol production capacity (kta)	80
Utilization	100%
Incremental sales volume (kta)	80
MEG price (US\$/t)	1,040
Implied incrementa revenue @100% utilization (SAR 'mn)	312
Average net margin	35%
Implied incremental net profit (SAR 'mn)	109
Possible Impact on 2019E earnings	4.1%

Source: Company data, Al Rajhi Capital

الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

إخلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صرحية أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة أو أنها تصلح لأي غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضاً أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات ويبلغ سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للتراجع أو الانخفاض كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحوث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بإدخال الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة الراجحي المالية، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفها، لا تكون مسؤولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وشركة الراجحي المالية لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استئصال أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقيماً في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حيثما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفاً للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه السعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير المتزامنة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10% فوق السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 10% دون سعر السهم الحالي و10% فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 10% دون مستوى السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقاً للقيمة العادلة المقترحة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلاً لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقترحة لذلك السهم، ونشرح الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

يرجى ملاحظة أن تحقيق أي سعر مستهدف يخضع لأوضاع السوق بوجه عام والاتجاهات الاقتصادية وغيرها من العوامل الخارجية، أو إذا كانت الأرباح أو الأداء التشغيلي للشركة المعنية يتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

للاتصال

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 211 9449

بريد إلكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد إلكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37