



إدارة البحوث

Prithish K. Devassy, CFA

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

شركة الأسمدة السعودية (سافكو)

الربع الثاني: أرباح أقل من التقديرات؛ تحسن في النظرة المستقبلية؛ رفعنا سعرنا المستهدف للسهم إلى 93 ريال

أعلنت سافكو عن تحقيق أرباح كانت أقل بشكل طفيف من التوقعات ويعزى ذلك إلى ارتفاع التكلفة النقدية الثابتة للإنتاج في ظل إغلاق بعض المصانع. وحسب معلوماتنا، فقد تم إغلاق مصنع سافكو 2 (وفقاً لتقرير مجلس الإدارة لعام 2018) وسافكو 3 لمدة حوالي 28 يوماً و 37 يوماً، على التوالي في الربع الثاني وربما يكون تأثير ذلك أعلى من توقعاتنا. وقد تم تعويض ذلك جزئياً بتحسين أرباح الأسهم الموزعة، مما نتج عنه انخفاض الأرباح عن التقديرات بشكل طفيف. وبالنسبة للتوقعات المستقبلية، فإننا نعتقد أن هناك ثلاثة عوامل رئيسية مساعدة تتمثل في: أ) مع الانتهاء من عمليات إغلاق المصانع الرئيسية، فإننا نتوقع أن يرتفع الإنتاج بنسبة 17% تقريباً مقارنة بمستوياته للربع الثاني. ب) تشهد المقومات الأساسية لليوريا تحسناً نظراً لتوقع انخفاض المعروض في سوق اليوريا العالمي، وذلك نتيجة لمحدودية الإضافة للطاقت الانتاجية للمصانع خارج الصين (2020 تقديرياً: 1.5 مليون طن سنوياً مقابل 3.4 مليون طن سنوياً كحجم عرض تقديري جديد في 2019؛ المصدر: يارا). لقد ارتفعت أسعار اليوريا بنسبة 6% تقريباً على أساس ربعي في الربع الثالث حتى تاريخه. ج) النظرة المستقبلية الضعيفة للمدى القريب لقطاعي البتروكيماويات/البونوك السعوديان، يمكن أن تعني ضمناً تقييماً أعلى نسبياً لشركة سافكو. ويمكن أن تشمل العوامل المساعدة الأخرى، الجهود الرامية لخفض التكلفة التي أعلنتها الشركة وكذلك الدعم من توزيعات أرباح الأسهم. وبالنسبة لعام 2019، فإننا نتوقع أن يرتفع ربح السهم الموزع إلى 3.0 ريال للسهم (2.50 ريال للسهم في 2018)، مما يعني ضمناً تحقيق عائد توزيعات يبلغ 3.4%، وهو عامل مساعد أيضاً. وبناءً على تقديراتنا المعدلة لأسعار اليوريا لعام 2020 التي تبلغ 290 دولار/الطن، فقد قمنا برفع سعرنا المستهدف للسهم إلى 93 ريال للسهم (السابق 78 ريال) ولكننا أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

شكل 1: ملخص نتائج الربع الثاني 2019 لشركة سافكو

(SAR mn)	Q2 2018	Q1 2019	Q2 2019	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est	Comments
Revenue	950	719	814	-14.4%	13.2%	830	Largely in-line with our estimate of SAR830mn (consensus: SAR868mn). Higher-than-expected rise in production costs (ex-feedstock costs and depreciation) amid plants shutdowns pushed the gross profit below our estimate.
Gross profit	499	378	420	-15.9%	10.9%	469	
Gross margin	52.5%	52.6%	51.6%			56.5%	
Operating profit	395	296	325	-17.8%	9.9%	379	Further, slightly higher-than-expected SG&A (~SAR95mn vs. ~SAR90mn expected) led to miss at operating level.
Operating margin	42%	41%	40%			46%	
Net profit	410	335	380	-7.3%	13.4%	403	However, higher-than-expected other income (led by increased dividend income) capped the net profit miss (SAR380mn vs. SAR403mn expected).
Net margin	43%	47%	47%			49%	

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم: يتم تداول سهم سافكو حالياً عند مكرر ربح يبلغ 18.1 مرة بناءً على تقديرات ربح السهم لعام 2020، أي أقل من متوسطه التاريخي لفترة 3 سنوات الأخيرة الذي بلغ 19.5 مرة تقريباً، ولكنه أعلى من مكرر الربح لشركات الأسمدة العالمية النظيرة الذي يبلغ 10 مرة تقريباً. لقد أكملت الشركة توسعة الطاقة الانتاجية التي كان مخططاً لها لمصنع سافكو 3 للأمونيا (زيادة بنسبة 20% تقريباً في الطاقة الانتاجية) كما بدأ مرحلة الإنتاج التجاري في الربع الثاني 2019. ورغم انخفاض أرباح الربع الثاني عن التقديرات، فإننا نعتقد أن التحسن في المقومات الأساسية لسوق اليوريا سوف يؤدي إلى ارتفاع أسعار اليوريا، في المستقبل، مما سيؤدي إلى تعديلات في تقدير اتنا المستقبلية.

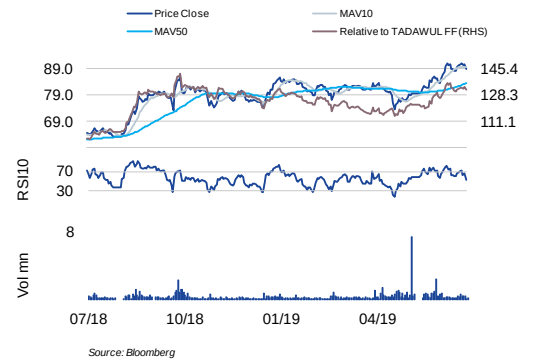
وبناءً عليه، فإن سعرنا المستهدف المعدل للسهم يبلغ 93 ريال بناءً على نموذجنا للتقييم الذي يمزج بأوزان متساوية بين طريقة التقييم النسبي (97.8 ريال للسهم على أساس مكرر ربح تقديري لعام 2020 يبلغ 19.0 مرة) وطريقة التدفق النقدي المخصوم (88.2 ريال للسهم على أساس التدفقات النقدية الحرة ونسبة تكلفة رأس مال تبلغ 9.3%). ومع ذلك، فقد أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

السعر المستهدف 93.00
السعر الحالي 85.80
بتاريخ 22/07/2019
8.3% أعلى من الحالي

التصنيف الحالي

تخفيض المراكز المحافظة على المراكز زيادة المراكز

الأداء



التوقعات

(SARmn)	2018	2019e	2020e
Revenue	3,860	3,602	4,132
y-o-y	39.9%	-6.7%	14.7%
Gross Profit	2,133	2,004	2,381
Gross margin	55.3%	55.6%	57.6%
Net income	1,738	1,740	2,048
y-o-y	97.9%	0.1%	17.7%
Net margin	45.0%	48.3%	49.6%
EPS (SAR)	4.2	4.2	4.9
DPS (SAR)	2.5	3.0	3.9
Payout ratio	60%	72%	80%
P/E (Curr)		21.2x	18.0x
P/E (Target)		22.3x	18.9x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



المخاطر: يمكن أن تشمل المخاطر الرئيسية لارتفاع سعر السهم عن تقديراتنا ، حدوث عمليات إغلاق رئيسية لمصانع اليوريا عالمياً، تأخير أو تعليق إنشاء مصانع يوريا جديدة في العالم، حدوث ارتفاع حاد في الطلب، وتحقيق ارتفاع أعلى من التوقعات في أسعار اليوريا، الى جانب حدوث ارتفاع في أرباح الأسهم الموزعة بأعلى من توقعاتنا. أما مخاطر انخفاض سعر السهم عن تقديراتنا، فربما تنشأ نتيجة لحدوث انخفاض حاد في سعر اليوريا والاستحواد على شركات زميلة/ تابعة مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية.

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 إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وآراء، 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 المطلقة 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 وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للتقلبات وانخفاض. 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 بإداء 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 وموظفيها، لا تكون مسؤولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسائر 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 وأردة 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 استنساخ 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 و 10٪ 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 مطابقاً للقيمة العادلة المقترحة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلاً 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 2119449

بريد الإلكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الإلكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

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