



إدارة البحوث

Prithish K. Devassy, CFA

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

108.00 السعر المستهدف  
5.8% أعلى من الحالي  
بتاريخ 05/08/2019 102.00 السعر الحالي

التصنيف الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

## الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سأبك) انخفاض أسعار التقييم يخفض الضغط على الشركة قليلا

لا تزال المخاوف المتعلقة بالنمو وتعرفة التجارة العالمية، مستمرة في اضعاف النظرة المستقبلية لقطاع البتروكيماويات. وقد بلغت أسعار بعض المنتجات مثل جلايكول الاثيلين الاحادي والبولي كربونات، أدنى مستوياتها خلال عقد من الزمان في الربع الثالث. كما أن أسعار بعض المنتجات الأخرى مثل البولي اثيلين، لا تزال تسجل انخفاضا طفيفا على أساس ربعي، بينما الشيء الأكثر أهمية من ذلك، هو أن البولي اثيلين الذي كانت أسعاره مرتفعة بحوالي 2% على أساس ربعي في الربع الثاني، يتم تداول أسعاره حاليا على انخفاض على أساس ربعي في الربع الثالث. والأسعار المرتفعة الوحيدة (من بين أسعار المنتجات الرئيسية) هي أسعار اليوريا التي ارتفعت على أساس ربعي في الربع الثالث. وعلى صعيد التكلفة، فقد انخفضت أسعار بعض أنواع اللقيم كالبروبان والبولتان، انخفاضا كبيرا بنسبة تجاوزت 22% و 27%، على التوالي في الوقت الراهن. ونظرا لأن أسعار اللقيم تتراوح بين 25-40% من المبيعات (يعتمد ذلك على تشكيلة المنتج)، فإننا نتوقع أن تستفيد شركات البتروكيماويات في الربع الثالث، مع تحقيق تحسن في الربح قبل الفائدة والضرائب والاستهلاك والإطفاء **EBITDA**. وبعد الاعلان عن نتائج الربع الثاني، بلغ سعرنا المعدل المستهدف للسهم 108 ريال للسهم (من 115 ريال /السهم) بناء على طريقة تقييم تجمع بأوزان متساوية بين طريقة التدفقات النقدية المخصومة وطريقة قيمة الشركة / **EBITDA** استنادا الى مكرر ربح مستقبلي (8.5 مرة، أي بانخفاض بنسبة 10% مقارنة بتقييم الشركات العالمية النظرية)، مما يوفر ارتفاعا متوسطا بنسبة 5.8% من الأسعار الحالية. هذا، ونتوقع تحقيق توزيعات أرباح أسهم بمعدل 4.2 ريال للسهم للاثني عشر شهرا القادمة (النصف الثاني 2019: 2.2 ريال/السهم والنصف الأول 2020: 2 ريال/السهم).

شكل 1: ملخص نتائج الربع الثاني 2019 لشركة سآبك

(SAR bn)	2Q19	1Q19	2Q18	y-o-y	q-o-q	ARC	vs ARC
Revenue	36.0	37.0	43.0	-17%	-4%	37.9	-5%
Gross Profit	10.0	11.0	16.0	-38%	-11%	11.3	-11%
G. Margin	28%	30%	37%			30%	
Op. profit	4.8	6.2	10.8	-55%	-21%	6.2	-22%
Op. margin	13%	16%	25%			16%	
Net profit	2.12	3.41	6.7	-68%	-38%	3.4	-38%
Net margin	6%	9%	16%			9%	

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

**مجموعة ضعيفة من أرقام الربع الثاني 2019:** بعد اعلانات النتائج الربعية للشركات التابعة – اعلان ينساب ) انخفاض عن التقديرات بأكثر من 100 مليون ريال)، وكيان ( انخفاضا بأكثر من 50 مليون ريال)، سافكو ( متماشية مع التقديرات)، كلاريانت ( خسارة صافية مقارنة بتوقع المحللين في السوق تحقيق ربح)، كنا نتوقع أن تعلن سآبك عن تحقيق أرباح أقل من 3 مليار ريال، وهي أقل من تقديراتنا/ تقديرات المحللين التي بلغت 3.4 مليار ريال. بيد أن الأرباح الفعلية للربع الثاني، جاءت منخفضة اذ بلغت 2.12 مليار ريال. وعلى صعيد أحجام المبيعات، وفقا لتقديراتنا، فقد انخفضت أحجام مبيعات سآبك لمنتجات البتروكيماويات بنسبة 3% على أساس ربعي. ونظرا لانخفاض المبيعات، ومع بقاء جزء كبير من التكاليف ثابتة، فقد جاء الربح الاجمالي منخفضا أيضا، اذ سجل انخفاضاً بنسبة 11% على أساس ربعي. وقد تحولت أرباح الشركات الزميلة الى سالبة في الربع الثاني ويعزى ذلك أساسا الى شركة كلاريانت والتي ربما لا تتكرر حيث قامت هذه الشركة بعمل مخصصات لمرة واحدة خلال هذا الربع.

**هل يمكن أن يقال أن الأسعار قد بلغت القاع الان:** بينما كانت هناك مؤشرات مبكرة لاستقرار الأسعار بحلول الاسبوع الأول من الربع الثالث، فإن المتوسط الحالي لأسعار المنتجات للربع الثالث، يعتبر دون مستويات الربع الثاني. بيد أن أسعار التقييم منخفضة أكثر مما سوف يساعد سآبك على تحقيق قيمة **EBITDA** أفضل في الربع الثالث ( 9.4 مليار ريال مقابل 9.07 مليار ريال في الربع الأخير). ورغم أن أننا لا نتوقع أن الوقت قد حان للقول أن أسعار المنتجات قد بلغت أدنى مستوياتها، مع الأخذ في الاعتبار الانخفاض في أسعار اللقيم والتكاليف غير المتكررة ( كلاريانت)، فإن الأرباح ربما تكون قد وصلت قاعها في الربع الثاني. ووفقا لبعض مصادرنا في هذا القطاع، فإن ضعف أسعار المنتجات ربما يستمر حتى نهاية 2019 و 2020. وبناء على ذلك، ومن وجه نظر طويلة المدى، ( 3-4 سنوات)، فإن ذلك يوفر فرصة ممتازة للشراء.

الأداء



Source: Bloomberg

الأرباح

(SARbn)	2018	2019e	2020e
Revenue	169.0	144.7	142.7
Revenue growth	12.8%	-14.4%	-1.4%
Gross profit	57.2	42.6	43.8
Gross margin	33.9%	29.4%	30.7%
EBITDA	51.8	38.0	39.9
EBITDA margin	30.6%	26.2%	28.0%
Net profit	21.5	11.3	12.8
Net margin	12.7%	7.8%	9.0%
EPS	7.2	3.8	4.3
DPS	4.4	4.5	4.0
Payout ratio	61%	119%	94%
EV/EBITDA	6.7x	9.1x	8.6x
P/E	14.2x	27.0x	23.9x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



**توزيعات الأرباح تعطى أولوية :** لقد أعطت شركة سابك توزيعات أرباح الأسهم أولوية حتى مع انخفاض الأرباح، وعليه فإن ذلك من شأنه توفير بعض الدعم لسعر السهم وبخاصة لشركتها التابعة ينساب، والذي توقعنا أن يصل إلى 3.5 ريال/ السهم. اننا نتوقع أن تدفع سابك 4.5 ريال/السهم لعام 2019 و 4 ريال/السهم في 2020.

#### التعليق على أسعار المنتجات :

- لامست الأسعار القياسية لجلايكول الاثنيون الاحادي 520 دولار في الصين في الربع الثاني من 2019، وهو أدنى مستوى لها منذ 2009. وتبلغ أسعار جلايكول الاثنيون الاحادي لشركة سابك، وفقا لتقديرنا، 680 دولار/ الطن في الربع الثالث حتى تاريخه.
- وفقا لشركة سابك، فقد تأثرت مقومات صناعة الميثانول تأثرا سلبيا نتيجة للطلب المنخفض من الصين أيضا، وأسواق الاستهلاك النهائية وخاصة لمنتج الفورميلدهيد، مع انخفاض الطلب من مصانع تحويل الميثانول الى اولفينات ( MTO ) والطلب الضعيف في الصين.
- ظلت أسعار البولي كربونات منخفضة ويعزى ذلك الى الطاقة الانتاجية الفائضة، والطلب المنخفض من أسواق المحركات وأسواق الاستهلاك النهائي الأخرى.
- كانت العوامل الرئيسية المحركة لصناعة البولي بروبيلين، أفضل نسبيًا مقارنة ببعض البوليمرات الأخرى ومع ذلك فقد انخفضت أسعاره بنسبة 3.5% في الربع الثالث.

**التقييم والمخاطر :** قمنا بخفض تقديرنا لتعكس أسعار المنتجات التي كانت أقل من التوقعات. وقد أخذنا المتوسط للتقييم المبني على طريقة التدفقات النقدية المخصومة وطريقة التقييم النسبي. وبالنسبة لطريقة التقييم النسبي، فقد افترضنا انخفاضًا بنسبة 10% من مكررات التقييم لشركات البتروكيماويات العالمية النظيرة على أساس قيمة الشركة/ EBITDA ( 8.5 مرة ) وتوصلنا الى قيمة عادلة لسهم الشركة تبلغ 103.5 ريال/ السهم. أما بالنسبة لطريقة التدفقات النقدية المخصومة، فقد توصلنا الى سعر مستهدف لسهم الشركة يبلغ 112.5 ريال بناء على متوسط مرجح لتكلفة رأس المال يبلغ 9.8% (كل الأرقام لم تتغير عن السابق). وهناك مجموعة من العوامل تشمل : المخاوف المتعلقة بتعرفة التجارة العالمية، دخول طاقات انتاجية جديدة، حدوث انخفاض غير متوقع في أسعار النفط وبالتالي حدوث انخفاض في أسعار المنتجات البتروكيماوية، والاعلاق غير المخطط له للمصانع، وأي تغير غير متوقع في أسعار اللقيم المدعوم، تعتبر مخاطر رئيسية لاحتمال انخفاض سعر السهم عن التوقعات. علاوة على ذلك، فإن المشاريع الجديدة كمشاريع تحويل النفط الى كيماويات ( مصافي الكيماويات)، تعتبر ضخمة جدا وغير تقليدية، ويمكن أن تمثل عامل مخاطرة آخر. أما مخاطر ارتفاع سعر السهم مقارنة بتقديرنا، فإنها تأتي من حدوث ارتفاع بأعلى من التوقعات في فروقات أسعار المنتجات، والتشغيل التجاري الناجح بأسرع من التوقعات لمشاريع التوسعة المستقبلية للشركة، الى جانب حدوث انتعاش في الطلب العالمي.



## 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، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح 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 (صريحة 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 مصفلة أو أنها تصلح لأي عرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضا 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 وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المئالي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسنولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات 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 بأداء 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 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 استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كليا أو جزئيا بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أي معدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقبلا 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 مخالفا 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 الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

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

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

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقا للقيمة العادلة المقترحة للسهم المعنى، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلا 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 دعتنا 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 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