



إدارة البحوث

Prithish K. Devassy, CFA

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

السعر المستهدف 62.0
السعر الحالي 68.80
10- % أعلى من الحالي
بتاريخ 27/4/2017

التصنيف الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

شركة الأسمدة السعودية نتائج جيدة للربع الأول ولكن من المحتمل أن تنخفض

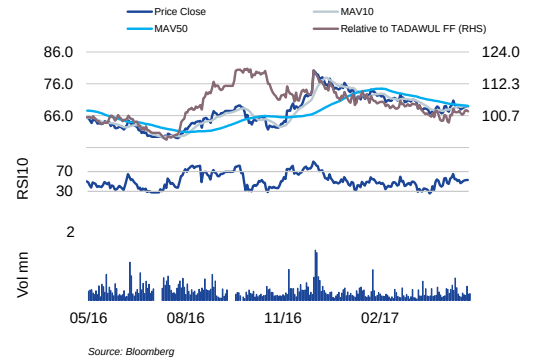
لقد أدى الارتفاع الحاد في سعر اليوريا ، مقرونا بتحسين الربح التشغيلي ، الى ارتفاع كبير في صافي الربح (52% تقريبا على أساس سنوي) في الربع الأول، وجاء ذلك متوافقا بشكل عام مع تقديراتنا. علاوة على ذلك، فقد أسهمت شركة ابن البيطار التابعة لسافكو ، مساهمة ايجابية في الربع الأول ، بعد أن أعلنت عن خسارة في الربع الرابع، ويعزى ذلك أساسا الى اغلاق مصنعها لأغراض الصيانة. ورغم أن النتائج المالية للربع الأول كانت جيدة بشكل عام ، فإننا نعتقد أن نتائج الربع الثاني ربما تنخفض على أساس الربع مقارنة بالسابق نظرا لأن متوسط سعر اليوريا في شهر أبريل قد انخفض بنسبة 18% تقريبا من متوسطه للربع الأول. علاوة على ذلك ، ربما يتم اغلاق مصنع سافكو 2 وسافكو 3 لفترة 4 أيام و 20 يوما على التوالي لصيانة مخطط لها في الربع الثاني. وقد سجل سهم الشركة انخفاضا بنسبة 7.8% تقريبا خلال هذا العام ولا يزال يتداول حاليا عند مكرر ربح تقديري مستقبلي يبلغ 21.3 مرة (وهو رقم لا يمكن تحقيقه مقارنة بالمتوسط التاريخي لمكرر الربح الذي يبلغ 15 مرة) استنادا الى تقديرنا لربح السهم لعام 2017. وبناء عليه، فقد أبقينا على تصنيفنا للشركة متضمنا التوصية بخفض المراكز في سهمها مع اقتراح سعر مستهدف للسهم يبلغ 62 ريال.

- **النتائج الرئيسية للربع الأول :** أ) ارتفعت إيرادات الربع الأول بنسبة 22% تقريبا على أساس سنوي لتصل الى 846.7 مليون ريال مدعومة بارتفاع سعر اليوريا وحجم المبيعات. (ب) بينما أصبح سعر اليوريا (22%+ على أساس سنوي) معروفا بشكل عام بالفعل، فقد أدت أحجام المبيعات التي كانت أقل من التوقعات في الربع الأول ، الى انخفاض الإيرادات عن التقديرات. (ج) أعلنت سافكو في وقت سابق ، أن مصنعها 2 و 3 سوف يغلقان في النصف الثاني 2017 لأغراض صيانة مجدولة لفترة 4 أيام و 20 يوما ، على التوالي. ونظرا لعدم وجود معلومات جديدة حول الموضوع، فإننا نفترض أن هذين المصنعين سوف يتم اغلاقهما في الربع الثاني (د). ربما تكون سافكو قد أعادت تصنيف بعض المصروفات من المستوى الاجمالي الى مستوى التشغيل ، مما أدى الى ارتفاع الربح الاجمالي مقارنة بتقديرنا (هـ). اننا نعتقد أن ربح الاستثمار من ابن البيطار ، قد أظهر ارتفاعا كبيرا (30 مليون ريال تقريبا) من خسائر الربع السابق التي بلغت 13.8 مليون ريال والتي كانت نتيجة لإغلاق المصانع المجدول وكان ذلك متوافقا بدرجة كبيرة مع توقعاتنا. (و) بلغ صافي الربح 423.4 مليون ريال ، بارتفاع بنسبة 51.7% على أساس سنوي ، مدعوما بارتفاع الإيرادات وتحسن ربح التشغيل. (ز) بعد التحول الى تطبيق نظام المحاسبة العالمي في الربع الأول، فقد تم خفض صافي الربح في الربع الرابع 2016 بنسبة 8%، بينما تم رفع الربح الاجمالي بنسبة 18%. اننا نعتقد أن هذا ربما يعزى للتغير في تصنيف بعض المصروفات كما ذكرنا انفا.

- **الربع الثاني ربما يشهد انخفاضا:** رغما عن أن الربع الأول قد كان جيدا بشكل عام ، فإننا نعتقد أن سافكو ربما تشهد أرباحا أضعف على أساس ربعي في الربع الثاني، ويعزى ذلك في المقام الأول الى انخفاض متوسط سعر اليوريا (انخفاض بنسبة 18% في أبريل) مقرونا بأحجام المبيعات المنخفضة نتيجة حالات اغلاق المصانع المجدولة.

- **الاستنتاجات لسابك:** جاءت الإيرادات الكلية للشركات المسجلة في السوق التابعة لسابك ، التي أعلنت عن نتائجها للربع الأول (ينساب ، كيان ، وسافكو)، أقل بنسبة 6% (320 مليون ريال) من تقديرنا (رغما عن أن ذلك كان بتأثير بنسبة 1% فقط على اجمالي الإيرادات التقديرية للربع الأول لسابك) بينما جاء ربح التشغيل/الصافي الكلي لهذه الشركات التابعة ، متوافقا بشكل كبير مع تقديرنا. وعليه ، فإننا نعتقد أن نتائج سابك من المرجح أن تكون منسجمة بشكل عام مع تقديرنا (36.4 مليون ريال للإيرادات و 5.6 مليون ريال لصافي الربح) .وحسب فهمنا ، فإن شركة ابن رشد التي أعلنت عن انخفاضات كبيرة في قيمة الاصول في أرباح السنة القليلة الماضية ، من المحتمل أن تكون قد تحولت الى تحقيق الربح خلال هذا الربع. وبالنسبة للمخاطر التي يمكن أن تؤدي الى انخفاض سعر السهم، فإننا نعتقد في خفض تقديرات الربح نتيجة لتطبيق معايير المحاسبة الدولية ، وهو ما حدث مع ينساب وكيان.

الأداء



الأرباح

Period End (SAR)	12/13A	12/14A	12/15A	12/16A
Revenue (mn)	4,240	4,456	3,547	2,856
Revenue Growth	-14.9%	5.1%	-20.4%	-19.5%
EBITDA (mn)	3,171	3,343	2,415	1,428
EBITDA Growth	-18.0%	5.4%	-27.8%	-40.9%
EPS	7.6	7.6	5.1	2.5
EPS Growth	-18.3%	0.4%	-32.9%	-50.4%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



- **التقييم والمخاطر:** يتم تداول سهم سافكو حاليا عند مكرر ربح تقديري مستقبلي يبلغ 21.3 مرة استنادا الى تقديرنا لربح السهم لعام 2017 ، ونعتقد أن السهم مقيم بأعلى من قيمته. وقد أبقينا على تصنيفنا للشركة متضمنا التوصية بخفض المراكز في سهمها مع اقتراح سعر مستهدف للسهم يبلغ 62 ريال، بناء على نموذجنا للتقييم (متوسط من طريقة التقييم النسبي وطريقة التدفق النقدي المحسوم). وترتبط المحفزات الرئيسية لارتفاع سعر السهم ، بارتفاع سعر اليوريا، بينما تشمل مخاطر انخفاض سعر السهم ، اغلاق المصانع بصورة غير مجدولة لفترات طويلة ، وانخفاض سعر اليوريا بسبب انخفاض الطلب وخاصة من القارة الاسيوية ، والتغير في الية تسعير اللقيم.

شكل 1 : ملخص الاداء المالي لشركة سافكو في الربع الاول 2017

(SAR mn)	Q1 2016	Q4 2016	Q1 2017	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	691.2	765.3	846.7	22.5%	10.6%	896.0
Gross profit	354.1	368.6	479.5	35.4%	30.1%	400.3
Gross profit margin	51.2%	48.2%	56.6%			44.7%
Operating profit	258.2	263.7	394.6	52.8%	49.6%	382.1
Net profit	279.0	264.7	423.4	51.7%	59.9%	440.0

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

خلاء 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 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 (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 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 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 ويأثر 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 المتأتي 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 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 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 مدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقيما 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 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 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، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقا للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، 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 المقدرة 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: +966 211 11 9449

بريد الكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

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