

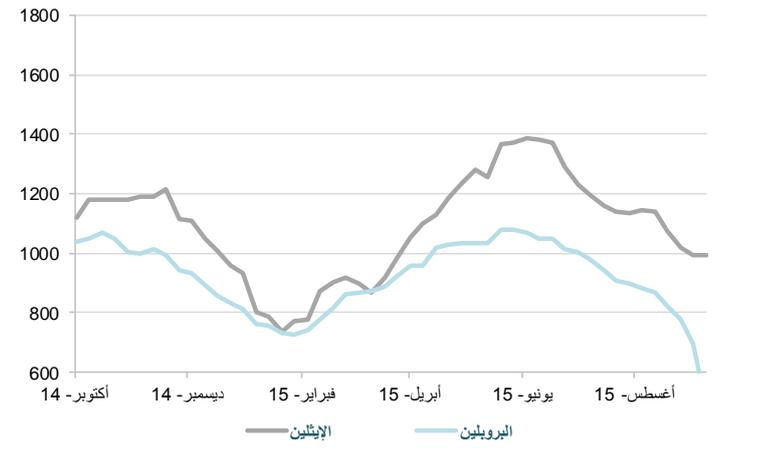
30 سبتمبر 2015

## النفط يعاود الانخفاض

بعد انتعاشها في الربع الثاني، عادت أسعار النفط للانخفاض في الربع الثالث لتؤثر بدورها على أسعار المنتجات البتروكيمياوية. تراوحت أسعار مزيج برنت عند مستوى 50 دولار للبرميل ليبلغ متوسط الأسعار 51 دولار للبرميل للربع الثالث من العام 2015، منخفضة بمقدار 20% مقارنة بالربع الماضي وبمقدار النصف مقارنة بأسعار العام الماضي. توالي الأخبار من أنحاء العالم التي تشير إلى تباطؤ الاقتصادات بالتزامن مع الفائض في الإنتاج ساهمت في بقاء أسعار النفط عند هذه المستويات. لا يبدو أن هناك أي مؤشر إيجابي يلوح في الأفق للربع الأخير من هذا العام. تتبع أسعار المنتجات البتروكيمياوية أسعار النفط بشكل كثيف. انخفضت أسعار الإيثلين بمقدار 11% مقارنة بمستوياتها في العام الماضي بينما انخفضت أسعار البروبيلين بمقدار 20% مقارنة بالعام الماضي. على الرغم من ذلك، فقد استقر الطلب على هذه المنتجات مقارنة بأسعارها معظم فترات هذا العام. بلغ متوسط أسعار الإيثلين والبروبيلين 1,112 دولار للطن و 842 دولار للطن على التوالي في هذا الربع.

لم تنجح أسعار الميثانول في تجاوز مستوى 390 دولار للطن التي بلغت في أواخر شهر يونيو الماضي وتقترب حالياً من مستوى 300 دولار للطن بنهاية شهر سبتمبر. على الرغم من انخفاض منصات الحفر للنفط الصخري، فقد ساهمت وفرة الإنتاج في بلوغ متوسط أسعار مزيج برنت في الربع الثالث مستوى 51 دولار للبرميل مقارنة بمستوى 64 دولار للبرميل في الربع الماضي.

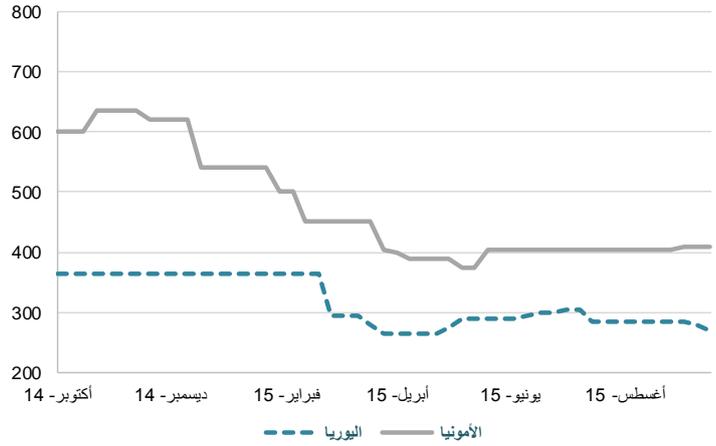
شكل 1: أسعار البتروكيمياويات الأساسية (دولار للطن)



المصدر: بلومبيرغ

بعد طول انتظار استطاعت أسعار اليوريا تسجيل بعض التحسن مقارنة بالربع الماضي. بلغ متوسط أسعار اليوريا 287 دولار للطن في الربع الثالث، بنمو قدره 2% مقارنة بالربع الثاني حيث بلغت 282 دولار للطن. سجلت أسعار الأمونيا بدورها نفس النمو حيث ارتفعت من 394 دولار للطن في الربع الثاني لتبلغ 406 دولار للطن في هذا الربع. لا نتوقع حدوث أي ارتفاع ملحوظ في أسعار اليوريا عن هذه المستويات حيث أن أسعار معظم المنتجات لازالت تحت الضغط.

شكل 2: أسعار اليوريا والأمونيا (دولار للطن)



المصدر: بلومبيرغ

على أساس ربعي، انخفضت أسعار الأتيلين بنسبة 12% عن الربع السابق، في حين تراجعت أسعار البروبلين بنسبة 18%. كما هبط متوسط خام برنت بنسبة 20% مقارنة بالربع السابق حيث كانت النظرة السلبية هي الطاغية على صناعات القرار نظراً لاستمرار القلق حول ارتفاع المعروض. توقف تراجع أسعار اليوريا هذا الربع حيث سجلت ارتفاعاً بنسبة 2% عن الربع السابق لتصل إلى 287 دولار للطن في المتوسط.

شكل رقم 3 : متوسط أسعار السلع بشكل ربعي (دولار للطن)



المصدر: بلومبيرغ

### توقعات الربع الثالث

يوضح جدول رقم (1) أدناه تفاصيل تقديراتنا للربع الثالث من العام 2015 لشركات قطاع البتروكيماويات التي تقع تحت تغطيتنا. تشير تقديراتنا إلى انخفاض مجمل إيرادات الشركات تحت التغطية بنسبة 31% مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي حيث لازالت أسعار البترول المنخفضة تؤثر في المقارنة على أساس سنوي. لم يشهد هذا الربع انقطاعات مؤثرة في الإنتاج. تشير تقديراتنا إلى أن شركة سبكي ستحقق إيرادات بتراجع قدره 1% فقط مقارنة بنفس الفترة من العام السابق مقابل انخفاض أكبر في الشركات المثيلة نظراً لوجود منتجات جديدة مقارنة بالسنة الماضية. على نفس السياق، وعلى الرغم من تراجع أسعار اليوريا على أساس سنوي، إلا أننا نتوقع تأثيراً أكثر توازناً على شركة سافكو بعدما أعلنت الشركة عن بدء الإنتاج التجاري في مصنع سافكو 5 في يوليو الماضي. نتوقع أن تنخفض إيرادات شركة سابك بنسبة 28% لتصل إلى 35 مليار ريال في حين تشير تقديراتنا إلى انخفاض صافي الدخل بنسبة 38% ليصل إلى 3.9 مليار ريال. في حين أنه من المتوقع أن تحقق شركة بترورابغ أكبر انخفاض في الإيرادات بنسبة 51%، إلا أن تقديراتنا لصافي الدخل تشير إلى انخفاض بنسبة 10% فقط نظراً لتحسن هوامش قطاع التكرير مقارنة بالسنة الماضية.

بالنسبة للشركات التي تقع تحت تغطيتنا، تشير تقديراتنا إلى أن صافي الدخل سيتراجع بنسبة 38% مقارنة بنفس الربع من العام الماضي مع تسجيل شركة التصنيع لهبوط بنسبة 92% في صافي الدخل ليصل إلى 18 مليون ريال. لازالت الشركة تعاني بسبب مصاريف إعادة تقييم الأصول وفي نفس الوقت استمرار انخفاض أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم. سيكون ارتفاع ربحية سهم شركة الصحراء المتوقع بنسبة 165% مجرد نتيجة لهبوط هوامش الربع الثالث من العام 2014 والتي نتج عنها صافي دخل بلغ 17 مليون ريال لتلك الفترة.

جدول 1: تقديرات الربع الثاني من عام 2015 (مليون ريال، باستثناء ربحية السهم)

الشركة	الإيرادات		الدخل قبل المصروفات البنكية والضريبة		الدخل الصافي		ربحية السهم	
	الربع الثاني 2015	الربع الثاني 2014	الربع الثاني 2015	الربع الثاني 2014	الربع الثاني 2015	الربع الثاني 2014	الربع الثاني 2015	الربع الثاني 2014
بتروكيم	1,731	1,952	453	386	182	244	0.51	0.38
سابك	35,360	49,239	10,872	6,070	3,977	6,442	2.15	1.33
سافكو	1,060	1,249	866	691	717	913	2.19	1.72
التصنيع	3,782	5,613	654	265	18	244	0.36	0.03
المجموعة السعودية	1,731	1,952	723	575	271	375	0.83	0.60
الصحراء	391	460	2	33	45	17	0.04	0.10
ينساب	1,995	2,494	784	401	312	691	1.23	0.56
سبكيم	987	1,002	270	224	132	161	0.44	0.36
المتقدمة	588	820	197	169	162	229	1.39	0.99
كيان السعودية	1,913	3,235	204	100	(52)	67	0.04	(0.04)
بترو راغ	7,306	14,814	306	271	265	294	0.34	0.30
المجموع	56,844	82,830	15,331	9,185	6,029	9,677	-38%	

المصادر: الرياض المالية، تقارير الشركات  
\* متوقعة

على الرغم من الهبوط الواضح في متوسط هوامش صافي الدخل والدخل التشغيلي للشركات تحت التغطية، فإنه من المتوقع أن يستقر هامش الدخل الإجمالي عند مستوى 27% في هذا الربع. في حين من المتوقع أن تتراجع هوامش صافي الدخل والدخل قبل المصروفات البنكية والضريبة بمقدار 200 نقطة أساس لتصل إلى 16% و 21% على التوالي. تشير تقديراتنا إلى أن شركة المتقدمة ستكون المنتج الوحيد الذي سيشهد ارتفاعاً في هوامش الدخل الإجمالي والدخل التشغيلي بمقدار 500 نقطة أساس، على الرغم من توقعاتنا بتراجع هامش صافي الدخل بمقدار 100 نقطة أساس.

جدول 2: تقديرات هوامش الربحية للربع الثاني من عام 2015

الشركة	الدخل الإجمالي		الدخل قبل المصروفات البنكية والضريبة		صافي الدخل	
	الربع الثاني 2015	الربع الثاني 2014	الربع الثاني 2015	الربع الثاني 2014	الربع الثاني 2015	الربع الثاني 2014
بتروكيم	33%	34%	23%	22%	13%	11%
سابك	27%	29%	22%	17%	13%	11%
سافكو	67%	71%	69%	65%	72%	68%
التصنيع	20%	21%	12%	7%	4%	1%
المجموعة السعودية	33%	34%	37%	33%	19%	16%
الصحراء	15%	6%	1%	8%	4%	12%
ينساب	23%	34%	32%	20%	28%	16%
سبكيم	29%	30%	27%	23%	16%	13%
المتقدمة	30%	25%	24%	29%	28%	27%
كيان السعودية	11%	10%	6%	5%	2%	-3%
بترو راغ	7%	4%	2%	4%	2%	4%
المجموع	27%	27%	23%	21%	18%	16%

المصادر: الرياض المالية، تقارير الشركات  
\* متوقعة

يوضح جدول رقم (3) أدناه أسعارنا المستهدفة وتوصياتنا لشركات قطاع البتروكيماويات تحت التغطية. قمنا برفع التوصية للشراء لكل من سابك والتصنيع والصحراء وسبكيم وبترو راغ لتنضم إلى شركات المجموعة السعودية وينساب في نفس التوصية. أما باقي الشركات فنبقى على التوصية بالاحتفاظ. لم نقم بتغيير الأسعار المستهدفة لهذه اللحظة ومنتظر نتائج الربع الثالث لتحديث تقديراتنا وتعديل أسعارنا المستهدفة بناء عليها. من الجدير بالملاحظة أن مكررات الربحية لشركتي الصحراء والتصنيع تؤثر على مجمل مكرر الربحية للشركات، حيث أن مكرر الربحية ينخفض إلى 11.8 مرة إذا ما تم استثناء هاتين الشركتين.

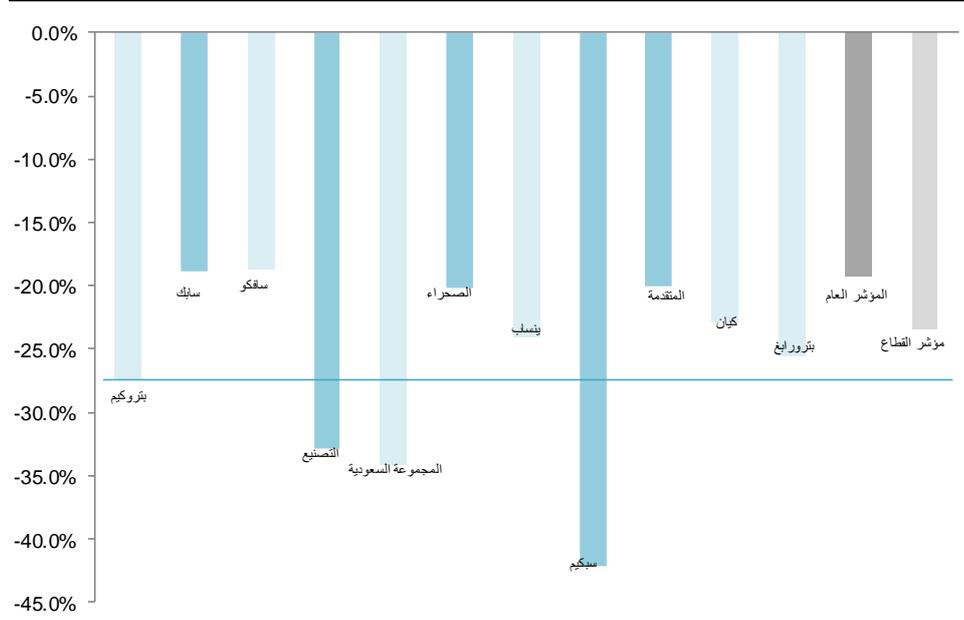
جدول 3: التصنيف والتقييم (مليون ريال)

الشركة	رمز التداول	السعر الحالي	القيمة السوقية	السعر المستهدف	التصنيف	عائد الأرباح الموزعة	مكرر الربحية (السعر/الأرباح)		مكرر القيمة الدفترية (السعر/القيمة الدفترية)	
							2015*	2014	2015*	2014
بتروكيم	2002	18.25	8,760	24.00	بيع	2.7%	10.9x	11.3x	1.6x	1.8x
سابك	2010	76.96	230,880	112.00	تراء	6.5%	11.9x	9.1x	1.1x	1.1x
سافكو	2020	95.18	31,727	125.00	احتفاظ	6.8%	12.4x	12.5x	4.3x	5.0x
التصنيع	2060	13.08	8,749	23.00	احتفاظ	1.9%	72.7x	8.2x	0.5x	0.5x
المجموعة السعودية	2250	17.82	8,019	31.00	احتفاظ	5.6%	7.9x	8.6x	1.1x	1.2x
الصحراء	2260	11.28	4,950	16.00	احتفاظ	3.5%	40.3x	12.8x	0.9x	0.9x
ينساب	2290	42.27	23,777	61.00	تراء	5.9%	15.5x	9.6x	1.5x	1.5x
سبكيم	2310	18.49	6,780	30.00	احتفاظ	6.8%	10.6x	11.2x	1.1x	1.1x
المتقدمة	2330	44.99	7,378	55.00	احتفاظ	7.2%	10.2x	9.8x	2.9x	3.1x
كيان السعودية	2350	8.25	12,375	12.00	احتفاظ	-	لا ينطبق	لا ينطبق	0.9x	0.9x
بترو رايف	2380	15.72	13,771	26.00	احتفاظ	-	14.8x	20.2x	1.4x	1.4x
متوسط المجموعة							20.7x	11.3x	1.6x	1.7x

المصدر: الرياض المالية  
\* متوقعة

يوضح الشكل رقم (4) أدناه حركة أسعار الأسهم للشركات التي نقوم بتغطيتها مقابل مؤشر السوق السعودي ومؤشر قطاع البتروكيماويات. جاء أداء مؤشر القطاع أقل من مؤشر السوق بنسبة 4.2% مما يعكس النظرة السلبية للمستثمرين حول أسهم قطاع البتروكيماويات بسبب تراجع أسعار البترول. استطاعت شركتي سابك وسافكو فقط التفوق على أداء مؤشر السوق، لكن بفارق بسيط قدره 40 نقطة أساس.

شكل 4: أداء قطاع الصناعات البتروكيماوية مقابل أداء المؤشر العام في الربع الثاني



المصدر: تداول

تصنيف السهم

غير مُصنّف	بيع	احتفاظ	شراء	شراء قوي
تحت المراجعة/ مقيد	سعر مبالغ فيه	إجمالي الإيرادات المتوقعة 15% <	إجمالي الإيرادات المتوقعة 15% ≥	إجمالي الإيرادات المتوقعة 25% ≥

لإبداء أي ملحوظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال : [research@riyadcapital.com](mailto:research@riyadcapital.com)

## بيان إخلاء المسؤولية

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنه موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة ، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية. وبناء عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، و/أو عدالة ، و/أو اكتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، و لن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء ، ومسؤولين، و موظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو احد أو أكثر من الشركات التابعة أو عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير

الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء أو التنبؤات أو التوقعات واردة في هذا التقرير، و ما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكيد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي

القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و / أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشرا للأداء المستقبلي. وفقا لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل

هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف ، وأهداف ، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ. قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظرا لان الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائما لجميع الأشخاص.

لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كليا أو جزئيا، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر