

# قطاع البتروكيماويات السعودي

## تطلعات على المدى البعيد



محمد فيصل بوتراك  
محلل بحوث

+966-1-203 6800 Ext. 5007

[muhammed.faisal@riyadcapital.com](mailto:muhammed.faisal@riyadcapital.com)

كمال العيثان

محلل بحوث مساعد

+966-1-203 6800 Ext. 5063

[kamal.al-aitan@riyadcapital.com](mailto:kamal.al-aitan@riyadcapital.com)

قطاع البتروكيماويات السعودي  
تطلعات على المدى البعيد



محمد فيصل بوتريك  
محلل بحوث

+966-1-203 6800 Ext. 5007

[muhammed.faisal@riyadcapital.com](mailto:muhammed.faisal@riyadcapital.com)

كمال العيثان

محلل بحوث مساعد

+966-1-203 6800 Ext. 5063

[kamal.al-aithan@riyadcapital.com](mailto:kamal.al-aithan@riyadcapital.com)

## الملخص التنفيذي

شهدت الصادرات السعودية من منتجات البتروكيماويات زيادة مطردة، حيث ارتفعت من 26.2 مليون طن في عام 2009 لتصل إلى 31.9 مليون طن في عام 2011. في غضون العام الجاري، تم تصدير ما يقارب 8.2 مليون طن حتى شهر مارس الماضي. تعرضت أسعار البتروكيماويات للتقلبات خلال العام الجاري، حيث ارتفعت بشكل قوي خلال الربع الأول إلا أنها تراجعت بنفس القوة خلال الربع الثاني. لا تزال ميزة انخفاض تكلفة اللقيم مستمرة في دعم خطط الشركات التوسعية، إلا أن التحول لمواد لقيم ثقيلة نظراً لمحدودية اللقيم من الغاز سوف يحد من ارتفاع الهوامش الربحية.

### المتقدمة (الرمز في تداول: 2330)

التوصية	التشراء
السعر الحالي	25.10 ريال
السعر المستهدف	32.00 ريال
العائد المتوقع لسعر السهم	27.5%
عائد الأرباح الموزعة	7.0%
إجمالي العوائد المتوقعة	34.5%

### الشركة المتقدمة للبتروكيماويات (المتقدمة)

نبدأ تغطيتنا لشركة المتقدمة بتوصية بالشراء وبسعر مستهدف يبلغ 32.00 ريال، والذي يُمثل عائداً مُتوقفاً لسعر السهم يبلغ 28% مقارنة بمستوياته الحالية. سيشهد استقرار الإيرادات إلى جانب صافي الدخل وأرباح الأسهم الموزعة للشركة، والتي تعتمد على إنتاج منتج واحد (البولي بروبيلين)، المزيد من التحسن مستقبلاً وذلك مع بدء الإنتاج في المشروع الجديد المشترك والمزمع إقامته في تركيا. سيقوم المشروع التركي المشترك مع مجموعة بايجان بمضاعفة الطاقة الإنتاجية من البولي بروبيلين، كما سيضمن للشركة موضع قدم في أكبر سوق لمنتجاتها.

### المجموعة السعودية (الرمز في تداول: 2250)

التوصية	التشراء
السعر الحالي	21.55 ريال
السعر المستهدف	29.00 ريال
العائد المتوقع لسعر السهم	34.6%
عائد الأرباح الموزعة	5.8%
إجمالي العوائد المتوقعة	40.4%

### المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي

نبدأ تغطيتنا للمجموعة السعودية للاستثمار الصناعي بتوصية بالشراء وبسعر مستهدف يبلغ 29.00 ريال، والذي يُمثل عائداً مُتوقفاً لسعر السهم يبلغ 35% مقارنة بمستوياته الحالية. تستمد الشركة قوتها من شراكتها الطويلة مع شركة شيفرون، لاسيما على صعيد العمليات التشغيلية. على الرغم من تأجيل بدء الإنتاج في الشركة الوطنية للبتروكيماويات (بتروكيم) لبضعة أشهر، إلا أن بدء العمليات التجارية في شهر يونيو سوف يدعم نمو هامش الدخل الإجمالي ليصل إلى 25% في العام المقبل، كما سيساهم في مضاعفة الإيرادات لهذه السنة حيث ستستفيد الشركة من ميزة ثبات تكلفة اللقيم.

### الصحراء (الرمز في تداول: 2260)

التوصية	الاحتفاظ
السعر الحالي	13.6 ريال
السعر المستهدف	15.50 ريال
العائد المتوقع لسعر السهم	14.0%
عائد الأرباح الموزعة	0.0%
إجمالي العوائد المتوقعة	14.0%

### شركة الصحراء للبتروكيماويات (الصحراء)

نبدأ تغطيتنا لشركة الصحراء للبتروكيماويات بتوصية بالاحتفاظ وبسعر مستهدف يبلغ 15.50 ريال، والذي يمثل عائداً مُتوقفاً لسعر السهم يبلغ 14% مقارنة بمستوياته الحالية. في اعتقادنا أن لدى الشركة خطاً توسعياً واعدة لجعلها لاعباً مهماً في قطاع البتروكيماويات، إلا أن التقلبات التي صاحبت مشروع الواحة منذ بدء الإنتاج التجاري تدعونا للقلق حيالها. تعزز شركة الصحراء تطوير مشروعين جديدين مع كل من شركتي معادن والتصنيع ويمثلان على التوالي في الشركة السعودية لمونمرات الأكريليك (SAMC) والشركة العربية لفينيل كلوريد (ACVC)، وذلك لإنتاج الكيماويات المتخصصة مثل كلوريد الايثيلين وحمض الأكريليك، و من المتوقع أن يبدأ العمل في هذين المشروعين قبل نهاية العام الجاري.

### سبكيم (الرمز في تداول: 2310)

التوصية	التشراء
السعر الحالي	19.00 ريال
السعر المستهدف	22.00 ريال
العائد المتوقع لسعر السهم	15.8%
عائد الأرباح الموزعة	6.6%
إجمالي العوائد المتوقعة	22.4%

### الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات (سبكيم)

نبدأ تغطيتنا للشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات (سبكيم) بتوصية بالشراء وبسعر مستهدف يبلغ 22.00 ريال، والذي يُمثل عائداً مُتوقفاً لسعر السهم يبلغ 16% مقارنة بمستوياته الحالية. ساهمت الأسعار المرتفعة لمنتج الميثانول، والذي يشكل ما نسبته 85% من مجمل الإيرادات، في دعم النتائج المالية للشركة خلال النصف الثاني من عام 2011. إن من شأن القيام بالتوسعة الثالثة أن يعزز التركيز على تكامل العمليات، الأمر الذي سوف يدفع قداماً بمكانة الشركة كواحدة من أكبر شركات البتروكيماويات المملوكة للقطاع الخاص في المنطقة. إضافة إلى ذلك، فإن عائد الأرباح الموزعة الذي يوفره السهم والبالغ 7%، يُعد ميزة إضافية للمستثمرين والساعين وراء اقتناء أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع أرباح بشكل مستمر.

### بتروكيم (الرمز في تداول: 2002)

التوصية	التشراء
السعر الحالي	19.80 ريال
السعر المستهدف	23.00 ريال
العائد المتوقع لسعر السهم	16.2%
عائد الأرباح الموزعة	0.0%
إجمالي العوائد المتوقعة	16.2%

### الشركة الوطنية للبتروكيماويات (بتروكيم)

نبدأ تغطيتنا للشركة الوطنية للبتروكيماويات (بتروكيم) بتوصية بالشراء وبسعر مستهدف يبلغ 23.00 ريال، والذي يمثل عائداً مُتوقفاً لسعر السهم يبلغ 16% مقارنة بمستوياته الحالية. بعد البدء في العمليات التجارية من مشروع الشركة السعودية للبوليمرات اعتباراً من شهر يونيو من العام الجاري، من المتوقع أن تبلغ ربحية السهم 1.41 ريال لعام 2012 وأن تنمو بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 23% لتصل إلى 3.27 ريال وذلك بحلول عام 2016. تشتمل خطوط الإنتاج في بتروكيم في غالبيتها على منتجات البتروكيماويات الأساسية كالبولي إيثيلين والبروبيلين والبولي بروبيلين. سيكون لتكامل عمليات التشغيل لمشروع الشركة السعودية للبوليمرات مع شركتين من شركات المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي وهما شيفرون فليبس السعودية والجبيل شيفرون فليبس أثر كبير في الاستفادة من القيمة المضافة وتأمين هوامش مرتفعة لكلا الشركتين.

05- أغسطس- 2012

## النظر على المدى البعيد

نبدأ تغطيتنا لشركة المتقدمة بتوصية بالشراء وبسعر مستهدف يبلغ 32.00 ريال والذي يُمثل عائداً مُتوقفاً لسعر السهم يبلغ 28% مقارنة بمستوياته الحالية. سيشهد استقرار الإيرادات إلى جانب صافي الدخل وأرباح الأسهم الموزعة للشركة، والتي تعتمد على إنتاج منتج واحد (البولي بروبيلين)، المزيد من التحسن مستقبلاً وذلك مع بدء الإنتاج في المشروع الجديد المشترك والمزمع إقامته في تركيا. إن تقييمنا لسهم المتقدمة يعتمد على تقدير القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية والتي تقوم على افتراض معدل نمو للشركة على المدى الطويل يبلغ 2%، كما افترضنا أيضاً متوسط تكلفة مُرَجَّح لرأس المال يبلغ 10.0%.

## إيرادات وربحية مستقرة

نمت إيرادات الشركة بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 25% منذ عام 2008، والتي ستبلغ ذروتها في عام 2015، كما سيؤدي نمو الطاقات الإنتاجية إلى مضاعفة أرقام الإيرادات بخانتين عشريتين. سيكون لاتفاقيات التسويق مع ثلاث شركات دولية رائدة في هذا المجال أثر كبير في تعزيز جودة الإيرادات، والذي بدوره يجنب الشركة التعرض إلى المخاطر الائتمانية. تشير تقديراتنا إلى نمو صافي الدخل بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 13% حتى عام 2016، كما تشير إلى بلوغ ربحية السهم 4.25 ريال.

## تكلفة لقيم مخفضة

تشتري شركة المتقدمة اللقيم (غاز البروبان) بخصم يبلغ 30% عن أسعار البيع في الأسواق اليابانية، مما يعطيها ميزة تنافسية بين اللاعبين الإقليميين والدوليين بالرغم من عدم استفادتها بشكل كامل من آلية الأسعار الثابتة المعمول بها للقيم من غاز الإيثان في السعودية. في الوقت ذاته، فإن اعتماد الشركة لآلية التسعير في السوق العالمي سوف يضمن عدم تأثرها في حال ارتفعت أسعار اللقيم في المملكة العربية السعودية.

## الوصول إلى السوق المحلية في تركيا

سيؤدي المشروع المشترك مع مجموعة بايجان التركية إلى مضاعفة الطاقة الإنتاجية من البولي بروبيلين، كما سيضمن للشركة موضع قدم في أكبر سوق لمنتجاتها. من المقرر أن يبدأ الإنتاج التجاري للمشروع بحلول الربع الأخير من عام 2016 والذي سيجلب تدفقات نقدية إيجابية، كما يتوقع أن يشكل مصدراً رئيسياً للإيرادات في عام 2015 وما بعده. من المرجح أن يكون بدء الإنتاج في المشروع المشترك في تركيا بمثابة نقطة الانطلاق لسهم المتقدمة وذلك بالتزامن مع تحسن مقاييس ربحيتها.

## التعرض لمنتج واحد

يُعد إنتاج الشركة لمنتج واحد فقط وهو البولي بروبيلين، من المخاطر الرئيسية والتي ظهرت بوضوح في الربع الأول من عام 2012، حيث ساهم ارتفاع أسعار غاز البروبان وتراجع أسعار البولي بروبيلين في تقلص هامش الربحية. بالرغم من ذلك، تشير نقطة التوازن المفضلة بين العرض والطلب لمنتج البولي بروبيلين إلى توقعات بارتفاع الأسعار على المدى المتوسط.

## توزيعات أرباح مستقرة

تُعد المتقدمة أحد أفضل الشركات في قطاع البتر وكيموايات السعودي من حيث معدل دفع أرباح الأسهم وعوائد الأرباح الموزعة على السهم. بلغ متوسط معدل دفع أرباح الأسهم 55% وذلك منذ عام 2008، من المتوقع أن يرتفع هذا المعدل إلى 57% خلال السنوات الخمس المقبلة. يعتبر عائد الأرباح الموزعة والبالغ 7% خلال العامين المقبلين فرصة استثمارية جذابة للمستثمرين الذين يبحثون عن دخل مستقر.

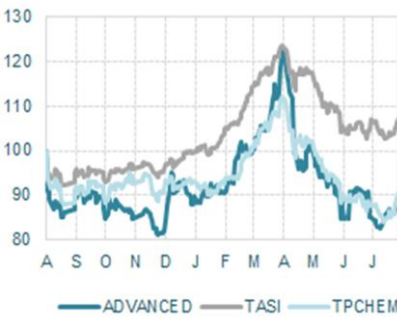
### إجمالي العوائد المتوقعة

السعر في 04- أغسطس-2012	25.10 ريال
العائد المتوقع لسعر السهم	27.5%
عائد الأرباح الموزعة	7.0%
إجمالي العوائد المتوقعة	34.5%

### بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً	22.25/34.30 ريال
القيمة السوقية	4,116 مليون ريال
الأسهم المتداولة	163.995 مليون
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	86.8%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهراً بالآلاف)	1,518
الوزن في المؤشر العام السعودي	0.3%
رمز الشركة في رويترز	2330.SE
رمز الشركة في بلومبيرغ	APPC AB

### أداء السهم



المصدر: بلومبيرغ

مؤشر الصناعة البتر وكيمواية	مؤشر تداول العام	المتقدمة	04- أغسطس- 2012
6,054	6,952	25.10	

### إجمالي التغير

6 شهور	0.1%	4.3%	2.3%
سنة	(9.3%)	7.9%	(9.9%)
سنتان	51.2%	9.8%	10.1%

### هيكل المساهمة

مساهمون عموميون	86.8%
شركة البولي بروبيلين الوطنية المحدودة	7.9%
المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية	5.3%



السنة المالية تنتهي في 31 ديسمبر (مليون ريال)	البيانات المالية الأساسية			
	*2014	*2013	*2012	2011
الإيرادات	2,945	2,890	2,732	2,791
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	854	687	604	751
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	29%	24%	22%	27%
ربحية السهم (ريال)	3.65	3.29	2.59	3.13
هامش الدخل الصافي	20%	19%	16%	18%
أرباح السهم الموزعة (ريال)	2.00	1.75	1.75	1.72
معدل دفع أرباح الأسهم	55%	53%	67%	55%
العائد على متوسط حقوق الملكية	21.6%	22.5%	19.7%	25.3%
العائد على متوسط الأصول	12.0%	15.7%	12.8%	15.2%
قيمة المنشأة / الإيرادات	2.0x	1.5x	1.7x	1.6x
قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك	6.7x	6.3x	7.5x	6.1x
السعر / التدفق النقدي للسهم	26.9x	11.1x	13.1x	8.6x
السعر / الأرباح	6.9x	7.6x	9.7x	8.0x

## فرضية الاستثمار

تقوم الشركة المتقدمة للبتر وكيمائيات كأحد منتجي البتر وكيمائيات في السعودية بإنتاج مادة البولي بروبيلين بطاقة إنتاجية تبلغ 450,000 طن. عملت الشركة بطاقة إنتاجية بلغت 114% وذلك في عام 2011، و سيستمر هذا النهج من استغلال الطاقة الإنتاجية بنسبة تفوق 100% حتى تبدأ خطوط الإنتاج بالعمل في المصنع الجديد بتركيا. تجري العمليات التشغيلية في مجمع متكامل في مدينة الجبيل الصناعية، وذلك بنزع الهيدروجين من غاز البروبان وتحويله إلى مادة البولي بروبيلين لتستفيد الشركة بشكل كامل من ميزة اللقيم المخفض.

نظراً لتمييز الشركة بسجل إيرادات وربحية مستقرة إلى جانب تقديراتنا التي تشير إلى نمو ربحية السهم بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 13% حتى عام 2016 بدعم من الطلب المتزايد على البولي بروبيلين على المدى المتوسط، فإنها تتبوأ موقعاً متميزاً بين نظرائها في القطاع.

إن من شأن الخصم بحوالي 28% لأسعار البروبان عن أسعاره في السوق العالمي أن يحسن هوامش الشركة الربحية خلال الفترة المتبقية من العام نظراً لاستمرار الاستفادة من تراجع أسعار النفط. كما سيؤدي بدء الإنتاج في المصنع التركي إلى استمرار تحسن مسار أرقام الإيرادات ونمو الربحية بعد عام 2016.

إن عائد الأرباح الموزعة والبالغ 7% على مدى العامين المقبلين بالتزامن مع تطلعات النمو، يجعل سهم المتقدمة من الخيارات الجيدة للمستثمرين الذين يبحثون عن الدخل أو النمو على حد سواء.

نبدأ تغطيتنا لشركة المتقدمة بتوصيتنا بشراء السهم وبسعر مستهدف يبلغ 32.00 ريال، والذي يمثل مكرر قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 7.5% وذلك لتقديرنا لعام 2012. في اعتقادنا أن سهم المتقدمة يوفر أفضل الخيارات للتعرض لمنتج البولي بروبيلين بشكل خالص في المنطقة، وذلك في ظل الديناميكية الممتازة الذي يحظى بها المنتج على المدى المتوسط.

05- أغسطس- 2012

## الدعم سيأتي من مشروع بتروكيم

نبدأ تغطيتنا للمجموعة السعودية للاستثمار الصناعي بتوصية الشراء وبسعر مستهدف يبلغ 29.00 ريال والذي يُمثل عائدًا مُتوقعًا لسعر السهم يبلغ 35% مقارنة بمستوياته الحالية. إن تقييمنا لسهم الشركة يعتمد على تقدير القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية بافتراض معدل نمو للشركة على المدى الطويل يبلغ 2.5%، كما افترضنا أيضاً متوسط تكلفة مَرَجِّج لرأس المال يبلغ 8.1%، وحقوق أقلية تبلغ 30%. تستمد الشركة قوتها من شراكتها الطويلة مع شركة شيفرون، لاسيما على صعيد العمليات التشغيلية. على الرغم من تأجيل بدء إنتاج الشركة الوطنية للبتروكيماويات (بتروكيم) لبضعة أشهر، إلا أن بدء العمليات التجارية في شهر يونيو سوف يساهم في نمو هامش الدخل الإجمالي ليصل إلى 25% في العام المقبل، كما سيساهم مضاعفة الإيرادات لهذه السنة حيث تستفيد الشركة من ميزة ثبات تكلفة اللقيم.

### نشاطات متنوعة

المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي هي عبارة عن تكتل متنوع للنشاطات البتروكيماوية، وبشراكة تمتد لأكثر من 15 عاماً مع شركة شيفرون فليبس للبتروكيماويات نتج عنها إنشاء ثلاثة مشاريع للبتروكيماويات حتى الآن. في حين أن المجموعة السعودية قد استفادت من الخبرة التقنية لشيفرون وقنواتها التوزيعية، فإن شيفرون أيضاً تستفيد من ميزة اللقيم الثابتة من خلال هذه الشراكة. إن من شأن المشاريع المتكاملة، والتي تعتمد على كون المنتجات النهائية بمثابة مدخلات للعمليات المقبلة، أن تعمل على تحقيق أقصى قدر من القيمة المضافة.

### بتروكيم تبدأ العمليات التجارية

أعلنت الشركة الوطنية للبتروكيماويات (بتروكيم) بتاريخ 23-6-2012 عن بدء العمليات التجارية في مشروعها الوحيد المتمثل في الشركة السعودية للبوليمرات، مما سيساهم بمضاعفة الطاقة الإنتاجية للمجموعة السعودية من 2.9 مليون طن إلى 6.3 مليون طن. استناداً إلى استمرار العمليات التجارية لنصف عام خلال 2012 إلى جانب إنتاج كامل لعام 2013، فإننا نتوقع أن تتضاعف إيرادات الشركة خلال عام 2012 لتصل إلى 9.3 مليار ريال وأن ترتفع كذلك إلى 12.8 مليار ريال في عام 2013.

### ارتفاع متوقع للهوامش الربحية

إلى جانب إضافة منتجات البولي اثيلين والبولي بروبيلين والبولي ستايرين لمحفظه منتجات المجموعة السعودية، فإنه من المتوقع أن يكون لمشروع بتروكيم أثر إيجابي كبير على ربحية الشركة. تشير تقديراتنا إلى ارتفاع هامش الدخل الإجمالي من مستوى 17% في عام 2011 ليصل إلى 23% في عام 2012 وإلى 25% بحلول عام 2016، كما تشير إلى مضاعفة الدخل الإجمالي ثلاث مرات ليصل إلى 2.1 مليار في هذا العام. يأتي هذا الارتفاع في الهوامش الربحية لمشروع بتروكيم من منتجات البوليمرات نتيجة للاستفادة من التكلفة الثابتة للقيم غاز الإيثان عند 0.75 دولار لكل مليون وحدة حرارية بريطانية (mmtbu). من المتوقع أن تنمو ربحية السهم بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 16% وفقاً لتقديراتنا.

### ديون مرتفعة، ولكن مع توزيعات أرباح جيدة

بينما نندي تحفظنا على مستوى الديون البالغة 15.2 مليار ريال وعلى نسبة الديون إلى الأصول التي تبلغ 57%، فإننا نتوقع أن يتغير هذا الاتجاه نحو الانخفاض لتصل الديون ونسبة الديون إلى الأصول إلى 14.2 مليار ريال و 45% على التوالي وذلك بحلول عام 2016. يشكل عائد الأرباح الموزعة في عام 2012 بما يعادل 5.8% إلى جانب ارتفاعه إلى أكثر من 7% حافزاً إضافياً للمستثمرين. بالنظر إلى مكرر أرباح (السعر/الأرباح) يبلغ 10.8 ومكرر قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 11.6 لتقديراتنا لعام 2012، فإننا نوصي بشراء السهم عند مستوياته الحالية.

السنة المالية تنتهي في 31 ديسمبر (مليون ريال)	البيانات المالية الأساسية			
	*2014	*2013	*2012	2011
الإيرادات	13,793	12,850	9,320	4,501
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	2,913	2,698	1,853	806
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	21%	21%	20%	18%
ربحية السهم (ريال)	3.32	2.99	2.00	1.17
هامش الدخل الصافي	20%	19%	18%	13%
أرباح السهم الموزعة (ريال)	1.50	1.50	1.25	1.00
معدل دفع أرباح الأسهم	45%	50%	63%	85%
العائد على متوسط حقوق الملكية	19.1%	19.3%	14.2%	8.8%
العائد على متوسط الأصول	5.1%	4.8%	3.4%	2.1%
قيمة المنشأة / الإيرادات	1.4x	1.6x	2.3x	4.7x
قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك	6.8x	7.7x	11.6x	26.1x
السعر / التدفق النقدي للسهم	2.1x	2.4x	2.8x	2.8x
السعر / الأرباح	6.5x	7.2x	10.1x	18.3x

### إجمالي العوائد المتوقعة

السعر في 04- أغسطس-2012	21.55 ريال
العائد المتوقع لسعر السهم	34.6%
عائد الأرباح الموزعة	5.8%
إجمالي العوائد المتوقعة	40.4%

### بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً	18.30/25.60 ريال
القيمة السوقية	9,698 مليون ريال
الأسهم المتداولة	450 مليون
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	83.1 %
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهراً بالآلاف)	1,455
الوزن في المؤشر العام السعودي	0.7 %
رمز الشركة في رويترز	2250.SE
رمز الشركة في بلومبيرغ	SIIG AB

### أداء السهم



المصدر: بلومبيرغ

مؤشر	مؤشر	المجموعة	04- أغسطس-2012
الصناعات البتروكيماوية	تداول العام	السعودية	
6,054	6,952	21.55	
<b>إجمالي التغير</b>			
6 شهور	4.3%	5.6%	
سنة	9.9%	5.1%	
سنتان	10.1%	21.4%	

### هيكل المساهمة

مساهمون عموميون	83.1%
المؤسسة العامة للتقاعد	10.6%
علي عبدالله إبراهيم الجفالي	6.3%

## فرضية الاستثمار

المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي هي عبارة عن تكتل متنوع للنشاطات البتروكيماوية، والتي تشمل عدة مشاريع مشتركة مع شركة شيفرون فليبس للبتروكيماويات في المملكة العربية السعودية. من منطلق عملها كشركة قابضة، فقد اعتمدت المجموعة السعودية في نموها على استراتيجية نمو أعمالها إلى جانب القيمة المضافة في مختلف نشاطاتها البتروكيماوية. تشمل العمليات التشغيلية في الوقت الراهن على ثلاثة مشاريع مشتركة تقوم بتصنيع منتجات من مواد كالبولي إيثيلين والبولي بروبيلين والبنزين وسيكلوهكسان والستايرين.

تقوم المجموعة السعودية باستغلال المسار التحويلي للمنتجات في المشاريع المشتركة، حيث تستخدم المنتجات النهائية كمدخلات لمنتجات أخرى كتوريد منتج الستايرين مثلاً من مصنع الجبيل شيفرون فليبس إلى مصنع الشركة السعودية للبوليمرات لإنتاج البولي ستايرين، الأمر الذي من شأنه أن يرفع الاستفادة من القيمة المضافة إلى أقصى حد.

من المتوقع أن يكون لمشروع بتروكيم أثر إيجابي كبير على إيرادات وربحية الشركة، والذي سوف ينعكس على الأداء المالي خلال النصف الثاني من عام 2012. إن من شأن زيادة الطاقة الإنتاجية من 2.9 مليون طن إلى 6.8 مليون طن أن يؤدي إلى مضاعفة الإيرادات لعام 2012 إلى 9.3 مليار ريال، في حين أن الإنتاج لمدة عام كامل سيدفع بالإيرادات نحو الارتفاع لتصل إلى 12.8 مليار لعام 2013 وذلك بارتفاع قدره 38% مقارنة بعام 2012.

بدءاً من الربع الثالث لعام 2012، ستكون مساهمة مشروع بتروكيم في دعم الهوامش الربحية وصافي الدخل للمجموعة السعودية مناهم التطورات الملحوظة خلال الفترة القادمة. ستؤدي الهوامش المرتفعة لمشروع بتروكيم إلى ارتفاع هامش الدخل الإجمالي وهامش الدخل الصافي للمجموعة السعودية ليصلا إلى 23% و 10% على التوالي وذلك في عام 2012. ومن المتوقع أن ترتفع ربحية السهم لتصل إلى 2.00 ريال في عام 2012 (بارتفاع قدره 70% مقارنة بعام 2011)، بينما نتوقع أن تصل إلى 2.99 ريال في عام 2013 (بارتفاع قدره 50% مقارنة بعام 2012).

نبدأ تغطيتنا لشركة المجموعة السعودية بتوصيتنا بشراء السهم وبسعر مستهدف يبلغ 29.00 ريال، والذي يمثل مكرر قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 13.4 وذلك لتقديرنا لعام 2012. في اعتقادنا أن سهم المجموعة السعودية يوفر توزيعات أرباح جذابة تبلغ 5.8% للمستثمرين الباحثين عن استثمارات الدخل والنمو أيضاً، وذلك بالتزامن مع بدء العمليات التجارية لمشروع بتروكيم إضافة إلى إعلان تأسيس مشروع شركة البتروكيماويات التحويلية.

05- أغسطس- 2012

## ظموحات كبيرة

### إجمالي العوائد المتوقعة

السعر في 04- أغسطس-2012	13.60 ريال
العائد المتوقع لسعر السهم	14.0%
عائد الأرباح الموزعة	-
إجمالي العوائد المتوقعة	14.0%

### بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً	12.50/20.15 ريال
القيمة السوقية	6,582 مليون ريال
الأسهم المتداولة	438.795 مليون
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	86.2 %
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهراً بالآلاف)	4,130
الوزن في المؤشر العام السعودي	0.4 %
رمز الشركة في رويترز	2260 .SE
رمز الشركة في بلومبيرغ	SPC AB

### أداء السهم



المصدر: بلومبيرغ

مؤشر	مؤشر	مؤشر	مؤشر
الصناعات البتر وكيموية	تداول العام	الصحراء	أغسطس-2012
6,054	6,952	13.60	2012- أغسطس
إجمالي التغير			
6 شهور	4.3%	11.9%	(%2.3)
سنة	7.9%	28.5%	(%9.9)
سنتان	9.8%	17.3%	(%10.1)

### هيكل المساهمة

مجموعة الزامل القابضة	7.9%
المؤسسة العامة للتقاعد	5.9%
مساهمون عموميون	86.2%

نبدأ تغطيتنا لشركة الصحراء للبتر وكيمويات بتوصية بالاحتفاظ وبسعر مستهدف يبلغ 15.50 ريال والذي يمثل عائداً مُتوقِعاً لسعر السهم يبلغ 14% مقارنة بمستوياته الحالية. في اعتقادنا أن لدى الشركة خططاً توسعية واعدة لجعلها لاعباً مهماً في قطاع البتر وكيمويات، إلا أن التقلبات التي صاحبته مشروع الواحة منذ بدء الإنتاج التجاري تدعونا للقلق حيالها. إن تقييمنا لسهم الصحراء يعتمد على تقدير القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية والتي تقوم على افتراض معدل نمو للشركة على المدى الطويل يبلغ 3.5% على خلفية النمو المتسارع في الطاقة الإنتاجية، كما افترضنا أيضاً متوسط تكلفة مُرَجَّح لرأس المال يبلغ 10.8%.

### ميزة ليوندل بازل

تقوم شركة الواحة التابعة لشركة الصحراء بالشراكة مع ليوندل بازل بإنتاج مادة البولي بروبيلين فقط، ما يجعل شركة الصحراء منتجاً خالصاً للبولي بروبيلين. إن ميزة اللقيم الثابت التكلفة، التي يحظى بها جميع منتجي البتر وكيمويات في المملكة العربية السعودية، تمثل فرصة جذابة بالنسبة لشركة ليوندل بازل على صعيد هوامش الربحية، في حين تستفيد شركة الصحراء من التراخيص التقنية لشركة ليوندل بازل فضلاً عن قدراتها التوزيعية التي تضمن تسويق منتج البولي بروبيلين بكل يسر.

### تأثير إغلاق المصنع

ألقى إغلاق مصنع الشركة من تاريخ 02-06-2012 وحتى 22-07-2012 بظلاله على نتائج الربع الثاني من عام 2012 والذي قد يمتد تأثيره على ربحية الشركة خلال الربع الثالث أيضاً. تراجعت إيرادات الشركة خلال الربع الثاني من العام الحالي بنسبة 21% مقارنة بالربع الأول من العام، كما انخفض صافي الدخل بأكثر من 70% مقارنة بالفترة ذاتها من العام السابق. نحن متحفظون تجاه التقلبات التي صاحبته نتائج شركة الواحة منذ بدئها للإنتاج التجاري في الربع الثاني من عام 2011، وسوف ننتظر لنرى المزيد من استقرار العمليات التشغيلية قبل تغيير وجهة نظرنا.

### مشروعان جديان بحلول نهاية عام 2012

على صعيد المشاريع المشتركة، تعتزم شركة الصحراء تطوير مشروعين جديين مع كل من شركتي معادن والتصنيع ويتمثلان على التوالي في الشركة السعودية لمونمرات الأكريليك (SAMC) والشركة العربية لفينيل الكلوريد (ACVC)، وذلك لإنتاج الكيمويات المتخصصة مثل كلوريد الإيثيلين وحمض الأكريليك. من المتوقع أن يبدأ العمل في هذين المشروعين قبل نهاية العام الجاري. لقد قمنا بصياغة تقديراتنا بافتراض انعكاس الأثر المالي لهذين المشروعين اعتباراً من عام 2013 لترتفع بذلك إيرادات الشركة بنسبة 63% مقارنة بعام 2012 وتصل إلى 2.9 مليار ريال. نتوقع أن تدرج نتائج الشركة العربية لفينيل الكلوريد في قائمة الدخل الموحدة، بينما ستدرج الشركة السعودية لمونمرات الأكريليك تحت دخل الشركات التابعة.

### المزيد من الخطط التوسعية، تثير الاهتمام

بالإضافة إلى المشروعين المشتركين مع معادن والتصنيع، كشفت الصحراء عن مزيد من الخطط التوسعية والتي تتضمن مشروع البوليمرات فائقة الامتصاص ومشروع البيوتانول، والتي نعتقد بأن تكون بمثابة الشرارة لتحركات سهم الشركة في المستقبل. وما يؤكد صحة هذا الكلام، هو دمج هذه المشاريع مع بعضها البعض بحيث يكون المنتج النهائي لأحدها هو اللقيم للآخر. حصلت شركة الصحراء على تخصيص من حصص اللقيم لجميع مشاريعها المستقبلية من قبل شركتي سابك وأرامكو، وربما يكون هناك سبب آخر لإثارة اهتمام المستثمرين والذي يتمثل في توزيع أرباح لأول مرة بواقع 0.50 ريال للسهم والمتوقع حدوثه في عام 2013.

البيانات المالية الأساسية	*متوقعة			
	2011	*2012	*2013	*2014
الإيرادات	1,526	1,760	2,876	3,047
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	621	653	904	941
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك و الاستهلاك	41%	37%	31%	31%
ربحية السهم (ريال)	0.94	0.93	1.45	1.52
هامش الدخل الصافي	27%	23%	22%	22%
أرباح السهم الموزعة (ريال)	-	-	0.50	0.50
معدل دفع أرباح الأسهم	-	-	35%	33%
العائد على متوسط حقوق الملكية	7.9%	7.3%	10.5%	10.3%
العائد على متوسط الأصول	4.9%	4.7%	6.9%	7.0%
قيمة المنشأة / الإيرادات	4.7x	3.9x	2.3x	2.1x
قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك	11.6x	10.4x	7.4x	6.8x
السعر / التدفق النقدي للسهم	6.0x	5.1x	5.6x	5.0x
السعر / الأرباح	14.5x	14.6x	9.4x	9.0x



## فرضية الاستثمار

تأسست شركة الصحراء للبتر وكيمائيات في يوليو عام 2004 بهدف امتلاك وتنفيذ المشاريع في قطاع البتر وكيمائيات والكيمائيات. لدى الشركة في الوقت الراهن استثمارات في مشروعين مشتركين هما مشروع شركة الواحة ومشروع الشركة السعودية للإيثلين والبولي إيثلين. بالإضافة إلى ذلك، قامت شركة الصحراء بالاستثمار في أربعة مشاريع جديدة في مجال منتجات البتر وكيمائيات التحويلية. عقدت الشركة عدة شراكات تتضمن شريكاً دولياً متمثلاً بشركة ليوندل بازل وشركاء محللين كشركتي التصنيع ومعادن.

إن من شأن الشراكة القوية مع ليوندل بازل أن توفر التقنية المتطورة فضلاً عن القدرات التسويقية والتوزيعية لجميع منتجات الشركة، في حين تستفيد ليوندل بازل من ميزة انخفاض تكلفة اللقيم في المملكة العربية السعودية من خلال مشاريعها المشتركة مع شركة الصحراء. كما عقدت شركة الصحراء عدة شراكات مع شركاء ذو سمعة قوية كشركة التصنيع ومعادن وكيان السعودية وأرامكو السعودية من خلال المشاريع التوسعية طور الإنشاء، الأمر الذي يوفر ضماناً تأمين حصص اللقيم من هؤلاء الشركاء للمشاريع الجديدة.

امتد إغلاق المصانع من أجل الصيانة خلال الربع الثاني من عام 2012 لمدة 22 يوماً أخرى خلال الربع الثالث مما قد ينعكس سلباً على ربحية الشركة. كان لشركة الواحة بداية جيدة على صعيد العمليات التشغيلية كما حققت نتائج ممتازة خلال الربع الثاني من عام 2011 على صعيد الإيرادات والربحية أيضاً، إلا أنها بدأت بالتقلب صعوداً وهبوطاً منذ ذلك الحين. تراوح هامش الدخل الإجمالي الربعي بين 11% على الجانب السلبي و 22% على الجانب الإيجابي، بينما تفاوتت الإيرادات بين 355 مليون ريال و 721 مليون ريال.

من المتوقع أن تبدأ الشركة بتوزيع أرباح للمرة الأولى اعتباراً من عام 2013 بواقع 0.50 ريال للسهم. نبدأ تغطيتنا لشركة الصحراء بتوصية الاحتفاظ وبسعر مستهدف يبلغ 15.50 ريال والذي يمثل مكرر قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 11.7 وذلك لتقديرنا لعام 2012. سوف ننتظر حتى نرى أداء أفضل على صعيد العمليات التشغيلية لشركة الواحة وبدء الإنتاج من المشاريع الجديدة بشكل جيد لتغيير وجهة نظرنا بشكل إيجابي تجاه السهم.

05- أغسطس- 2012

## أهمية تكامل العمليات

نبدأ تغطيتنا للشركة السعودية العالمية للبتر وكيمويات (سبكيم) بتوصية الشراء وبسعر مستهدف يبلغ 22.00 ريال والذي يُمثّل عائداً مُتوقّعاً لسعر السهم يبلغ 16% مقارنةً بمستوياته الحالية. إن تقييمنا لسهم سبكيم يعتمد على تقدير القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية والتي تقوم على افتراض معدل نمو للشركة على المدى الطويل يبلغ 2%، كما افترضنا أيضاً متوسط تكلفة مُرَجَّح لرأس المال يبلغ 9.5%. ساهمت الأسعار المرتفعة لمنتج الميثانول، والذي يشكل ما نسبته 85% من مجمل الإيرادات، في دعم النتائج المالية للشركة خلال النصف الثاني من عام 2011. إن من شأن القيام بالتوسعة الثالثة أن يعزز التركيز على تكامل العمليات، الأمر الذي سوف يدفع قدماً بمكانة الشركة كواحدة من أكبر شركات البتر وكيمويات المملوكة للقطاع الخاص في المنطقة. إضافة إلى ذلك، فإن عائد الأرباح الموزعة الذي يوفره السهم والبالغ 7%، يُعد ميزة إضافية للمستثمرين الساعين وراء اقتناء أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع أرباح بشكل مستمر.

## العمليات المتكاملة

يعتبر التركيز على إنشاء مجمع متكامل للبتر وكيمويات إحدى نقاط القوة الرئيسية التي تتمتع بها مجموعة سبكيم العالمية، ما يجعلها أكبر منشأة من هذا القبيل مملوكة للقطاع الخاص في المنطقة. على سبيل المثال، فإن مشروع الشركة العالمية للبوليمرات (جزء من خطة التوسعة الثالثة)، سيقوم بإنتاج خلاصات الإيثيلين وخلاصات البيوتيل باستخدام حامض الأسيتيك كمادة أولية، والتي تقوم بإنتاجها حالياً شركة أخرى في المجموعة هي الشركة العالمية للأسيتيل.

## العمل جارٍ في المرحلة الثالثة من التوسعة

بعد النجاح الذي لاقته سبكيم في إنشاء مجمعات البتر وكيمويات خلال المرحلتين الأولى والثانية منذ عام 1999، يجري العمل حالياً على الانتهاء من المرحلة الثالثة للتوسعة. من المتوقع أن تبدأ عمليات الإنتاج في كل من الشركة العالمية للبوليمرات وشركة سبكيم للكيمويات بحلول نهاية عام 2013. كما تم توفير التمويل اللازم للشركة العالمية للبوليمرات حيث وقعت أخيراً عقد تمويل من صندوق التنمية الصناعية بقيمة بلغت 164 مليون ريال. وبالتالي، فمن بصياغة تقديرنا بافتراض انعكاس الأثر المالي اعتباراً من بداية المرحلة الثالثة في عام 2014، والتي من شأنه أن يرفع قيمة الإيرادات بواقع 15% مقارنةً بعام 2013 لتصل إلى ما مجموعه 4.3 مليار ريال.

## توزيعات أرباح مستقرة

تتبع الشركة سياسة توزيع أرباح ثابتة، والتي نتوقع لها أن تستمر. حتى في عام 2009 والذي كان عاماً صعباً على الشركة، أعلنت سبكيم عن توزيع أرباح بواقع 0.91 ريال للسهم والتي ارتفعت إلى 1.25 ريال للسهم في العام الماضي. تشير تقديرنا إلى أن يبلغ متوسط معدل دفع أرباح الأسهم 60%، كما أن عائد أرباح موزعة يبلغ 6.9% لعام 2012 و 9.7% بحلول عام 2016. يعتبر حافزاً إضافياً للمستثمرين. ننوه إلى أن الشركة قد أعلنت عن توزيع أرباح عن النصف الأول من عام 2012 بقيمة 0.50 ريال للسهم.

## الحاجة إلى شركاء عالميين معروفين

بالرغم من أن سبكيم قد تمكنت من جذب كبار المستثمرين والشركاء في دول الخليج العربي، إلا أننا نرغب بأن نرى شركاء معروفين على المستوى العالمي في المشاريع المشتركة مستقبلاً، لما يوفر من الخبرة التقنية فضلاً عن تعزيز شبكة التوزيع العالمية.

## الشركة تأخذ على عاتقها تسويق منتجاتها

مع اقتراب انتهاء اتفاقيات التسويق، فإن سبكيم قد أخذت على عاتقها تسويق منتجاتها بشكل قوي من خلال شركة سبكيم للتسويق والخدمات والمملوكة لها بالكامل. بالنظر إلى أن أكثر من 50% من إنتاج الشركة يتم بيعه في المنطقة، فإن الجهود التسويقية عبر شركة سبكيم للتسويق والخدمات ستكون ذات فائدة كبيرة.

### إجمالي العوائد المتوقعة

السعر في 04- أغسطس-2012	19.00 ريال
العائد المتوقع لسعر السهم	15.8%
عائد الأرباح الموزعة	6.6%
إجمالي العوائد المتوقعة	22.4%

### بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً	17.55/24.70 ريال
القيمة السوقية	6,967 مليون ريال
الأسهم المتداولة	366.6 مليون
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	69.8%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهراً بالآلاف)	1,498
الوزن في المؤشر العام السعودي	0.5%
رمز الشركة في رويترز	2310.SE
رمز الشركة في بلومبيرغ	SIPCHEM AB

### أداء السهم



المصدر: بلومبيرغ

مؤشر	مؤشر	سبكيم	04- أغسطس-2012
الصناعات البتر وكيموية	تداول العام	سبكيم	19.00
6,054	6,952	19.00	2012- أغسطس-04

### إجمالي التغير

6 شهور	(%7.5)	(%4.3)	(%2.3)
سنة	(%8.4)	(%7.9)	(%9.9)
سنتان	(%6.9)	(%9.8)	(%10.1)

### هيكل المساهمة

مساهمون عموميون	69.2%
مجموعة الزامل القابضة	9.6%
شركة إيكاروس للبتر وكيمويات القابضة	8.3%
المؤسسة العامة للتقاعد	7.7%
شركة العليان المالية المحدودة	5.2%



البيانات المالية الأساسية	*متوقعة			
	2014*	2013*	2012*	2011
الإيرادات	4,322	3,761	3,729	3,324
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	1,633	1,406	1,327	1,315
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك	38%	37%	36%	40%
ربحية السهم (ريال)	2.51	2.14	2.02	1.93
هامش الدخل الصافي	21%	21%	20%	21%
أرباح السهم الموزعة (ريال)	1.50	1.25	1.25	1.25
معدل دفع أرباح الأسهم	60%	58%	62%	65%
العائد على متوسط حقوق الملكية	13.5%	12.3%	12.2%	12.5%
العائد على متوسط الأصول	5.6%	4.7%	4.4%	4.8%
قيمة المنشأة / الإيرادات	2.4x	2.8x	2.7x	2.9x
قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك	6.3x	7.5x	7.5x	7.3x
السعر / التدفق النقدي للسهم	2.1x	1.9x	1.5x	1.9x
السعر / الأرباح	7.6x	8.9x	9.4x	9.9x

## فرضية الاستثمار

تُعد الشركة السعودية العالمية للبتر وكيمائيات (سبكيم) واحدة من شركات البتر وكيمائيات الخمس الكبرى في منطقة الخليج، والتي تأسست برأس مال مدفوع قدره 3.7 مليار ريال وذلك بغرض إنتاج مجموعة من البتر وكيمائيات الأساسية والوسيطه والكيمائيات بحيث يتم استخدامها كلقم لمنتجات تحويلية أخرى. تمتد محفظة المنتجات لدى سبكيم من منتجات الميثانول وأول أكسيد الكربون حتى منتجات حامض الأسيتيك والبيوتانديول ومشتقاته. يوجد ست شركات مساهمة في الإنتاج التجاري حتى الآن واللاتي تم إنشاؤها خلال المرحلتين الأولى والثانية، بينما ستضيف المرحلة الثالثة للتوسعة ثلاث شركات أخرى للمجموعة.

على صعيد المرحلة الثالثة، فممن المتوقع أن يبدأ الإنتاج التجاري من شركتين إضافيتين وذلك بحلول نهاية عام 2013، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى نمو الإيرادات بنسبة 15% مقارنة بالعام السابق لتصل إلى 4.3 مليار ريال. بعد انخفاض هامش الدخل الإجمالي ليصل إلى 39% في عام 2012، فإن تقديراتنا تشير إلى ارتفاعه مرة أخرى ليصل إلى 42% بحلول عام 2016، بينما سيتجاوز هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك حاجز 38%. يعتبر تكامل العمليات الذي يقوم باستخدام المنتجات كمدخلات لمنتجات أخرى في الشركة بمثابة نقطة قوة أساسية لها.

استفادت سبكيم من ارتفاع أسعار الميثانول الذي يُعد أكبر منتج لها وذلك منذ بداية شهر يوليو من عام 2011. تعرضت أسعار البتر وكيمائيات لانخفاضات حادة خلال الربع الثاني من عام 2012، إلا أن أسعار الميثانول استطاعت الصمود في وجه موجة الانخفاضات والتي أدت بدورها إلى تحقيق نتائج مالية جيدة للشركة في النصف الأول من هذا العام. سوف يكون للجهود المبذولة لتولي مسؤولية تسويق وبيع المنتجات من خلال الشركة العالمية للتسويق والخدمات والمملوكة بالكامل لسبكيم أثر إيجابي كبير، خصوصاً أن 50% من مبيعات الشركة تتركز في منطقة الشرق الأوسط.

نبدأ تغطيتنا لشركة سبكيم بتوصيتنا بالشراء وبسعر مستهدف يبلغ 22.00 ريال، والذي يمثل مكرر قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 8.4 وذلك لتقديرنا لمُجمل عام 2012. سيكون عائد الأرباح الموزعة والبالغ 6.6% لعام 2012 و 9.2% بحلول عام 2016 مثيراً لاهتمام المستثمرين الباحثين عن الدخل، والذي يوفر عائدًا إجماليًا متوقعًا يبلغ 22%.

05- أغسطس- 2012

## إنطلاقة قوية منذ البداية

نبدأ تغطيتنا للشركة الوطنية للبتروكيماويات (بتروكيم) بتوصية الشراء وبسعر مستهدف يبلغ 23.00 ريال، والذي يمثل عائداً متوقعاً لسعر السهم يبلغ 16% مقارنة بمستوياته الحالية. إن تقييمنا لسهم بتروكيم يعتمد على تقدير القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية والتي تقوم على افتراض معدل نمو للشركة على المدى الطويل يبلغ 2.0%، كما افترضنا أيضاً متوسط تكلفة مَرْجَح لرأس المال يبلغ 9.0%. بعد البدء في العمليات التجارية من مشروع الشركة السعودية للبوليمرات اعتباراً من شهر يونيو من العام الجاري، فإنه من المتوقع أن تبلغ ربحية السهم 1.41 ريال لعام 2012 وأن تنمو بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 23% لتصل إلى 3.27 ريال بحلول عام 2016. سيكون لتكامل عمليات التشغيل لمشروع الشركة السعودية للبوليمرات مع شركتين من شركات المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي وهما شيفرون فيليبس السعودية والجبيل شيفرون فيليبس، أثر كبير في الاستفادة من القيمة المضافة وتأمين هوامش مرتفعة لكلا الشركتين.

### جزء من المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي

قامت المجموعة السعودية بتأسيس شركة بتروكيم في عام 2008 من أجل زيادة تنوع محفظتها من المنتجات البتروكيماوية. تمتلك المجموعة السعودية حصة تبلغ 50% في الشركة، والتي قامت مؤخراً بإطلاق مشروع الشركة السعودية للبوليمرات. تستفيد شركة بتروكيم من وفورات الحجم وعمليات تصنيع فعالة يعملها ضمن مجموعة واسعة تضم عدة شركات.

### بدء العمليات التشغيلية في مشروع الشركة السعودية للبوليمرات

بعدما كان مقرراً أن تبدأ الإنتاج التجاري بحلول نهاية عام 2011، بدأت الشركة السعودية للبوليمرات عملياتها التشغيلية بتاريخ 23 يونيو من عام 2012. حتى نهاية هذا العام، فإن تقديراتنا تشير ببلوغ إيرادات الشركة لما يقارب 4.7 مليار ريال، وبمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 17% لتصل إلى 9.7 مليار ريال بحلول عام 2016. من المتوقع أن تحقق بتروكيم نتائج مالية إيجابية منذ البداية بتسجيل صافي دخل يبلغ 677 مليون ريال (وربحية للسهم تبلغ 1.41 ريال) وذلك لتقدير اتنا لمجموع عام 2012.

### ضمن منتجي البتروكيماويات الأساسية

تشتمل خطوط الإنتاج في بتروكيم على منتجات البتروكيماويات الأساسية كالبولي إيثيلين والبروبيلين ومنتج البولي بروبيلين بأكثر من 62% من طاقتها الإنتاجية. وبالتالي، ستضمن المجموعة السعودية الحصول على البتروكيماويات الأساسية بشكل أكبر من السابق والذي كان يتوفر من خلال الطاقة الإنتاجية لشركة الجبيل شيفرون فيليبس بما يعادل 150 ألف طن من البروبيلين.

### مشاكل أولية

كما هو الحال مع أي مشروع جديد، فإن المشاكل الأولية التي ترافق إنطلاق المشروع تعتبر مدعاة للقلق. من جهة أخرى، وبالنظر إلى تجربة المجموعة السعودية مع مشروع شيفرون فيليبس السعودية والجبيل شيفرون فيليبس، فإننا نعتقد بأن المشاكل الأولية قد تكون في حدودها الدنيا.

### أرقام جيدة

نتوقع أن تكون تسجل الشركة هوامش ربحية إيجابية ومتماشية مع نظرائها في القطاع. تشير تقديراتنا إلى بلوغ كل من هامش الدخل الصافي وهامش الدخل الإجمالي لما يعادل 32% و 15% على التوالي في عام 2012. كما أن مستوى الديون طويلة الأجل عند 13.5 مليار ريال في عام 2012 يعتبر تحت السيطرة. على الرغم من تحقيق ربحية سهم إيجابية لعام 2012، إلا أننا نتوقع أن تقوم الشركة بتوزيع أرباح للمرة الأولى وذلك في عام 2013 بواقع 0.50 ريال للسهم مما يحقق عائداً أرباح موزعة يبلغ 2.7%.

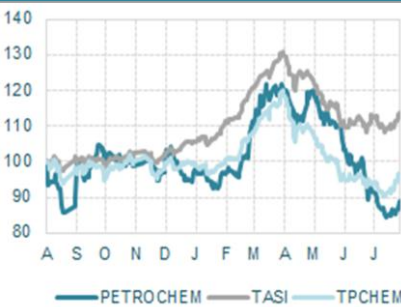
#### إجمالي العوائد المتوقعة

السعر في 04- أغسطس-2012	19.80 ريال
العائد المتوقع لسعر السهم	16.2%
عائد الأرباح الموزعة	-
إجمالي العوائد المتوقعة	16.2%

#### بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً	18.00/27.00 ريال
القيمة السوقية	9,504 مليون ريال
الأسهم المتداولة	480 مليون
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	31.8%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهراً بالألاف)	1,038
الوزن في المؤشر العام السعودي	0.7%
رمز الشركة في رويترز	2002 .SE
رمز الشركة في بلومبيرغ	PTROCH AB

#### أداء السهم



المصدر: بلومبيرغ

مؤشر الصناعات البتروكيماوية	مؤشر تداول العام	مؤشر بتروكيم
6,054	6,952	19.80
04- أغسطس- 2012		
إجمالي التغير		
6 شهور	(5.7%)	4.3%
سنة	(8.5%)	7.9%
سنتان	(16.5%)	9.8%

#### هيكل المساهمة

مجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	50.0%
مساهمون عموميون	31.8%
المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية	16.2%
المؤسسة العامة للتقاعد	16.2%

*متوقعة	البيانات المالية الأساسية			
	*2014	*2013	*2012	2011
الإيرادات	8,869	8,022	4,658	-
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	2,508	2,227	1,252	(32)
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	28%	28%	27%	-
ربحية السهم (ريال)	2.83	2.45	1.41	(0.13)
هامش الدخل الصافي	15%	15%	15%	-
أرباح السهم الموزعة (ريال)	0.50	0.50	-	-
معدل دفع أرباح الأسهم	18%	20%	-	-
العائد على متوسط حقوق الملكية	18.4%	18.8%	12.7%	(1.4)%
العائد على متوسط الأصول	5.4%	5.0%	3.1%	(0.3)%
قيمة المنشأة / الإيرادات	2.1x	2.5x	4.5x	-
قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك	7.3x	9.1x	16.7x	-
السعر / التدفق النقدي للسهم	2.1x	3.5x	5.1x	5.6x
السعر / الأرباح	7.0x	8.1x	14.0x	-

## فرضية الاستثمار

تأسست الشركة الوطنية للبتر وكيمويات (بتروكيم) في عام 2008، والتي تعتبر جديدة نسبياً بين منتجي البتر وكيمويات المحليين. بدأ الإنتاج من أول مشاريع بتروكيم وهو الشركة السعودية للبوليمرات في الآونة الأخيرة. تمتلك بتروكيم حصة قيمتها 65% من هذا المشروع بينما تعود ملكية الحصة المتبقية بـ 35% لشركة البتر وكيمويات العربية شيفرون فيليبس، والذي سيقوم بإنتاج البتر وكيمويات الأساسية وبالتكامل مع عمليات الشركات الأخرى التابعة للمجموعة السعودية لضمان أقصى حد من الاستفادة من القيمة المضافة. تعتبر المجموعة السعودية المساهم الأكبر في شركة بتروكيم بحصة تبلغ 50% وتليها الجهات الحكومية متمثلة في التأمينات الاجتماعية والمؤسسة العامة للتقاعد، في حين تبلغ حصة عموم المساهمين 18%.

نتوقع أن تشهد الشركة السعودية للبوليمرات بداية قوية في الفترة المتبقية من عام 2012 وذلك بتسجيلها لإيرادات تبلغ 4.7 مليار ريال وصافي دخل يبلغ 677 مليون ريال (وربحية للسهم تبلغ 1.14 ريال). تشير تقديراتنا إلى نمو الإيرادات وربحية السهم بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 17% و 23% على التوالي وذلك حتى عام 2016. ما يدعم تطلعات النمو القوي هو الاستفادة من ميزة اللقيم المنخفض التكلفة إلى جانب كون غالبية منتجات الشركة عبارة عن منتجات بتروكيمويات أساسية كالبولي إيثيلين والبولي بروبيلين.

تشير تقديراتنا إلى بلوغ نسبة الديون إلى الأصول ما نسبته 62% خلال العام الجاري، والتي من المتوقع أن تنخفض إلى 42% بحلول عام 2016، في حين سيرتفع هامش الدخل الإجمالي من 32% في عام 2012 إلى 34% بحلول عام 2015. وإن كانت هناك إمكانية حدوث مشاكل أولية، إلا أننا نعتقد بأنها ستكون في حدودها الدنيا بالنظر إلى تجربة المجموعة السعودية السابقة في إطلاق مشاريعها.

نبدأ تغطيتنا لشركة بتروكيم بتوصية الشراء وبسعر مستهدف يبلغ 23.00 ريال والذي يمثل مكرر قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والضكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 18.1 وذلك لتقديراتنا لعام 2012. في اعتقادنا أن أرقام الإيرادات والربحية المسجلة في الربع الثالث من العام الجاري سوف تكون بمثابة نقطة الانطلاق لتحقيق تطلعات النمو.

نبدأ تغطيتنا لخمس شركات في قطاع البتروكيماويات السعودي، حيث نوصي بشراء أسهم كل من شركة المتقدمة والمجموعة السعودية وسبكيم وبتروكيم، في حين نوصي بالاحتفاظ بالنسبة لشركة الصحراء.

بالرغم من اقتران إنتاج شركة الصحراء على منتج واحد وهو البولي بروبيلين، إلا أنها قد تمكنت من تحقيق معدل نمو سنوي مركب يبلغ 25% على صعيد الإيرادات وذلك منذ عام 2008، والذي من شأنه أن يحافظ وأن يدعم النمو في المستقبل. من المتوقع أن يبدأ الإنتاج من المشروع المشترك مع مجموعة بايجان في تركيا بحلول نهاية عام 2015، والذي سيؤدي إلى رفع الطاقة الإنتاجية من البولي بروبيلين بمعدل الضعف. بالنظر إلى معدل نمو سنوي مركب يبلغ 13% حتى عام 2016، إلى جانب متوسط معدل دفع أرباح موزعة للأسهم يبلغ 57% حتى عام 2016، فإن ذلك سيؤدي إلى بلوغ عائد الأرباح الموزعة إلى 7% على مدى العامين المقبلين، مما يضع المتقدمة للبتروكيماويات في وضع جيد. نوصي بشراء السهم وبسعر مستهدف يبلغ 32 ريال، والذي يمثل مكرر أرباح يبلغ 12.3% ومكرر قيمة دفترية يبلغ 2.4 ومكرر قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 9.4 وذلك لتقدير اتنا لعام 2012.

تستفيد المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي من علاقة الشراكة الطويلة مع شركة شيفرون وخصوصاً على صعيد العمليات التشغيلية وتسويق المنتجات. من المتوقع أن يساهم مشروع بتروكيم، الذي بدأ العمل لتوه والذي تمتلك الشركة حصة 50% منه، في دعم نمو هامش الدخل الإجمالي ليصل إلى 25% في العام المقبل، ومضاعفة الإيرادات بالاستفادة من ميزة ثبات تكلفة اللقيم. بالنظر إلى عائد يبلغ 24.7% على السعر المستهدف عند 29 ريال، يمكن تحقيق عوائد إجمالية متوقعة تبلغ 28.1% والتي تتضمن عائد أرباح موزعة يبلغ 5.8% لعام 2012.

لدى شركة الصحراء للبتروكيماويات طموحات كبيرة تتمثل في خطط التوسع، مما يجعلها إحدى الشركات الواعدة على صعيد صناعة البتروكيماويات المتكاملة، إلا أن تقلبات النتائج التي تعرض لها مشروع الواحة منذ بداية الإنتاج التجاري تبدو مقلقة بعض الشيء. كما كان لإغلاق المصانع من أجل الصيانة، اعتباراً من 02-06-2012 وحتى 22-07-2012، تأثير على النتائج المالية للربع الثاني والذي من الممكن أن يمتد إلى الربع الثالث أيضاً. انخفضت الإيرادات في الربع الثاني من عام 2012 بنسبة 21% مقارنة بالربع السابق، كما انخفض صافي الدخل بأكثر من 70% مقارنة بالفترة ذاتها من العام السابق. نبدأ تغطيتنا بتوصية الاحتفاظ وبسعر مستهدف يبلغ 15.50 ريال، والذي يمثل مكرر أرباح يبلغ 16.6 ومكرر قيمة دفترية يبلغ 1.2 ومكرر قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 11.7 وذلك لتقدير اتنا لعام 2012.

ساهمت الأسعار المرتفعة للميثانول منذ الربع الثاني من عام 2011 في دعم نتائج الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات (سبكيم)، حيث يساهم الميثانول بما يعادل 85% من إيرادات الشركة. يعتبر التركيز على إنشاء مجمع متكامل للبتروكيماويات إحدى نقاط القوة الرئيسية التي تتمتع بها مجموعة سبكيم العالمية، ما يجعلها أكبر منشأة من هذا القبيل مملوكة للقطاع الخاص في المنطقة. ومن المتوقع أن تستمر سبكيم في سياسة توزيع أرباح منتظمة في المستقبل، حيث نتوقع أن يرتفع عائد الأرباح الموزعة للسهم من 6.9% في عام 2012 ليصل إلى 9.7% بحلول عام 2016. أعلنت الشركة عن توزيع أرباح بواقع 0.50 ريال للسهم عن النصف الأول من عام 2012. نبدأ تغطيتنا لشركة سبكيم بتوصية الشراء وبسعر مستهدف يبلغ 22 ريال، والذي يمثل مكرر أرباح يبلغ 10.9 ومكرر قيمة دفترية يبلغ 1.3 ومكرر قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 8.4 وذلك لتقدير اتنا لعام 2012.

نبدأ تغطيتنا للشركة الوطنية للبتروكيماويات (بتروكيم) بتوصية الشراء وبسعر مستهدف يبلغ 23 ريال. بدأ الإنتاج من أول مشاريع بتروكيم وهو الشركة السعودية للبوليمرات اعتباراً من شهر يونيو الماضي. تشمل خطوط الإنتاج في بتروكيم في غالبيتها على منتجات البتروكيماويات الأساسية كالبولي إيثيلين والبروبيلين ومنتج البولي بروبيلين الذي يشكل أكثر من 62% من طاقتها الإنتاجية. من المتوقع أن تبلغ ربحية السهم 1.41 ريال لعام 2012، وأن تنمو بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 23% لتصل إلى 3.27 ريال بحلول عام 2016. سيكون لتكامل عمليات التشغيل لمشروع الشركة السعودية للبوليمرات مع شركتين من شركات المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي وهما شيفرون فليبس السعودية والجيل شيفرون فليبس أثر كبير في الاستفادة من القيمة المضافة وتأمين هوامش مرتفعة لكل من بتروكيم والمجموعة السعودية.

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%

المكتب الرئيسي

الرياض المالية  
صندوق بريد 21116  
الرياض 11475  
المملكة العربية السعودية

الهاتف

800 124 0010

الموقع الإلكتروني

[www.riyadcapital.com](http://www.riyadcapital.com)

البريد الإلكتروني

[research@riyadcapital.com](mailto:research@riyadcapital.com)

بيان إخلاء المسؤولية

تم إعداد هذا المستند البحثي لاستخدام عملاء الرياض المالية، ولا يجوز إعادة توزيعه أو نقله، أو نشره، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو بأية طريقة، بدون موافقة كتابية صريحة من الرياض المالية. يشكل استلام هذا المستند البحثي، ومراجعته موافقة من جانبك على عدم إعادة توزيع أو نقل، أو نشر المحتويات، أو الآراء، أو الاستنتاجات، أو المعلومات الواردة في هذا المستند للآخرين قبل نشر تلك المعلومات بشكل عام من قبل الرياض المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذا المستند من مصادر عامة متنوعة نعتقد بأنها موثوقة، لكننا لا نضمن دقتها، ولا نقدم الرياض المالية أي تعهدات، أو ضمانات من أي نوع فيما يتعلق بالبيانات، والمعلومات المقدمة، ولا تتعهد الرياض المالية، بأن محتوى هذا المستند من المعلومات مستوف أو خال من أي خطأ. ولا يوفر هذا المستند البحثي سوى معلومات عامة، ولا تشكل أية معلومات، أو أي رأي معلن عرضاً، أو دعوة لتقديم عرض، أو شراء، أو بيع أي سندات، أو منتجات استثمارية أخرى متعلقة بتلك السندات أو الاستثمارات. ولا يقصد بهذا المستند تقديم استشارة استثمارية شخصية، كما أنه لا يضع في اعتباره أهداف استثمارية، أو وضع مالي، أو احتياجات خاصة بأي شخص يعينه قد يتلقى هذا المستند.

يجب على المستثمرين السعي للحصول على استشارة مالية، أو قانونية، أو ضريبية بشأن ملائمة الاستثمار في أي سندات، أو استثمارات، أو استراتيجيات استثمارية أخرى تمت مناقشتها، أو التوصية بها في هذا المستند، ويجب عليهم تفهم أن البيانات الخاصة بالتوقعات المستقبلية قد لا تتحقق، كما ينبغي أن يراعي المستثمرين أن الدخل المتوقع من تلك السندات، أو الاستثمارات الأخرى قد يندذب، إن وجد، وأن قيمة مثل تلك السندات، والاستثمارات قد ترتفع، أو تهبط. وبناء عليه، فقد يحصل المستثمرون على أموال أقل مما استثمروه بالفعل. وقد يكون للرياض المالية أو الموظفين لديها (بما في ذلك المحللين البحثيين) حصة مالية في سندات المُصدّر (المُصدّرين)، أو الاستثمارات ذات الصلة. ولا تتحمل الرياض المالية مسؤولية أية خسارة، أو أضرار قد ينشأ، بشكل مباشر أو غير مباشر، عن أي استخدام للمعلومات الواردة في هذا المستند البحثي، وقد يخضع هذا المستند البحثي للتغير بدون إشعار مسبق.