

US\$325.1mn

متوسط الحجم اليومي

%27.7

الاسهم الحرة

US\$85.6bn

القيمة السوقية

القيمة السوقية المستهدفة SAR379bn
القيمة السوقية المتفق عليها SAR411bn
القيمة السوقية الحالية SAR321bn
18.0% أعلى من الحالي
27.9% أعلى من الحالي
تاريخ: 2010/08/04

إدارة البحوث
فريق بحوث الراجحي المالية
Tel +966 1 211 9233, research@alrajhi-capital.com



قطاع البتروكيماويات السعودي : يحقق ميزة تنافسية

بفضل ما يتمتع به قطاع البتر وكيماويات السعودي من توفر المواد الخام بأقل التكاليف على المستوى العالمي والتوسع الكبير في طاقاته الإنتاجية، فقد تحول هذا القطاع إلى قوة هائلة . وتوفر نقاط القوة المميزة لهذا القطاع دعماً قوياً للصناعة في مجهدياتها الرامية لمقابلة الطلب المتزايد على منتجاتها في الصين وبقية الدول الآسيوية . وتعتبر سابع جذباً باعتبارها عملاق هذا القطاع . وتمثل سبكيم بديلاً للنمو المرتفع ولديها إمكانات للارتفاع الكبير أيضاً وعلى النقيض من ذلك فقد خسرت كيان السعودية بعض الفرص بعد أن تعرضت مشاريعها لتأخيرات هامة .

انخفاض تكلفة المدخلات هو الميزة الأساسية: لقد أدى توفر المواد الخام الأساسية (القيم) مثل الإيثان والنافثا بأقل تكلفة على مستوى العالم لموردي البتر وكيماويات السعوديين ، إلى جعلهم في مكانة يحسدون عليها كما ساعدتهم ذلك على الاستحواذ على حصة في السوق العالمي . ونتيجة ونتيجة لعدم تخصيص كميات جديدة من الإيثان منذ 2006 ، فقد بدأت شركات البتر وكيماويات السعودية الرئيسية تتحول الآن في اتجاه استخدام مواد خام أثقل وأكثر تكلفة . وسيؤدي ذلك إلى ارتفاع تكلفة مدخلات الإنتاج بشكل طفيف ولكن لا يتوقع له أن يؤثر سلباً بشكل كبير على درجة تنافسية القطاع .

قارة آسيا تمثل فرصة ضخمة: إن الصين هي القوة الرئيسية المحركة للطلب العالمي على البتر وكيماويات . ورغم أن قيام الصين بإضافة طاقات إنتاجية محلية ضخمة ، فإننا نتوقع أن يتجاوز نمو الطلب الطاقات الإنتاجية المضافة للعديد من السنوات القادمة . ولا تزال الصين والدول الآسيوية الأخرى تمثل السوق الرئيسية لصناعة البتر وكيماويات السعودية ونتوقع أن يزداد التركيز على هذا الإقليم .

المملكة العربية السعودية تستثمر للمستقبل: نظراً لانطلاق المشاريع الرئيسية الجديدة كمصانع سابع في الجبيل وينبع ، فإنه ينتظر أن تمثل المملكة نسبة تتجاوز 10% من طاقة إنتاج البتروكيماويات العالمية بحلول 2014 . ولا يمثل تجاوز الطاقة الإنتاجية مخاطر كبيرة طالما ظل الطلب قوياً وطالما ظلت الأسواق المتقدمة بدون نمو في طاقاتها الإنتاجية .

القطاع محرك رئيسي في السوق السعودي: يشكل قطاع البتروكيماويات نسبة 5% من الناتج المحلي الإجمالي للمملكة ولكنه يمثل نسبة 34% من قيمة سوق الأسهم السعودي . وتمثل شركة سابع وحدها 22% من قيمة تداول . وقد سيطرت الأسهم الكبيرة في هذا القطاع على حركة التداول في السوق مؤخراً وهذا يجعل عدم الاستثمار في هذا القطاع وفي أسهم سابع على وجه الخصوص خسارة كبيرة .

المخلص: أننا نفضل شركة سابع نظراً لتشكيلتها المتنوعة وانخفاض تكاليف إنتاجها وإستراتيجيتها التي تركز كثيراً على الاستثمار بينما نجد أن تركيز سبكيم على منتجات الميثانول وتركيزها القوي على قارة آسيا يوفر لها إمكانات قوية للاستثمار . وقد صنفنا سهمي الشركتين المذكورتين بالتوصية بزيادة المراكز فيهما من ناحية أخرى تبدو كيان السعودية مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية بعد التأخيرات التي لحقت بمشاريعها وقد صنفناها بالتوصية بخفض المراكز فيها . أما ينساب وبتروراغ (غير مصنفين) فإنهما يزرحان تحت مستويات عالية من المديونية رغم أن بترورايغ يمكن أن تستفيد من شركاتها الأم الرئيسية ومن تحولها للإنتاج المتكامل .

هذه ترجمة لتقرير نشر باللغة الانجليزية في 4 أغسطس 2010.

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

مواضيع رئيسية

إننا نتوقع أن يتفوق موردو البتر وكيماويات السعوديون على المنافسين العالميين بتحقيقهم لهوامش ربح مدعومة بأسعار المواد الخام (القيم) الرخيصة والطلب القوي من بلدان قارة آسيا . ونعتقد أن التحول نحو استخدام أنواع اللقيم ذي النوعية الأثقل والأكثر تكلفة في المصانع من الآن فصاعداً لن يعيق نمو الأرباح حيث سيؤدي ارتفاع الأسعار وأحجام الإنتاج إلى موازنة ارتفاع التكاليف .

الاستنتاجات

إننا نفضل تشكيلة نشاطات سابع الواسعة وما يميزها من انخفاض تكلفة الإنتاج وإستراتيجيتها التي تركز على الاستثمار كثيراً . وتمثل سابع أيضاً نسبة 22% من مؤشر تداول مما يجعل عدم الاستثمار في هذا السهم خسارة كبيرة . ونتوقع أن نشهد سبكيم انتعاشاً قوياً حيث تعمل الاستثمارات الجديدة على تنويع قنوات الإيرادات وتدفع بها إلى الأمام في طلبية شركات البتر وكيماويات . وعلى العكس من ذلك فقد عانت شركة كيان السعودية من تأخيرات قاسية في بناء مصنعها ولا نتوقع أن تحقق مبيعات أو أرباح لفترة سنتين تقريباً . وبالنسبة لشركتي ينساب وبتروراغ فليس لدينا تصنيف لهما .

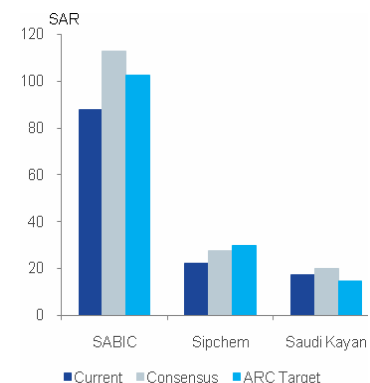
وجهة نظرنا

السهم	التصنيف	الأسعار المستهدفة
سابع	زيادة المراكز	SAR102.7
سبكيم	زيادة المراكز	SAR29.7
كيان السعودية	تخفيض المراكز	SAR14.4
ينساب	غير مصنفة	
بترو رايغ	غير مصنفة	

المبررات	السهم	3 year EBITDA CAGR	2010 EV/EBITDA
سابع		10.3%	7.6x
سبكيم		18.0%	10.9x
كيان السعودية		NA	NA
ينساب		12.5%	13.4x
بترو رايغ		11.3%	15.9x

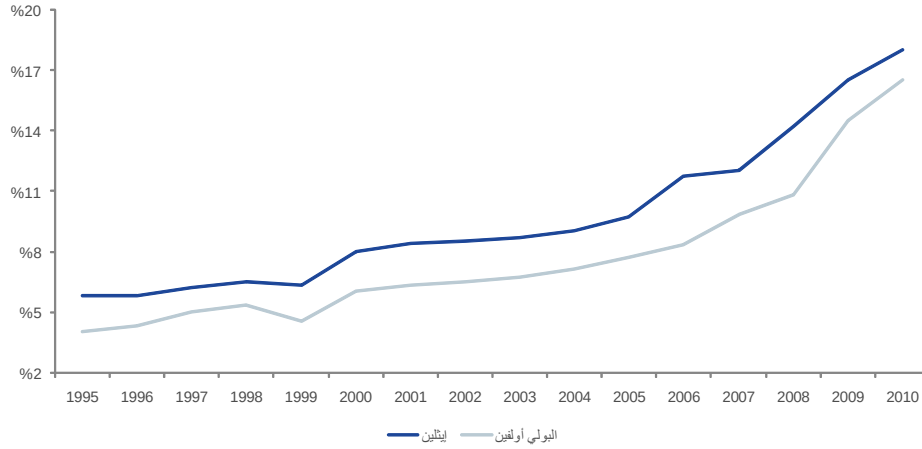
*2010-2013، بعد انتعاش اقتصادي قوي في 2009-2010

أين تقديراتنا مقارنة بالسعر المتفق عليه ؟



المصدر: بلومبرج، الراجحي المالية

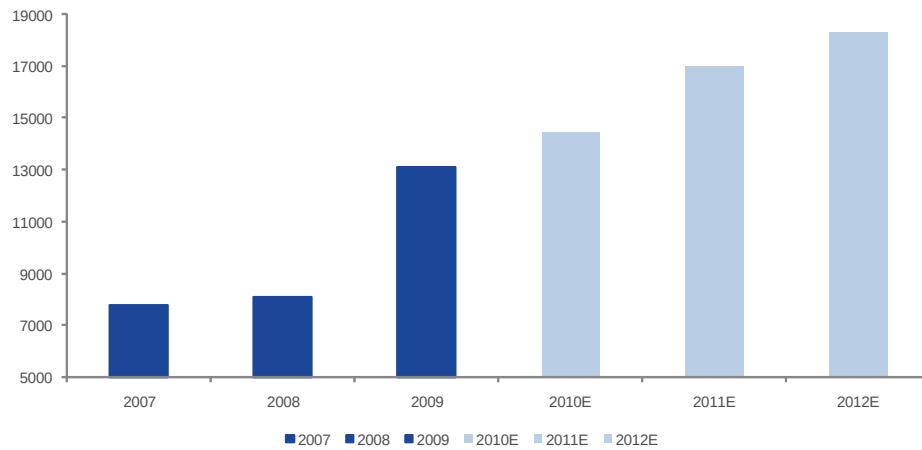
1. حصة الطاقة الإنتاجية لدول الشرق الأوسط من إجمالي إنتاج البتروكيماويات العالمي



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

شهدت منطقة الشرق الأوسط نمواً سريعاً في الطاقة الإنتاجية للبتروكيماويات منذ 2007

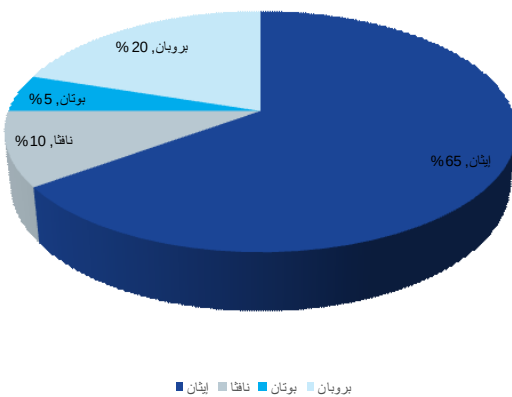
2. طاقة إنتاج الإيثان في المملكة العربية السعودية



المصدر: معلومات القطاع، والراجحي المالية

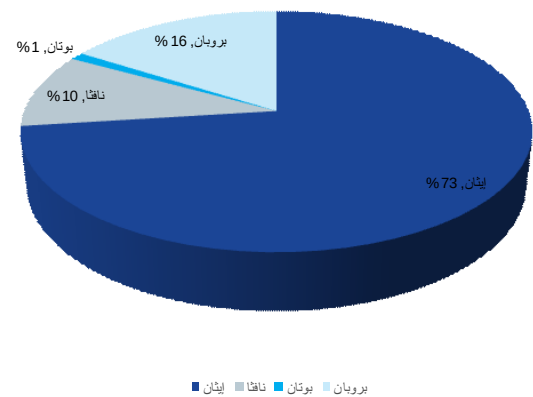
المملكة العربية السعودية تتفوق من ناحية زيادة الطاقة الانتاجية

3.2. المملكة العربية السعودية: مكونات اللقيم (المواد الخام) 2014 (تقديرية)



المصدر: معلومات القطاع، والراجحي المالية

3.1. المملكة العربية السعودية: مكونات اللقيم



المصدر: معلومات القطاع، والراجحي المالية

تشير أرقام الصفحات التالية إلى محتويات الدراسة بالنسخة الإنجليزية الأصلية المرفقة من التقرير الذي تعتبر هذه الترجمة العربية تلخيصا له.

قطاع البتروكيماويات السعودي :موقفنا ايجابي حول القطاع

بدء التغطية

بدأنا تغطيتنا لقطاع البتروكيماويات السعودي وشملت خمس شركات في هذا التقرير هي سابك، كيان السعودية، بنسحاب، بترورابغ و سبكيم . إن موقعنا ايجابي حول القطاع إذ أن تكاليف اللقيم لهذه الشركات هي الأدنى في العالم بينما يتجه الطلب العالمي إلى الارتفاع ويتصدره الطلب من الدول الآسيوية وخاصة الصين والهند .

تكاليف اللقيم المنخفضة على المستوى العالمي محفزة للنمو المضطرد

إننا نعتقد أن تكاليف اللقيم هذه تتيح للشركات السعودية العاملة في هذا المجال الفرصة للتفوق على الشركات التي تستخدم لقيم مرتفع التكلفة ، إذ بلغ متوسط أسعار الإيثان في السوق العالمي 4 دولارات أمريكية لكل مليون سعرات حرارية بريطانية خلال السنوات القليلة الماضية بينما كانت أسعار النافثا متذبذبة تبعا لتحركات أسعار النفط . لقد أجبرت هياكل التكاليف هذه المنافسين العالميين على التخلي عن حصصهم العالمية لصالح شركات البتروكيماويات السعودية .

حكومة المملكة العربية السعودية حريصة على تطوير البتروكيماويات

الحكومة ترغب في زيادة التوظيف في المملكة عبر صناعة البتروكيماويات

تحتل المنتجات البتروكيماوية المرتبة الثانية من حيث إسهامها في الناتج المحلي الإجمالي للمملكة العربية السعودية غير أن مساهمتها في توظيف العمالة تتضاءل مقارنة بحجمها . وتستخدم معظم المصانع غاز الإيثان كمادة خام أساسية وهو يحتاج لاستخدام كثيف لرأس المال . إن التحول نحو عناصر التكسير التي تستخدم اللقيم الأثقل سوف يدي إلى زيادة التوظيف من خلال العملية التي تعتمد على الاستخدام الكثيف للعمالة .

البتروكيماويات ستساعد الحكومة في توسعة قاعدة الناتج المحلي الإجمالي

تملك المملكة العربية السعودية احتياطات ضخمة مؤكدة من النفط الخام غير أن الحكومة تدرك الحاجة إلى تنويع الاقتصاد وتجنبيه مغبة الاعتماد على هذا المورد الواحد القابل للنضوب . إن التركيز على البتروكيماويات يمثل تحركا منطقيًا في اتجاه المنتجات ذات هوامش الأرباح الأعلى والتي تحقق قيمة مضافة.

التنوع في الكيماويات الخاصة يعتبر ايجابيا للحكومة ولقطاع البتروكيماويات على حد سواء

من ضمن قطاع البتروكيماويات ، فإننا ننظر إلى الكيماويات الخاصة كمجال للنمو المستقبلي. وقد ظل هذا القطاع الفرعي يسجل نموا بمعدل نمو سنوي مركب يقرب من 7% خلال الخمس سنوات الماضية وهو يمثل خطوة إضافية في سلسلة القيمة المضافة من البتروكيماويات .

الأسواق الناشئة تمثل فرصة ضخمة

الصين والهند تقودان الأسواق الناشئة

تعتبر الصين هي المحرك الحالي لنمو الطلب على البتروكيماويات على المستوى العالمي بينما تمثل كل من الهند والبرازيل الأسواق التالية الضخمة التي سوف تحقق الطلب على المدى البعيد . أما في المدى القريب ، فإننا نتوقع أن لا تستطيع الطاقات الإنتاجية المضافة تلبية نمو الطلب في الأسواق الثلاثة جميعها لذلك فإننا نعتقد أن هناك سوقا جاهزة لاستيعاب التوسع الذي تقوم به شركات البتروكيماويات السعودية الرئيسية

الشركات الصينية المملوكة للدولة تعزز الطاقة الإنتاجية للبتروكيماويات

تعمل الشركات الصينية المملوكة للدولة مثل سينوبك وبتروجانينا على إضافة طاقات جديدة لإنتاج الأيثلين بشكل مضطرد مدعومة بالسياسات الحكومية المواتية للمشاريع المشتركة مع الشركات الأجنبية الرئيسية . وتعمل الصين أيضا على إنشاء والإضافة إلى طاقاتها الإنتاجية في مجال البروبيلين مما سيحول البلاد إلى أكبر منتج للكيماويات في العالم.

....ولكن الطاقات الإنتاجية الصينية ربما تواجه تأخيرات محتملة....

هناك مجموعة من العوامل مثل المخاوف البيئية والأحجام غير المجدية اقتصاديا لمصانع البتروكيماويات المنتشرة في البلاد والمخاطر المحتملة من الطاقة الإنتاجية الفائضة ، ربما تؤخر بدء الإنتاج التجاري لهذه المصانع

....والطلب يلحق بالعرض بسرعة أعلى

إن الطلب الصيني المحلي للبتروكيماويات يفوق نمو العرض . لقد ظلت قيمة الواردات الصينية من البتروكيماويات تفوق قيمة صادراتها منها لفترة من الزمن نظرا للفجوة بين العرض والطلب .

الصين هي المنافس المحتمل للمملكة العربية السعودية في المدى البعيد

في المدى البعيد ، يمكن أن تصبح الصين منافسا محتملا لشركات البتروكيماويات السعودية مع إحلال واردات البتروكيماويات السعودية بمنتجات بتروكيماوية منتجة في المصانع الصينية المحلية .

عدم توفر الإيثان بكميات كافية يمثل مشكلة

انخفاض النسبة المئوية للغاز الطبيعي في حقول النفط

لقد ظلت نسبة الغاز الطبيعي في حقول النفط في المملكة العربية السعودية تسجل انخفاضا مستمرا . وتبذل شركة ارامكو السعودية مجهودات حاليا لزيادة إنتاج الغاز الطبيعي غير إننا نعتقد أنه سيكون هناك نقص في المدى القريب في الإيثان .

الإيثان له استخدامات بديلة

ظل الإيثان تاريخياً يخصص لاستخدامه في صناعة البتروكيماويات. ولكن مع النمو الاقتصادي المضطرب، ظهرت استخدامات بديلة لمادة الإيثان كاستخدامه في توليد الطاقة الكهربائية ومحطات تحليه المياه مما قلل من توفره لإستخدامه في مصانع تكسير البتروكيماويات (crackers). إننا نعتقد أن الكميات المخصصة من الإيثان في المستقبل لن تتماشى مع المستويات الحالية وسوف يؤدي ذلك إلى لجوء مصانع البتروكيماويات إلى استخدام كميات أكبر من أنواع اللقيم الثقيلة الأخرى.

ولكن التحول نحو استخدام أنواع أثقل من اللقيم لن يؤثر على القطاع .

استخدام كميات أكبر من أنواع اللقيم الثقيلة الأخرى الأكثر تكلفة أصبح أمراً حتمياً ...

نظراً لعدم تخصيص كميات جديدة من الإيثان منذ عام 2006 ، فإننا نعتقد أنه لن يكون هناك خيار آخر لدى شركات البتروكيماويات السعودية سوى التحول إلى بعض أنواع اللقيم الأخرى الأثقل والأكثر تكلفة مثل النافثا ، ولكن أهمها هو البروبان والبيوتان ، وذلك بخفض استخدام الإيثان .. إن إحدى النتائج الإيجابية لذلك هي تنوع الكيماويات المنتجة في مصانع البتروكيماويات باستخدام أنواع مختلفة من اللقيم .

...ولكن ذلك لن يخرج الشركات السعودية من دائرة أفضل المنافسين العالميين .

بينما سيؤدي انخفاض استخدام الإيثان إلى ارتفاع تكاليف المدخلات فإنه يتوقع بشكل عام أن تظل شركات البتروكيماويات السعودية من بين أكثر الشركات المنافسة في هذا المجال عالمياً نتيجة لحسومات الأسعار الممنوحة لها في أنواع اللقيم الرئيسية.

المملكة تصرف بسخاء على المشاريع الرأسمالية

توسعات هامة في الطريق في مصانع الجبيل وينبع

تشكل مصانع سابك في كل من ينبع (بدأ تشغيله من الربع الأول 2010) والجبيل (سيبدأ تشغيله من الربع الرابع 2011) جزءاً كبيراً من الإضافات المخطط لها لطاقة إنتاج البتروكيماويات في المملكة. وكانت شركة بترورابغ قد أضافت طاقات إنتاجية لإنتاج البتروكيماويات في مدينة رابغ في الربع الأول 2010 .

الأسواق المتقدمة لا تشهد نمواً في الطاقات الإنتاجية

لقد أدى ارتفاع تكاليف اللقيم مقرونة مع ركود الطلب إلى تقليل نمو الطاقات الإنتاجية في الأسواق المتقدمة .

سوق البتروكيماويات العالمي : الفرص والمخاطر

اتجاهات الايثيلين والبروبيلين

سوف يتحول مركز إنتاج الايثيلين إلى منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا نظراً لعمليات الإغلاق المتوقعة لبعض المصانع في أمريكا وأوروبا بينما سوف يتعزز إنتاج البروبيلين في المملكة العربية السعودية أيضاً نتيجة للتحول لاستخدام مواد أولية (لقيم) من النوع الأثقل.

غاز الصخر الطيني shale gas ربما يحدث تغييراً في البيئة

تمثل احتياطات غاز الصخر الطيني في الولايات المتحدة الأمريكية تهديداً مستمراً لشركات إنتاج البتروكيماويات السعودية نظراً لاحتمال انخفاض تكاليف الحصول على الغاز الطبيعي. بيد إننا نعتقد أن أي تهديد فعلي من غاز الصخر الطيني لا يزال أمراً لا يتوقع تحقيقه في المستقبل القريب .

سوق البتروكيماويات السعودي : مناقشة الإستراتيجية

نفضل سابك على الشركات التابعة لها

بينما ركزت سابك على خططها التوسعية على البتروكيماويات الأساسية ، فإن هيكل تكلفتها المنخفض وتنوع منتجاتها من البتروكيماويات وقدراتها القوية في مجال البحوث والتطوير تعمل على حمايتها ضد أي انكماش أو ركود محتمل في السوق ..إننا نفضل سابك على ينساب وكيان السعودية اللتان هما عبارة عن شركتين قامت كل واحدة منهما على مشروع واحد وتعرضان لمستوى من المخاطر أعلى من مستوى مخاطر الشركة الأم

بترورابغ:الرعاية القوية لها من الشركات الأم تحقق لها ميزة تنافسية

إن موقفنا من الناحية الإستراتيجية إيجابي تجاه بترورابغ إذ إننا نعتقد أن الشركة سوف تستفيد من شركتها الأم (ارامكو السعودية و سوميتومو كيميكال) وكذلك من تحولها الإستراتيجي من كونها شركة تعمل في مجال التكرير فقط إلى شركة تتكامل فيها نشاطات التكرير وعمليات إنتاج البتروكيماويات .

سيكيم : فرصة للتويع من خلال الميثانول

ظلت شركة سيكيم تنتج فقط الكيماويات بكميات ضخمة مع تركيز قوي على الميثانول. وقد تدهورت المبيعات والأرباح في عام 2009 بعد أن خيم الركود على جميع الاقتصاديات في العالم . أما بالنظر إلى المستقبل ، فإننا نتوقع أن يؤدي تنويع المنتجات إلى إحداث انتعاش في المبيعات ، كما نتوقع أن يعود هامش الربح إلى مستوياته المرتفعة السابقة

البتروكيماويات : محرك أساسي في السوق السعودي



يشكل قطاع البتروكيماويات حوالي 5% من الناتج المحلي الإجمالي للمملكة العربية السعودية و34% تقريباً من قيمة سوق الأسهم . وتمثل سابك وحدها نسبة 22% من مؤشر تداول لأسهم جميع الشركات . وفي هذا الصدد فقد سيطرت أسهم شركات كيان السعودية وسابك وبعض أسهم شركات البتروكيماويات الأخرى على تداولات السوق في الأونة الأخيرة . إن الاقتصاد السعودي يبدو قوياً ونظراً لأن المحرك الأساسي له من ناحية هو الطلب على المنتجات الهيدروكربونية ، فإننا نتوقع حدوث نمو بنسبة 3%_4 في الناتج المحلي الإجمالي في عام 2010 . ومن وجهة نظرنا فإن اتخاذ أي موقف سلبي ضد المنتجات البتروكيماوية السعودية يعادل اتخاذ موقف ضد المملكة العربية السعودية نفسها .

لتقييم

إن طريقتنا الرئيسية لتقييم الشركات السعودية الرئيسية العاملة في مجال البتروكيماويات هي طريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد . وقد افترضنا فترة 30 عاماً من الميزة التنافسية لجميع أسهم هذا القطاع ماعدا سهم سابك الذي افترضنا له 40 عاماً . واستناداً إلى التحليل بالطريقة المذكورة فقد بلغت تقديراتنا للقيمة العادلة لسهم سابك 102.7 ريالاً ولسهم سبكي 29.7 ريالاً ولسهم كيان السعودية 14.4 ريالاً . وقد حددنا هذه الأرقام العادلة كأسعار مستهدفة ويشير ذلك ضمناً إلى إمكانية ارتفاع السهمين الأولين بنسبة 17% و33% على التوالي وانخفاض السهم الأخير بنسبة 17%.

مخاطر عامة للقطاع

إن حدوث أي تأخيرات في إطلاق مشاريع البتروكيماويات الجديدة من شأنه التسبب في مفاجآت سلبية . إن تحليلنا يفترض سعراً لبرميل النفط يبلغ 75 دولار أمريكي وأي أسعار أدنى من أسعارنا المفترضة سوف تؤثر سلباً على الربحية . بالإضافة إلى ذلك فإن الخفضات المحتملة في حصص الإنتاج لدول الأوبك سوف تؤدي إلى خفض إمدادات الغاز مما يعمق من مشكلة قلة توفر مادة الإيثان .

ملاحق

سلسلة القيمة للبتروكيماويات

المملكة العربية السعودية والشرق الأوسط : الطاقة الإنتاجية

مسرد بالمصطلحات

ملخص الشركات، والبيانات المالية



التصنيفات و السياسة المتعلقة بالشرعية

يغطي هذا التقرير خمس شركات هي : سابك ،كيان السعودية ، سبكيك ، بترورايج وينساب . وقد قدمنا توقعات للمبيعات والأرباح للخمس شركات جميعها ، غير أننا قدمنا تصنيفات استثمارية وحددنا أسعاراً مستهدفة لثلاثة من هذه الشركات هي :سابك وكيان السعودية وسبكيك .

إننا لم نقدم تصنيفات استثمارية ولم نحدد أسعاراً مستهدفة لشركتي بترورايج وينساب . والسبب وراء ذلك هو أنه ،بينما نجد أن أصل نشاط هذه الشركات مباح ، فإن بعض أنشطتها ، مثل الاقتراض المحرم والودائع المحرمة ،قد تخرجها عن الضوابط الشرعية وفقاً لتعريف شركة الراجحي المالية .



US\$153.9mn	%22.6	US\$70.40bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأشهر المتداولة	القيمة السوقية
16.7% أعلى من الحالي	102.7	السعر المستهدف
28.4% أعلى من الحالي	113.0	السعر المتفق عليه
بتاريخ 03/08/2010	88.00	السعر الحالي

إدارة البحوث
فريق بحوث الراجحي المالية
Tel +966 1 211 9233, research@alrajhi-capital.com

سابك

علاق قطاع البتروكيماويات

إننا نفضل شركة سابك نظراً لتنوع نشاطات أعمالها وانخفاض تكاليف إنتاجها وإستراتيجيتها الطموحة القائمة على الاستثمارات الضخمة التي سوف تستفيد من الطلب القوي على منتجاتها من قارة آسيا، هذا بالإضافة إلى قدراتها في مجال البحوث والتطوير. ومع الأخذ في الاعتبار حجم سابك وفورات الحجم المتاحة لها، فإننا نتوقع لها أن تظل مسيطرة جداً في سوق البتروكيماويات السعودي. وتمثل سابك وحدها نسبة 22% من مؤشر تداول مما يجعل عدم الاستثمار في هذا السهم مجازفة كبيرة. إن سهم سابك يعتبر واحداً من أكثر أسهم شركات البتروكيماويات السعودية المقيمة تقييماً منخفضاً عند نسبة سعر إلى الأرباح تبلغ 12.2 مرة. إننا نعتقد أن هناك احتمال بارتفاع القيمة العادلة للسهم بنسبة 17%، وعليه فقد أجرينا هذه التغطية لسابك وصنفناها من الشركات التي ينبغي زيادة المراكز في أسهمها.

سيناريو السوق والهيكل الحالي لأعمال الشركة: يركز قطاع البتروكيماويات السعودي على الصادرات، ويستفيد القطاع من تكاليف المواد الخام الأساسية (القيم) المنخفضة والسياسات الحكومية المواتية والطلب المتزايد من قارة آسيا وبخاصة الصين. إن شركة سابك التي تعد واحدة من أكبر شركات البتروكيماويات على المستوى العالمي، مقسمة إلى عدة وحدات أعمال إستراتيجية. وتضم هذه الوحدات ثلاث وحدات أعمال بترو كيماوية هي الكيماويات الأساسية والكيماويات الوسيطة والبلمرات والتي تشكل مجتمعة 83% من المبيعات. أما وحدات الأعمال الإضافية الثلاث فهي الأسمدة والمعادن والكيماويات الخاصة والوحدة الأخيرة تمثل أحدث قسم من أقسام سابك وتعكس عزم المجموعة للانتقال إلى قطاع من قطاعات السوق يتميز بقيمة مضافة عالية وتسيطر عليه حالياً الشركات الأوروبية.

مواد خام أولية (لقيم) ذات تكلفة منخفضة جداً: طالما ظلت الفرصة متاحة لجميع موردي البتروكيماويات السعوديين للوصول إلى مواد خام أولية (لقيم) منخفضة التكلفة (0.75 / دولار لكل مليون وحدة حرارية بريطانية من الإيثان بينما تتوفر النافثا بسعر أقل بنسبة 31% عن سعر السوق العالمي) فإننا نعتقد إن سابك ستكون في وضع أفضل من منافسيها المحليين إذ أنها تملك عدداً أكبر من وحدات التكسير تعمل بالإيثان الخالص. ويعكس ذلك امتلاك سابك لوحدة تكسير أقدم وتستخدم جزءاً كبيراً من الإيثان نتيجة لعقود أبرمت قبل أن تضطر ندرة الإيثان الشركات على التحول إلى أنواع من اللقيم الأثقل والأكثر تكلفة.

التوسع في الطاقة الإنتاجية سوف يستفيد من استقرار الطلب: لقد قامت سابك بتوسعات ضخمة في الطاقة الإنتاجية خلال الثلاث إلى الأربع سنوات المنصرمة عبر شركاتها التابعة المسجلة منها وغير المسجلة في سوق الأسهم ويقصد بها ينساب وكيان السعودية والشرق، هذا بالإضافة إلى مشروعها المشترك مع شركة سينوبك الصينية المسمى "سينوبك سابك" في تيانجين. إننا نعتقد أن هذا التوسع في الطاقة الإنتاجية سوف يوتي ثماره، من ناحية نظراً لأنه سوف يحل محل الإنتاج الذي يأتي حالياً من المنافسين في أمريكا الشمالية وأوروبا (الذين لم يزدوا طاقاتهم الإنتاجية). ومن ناحية أخرى وهو الأكثر أهمية، نظراً لأنه سيسمح لسابك بالاستحواذ على حصة عالية من الطلب الذي ينمو بقوة للبتروكيماويات في الصين وبقيّة الدول الآسيوية.

سهم سابك يصعب تجاهله: يمثل قطاع البتروكيماويات نسبة 5% من الناتج المحلي الإجمالي الأسمي للمملكة العربية السعودية غير أنه يمثل نسبة 34% من إجمالي قيمة الأسهم في السوق السعودي. وتمثل سابك وحدها نسبة 22% من مؤشر تداول. لقد سيطرت أسهم كيان السعودية وسابك وبعض أسهم البتروكيماويات الأخرى على تداولات السوق في الآونة الأخيرة، وعليه فإن أي مستثمر يركز على سوق المملكة العربية السعودية أو أسواق دول مجلس التعاون الخليجي ولا يمتلك أي أسهم من أسهم البتروكيماويات وبخاصة أسهم سابك في محفظته، يعتبر ضمنياً مرآها بشكل كبير ضد توجه السوق.

الملخص: إن الطريقة الرئيسية التي استخدمناها لتقييم أسهم البتروكيماويات هي طريقة الربح الاقتصادي المحسوم طويل الأجل (DEP) لعمل التوقعات. وحسب هذه الطريقة فقد توصلنا إلى أن القيمة العادلة لسهم الشركة تبلغ 102.7 ريالاً. وقد اعتبرنا هذه القيمة هي سعرنا المستهدف مما يعني ضمناً إمكانية ارتفاع سهم الشركة بنسبة 17%. إن سهم سابك يعتبر من أكثر أسهم البتروكيماويات السعودية التي شملتها تغطيتنا القيمة بشكل منخفض، إذ يتم تداوله عند مكرر قيمة شركة/ EBITDA يبلغ 7.6 مرة ونسبة سعر إلى الأرباح تبلغ 12.4 مرة في عام 2010.

هذه ترجمة لتقرير نشر باللغة الانجليزية يوم 4 أغسطس 2010.

تخفيض المراكز | المحافظة على المراكز | زيادة المراكز

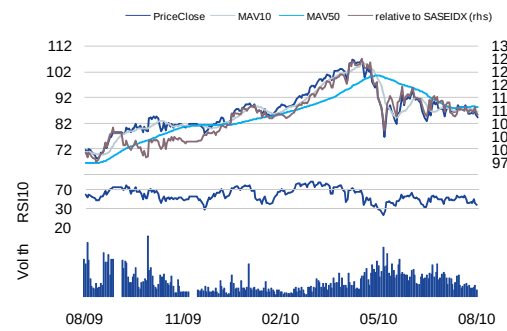
مواضيع رئيسية

إننا نتوقع أن يتفوق موردو البتروكيماويات السعوديون على المنافسين العالميين بتحقيقهم لهوامش ربح مدعومة بأسعار المواد الخام (القيم) الرخيصة والطلب القوي من بلدان قارة آسيا. ونعتقد أن التحول نحو استخدام أنواع اللقيم ذي النوعية الأثقل والأكثر تكلفة في المصانع من الآن فصاعداً سوف لن يعيق نمو الأرباح حيث سيؤدي ارتفاع الأسعار وأحجام الإنتاج إلى موازنة ارتفاع التكاليف.

استنتاجات

إننا نفضل تشكيلة نشاطات سابك الواسعة وما يميزها من انخفاض تكلفة الإنتاج وإستراتيجيتها التي تركز على الاستثمار كثيراً. وتمثل سابك أيضاً نسبة 22% من مؤشر تداول مما يجعل عدم الاستثمار في هذا السهم خسارة كبيرة.

الأداء



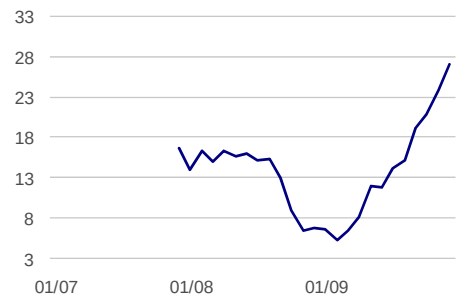
الأرباح

آخر المدة - SAR	12/12E	12/11E	12/10E	12/09
المبيعات - SARmn	172,340	156,280	136,438	103,062
نمو المبيعات	%10.3	%14.5	%32.4	-%31.7
EBITDA - SARmn	66,006	59,855	52,256	29,577
نمو EBITDA	%10.3	%14.5	%76.7	-%36.6
الربح الموزع للسهم	9.86	8.93	7.04	3.02
نمو ربحية السهم	%10.4	%26.9	%132.6	-%58.8

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم

السعر السوقى/الأرباح



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



ملخص الشركة					معلومات السهم					التقييم				
تم تأسيس شركة سابك في عام 1976 وتعتبر أكبر شركة مسجلة في سوق الأسهم في منطقة دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية. وتملك حكومة المملكة السعودية حصة تبلغ 70% من أسهم سابك مما يعتبر دعماً مالياً وتنظيماً قوياً لها. وقد نمت سابك من شركة تنتج 6 مليون طن من البتروكيماويات في العام في سنوات الثمانينات إلى شركة تنتج مايربو على 60 مليون طن في العام حالياً، فضلاً عن أنها تمثل أكثر من 80% من إنتاج المملكة من البتروكيماويات. وقد شهدت سابك نمواً قوياً في إيراداتها خلال الخمس سنوات المنصرمة بينما بلغ متوسط هامش الربح قبل خصم تكاليف التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء 35% خلال نفس الفترة ويعتبر ذلك أعلى كثيراً من المتوسط العالمي الذي يبلغ 15%.					القيمة السوقية (SAR/US\$) 264.0bn / 70.40bn 52 أسبوع متوسط الحجم اليومي في 68.50 - 106.8 متوسط حجم التداول اليومي (US\$) 136.5mn الأسهم المتداولة 3,000mn الأسهم الحرة (مقدرة) %22.6					آخر المدة 12/12E 12/11E 12/10E 12/09 المبيعات - SARmn ##### EBITDA - SARmn 66,006 59,855 52,256 29,577 صافي الربح - SARmn 43,646 38,646 32,147 16,375 الربح الموزع للسهم - SAR 9.86 8.93 7.04 3.02 الربح الموزع للسهم - SAR 5.72 4.46 2.81 1.25 نمو ربحية السهم -58.8% 132.6% 26.9% 10.4% قيمة الشركة/EBITDA 5.7 6.3 7.4 13.5 P/E (x) 8.6 9.5 12.0 27.9 P/B (x) 1.7 1.9 2.1 2.3 نسبة العائد 6.8% 5.3% 3.3% 1.5% المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية				
الاداء : شهر 3 أشهر 12 شهر المطلق %26.6 %8.4 %2.3 مقارنة بالمؤشر %18.3 %3.5 %2.3					الملاك الرئيسيين: صندوق الا استثمارات العامة %70 المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية %5 المصدر: بلومبيرج، الراجحي المالية									

تنوع منتجات سابك هو عامل الجذب الأساسي لها

تنقسم شركة سابك إلى ست وحدات أعمال إستراتيجية . وتنتج وحدة الكيماويات الأساسية الأيثيلين والبروبيلين والأسيتارين والبنزين ومجموعة من المركبات الأرومانية الأخرى . وتمثل وحدة الكيماويات الوسيطة قيمة إضافية في مجال البتروكيماويات وتنتج جلايكول الأيثيلين الأحادي وجلايكول الأيثيلين الثنائي من بين منتجات كيماوية أخرى . وتعتبر وحدة البوليولات وحدة تكاملية وتضيف قيمة أيضاً وتنتج البوليستر والبولي إيثيلين والبولي ستايرين . إن شركة سابك شركة رائدة عالمياً في العديد من المجالات المذكورة إذ أنها ثاني أكبر منتج في العالم لجلايكول الأيثيلين والميثانول وثالث أكبر منتج في العالم للبولي إيثيلين ورابع أكبر منتج في العالم للبولي بروبيلين . إن هذه الوحدات الاستراتيجية الثلاث المصنفة بشكل عام تحت مجموعة وحدات البتروكيماويات أسهمت بنسبة 83% في أجمالي المبيعات في عام 2009. وهناك أعمال إستراتيجية أخرى ترتبط بالبتروكيماويات وهي وحدة الأسمدة التي تنتج الأسمدة الأمونية وأسمدة اليوريا والأسمدة الفوسفاتية. ويسهم هذا القسم بنسبة 5% تقريباً من المبيعات . وتوفر وحدة أعمال سابك الإستراتيجية للمعادن الحديد الصلب والألمنيوم والمانجنيز . إن وحدة سابك للمعادن هي أكبر وحدة تصنيع للحديد الصلب في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي . وأخيراً فإن وحدة الكيماويات الخاصة هي أحدث قسم في منظومة سابك وتعكس عزم الشركة على دخول سوق الكيماويات ذي القيمة المضافة المرتفعة جداً الذي تسيطر عليه حالياً الشركات الأوروبية. وتشكل هذه الوحدة نسبة 14% من المبيعات . وقد استحوذت شركة سابك مؤخراً على أصول إضافية في هذا القسم إذ ضمت قطاع البلاستيك في جنرال إلكتريك الأمريكية ، وشركة هنتمان البريطانية للكيماويات في عام 2007 . إن إنتاج هذا القسم يتم استغلاله كاستخدامات نهائية في تصنيع سلع استهلاكية مثل السيارات والالكترونيات . وفي هذا المجال أيضاً ، فإن معظم الطلب الجديد يأتي من القارة الآسيوية .

تتكون سابك من ست قطاعات رئيسية تمتد عبر سوق البتروكيماويات والمجالات ذات الصلة

إننا نرى أن تنوع منتجات سابك من البتروكيماويات يجعلها جذابة للمستثمر الذي يسعى للاستثمار في سوق البتروكيماويات في المنطقة من منظور العوامل الاقتصادية الكلية. وبينما نجد أن بعض الشركات المنافسة مثل سيكيم وبنزوراف هي شركات تسيطر على أجزاء متخصصة من السوق بسبب تركيزها على البتروكيماويات مثل الميثانول ، فإن سابك لديها استثمارات في جميع أقسام قطاع البتروكيماويات وتتمتع سابك بتكلفة للمواد الخام تعتبر من أدنى المستويات في المملكة العربية السعودية. ونظراً لامتلاكها لحصص مسيطرة في اثنين من أكبر المشروعات التي يجري تنفيذها حالياً في المملكة (كيان السعودية وينساب) ، فإن سابك تعتبر في وضع جيد جداً للاستحواذ على حصة في السوق من منافسيها الراسخين في السوق الأمريكي وسوق دول الاتحاد الأوروبي في حين يمكنها أيضاً طرق أبواب الأسواق الآسيوية التي تتزايد أهميتها يوماً بعد يوم . وعلى هذا الصعيد ، فإن مشروع سابك المشترك مع سينوبك الصينية في منطقة تيانجن يعتبر خطوة هامة في اتجاه ترسيخ إقدامها في هذا البلاد . وبينما أصبحت سابك بالفعل قوة عالمية في مجال الكيماويات الأساسية ، فإن توسعها المخطط في مجال الكيماويات الخاصة يتوقع له أن يؤدي إلى رفع أسعار البيع المحققة في المستقبل . إن قطاع المعادن في سابك رغم أنه أصغر من وحدتها البارزة الخاصة بالبتروكيماويات يعتبر ناجحاً ومرجحاً . وعلى كل فإننا نعتقد أن قطاع المعادن في سابك سينمو بشكل أكبر من وضعه الحالي كلاعب مهم على مستوى منطقة الشرق الأوسط .

سابك هي أفضل طريقة للاستثمار في سوق البتروكيماويات السعودي ككل نظراً لتنوع استثماراتها وعدم تركيزها على منتج واحد

ينبغي أن نضيف هنا أن حجم سابك الضخم يجب أن يضمن أن تأثير التأخيرات الحالية أو المحتملة في المستقبل في مشاريعها المستقبلية سيكون في حده الأدنى. وفي رأينا ، فإن بعض التأخيرات مثل تلك التي تؤثر حالياً على شركة كيان السعودية من المحتمل أن يكون لها تأثيرات على شركات سابك التابعة المسجلة في سوق الأسهم أكثر كثيراً من تأثيراتها على الشركة الأم . وتدعيماً لوجهة نظرنا يمكن أن نوضح عل سبيل المثال أن تقديرنا لإيرادات شركة كيان السعودية في 2012، التي نتوقع أن تكون أول سنة تشغيل كاملة للشركة ، تبلغ 7% فقط من تقديرنا لإيرادات مجموعة سابك في ذلك العام .

التأخيرات في المشاريع الاستثمارية سوف يكون تأثيرها على الشركات التابعة أكثر كثيراً من الشركة الأم

سابك :الافتراضات للمدى البعيد

كما هو الحال بالنسبة لجميع الشركات الأخرى في هذا التقرير ، فقد قمنا بعمل توقعات صريحة لإيرادات وأرباح سابك حتى 2021 . وبعد سنة الركود في عام 2009 ، التي انخفضت فيها المبيعات بنسبة 31% وانخفض فيها العائد على رأس المال المستثمر ليصل إلى 7.4% فقط حسب تقديرنا ، فإننا نتوقع أن تحقق سابك انتعاشاً قوياً في 2010. وفي هذا العام بلغت تقديرنا لنمو الإيرادات 32% ونمو EBITDA 76% مع ارتفاع العائد على رأس المال المستثمر إلى 12.9% . ونفترض أيضاً نمواً مستمراً حتى يصل إلى ذروة النمو الاقتصادي المفترض في عام 2014 الذي يتوقع أن يعقبه انخفاض تدريجي إلى أن يصل إلى ركود اقتصادي في 2019 . إننا نتوقع وصول العائد على رأس المال المستثمر إلى ذروته عند نسبة 16.6% في عام 2014 وهبوط هذا العائد ليبلغ 7.1% في 2019 تم الارتفاع التدريجي بعد ذلك . إننا نفترض أن تظل أحجام المبيعات في سابك ثابتة طوال سنوات العقد القادم باستثناء عام 2019 ، الذي نفترض فيه حدوث انخفاض بنسبة 5% . ومع الأخذ في الاعتبار الميزة القوية لسابك المتمثلة في انخفاض تكلفة المواد الخام ، فقد صممنا نموذجاً بافتراض هامش EBITDA عند نسبة 38% تقريباً للسنتين القادمتين . (وبينما نجد أن هذا المستوى أعلى من مستوى نظيراتها العالمية ، يرجى ملاحظة أن هامش EBITDA لسابك يبلغ حوالي الثلثين فقط من هامش سيكيم التي تركز على مجموعة واحدة من منتجات الميثانول) . ومع ذلك فإننا نتوقع انخفاض هذا الهامش إلى 31.5% في مرحلة الركود الاقتصادي المفترضة في عام 2019 قبل أن يرتفع مرة أخرى .

عانت سابك في 2009 ولكننا نتوقع انتعاشها لتصل إلى مستوى سنة الذروة المفترضة في 2014 قبل أن تتراجع إلى مستوى ركود في 2019



إن شركة سابك منهكة حاليا في تنفيذ توسعة ضخمة في الطاقة الإنتاجية في مدينتي الجبيل وينبع. وفور اكتمال هذه المشاريع فإننا لا نتوقع أن تقدم سابك على إجراء توسعات رئيسية أخرى لعدد من السنوات . وبناء عليه فإننا نفترض حدوث انخفاض حاد في نسبة الإنفاق الرأسمالي / المبيعات من 23% في عام 2009 الى 17% في عام 2010 يليه انخفاض بنسبة 14% في عام 2011. ونتوقع أن تتم المحافظة على هذا المستوى لبقية العام .

مرة أخرى، وكما هو الحال للشركات الأخرى في هذا التقرير ، فإن إحدى الطرق الرئيسية التي استخدمناها لتقييم سابك هي طريقة التوقعات للربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد . وقد افترضنا انخفاضا مستمرا للعائد الاقتصادي ابتداء من 2021 وحتى 2049 وهو التاريخ الذي افترضنا بحلوله انخفاض العائد على الربح الاقتصادي ليتساوى مع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال . ونظرا لوضع سابك المسيطر في سوق البتروكيماويات الشرق أوسطي وحضورها العالمي المتزايد ، فإننا قد افترضنا فترة أطول للميزة النسبية، ونعني بها الفترة التي يتجاوز فيها العائد على رأس المال المستثمر المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، لشركة سابك عن نظيراتها : 40 عاما لسابك مقابل 30 عاما لبقية الشركات. وحسب تقديرنا فإن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لسابك يبلغ 8.9% . أما تقديرنا للقيمة العادلة لسهم سابك على أساس طريقة الربح الاقتصادي المحسوم فهو يبلغ 102.7 ريالاً.

نتوقع أن ينخفض نشاط الاستثمار بشكل حاد
من الآن فصاعدا

افترضنا فترة ميزة تنافسية لشركة سابك تبلغ
40 عاما



12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة الدخل - SARmn
172,340	156,280	136,438	103,062	150,810	المبيعات
(95,132)	(86,266)	(75,314)	(63,669)	(94,994)	تكلفة المبيعات
77,208	70,013	61,124	39,392	55,815	الربح الإجمالي
					الرسوم الحكومية
(31,795)	(29,175)	(26,341)	(20,588)	(19,224)	المصاريف الإدارية والتسويقية
45,413	40,838	34,783	18,804	36,591	ربح العمليات
					مصاريف نقدية تشغيلية
(106,334)	(96,424)	(84,182)	(73,485)	(104,166)	EBITDA
66,006	59,855	52,256	29,577	46,643	استهلاك و اطفاء
(20,593)	(19,017)	(17,473)	(10,773)	(10,052)	ربح العمليات
45,413	40,838	34,783	18,804	36,591	صافي المصاريف المالية
52	(582)	(1,296)	(1,529)	744	ربح/خسارة تحويل العملات الأجنبية
-	-	-	-	-	مخصصات
					الإيرادات الأخرى
-	-	-	-	-	مصاريف أخرى
45,465	40,257	33,487	17,275	37,335	الدخل قبل الزكاة والضريبة
(1,819)	(1,610)	(1,339)	(900)	(1,400)	الضريبة / الزكاة
(14,081)	(11,869)	(11,038)	(7,302)	(13,905)	حقوق الأقلية
29,565	26,778	21,109	9,074	22,030	صافي الربح
(17,148)	(13,389)	(8,444)	(3,750)	(10,250)	مجموع الأرباح موزعة
					تحويل إلى الاحتياطي
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	
3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	عدد الأسهم المعهنة
21.41	19.22	16.54	9.05	15.33	التدفق النقدي للسهم - SAR
9.86	8.93	7.04	3.02	7.34	الربح الموزع للسهم - SAR
5.72	4.46	2.81	1.25	3.42	الربح الموزع للسهم - SAR
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النمو
%10.3	%14.5	%32.4	-%31.7	%19.5	نمو المبيعات
%10.3	%14.5	%55.2	-%29.4	%0.5	نمو الربح الإجمالي
%10.3	%14.5	%76.7	-%36.6	-%4.1	نمو EBITDA
%11.2	%17.4	%85.0	-%48.6	-%10.9	نمو ربح العمليات
%10.4	%26.9	%132.6	-%58.8	-%18.5	نمو صافي الربح
%10.4	%26.9	%132.6	-%58.8	-%25.3	نمو ربحية السهم
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	الهوامش
%44.8	%44.8	%44.8	%38.2	%37.0	هامش الربح الإجمالي
%38.3	%38.3	%38.3	%28.7	%30.9	للفوائد
%26.4	%26.1	%25.5	%18.2	%24.3	هامش ربح العمليات
%26.4	%25.8	%24.5	%16.8	%24.8	هامش الدخل قبل الضريبة والزكاة
%17.2	%17.1	%15.5	%8.8	%14.6	هامش صافي الربح
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب الأخرى
%15.9	%14.7	%12.8	%7.3	%15.4	العائد على رأس المال التشغيلي
%16.0	%14.7	%12.9	%7.4	%16.4	العائد على رأس المال الموظف
%21.0	%21.0	%18.4	%8.6	%22.7	العائد على حقوق الملاك
%4.0	%4.0	%4.0	%5.2	%3.7	نسبة الضريبة / الزكاة
%14.0	%14.0	%17.0	%23.3	%17.6	انفاق رأس المال المبيعات
%58.0	%50.0	%40.0	%41.3	%46.5	نسبة الأرباح الموزعة
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	مقاييس التقييم
8.6	9.5	12.0	27.9	11.5	P/E (x)
3.9	4.4	5.1	9.3	5.5	P/CF (x)
1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	P/B (x)
2.2	2.4	2.8	3.9	2.6	قيمة الشركة/المبيعات
5.7	6.3	7.4	13.5	8.4	قيمة الشركة/EBITDA
8.3	9.3	11.1	21.2	10.7	قيمة الشركة/EBIT
1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	قيمة الشركة /رأس المال الموظف
%6.8	%5.3	%3.3	%1.5	%4.0	نسبة العائد
المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية					

بعد انخفاض بنسبة 31% في 2009 ، نتوقع انتعاشا عالميا وتوسعا في الطاقة الإنتاجية لتحريك النمو القوي في المبيعات خلال الثلاث سنوات التالية

نتوقع أن يستعيد هامش EBITDA حوالي عشر نقاط مئوية في 2010 ليصل إلى مستوى قريب من مستوى 2007 (38.6)

سوف يرتفع العائد على رأس المال المستثمر من 7.4% في 2009 إلى 12.9% في 2010 ثم يرتفع أكثر خلال الفترة 2011-2012

سهم الشركة مقيم تقنياً متوسطاً على أساس نسبة السعر إلى الأرباح رغماً عن أن مردود الربح الموزع بنسبة 3.3% يمكن أن يكون أعلى



توسعة الطاقة الإنتاجية لسابك تؤدي إلى
التوسع في الميزانية

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	المركز المالي - SARmn
64,653	62,701	61,444	56,377	51,028	النقد وما يعادله
25,550	23,141	20,165	20,534	16,104	ذمم تجارية
34,468	31,256	27,288	23,770	24,360	مخزون
5,482	5,482	5,482	5,482	3,677	الأصول المتداولة الأخرى
130,454	122,880	114,679	106,464	95,455	مجموع الأصول المتداولة
169,658	166,123	163,261	157,539	141,440	مجموع الأصول الثابتة
10,369	10,369	10,369	8,299	8,696	إجمالي الاستثمارات
21,901	21,901	21,901	21,901	22,979	الشهرة
-	-	-	-	-	الأصول غير الملموسة الأخرى
2,658	2,658	2,658	2,658	3,190	مجموع الأصول الأخرى
204,587	201,052	198,189	190,398	176,305	مجموع الأصول طويلة الأجل
335,041	323,932	312,869	296,861	271,760	مجموع الأصول
6,477	6,477	6,477	6,477	4,289	الدين قصير الأجل
					الالتزامات التجارية
					أرباح دانتة
					الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
42,764	39,343	35,104	33,849	26,580	مجموع الخصوم قصيرة الأجل
46,381	65,191	83,625	100,538	88,367	مجموع الخصوم طويلة الأجل
10,762	10,762	10,762	2,800	2,831	الالتزامات الأخرى طويلة الأجل
7,044	7,044	7,044	7,044	7,340	مخصصات
64,188	82,998	101,431	110,382	98,538	مجموع الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
81,363	67,282	55,413	44,375	43,709	حقوق الأقلية
30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	رأس المال المدفوع
116,727	104,309	90,920	78,255	72,932	إجمالي الاحتياطيات
146,727	134,309	120,920	108,255	102,932	أجمالي حقوق المساهمين
228,090	201,591	176,334	152,630	146,642	مجموع حقوق المساهمين
335,041	323,932	312,869	296,861	271,760	مجموع حقوق المساهمين والخصوم

نتوقع أن تنتقل سابك إلى وضع نقدية صافية بحلول 2012

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
(11,795)	8,968	28,657	50,637	41,629	صافي الدين - SARmn
-	0.18	0.15	0.55	1.71	صافي الدين / EBITDA
-5.2%	4.4%	16.3%	33.2%	28.4%	صافي الدين/حقوق المساهمين
(1,279.1)	102.9	40.3	19.3	(62.7)	صافي مصروفات التمويل / EBITDA
48.91	44.77	40.31	36.08	34.31	القيمة الدفترية للسهم - SAR

نتوقع ارتفاع التدفقات النقدية من العمليات إلى 83% هذا العام

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة التدفق النقدي - SARmn
45,465	40,257	33,487	17,275	37,335	صافي الربح قبل خصم الضريبة والزكاة وحقوق الأقلية
20,593	19,017	17,473	10,773	10,052	استهلاك و اطفاء
(2,201)	(2,705)	(1,894)	(135)	1,090	التغير في رأس المال العامل
(1,819)	(1,610)	(1,339)	(1,901)	(2,248)	التدفقات النقدية الأخرى
62,039	54,958	47,726	26,012	46,229	صافي النقد من الأنشطة التشغيلية
(24,128)	(21,879)	(23,194)	(23,988)	(26,596)	انفاق رأس المال
-	-	(2,070)	724	(1,550)	استثمارات جديدة
-	-	-	(1,371)	(1,661)	أخرى
(24,128)	(21,879)	(25,265)	(24,636)	(29,807)	صافي النقدية المستخدمة في الأنشطة الاستثمارية
37,911	33,078	22,462	1,377	16,423	صافي النقد التشغيلي
(17,148)	(13,389)	(8,444)	(3,750)	(10,282)	توزيعات أرباح مدفوعة
-	-	-	-	-	عوائد بيع الأسهم
-	-	-	(6,931)	(13,702)	تأثير تحويل العملة على النقد الأخرى
(35,958)	(31,822)	(17,395)	3,973	(11,272)	صافي النقد من الأنشطة التمويلية
1,953	1,256	5,067	5,350	5,150	صافي التغير في النقدية وشبه النقدية
62,701	61,444	56,377	51,028	45,877	النقدية وشبه النقدية في بداية الفترة
64,653	62,701	61,444	56,377	51,027	النقدية وشبه النقدية في نهاية السنة
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
14.0%	14.0%	17.0%	23.3%	17.6%	انفاق رأس المال المبيعات

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

إخلاء من المسؤولية فضلاً راجع وثيقة الإخلاء من المسؤولية في نهاية التقرير



إدارة البحوث
فريق بحوث الراجحي المالية
Tel +966 1 211 9233, research@alrajhi-capital.com

سبكيم فرصة للتوزيع

لقد انهارت مبيعات وأرباح سبكيم خلال فترة الركود الاقتصادي العالمي ولكنها تبدو الآن مهيباً للانتعاش بقوة إذ أدى مصنعها الخاص بالمرحلة الثانية إلى تنويع تدفقها النقدي بينما سيؤدي تنفيذ مصنعها في المرحلة الثالثة إلى دفعها لتحقيق مزيد من القيمة المضافة في مجال البتر وكيمويات. ونظراً لوضعها كواحدة من موردي الميثانول بأرخص التكاليف مع استعادها الكبير لتلبية الطلب من قارة آسيا، فقد قدرنا نمو المبيعات بنسبة 154% ونمو بمقدار ثلاثة أضعاف لها من الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء لهذا العام. ويبلغ عائد السعر إلى الأرباح لعام 2010 حوالي 18.3 ولكن ذلك يتوقع إن يهبط إلى 10.3 مرة لعام 2011. ونظراً لاحتمال ارتفاع سعر السهم بنسبة 33% عن سعرنا المستهدف الذي يبلغ 29.7 ريالاً، فقد قمنا بتغطية شركة سبكيم مع التوصية بزيادة المراكز في أسهمها.

سيناريو السوق وهيكل الشركة الحالي: يستفيد قطاع البتر وكيمويات السعودي من انخفاض تكاليف المواد الخام الأولية والسياسات الحكومية المواتية والطلب المرتفع من القارة الآسيوية. إن شركة سبكيم هي شركة يستحوذ إنتاج الميثانول على معظم نشاطها حالياً وتتمتع بهوامش ربح عالية نظراً لانخفاض تكاليفها جداً (أنظر أدناه). علاوة على ذلك، فإن المنافسة في هذا القطاع من قطاعات السوق محدودة نظراً لعدم وجود منافسين كشركة بتر ورايج. وتنتج سبكيم في مشروعها للمرحلة الأولى الميثانول والبيوتانيدول من اثنتين من شركاتها التابعة هما الشركة العالمية للميثانول والشركة العالمية للديوال.

منتج منخفض التكلفة: تعتبر سبكيم من بين موردي الميثانول الأقل تكلفة في العالم. ولهذا الأمر أهمية عظمى نظراً لحقيقة أن ما يربو على 50% من إجمالي إنتاج الميثانول العالمي يأتي من المصانع المستفيدة من المواد الخام ذات التكلفة المنخفضة. ونظراً لانخفاض تكلفة الإنتاج في سبكيم، فإننا نعتقد أنه حتى لوحدت انخفاض كبير جداً في الطلب، فإنه سيكون بمقدور الشركة تحقيق عائدات مرتفعة مقارنة بغيرها.

موجهة بدرجة عالية إلى آسيا: تصدر سبكيم أكثر من 50% من إنتاجها إلى قارة آسيا، وأهمها الصين التي ظلت لفترة طويلة مستورداً للميثانول تفوق قيمة وارداته قيمة صادراته من هذه السلعة. إننا ننظر إلى هذا الأمر بشكل إيجابي جداً إذ أننا نتوقع أن تكون آسيا هي القوة المحركة للطلب على البتر وكيمويات على مدى العقد القادم. إن الطلب من آسيا مقروناً بانطلاق مرافق الإنتاج للمرحلتين الثانية والثالثة هي التي جعلتنا نرفع توقعاتنا لنمو المبيعات المركب السنوي إلى 30% للفترة من الآن وحتى 2015.

إنتاج المرحلة الثانية يؤدي إلى تنويع الإيرادات: تم تدشين مرافق الإنتاج للمرحلة الثانية في شركة سبكيم في الربع الأول 2010. وسيؤدي ذلك إلى تنويع قنوات إيرادات سبكيم بإضافة أول أكسيد الكربون و مونومر فينيل أسيتات و حامض الخل. بالإضافة إلى ذلك، فإن المصنع الخاص بالمرحلة الثانية يشتمل على هيكل تشغيلي يسمح باستخدام نصف إنتاج حامض الخل كمادة خام لإنتاج مونومر فينيل أسيتات لاستخدامها كمادة خام لإنتاج مونومر فينيل أسيتات VAM، وهكذا فإنها تضمن توفر المادة الخام داخل مرافقها بسعر التكلفة.

المرحلة الثالثة ستدفع سبكيم نحو أنتاج سلع ذات قيمة مضافة أكثر: سوف يعمل مصنع سبكيم المخطط له في المرحلة الثالثة، والذي يتوقع تشييده وتشغيله بحلول عام 2014، على توفير الايثيلين والبروبيلين مما سينقل سبكيم خطوه أبعد في إنتاج البتر وكيمويات ذات القيمة المضافة. وكانت سبكيم قد وقعت اتفاقية تقوم بموجبها بتزويد سابك بأول أكسيد الكربون مقابل تزويد الأخيرة لها بالاثيلين والبروبيلين. وهذه اتفاقية لمنفعة متبادلة نتوقع أن تستمر حتى تبدأ سبكيم في إنتاج هذين المنتجين في مرافقها الخاصة بها.

التقييم والمخلص: قمنا بتقييم أسهم شركات البتر وكيمويات باستخدام توقعات تستند على طريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد. ولا يبدو سهم سبكيم رخيصاً تماماً على أساس مكرر قيمة شركة EBITDA لعام 2010 يبلغ 10.9 مرة ونسبة سعر إلى الأرباح تبلغ 18.3 مرة. غير أنه، وبناء على افتراضنا بحدوث مزيد من النمو خلال العام القادم، فإن هذه النسب يتوقع أن تنخفض إلى 8.0 مرة و 10.3 مرة على التوالي لعام 2011. ويتم تداول سهم سبكيم حالياً عند مضاعف قيمة شركة رأس مال مستمر يبلغ 1.1 مرة. ويعتبر ذلك تقييماً متوسطاً لشركة نتوقع لها أن تحقق قيمة اقتصادية كبيرة خلال الفترة من الآن وتاريخ الركود الاقتصادي خلال الفترة القادمة الذي نتوقع حدوثه في عام 2019. ونظراً لاحتمال تحقيق سهم سبكيم لارتفاع بنسبة 33% فوق سعرنا المستهدف الذي يبلغ 29.7 ريالاً حسب توقعاتنا باستخدام طريقة الربح الاقتصادي المحسوم، فقد كانت توصيتنا هي زيادة المراكز في سهم الشركة ونرى أن الشركة تحقق نمواً عالياً ولكن بمخاطر عالية نسبياً مقارنة بسابك.

هذه ترجمة لتقرير نشر باللغة الانجليزية في الرابع من أغسطس.

US\$6.70mn	%68.3	US\$2.00bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية
32.5% أعلى من الحالي	29.70	السعر المستهدف
22.5% أعلى من الحالي	27.50	السعر المتفق عليه
بتاريخ 03/08/2010	22.40	السعر الحالي

زيادة المراكز	الحفاظ على المراكز	تخفيض المراكز
---------------	--------------------	---------------

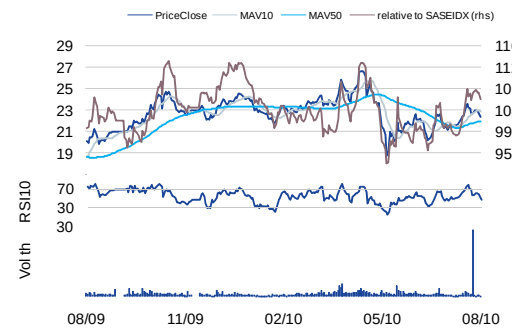
مواضيع رئيسية

إننا نتوقع أن يتفوق قطاع البتر وكيمويات السعودي على نظرائه العالميين خلال السنوات القليلة القادمة نظراً لمزايا انخفاض تكلفة المواد الخام الأولية ونمو الطلب بشكل قوي من الاقتصاديات الناشئة. إن إنتاج سبكيم يركز حالياً على الميثانول ومشتقات الميثانول مع التركيز شديد نحو الطلب الصيني.

استنتاجات

إن أداء سبكيم جيد من الناحية التشغيلية وقد بدأت مؤخراً في توسعتها للمرحلة الثانية التي سوف تساعد الشركة للاتجاه نحو تحقيق مزيد من القيمة المضافة. وسوف يبدأ تنفيذ مرحلة التوسيع الثالثة خلال سنوات قليلة مما سيؤدي إلى تنويع إيراداتها أكثر. وقد جاء تصنيفنا للشركة بالتوصية بزيادة المراكز في أسهمها.

الأداء



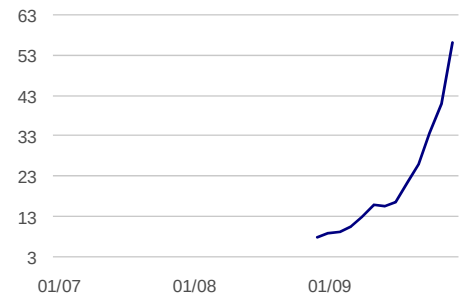
الأرباح

آخر المدة - SAR	12/12E	12/11E	12/10E	12/09
المبيعات SARmn	2,857	2,597	2,113	830
نمو المبيعات	%10.0	%22.9	%154.4	-%51.4
EBITDA - SARmn	1,886	1,714	1,204	336
نمو EBITDA	%10.0	%42.4	%258.8	-%69.4
الربح الموزع للسهم	2.23	2.17	1.22	0.43
نمو ربحية السهم	%2.9	%77.0	%185.2	-%79.1

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم

السعر السوق/الأرباح



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

ملخص الشركة					معلومات السهم					التقييم				
تعتبر سبكيم ذات وضع نادر في قطاع البتروكيماويات السعودي. فبينما نجد أن الشركات الكبيرة مثل سابك وبتروراغ مملوكة بشكل مباشر أو غير مباشر للحكومة ، فإن سبكيم هي عبارة عن شركة أسستها إحدى مؤسسات القطاع الخاص وهي مجموعة الزامل الصناعية (تملك الحكومة 8% فقط من أسهمها من خلال صندوق الاستثمارات العامة).					القيمة السوقية (SAR/US\$)					آخر المدة				
52 أسبوع متوسط الحجم اليومي في					bn / bn					12/12E 12/11E 12/10E 12/09				
متوسط حجم التداول اليومي (US\$)					18.70 - 26.60					المبيعات - SARmn				
الأسهم المتداولة					8.60mn					EBITDA - SARmn				
الأسهم الحرة (مقدرة)					333.3mn					صافي الربح - SARmn				
الأداء :					%68.3					الربح الموزع للسهم - SAR				
شهر					3 أشهر					الربح الموزع للسهم - SAR				
شهر					12 شهر					نمو ربحية السهم				
المطلق					%4.9					قيمة الشركة/EBITDA				
مقارنة بالمؤشر					%0.2					P/E (x)				
الملاك الرئيسيين:					%8.4					P/B (x)				
شركة مجموعة الزامل القابضة					%10.1					نسبة العائد				
مجموعة الصناعات الوطنية القابضة					%8.3					المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية				
المصدر: بلومبرج، الراجحي المالية														

إضافة منتجات أخرى إلى الميثانول

إن منتج سبكيم الأصلي والرئيسي هو الميثانول وهو واحد من أهم المنتجات البتروكيمياوية الأساسية . وتعتبر سبكيم واحدة من منتجي الميثانول الأقل تكلفة على مستوى العالم كما أنها تأتي أيضاً في صدارة المنتجين الأقل تكلفة لمنتج البوتان ديول . وتصدر الشركة منتجاتها إلى القارتين الآسيوية والأوروبية غير أن صادرات آسيا تشكل نسبة 50% من مبيعات سبكيم تقريباً وتمثل الصين السوق الرئيسي . ونتوقع أن تقتصر الإضافات إلى الطاقة الإنتاجية للميثانول في الصين عن الطلب خلال السنوات القليلة مما يعزز الطلب على المنتج الأساسي لشركة سبكيم . ولا نعتقد أن رسوم مكافحة الإغراق السلعي في آسيا تمثل تهديداً هاماً لنشاط شركة سبكيم في أكبر أسواقها وذلك نظراً لقوة الطلب الصيني والعلاقات التجارية المتزايدة بين الصين والمملكة العربية السعودية .

لقد دخلت الوحدة الإنتاجية المخططة للمرحلة الثالثة لشركة سبكيم في الإنتاج في الربع الأول 2010 . وكما هو الحال لينساب ، فإن بدء الإنتاج التجاري يعتبر أمراً إيجابياً هاماً للشركة في الوضع الراهن الذي يتم بالتأخيرات في تنفيذ الطاقات الإنتاجية المضافة للمنتجات البتروكيمياوية . وسوف ينتج هذا المصنع منتجات ذات قيمة مضافة عالية (مونومرفينيل أسيات ، أول أكسيد الكربون و حامض الخل) كما أن هيكليها سوف يسمح لجزء من المواد الخام الأولية بأن تنتج محلياً مما يؤدي إلى خفض الاعتماد على الموردين الخارجيين بالإضافة إلى توفير بعض التكاليف . وقد بدأت سبكيم أيضاً التحضيرات لتشييد مصنعها إلى المرحلة الثالثة الذي سينتقل الشركة إلى مرحلة إنتاج الكيماويات الأساسية جزئياً من خلال اتفاقية لتبادل المنافع مع الشركة سابك . وتصب هذه الاتفاقية في مصلحة الشركتين وتجعل كل واحدة منهما تركز على المجال التي تحقق فيه مزايا نسبية .

سبكيم : الافتراضات للمدى البعيد

في الوقت الراهن ، يسيطر منتج الميثانول على تشكيلة أعمال سبكيم بشكل كبير . أما في المستقبل ، فسوف تتجه الشركة لإنتاج مشتقات الميثانول التي ستحقق تدفقات جديدة للإيرادات . ويتوقع أن يؤدي تنوع سبكيم لمنتجاتها إلى خفض حساسيتها للدورة الاقتصادية بشكل كبير ، والتي أدت إلى هبوط الشركة بشكل عنيف في 2009 عندما انخفضت المبيعات بنسبة 51% و هامش EBITDA بنسبة 69% . وبالنظر إلى التوقعات المستقبلية ، فإننا قد افترضنا حدوث ارتفاع جيد في الأسعار للشركة خلال أعوام العقد القادم باستثناء عام 2019 الذي نفترض أنه سيمثل قمة الانخفاض في فترة الركود الاقتصادي التالي . ومع الأخذ في الاعتبار تركيز سبكيم على هذا المنتج فإننا نعتقد أن معدل استغلال الطاقة الإنتاجية سوف يستمر عند مستوى 95% ما عدا لعام 2019 الذي افترضنا فيه انخفاضاً بنسبة 85% . وقد افترضنا كذلك تعزيزاً للإنتاج الكلي عندما يبدأ الإنتاج في المصنع المخطط له في المرحلة الثالثة في عام 2014 . ونظراً لأن سبكيم تعتبر واحدة من المنتجين الأقل تكلفة ، فقد افترضنا تحقيقها لهامش EBITDA يتجاوز 60% خلال فترة العشر سنوات التالية باستثناء فترة الركود الاقتصادي المفترضة ما بين 2018 و 2019 . وبما أن الشركة سوف تبدأ قريباً تشييد مصنعها للمرحلة الثالثة ، فإننا قد افترضنا ارتفاع المصروفات الرأسمالية بشكل كبير خلال الفترة الممتدة حتى 2014 . وبعد تلك الفترة ، نتوقع أن يتجه مستوى المصروفات الرأسمالية إلى الاعتدال كما نفترض أن الشركة سوف تزيد معدل توزيعات أرباحها .

إن ارتفاع الإنفاق الرأسمالي لشركة سبكيم يعني أن معدل دوران الأصول لديها منخفض : تشير تقديراتنا إلى معدل يتراوح بين 0.2 و 0.3 مرة خلال العشر سنوات التالية . و يساعد ذلك في توضيح السبب وراء انخفاض العائد على رأس المال المستثمر بدرجة أكبر كثيراً مما تشير إليه هوامش EBITDA المرتفعة . وحسب تقديراتنا فإن العائد على رأس المال المستثمر يتراوح بين 8-11% طوال العقد القادم . بيد أنه في جميع السنوات ، ما عدا خلال فترة الركود القادم ، فإننا نتوقع أن تحقق سبكيم عائداً على رأس المال المستثمر أعلى من تكلفة رأس المال ، مما يعني أن الشركة سوف تحقق عائدات اقتصادية كبيرة على مدى سنوات القادمة

يتوقع أن يؤدي تنوع سبكيم نشاطاتها بشكل متزايد إلى خفض حساسيتها للدورة الاقتصادية .

العائد على رأس المال المستثمر أدنى كثيراً مما يشير إليه هامش EBITDA المرتفع ويعكس ذلك انخفاض معدل دوران الأصول .



12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة الدخل - SARmn
2,857	2,597	2,113	830	1,709	المبيعات
(857)	(779)	(824)	(427)	(541)	تكلفة المبيعات
2,000	1,818	1,289	403	1,167	الربح الإجمالي
					الرسوم الحكومية
(645)	(560)	(465)	(235)	(223)	المصاريف الإدارية والتسويقية
1,355	1,258	823	168	944	ربح العمليات
					مصاريف نقدية تشغيلية
(971)	(883)	(908)	(495)	(612)	EBITDA
1,886	1,714	1,204	336	1,096	استهلاك و اطفاء
(531)	(456)	(381)	(167)	(152)	ربح العمليات
1,355	1,258	823	168	944	صافي المصاريف المالية
(33)	(18)	(3)	42	(93)	ربح/خسارة تحويل العملات الأجنبية
-	-	-	-	-	مخصصات
					الإيرادات الأخرى
					مصاريف أخرى
1,322	1,241	820	210	851	الدخل قبل الزكاة والضريبة
(53)	(50)	(33)	(40)	(30)	الضريبة / الزكاة
(526)	(469)	(379)	(29)	(284)	حقوق الأقلية
743	722	408	141	537	صافي الربح
-	-	-	-	-	مجموع الأرباح موزعة
					تحويل إلى الاحتياطي
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	
333.3	333.3	333.3	333.3	323.5	عدد الأسهم المعهله
5.40	4.94	3.50	1.03	3.72	التدفق النقدي للسهم - SAR
2.229	2.165	1.223	0.429	2.051	الربح الموزع للسهم - SAR
0	0	0	0	0	الربح الموزع للسهم - SAR
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النمو
%10.0	%22.9	%154.4	-%51.4	%11.8	نمو المبيعات
%10.0	%41.1	%219.7	-%65.5	%5.6	نمو الربح الإجمالي
%10.0	%42.4	%258.8	-%69.4	%4.6	نمو EBITDA
%7.7	%52.8	%389.2	-%82.2	%5.4	نمو ربح العمليات
%2.9	%77.0	%189.4	-%73.8	-%9.6	نمو صافي الربح
%2.9	%77.0	%185.2	-%79.1	%0.0	نمو ربحية السهم
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	الهوامش
%70.0	%70.0	%61.0	%48.5	%68.3	هامش الربح الإجمالي
%66.0	%66.0	%57.0	%40.4	%64.2	للفوائد
%47.4	%48.5	%39.0	%20.3	%55.3	هامش ربح العمليات
%46.3	%47.8	%38.8	%25.3	%49.8	هامش الدخل قبل الضريبة والزكاة
%26.0	%27.8	%19.3	%17.0	%31.4	هامش صافي الربح
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب الأخرى
%10.1	%10.4	%7.4	%1.5	%9.6	العائد على رأس المال التشغيلي
%10.8	%11.0	%7.3	%1.4	%14.0	العائد على رأس المال الموظف
%11.6	%12.7	%8.0	%2.8	%13.5	العائد على حقوق الملاك
%4.0	%4.0	%4.0	%19.2	%3.6	نسبة الضريبة / الزكاة
%65.6	%72.2	%88.8	%188.4	%159.4	انفاق رأس المال المبيعات
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة الأرباح الموزعه
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	مقاييس التقييم
10.0	10.3	18.3	52.1	10.9	P/E (x)
4.1	4.5	6.4	21.8	6.0	P/CF (x)
1.1	1.2	1.4	1.5	1.5	P/B (x)
4.9	5.2	6.2	14.1	4.6	قيمة الشركة/المبيعات
7.4	8.0	10.9	35.0	7.2	قيمة الشركة/EBITDA
10.3	10.8	15.9	69.7	8.3	قيمة الشركة/EBIT
1.1	1.1	1.2	1.1	1.0	قيمة الشركة /رأس المال الموظف
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة العائد

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

مع انطلاق المرحلة الثانية ، سوف تتمتع سبكيم بنمو قوي جدا في الإيرادات

تتميز سبكيم بواحد من أقل هياكل التكلفة في العالم مما يدعم الهوامش

رغما من انتهاء معظم متطلبات المصروفات الرأسمالية فإننا نتوقع أن تظل هذه المصروفات مرتفعة خلال الفترة 2012-2010



سوف تتسع قاعدة الأصول الثابتة مع انطلاقة
المرحلتين الثانية والثالثة...

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	المركز المالي - SARmn
71	177	521	1,831	2,581	النقد وما يعادله
857	779	634	308	154	ذمم تجارية
43	39	32	79	107	مخزون
-	-	-	0	0	الأصول المتداولة الأخرى
970	995	1,186	2,218	2,842	مجموع الأصول المتداولة
13,827	12,483	11,064	9,569	7,792	مجموع الأصول الثابتة
-	-	-	-	-	إجمالي الاستثمارات
31	31	31	31	200	الشهرة
-	-	-	-	-	الأصول غير الملموسة الأخرى
-	-	-	-	-	مجموع الأصول الأخرى
13,858	12,514	11,095	9,601	7,992	مجموع الأصول طويلة الأجل
14,829	13,510	12,281	11,818	10,833	مجموع الأصول
283	283	283	283	176	الدين قصير الأجل
-	-	-	-	-	الالتزامات التجارية
-	-	-	-	-	أرباح داتنه
-	-	-	-	-	الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
1,426	1,322	1,128	903	979	مجموع الخصوم قصيرة الأجل
3,883	3,937	4,093	4,642	3,581	مجموع الخصوم طويلة الأجل
401	401	401	401	382	الالتزامات الأخرى طويلة الأجل
40	40	40	40	34	مخصصات
4,324	4,378	4,534	5,083	3,996	مجموع الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
2,284	1,759	1,289	910	894	حقوق الأقلية
3,333	3,333	3,333	3,333	3,333	رأس المال المدفوع
3,461	2,718	1,997	1,589	1,631	إجمالي الاحتياطات
6,795	6,052	5,330	4,922	4,965	أجمالي حقوق المساهمين
9,079	7,810	6,619	5,832	5,858	مجموع حقوق المساهمين
14,829	13,510	12,281	11,818	10,833	مجموع حقوق المساهمين والخصوم
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
4,096	4,042	3,855	3,094	1,175	صافي الدين - SARmn
2.17	2.36	3.20	9.22	1.07	صافي الدين / EBITDA
%45.1	%51.8	%58.2	%53.0	%20.1	صافي الدين/حقوق المساهمين
56.6	96.7	347.0	(8.0)	11.7	صافي مصروفات التمويل / EBITDA
20.38	18.16	15.99	14.77	15.35	القيمة الدفترية للسهم - SAR

... مما يعني مستوى دين مرتفع ولكن
انخفاض مستمر في صافي الدين
EBITDA مع تزايد الناتج الجديد

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة التدفق النقدي - SARmn
1,322	1,241	820	210	851	صافي الربح قبل خصم الضريبة والزيادة وحقوق الأقلية
531	456	381	167	152	استهلاك و اطفاء
22	41	(54)	(283)	119	التغير في رأس المال العامل
(53)	(50)	(33)	(269)	91	التدفقات النقدية الأخرى
1,821	1,688	1,114	(175)	1,214	صافي النقد من الأنشطة التشغيلية
(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,565)	(2,723)	انفاق رأس المال
-	-	-	238	1	استثمارات جديدة
-	-	-	-	(85)	أخرى
(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,327)	(2,807)	صافي النقدية المستخدمة في الأنشطة الاستثمارية
(54)	(187)	(761)	(1,502)	(1,594)	صافي النقد التشغيلي
-	-	-	(333)	(333)	توزيعات أرباح مدفوعة
-	-	-	-	1,967	عوائد بيع الأسهم
-	-	-	(216)	(1,036)	تأثير تحويل العملة على النقد الأخرى
(53)	(156)	(549)	752	2,612	صافي النقد من الأنشطة التمويلية
(107)	(343)	(1,311)	(750)	1,019	صافي التغير في النقدية وشبه النقدية
177	521	1,831	2,581	1,562	النقدية وشبه النقدية في بداية الفترة
71	177	521	1,831	2,581	النقدية وشبه النقدية في نهاية السنة
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
%65.6	%72.2	%88.8	%188.4	%159.4	انفاق رأس المال المبيعات

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



US\$96.40mn	%45	US\$7.00bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية
17.2%- أعلى من الحالي	14.40	السعر المستهدف
7.2%- أعلى من الحالي	16.15	السعر المتفق عليه
بتاريخ 03/08/2010	17.40	السعر الحالي

إدارة البحوث
فريق بحوث الراجحي المالية
Tel +966 1 211 9233, research@alrajhi-capital.com

شركة كيان السعودية

تأخيرات بدء المشاريع تمثل عائقا للشركة

إن شركة كيان السعودية هي شركة استت لتتفيذ مشروع معين، وقد تم تكوينها لتزويد شركتها الأم سابقا بمتطلباتها من المواد الخام. وعندما يكتمل مصنع الشركة في الجبيل، فسوف يكون واحدا من أكبر المصانع في العالم. بيد أن المخاطر الرئيسية التي تواجه أي شركة قائمة على مشروع معين هي التأخيرات، وقد حدثت العديد من التأخيرات لمشروع الشركة مما أدى إلى تأخير بدء الإنتاج لشركة كيان إلى الربع الثاني 2012 وفقا لتقديراتنا. وبالحال كذلك، فإنه يصعب التوصية بالاستثمار في شركة لن تحقق أي إيرادات أو أرباح لفترة سنتين تقريبا وقد أجربنا تغطية لشركة كيان السعودية مع التوصية بخفض المراكز في أسهمها.

سيناريو السوق والهيكل الحالي لأعمال الشركة: يركز قطاع البتر وكيمويات السعودي على الصادرات، ويستفيد القطاع من تكاليف المواد الخام الأساسية (القيم) المنخفضة والسياسات الحكومية المواتية والطلب المتزايد من قارة آسيا وبخاصة الصين. وتقوم كيان حاليا بتشييد مصنع في مدينة الجبيل في المنطقة الشرقية بغرض تزويد شركة سابك، التي تملك 35% من كيان، بالمنتجات ومن ثم تقوم سابك بتسويق وتوزيع الإنتاج. وعند اكتماله سوف يصبح هذا المصنع واحدا من أكبر مصانع البتر وكيمويات في العالم بطاقة تصميم تبلغ 6.0 مليون طن في العام. وسوف تتكون هذه الطاقة الإنتاجية من كيمويات أساسية (85% من الإنتاج بما فيها الإيثيلين والبروبيلين والكميويات الخاصة (15% بما فيها ميثيلات أمين وثنائي ميثيل الفورماميد).

منتج منخفض التكلفة: مثلها مثل موردي البتر وكيمويات السعوديين الآخرين، فإن كيان السعودية يمكنها الاستفادة من الإيثان الرخيص كما تحصل على حشومات على المواد الخام الثقيلة. إن خطة الشركة لإنتاج الكيمويات الخاصة سوف تتطلب كميات أعلى من الكيمويات الثقيلة والمواد الخام الأولية الأكثر تكلفة. ورغم ذلك، وفور انتقالها إلى مرحلة النضج فسوف تحقق كيان هوامش ربح أعلى كثيرا من هوامش منافسيها العالميين.

التأخيرات تجعل الرؤية أقل وضوحا وتقود إلى فرص ضائعة: لقد حدثت العديد من حالات تأخير بدء الإنتاج في مرافق الإنتاج الجديدة على نطاق المنطقة الخليجية. إلا أن كيان قد عانت من تأخيرات مضاعفة مما أدى إلى تأخير الموعد المحدد أصلا لبدء بعض المشروعات في الربع الرابع 2009 (حسب تقديراتنا) الربع الأول 2012. إن هذه التأخيرات تقلل من إمكانية تحقيق إيرادات وتدفقات نقدية طويلة الأجل. وبفلس القدر، فقد خلقت التأخيرات قدرا كبيرا من الفرص الضائعة. فبينما نتوقع أن توجد أسيا طلبا قويا على البتر وكيمويات للعديد من السنوات، فإن كيان السعودية تفقد الفرصة للاستفادة من هذا الطلب في الوقت الراهن. وسوف تستطيع الشركة طرق أبواب الأسواق الآسيوية بنجاح في المستقبل ولكنها في الوقت الحالي تفقد هذه الفرص في وقت يشهد نموا مضطربا للطلب في الصين وفي مناطق أخرى.

التقييم والملخص: إن الطريقة التي استخدمناها لتقييم أسهم الشركات البتر وكيموية السعودية هي طريقة تقدير الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد. وكان تقديرنا للقيمة العادلة حسب الطريقة المذكورة هو 14.4 ريالاً للسهم. وننوه هنا إلى أن حدوث تغير في ربع واحد من أرباح العام في تاريخ بداية المشروع سيكون له تأثير جوهري على رقم السعر العادل المذكور. فإذا افترضنا أن البداية ستكون في الربع الثاني 2012، فإن القيمة العادلة للسهم حسب تقديرنا ستخف بنسبة 1.2%، أما إذا افترضنا مزيدا من التأخير حتى الربع الثالث 2012 فسودي ذلك إلى خفض القيمة العادلة بنسبة 2.4%. ومن حيث النسب ومع عدم تحقيق أرباح أو إيرادات للسنتين القادمتين تقريبا، يمكن تقييم كيان السعودية فقط في ما يتعلق بالأسول. وتشير نسبة قيمة الشركة / رأس المال المستثمر التي تبلغ 1.3 مرة وكذلك نسبة السعر إلى القيمة الدفترية التي تبلغ 1.7 مرة إلى أن سوق الأسهم السعودي يرى أن كيان سوف تحقق أرباحا اقتصادية (أي أن العائدات فوق تكلفة رأس المال) في المستقبل. إننا نتفق مع ذلك ولكن ليس لدرجة تبرر سعر سهمها الحالي. إننا نرى احتمالا لانخفاض القيمة العادلة لسهم الشركة بنسبة 17% وعليه فإننا نوصي بخفض المراكز في سهم الشركة.

هذه ترجمة تقرير نشر باللغة الانجليزية في الرابع من أغسطس.

تخفيض المراكز	الحفاظة على المراكز	زيادة المراكز
---------------	---------------------	---------------

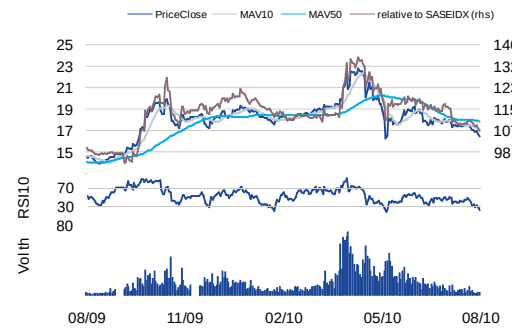
مواضيع رئيسية

إننا نتوقع أن يتفوق قطاع البتر وكيمويات السعودي على نظرائه العالميين خلال السنوات القليلة القادمة نظرا لمزايا انخفاض تكلفة المواد الخام الأولية ونمو الطلب بشكل قوي من الاقتصاديات الناشئة. وبينما سوف يستفيد المنافسون المحليون من هذا الوضع، فإن كيان السعودية غير قادرة على ذلك نظرا لتأثير التأخيرات العديدة على بدء العمل في توسعتها الإنتاجية الضخمة.

استنتاجات

نظرا لسلسلة من التأخيرات التي أدت إلى تأخير بدء الإنتاج التجاري من التاريخ المخطط أولا وهو الربع الرابع 2009 إلى (وفقا لتقديراتنا) الربع الثاني 2012، فإن شركة كيان لم تظهر محفزات واضحة لارتفاع الأسعار. وبسبب عدم وضوح الرؤيا حول التاريخ المتوقع لبدء تحقيق إيرادات، فقد أوصينا بخفض المراكز في سهم الشركة.

الأداء



الأرباح

آخر المدة - SAR	12/12E	12/11E	12/10E	12/09
المبيعات - SARmn	11,756	-	-	-
نمو المبيعات				
EBITDA - SARmn	4,526	(17)	(17)	(17)
نمو EBITDA		0.0%	0.0%	-90.2%
الربح الموزع للسهم	1.69	(0.01)	(0.01)	(0.01)
نمو ربحية السهم		0.0%	-0.4%	-103.4%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم

ملحوظة: 1 لم نعرض رسما بيانيا لتقييم الشركة إذ أننا لا نتوقع أن تحقق كيان السعودية إيرادات أو أرباح حتى عام 2012.

ملخص الشركة					معلومات السهم					التقييم				
ان مصنع شركة كيان السعودية ، الذي يجري تشييده حاليا في مدينة الجبيل الصناعية، سيكون واحدا من أكبر مصانع البتروكيماويات في العالم. وتملك سابك حصة تبلغ 35% في شركة كيان والحصة المتبقية مجزأة بين شركة الكيان (20%) وجمهور المساهمين (45%) بعد عملية الاكتتاب العام الأولى في أسهم الشركة في 2008. غير أن كيان السعودية قد واجهت تأخيرات في بدء عملياتها. فقد تأخر انطلاق المشروع عن موعده الأولي المحدد له السنة المالية 2010 وهو يواجه حاليا تأخيرا محتملا حتى الربع الثاني من العام المالي 2012 مما سيؤخر تدفق الإيرادات المرتبطة بالشركة.					القيمة السوقية (SAR/US\$) 26.10bn 7.00/ bn 52 أسبوع متوسط الحجم اليومي في 13.95 - 22.75 متوسط حجم التداول اليومي (US\$) 67.80mn الأسهم المتداولة 1,500mn الأسهم الحرة (مقدرة) %45					آخر المدة 12/12E 12/11E 12/10E 12/09				
					المبيعات - SARmn 11,756 EBITDA - SARmn 4,526 صافي الربح - SARmn 2,528 الربح الموزع للسهم SAR (0.01) (0.01) (0.01) (0.01) الربح الموزع للسهم SAR - (0.01) (0.01) (0.01) (0.01) نمو ربحية السهم %0.0 -%0.4 -%103.4 قيمة الشركة/EBITDA NA NA NA NA P/E (x) 9.8 NA NA NA P/B (x) 1.4 1.6 1.6 1.6 نسبة العائد %0.0 %0.0 %0.0 %0.0					المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية				
					الأداء : شهر 3 أشهر 12 شهر المطلق %7.9 -%15.4 %15 مقارنة بالمؤشر %7.9 -%10.5 %6.7 الملاك الرئيسيين: سابك %35 شركة الكيان %20 المصدر: بلومبيرج، الراجحي المالية									

قصة تأخيرات

إننا متشائمون حول شركة كيان بسبب التأخيرات المرتبطة ببدء العمل في مرافق إنتاجها الجديدة. فبدلاً من بداية المشروع التي كان يتوقع لها الربع الرابع 2009 فقد تأخر هذا الموعد حتى الربع الثاني 2010 ونعتقد أن المشروع يواجه تأخيراً محتملاً حتى الربع الثاني 2012 مما سيؤخر تدفق الإيرادات المرتبطة بالشركة. وكان المشروع قد تأجل بعد أن ألغت الحكومة عقودها الخاصة بالأعمال الهندسية والمشتريات والإنشاءات للمرافق الجديدة. وكانت هذه العقود قد تمت الموافقة عليها قبل وقت قصير من حلول الركود الاقتصادي العالمي وبالتالي فقد عكست مستويات أسعار مالم يثبت أن انخفضت انخفاضاً حاداً خلال فترة الركود. وكنا قد توقعنا أن الشركة ربما تستطيع إعادة التفاوض حول شروط العقود للتوصل إلى شروط أفضل. غير أن شركة كيان فاجأت الجميع بإعلانها يوم 25 يوليو أن إجمالي تكلفة المشروع قد قفزت بنسبة 24% وأنها نتيجة لذلك سوف تحتاج إلى مبلغ 9 بليون ريال (2.4 بليون دولار) كتمويل إضافي. وأعلنت الشركة أيضاً أنها قد شرعت في مفاوضات مع البنوك لتحقيق ذلك.

إن المشاكل المرتبطة بالتأخيرات التي طال أمدها تفوق المزايا المحققة من انخفاض تكاليف المواد الخام الأولية والزيادة المحتملة في القيمة العادلة لسهم الشركة نتيجة لدخول الشركة المتوقع في إنتاج الكيماويات الخاصة. إن هذه التأخيرات تجعل عمل توقعات الإيرادات محاطاً بالشكوك جداً. ونشير هنا إلى أن تأخير المشروع لربع واحد من العام يؤدي إلى خفض تقديرنا للقيمة العادلة للسهم بنسبة 1.2%.

والى جانب تأجيل الموعد الذي ستبدا فيه كيان السعودية تحقيق إيرادات وأرباح، فإن هذه التأخيرات سوف تمنع كيان من المساهمة والاستفادة من حالة انتعاش الطلب الحالية في سوق البتروكيماويات العالمي. اننا نعتقد أن الجزء الأكبر من هذا الطلب الجديد الذي تقوده الصين والهند، سوف يتحقق خلال السنوات القليلة القادمة. وفي الوقت ذاته، فإننا نعتقد أن تأخير مشروع كيان حتى عام 2012 سوف يعني أن الشركة سوف تفقد فرصة الاستفادة من هذه المرحلة التي تشهد ارتفاعاً مضطرباً في نمو استهلاك البتروكيماويات.

كيان السعودية: افتراضات طويلة الأجل

بالنظر إلى المستقبل كما أشرنا إلى ذلك، فقد افترضنا أن كيان السعودية ستبدا الإنتاج في الربع الثاني 2012. وقد أعدنا تقديرات صريحة لأحجام الإنتاج في الشركة والأسعار المحققة للفترة بين التاريخ المذكور وعام 2021. إن هذه الافتراضات هي المحركة لتقديرنا للإيرادات وقد افترضنا حدوث طفرة اقتصادية عالمية في عام 2014 يليها انخفاض تدريجي حتى عام 2019 حيث افترضنا حلول ركود اقتصادي. وقد افترضنا أنه بحلول عام 2019، سوف ينخفض مستوى استغلال الطاقة الإنتاجية بنسبة 10% بينما ستخفض الأسعار المحققة بنسبة 5% على أساس العام مقارنة بالعام السابق له.

وفقاً لطريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد، فإننا قد افترضنا تناقص العائد على رأس المال المستثمر بدءاً من 2021 حتى 2039 بناءً على فترة ميزة تنافسية افتراضية تبلغ 30 عاماً. إن عام 2039 هو العام الذي يتوقع أن ينخفض فيه العائد على رأس المال المستثمر ليصل إلى التكلفة المرجحة لرأس المال. وخلال الفترة من الآن وحتى 2021، نتوقع أن تحقق كيان السعودية ربحاً اقتصادياً، أي عائداً على رأس المال المستثمر يزيد على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال في جميع السنوات ما عدا في سنة 2019 التي افترضنا حدوث ركود اقتصادي فيها. والنسبة لعام 2021، فقد توقعنا تحقيق عائد على رأس المال المستثمر يصل إلى 10.3%. ثم يتناقص تدريجياً ليصل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال إلى 8.3% بحلول عام 2039. إن حقيقة أن سوق الأسهم يقيم كيان السعودية بأعلى من قيمة أصولها (وبالتالي فإن نسبة قيمة الشركة / رأس المال المستثمر تبلغ 1.3 مرة ونسبة السعر / القيمة الدفترية تبلغ 1.75 مرة) يشير إلى أن السوق يتوقع أن تحقق كيان السعودية ربحاً اقتصادياً على مر السنوات. وبينما نتفق مع هذا الرأي، فإننا لا نتوقع أن تحقق كيان السعودية مستوى كاف من الربح الاقتصادي لتبرير مستوى سعر السهم الحالي. إن تقديرنا للقيمة العادلة لسهم الشركة بناءً على طريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد تبلغ 14.4 ريالاً للسهم مقارنة بسعر السوق الذي يبلغ 17.9 ريالاً.

إن سلسلة التأخيرات تعني أن تدفق الإيرادات سوف يتأخر أكثر

سوف تحقق كيان السعودية ربحاً اقتصادياً ولكنه غير كاف لتبرير السعر الحالي للسهم



نتوقع أن تحقق كيان السعودية إيرادات بدءاً من عام 2012 فقط

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة الدخل - SARmn
11,756	-	-	-	-	المبيعات
(6,466)	-	-	-	-	تكلفة المبيعات
5,290	-	-	-	-	الربح الإجمالي
(2,432)	(17)	(17)	(17)	(172)	الرسوم الحكومية
2,859	(17)	(17)	(17)	(172)	المصاريف الإدارية والتسويقية
(7,230)	(17)	(17)	(17)	(172)	ربح العمليات
4,526	(17)	(17)	(17)	(172)	مصاريف نقدية تشغيلية
(1,667)	-	-	-	-	EBITDA
2,859	(17)	(17)	(17)	(172)	استهلاك و اطفاء
(226)	-	-	-	679	ربح العمليات
-	-	-	-	-	صافي المصاريف المالية
-	-	-	-	-	ربح/خسارة تحويل العملات الأجنبية
-	-	-	-	-	مخصصات
-	-	-	-	-	الإيرادات الأخرى
2,633	(17)	(17)	(17)	507	مصاريف أخرى
(105)	-	-	(0)	(13)	الدخل قبل الزكاة والضريبة
-	-	-	-	-	الضريبة / الزكاة
2,528	(17)	(17)	(17)	494	حقوق الأقلية
-	-	-	-	-	صافي الربح
-	-	-	-	-	مجموع الأرباح موزعة
-	-	-	-	-	تحويل إلى الاحتياطي
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	
1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	عدد الأسهم المعهنة
2.797	(0.011)	(0.011)	(0.011)	0.329	التدفق النقدي للسهم - SAR
1.685	(0.011)	(0.011)	(0.011)	0.329	الربح الموزع للسهم - SAR
0	0	0	0	0	الربح الموزع للسهم - SAR
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النمو
					نمو المبيعات
					نمو الربح الإجمالي
	%0.0	%0.0	-%90.2	%4.8	نمو EBITDA
	%0.0	%0.0	-%90.2	%4.8	نمو ربح العمليات
	%0.0	-%0.4	-%103.4	%53.2	نمو صافي الربح
	%0.0	-%0.4	-%103.4	%0.0	نمو ربحية السهم
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	الهوامش
%45.0					هامش الربح الإجمالي
%38.5					للفوائد
%24.3					هامش ربح العمليات
%22.4					هامش الدخل قبل الضريبة والزكاة
%21.5					هامش صافي الربح
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب الأخرى
%8.0	%0.0	%0.0	%0.0	-%0.8	العائد على رأس المال التشغيلي
%8.1	%0.0	%0.0	-%0.1	-%1.1	العائد على رأس المال الموظف
%15.1	-%0.1	-%0.1	-%0.1	%3.2	العائد على حقوق الملاك
%4.0	%0.0	%0.0	-%0.4	%2.6	نسبة الضريبة / الزكاة
%15.0					انفاق رأس المال المبيعات
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة الأرباح الموزعة
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	مقاييس التقييم
9.8	NA	NA	NA	49.9	P/E (x)
5.9	NA	NA	NA	49.9	P/CF (x)
1.4	1.6	1.6	1.6	1.6	P/B (x)
2.1	NA	NA	NA	NA	قيمة الشركة/المبيعات
5.5	NA	NA	NA	NA	قيمة الشركة/EBITDA
8.6	NA	NA	NA	NA	قيمة الشركة/EBIT
0.7	0.7	0.7	0.7	1.2	قيمة الشركة / رأس المال الموظف
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة العائد
المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية					

تحقق كيان السعودية عائدات ايجابية بدءاً من عام 2012 فقط

نظراً لعدم تحقيق إيرادات أو أرباح حتى 2012 فإنه يفضل تقييم كيان السعودية على أساس نسبة قيمة الشركة / رأس المال المستثمر أو نسبة السعر/القيمة الدفترية



سوف توسع الشركة قاعدة أصولها بشكل مستمر

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	المركز المالي - SARmn
6,968	1,664	1,613	2,472	3,522	النقد وما يعادله
3,527	-	168	168	88	ذمم تجارية
176	-	-	-	-	مخزون
0	-	0	0	(0)	الأصول المتداولة الأخرى
10,671	1,664	1,781	2,639	3,610	مجموع الأصول المتداولة
33,443	33,347	33,247	33,147	18,764	مجموع الأصول الثابتة
-	-	-	-	-	إجمالي الاستثمارات
					الشهرة
21	21	21	21	27	الأصول غير الملموسة الأخرى
-	-	-	-	-	مجموع الأصول الأخرى
33,464	33,368	33,268	33,168	18,792	مجموع الأصول طويلة الأجل
44,135	35,032	35,049	35,808	22,402	مجموع الأصول
-	-	-	-	-	الدين قصير الأجل
					الالتزامات التجارية
					أرباح دأنته
					الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
8,229	1,155	1,155	1,155	1,041	مجموع الخصوم قصيرة الأجل
17,873	18,372	18,372	19,113	5,815	مجموع الخصوم طويلة الأجل
62	62	62	62	52	الالتزامات الأخرى طويلة الأجل
-	-	-	-	-	مخصصات
17,934	18,434	18,434	19,175	5,867	مجموع الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
-	-	-	-	-	حقوق الأقلية
15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	رأس المال المدفوع
2,971	443	460	477	494	إجمالي الاحتياطي
17,971	15,443	15,460	15,477	15,494	أجمالي حقوق المساهمين
17,971	15,443	15,460	15,477	15,494	مجموع حقوق المساهمين
44,135	35,032	35,049	35,808	22,402	مجموع حقوق المساهمين والخصوم

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
10,905	16,708	16,759	16,642	2,293	صافي الدين - SARmn
2.41	(991.85)	(994.87)	(987.93)	(13.33)	صافي الدين / EBITDA
%60.7	%108.2	%108.4	%107.5	%14.8	صافي الدين/حقوق المساهمين
20.1				0.3	صافي مصروفات التمويل / EBITDA
11.98	10.30	10.31	10.32	10.33	القيمة الدفترية للسهم - SAR

سوف يبدأ تسديد الدين مع بدء كيان للإنتاج

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة التدفق النقدي - SARmn
2,633	(17)	(17)	(17)	507	صافي الربح قبل خصم الضريبة والزكاة وحقوق الأقلية
1,667	-	-	-	-	استهلاك و اطفاء
3,371	168	-	(938)	(21)	التغير في رأس المال العامل
(105)	-	-	10	32	التدفقات النقدية الأخرى
7,566	151	(17)	(946)	518	صافي النقد من الأنشطة التشغيلية
(1,763)	(100)	(100)	(13,410)	(13,218)	انفاق رأس المال
-	-	-	-	-	استثمارات جديدة
-	-	-	6	(27)	أخرى
(1,763)	(100)	(100)	(13,404)	(13,245)	صافي النقدية المستخدمة في الأنشطة الاستثمارية
5,803	51	(117)	(14,349)	(12,727)	صافي النقد التشغيلي
-	-	-	-	-	توزيعات أرباح مدفوعة
-	-	-	-	-	عوائد بيع الأسهم
-	-	-	-	-	تأثير تحويل العملة على النقد
-	-	-	-	-	الأخرى
(499)	-	(742)	13,299	5,815	صافي النقد من الأنشطة التمويلية
5,303	51	(858)	(1,051)	(6,913)	صافي التغير في النقدية وشبه النقدية
1,664	1,613	2,472	3,522	10,765	النقدية وشبه النقدية في بداية الفترة
6,968	1,664	1,613	2,472	3,853	النقدية وشبه النقدية في نهاية السنة
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
%15.0					انفاق رأس المال المبيعات

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

إخلاء من المسؤولية فضلاً راجع وثيقة الإخلاء من المسؤولية في نهاية التقرير

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 والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة 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 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 الممتد 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 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 مسئولة 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 وإرادة 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 أو معدة للتوزيع أو استخدامها 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 تلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

الإفصاح عن معلومات إضافية:

1. 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 15٪ فرق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمنتوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 5٪ دون سعر السهم الحالي و 15٪ فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 5٪ دون مستوى السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: يوصي محللوننا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 6-9 شهور. وبعبارة أخرى، فهم يتوقعون أن يصل سعر سهم معين إلى المستوى المستهدف خلال تلك الفترة.

"القيمة العادلة" Fair value: نحن نقدر القيمة العادلة لكل سهم من الأسهم التي نقوم بتغطيتها. وهذا يتم في العادة بتبائع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعني، مثال ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التدفقات النقدية المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقا 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 أفق الزمن. 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

د. صالح السحبياتي

مدير إدارة البحوث

هاتف : 966 1 2119434

alsuhaibanis@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، شركة تابعة لمصرف الراجحي تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37