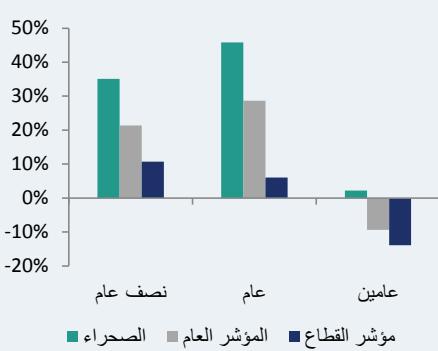


الشراء	التوصية
16.00	السعر المستهدف خلال 12 شهر



نسبة الملكية	المساهمون الرئيسيون
%7.9	مجموعة الزامل
%5.9	المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية
%86.2	أسهم متداولة

نهاية شهر ديسمبر (مليون ريال)	البيانات المالية والنسب الأساسية
الإيرادات	نهاية شهر ديسمبر (مليون ريال)
الدخل قبل المصروفات البنكية والإزكاء والإهلاك والاستهلاك	الدخل قبل المصروفات البنكية والإزكاء والإهلاك والاستهلاك
صافي الدخل	صافي الدخل
ربحية السهم (ريال)	ربحية السهم (ريال)
أرباح السهم الموزعة (ريال)	أرباح السهم الموزعة (ريال)
مكرر الربحية	مكرر الربحية
مكرر القيمة الدفترية	مكرر القيمة الدفترية
قيمة المنشآة/الدخل قبل المصروفات البنكية والإزكاء والإهلاك والاستهلاك	قيمة المنشآة/الدخل قبل المصروفات البنكية والإزكاء والإهلاك والاستهلاك
مقدرات	مقدرات

شركات إستراتيجية ذات مردود

عمنا بتحديث نظرتنا لشركة الصحراء للأعوام ما بين 2017 و 2019، حيث رفعنا السعر المستهدف لفترة إثنى عشر شهراً إلى 16 ريال للسهم (من 15 ريال للسهم سابقاً) وذلك بناءً على التقديرات بظهور بوادر تحسن لعام 2017. من المتوقع أن تأتي هذه البوادر من قبل الشركات الزميلة وسط أداء مستقر لشركة الواحة. أعلنت شركة الصحراء عن صافي دخل منخفض لمجمل عام 2015 وسط بيئة أسواق النفط التي كانت عند مستويات منخفضة، تشير تقديراتنا إلى ارتفاع معدل النمو السنوي المركب لربحية السهم بمقدار 12% للأعوام ما بين 2016 و 2019. مما أدى إلى رفع توصيتنا للسهم بالشراء. أهم العوامل التي دفعتنا إلى مراجعة تقديراتنا هي: أولاً، التوقعات بارتفاع أسعار السلع تماشياً مع تحسن أسعار النفط، في حين أن ارتفاع معدلات التشغيل ستزيد من أحجام المبيعات ليتخرج عن ذلك ترشيد في التكاليف. ثانياً، بالرغم من التقلص الطفيف في فارق الأسعار بين كل من البولي إيثيلين والبولي بروبلين، إلا أنه من المتوقع أن تبقى الهوامش عند نفس مستوياتها السابقة ويرجع ذلك إلى انخفاض التكاليف الأخرى والتي من شأنها تعويض الفارق. ثالثاً، من المتوقع أن تبقى أداء الشركات الزميلة بشكل أفضل مع بداية عام 2017 لتدفع الأرباح إلى النمو بنسبة 8% مقابل 2% سابقاً. تداول تقديرات الشركة بنفس مستويات القطاع وأقل بنسبة 16% مقارنة بالشركات البتروكيميائية العالمية، حيث يبلغ مكرر الربحية المتوقع لعام 2017 مستوى 15.1 مرة مقابل مكرر الربحية القطاع عند 15.2 مرة، نبقي على توصيتنا بالشراء نظراً للعائد المتوقع بنسبة 18%.

تحسين معدلات تشغيل يدعم الإيرادات

نتوقع بأن تتمو الإيرادات بمعدل سنوي مركب يبلغ 4% على إثر التوقعات بارتفاع أسعار البولي بروبلين بعد أن شهدت أدنى مستوياتها خلال 5 سنوات الماضية عند 840 دولار للطن خلال عام 2016، حيث كان متوسط سعر عام 2016 عند 1,003 دولار للطن. من المتوقع أن ترتفع أسعار البولي بروبلين بمعدل سنوي مركب يبلغ 5% بحلول عام 2019. بالإضافة إلى ذلك، نتوقع بأن تشهد الشركة ارتفاعاً في معدلات التشغيل ليبلغ معدل التشغيل مستوى 95% للثلاثة أعوام القديمة، لتبلغ الإيرادات مستوى 1.9 مليار ريال بحلول عام 2019. نعتقد بأن الطلب من آسيا سيزداد من مستويات أحجام المبيعات، كما أن اتساع الفارق في معدل نصيب الفرد من الاستهلاك في آسيا مقابل أوروبا وأمريكا سيدعم متوج البولي بروبلين على المدى الطويل.

خسارة الشركات الزميلة، قصة من الماضي

من المتوقع أن تشهد شركة الصحراء ارتفاعاً في الدخل من شركاتها الزميلة، وذلك بعد أن ظهرت علامات تحسن خلال الربع الثاني من عام 2016 في أداء كل من الشركة السعودية لاحامض الأكريليك وشركة الصحراء ومعادن للبتروكيماويات. قمنا برفع تقديراتنا للدخل من الشركات الزميلة لعام 2017، وذلك بعد أداء قوي خلال التسعة أشهر الأولى من عام 2016 مقابل خسائر عام 2015، مع التفاؤل بتعافي المشاريع الفرعية. تستمر شركة التصنيع والصحراء للأوليفينات في الدعم بشكل قوي لنمو شركة الصحراء. بشكل عام، فإن تعافي سلسلة السلع الشركات الزميلة نظراً لاستمرار ارتفاع الأسعار من عام 2017.

الاعتماد على قوة الشركات

تمتلك شركة الصحراء مشاريع مشتركة مع شركات قوية مع كبرى الشركات العالمية مثل ليندول باسل وميتسوبishi داو كيميكال بالإضافة إلى الشركات المحلية مثل معادن وتصنيع وكيان وصادرة في مختلف المشاريع مما سيساعد شركة الصحراء في خفض التكاليف. نعتقد أن مثل هذه الشركات تساعد الشركة في تحقيق الكفاءة التشغيلية والحصول على تكنولوجيا فعالة. نعتقد بأن شركة الصحراء قابلة للتوجه بسهولة بحكم الطبيعة المترابطة لمشاريعها.

رفع السعر المستهدف إلى 16 ريال، نبقي على توصيتنا بالشراء

قمنا بالاعتماد على طريقة خصم التدفقات النقدية مما نتج عنه رفع للسعر المستهدف إلى 16 ريال للسهم. نبقي على توصيتنا بالشراء لسهم الشركة نظراً للعائد المتوقع للأسعار الحالية بنسبة 13% وعائد توزيع الأرباح بنسبة 5.6% (نتوقع توزيع أرباح لمجمل عام 2017 بمقدار 0.80 ريال للسهم). تداول تقديرات الشركة بنفس مستويات المؤشر العام، حيث أن التوقعات تشير لأداء مفاجئ يشكل إيجابي للشركات الزميلة تدعم ذلك. يتداول السهم عند مكرر ربحية متوقع لعام 2017 أقل من مكرر ربحية مؤشر بلميرغ للكيماويات عند 17.4 مرة. مكرر القيمة الدفترية عند مستوى 1.0 مرة يبدو مغرياً، نبقي على توصيتنا بالشراء.

ملف الاستثمار لشركة الصحراء للبتروكيماويات

ملف الشركة

- تأسست شركة الصحراء للبتروكيماويات في عام 2004 بالمملكة، حيث أنها تعمل في مجال البتروليوم الكيميائيات الأساسية والوسيطة. تعتبر الصحراء شركة استثمارية قابضة حيث تدير مشاريعها المشتركة من خلال هيكل متوازن من الشركات مع كبرى الشركات العالمية منذ عام 2011 مثل ليندن بابل، ميتسوبishi ودار الکيميات والمحلية مثل معادن، تصنيع وتصدير.
- يكون الاستثمار الرئيسي لشركة الصحراء في مصنع الواحة، حيث تمتلك الصحراء 75% منه بينما تملك ليندن بابل الحصة المتبقية. تعد قوائم الواحة الوحيدة الموحدة مع قوائم شركة الصحراء. تصنعن شركة الواحة البوللي بروبيلين بشكل رئيسي، في حين أن بقية المنتجات شركة الصحراء التي تأتي من شركاتها الزميلة تدرج تحت الاستثمار في الشركات الزميلة.
- تصنف المشاريع المشتركة لشركة الصحراء إلى ثلاثة مشاريع رئيسية: شركة الصحراء ومعادن للبتروكيماويات، شركة التصنيع والصحراء الأولى، الشركة السعودية لاصحاص الأكريليك، في حين أنها تشتهر في باقي المشاريع الفرعية المملوكة من قبل الشركات الزميلة بشكل مباشر أو غير مباشر. تعمل الشركات الزميلة بشكل رئيسي في البتروكيماويات الوسيطة والمتخصصة، حيث تدخل أرباحها في الدخل من الشركات الزميلة.
- تصنعن شركة الواحة ما يقارب من 465 ألف طن من البوللي بروبيلين لشركة الصحراء، في حين أن الشركات الزميلة جمجمة تصنعن 800 ألف طن من البولي إيثيلين، مع البولي إيثيلين على الكلافة ومنخفض الكثافة. تمتلك الصحراء ما يقارب 400 ألف طن من الكيميات الأخرى مثل ثاني كلوريد الإيثيلين، البوليمر على الامتصاص، البوتانول، الصودا الكاوية وبوتيل الأكريليت.
- تستخدم شركة الصحراء مزيج من اللقيم حيث تستخدم 71% من البروبولين بمقدار 1.7 مليون طن و 29% من الإيثان بمقدار 685 ألف طن، في حين أن شركة الواحة تستخدم 94% من البروبولين و 6% من الإيثان. تستخدم الشركة 465 ألف طن من الملحق لتصنيع منتجات أخرى.
- تعتبر آسيا، ومن ضمنها الصين والهند، من أكبر المناطق التي تصدر لها الشركة منتجاتها، بيلها الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، في حين أن الصادرات إلى أوروبا وشمال أمريكا لا تكاد تذكر.

ملاحظة: المزيد من التفاصيل في صفحة 24 و 26

قائمة الدخل (مليون ريال)	*2019	*2018	*2017	*2016	2015	2014
المبيعات	1,901	1,828	1,792	1,707	1,424	1,904
الدخل الإجمالي	608	576	547	521	362	440
الدخل قبل المصاروفات البنكية والزكاة	418	366	349	341	176	235
الدخل قبل المصاروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	532	517	515	530	369	433
صافي الدخل	483	432	412	343	43	385

قائمة المركز المالي (مليون ريال)	*2019	*2018	*2017	*2016	2015	2014
الموجودات المتداولة	4,277	3,805	3,255	2,807	2,033	2,179
الموجودات غير متداولة	4,608	4,999	5,414	5,780	6,458	6,311
إجمالي الموجودات	8,885	8,805	8,669	8,587	8,491	8,490
المطلوبات المتداولة	460	456	406	422	370	583
المطلوبات غير متداولة	1,936	1,987	2,015	2,031	2,047	1,563
إجمالي المطلوبات	2,397	2,443	2,421	2,453	2,417	2,146
إجمالي حقوق الملكية	6,489	6,362	6,248	6,134	6,074	6,345
إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية	8,885	8,805	8,669	8,587	8,491	8,490

قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)	*2019	*2018	*2017	*2016	2015	2014
صافي النقد المتوفّر من الأنشطة التشغيلية	593	660	580	745	485	297
صافي النقد المتوفّر من الأنشطة الاستشارية	(88)	241	(256)	242	(609)	369
صافي النقد المتوفّر من الأنشطة التمويلية	(601)	(538)	(483)	(356)	(75)	(552)

ملخص التقييمات	*2019	*2018	*2017	*2016	2015	2014
مكرر الربحية	x12.9	x14.4	x15.1	x18.1	x144.3	x16.2
مكرر القيمة الدفترية	x1.0	x1.0	x1.0	x1.0	x1.0	x1.0
مكرر المبيعات	x3.3	x3.4	x3.5	x3.7	x4.4	x3.3
قيمة المنشآت الدخل قبل المصاروفات البنكية والزكاة والإهلاك	x8.4	x8.7	x8.7	x8.5	x12.1	x10.3
عائد الأرباح الموزعة	%6.7	%6.0	%5.6	%5.3	%3.5	%6.0

النحو (على أساس سنوي)	*2019	*2018	*2017	*2016	2015	2014
إجمالي المبيعات	%4	%2	%5	%20	-%25	-%20
الدخل الإجمالي	%6	%5	%5	%44	-%18	%2
الدخل قبل المصاروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	%3	%0	-%3	%44	-%15	-%17
صافي الدخل	%12	%5	%20	%695	-%89	-%32

الهؤامش	*2019	*2018	*2017	*2016	2015	2014
صافي الدين / الدخل قبل المصاروفات البنكية والزكاة	%32	%32	%31	%31	%25	%17
الدائن إلى حقوق المساهمين	%28	%28	%29	%31	%26	%23
العادن على حقوق المساهمين	%25	%24	%23	%20	%3	%20

معدلات رئيسية	*2019	*2018	*2017	*2016	2015	2014
صافي الدين / الدخل قبل المصاروفات البنكية والزكاة والذمة	0.65	0.68	0.97	0.66	2.69	1.14
الدائن إلى حقوق المساهمين	0.33	0.35	0.36	0.36	0.37	0.30
العادن على حقوق المساهمين	%88	%8	%7	%6	%1	%7
العادن على رأس المال المستثمر	%55	%4	%4	%4	%2	%3
معدل دفع أرباح الأسهم	%86	%86	%85	%96	%508	%97

معدلات لكل شهر	*2019	*2018	*2017	*2016	2015	2014
ربحة السهم (ريال)	1.10	0.98	0.94	0.78	0.10	0.88
القيمة الدفترية للسهم (ريال)	14.79	14.50	14.24	13.98	13.84	14.46
أرباح السهم الموزعة (ريال)	0.95	0.85	0.80	0.75	0.50	0.85

المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

*تقديرات

نظرة على القطاع

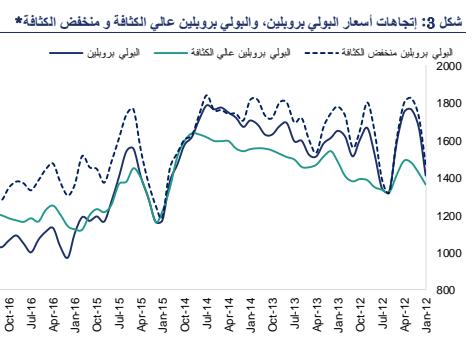
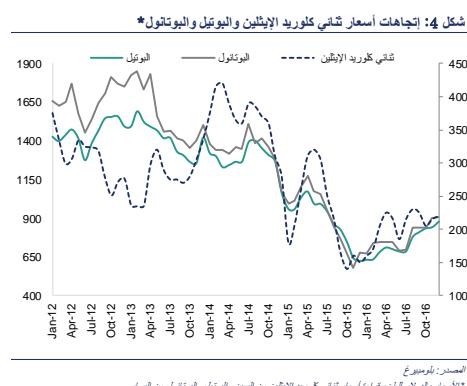
عودة سوق النفط خلال الربع الحالي، وثباته في عام 2017

أدت أسعار النفط الخام بشكل متقطع خلال النصف الثاني من عام 2016 بعد أن شهدت تذبذباً حاداً في النصف الأول. بالرغم من تواصل ارتفاع أسعار النفط في الربع الثالث، استمر السباق على الحصة السوقية من قبل منتجي منظمة أوبك مما أدى إلى زيادة الضغط على الأسعار منذ بداية الرابع، لتتراوح ما بين 45 إلى 50 دولار للبرميل. نتج عن الانفاق الأخير بين منتجي منظمة أوبك تجددًا للأمل حول استقرار أسعار النفط مما عزز من معنويات المستثمرين حيث ارتفعت الأسعار على إثر ذلك بنسبة 8% خلال يوم واحد. من الممكن أن تزداد تقلبات أسعار النفط على المدى القصير ولكن النظرة مستقرة لعام 2017 بحسب إدارة معلومات الطاقة الأمريكية، حيث تقدر متوسط سعر النفط الخام عند 50 دولار للبرميل. تراجع متوسط سعر خام برنت بنسبة 4% خلال الرابع الثالث ليصل إلى 46 دولار للبرميل ولكنه ارتفع بنسبة 10% في الرابع الرابع. لوحظ وجود علاقة طردية مع أسعار البتروكيماويات ولكن بوتيرة أبطأ، مع ارتفاع مؤشر بلومبيرغ للكيماويات بنسبة 26% في عام 2016. شهدت مؤشرات مديرى المشتريات العالمية استقراراً مقارنة بالربع الماضي، مدعاةً بـ 20% بـ 2017. في مؤشرات الولايات المتحدة والصين والهند، مع ارتفاع في مؤشرات الأسواق الناشئة في الشهور الأخيرة.



أسعار السلع في طور التعافي، بعد ملامستها أدنى مستوياتها خلال 7 سنوات في الربع الأول

تعد نظرتنا إيجابية نحو أداء شركة الصحراء وشراكتها الزميلة وتتوقع استقرار النظرة المستقبلية للشركة خلال الأربع القادمة، وذلك باستثناء حدوث صدمات في سوق النفط. تراجعت أسعار البولي بروبيلين بنسبة 12% خلال السنة الماضية، فيما ارتفع البولي إيثيلين عالي ومنخفض الكثافة بنسبة 7% و 9% على التوالي. شهد أسعار البوتيل ارتفاعاً بنسبة 41% مؤخراً، في حين ارتفع كل من البوتانول الثنائي كلوريد الإيثيلين بنسبة 34% و 47% على التوالي. أتت أسعار الصودا الكاوية بنسبة انخفاض 4%.

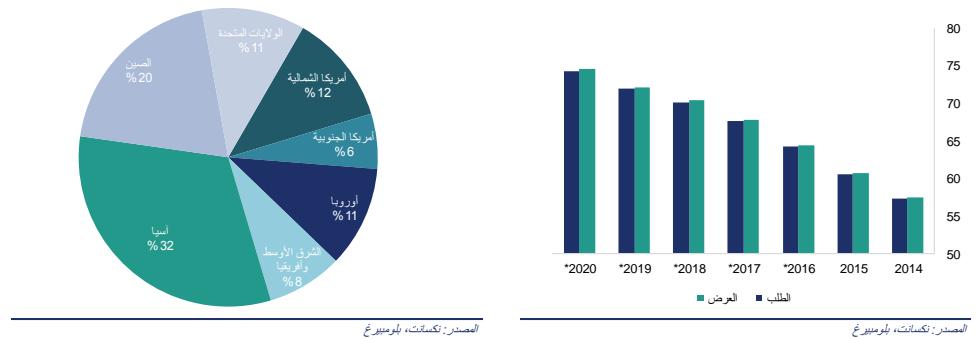


#1 البولي بروبلين: معدلات طلب سنوية مستقرة عند 5% حتى عام 2020

أشارت تقديرات شركة نكسانت للبحث إلى ارتفاع الطلب على البولي بروبلين بمعدل سنوي مركب يبلغ 5% يصل بذلك إلى مستوى 75 مليون طن متري بحلول عام 2020، بنفس مستوى العرض تقريباً. يدعم الطلب من قبل آسيا الطلب العالمي على البولي بروبلين وذلك بسبب الانخفاض في استهلاك الفرد مقارنة بأوروبا وأمريكا. تستمر شركة نكسانت في رؤيتها للصين كأكبر سوق للبولي بروبلين حيث تقدر حصتها بنسبة 20%. أما بالنسبة للنظرة المستقبلية لأسعار البولي بروبلين، تتوقع نكسانت أن ترتفع الأسعار بمعدل سنوي مركب يبلغ 4% مع توقيع استمرار قوة الطلب المتواصل من الأسواق الآسيوية والأمريكية للفترة ما بين 2016 و 2019. يعد البروبان مادة خام رئيسية، ولذلك يمكن مقارنة كفاءة شركة الصحراء بكفاءة شركة المتقدمة بحكم أن لديها طاقة إنتاجية مشابهة كونها تمتلك مصنع البولي بروبلين فقط. تمتلك الصحراء قدرة إنتاجية تبلغ 450 ألف طن وتمثل حوالي 8% من إنتاج المملكة، حيث تشكل الشركة ما نسبته 1% من الإنتاج العالمي للبولي بروبلين خلال النصف الأول من هذا العام.

شكل 6: توزيع الطلب العالمي للبولي بروبلين لعام 2016

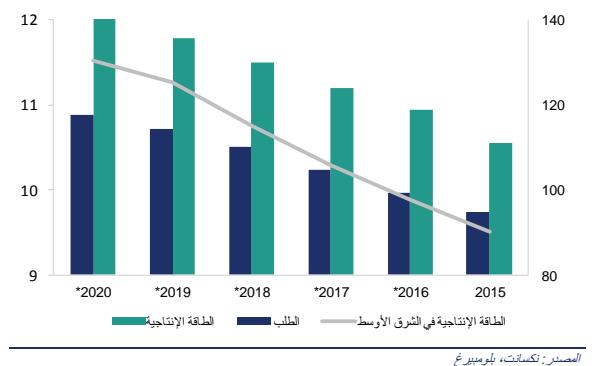
شكل 5: العرض والطلب العالمي للبولي بروبلين (مليون طن)



نمو البروبولين بمعدل مركب يبلغ 5% حتى عام 2020

تشير تقديرات شركة نكسانت إلى نمو إنتاج البروبولين العالمي بمعدل سنوي مركب يبلغ 5% ليصل إلى 140 مليون طن بحلول عام 2020، وذلك مقابل 111 مليون طن في عام 2015. تتوقع أن نرى مثل هذا النمو في أسواق الشرق الأوسط، وبالتالي نعتقد بأن تكون النظرة المستقبلية لأسواق البروبولين معقولة من حيث التوازن بين العرض والطلب.

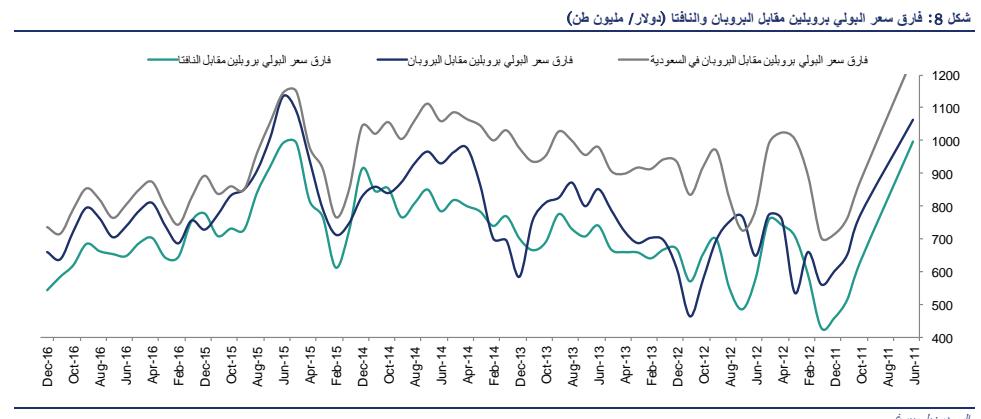
شكل 7: الطاقة الإنتاجية والطلب العالمي للبروبولين (مليون طن)



استمرار الأفضلية لمستخدمي البروبان مع اتساع فارق السعر مع البولي بروبلين

نعتقد بأن اتجاهات الأسعار في كل من البروبان والنافتا والنفط الخام مهمة لنمو هامش المنتجين البولي بروبلين، مع أفضلية اتجاهات أسعار البروبان في الآونة الأخيرة. مع استمرار التوقعات في ثبات الروبة المستقبلية حول أسعار البولي بروبلين في ظل ارتباطها مع النفط بمقدار 0.90، حيث تتوقع بأن نرى وثيرة مماثلة على أسعار البروبان والذي يبلغ مستوى ارتباطه مع النفط 0.94 خلال الخمس سنوات الماضية، وبالتالي فإن التوقعات قد تأتي صحيحة حول أسعار النفط الخام.

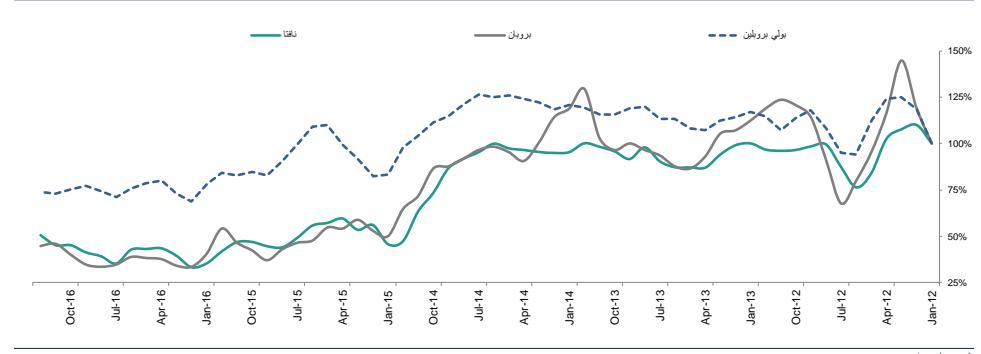
خلال عام 2016، شهدت أسعار البروبان تراجعاً كبيراً، حيث انخفضت بنسبة 22% على أساس سنوي ولكنها ارتفعت بنسبة 25% على أساس ربعي في الرابع الرابع من عام 2016 فقط، في حين أشارت تقديرات شركة نكسانت أن يصل متوسط سعر البروبان في الأسواق الآسيوية إلى مستوى 450 دولار للطن في عام 2017. لكنه من المرجح أن تستقر بعض الفجوات السعرية لتنسقها منها الشركات البتروكيماوية تدريجياً مثل الربع الثاني. سعرت شركة أرامكو أسعار منتجاتها من البروبان لعقود شهر ديسمبر عند 380 دولار للطن أقل بمقدار 10 دولارات على أساس شهر. بالإضافة إلى ذلك، يعتبر الغاز الطبيعي عاملاً مهماً لأسعار البروبان، حيث أن أسعار البروبان عرضة للزيادة في الأرباع القادمة مع ارتفاع أسعار الغاز الطبيعي بنسبة 30% في عام 2016. يوضح الشكل أدناه أفضلية المنتجين في المملكة، حيث لا يزال فارق الأسعار عاليًّا لمنتجى المملكة.



اتجاهات أسعار البروبان حاليًا تدعم المنتجين المحليين

خلال الخمس أعوام الماضية، كانت النافتا تتداول بأسعار أعلى من البروبان باستثناء ربعين إلى ثلاثة في عام 2014. أتى متوسط فارق السعر منذ بداية العام عند مستوى 50 دولار للطن، بارتفاع بنسبة 8%， والذي بلغت نسبة ارتفاعه 10% خلال الخمس سنوات الماضية عند مستوى 60 دولار للطن. استمرت عوائد تكسير البروبان المرتفعة (عوائد البروبيلين 18% تقريبًا من البروبان مقابل عوائد النافتا عند 13%) أفضلية للمنتجين المحليين. بشكل عام فإن ارتفاع القدرة الإنتاجية للنافتا من شأنها أن تضغط على الأسعار، حيث تتوقع استقرار فروقات أسعار البروبان إلى البولي بروبيلين على المدى المتوسط.

شكل 9: اتجاه أسعار مواد الخام مقابل البولي بروبيلين (شكل موحد)

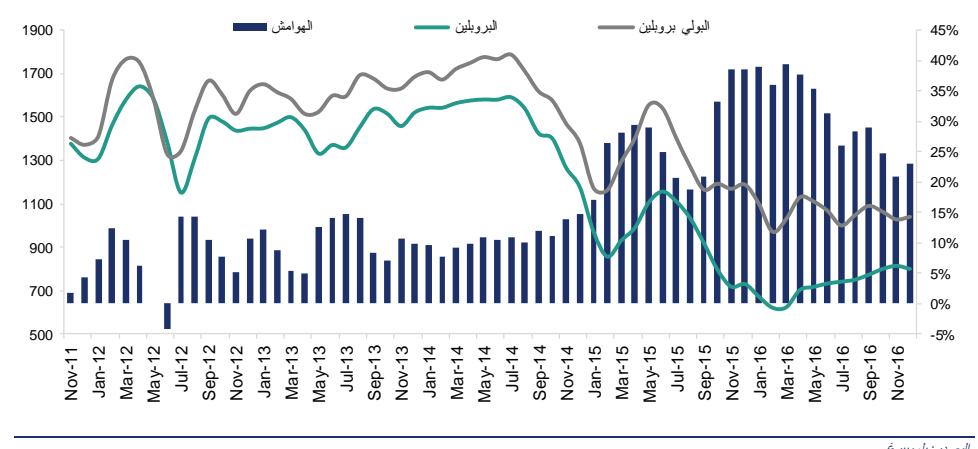


فروقات أسعار بين البروبيلين والبولي بروبيلين عند مستويات عالية

بلغ متوسط فارق الأسعار بين البولي بروبيلين والبروبيلين منذ بداية عام 2016 مستوى 35%， بينما بلغ مستوى 19% خلال الفترة ما بين 2012 و 2015. شهدنا بلوغ فارق الأسعار مستويات قياسية نسبياً مع تذبذب أسعار النفط في النصف الأول من عام 2016 إلا أن البيانات الشهرية قد أشارت مؤخرًا إلى أنه من الغير مرجح أن يستمر عند نفس المستويات للعام القادم.

بلغ متوسط فروقات الأسعار مستوى 400 دولار للطن خلال النصف الأول من عام 2016، وذلك على الرغم من تراجعها إلى مستوى 290 دولار للطن حالياً، مع أفضلية واضحة للمنتجين المحليين في المملكة بسبب خصم شركة أرامكو والبالغ 20%.

شكل 10: اتجاه أسعار البولي بروبيلين والبروبيلين مقابل الهوامش

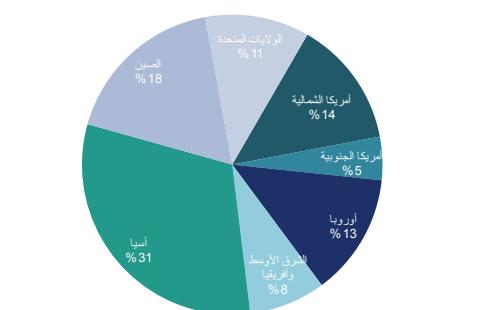


المصدر: بلومبيرغ

#2 البولي إيثيلين: احتمالية حدوث اختلال توازن بين العرض والطلب خلال عام 2018

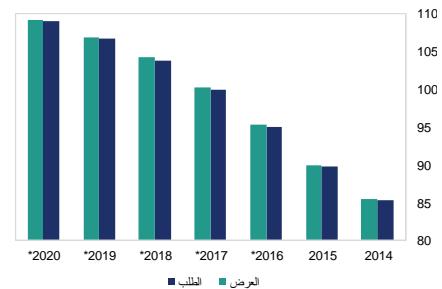
من المتوقع أن ينمو الطلب العالمي على البولي إيثيلين المنخفض الكثافة، والبولي إيثيلين عالي الكثافة، والبولي إيثيلين المنخفض الكثافة الخطى (بمعدل سنوي مركب يبلغ 6% حتى عام 2020 ليصل إلى مستوى 109 مليون طن. تواصل الصين تصدرها للطلب العالمي للبولي إيثيلين، حيث تمثل حصة 18% من الطلب العالمي، وذلك بالرغم من حصتها الكبيرة في العرض. لا تتوقع شركة نكسن ارتفاعاً كبيراً في الطلب حيث أنها تتوقع أن يرتفع كلاً من العرض والطلب بوتيرة متساوية، وذلك على الرغم من ارتفاع الطاقة الإنتاجية في الصين والولايات المتحدة. تراجع متوسط أسعار البولي إيثيلين بنسبة 5% على أساس سنوي في عام 2016، واستمرت عند مستويات منخفضة. تمتلك شركة الصحراء قدرة إنتاجية للبولي إيثيلين من خلال شركة التصنيع والصحراء للأليافيات عند مستوى 800 ألف طن من خلال الشركة السعودية للإيثيلين والبولي إيثيلين، شركة تابعة لشركة زميلة لشركة الصحراء، التي تنتج البولي إيثيلين المنخفض الكثافة والبولي إيثيلين عالي الكثافة. تجدر الإشارة، إلى أن المنتجين يشكلان ما نسبته 34% من إجمالي منتجات شركة الصحراء.

شكل 12: توزيع الطلب العالمي للبولي إيثيلين لعام 2016



المصدر: نكسن، بلومبيرغ

شكل 11: العرض والطلب العالمي للبولي إيثيلين (مليون طن)



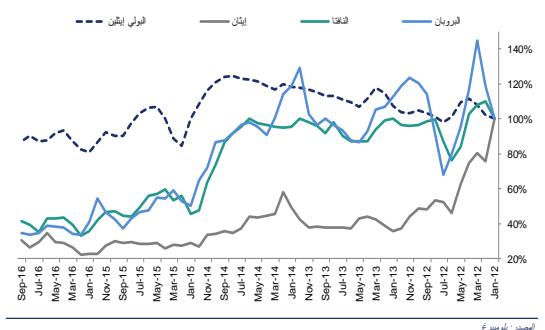
المصدر: نكسن، بلومبيرغ

تقديرات

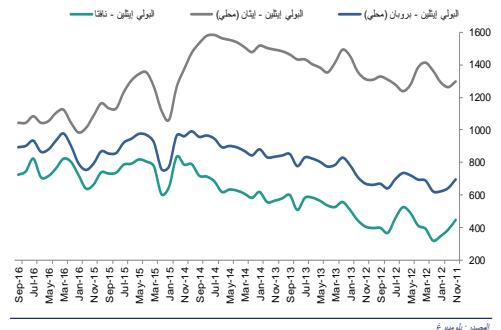
تضليل فارق السعر بين اللقيم والبولي إيثيلين

وصلت أسعار البولي إيثيلين ضعفها منذ بداية عام 2015 وسط تضليل فارق الأسعار الذي أدى إلى تقلص هوامش أغلب منتجي البولي إيثيلين، نتيجة لذلك، تراجع الفارق إلى 14% في عام 2016 وذلك من أعلى مستوياته البالغة 37% ما بين عامي 2012 و 2015 . كما هو موضح في الشكل رقم 13، فقد تضليل معظم فوارق أسعار اللقيم بالرغم من كون الإيثان الأكثر روجاجاً. استمر فارق السعر بين الإيثان والبولي إيثيلين على مستوياته منذ عام 2015، في حين أن فارق السعر بدأ بالتضليل بين النافتا والإيثان، حيث قد تقلص من مستوياته مرتفعة عند 37% ما بين عامي 2012 و 2015 إلى 14% في عام 2016.

شكل 14: اتجاه أسعار البولي إيثيلين مقابل أسعار مواد الخام ذات العلاقة (شקל موحد)



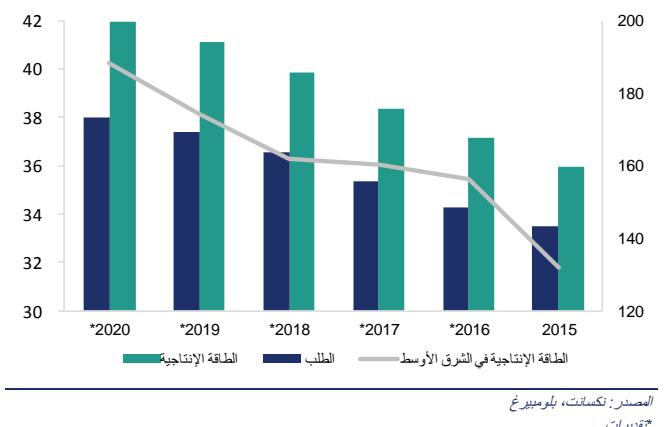
شكل 18: فارق سعر البولي بروبيلين مقابل أسعار مواد الخام المحلية والعالمية



توقع وصول القدرة الإنتاجية العالمية للايثيلين إلى 200 مليون طن بحلول عام 2020

تشير تقديرات شركة نكسانت إلى أن القدرة الإنتاجية العالمية للايثيلين قد تزداد بمقدار يتراوح ما بين 35 إلى 40 مليون طن لتصل إلى مستوى 200 مليون طن بحلول عام 2020، وذلك من 159 مليون طن في عام 2015. نتيجة ذلك، فإنه من المتوقع أن يرتفع إنتاج الإيثيلين من 143 مليون طن حالياً يصل إلى 173 مليون طن بحلول عام 2020، بمعدل نمو جيد.

شكل 15: الطاقة الإنتاجية والطلب العالمي للايثيلين (مليون طن)



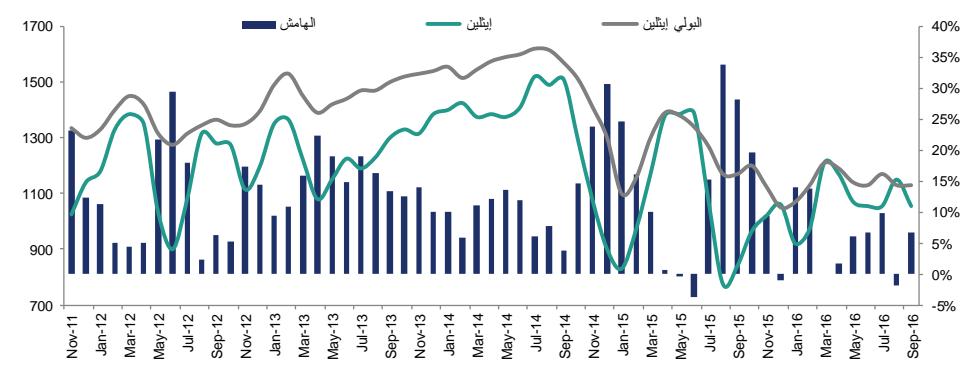
المصدر: نكسانت، بلومبيرغ
*تقديرات

تعتقد شركة نكسانت بأن العوامل الرئيسية التي دفعت بالقدرة الإنتاجية إلى الارتفاع في السنوات الأخيرة هي الطفرة التي طال أمدها للغاز الصخري في الولايات المتحدة والصين في مشاريع تحول الفحم إلى الأوليفينات. مع استحواذ الصين لما يقارب 95% من الفحم على هيئتها الطبيعية من الوقود الأحفوري، بدأت مشاريع تحويل الفحم إلى الأوليفينات في الصين بالنمو بوتيرة أفضل. على الرغم من هذا الارتفاع، إلا أن هذه المشاريع استمرت في تغيير ديناميكية التسعير في سوق الإيثيلين العالمي. لا تتوقع أن نرى ارتفاع في الطاقة الإنتاجية خلال الستينيات أو الثلاث سنوات القادمة نظراً لبلوغ مستويات إنتاج الإيثيلين ما يقارب 31 مليون طن يأتي من الشرق الأوسط، حيث تنتج المملكة ما يقارب 21 مليون طن كما في عام 2015. تعتقد بأن المملكة في خضم التحول في فجوة العرض والطلب، في ظل محدودية إنتاج الغاز الطبيعي. لابطال نقص الغاز الطبيعي مصدرًا للفقد ويجد من طموحات المنتجين المحليين في التوسيع، لكن من المتوقع أن تصل الطاقة الإنتاجية للمنتجين المحليين (أرامكو) إلى مستويات جديدة عالية بحلول عام 2019 مما يقلل من وفرة اللقيم.

ضغط مستويات الطاقة الإنتاجية الجديدة على التسعير

تضخم فارق السعر بين الإيثيلين والبولي إيثيلين منذ بداية عام 2016 بشكل حاد بنسبة 6% مقابل متوسط الخمس أعوام الماضية والبالغ 12%， حيث يفسر ذلك تغير ديناميكية سوق الإيثيلين. يوحي ذلك إلى قرب اعتماد أسعار البولي إيثيلين في حين أن التغير في منحنيات التكاليف في معظم الأسواق وتأثير السعر من التغير في العرض والطلب أديا إلى تضخم فارق الأسعار.

الشكل 16: إتجاه أسعار البولي إيثيلين والإيتلين (دولار للطن) مقابل هامش فارق السعر

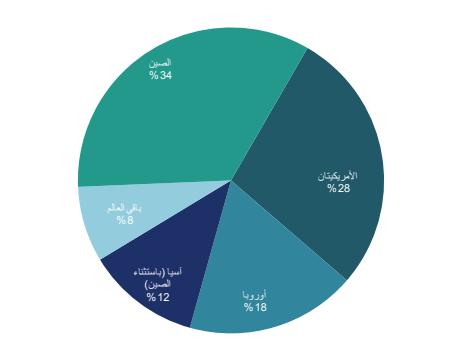


المصدر: بلومبرغ

#3 البوتانول: استمرار تقلص فارق السعر للبوتانول

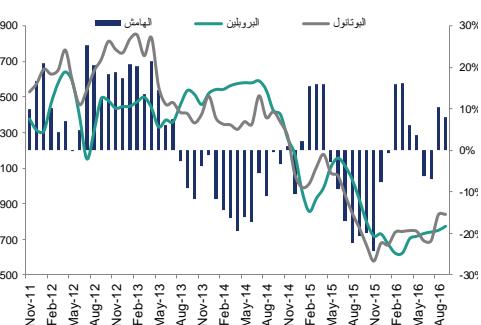
تم تقدير السوق العالمي للبوتانول عند 4.1 مليون طن في عام 2015، وتتوقع شركة نكسانت بأن يبلغ معدل النمو السنوي المركب %4.6 حتى عام 2018 ليصل بذلك إلى 5.1 مليون طن. تستمر الصين في استحواذها على النصيب الأكبر من الطلب العالمي للبوتانول بنسبة 34%. تتولى الشركة السعودية للبوتانول إنتاج البوتانول لشركة الصحراء من خلال شركتها الزميلة الشركة السعودية لاحامض الأكريليك، حيث تمتلك شركة الصحراء ما نسبته 33% من الشركة. تتوقع ثبات أسعار البوتانول بعد أن ارتفعت بنسبة 34% في عام 2016. بالرغم من ارتفاع أسعار البروبيلين، المادة الأساسية التي تصنع منها البوتانول، يواجه البوتانول بعض المشاكل من ناحية تقلص فارق الأسعار في ظل استمرار تذبذب أسعار البروبيلين.

شكل 18: الطلب العالمي للبوتانول لعام 2016 (مليون طن)



المصدر: نكسانت، بلومبرغ

الشكل 17: إتجاه البوتانول والبروبيلين مقابل الهاش



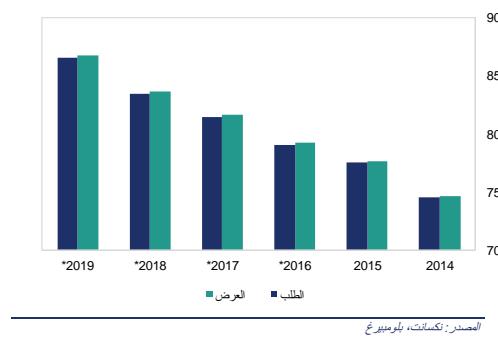
المصدر: بلومبرغ

#4 ثاني كلوريد الإيثيلين والصودا الكاوية: استراتيجية متدرجة تعمل بشكل جيد لكلا المادتين

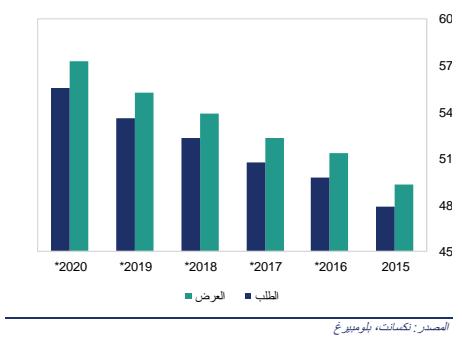
تحسنت أسعار ثاني كلوريد الإيثيلين العالمية خلال الاثني عشر شهرًا الأخيره بنسبة 11% لتصل إلى مستوى 210 دولار للطن (تراجع المتوسط بنسبة 11% في عام 2016) بعد أن لامست مستويات متدنية عند 156 دولار للطن خلال شهر يناير. تنتج شركة الصحراء ثاني كلوريد الإيثيلين من خلال شركة الصحراء ومعادن للبتروكيماويات بطاقة إنتاجية تقدر بما يقارب 300 ألف طن مع تركيبه من الالفي (الكلور والإيثيلين)، باستخدام الملح لإنتاج الكلور والإيثيلان لإنتاج الإيثيلين.

من المتوقع أن يصل المعروض العالمي لثاني كلوريد الإيثيلين إلى 57.3 مليون طن بحلول عام 2020، في حين سيصل الطلب إلى 55.6 مليون طن، بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 4% لكل منها. تعد آسيا وأمريكا الأسواق الرئيسية حيث تستحوذ على ما نسبته 65% من الطلب العالمي. على الجانب الآخر، يقدر السوق العالمي للصودا الكاوية عند 75 مليون طن مع توقع أن يرتفع الطلب بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 3% خلال الأعوام ما بين 2015 إلى 2020.

الشكل 20: العرض والطلب العالمي للصودا الكاوية (مليون طن)



الشكل 19: العرض والطلب العالمي ثانوي كلوريد الإيثيلين (مليون طن)



المصدر: تكساس، بلومبرغ
*تقديرات

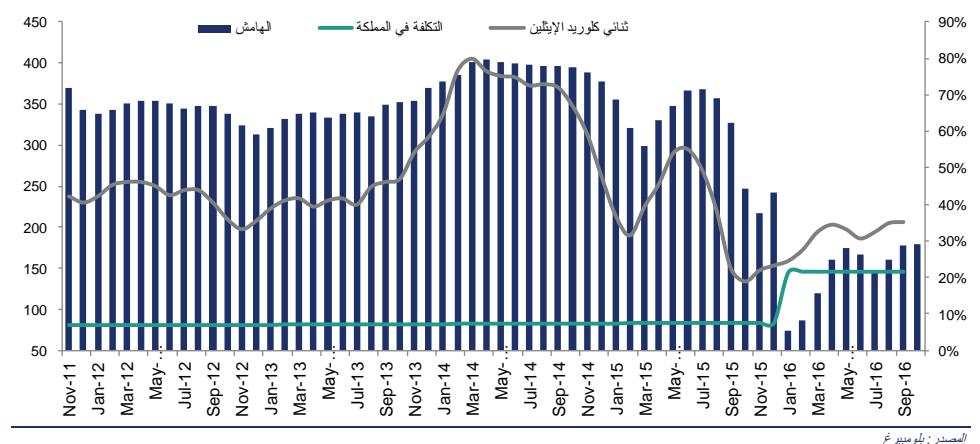
تحسين فارق الأسعار بمجرد تحسن أسعار ثاني كلوريد الإيثيلين

تحسن أسعار السلع العالمية للصودا الكاوية (بناءً على المتوسط في الأسواق الصينية) بنسبة 31% منذ الربع الأول من عام 2016 لتصل إلى 535 دولار للطن، بعد أن لامست أدنى مستوياتها عند 397 دولار للطن (تراجع متوسط الأسعار بنسبة 16% في عام 2016). يعد الملح من أهم مواد اللقيم لتركيز الصودا الكاوية، في حين يستخدم مزيج ما بين الملح والإيثيلين لإنتاج ثاني كلوريد الإيثيلين. يعتقد بأن شركة الصحراء تمتلك ميزة تنافسية تتيح من استقرار أسعار اللقيم من جانب الملح بغض النظر عن الإيثيلين. يتم إنتاج الملح من قبل شركة تعدين الملح الدولية، حيث تزود شركة الصحراء ومعادن للبتروكيماويات بمقدار 465 ألف طن من الملح بتكلفة 80 ريال للطن لمدة 10 سنوات منذ بداية المرحلة الأولى للمشروع في عام 2013، حيث ترتفع التكلفة بمقدار ريالين للطن سنويًا. تستطيع شركة الصحراء ومعادن للبتروكيماويات مع التسعيرة المنخفضة استغلال فوارق الأسعار العالمية بشكل جزئي لتعوض من تراجع أسعار السلع.

استراتيجية متكاملة تعمل بكفاءة مع المشروع

مع استقرار أسعار الملح والإيثيلين تقريبًا، سيكون تذبذب التكلفة في مشاريع ثاني كلوريد الإيثيلين والصودا الكاوية محدودًا. يشير شكل 25 إلى تقلص فارق السعر ثانوي كلوريد الإيثيلين إلى الكلور-الإيثيلين بسبب ارتفاع أسعار الوقود. يعد فارق أسعار الصودا الكاوية مرتفعًا، وذلك في حين أن فارق ثانوي كلوريد الإيثيلين إلى الكلور-الإيثيلين قد تقلص إلى 29% بسبب وجود الإيثيلين. بالإضافة إلى ذلك فإن هذه المشاريع قادرة على الاندماج مع مشروع البوليمر على الامتصاص، والتي تتطلب 30% من الصودا الكاوية كمادة خام (أهم عنصر في الاندماج).

شكل 21: اتجاه أسعار وتكاليف ثانوي كلوريد الإيثيلين مقابل الهوامش



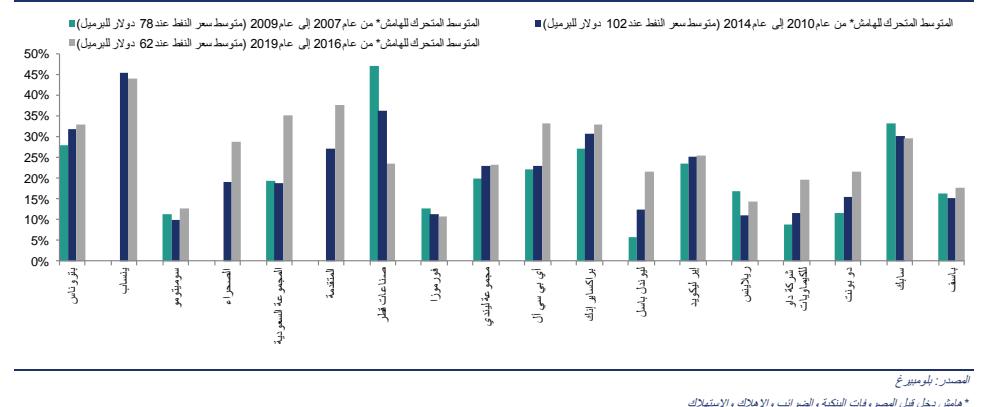
المصدر: بلومبرغ

نمو هوامش الدخل قبل المصروفات البنكية والضريبية والإهلاك والاستهلاك في دورة تعافيها

أظهرت الدراسة للقيم السلع في الأقسام السابقة، أن الفوارق التي أدت إلى اختلاف هوامش الدخل قبل المصروفات البنكية والضريبية والإهلاك والاستهلاك كان بسبب عدم توافق اتجاهات معظم أسعار اللقيم والسلع الرئيسية في قطاع البتروكيماويات. بشكل أوضح، فإن وجود الفجوة السعرية بين اللقيم والسلع النهائية، حيث أن التكاليف ترتفع مع ثبات أسعار السلع، أدى إلى تقلص الهوامش، على عكس القطاعات الأخرى فإن مستويات التكاليف في قطاع البتروكيماويات قد لا تتحرك بشكل ثابت دائمًا، حيث يعتقد بأن العرض والطلب له تأثير كبير على التكاليف بالإضافة إلى تحول ديناميكية سوق النفط.

أظهرت البيانات المجمعة عن هامش المنتجين الأساسيين بحسب مؤشر بلوميرغ للكيميات أن التفاوت الكبير في التسعير بينهم يعد استثنائياً، حيث يعود ذلك إلى الكفاءة التشغيلية والقدرة على التحكم في المصاري夫. بالرغم من ذلك إلا أن اتجاه أسعار النفط يبقى هو المؤشر المعياري. تراجعت الإيرادات المجمعة لأكبر 20 منتج عالمي بنسبة 16% في عام 2015 على إثر تراجع أسعار النفط. شهدت أسعار النفط ارتفاعاً بنسبة 51% في عام 2016 وذلك بالرغم من التبذب الحاصل حاله. على الرغم من تراجع نمو الإيرادات، أدى توسيع فجوة الأسعار إلى توسيع الهامش بالرغم من الكفاءة التشغيلية في حين أن سياسات ترشيد التكاليف التي اتبעה بعض المنتجين قد دفعت بالهامش إلى النمو. يشير الشكل البياني في الأسفل إلى أن هامش الدخل قبل المصاريف البنكية والضريبية والإهلاك والاستهلاك لأكبر 20 منتجاً إلى أنه من المتوقع تحسنها خلال الثلاثة دورات، وهي دورات الارتفاع والانخفاض التي توضح كفاءة المنتجين التشغيلية مع تغير الأوقات.

الشكل 22: هامش أعلى الشركات العالمية لدخل قبل المصروفات البنكية والضريبة والإهلاك والاستهلاك في دورة الانتعاش والركود والتعافي



استقرت هامش الدخل قبل المصاروفات البنكية والضررية والإهلاك والاستهلاك عند مستوى 22% خلال الأعوام ما بين 2010 و 2014، عندما كانت أسعار النفط عند 102 دولار للبرميل خلال فترة ارتفاع الأسعار، حيث أن السبب الرئيسي لذلك يعود إلى ارتفاع أسعار اللقيم و تراجع الكفاءة التشغيلية. على الجانب الآخر فإن الهامش كانت أعلى خلال فترة تراجع الأسعار، ما بين عام 2014 وعام 2016، حيث تراجعت أسعار اللقيم في حين أن أسعار السلع لم تنخفض بنفس الحدة مما أدى إلى توسيع الهامش. تظهر البيانات أن هناك ارتفاعاً متوقعاً ما بين عامي 2016 و 2019 في ظل استمرار توجيه المنتجين نحو تحسين الكفاءة، مما يشير إلى تحسن هامش الدخل قبل المصاروفات البنكية والضررية والإهلاك والاستهلاك حيث أنه من المتوقع أن يتبلغ مستوى 26% كمتوسط للأعوام ما بين 2016 و 2019. بشكل عام فإن نظرتنا للمنتجين السعوديين توحى بأنهم سيواصلون الاستفادة من الدعم الحكومي حتى عام 2019 ليببدأ بذلك رفعه بشكل تدريجي مما سيشكل عامل مخاطرة.

الشركات البتروكيماوية السعودية: تقييمات منخفضة بالرغم من الاهتمام المغري

تداول أسهم شركات البتروكيميائيات السعودية عند متوسط مكرر ربحية متوقع لمجمل عام 2017 يبلغ 15.2 مرة، أي أقل بنسبة 14% بالمقارنة مع قرائتها في العالم وبنسبة 16% مقارنة بمؤشر بلومبيرغ للبتروكيميائيات. على الجانب الآخر، يتداول القطاع بشكل أفضل من المؤشر العام بنسبة 6%， مما يشير إلى أن القطاع يثير اهتمام المستثمرين.

كان القطاع ثالثي أفضل القطاعات أداءً خلال عام 2016، حيث أنه تفوق على أداء المؤشر العام بنسبة 4%， في حين أن عوائد القطاع بلغت 25% ليكون من أفضل قطاعين في المؤشر العام بعد قطاع الطاقة والمرافق الخدمية الذي ارتفع بنسبة 41%. تتوقع أن يتداول سهم شركة الصحراء عند مكرر ربحية لمجمل عام 2017 بشكل مماثل لمكرر ربحية القطاع عند 15.2 مرة، في حين أشارت تقديرات المحللين إلى بلوغه مستوى 18.0 مرة، بنظرية سلبية.

جدول 1: تقييمات الشركات البتروليومية العالمية المقrite

اسم الشركة	الدولة	قيمة السوقية (مليار دولار)	القيمة المنشآة	مكرر الربحية	مكرر القيمة الدفترية	مكرر العبيعات	قيمة المنشآت**	EBITDA**	العام منذ بداية العمل	العام منذ بداية العمل	
										2017*	2016*
شركة أوروبا	أستراليا	6.1	4.9	x14.9	x16.4	x17.8	x11.2	x12.9	x13.9	x8.3	x8.5
شركة إفريقيا	السنغال	3.2	3.1	x2.0	x2.2	x12.1	x10.0	x11.1	x11.2	x6.4	x7.0
شركة بركسون من.	اليابان	8.1	8.1	x0.9	x2.4	x2.7	x3.0	x15.6	x16.0	x9.4	x8.6
سيديرو شنفيتي البتروليوم	الصين	8.4	8.8	x1.9	x2.3	x2.9	x3.5	x12.2	x14.4	x10.8	x9.3
مجموعة وانهو الكيميائية المحدودة	الصين	11.3	7.4	x2.2	x2.2	x2.3	x2.4	x17.4	x19.1	x10.8	x8.3
إير لوكود	فرنسا	65.1	42.7	x1.7	x2.7	x15.9	x17.1	x18.3	x19.5	x8.0	x9.2
باسفت	أمريكا	98.7	84.1	x1.8	x1.9	x18.2	x20.4	x22.2	x22.2	x8.3	x9.2
مجموعة ليندي	أمريكا	39.3	30.2	x1.7	x1.8	x1.8	x1.9	x11.2	x12.0	x7.3	x10.4
شركة ريدلبيتس	البرازيل	71.1	50.9	x1.2	x1.3	x11.0	x11.2	x12.0	x12.0	x7.3	x10.4
شركة سوتينمو	الإمارات	17.1	8.0	x1.1	x1.2	x10.0	x11.1	x14.5	x14.5	x6.5	x7.6
شركة سينسيتو الماء الكيميائية	الإمارات	8.8	4.7	x1.0	x1.0	x1.0	x1.0	x1.0	x1.0	x6.5	x7.6
مجموعة بروزانن الكيماويات	مالطا	11.0	12.7	x1.9	x2.0	x17.6	x18.7	x20.9	x20.9	x9.0	x10.5
شركة إيلك	المكسيك	3.7	2.5	x2.0	x2.1	x14.6	x17.1	x19.7	x19.7	x15.0	x15.0
شركة الصناعات الفطالية	قطر	19.8	19.8	x1.7	x1.8	x1.8	x1.9	x11.3	x13.7	x9.1	x10.4
سابك	السعودية	88.1	73.7	x1.7	x1.6	x15.6	x14.9	x16.3	x16.3	x7.7	x7.9
بنسل	السعودية	8.1	8.1	x1.9	x1.8	x14.4	x14.5	x14.5	x14.5	x9.3	x8.7
كون	السعودية	9.3	3.5	x1.0	x1.0	x27.4	x46.2	x237.3	x237.3	x9.7	x11.3
بروكيم	السعودية	5.8	2.7	x1.5	x1.6	x12.4	x13.3	x20.0	x20.0	x9.1	x10.8
مجموعة السعودية	السعودية	6.0	2.2	x1.0	x1.1	x11.1	x11.3	x13.7	x13.7	x9.1	x8.9
شركة الصحراء	السعودية	1.9	1.7	x1.1	x1.1	x18.0	x18.7	x17.8	x17.8	x13.9	x12.4
التنمية	السعودية	2.5	2.5	x1.1	x1.1	x16.4	x13.9	x13.8	x13.8	x12.6	x10.4
شركة آجي كيم	كوريا الجنوبية	14.8	14.8	x1.2	x1.2	x12.2	x14.0	x14.0	x14.0	x4.9	x5.6
شركة فورمولا الماء الكيميائية والغليسير	تايوان	15.3	15.3	x1.4	x1.7	x11.7	x12.2	x14.0	x14.0	x13.2	x14.0
بي بي العميق الكيميائي	نيوزيلاند	17.7	17.7	x1.3	x1.4	x15.8	x14.9	x13.6	x13.6	x6.4	x7.5
شركة دايكيموبون	الولايات المتحدة	9.6	8.0	x1.1	x1.2	x9.7	x10.5	x12.5	x12.5	x11.1	x13.2
شركة بوت	الولايات المتحدة	70.2	64.0	x1.2	x1.3	x13.8	x14.4	x15.9	x15.9	x11.0	x11.0
شركة ليوندل باسل	الولايات المتحدة	42.7	35.4	x1.0	x1.1	x11.1	x11.3	x13.7	x13.7	x7.0	x6.3

المصدر: بومبrey

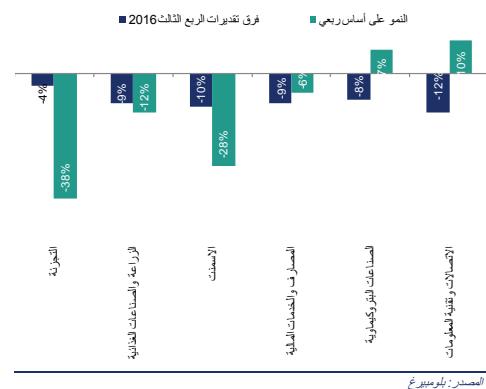
تقديرات

**دخل قبل المصروفات البنكية والزكاة (أو الضريبة) والإهلاك والاستهلاك

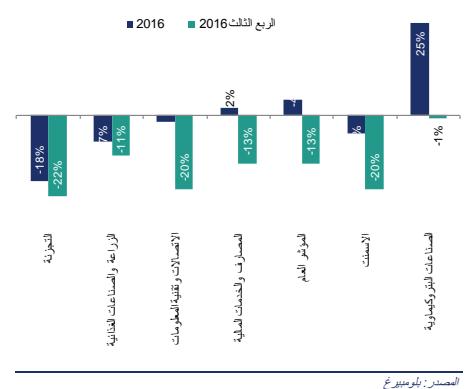
قطاع البتروليوميات، ثاني أفضل قطاع في سوق الأسهم السعودي

بعد النظر عن كتب لأسعار السلع العالمية، قمنا بدراسة الأداء التاريخي للأرباح وأداء أسعار القطاع. كان أداء القطاع متواضعاً في الربع الثالث من عام 2016 بنحو الأرباح بنسبة 1% مقابل تراجع المؤشر العام بنسبة 13%， ولكن كان أداءه الأفضل بين القطاعات الأخرى. بالنظر إلى آخر ربعين فإن شركات القطاع سجلت نتائج مقاربة للتقديرات وذلك بعد أداء جيد في الربع الثاني في ظل تفوق الأرباح بنسبة 31%. بشكل عام، خلال الربع الثالث خافت الأرباح التقديرات بنسبة 7% في حين أن بعض الشركات أنت متباينة مع تقديرات المحللين. سجل القطاع أرباحاً منخفضة بنسبة 2% على أساس ربعي.

شكل 24: أداء أرباح القطاعات



شكل 23: أداء قطاعات المؤشر العام



المصدر: بومبrey

التحليل المالي

مراجعة تقديراتنا على اثر تحسن أداء الشركات الزميلة للفترة ما بين 2017 إلى 2019

قمنا بمراجعة تقديراتنا ونظرتنا المستقبلية للفترة من العام 2017 وحتى العام 2019 مع الأخذ بالاعتبار النظرة المستقبلية لأسعار المواد البتروكيماوية. خصينا توقعاتنا للأيرادات لتنمو نمواً مستقراً مع احتساب تحسن في مستوى الهوماش التشغيلية. من المتوقع أن تأتي معدلات التشغيل عند مستوى 95% متوسط للأعوام الثلاثة القادمة. من جانب صافي الدخل، متوقع بأن يكون لأرباح الشركات الزميلة دوراً محورياً لإعادة تشكيل صافي الدخل لفترات الثلاثة أعوام القادمة.

جدول 2: التغير في تقديرات الرياض المالية مقابل المحللين (مليون ريال)

	تقديرات الرياض المالية (السابقة) تقديرات المحللين (محدثة)												نسبة التغير في التقديرات
	*2018	*2017	*2016	*2018	*2017	*2016	*2018	*2017	*2016	*2018	*2017	*2016	
%0	%0	-%2	1,956	1,939	1,789	1,828	1,792	1,707	1,824	1,788	1,736	1,736	الإيرادات على أساس سنوي
%9	%5	-%3	456	525	518	576	547	521	529	519	537	537	إجمالي الدخل على أساس سنوي
-%3	-%3	-%5	514	529	570	517	515	530	532	529	558	558	*EBITDA على أساس سنوي
%7	%5	-%5	286	252	276	366	349	341	341	334	358	358	دخل قبل الضرائب البنكية والزكاة على أساس سنوي
%7	%5	-%6	372	373	324	432	412	343	404	394	367	367	صافي الدخل على أساس سنوي
%7	%5	-%6	0.85	0.85	0.74	0.98	0.94	0.78	0.92	0.90	0.84	0.84	ربحية السهم (ريال) ربحة السهم (ريال)

المصدر: الرياض المالية، بلومبرغ
تقديرات

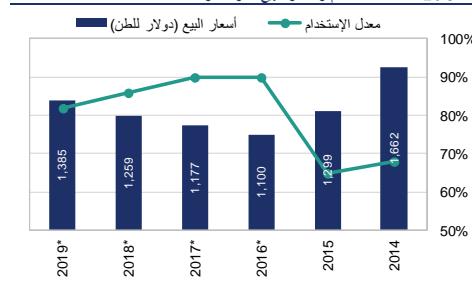
*دخل قبل الضرائب البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك

على الرغم من ذلك، إلا أننا حذرین من خطورة بعض المشاريع الفرعية للشركات الزميلة بسبب انخفاض فارق الأسعار لمشاريع البولي بروبلين والبوليتوانول، حيث أنه من المتوقع أن ينخفض نمو هوماش الشركات الزميلة في الأربعين القادمة. وبالتالي، قمنا بتخفيض الهاشم الصافي لعام 2016 مع رفع معدل النمو بشكل تدريجي. مع تحسن النظرة بشكل تدريجي لأسواق النفط بالإضافة إلى تفاؤل معظم منتجي النفط بشأن ارتفاع الأسعار خلال النصف الثاني من عام 2017، نظرأً لذلك فإننا نواصل تفاؤلنا المحدود. على الرغم من ذلك، إلا أننا نبني على نظرتنا بالحيطة والحذر حيال مشاريع ثانية كلويد الإيثين وبالوليمر عالي الامتصاص. بناءً على ما سبق قمنا بخفض تقديراتنا لربحية السهم بشكل طفيف لعام 2016 إلا أننا متوقع تحسنها لعام 2017 وحتى عام 2019.

نمو متواضع للإيرادات

متوقع نمو الإيرادات بمعدل سنوي مركب يبلغ 6% على إثر توقعات تحسن الأسعار العالمية البولي بروبلين. كما متوقع استمرار نمو مشروع الواحة عند معدلات ثابتة والذي سيساعد في نمو الإيرادات بشكل جيد، في حال عدم وجود أي توقف غير مخطط لها. متوقع استمرار الطلب على القطاع عند مستويات معتدلة ونمو معتدل في الأحجام.

الشكل 26: معدلات الاستخدام وأسعار البيع لشركة الواحة



المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة
تقديرات

الشكل 25: الإيرادات (مليون ريال) وتوقعات النمو



المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة
تقديرات

ارتباط حركة أسعار السلع مع أسعار النفط

قدرنا نمو البولي بروبلين بناءً على توقعات إدارة معلومات الطاقة بنمو أسعار النفط بمعدل سنوي مركب يبلغ 6% للفترة ما بين عام 2016 وعام 2019 ليصل إلى مستوى 70 دولار للبرميل. لاحظنا وجود ارتباط مقابلاً بين أسعار النفط والبولي بروبلين عند مستوى 0.90 خلال الخمس سنوات السابقة ليترتفع إلى مستوى 0.93 خلال آخر ستين. تشير تحليلاتنا لتحركات الأسعار مقابل الإيرادات على أساس ربعي إلى تحرك مرن في الإيرادات وأسعار البولي بروبلين باستثناء فترة أعمال الصيانة خلال النصف الأول من عام 2015. بالرغم من ضعف معدلات الاستخدام لشركة الواحة خلال فترة التسعة أشهر الأولى من عام 2016، إلا أنه من غير المرجح أن نرى تذبذبات لشركة الصحراء خلال الربع الرابع من عام 2016.

الشكل 27: الإيرادات بشكل ربعي (مليون ريال) مقابل اتجاه نمو متوسط الأسعار العالمية للبولي بروبيلين

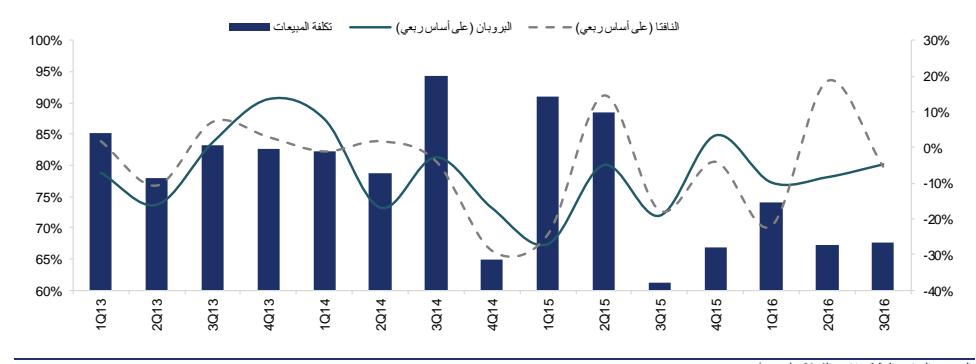


المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة، بلومبرغ

انخفاض أسعار البروبيلين دفع بالهوماش إلى الارتفاع في آخر ربعين

تشغل شركة الصحراء صناعة الواحة وسط هيكل متعدد من التفاصيل، مع مزيج من 590 ألف طن من البروبيلين و35 ألف طن من الإيثان. بوجود هيكل متعدد من التفاصيل (90% من البروبيلين)، بدأت شركة الصحراء بالشعور ببعض التأثيرات السلبية لأسعار البروبيلين والإيثان بعد رفع الحكومة لأسعار اللقيم في عام 2016، كما كان نفس التأثير في تكاليف المبيعات من الرابع الأول. بشكل عام، في فترة التسعة أشهر من عام 2016، قل التأثير مع اتساع هامش البروبيلين والبولي بروبيلين في النصف الأول من العام واستقراره في الرابع الثالث عند مستوى 290 دولار للطن. أدى تراجع أسعار البروبيلين بنسبة 10% في الرابع الثالث عام 2016 وبنسبة 24% في الرابع الأول، إلى اتساع فارق الأسعار. تراجعت تكاليف التشغيل بشكل كبير منذ الرابع الثالث من عام 2015 بسبب أثر تحسن معدلات التشغيل وانخفاض تكاليف البروبيلين.

شكل 28: تكلفة المبيعات بشكل ربعي (نسبة من المبيعات) مقابل تحرك متوسط أسعار مواد الخام العالمية



المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة، بلومبرغ

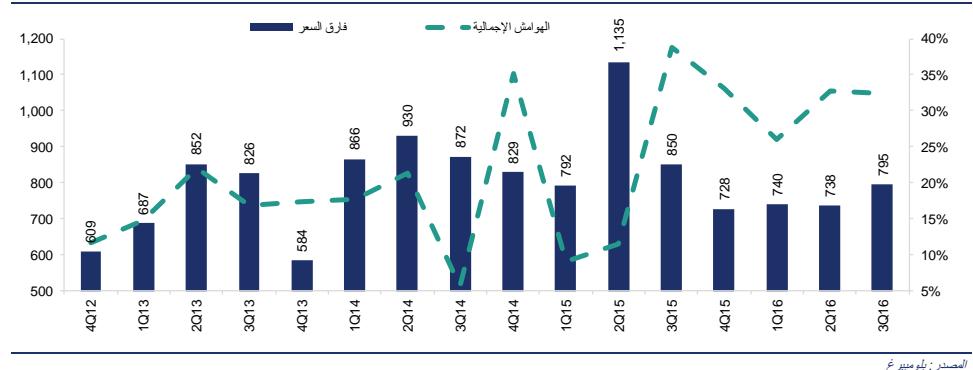
بالنظر إلى آخر أرقام فارق أسعار البروبيلين إلى البروبيلين وفارق أسعار النافتا إلى البروبيلين، فإنه لا تزال الأفضلية للمنتجين المحليين، حيث ينطبق ذلك على شركة الصحراء أيضاً. ومع ذلك، إلا أن القرارات الإنتاجية الجديدة للمنتجين الآسيويين مع كمية أكبر من النافتا من خلال مشاريع تحويل الفحم والميثanol إلى الأوليفينات قد تؤثر على التسعير كما ذكرنا سابقاً.

نتوقع بأنه من الغير المحتمل أن تحافظ شركة الصحراء على مستويات الأسعار والهوماش، وبالتالي فإنه من المتوقع أن تأتي التكاليف التشغيلية عند مستوى 69% كسيناريو أساسي للأعوام ما بين 2016 و 2019، إلا إذا ما شهدنا اتساعاً كبيراً في فارق الأسعار.

ساعد اتساع فارق أسعار اللقيم في نمو الهوماش

نتوقع أن تشهد شركة الصحراء الواحة معدلات تشغيل تصل إلى 95% لعام 2016 بعد تراجعها إلى مستوى 70% في عام 2015 بسبب أعمال الصيانة. نتوقع أن تستمر فاعلية التشغيل العالية للمصانع حتى أعمال الصيانة القادمة، والمجدولة في عام 2018 بعد آخر أعمال الصيانة التي كانت في الرابع الثاني من عام 2015، حيث أن مدة ثلاثة سنوات تبدو معقولة لموعد أعمال الصيانة القادمة.

شكل 29: اتجاهات أسعار مواد الخام



استقرار متوقع للهواش

من المتوقع أن يرتفع إجمالي الدخل بمعدل سنوي مركب يبلغ 4% حتى عام 2019 ليصل إلى مستوى 608 مليون ريال، في حين تتوقع أن تبلغ الهواش الإجمالية مستوى 32% خلال الفترة ما بين 2016 إلى 2019. توقع نمو الدخل قبل المصروفات البكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك بمعدل مركب سنوي يبلغ 1% حتى عام 2019 ليصل إلى مستوى 540 مليون ريال. توقع أن تبلغ الهواش التشغيلية 19% خلال الثلاثة أعوام القادمة وأن يبلغ الدخل التشغيلي مستوى 418 مليون ريال بحلول عام 2019.

شكل 31: إجمالي الدخل (**EBITDA) وتقديرات الهواش



شكل 30: إجمالي الدخل (مليون ريال) وتقديرات الهواش

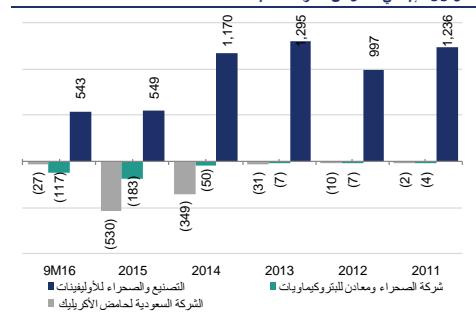


دور كبير للشركات التابعة للأعوام القادمة

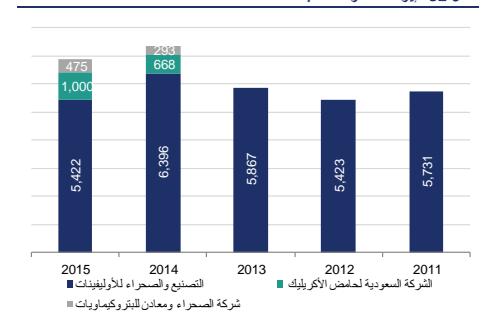
تتوقع أن تلعب الشركات التابعة (شركة الصحراء ومعادن للبتروكيماويات وشركة الصناعية للأوليفينات والشركة السعودية لحامض الأكريليك) دوراً أساسياً في أرباح شركة الصحراء كما أن معظم المشاريع قد بدأت خلال السنتين الأخيرتين ومن المتوقع أن تبلغ بعضها نقطة التعادل في السنوات القادمة.

تتوقع أن تؤدي الشركات التابعة بشكل جيد وتساهم في أرباح الشركة. تشكل الشركات التابعة هيكل متكامل لعمليات شركة الصحراء لترشيد التكاليف، مع طبيعة متكاملة للعمليات. بتحليل إيرادات شركة التصنيع والصحراء للأوليفينات التاريخية، والتي تعتبر أهم شركاتها التابعة، يتضح أنها حققت إيرادات بقدر 5 مليارات ريال خلال كل عام من الأعوام الخمس الماضية مع تحقيق 5.4 مليارات ريال في عام 2015، حيث تعتبر إيراداتتها أعلى من إيرادات شركة الواحة بشكل نسبي. في حين أن شركة الصحراء ومعادن للبتروكيماويات والشركة السعودية لحامض الأكريليك حققا معاً إيرادات بقدر 1.5 مليار ريال بعد أن بدأت أعمالها في عام 2014.

شكل 33: إجمالي الدخل من الشركات التابعة



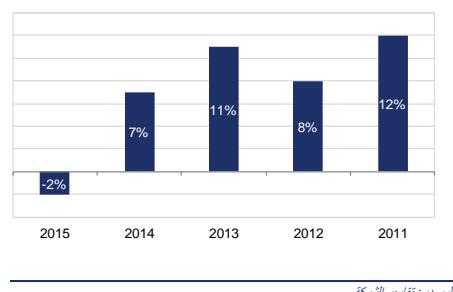
شكل 32: إيرادات الشركات التابعة



تحسن كبير في أداء شركة الصحراء ومعدن للبتروكيماويات والشركة السعودية لحامض الأكريليك

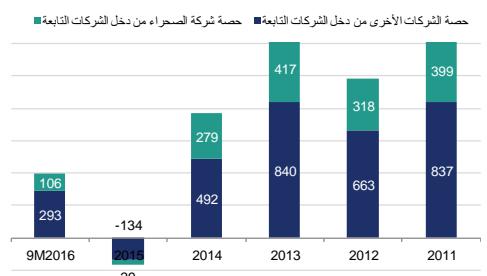
مع تسجيل خسائر كبيرة وإطلاقات في عامي 2014 و 2015 للشركة السعودية لحامض الأكريليك، إلا أن نتائج التسعة أشهر الأولى من عام 2016 شهدت بعض التحسن، حيث أنه من المتوقع أن يستمر هذا التحسن في عام 2017 وحتى عام 2019. سجلت الشركة السعودية لحامض الأكريليك خسارة بمقابل 349 مليون ريال في عام 2014 وخسارة قدرها 530 مليون ريال في عام 2015، حيث أنها قللت من خسائرها خلال التسعة أشهر الأولى من عام 2016 لتكون عند 27 مليون ريال. نفس الاتجاه في الخسائر حصل في شركة الصحراء ومعدن للبتروكيماويات، حيث أنها سجلت خسائر بمقابل 50 مليون ريال في عام 2014 و 183 مليون في عام 2015، في حين أنها قللت من خسائرها خلال التسعة أشهر الأولى من عام 2016 إلى 59 مليون ريال. بلغت الخسائر من الشركات الزميلة 29 مليون ريال في عام 2015، حيث أنها تحولت إلى ربح قدره 106 مليون ريال خلال التسعة أشهر الأولى من عام 2016.

شكل 35: العائد على حقوق الملكية من الشركات التابعة (مجمع)



المصدر: تقارير الشركة

شكل 34: حصة الشركات من دخل الشركات التابعة



المصدر: تقارير الشركة

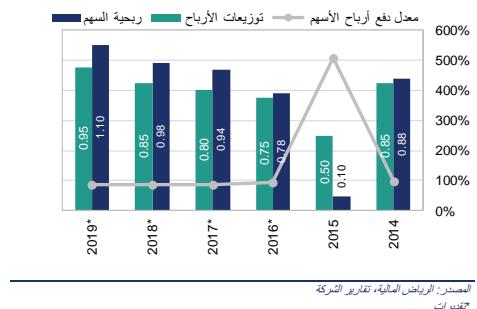
بالرغم من بدء معظم المشاريع، إلا أنها لا تزال تواجه خطر الكفاءة التشغيلية بعدما سجلت خسائر خلال الأربعين الماضية. سجلت الشركة تعديلاً في المعاملات داخل المجموعة تتراوح ما بين 90 إلى 100 مليون ريال في عام 2015، وذلك وفقاً لحساباتنا. نعتقد بأن معدلات الاستخدام الضعيفة وأعمال الصيانة خلال السنوات الأولى تعد عند مستويات مقبولة للمشاريع الجديدة، ولكن اسعار السلع الضعيفة أثبتت أن الشركات التابعة تسجل خسارة في سنواتها الأولى.

بالرغم من أن هذه الشركات تعمل في قطاع الكيماويات ذات القيمة العالمية، إلا أنه يتم تجاوزها نتيجة استمرار تذبذب أسعار السلع. بلغ إجمالي الدخل الشركات الزميلة مستوى 399 مليون ريال خلال التسعة أشهر الأولى من عام 2016، في حين أن حصة شركة الصحراء بلغت 106 مليون ريال منها. قمنا بمحاولة توقع كل شركة على حد سواء، ولكن لم نستطع فعل ذلك لعدم توفر المعلومات الكافية. نتوقع أن تنمو معظم الشركات خلال عامي 2017 و 2018.

نمو الأرباح مدفوع من الشركات الزميلة

على مستوى المجموعة، من المتوقع أن ينمو صافي الدخل بمعدل سنوي مركب يبلغ 12% بحلول عام 2019، مع ظهور بعض من بوادر التحسن الكبيرة. نتوقع مساهمة أرباح الشركات الزميلة بشكل كبير على أرباح الصحراء مع ثبات أرباح وهوامش شركة الواحة، في حين نتظر تحسن أداء الشركات الزميلة. نتوقع أن تبلغ ربحية السهم 0.94 ريال لمجمل تقديراتنا لعام 2017، باستثناء أي تعديلات استثنائية في أداء الشركات الزميلة، لتبلغ 1.10 ريال بحلول عام 2019. كما نتوقع أن توزع الشركة أرباحاً نقدية قدرها 0.80 ريال للسهم في عام 2017، وسوف يتم رفعها تدريجياً إلى أن تصل 0.95 ريال بحلول عام 2019، بمعدل دفع يبلغ 85% وذلك على الرغم من سيناريو الاستدانة المنخفضة.

شكل 37: اتجاهات ربحية السهم وتوزيعات الأرباح



المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة

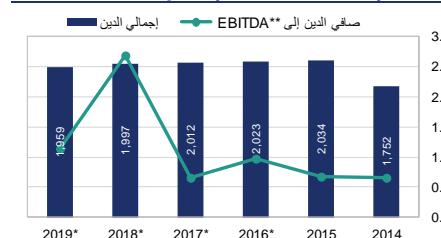
شكل 38: تقديرات صافي الدخل (مليون ريال)



المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة

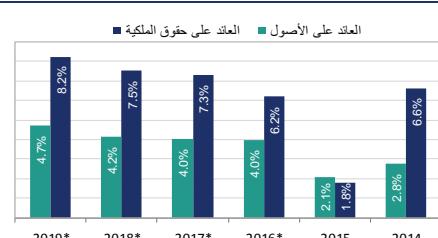
انخفاض مستوى الديون، توقع المزيد من التدفقات النقدية الحرة
لدى شركة الصحراء ما يقارب 2.2 مليار ريال من الديون لفترة التسعة أشهر الأولى من عام 2016، ولكن مع وجود نقد متاح بمقدار 1.8 مليار يجعل مستويات السيولة عند مستوى مريح. نعتقد بأن شركة الصحراء ملتزمة بشكل جزئي لديون شركاتها الرسمية، حيث أنه في حالة فشل أي من مشاريعها من تحقيق التدفقات النقدية المطلوبة قد يعرض ذلك الشركة البعض من الخطر في دفع الالتزامات.

شكل 39: إجمالي الدين (مليون ريال) ومعدل صافي الدين إلى EBITDA*



المصدر: الروابط المالية، تقارير الشركة
*تقديرات
**الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك

شكل 38: اتجاهات معدلات العوائد



المصدر: الروابط المالية، تقارير الشركة
*تقديرات

يبلغ معدل الدين إلى حقوق الملكية مستوى 0.3 مرة مما يعتبر أقل نسبياً مقارنة بالقطاع الذي يبلغ معدل الدين إلى الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك 0.7 مرة لعام 2017 يقلل من ضغط تسديد جزءاً منه، في حين أن تغطية الفائدة يعد جيداً موفرأً بذلك مساحةً كافية لمواصلة سلسلة توزيع الأرباح ما بين عامي 2017 و 2019. حافظت شركة الصحراء على معدل إنفاق رأسمالي معقول في عام 2015 وفي الربع الأول من عام 2016، والذي شهدت فيه أعمال صيانة كبيرة، من المتوقع أن يبلغ معدل الإنفاق الرأسمالي إلى المبيعات مستوى 4% خلال الثلاث أعوام القادمة.

تحليل الربع

أداء أفضل من المتوقع

سجلت شركة الصحراء في الربع الثالث ربحية سهم تبلغ 0.24 ريال، بانخفاض نسبته 13% على أساس سنوي وارتفاع بنسبة 9% على أساس ربعي، حيث أنت النتائج متماشية مع تقديراتنا البالغة 0.27 ريال للسهم بشكل كبير. بلغت الإيرادات 424 مليون ريال بانخفاض نسبته 16% على أساس سنوي و 6% على أساس ربعي. بالرغم من استقرار أسعار البولي بروبيلين، أدى انخفاض أحجام المبيعات إلى تراجع النمو بشكل طفيف. انخفض متوسط أسعار البولي بروبيلين بنسبة 5% على أساس ربعي وبنسبة 18% على أساس سنوي ولكن تراجع أسعار البروبان أدى إلى اتساع فارق الأسعار لتكون بذلك الهامش عند مستوى 32%. أتى الهامش الإجمالي عند مستوى 32% أقل بمقدار 100 نقطة أساس من الربع الثاني عند مستوى 33% والربع الثالث من العام الماضي عند مستوى 39%. تراجع الدخل التشغيلي من 151 مليون ريال في الربع الثالث من العام الماضي إلى 96 مليون ريال. خالف صافي الدخل الذي بلغ 105 مليون ريال تقديراتنا التي كانت تشير إلى بلوغه 119 مليون ريال، بارتفاع نسبته 9% على أساس ربعي وانخفاض نسبته 13% على أساس سنوي. تحسنت هوامش صافي الدخل بمقدار 400 نقطة أساس خلال هذا الربع لتصل إلى مستوى 25% خلال هذا الربع.

جدول 3: ملخص الدخل الربعي (مليون ريال)

	الإيرادات												الدخل الإجمالي														
	الربع الثالث				الربع الرابع				الربع الأول				الربع الثاني				الربع الثالث				الربع الرابع				الربع الأول		
	2016	2016	2016	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2014	2014	2014	2014	2014	2014	2014	2014	2014	2013	2013	2013	2013	2013	2013	2013	2013	2013
424	449	419	437	506	224	262	504	460	613	321	666	588	603	521													
-6%	%7	-94	-14	%126	-14	-48	%9	-25	%91	-52	%13	-63	%16	-12													
137	147	109	145	197	26	24	177	26	131	57	116	99	133	77													
-7%	%35	-25	-26	%661	%10	-87	%587	-80	%129	-51	%17	-26	%72	%12													
154	159	113	89	194	32	47	187	23	139	102	141	123	153	95													
-3%	%41	%27	-54	%510	-33	-75	%730	-84	%36	-27	%15	-20	%62	-39													
96	101	59	38	151	(17)	(1)	137	2	90	18	88	69	100	43													
-5%	%71	%58	-75	-976	%1293	-101	%6950	-98	%403	-80	%26	-31	%135	-95													
105	96	55	(40)	121	11	(50)	83	17	185	100	178	148	127	125													
%9	%77	-237	-133	%961	-123	-159	%388	-91	%85	-444	%20	%17	1	%94													
0.24	0.22	0.12	(0.09)	0.28	0.03	(0.11)	0.19	0.04	0.42	0.23	0.41	0.34	0.29	0.29													
%32	%33	%26	%33	%39	%12	%9	%35	%6	%21	%18	%17	%17	%22	%15													
%36	%35	%27	%20	%38	%14	%18	%37	%5	%23	%32	%21	%21	%25	%18													
%23	%22	%14	%9	%30	-68	%60	%27	%0	%15	%6	%13	%12	%17	%68													
%25	%21	%13	-99	%24	%5	-19	%17	%4	%30	%31	%27	%25	%21	%24													

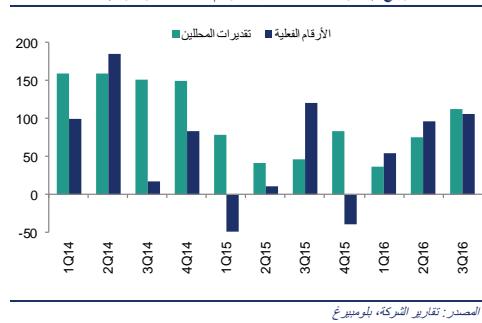
المصدر: تقارير الشركة

** الدخل قبل المصاريف التشغيلية والزكاة والإهلاك والاستهلاك

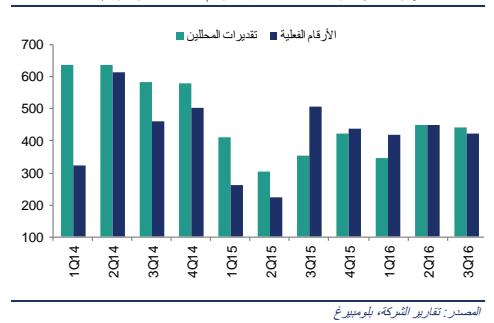
مفاجئات إيجابية في تحسن الأرباح خلال أرباع الماضية

انحرفت إيرادات وأرباح شركة الصحراء من التوقعات مع تذبذب أسعار النفط في الربع الرابع من عام 2014، حيث أدى ذلك إلى النظرة السلبية من قبل المحللين لأداء الشركة. لكن بقي أداء الأرباح بشكل مستقر منذ عام 2016.

شكل 41: الأرباح (تقديرات المحللين مقابل الأرقام الفعلية، مليون ريال)



شكل 40: الإيرادات (تقديرات المحللين مقابل الأرقام الفعلية، مليون ريال)



المصدر: تقارير الشركة، بلومبرغ

المصدر: تقارير الشركة، بلومبرغ

رفع السعر المستهدف إلى 16 ريال مع الإبقاء على التوصية بالشراء

قمنا بتحديث تقييماتنا لشركة الصحراء باستخدام كل من التقييمات المطلقة والنسبية. تمر شركة الصحراء وشريكها الزميلة في مرحلة تقديم تدفقات نقدية حرة بعد دورة الإنفاق الرأس مالي التي مرت بها مع بدء معظم مشاريعها خلال عامي 2014 و 2015 وسط بيئية ضعيفة على أثر تدني أسعار النفط. تعد شركة الواحة أساس الأرباح التشغيلية لشركة الصحراء، حيث تستخدم طريقة خصم التدفقات النقدية وطريقة قيمة المنشأة إلى الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك، في حين أن الشركات الزميلة الأخرى غير مطروحة، وبالتالي نقيمتها بقيمة دفترية تبلغ 1.0 مرة. تقدر قيمة الشركات الزميلة المسجلة حالياً بنحو 2.5 مليار ريال مع مجموعة من ثلاثة مشاريع وغيرها من المشاريع الفرعية تتراوح ما بين 5 إلى 6 مشاريع. مع توقعاتنا بتراجع أعمال الصيانة لشركة الواحة، نرى أنه من الأسلم الاعتماد على طريقة التدفقات النقدية. قمنا برفع السعر المستهدف من 15 ريال إلى 16 ريال.

طريقة التدفقات النقدية المخصومة: رفع سعرنا المستهدف من 15 ريال إلى 16 ريال

قمنا ببناء تقييمنا بطريقة التدفقات النقدية المخصومة المتوقعة للأعوام ما بين 2017 و 2019 باستخدام معدل نمو طويل الامد نسبته 1.5% والعام الحالي من المخاطر يبلغ 3.6% مع علاوة لمخاطر الدولة على العائد الحالي من المخاطر للسندات الأمريكية لفترة عشر سنوات بنسبة 1.9%. قمنا كذلك بافتراض المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند نسبة 10% كمعدل خصم بناءً على افتراضنا أن هيكل رأس المال يتكون من حقوق الملكية و 15% من الدين، في حين افترضنا تكلفة حقوق الملكية عند نسبة 11%.

جدول 4: التقييم باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية

	الافتراضات	*2019	*2018	*2017	
%3.6	المعدل الحالي من المخاطر	387	444	361	التدفقات النقدية الحرة للشركة
%10.6	المعدل على السوق	290	366	328	القيمة الدالة للتدفقات النقدية الحرة
97.0	عائد العائد على السوق				خصم التدفقات النقدية
%15.0	نسبة الدين إلى حقوق الملكية على المدى الطويل	4,995			القيمة النهائية
%85.0	نسبة الدين إلى رأس المال على المدى الطويل	3,745			قيمة الشركة
%12.2	المعدل المحتمل	4,729			اضافة (خصم): صافي النقد
1.1	معامل بين المعدل أسيوعياً على مدى 5 سنوات	231			خصم: المكاسب الغير مستقرة
6,231	القيمة السوقية الحالية (مليون ريال)	(586)			إضافة الاستثمارات في الشركات التابعة
4,476	قيمة المنشأة الحالية	2,614			قيمة حقوق الملكية
439	الأسهم المصدرة (مليون)	6,988			القيمة لكل سهم
14.20	سعر السهم (ريال)	15.93			

المصدر: الرياض المالية
*تقديرات

جدول 5: تحليل الحساسية لتكلفة حقوق الملكية وقيمة النمو طويول المدى

نسبة النمو طويول المدى	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال															
	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%	2.3%	2.5%	2.8%	3.0%	3.3%	3.5%	3.8%	4.0%	4.3%
9.3%	15.63	15.89	16.17	16.46	16.79	17.11	17.47	17.85	18.26	18.70	19.18	19.70	20.26	20.87	21.54	22.28
9.5%	15.44	15.69	15.96	16.24	16.55	16.86	17.20	17.56	17.95	18.37	18.82	19.30	19.83	20.40	21.03	21.71
9.7%	15.27	15.51	15.76	16.03	16.33	16.62	16.94	17.29	17.66	18.05	18.48	18.93	19.43	19.96	20.55	21.18
9.9%	15.10	15.33	15.57	15.83	16.12	16.39	16.70	17.03	17.38	17.75	18.15	18.59	19.05	19.56	20.10	20.70
10.1%	14.95	15.18	15.41	15.66	15.93	16.20	16.49	16.81	17.14	17.50	17.88	18.29	18.73	19.21	19.72	20.28
10.3%	14.79	15.00	15.22	15.46	15.72	15.97	16.25	16.55	16.87	17.20	17.56	17.95	18.37	18.81	19.29	19.82
10.5%	14.64	14.84	15.06	15.28	15.53	15.78	16.04	16.33	16.63	16.95	17.29	17.66	18.05	18.47	18.93	19.42
10.7%	14.50	14.69	14.90	15.12	15.36	15.59	15.84	16.12	16.40	16.71	17.04	17.38	17.76	18.16	18.58	19.05

المصدر: الرياض المالية

مخاطر التقييم

أي انخفاضات أخرى في أسعار البولي بروبيلين والمزيد من خفض الدعم من خلال زيادة في أسعار اللقيم قد يكون له أثر سلبي على تقديراتنا، وقد يؤدي ذلك إلى بيئية غير متوازنة لنمو الأرباح. بالإضافة إلى ذلك فإن أي تباطؤ في الطلب من الأسواق الآسيوية قد يؤثر سلباً على صادرات الشركة، نظراً لكون أكثر من نصف صادراتها تذهب إلى الخليج والشرق الأوسط.

كما أثنت حذرين حيال أي أثر من انخفاض معدلات تشغيل بسبب الشركات الزميلة والصيانة الغير مجدولة، مما قد يؤدي إلى انخفاض الأرباح وتراجع الدخل من الشركات الزميلة. نبقى حذرين أيضاً من أثر أي تعديلات داخل الشركة وذلك بسبب وجود العدد الكبير من الشركات الزميلة والذي بدوره قد يؤثر على الأرباح وفي حال تسجيل مخصصات.

#طريقة مكرر الربحية المستهدف:
 تقوم باستخدام طريقة تقييم أخرى للتأكيد من سلامة التقييم، حيث قيمنا شركة الصحراء بطريقة مكرر الربحية المستهدف مما ترجح عنه قيمة عادلة تبلغ 14.55 ريال للسهم. فمنا بتعين علاوة بمقدار طفيف على متوسط مكرر الربحية القطاع البالغ 15.2 مرة (مكرر ربحية المؤشر العام عند 14.6 مرة) بعد الأخذ بعين الاعتبار التقييمات التاريخية لشركة الصحراء حيث يبلغ المتوسط العائدة سنترن 13.0 مرة ومتوسط الآتي عشر شهر عند 12.5 مرة. بالرغم من ذلك إلا أننا فضلنا طريقة التدفقات النقدية المخصومة كون نطاق مكرر الربحية المستهدف عبر المنتجين الكبار والمتواطنين واسع جداً.

جدول 6: حسابية السعر وتقييم مكرر الربحية المستهدف باستخدام ثلاث افتراضات

		2015	*2016	*2017	*2018	*2019					
	العام	متخطط	متقابل	الأساس	متخط	متقابل	الأساس	متخط	متقابل	الأساس	متخططة
	رجحة السهم (مليون ريال)	0.08	0.70	0.78	0.82	0.73	0.94	0.96	0.77	0.98	1.13
x12.0	0.92	8.36	9.39	9.86	8.77	11.26	11.54	9.21	11.81	13.61	9.67
x13.0	1.00	9.05	10.17	10.68	9.51	12.20	12.50	9.98	12.80	14.75	10.48
x14.0	1.07	9.75	10.95	11.50	10.24	13.14	13.46	10.75	13.78	15.88	11.29
x15.0	1.15	10.45	11.74	12.32	10.97	14.08	14.42	11.52	14.76	17.01	12.09
x16.0	1.23	11.14	12.52	13.15	11.70	15.02	15.38	12.28	15.75	18.15	12.90
x17.0	1.31	11.84	13.30	13.97	12.43	15.96	16.34	13.05	16.73	19.28	13.70
x18.0	1.38	12.54	14.08	14.79	13.16	16.90	17.30	13.82	17.72	20.42	14.51
x19.0	1.46	13.23	14.87	15.61	13.89	17.84	18.26	14.59	18.70	21.55	15.32
x20.0	1.54	13.93	15.65	16.43	14.62	18.77	19.23	15.36	19.69	22.69	16.12
التقييم بالاعتماد على مكرر الربحية											
*2019	*2018	*2017	*2016								
483	432	412	343								
1.10	0.98	0.94	0.78								
15.42	13.78	13.14	10.95								
14.76	13.19	12.58	10.49								
17.07	15.26	14.55	12.13								

تقديرات صافي الدخل (مليون ريال)
ربحية السهم (ريال)
تقديرات التقييم بالاعتماد على مكرر الربحية (ريال)
التقييم بناء على المكرر المتخط لآخر سنتين وبالبالغ 14.0 مرة
بالاعتماد على متخط مكرر ربحية القطاع البالغ 13.4 مرة
تقديرات التقييم بالاعتماد على مكرر قدره 15.5 مرة

المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية
تحقيقات

ثبات مستوى السيولة

لم تشهد سيولة أسهم شركة الصحراء تغير كبيراً باختلاف نسبته 3% على أساس سنوي، وذلك من 3.5 مليون سهم في عام 2015 إلى 3.4 مليون في عام 2016. تعتبر شركة الصحراء واحدة من أعلى الشركات التي لديها أسهم حررة بنسبة 89% (المساهمين بأقل 5%) و حجم التداول اليومي للشركة يقف عند نسبة 0.8%， مما يعد عند مستويات صحية.

التقييمات تبدو مغيرة بالمضي قدماً

على أساس الآتي عشر شهرًا الماضية، يتداول مكرر سهم شركة الصحراء عند مستويات مرتفعة مقابل مستويات مؤشر القطاع، إلا أن النمو الكبير للأرباح في الأعوام ما بين 2016 و 2018 قد دفع بالأسعار والتقييمات إلى مستويات جديدة. وبالتالي فإن التقييمات المستقبلية تتغير الأفضل في السيناريوج الحالي. شارك سهم الشركة بشكل جيد في انتعاش المؤشر في عام 2016 مسجلاً ارتفاعاً بنسبة 51% مقابل 26% للقطاع و 4% للمؤشر العام في ظل تنشؤ المحليين لسهم الشركة. نرى بأن العائد المتوقع للسهم عند مستوى 13% بالإضافة إلى عائد التوزيعات النقدية عند مستوى 5.6%， تشكل قصة مقنعة للمستثمرين.

جدول 7: تقييم أداء قطاع البترولكيماويات (الآتي عشر شهرًا الماضية)

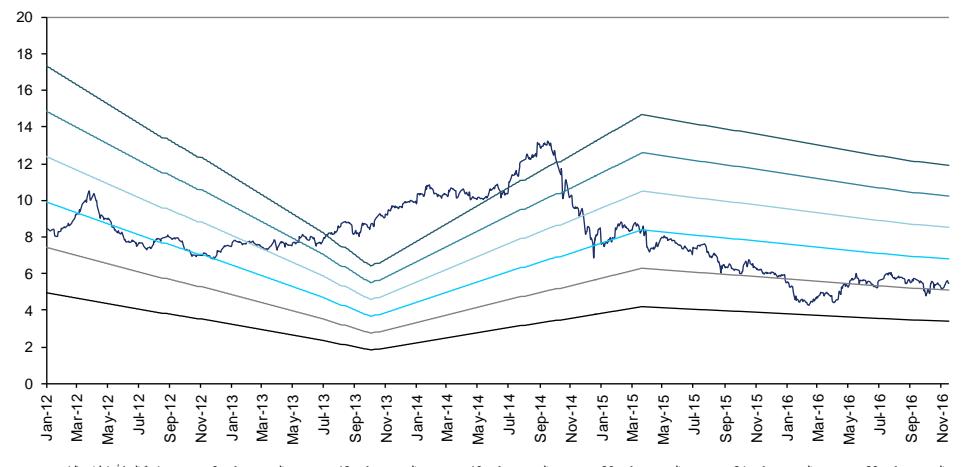
اسم الشركة	السعر (ريال)	القيمة السوقية (مليون ريال)	القيمة المشتركة (مليون ريال)	مكرر الربحية الدفترية	مكرر القيمة الدفترية	مكرر العائد	قيمة المشتركة (مليون ريال)	الإداء منذ مؤخرة التوزيعات (%)	الإداء منذ بداية العام (%)	أعلى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)
سابك	92.14	276,420	330,565	16.8	1.7	1.6	30,066	30.717	73.72	82.00	55.25
سابك	73.72	30,717	38,816	15.9	1.4	1.4	38,816	11.519	17.22	75.00	18.25
الصناعي	21.00	10,084	21,680	14.5	1.6	1.6	21,680	10.084	12.00	22.80	10.60
بروكيم	18.14	8,163	22,604	15.7	1.1	1.1	22,604	18.14	18.14	19.90	9.80
الجموعية السعودية	14.20	6,231	7,082	28.8	1.1	1.1	7,082	5.6%	5.6%	14.95	7.40
الصحراء البترولكيماويات	54.22	30,499	30,266	14.6	1.9	1.9	30,266	30.499	30.499	55.25	23.80
بنكيم	18.04	6,615	14,601	15.3	1.1	1.1	14,601	18.04	18.04	19.75	9.75
المنتقد للبترولكيماويات	47.34	9,316	9,247	14.0	3.4	3.4	9,247	47.34	47.34	48.60	26.58
يكن	8.78	13,170	34,748	10.0	1.0	1.0	34,748	8.78	8.78	9.45	4.40
بنوك	11.72	10,267	47,641	13.7	1.3	1.3	47,641	11.72	11.72	13.50	7.00
الجنون	18.25	1,263	2,667	12.2	0.9	0.9	2,667	18.25	18.25	22.60	9.50
ناماكيديات	4.74	609	1,384	14.0	0.6	0.6	1,384	4.74	4.74	7.20	4.50
كمولون	8.03	968	1,808	16.0	0.7	0.7	1,808	8.03	8.03	8.35	4.90
متوسط القطاع*											
*الحصول: لموردي											
**قيمة المنشآت، إBITDA، قيمة المعروضات											

*قيمة المنشآت، إBITDA، قيمة المعروضات

**الحصول على المنشآت، إBITDA، قيمة المعروضات

الرسم البياني يشير إلى أن سهم الشركة يمر بدورة متراجعة يشير الرسم البياني للاحتى عشر شهراً القادمة إلى أن مكرر قيمة المنشآة إلى الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك لشركة الصحراء يبلغ 12 مرة، في حين أنه تاريخياً (ما بين 2012 إلى 2014) كان يتداول عند مستويات فوق 16 مرة حيث يعتبر ذلك منطقياً عندما كان المؤشر العام في دوره متضاد مع أسعار النفط فوق مستوى 100 دولار للبرميل.

شكل 42: تقديرات قيمة المنشآة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك على مدى 12 شهراً

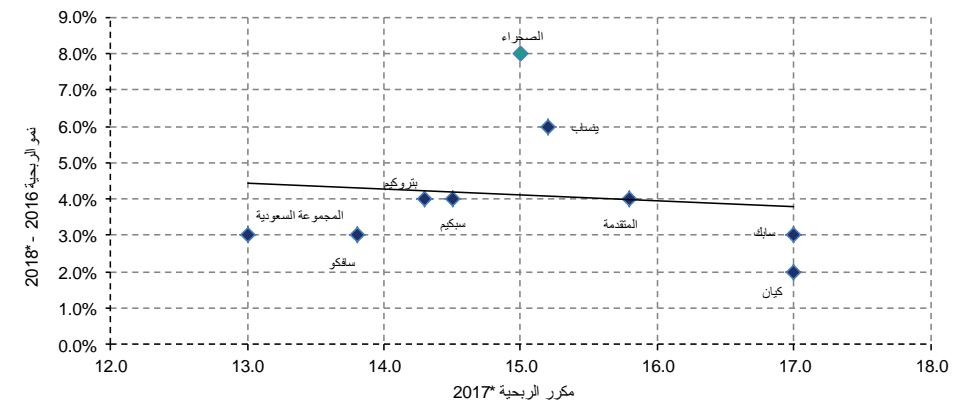


المصدر: بلومبيرغ والرياض المالية

استمرار تفضيل شركة الصحراء على أساس مكرر نمو الربحية

يواصل سهم الشركة تداوله بشكل منخفض على أساس مكرر نمو الربحية، مع ربحية سهم عالية بنسبة 8% بحسب تقديرات المحللين مقارنة بمكرر الربحية عند مستوى 15.0 مرة، لا توجد شركات كثيرة تقدم مثل هذه المزيج في مكرر الربحية وربحية السهم. نعتقد بأن شركة الصحراء ستشهد عوائدًأً مجزية في الأرباع القادمة في حال استقرار أداء الشركات الزميلة.

شكل 43: توقعات المحللين لنمو ربحية قطاع البتروليكيماويات السعودي مقارنة بمكرر الربحية

المصدر: بلومبيرغ
تقديرات

ملخص التقديرات المالية

جدول 8: ملخص القوائم المالية لشركة الصحراء

*2019	*2018	*2017	*2016	2015	2014	2013	2012	2011	قائمة الدخل (مليون ريال)
المبيعات									
1,901	1,828	1,792	1,707	1,424	1,904	2,378	1,544	1,526	تكلفة المبيعات
(1,293)	(1,252)	(1,245)	(1,186)	(1,063)	(1,465)	(1,946)	(1,490)	(1,286)	المبيعات الإجمالية
608	576	547	521	362	440	432	53	240	المصروفات التشغيلية
(190)	(210)	(197)	(179)	(185)	(204)	(120)	(81)	(73)	الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة
418	366	349	341	176	235	312	(28)	167	حصة الشركة في (خسارة)/ربح شركة مستثمر فيها بطرق حقوق ملكية الإيرادات الأخرى
226	220	216	200	39	304	430	329	390	مصروفات تمويلية
(62)	(65)	(69)	(72)	(91)	(58)	(76)	(89)	(61)	الدخل قبل الزكاة والمملكة غير المسيطرة
582	520	496	468	124	481	666	212	466	المملكة غير المسيطرة
(64)	(57)	(55)	(62)	(44)	(55)	(63)	(23)	(27)	الزكاة
(35)	(31)	(30)	(63)	(37)	(40)	(32)	(31)	(27)	
483	432	412	343	43	385	571	204	412	صافي الدخل
532	517	515	530	369	433	523	228	620	الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك
1.10	0.98	0.94	0.78	0.10	0.88	1.30	0.47	0.94	ربحية السهم (ريال)
0.95	0.85	0.80	0.75	0.50	0.85	0.85	0.50	-	الأرباح الموزعة للسهم (ريال)
قائمة المركز المالي (مليون ريال)									
الموجودات									
1,781	1,877	1,514	1,673	1,042	1,241	1,287	986	998	النقد وما حكمه
1,850	1,325	1,150	570	340	101	-	-	-	ودائع المرابحة
266	238	233	222	282	296	227	301	218	المخزون
380	366	358	341	368	541	561	469	472	نفقات مدينة
4,277	3,805	3,255	2,807	2,033	2,179	2,075	1,756	1,688	إجمالي الموجودات المتداولة
1,626	2,156	2,754	3,136	3,613	3,478	3,536	3,672	3,886	ممتلكات، ألات ومعدات
2,957	2,816	2,632	2,614	2,594	2,807	2,937	2,926	2,693	investments في شركات مستثمر فيها
26	27	29	30	31	26	130	151	104	أخرى
4,608	4,999	5,414	5,780	6,458	6,311	6,603	6,749	6,683	إجمالي الموجودات غير متداولة
8,885	8,805	8,669	8,587	8,491	8,490	8,678	8,505	8,371	إجمالي الموجودات
المطلوبات وحقوق المساهمين									
52	75	50	83	34	115	155	458	340	نفقات دائنة
169	149	130	118	112	241	221	201	200	الجزء المتداول من قروض طويلة الأجل
240	232	226	221	224	227	254	42	25	أخرى
460	456	406	422	370	583	630	701	565	إجمالي المطلوبات المتداولة
1,791	1,847	1,883	1,905	1,922	1,511	1,745	1,951	2,168	قرض طويلة الأجل
146	139	133	126	125	52	40	32	25	أخرى
1,936	1,987	2,015	2,031	2,047	1,563	1,785	1,983	2,194	إجمالي المطلوبات الغير متداولة
2,397	2,443	2,421	2,453	2,417	2,146	2,415	2,684	2,759	إجمالي المطلوبات
6,489	6,362	6,248	6,134	6,074	6,345	6,264	5,821	5,613	إجمالي حقوق الملكية وحقوق الملكية غير المسيطرة
8,885	8,805	8,669	8,587	8,491	8,490	8,678	8,505	8,371	إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية
قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)									
593	660	580	745	485	297	378	154	225	صافي النقد المتوفّر من الأنشطة التشغيلية
(88)	241	(256)	242	(609)	369	197	2	(741)	صافي النقد المتوفّر من الأنشطة الاستثمارية
(601)	(538)	(483)	(356)	(75)	(552)	(434)	(167)	1,350	صافي النقد المتوفّر من الأنشطة التمويلية
1,781	1,877	1,514	1,673	1,042	1,241	1,127	986	998	النقد وما حكمه في نهاية السنة

المصدر: الرياض المالية تقارير الشركة

*تقديرات

ملخص التقييمات والمعدلات**جدول 9: ملخص التقييمات والمعدلات**

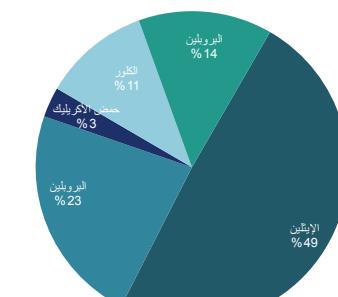
*2019	*2018	*2017	*2016	2015	2014	2013	2012	2011	
التقييمات									
x12.9	x14.4	x15.1	x18.1	x144.3	x16.2	x10.9	x30.5	x15.1	مكرر الربحية
x1.0	x1.0	x1.0	x1.0	x1.0	x1.0	x1.0	x1.1	x1.1	مكرر القيمة الدفترية
x3.3	x3.4	x3.5	x3.7	x4.4	x3.3	x2.6	x4.0	x4.1	مكرر المبيعات
x10.5	x9.4	x10.7	x8.4	x12.8	x21.0	x16.5	x40.4	x27.7	مكرر التدفقات النقدية
x2.4	x2.4	x2.5	x2.6	x3.1	x2.4	x1.9	x2.9	x2.9	قيمة المنشآة/المبيعات
x8.4	x8.7	x8.7	x8.5	x12.1	x10.3	x8.6	x19.6	x7.2	قيمة المنشآة/ الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك
x10.7	x12.2	x12.8	x13.1	x25.4	x19.0	x14.3	-x161.0	x26.8	قيمة المنشآة/ الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة
%6.7	%6.0	%5.6	%5.3	%3.5	%6.0	%6.0	%3.5	%0.0	عائد الأرباح الموزعة
معدلات النمو									
%4	%2	%5	%20	-%25	-%20	%54	%1	%0	إجمالي المبيعات
%6	%5	%5	%44	-%18	%2	%711	-%78	%0	الدخل الإجمالي
%3	%0	-%3	%44	-%15	-%17	%130	-%63	%84	الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك
%12	%5	%20	%695	-%89	-%32	%179	-%50	%25	صافي الدخل
الهوامش									
%32	%32	%31	%31	%25	%17	%18	%3	%16	الدخل الإجمالي
%28	%28	%29	%31	%26	%23	%22	%15	%41	الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك
%25	%24	%23	%20	%3	%20	%24	%13	%27	صافي الدخل
معدلات رئيسية									
6.73	5.59	5.07	4.71	1.93	4.03	4.09	-0.31	2.72	معدل التغطية
3.68	3.87	3.91	3.82	5.52	4.01	3.70	9.17	3.69	الدين إلى الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك
0.65	0.68	0.97	0.66	2.69	1.14	1.24	4.84	2.09	صافي الدين / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك
1.11	1.28	1.13	1.41	1.32	0.69	0.72	0.68	0.36	التدفقات النقدية/الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك
0.22	0.23	0.23	0.24	0.24	0.20	0.22	0.25	0.27	الدين إلى الأصول
0.33	0.35	0.36	0.37	0.30	0.33	0.39	0.44	الدين إلى حقوق المساهمين	
3.87	4.12	3.73	3.97	2.82	2.13	2.04	1.41	1.77	معدل النقدي
9.29	8.34	8.02	6.66	5.49	3.74	3.30	2.51	2.99	المعدل الحالي
5.10	5.05	5.12	4.81	3.13	3.45	4.62	3.28	3.29	دوره النعم المدينة
4.86	5.27	5.35	5.35	3.76	4.94	8.57	4.95	5.88	دوره المخزون
5.21	5.03	4.73	4.82	3.52	2.84	1.53	0.99	1.10	دوره النعم الدائنة
77	69	62	68	110	51	(117)	(185)	(157)	دوره النقدية
72	72	71	76	117	106	79	111	111	أيام النعم المدينة
75	69	68	68	97	74	43	74	62	أيام المخزون
70	73	77	76	104	129	239	370	330	أيام النعم الدائنة
%5	%64	%64	%4	%2	%3	%4	%0	%2	العائد على الأصول
%8	%68	%67	%6	%1	%7	%10	%4	%8	العائد على حقوق المساهمين
%5	%64	%64	%4	%2	%3	%4	%0	%2	العائد على رأس المال المستثمر
%86	%86	%85	%96	%508	%97	%65	%106	%0	معدل دفع أرباح الأسهم
%2	%3	%4	%4	%23	%4	%2	%2	%16	المصاريف الرأس مالية/المبيعات
%38	%36	%38	%38	%36	%36	%35	%30	%0	المصاريف الرأسمالية/الاستهلاك
معدلات لكل سهم									
1.10	0.98	0.94	0.78	0.10	0.88	1.30	0.47	0.94	ربحية السهم (ريال)
14.79	14.50	14.24	13.98	13.84	14.46	14.27	13.27	12.79	القيمة الدفترية للسهم (ريال)
0.95	0.85	0.80	0.75	0.50	0.85	0.85	0.50	0.00	أرباح السهم الموزعة (ريال)
4.33	4.17	4.08	3.89	3.25	4.34	5.42	3.52	3.48	المبيعات/ عدد الأسهم
1.35	1.50	1.32	1.70	1.11	0.68	0.86	0.35	0.51	التدفقات النقدية الحرة/ عدد الأسهم
(0.10)	(0.13)	(0.14)	(0.16)	(0.76)	(0.18)	(0.12)	(0.08)	(0.55)	التدفقات النقدية الحرة/ عدد الأسهم
(0.10)	0.68	(0.44)	0.72	(0.63)	1.02	0.57	0.08	(1.14)	التدفقات النقدية الحرة/ عدد الأسهم

المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

*غيرات

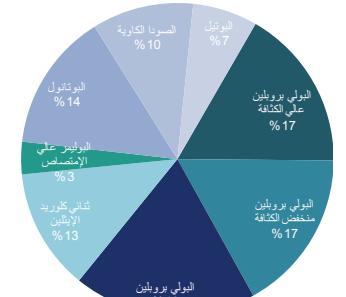
الملحق

شكل 45: تركيبة مواد الخام مع الشركات التابعة



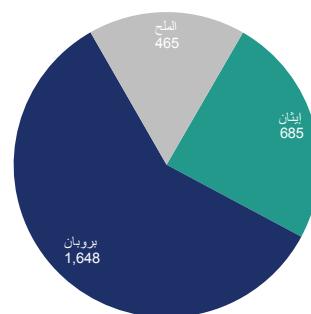
المصدر: أرقام، تقارير الشركة

شكل 44: تركيبة المنتجات (الطاقة الإنتاجية) مع الشركات التابعة



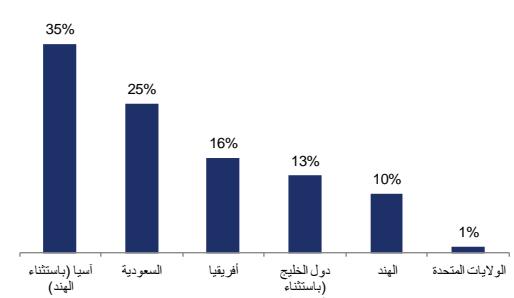
المصدر: أرقام، تقارير الشركة

شكل 47: تركيبة مواد الخام (ألف طن)



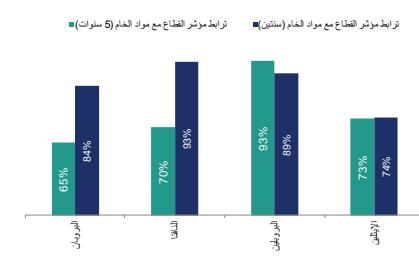
المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

شكل 46: اتجاهات المبيعات الجغرافية في عام 2015



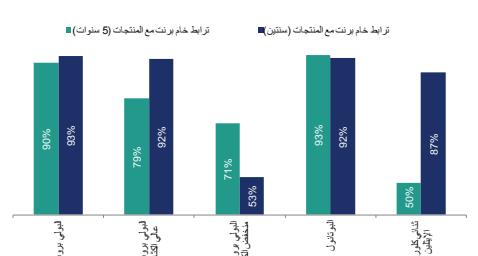
المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

شكل 49: ترابط موشر البتروكيماويات مع مواد الخام لفترة 5 سنوات و سنتين



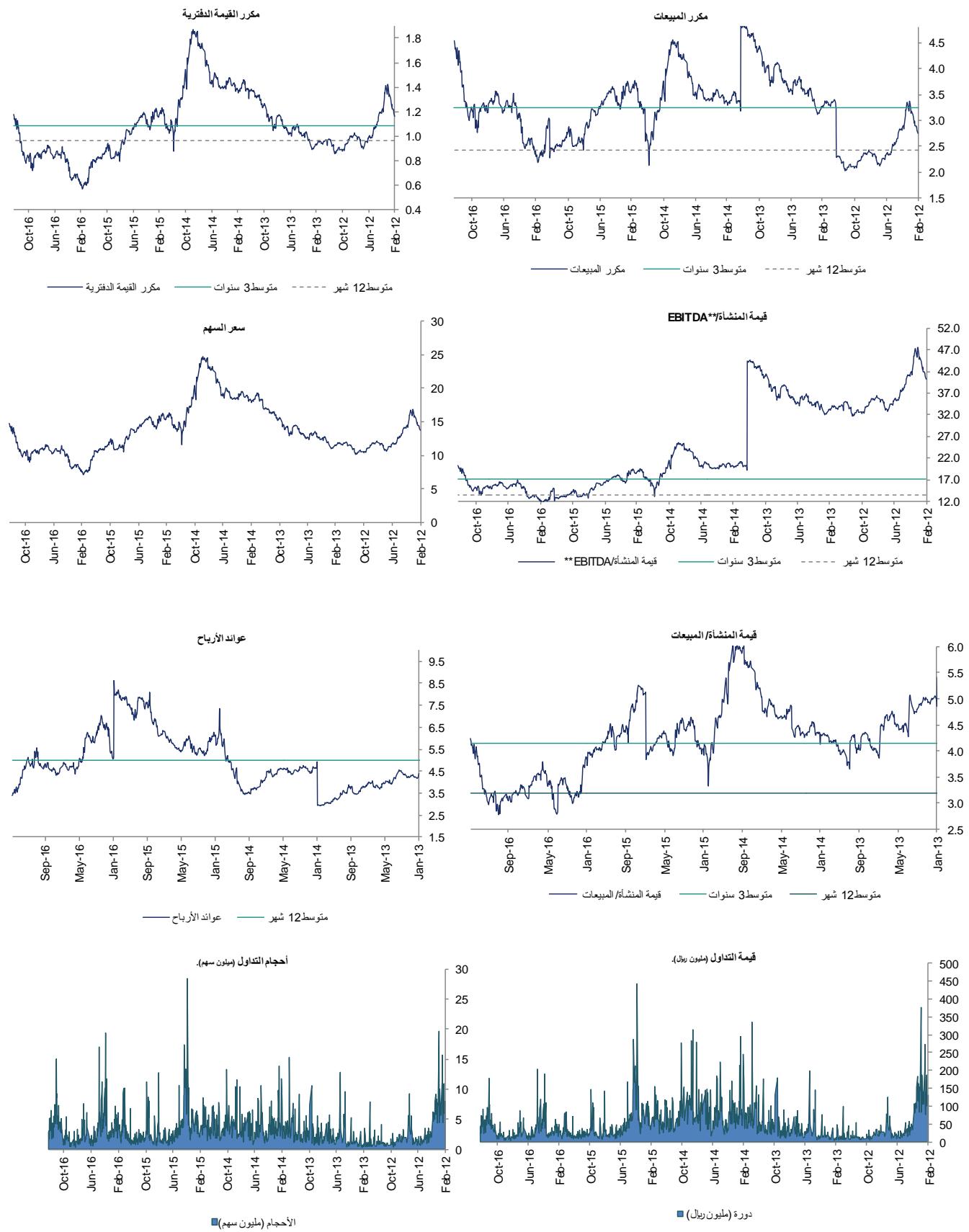
المصدر: ثموديغ

شكل 48: ترابط خام برنت مع المنتجات لفترة 5 سنوات و سنتين



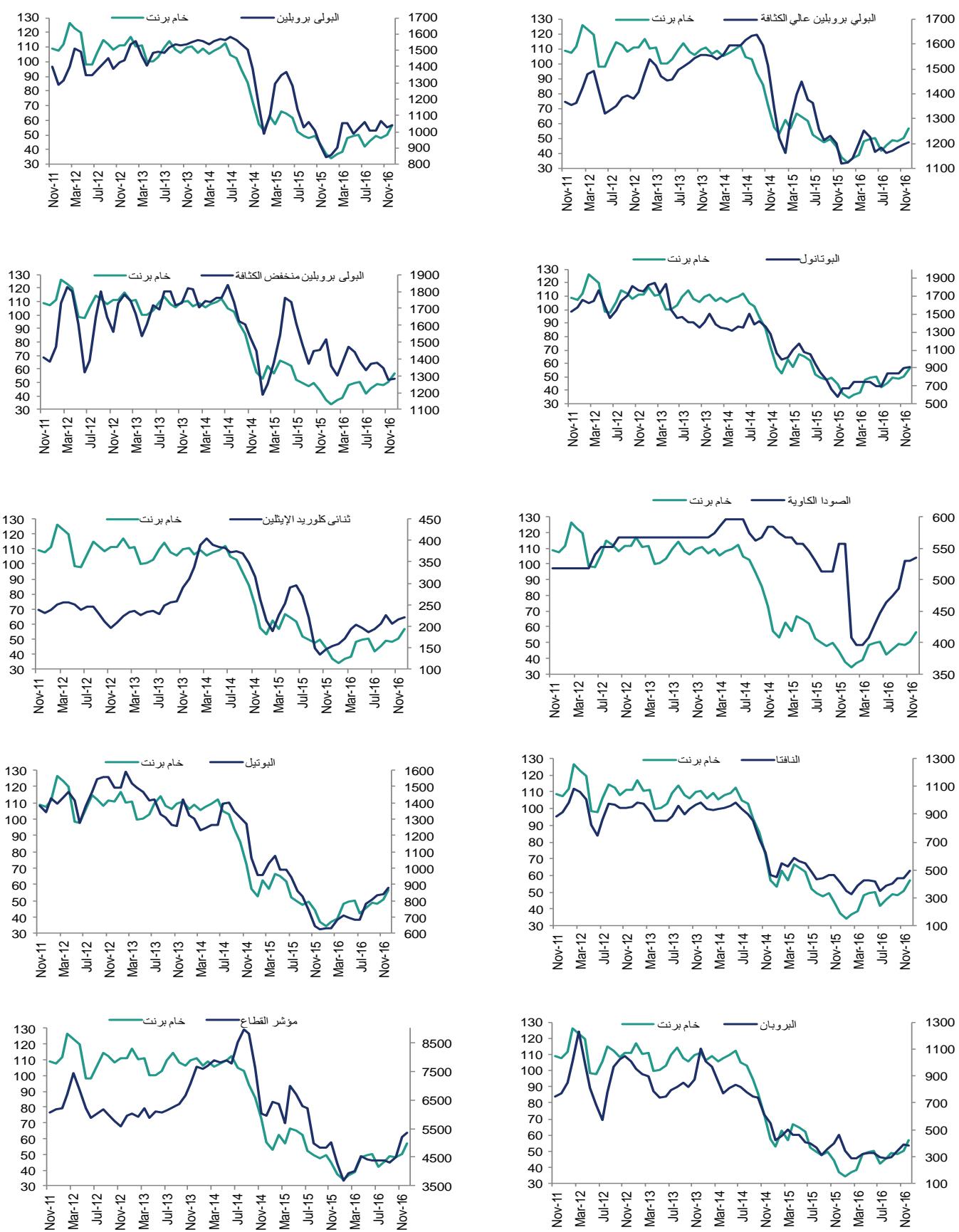
المصدر: ثموديغ

شكل 50: الأداء التاريخي لأسعار المكررات لأخر 5 سنوات



المصدر: بلومبرغ

شكل 51: أسعار خام برنت (دولار للبرميل) مقابل أسعار المنتجات ومواد الخام (دولار للبرميل)



المصدر: بلومبيرغ

تصنيف السهم

غير مصنف	بع	حياد	شراء
تحت المراجعة/ مقيد	اجمالي العوائد المتوقعة اقل من 15% -	اجمالي العوائد المتوقعة بين +15% و -15%	اجمالي العوائد المتوقعة أكبر من +15%

*تعتبر نسب العوائد تقديرية، حيث تعتمد التوصيات على عوامل اخرى أيضاً

لإبداء أي ملاحظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال research@riyadcapital.com

بيان إخلاء المسؤولية

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

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

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

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

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