

14 يوليو، 2019

البتروكيماويات السعودية

تقرير الحافي

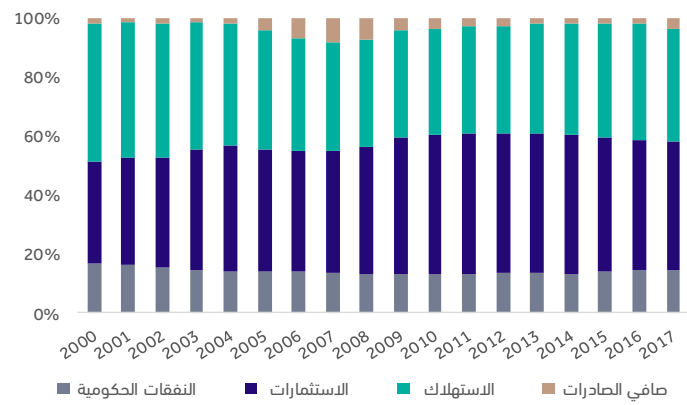
الحرب التجارية الأمريكية-الصينية و البتروكيماويات السعودية

اتفقت الولايات المتحدة والصين مؤخرًا على استئناف المفاوضات وتأجيل أي رسوم جمركية جديدة بعد تعثر المفاوضات بين الطرفين في شهر مايو. وقد أظهرت أسهم شركات البتروكيماويات تقلبًا متزايدًا مع استمرار حالة عدم اليقين المحيطة بالتوترات التجارية، ونتوقع أن ينعكس هذا بشكل سلبي على أرباح القطاع. ومع ذلك، إذا قمنا بتجاهل الضوضاء التي تحوم حول الحرب التجارية، فإننا نرى أن الآفاق على المدى المتوسط لا تزال إيجابية حيث سيوفر التطور الاقتصادي في الصين وتغير اتجاهات الطلب فرصًا مربحة في قطاع المتخصصات بشكل خاص. نوصى بالشراء لسهم سبكيم عند سعر مستهدف يبلغ 24.00 ريال وسهم كيان السعودية عند سعر مستهدف يبلغ 16.00 ريال، وذلك من 18.00 ريال سابقًا.

المعجزة الصينية وعلاقتها بالحرب التجارية

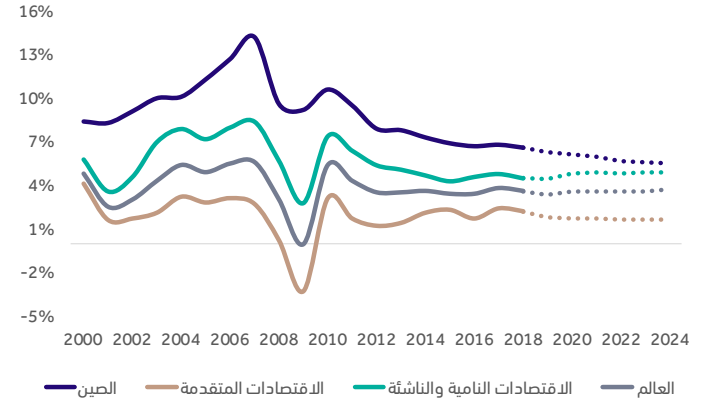
كان التوسع الاقتصادي السريع في الصين منذ أوائل عام 2000 محركًا رئيسيًا لإيرادات العديد من شركات البتروكيماويات في السعودية. كان النمو فائق السرعة في الصين مدفوعًا بتحولهم من اقتصاد يعتمد على الاستهلاك إلى اقتصاد قائم على الاستثمار/التصدير. هذا على عكس الاقتصادات المتقدمة حيث يشكل الاستهلاك حوالي 70% من الناتج المحلي الإجمالي.

شكل 1: الناتج المحلي الإجمالي للصين حسب الإنفاق



المصدر: البنك الدولي

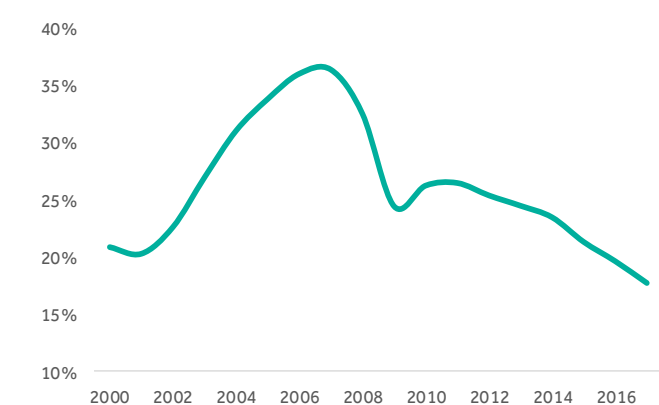
شكل 2: نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (%)



المصدر: صندوق النقد الدولي

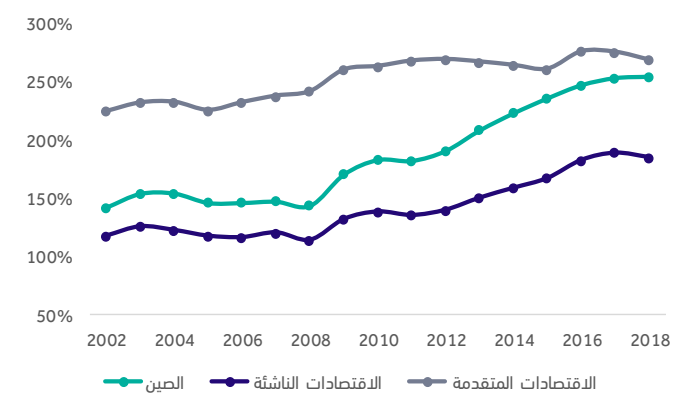
تراجعت نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي بعد الأزمة المالية العالمية حيث تكافح الاقتصادات المتقدمة (السوق الرئيسية لصادرات الصين) للتعافي، مما جعل الاقتصاد الصيني أكثر اعتمادًا على الاستثمارات للحفاظ على نموه القوي، الأمر الذي تسبب بدوره في ارتفاع مستوى ديون الصين. علاوة على ذلك، ارتفاع تكاليف العمالة وتقلص المعروض من العمالة الريفية وانتعاش قيمة اليوان أدت جميعها إلى تآكل القدرة التنافسية للصين في السلع المصنعة ذات المهارات المنخفضة والعمالة الكثيفة (تصديرها الرئيسي). بالإضافة إلى ذلك، شجع ظهور موردين بديلين، مثل بنغلاديش وفيتنام، المصنعين على تحويل الإنتاج من الصين.

شكل 3: نسبة الصادرات الصينية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)



المصدر: البنك الدولي

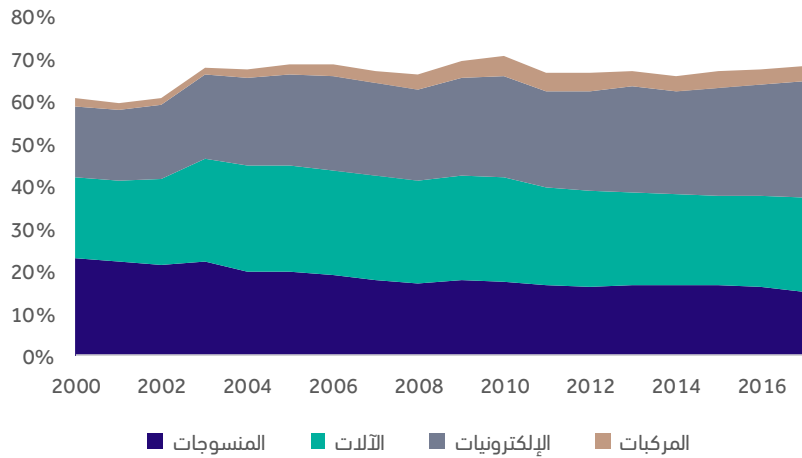
شكل 4: نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)



المصدر: BIS.org

الميزة التنافسية المتناقصة في التصنيع ذو الكلفة المنخفضة هي نتيجة طبيعية للتنمية الاقتصادية في الصين. فقد أدت التنمية الاقتصادية إلى ارتفاع الأجور وتطور مهارات القوى العاملة وتحسن البنية التحتية، مما أجبر الشركات الصينية التحوّل نحو إنتاج ذي القيمة المضافة العالية من أجل المنافسة في سوق التصدير. نتيجة لذلك، حولت الصناعات ذات الكلفة العالية في الولايات المتحدة إنتاجها تدريجياً إلى الصين (مما أثار استياءً كبيراً بين العمال الأميركيين)، مما ساعد على توسيع العجز التجاري الأمريكي. بالإضافة إلى ذلك، أطلقت الحكومة الصينية خطة لرفع مستوى الصناعة التحويلية لإنتاج منتجات ذات قيمة مضافة عالية من خلال مبادرة "صنع في الصين 2025". تهدف المبادرة إلى جعل الصين رائدة بين القوى الصناعية في العالم وتمتلك مزايا تنافسية في مجالات الصناعات الكبرى بحلول عام 2049.

شكل 5: الصادرات الصينية حسب المنتج (% من إجمالي الصادرات)



المصدر: atlas.cis.harvard

تجدر الإشارة إلى أن العجز التجاري ليس السبب الوحيد للحرب التجارية. الشركات الأمريكية اشتكت طويلاً من سياسات الصين التجارية مثل (1) النقل القسري للتكنولوجيا (2) إجبارية الدخول في مشاريع مشتركة (3) دعم الدولة للشركات الصينية (4) سرقة الملكية الفكرية... إلخ. السياسات التي كانت جزءاً لا يتجزأ من تسليق الصين في سلسلة القيمة، مما بدأ من إثارة المخاوف الأمنية في السنوات الأخيرة في الحكومة الأمريكية بالنظر إلى الدور الحيوي للتكنولوجيا في الهيمنة الاقتصادية والعسكرية. لذلك، كان لا بد للمواجهة أن تحدث في نهاية المطاف.

ينبغي على شركات البتروكيماويات أن تركز في التخصصات

كما ذكرنا سابقاً، كان للاقتصاد الصيني تأثير كبير على أرباح البتروكيماويات السعودية في الماضي ونتوقع استمراره على هذه الحال. ومع ذلك، على عكس ما سبق، نعتقد أن فرص النمو سوف تميل نحو المواد الكيميائية المتخصصة بدلاً من المواد الكيميائية السليعية بسبب ما يلي:

1. **إعادة التوازن الاقتصادي:** تم الاعتراف على نطاق واسع بنموذج نمو الاستثمار/التصدير الصيني على أنه غير مستدام على المدى الطويل. لذلك، ركزت الحكومة جهودها في السنوات الأخيرة على تحويل الاقتصاد إلى اقتصاد محلي قائم على الاستهلاك. تم تقديم العديد من الحوافز والسياسات لدعم الانتقال، مما ساعد على جعل الاستهلاك المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في الصين في السنوات الخمس الماضية.
2. **ظهور طبقة متوسطة مهمة:** ترافق التطور الاقتصادي في الصين مع معدل سريع للتوسع الحضري وارتفاع كبير في الدخل المتاح. وقد أدى ذلك إلى رفع غالبية السكان إلى الطبقة المتوسطة ومع زيادة الطلب على منتجات الرعاية المنزلية ومنتجات العناية الشخصية ومستحضرات التجميل على سبيل المثال لا الحصر، كلها سلع تعتمد على المواد الكيميائية المتخصصة.

3. **التوسع في إنتاج التكنولوجيا العالية:** تعتبر المواد الكيميائية المتخصصة أساسية لمجموعة واسعة من الإلكترونيات، ونتوقع أن تعزز النقطتان السابقتان الطلب المحلي على الإلكترونيات الاستهلاكية. والأهم من ذلك، تحوّل الصين نحو الإنتاج ذات قيمة مضافة أعلى ومبادرة "صنع في الصين 2025" سوف يعززان الطلب على المواد الكيميائية المتخصصة على المدى المتوسط إلى الطويل.

4. **تخفيض الائتمان:** عززت الطفرة الائتمانية التي أعقبت الأزمة المالية العالمية الطلب على البتروكيماويات المحلية ووفرت تمويلًا كافياً لشركات البتروكيماويات المحلية لتوسيع وزيادة الطاقة الإنتاجية. لا نتوقع أن يكون هذا هو الحال في ضوء تقدم الحكومة في إعادة التوازن للاقتصاد وكذلك حملة تخفيض الديون التي بدأت في عام 2017 في محاولة لكبح جماح ديون البلاد. سيكون لهذا تأثير إيجابي على كل من المواد الكيميائية المتخصصة وغير المتخصصة.

في ضوء ما تقدم، نتوقع أن يتجاوز الطلب على المواد الكيميائية المتخصصة نمو الناتج المحلي الإجمالي الصيني على المدى المتوسط. لا شك أن الطلب الصيني على المنتجات غير المتخصصة سيواصل توليد إيرادات قوية لشركات البتروكيماويات السعودية، لكن نموه سيكون أكثر تمشيًا مع نمو الناتج المحلي الإجمالي. ومع ذلك، سيظل نمو الناتج المحلي الإجمالي كبيرًا بالقيمة المطلقة.

سبكيم

فرضية الاستثمار:

نتوقع أن تكون إيرادات سبكيم أكثر مرونة بعد نجاح الاندماج مع شركة الصحراء للبتروكيماويات. بالإضافة إلى قيمة منافع الاندماج (175 مليون ريال - 225 مليون سنوياً كإضافة مكررة لأرباح ما قبل المصروفات البنكية والضرائب والاستهلاك والاهلاك)، سيوفر الكيان الجديد العديد من الفرص للنمو من خلال الشركات التابعة للصحراء. كما يسرنا تأكيد الإدارة عزمها الدخول في السوق الأمريكي، نحن نعد التوسع الدولي ضرورة للشركة حتى تحافظ على قدرتها التنافسية. فيما يتعلق بالمتخصصات، حرصت الشركة في إضافة المنتجات المتخصصة وبشكل تدريجي منذ تأسيسها ونتوقع أن تستمر في هذا النمط. نبقى على توصيتنا بالشراء وعند سعر مستهدف يبلغ 24 ريال.

المخاطر:

ضعف أسعار المنتجات، ارتفاع تكاليف التمويل، التقلبات في أسعار الصرف، تخارج الشركاء الاستراتيجيين.

القوائم المالية والتوقعات

	2021*	2020*	2019*	2018
قائمة الدخل (مليون ريال)				
المبيعات	6,662	6,345	6,043	5,036
الدخل الإجمالي	2,199	2,094	1,994	1,635
الدخل التشغيلي	1,599	1,523	1,450	1,096
الدخل قبل الزكاة	1,909	1,757	1,597	867
صافي الدخل	1,298	1,177	1,070	583
ربحية السهم (ريال)	1.77	1.61	1.46	1.59
الأرباح الموزعة للسهم (ريال)	1.20	1.00	0.90	1.15
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	3,039	2,836	2,630	1,921
قائمة المركز المالي (مليون ريال)				
الموجودات				
النقد وما في حكمه	2,773	2,641	2,615	1,014
المخزون	999	951	1,049	807
ذمم مدينة	1,484	1,413	1,591	889
ممتلكات، آلات ومعدات	19,298	18,773	18,024	11,956
إجمالي الموجودات	25,347	24,560	24,049	15,380
المطلوبات وحقوق المساهمين				
قروض قصيرة الأجل	1,558	1,484	1,413	1,197
قروض لأجل	6,124	5,966	5,822	4,803
إجمالي المطلوبات	11,141	10,771	10,612	8,255
إجمالي حقوق الملكية	14,207	13,789	13,437	7,125
إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية	25,347	24,560	24,049	15,380
النسب المالية الأساسية				
مكرر الربحية	11.8x	13.0x	14.3x	13.1x
مكرر القيمة الدفترية	1.4x	1.4x	1.5x	2.6x
العائد على الأصول	5.1%	4.8%	4.4%	3.8%
العائد على حقوق المساهمين	11.9%	11.1%	10.4%	9.8%
**EV/EBITDA	7.0x	7.5x	8.0x	11.1x

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة

* متوقعة

** قيمة المنشأة/ الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك

التوصية
السعر المستهدف خلال 12 شهر
شراء
24.00 ريال

السعر في 11 يوليو 2019 (ريال)	20.88
العائد المتوقع لسعر السهم	14.9%
عائد الأرباح الموزعة	4.3%
إجمالي العوائد المتوقعة	19.2%

بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً (ريال)	18.48/23.50
القيمة السوقية (مليون ريال)	15,312
الأسهم المتداولة (مليون سهم)	733.3
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	95%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهر)	974,091
رمز بلومبيرغ	SIPCHEM AB

أداء السهم السنوي



المنتجات المتخصصة لسبكيم

بولي بيوتيلين ترافتليت: مادة عازلة في الصناعات الكهربائية والإلكترونية وصناعة السيارات (الأنظمة الكهربائية، وبطانات المرايا، ومقابض الأبواب، ونظام الوقود).

التترا هايدروفوران: مذيب عام (المواد الصيدلانية والمواد اللاصقة)

جاما بوتيرولاكتون: تطبيقات متنوعة في مجال المستحضرات الصيدلانية، والمواد الكيميائية الزراعية، وطلاء الإيبوكسي، وتستخدم كمذيب في منتجات التنظيف الصناعي، وتقشير الطلاء، ومزيلات اللواصق.

خلات أثيل: عدة تطبيقات كمادة مذيبة، في الحبر، والمواد اللاصقة، والمواد الدوائية، وكمذيب حامل للأعشاب الطبية. ويتم استخدام خلّات الإيثيل عالية النقاء في صناعة الإلكترونيات

خلات بيوتيل: طلاء اللّك، نكهات فاكهة صناعية في الأطعمة مثل الحلوى واللايس كريم والجبن والبضائع المخبوزة.

كيان السعودية

فرضية الاستثمار

تنتج شركة كيان العديد من المنتجات المتخصصة ودخلت مؤخرًا في مذكرة تفاهم مع شركة كلاريان السوسرية، الرائدة في المنتجات المتخصصة، لتقييم دراسة الجدوى لإنشاء شركة مشتركة لتصنيع مادة الإيثوكسيلات (طاقة إنتاجية 120 ألف طن). يعد إنتاج منتجات جديدة متخصصة وتنافسية جزءاً من الأهداف الاستراتيجية لكيان. إن نظرنا الإيجابية تجاه الشركة تكمن في قدرتها على توليد تدفقات نقدية قوية من الأنشطة تشغيلية بالرغم من ظروف السوق الصعبة وكذلك التقدم الملحوظ في خفض الديون. تتأثر أرباح كيان من الحجم الكبير في تكلفة الاستهلاك (خاصة عندما تكون الأسواق ضعيفة) ويشوه أداؤها بشكل ملحوظ. بالرغم من ذلك، تتلقى الشركة دعمًا قويًا (ماليًا وغير ماليًا) من شركة الأم سابق، وهذا عامل مهم في تصنيفها. نبقى على توصيتنا بالشراء ولكن نخفض السعر المستهدف للسهم من 18 ريال سابقاً إلى 16 ريال.

المخاطر:

ضعف أسعار المنتجات، ارتفاع تكلفة اللقيم، ارتفاع تكلفة التمويل، التقلبات في أسعار الصرف.

القوائم المالية والتوقعات

	2021*	2020*	2019*	2018
قائمة الدخل (مليون ريال)				
المبيعات	11,558	10,507	10,301	12,263
الدخل الإجمالي	2,889	2,522	2,060	3,365
الدخل التشغيلي	2,046	1,722	1,303	2,661
الدخل قبل الزكاة	1,311	985	583	1,881
صافي الدخل	1,122	801	400	1,702
ربحية السهم (ريال)	0.75	0.53	0.27	1.13
الأرباح الموزعة للسهم (ريال)	-	-	-	-
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	3,981	3,759	3,447	4,917
قائمة المركز المالي (مليون ريال)				
الموجودات				
النقد وما في حكمه	1,500	2,781	2,527	2,377
المخزون	1,994	1,936	1,648	1,659
ذمم مدينة	2,774	2,522	2,369	2,822
ممتلكات، آلات ومعدات	24,607	26,542	28,579	30,723
إجمالي الموجودات	34,287	37,675	39,136	40,695
المطلوبات وصقوق المساهمين				
قروض قصيرة الأجل	1,022	1,236	1,373	1,522
قروض لأجل	11,750	14,811	16,454	18,461
إجمالي المطلوبات	17,495	21,204	23,065	24,997
إجمالي حقوق الملكية	16,792	16,471	16,071	15,698
إجمالي المطلوبات وصقوق الملكية	34,287	37,675	39,136	40,695
النسب المالية الأساسية				
مكرر الربحية	15.3x	21.4x	42.9x	10.1x
مكرر القيمة الدفترية	1.0x	1.0x	1.1x	1.1x
العائد على الأصول	3.3%	2.1%	1.0%	10.8%
العائد على حقوق المساهمين	6.7%	4.9%	2.5%	4.2%
**EV/EBITDA	7.1x	8.0x	9.3x	6.9x

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة
* متوقعة

** قيمة المشاة/ الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك

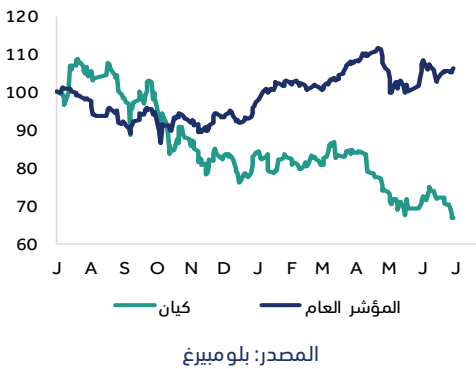
التوصية
السعر المستهدف خلال 12 شهر
16.00 ريال

السعر في 11 يوليو 2019 (ريال)
11.42
العائد المتوقع لسعر السهم
40.1%
عائد الأرباح الموزعة
0.0%
إجمالي العوائد المتوقعة
40.1%

بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً (ريال)
11.18/18.52
القيمة السوقية (مليون ريال)
17,130
الأسهم المتداولة (مليون سهم)
1,500
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)
65%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهر)
8,502,921
رمز بلومبيرغ
KAYAN AB

أداء السهم السنوي



المصدر: بلومبيرغ

المنتجات المتخصصة لكيان

أمينات الإيثانول الأحادي والثنائي والثلاثي:
تنقية الغاز، والمطهرات وخاصة مركبات التنظيف،
وخلطات الخرسانة، والمركبات الصيدلية، ومنتجات
العناية الشخصية، والمبيدات العشبية.

الايثوكسيليت: منظم، ويدخل في صناعة الأصباغ
والجلود الصناعية

الكحول الطبيعي صنف المنظفات: المنظفات

تصنيف السهم

شراء	حياد	بيع	غير مصنف
إجمالي العوائد المتوقعة أكبر من 15%+	إجمالي العوائد المتوقعة بين 15%+ و 15%-	إجمالي العوائد المتوقعة أقل من 15%-	تحت المراجعة / مقيد

تعتبر نسب العوائد تقديرية، حيث تعتمد التوصيات على عوامل أخرى أيضاً
لإبداء أي ملحوظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال research@riyadcapital.com

بيان إخلاء المسؤولية

الرياض المالية شركة مساهمة مقفلة، رأس المال المدفوع 200 مليون ريال سعودي تعمل بموجب ترخيص من هيئة السوق المالية برقم (37-07070) وسجل تجاري رقم 1010239234. الإدارة العامة: واحة غرناطة 2414 حي الشهداء، الوحدة رقم 69 الرياض 13241-7279، المملكة العربية السعودية. الهاتف: 920012299. تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنها موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية. وبناءً عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، و/أو عدالة، و/أو احتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، ولن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء، ومسؤولين، وموظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو أحد أو أكثر من الشركات التابعة أو عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير. الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء أو تنبؤات أو توقعات واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي. القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و/أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وفقاً لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف، وأهداف، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ. قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائماً لجميع الأشخاص. لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كلياً أو جزئياً، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.