



US\$172.4mn	%30.3	US\$ 97.7mn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية
17.0% أعلى من الحالي	428.7	السعر المستهدف
16.7% أعلى من الحالي	427.6	السعر المتفق عليه
بتاريخ 24/3/2013	366.3	السعر الحالي

إدارة البحوث  
فريق بحوث الراجحي المالية  
Tel 966 1 2119434, research@alrajhi-capital.com

## قطاع البتروكيماويات السعودي تحديات في الفترة القادمة

زيادة المراكز	المحافظة على المراكز	تخفيض المراكز
---------------	----------------------	---------------

### مواضيع رئيسية

إننا نتوقع أن يتفوق موردو البتروكيماويات السعوديون على المنافسين العالميين نظرا لتنويعهم لمنتجاتهم لتشمل مشتقات ذات قيمة مضافة. وبما أنه يتوقع أن تظل أسعار معظم المنتجات منخفضة، خلال الأشهر القليلة القادمة، فإننا نعتقد أن أداء المنتجين السعوديين سوف يظل ضعيفا.

### استنتاجات

إننا نفضل شركة سابك نظرا لتنوع محفظة منتجاتها وتواجدها في الأسواق العالمية. وهناك شركات مثل التصنيع وسبكيم والصحراء للبتروكيماويات، التي لديها خطط تنويع قاعدة منتجاتها، من المحتمل أن يكون أداءها جيد في المدى البعيد. أما الشركات المنتجة للاوليفينات الأساسية كالشركة المتقدمة للبتروكيماويات وينساب، فربما تكون عرضة للمخاطر، رغمًا من أن أداءها كان جيدا في المدى القريب.

### الشركات التي نقوم بتغطيتها

السهم	التصنيف	السعر المستهدف
سابك	زيادة المراكز	114.0
سبكيم	زيادة المراكز	23.3
سافكو	زيادة المراكز	185.0
التصنيع	زيادة المراكز	36.0
ينساب	المحافظة على المراكز	55.4
المتقدمة	المحافظة على المراكز	30.3
الصحراء	المحافظة على المراكز	15.4

### مقاييس مهمة

الشركة	نمو EBITD المركب *	EV/EBITDA
سابك	5%	x7.0
سبكيم	12%	x8.0
سافكو	23%	x11.3
التصنيع	17%	x8.7
ينساب	8%	x7.9
المتقدمة	20%	x9.2
الصحراء	31%	x9.5

\*2013-2016

بدأ الاقتصاد العالمي يظهر بعض علامات الانتعاش، وإن كانت ضعيفة ومتقطعة. وبناء عليه، فإن الطلب على المنتجات البتروكيماوية لا يزال قاترا. وقد كان العامل الأساسي المحرك لارتفاع الحالي في الأسعار في الربع الأول 2013 هو نشاطات الصيانة (سواء المخطط منها وغير المخطط). إننا نعتقد أن الأسعار سوف تنخفض خلال الأشهر القليلة القادمة عندما تصل مستويات الإنتاج إلى ما كانت عليه قبل فترة الصيانة. ولا تزال هناك مخاطر من احتمال حدوث ارتفاع في تكلفة اللقيم للشركات السعودية، مما قد يؤدي إلى خفض هوامش الأرباح في ظل هذه الظروف. ونتيجة لذلك، يتوقع أن يكون عام 2013 عام تحديات لمنتجي البتروكيماويات. إننا نتوقع أن يكون أداء الشركات التي تتمتع بكفاءات تشغيلية أفضل وتلك التي لديها محفظة منتجات متنوعة، مثل سابك وسبكيم والتصنيع الوطنية وسافكو، جيدا في المدى القريب.

الانتعاش الاقتصادي العالمي لا يزال ضعيفا: كانت هناك بعض إشارات الانتعاش الاقتصادي القليلة، وبخاصة من الولايات المتحدة الأمريكية والصين في بداية العام. بيد أن الصورة الكلية تظل قاتمة في ظل مشاكل خفض الميزانية وتحديد سقف الديون في الولايات المتحدة الأمريكية، وأزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، بالإضافة إلى تباطؤ النمو الاقتصادي في الهند. وبالإضافة إلى ذلك، فإن نمو الناتج المحلي الإجمالي للصين ربما ينخفض في عام 2013 نظرا لأن القيادة الجديدة تنوي التركيز على تحقيق نمو نوعي (يستهدف تحقيق معدل نمو يبلغ 7.5% مقابل 7.8% في 2012 و9.2% في 2011).

أسعار المنتجات تحسنت بسبب انخفاض العرض: ارتفعت أسعار البتروكيماويات في الشهرين الأولين من الربع الأول 2013 (سجلت أسعار الإيثيلين والبروبيلين ارتفاعا بنسبة 10% و 14% على التوالي). بيد أن هذا الارتفاع، كان يعزى إلى نشاطات الصيانة (المخططة منها وغير المخططة) التي أجرتها الشركات لمصانعها في أنحاء العالم المختلفة وليس لارتفاع حقيقي في الطلب. ونتيجة لذلك، فإننا نعتقد أن منتجي البتروكيماويات الذين لم يقوموا بأعمال صيانة لمصانعهم في المملكة، قد استفادوا أكثر.

منتجو البتروكيماويات السعوديون يواجهون تحديات في المدى القريب: إننا نعتقد أن منتجي البتروكيماويات السعوديين يواجهون عددا من التحديات، مثل: (1) بيئة الطلب غير الآمنة، (2) المنافسة المحتملة من المنتجين الأمريكيين (نتيجة لاعتمادهم على الغاز الصخري الرخيص كلقيم)، و (3) الارتفاع في تكاليف اللقيم. إننا نعتقد أن الحكومة السعودية ربما تحاول تأجيل أي زيادة في أسعار الغاز (اللقيم) الذي توفره أرامكو، وذلك للإبقاء على تنافسية المنتجين المحليين، وبخاصة في ظل هذه الظروف المتقلبة.

الشركات ذات المنتجات المتنوعة سيكون أداءها أفضل: لقد وضعت جميع شركات البتروكيماويات السعودية مثل شركة التصنيع الوطنية وسبكيم والصحراء للبتروكيماويات، خططا للبدء في مشاريع لإنتاج مشتقات ذات قيمة عالية خلال عام 2013. إننا ننظر إلى هذه الخطوة كخطوة إيجابية ونعتبرها هامة جدا لمواجهة خطر المنافسة في المستقبل. بيد أن تنفيذ هذه المشاريع في وقتها سوف يكون أمرا مهما حتى تستفيد هذه الشركات من الفرص المستقبلية.

ملخص عن الأسهم: يتم تداول أسهم قطاع البتروكيماويات في الوقت الراهن بأقل من قيمتها الحقيقية (معدل سعر إلى الأرباح لعام 2013 يبلغ 11 مرة، مقابل نفس المعدل لمؤشر سوق الأسهم السعودي عند 11.4 مرة ولمؤشر ام اس سي أي العالمي للمنتجات الكيماوية عند 15.3 مرة) وذلك بسبب الظروف غير المواتية في المدى القريب. ومع ذلك، فإننا لا نزال نتوقع أن يكون أداء الشركات التي لديها محفظة منتجات متنوعة ومعدلات تشغيل عالية، جيدا وأفضل من غيرها. لقد أبقينا على تقييمنا لأسهم سابك وسافكو وسبكيم على هو عليه متضمنا التوصية بزيادة المراكز في هذه الأسهم. وبينما أبقينا على تقييمنا لشركة تصنيع كما هو متضمنا التوصية بزيادة المراكز في أسهمها، فقد قمنا بتعديل وخفض السعر المستهدف لهما إلى 36 ريال بسبب ضعف قطاع إنتاج ثاني أكسيد التيتانيوم في الشركة. ونظرا للوضع المالي المتحسن بدرجة كبيرة لشركة ينساب ومعدلات التشغيل العالية للشركة المتقدمة للبتروكيماويات، فقد قمنا بتعديل ورفع الأسعار المستهدفة لسهمي الشركتين. بيد أننا سوف نظل نراقب السهمين المذكورين على مدى الأرباع القليلة القادمة قبل أن نقوم برفع تصنيفنا لهما. أما الشركة التابعة الوحيدة للصحراء للبتروكيماويات، وهي شركة الواحة، فلا يزال يتعين عليها إحداث استقرار في عملياتها التشغيلية، ومن ثم فقد أبقينا على تقييمنا المحايد لشركة الصحراء الذي يتضمن التوصية بالمحافظة على المراكز في أسهمها.



شكل 1 قطاع البتروكيماويات: توقعاتنا للشركات التي نقوم بتغطيتها

YoY% chg.	صافي الربح		YoY% chg.	الإيرادات		الشركة
	2013Q1E	2012Q1A		2013Q1E	2012Q1A	
-3.6%	7,008	7,271	4.7%	50,608	48,346	سابك
-14.3%	130	152	-14.7%	903	1,058	سينكيم
29.8%	1,061	817	29.2%	1,371	1,061	سافكو
-10.8%	468	524	0.2%	4,696	4,687	التصنيع
5.2%	758	720	4.5%	2,557	2,446	ينساب
83.9%	105	57	19.3%	700	586	المتقدمة
34.3%	56	42	47.6%	525	355	الصحراء

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

## 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 علاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح عنها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وآراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للمعموم 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 محسنة لا يرضى عن أي عرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضاً 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 وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للتراجع أو الانخفاض، كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ راسماليهم المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محطلي 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 بإدخال 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 مسؤولة 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 واردة 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 كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أي معدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقيماً 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 مخالفاً للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك 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 السعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير المتزامنة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 15٪ فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمنتهى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 9-6 أشهر.

"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 9-6 شهراً.

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

#### 2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: يوصي محللوننا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 9-6 شهراً. وبعبارة أخرى، فهم يتوقعون أن يصل سعر السهم 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 بإتباع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومتناسبة للسهم أو القطاع المعني، مثال ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التكتلات النقدية المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقاً للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلاً لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. 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

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