



شركة الغاز والتصنيع الأهلية (الغاز)

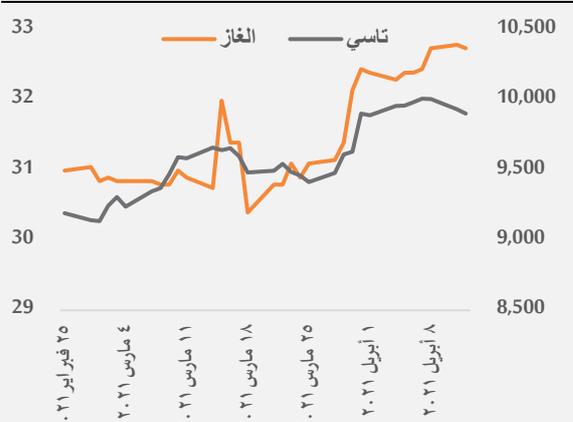
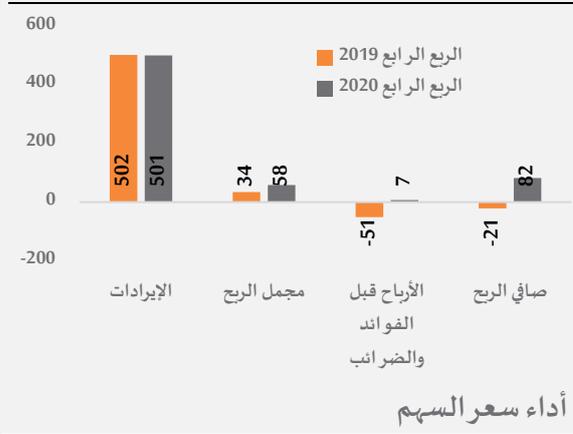
13 ابريل 2021

نمو استثنائي للأرباح، لكن جودة الأرباح واستمراريتها مدعاة للقلق مستقبلا.

التوصية	الحياد
التوصية السابقة	الحياد
سعر السهم (2021--04-12)	32.75 ريال سعودي
السعر المستهدف (52 أسبوع)	31.0 ريال سعودي
التغير المتوقع في السعر صعودا/نزولا	-5.3%
التوافق الشرعي	متوافق

أهم النسب المالية	الربع الرابع 2020	الربع الثالث 2020	الربع الرابع 2019
النسبة	الربع الرابع 2020	الربع الثالث 2020	الربع الرابع 2019
نمو المبيعات	10.4%	-5.5%	-9.2%
مجمل الربح	11.7%	10.1%	6.8%
هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب	1.4%	-0.5%	-10.3%
هامش صافي الربح	16.5%	1.7%	-4.2%

أهم النتائج المالية (الربع الرابع 2020)



نما صافي ربح شركة الغاز بنسبة 25.1% على أساس سنوي خلال العام المالي 2020، حيث عادت المصاريف العمومية والإدارية الى مستويات الطبيعية انخفاضا من الارقام العالية المحققة خلال عام 2019. بينما تجاوز صافي ربح الغاز خلال العام التوقعات، في حين كانت الأرباح التشغيلية أقل من التوقعات، وبناء عليه فان غالبية صافي الربح قد تولدت من دخل الاستثمار غير التشغيلي بدلا من تولدها من الدخل التشغيلي. حيث كانت إيرادات العمليات الأساسية للغاز في اتجاه هابط، والذي من المتوقع أن يستمر ما لم يتم اتخاذ مبادرات كبيرة من الإدارة لخفض التكاليف. وتعد بيئة التكلفة المتزايدة وأسعار البيع الثابتة والاعتماد الكبير الحالي لشركة الغاز على الدخل الاستثماري لتوليد الأرباح من المخاطر السلبية الرئيسية للأرباح.

ونحتفظ بتوصيتنا **الحياد** مع سعر مستهدف لمدة 52 أسبوعا يبلغ 31.0 ريال سعودي للسهم.

سجلت شركة الغاز نموا ثابتا بالإيرادات خلال الربع الرابع لعام 2020 مقارنة بالربع الرابع لعام 2019، حيث انخفضت بنسبة 0.3% على أساس سنوي، لكنها انتعشت بنسبة 10.4% على أساس فصلي بسبب موسمية الطلب. وانخفضت مبيعات الغاز (93% من إجمالي الإيرادات) بنسبة 0.2% على أساس سنوي، بينما نمت مبيعات أسطوانات وخزانات الغاز الجديدة (6% من إجمالي الإيرادات) بنسبة 5.4% خلال الربع الرابع لعام 2020.

وانخفضت تكاليف الإيرادات بنسبة 5.0% على أساس سنوي خلال الربع الرابع لعام 2020، ويرجع ذلك على الأرجح إلى تحسن هوامش بيع الأسطوانات والخزانات الجديدة. ولقد ارتفع مجمل الربح بنسبة 71.0% على أساس سنوي و27.7% على أساس فصلي خلال الربع الرابع لعام 2020 إلى 58 مليون ريال سعودي. ارتفع هامش مجمل الربح إلى 11.7% مقابل 6.8% خلال الربع الرابع لعام 2019 و10.1% خلال الربع الثالث لعام 2020. كما عادت المصاريف العمومية والإدارية الى مستويات الطبيعية انخفاضا من الارقام العالية المحققة خلال الربع الرابع لعام 2019 إلى 51 مليون ريال سعودي، وهو ما يمثل انخفاضا بنسبة 40.2% على أساس سنوي، ولكنه أعلى بنسبة 6.2% خلال الربع الثالث لعام 2020. وقد سجلت الأرباح التشغيلية 7 ملايين ريال سعودي مقابل خسارة 51 مليون ريال سعودي خلال الربع الرابع لعام 2019. وبلغ هامش الأرباح التشغيلية 1.4% خلال الربع الرابع لعام 2020.

كان الدخل من الاستثمارات هو المساهم الرئيسي في صافي دخل الغاز خلال الربع، حيث ارتفع إلى 66 مليون ريال سعودي مقابل 16 مليون ريال سعودي خلال الربع الرابع لعام 2019 و11 مليون ريال سعودي خلال الربع الثالث لعام 2020. يشمل دخل الاستثمار بشكل أساسي أرباح الأسهم من الشركة الوطنية للغازات الصناعية، والتي بلغت 50 مليون ريال سعودي خلال الربع الرابع لعام 2020، بينما يتضمن الباقي إيرادات الإيجارات من الاستثمارات العقارية وأرباح استثمارات أخرى. كما أعلنت الشركة مؤخرا عن استلام 33.75 مليون ريال سعودي كدخل توزيعات أرباح من الشركة الوطنية للغازات الصناعية، الأمر الذي سينعكس على أرباح الربع الأول لعام 2021.

ولقد تحولت شركة الغاز إلى الربحية خلال الربع الرابع لعام والتي بلغت 82 مليون ريال سعودي، وهي الأعلى منذ الربع الأول لعام 2019، مقابل صافي خسارة قدرها 21 مليون ريال سعودي خلال الربع الرابع لعام 2019. ومن الجدير بالذكر أن دخل الاستثمار غير التشغيلي يمثل ما يقرب من 80% من صافي ربح الغاز خلال الربع.

في أبريل 2021، أعلنت الغاز عن إدراج إحدى شركاتها الزميلة وهي شركة توزيع الغاز الطبيعي، والتي ستتم في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة "نمو".

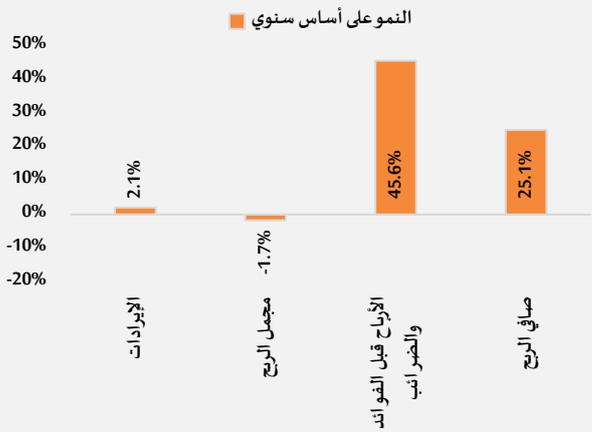
أما فيما يتعلق باختلاس موظف سابق بقيمة 34 مليون ريال سعودي اكتشفها شركة الغاز خلال شهر يوليو 2020، فقد تم العثور على حوالي 27.4 مليون ريال سعودي تم تحويلها من قبل الموظف من خلال حساب المصاريف المستحقة. تم عكس حوالي 25.7 مليون من هذه المعاملات في البيانات المالية المحدثة اعتبارا من ديسمبر 2020، بينما تعذر تتبع المبلغ المتبقي. وفقا لذلك، أصدر المدقق المالي "رأيا متحفظاً" بشأن البيانات المالية لشركة الغاز. انعكست التعديلات في حساب المصاريف المستحقة لعامي 2018 و2019.

¹ الرأي المتحفظ هو رأي مراقب الحسابات بأن البيانات المالية معروضة بشكل عادل باستثناء بعض التحفظات.

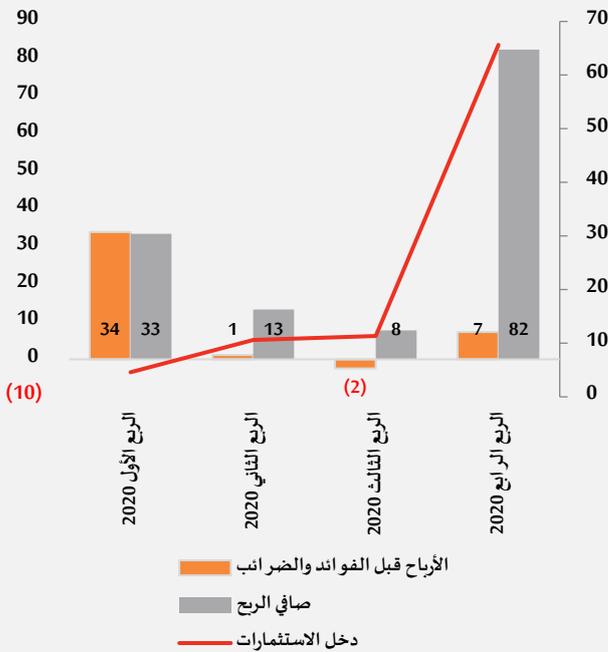
أهم النسب المالية

النسبة	2020	2019
نمو الإيرادات	2.1%	1.1%
هامش مجمل الربح	12.2%	12.6%
هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب	2.0%	1.4%
هامش صافي الربح	7.0%	5.7%

أهم النتائج المالية لعام 2020



الأداء الفصلي



لم تتأثر إيرادات شركة الغاز إلى حد كبير بفيروس كورونا. حيث نمت إيرادات الشركة بنسبة 2.1% على أساس سنوي خلال عام 2020 بفضل الطبيعة الدفاعية للصناعة. وارتفعت مبيعات الغاز بنسبة 0.3% خلال العام، في حين ارتفعت مبيعات اسطوانات الغاز وخزاناته بنسبة 39.2% لتشكل غالبية النمو لتساهم بنسبة 6.9% من إجمالي الإيرادات. وبالرغم من اتجاه الإيرادات المنخفض، فقد انخفضت الإيرادات خلال النصف الثاني لعام 2020 بنسبة 1.0% على أساس سنوي فقط مقابل 5.2% نمو خلال النصف الأول لعام 2020. نتوقع معدل نمو مستدام للإيرادات بحوالي 1.5% - 2.0% خلال الفترة المتوقعة، لكننا لا نزال قلقين بشأن انخفاض عدد الوافدين، مما قد يضغط على نمو الإيرادات.

انخفض مجمل الربح بشكل طفيف خلال عام 2020. انخفض مجمل الربح بنسبة 1.7% على أساس سنوي، ويرجع ذلك أساساً إلى ارتفاع التكلفة من خطة التقاعد المبكر للموظفين، والتي من المتوقع أن تكون نفقات لمرة واحدة. ونتوقع أن يظل مجمل الربح كما هو خلال فترة التوقعات نظراً إلى هامش الربح الثابت لشركة الغاز على مبيعات الغاز إلى جانب جهود الشركة لزيادة الكفاءات التشغيلية في عملية الإنتاج.

وقد دعم انخفاض المصاريف العمومية والإدارية أرباح الغاز خلال عام 2020. انتعشت الأرباح قبل احتساب الفوائد والضرائب بنسبة 45.6% حيث انخفضت المصاريف العمومية والإدارية بنسبة 9.4% نتيجة لانخفاض رسوم الاستشارات خلال عام 2020. وقد ارتفعت هامش الأرباح التشغيلية إلى 2.0% خلال عام 2020 مقابل 1.4% خلال عام 2019. ومع ذلك، تظل الأرباح التشغيلية وهامشها أقل بكثير من مستويات المتوسطات التاريخية لها. كما نما صافي الربح بنسبة 25.1% على أساس سنوي على خلفية ارتفاع الأرباح التشغيلية والدعم المستمر من دخل الاستثمار غير التشغيلي.

إن اعتماد شركة الغاز المتزايد على دخل الاستثمار يهدد استدامة صافي ربحها. خلال عام 2020، كان 67.3% من أرباح الغاز مدفوعة بدخل الاستثمار غير التشغيلي، والذي يتضمن بشكل أساسي إيرادات توزيعات الأرباح من الشركة الوطنية للغازات الصناعية، ودخل الإيجار من الاستثمارات العقارية، بالإضافة إلى التغيرات في القيمة العادلة للاستثمارات الأخرى. وفي الوقت نفسه، ساهم الدخل من العمليات التشغيلية بنسبة 12.4% فقط من صافي ربح الشركة. انخفضت التدفقات النقدية لشركة الغاز من الأنشطة التشغيلية بنسبة 39.3% خلال عام 2020 إلى 127 مليون ريال سعودي، لتصل إلى أدنى مستوى لها منذ عام 2013. وانخفض صافي النقد من الأنشطة التشغيلية إلى ما دون صافي الربح للمرة الأولى، مما يشير إلى انخفاض استدامة الأرباح وجودتها. نعتقد أن اعتماد شركة الغاز الكبير على توزيعات الأرباح من استثماراتها لتوليد الدخل الصافي يخاطر بتقلبات عالية في الأرباح، لا سيما بالنظر إلى افتقارها للسيطرة على الشركة المستثمر فيها (ملكية أقل من 10%).

من المتوقع تحقيق نمو مستدام في الأرباح، لكن الأرباح معرضة للخطر. ومن الآن فصاعداً، فمن المتوقع أن يستمر نمو إيرادات شركة الغاز خلال عام 2021 مدفوعاً بالنمو السكاني والانتعاش في القطاع الصناعي (المطاعم بشكل أساسي) والتي من المتوقع أن تزيد من طلبها على غاز البترول المسال خلال عام 2021 بفضل تحسن ظروف العمل مقارنة بعام 2020. ومع ذلك، فإن الهجرة الجماعية قد تثقل كاهل نمو الإيرادات. إن ارتفاع التكاليف الثابتة والاتجاه الهابط للتدفقات النقدية التشغيلية والأرباح التشغيلية هو الخطر السلبي الرئيسي، من وجهة نظرنا. في حين أن دخل الاستثمار يعوض حالياً الانخفاض في الدخل التشغيلي، فإن اعتماد الغاز المتزايد على دخل الاستثمار غير مستدام، وبالتالي المخاطرة بتقلبات عالية في الأرباح خلال السنوات القادمة.

2025 متوقع	2024 متوقع	2023 متوقع	2022 متوقع	2021 متوقع	التقييم وفقا لخصم التدفقات النقدية
164	165	164	162	160	الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك
148	148	147	144	133	التدفق النقدي التشغيلي
(83)	(84)	(89)	(94)	(98)	نفقات رأسمالية
65	64	57	50	34	التدفقات النقدية الحرة للمنشأة
65	64	57	50	34	التدفقات النقدية الحرة بداية من يناير 2021
48	50	48	45	32	القيمة الحالية (التدفقات النقدية الحرة للمنشأة)
					المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال 6.0%
					معدل النمو المستمر 1.5%
المال					القيمة الحالية - التدفقات النقدية الحرة للمنشأة 224
					القيمة الحالية - القيمة المتبقية 1,073
					صافي الدين 97
					طرح: مستحقات نهاية الخدمة (156)
					إضافة الاستثمارات 1,089
					قيمة حقوق المساهمين 2,327
					الأسهل القائمة (مليون سهم) 75
					قيمة حقوق المساهمين للسهم 31.0
					سعر السوق الحالي (2021-04-12) 32.75
					نسبة الارتفاع و(الانخفاض) % -5.3%
جميع القيم بالمليون ريال سعودي					

2025 متوقع	2024 متوقع	2023 متوقع	2022 متوقع	2021 متوقع	2020 فعلي	2019 فعلي	النسب المالية
7.1%	7.0%	6.9%	6.7%	6.6%	6.2%	5.2%	العائد على متوسط الأصول (%)
9.7%	9.7%	9.7%	9.6%	9.5%	8.7%	6.9%	العائد على متوسط حقوق المساهمين (%)
8.3%	8.4%	8.5%	8.4%	8.4%	7.6%	7.5%	هامش الأرباح قبل الزكاة (%)
7.5%	7.6%	7.6%	7.5%	7.5%	7.0%	5.7%	هامش صافي الربح (%)
1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	2.5%	2.1%	1.1%	نمو الإيرادات (%)

2025 متوقع	2024 متوقع	2023 متوقع	2022 متوقع	2021 متوقع	2020 فعلي	2019 فعلي	قائمة الدخل
2,138	2,106	2,075	2,044	2,012	1,963	1,923	اجمالي إيرادات
(1,845)	(1,817)	(1,792)	(1,767)	(1,742)	(1,724)	(1,680)	تكلفة الإيرادات
293	289	283	276	270	239	243	مجمول الربح
(236)	(229)	(222)	(215)	(208)	(199)	(216)	مصاريف البيع والمصاريف العمومية والإدارية
(17)	(18)	(19)	(19)	(19)	(13)	(36)	الزكاة
121	118	114	110	107	110	118	دخل آخر
161	159	157	153	150	137	109	صافي الربح

2025 متوقع	2024 متوقع	2023 متوقع	2022 متوقع	2021 متوقع	2020 فعلي	2019 فعلي	قائمة المركز المالي
845	827	813	806	807	809	573	الموجودات المتداولة
1,419	1,442	1,463	1,476	1,481	1,480	1,544	الموجودات غير المتداولة
2,264	2,270	2,276	2,282	2,288	2,289	2,117	اجمالي الموجودات
426	437	432	428	423	421	344	المطلوبات المتداولة
173	185	214	243	273	302	208	المطلوبات غير المتداولة
1,665	1,647	1,629	1,610	1,592	1,565	1,565	اجمالي حقوق المساهمين
2,264	2,270	2,276	2,282	2,288	2,289	2,117	اجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين
جميع القيم بالمليون ريال سعودي							

دليل التقييمات

شراء	زيادة متوقعة في السعر بنسبة تزيد عن 20% خلال فترة 52 أسبوعاً.
زيادة المراكز	زيادة متوقعة في السعر بنسبة تزيد عن 10% خلال فترة 52 أسبوعاً.
الحياد	ستظل القيمة في نطاق (ارتفاع\انخفاض بنسبة 10%) خلال فترة 52 أسبوعاً.
تخفيض المراكز	انخفاض متوقع في السعر بنسبة تزيد عن 10% خلال فترة 52 أسبوعاً.
بيع	انخفاض متوقع في السعر بنسبة تزيد عن 20% خلال فترة 52 أسبوعاً.

إتقان كابيتال

مركز الزهراء التجاري، شارع أحمد العطاس،

صندوق بريد 8021 جدة 21482، المملكة العربية السعودية.

رقم الفاكس: +966122638789

رقم الهاتف: +966122638787

info@itqancapital.com

www.itqancapital.com

الإفصاح وإخلاء المسؤولية

أعدت شركة إتقان كابيتال هذا البحث ("إتقان كابيتال") السعودية. تم إعداد هذا التقرير للاستخدام العام من قبل عملاء إتقان كابيتال ولا يجوز إعادة توزيعه أو إرساله أو الإفصاح عنه، سواء بالكامل أو جزئياً، بأي شكل أو طريقة دون الموافقة الكتابية الصريحة من إتقان كابيتال. ويعد استلامك ومراجعتك لهذا البحث بمثابة موافقتك على عدم إعادة التوزيع أو النشر أو الإفصاح للأخريين عن المحتوى والإزاء والمعلومات والاستنتاجات الواردة في هذا التقرير قبل إفصاح شركة إتقان عن هذه المعلومات للجمهور العام. وتم الحصول على المعلومات الواردة في هذا البحث من عدة مصادر عامة، من المفترض أن تكون موثوقة بها، ولكننا لا نضمن دقتها. لا تقدم شركة إتقان كابيتال أي تعهدات أو ضمانات (صراحة أو ضمناً) بشأن البيانات والمعلومات المطروحة ولا تقدم شركة إتقان تلك المعلومات على أنها كاملة أو خالية من أي خطأ، أو على أنها غير مضللة أو على أنها صالحة لأي غرض خاص. فيوفر هذا البحث المعلومات العامة فقط. ولا تشكل المعلومات أو أي رأي مُعبر عنه بهذا التقرير عرضاً أو دعوة لتقديم عرض ببيع أو شراء أي أوراق مالية أو منتجات استثمارية أخرى متعلقة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس من المقصود بهذا البحث إعطاء أي نصائح استثمارية شخصية ولا يؤخذ في الاعتبار أي أهداف استثمارية معينة خاصة بأية مؤسسة مالية أو الاحتياجات الخاصة لأي شخص بعينه يستلم هذا التقرير. وعلى المستثمرين طلب المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بصدد ملائمة الاستثمار في أي أوراق مالية أو استثمارات أخرى أو استراتيجيات الاستثمار الواردة أو المُوصى بها في هذا التقرير ويجب عليهم معرفة أنه قد لا تتحقق أي توقعات مستقبلية أدلى بها ضمن هذا التقرير. ويجب على المستثمرين معرفة أنه قد تتقلب قيمة الدخل المحقق من تلك الأوراق المالية أو الاستثمارات الأخرى، إن وجد، وقد يرتفع أو ينخفض سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. ومن الممكن أن تؤثر تقلبات سعر الصرف سلباً على قيمة أو سعر أو الدخل المحقق من بعض الاستثمارات. وبناءً على ذلك، يمكن أن يستلم المستثمرون عائداً استثمارياً أقل من المبلغ المستثمر. قد يكون لشركة إتقان كابيتال أو مديرها أو واحدة أو أكثر من شركاتها التابعة (بما يشمل محللو البحث) منفعة مالية في الأوراق المالية الخاصة بالشركات المصدرة أو الاستثمارات المتعلقة بذلك، بما يشمل المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية أو الضمانات أو العقود المستقبلية أو الخيارات أو المشتقات المالية أو الأدوات المالية الأخرى. كما يجوز لشركة إتقان كابيتال أو أي من شركاتها التابعة من وقت لأخر أداء خدمات مصرفية استثمارية أو خدمات أخرى لأية شركة واردة في هذا التقرير. لن تكون إتقان كابيتال أو أي من شركاتها التابعة أو موظفيها مسؤولين عن أي خسارة أو ضرر مباشر أو غير مباشر أو تبعية قد ينتج عن أي استخدام، مباشر أو غير مباشر، للمعلومات الواردة في هذا التقرير. كما قد يخضع هذا البحث وأي توصيات واردة فيه إلى التغيير دون إشعار مسبق. لا تتحمل إتقان كابيتال أية مسؤولية بصدد تحديث المعلومات الواردة في هذا البحث. لا يجوز تغيير أو نسخ أو إرسال أو توزيع كل أو أي جزء من هذا البحث بأي شكل وبأية طريقة. هذا البحث ليس موجهاً إلى أو مخصصاً للتوزيع على أو الاستخدام من قبل أي شخص أو كيان يكون مواطناً أو مقيماً أو يقع في أي مكان أو ولاية أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى يكون فيها هذا التوزيع أو النشر أو التوفر أو الاستخدام مخالفاً للقانون أو سيعرض إتقان كابيتال أو أي من شركاتها التابعة إلى أي متطلبات تسجيل أو ترخيص ضمن تلك الولاية القضائية.

إتقان كابيتال هي شركة مرخصة من هيئة السوق المالية السعودية | رخصة رقم 07058-37 وسجل تجاري رقم 4030167335