



إدارة البحوث

Prithish K. Devassy, CFA

Tel +966 11 2119370, devassy@alrajhi-capital.com

السعر المستهدف 65.00  
السعر الحالي 66.40  
بتاريخ 7/8/2018 -2.1% أعلى من الحالي

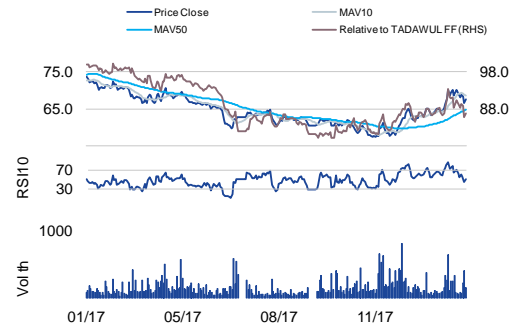
التصنيف الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

الأداء



التوقعات

(SARmn)	2017	2018e	2019e
Revenue	2,759	3,615	3,625
y-o-y	-3.4%	31.0%	0.3%
Gross Profit	1,199	1,797	1,812
Gross margin	43.5%	49.7%	50.0%
Net income	879	1,329	1,342
y-o-y	-15.2%	51.2%	1.0%
Net margin	31.8%	36.8%	37.0%

EPS (SAR)	2.1	3.2	3.2
DPS (SAR)	1.8	2.5	3.1
Payout ratio	83%	78%	95%
P/E (Curr)		20.8x	20.6x
P/E (Target)		20.4x	20.2x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

## شركة الأسمدة السعودية ( سافكو ) أرباح الربع الثاني تتجاوز التقديرات؛ رفعا تقديراتنا لسعر السهم المستهدف إلى 65 ريال/ السهم

أعلنت سافكو عن أرباح للربع الثاني بلغت 410 مليون ريال (مقابل تقديراتنا التي بلغت 239 مليون ريال) مدفوعة بارتفاع حجم المبيعات (رغما عن الإغلاق المخطط له في مصنع سافكو 2 وسافكو 3)، ومستويات كفاءة الإنتاج والتشغيل الأفضل، إلى جانب ارتفاع أرباح الشركة من استثماراتها في شركات أخرى خلال الربع. وقد ارتفعت الإيرادات إلى أعلى مستوى لها منذ الربع الأول 2015 إذ بلغت 950 مليون ريال، وكانت بذلك أعلى من تقديراتنا ومن متوسط تقديرات المحللين. وقد سجل متوسط أسعار اليوريا ارتفاعا بنسبة 12% تقريبا في الربع الثالث حتى تاريخه، نتيجة لارتفاع تكلفة الإنتاج في الصين في ظل ارتفاع أسعار الفحم الحجري. ومع ذلك، فإننا نرى مجالا محدودا لتحقيق مزيد من التحسن في أسعار اليوريا في المدى المتوسط، ويعزى ذلك بدرجة كبيرة إلى الإضافة إلى الطاقة الانتاجية خارج الصين. وبناء عليه، فقد بنينا تقديراتنا على أساس 260 دولار/ الطن (سابقا 250 دولار/الطن) لسعر اليوريا التقديري في 2018. وبالإضافة إلى ذلك، فإننا نتوقع أن يرتفع ربح السهم الموزع إلى 2.5 ريال/السهم لعام 2018، مما يعني عائد توزيعات أرباح يبلغ 3.8%. وبعد النتائج القوية للربع الثاني، فقد راجعنا افتراضاتنا لأحجام المبيعات وأسعار السلع، مما أدى إلى تعديل ورفع سعرنا المستهدف للسهم إلى 65.0 ريال (من 62 ريال). بيد أننا أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها. وربما تعزى العوامل الرئيسية التي يمكن أن تؤدي إلى ارتفاع سعر السهم عن تقديراتنا، إلى استمرار التحسن في أسعار اليوريا وتأخير أو تعليق تشييد مصانع جديدة لليوريا في أنحاء العالم المختلفة، بينما ربما يسهم حدوث انخفاض بأكثر من التوقعات في أسعار اليوريا، في انخفاض سعر السهم عن التقديرات.

**تفاصيل إضافية:** بلغت إيرادات الربع الثاني 950 مليون ريال، وكانت أعلى من تقديراتنا التي بلغت 796 مليون ريال (متوسط تقديرات المحللين : 837 مليون ريال)، ويعود السبب في ذلك بدرجة كبيرة إلى أحجام المبيعات التي كانت أعلى من التوقعات. لقد استغرنا حدوث ارتفاع كبير في حجم المبيعات رغما عن إغلاق الشركة المخطط لمصنع سافكو 2 (7 أيام) ومصنع سافكو 3 (9 أيام) في الربع الثاني وفقا لتقرير مجلس الإدارة لعام 2017. وقد لاحظنا أن الشركة ربما تكون قد استخدمت مخزونها الحالي (-9% على أساس ربعي في الربع الثاني) لزيادة حجم مبيعاتها خلال الربع. وقد تجاوز نمو الربح الاجمالي، نمو الإيرادات، إذ ارتفع بنسبة 39% تقريبا نتيجة لتحسن مستويات كفاءة الإنتاج وانخفاض التكاليف الثابتة. علاوة على ذلك، فقد بلغت مصروفات المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية 104 مليون ريال مقارنة بتقديراتنا التي بلغت 119 مليون ريال، مما رفع ربح التشغيل إلى أعلى من تقديراتنا. وبينما كانت مساهمة شركة ابن البيطار في الربح، متوافقة مع توقعاتنا، فقد حصلت الشركة على ربح من توزيعات أرباح الأسهم بلغ 11 مليون ريال من استثماراتها في شركات أخرى، وكان ذلك أعلى من توقعاتنا. ونتيجة لذلك، فقد نما صافي الربح بنسبة 73% تقريبا على أساس ربعي ليصل إلى 410 مليون ريال، مسجلا أعلى مستوى له منذ الربع الأول 2017 كما كان أعلى من تقديراتنا (239 مليون ريال) ومن متوسط تقديرات المحللين (286 مليون ريال).

### شكل 1: ملخص نتائج الربع الثاني 2018 لشركة سافكو

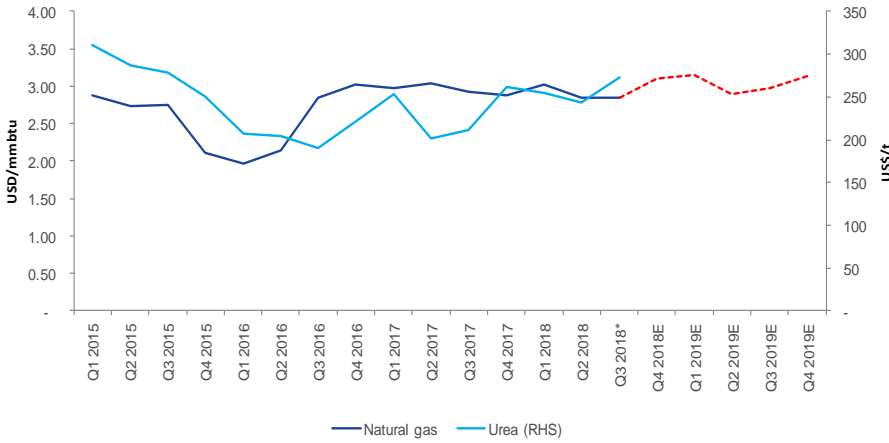
(SAR mn)	Q2 2017	Q1 2018	Q2 2018	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est	Comments
Revenue	679	811	950	39.9%	17.2%	796	Beat our and consensus estimates, largely due to stronger-than-expected sales volume.
Gross profit	289	358	499	73.0%	39.3%	354	Better-than expected production efficiencies led to gross profit beat in Q2.
Gross margin	42.5%	44.2%	52.5%			44.5%	
Operating profit	204	242	395	93.4%	63.6%	235	Lower-than-expected SG&A expenses further contributed to beat at the operating level.
Operating margin	30%	30%	42%			29%	
Net profit	204	237	410	100.9%	73.0%	239	Higher-than-expected other income pushed net profit above our estimate of SAR239mn (consensus: SAR286mn).
Net margin	30%	29%	43%			30%	

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



**النظرة المستقبلية والأسعار:** ارتفعت أسعار اليوريا بأكثر من 20% على أساس سنوي لتصل إلى 244 دولار / الطن ( الربع الثاني 2017 : 202 دولار /الطن) في الربع الثاني 2018 واستمرت محافظة على زخمها الارتفاعي في الربع الثالث.

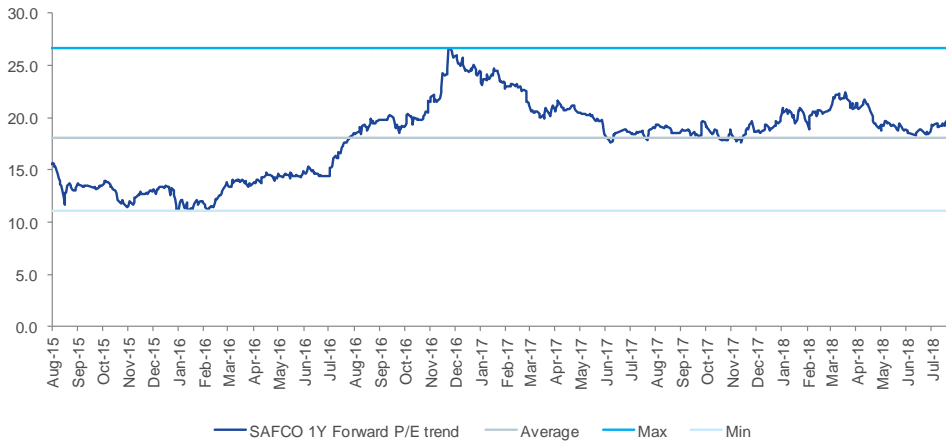
الشكل 2 : أسعار الغاز الطبيعي واتجاه أسعار اليوريا التاريخية



المصدر: بلومبرغ ، الراجحي المالية

**التقييم :** يتم تداول سهم سافكو حاليا عند مكرر ربح تقديري مستقبلي يبلغ 20 مرة، أي أعلى من متوسطه التاريخي لفترة 3 سنوات الذي يبلغ 18 مرة تقريبا، وأعلى كذلك من مكرر الربح لشركات الأسمدة العالمية النظيرة الذي يبلغ 16 مرة تقريبا. ويبلغ سعرنا المستهدف للسهم 65 ريال بناء على نموذجنا للتقييم الذي يمزج بأوزان متساوية بين طريقة التقييم النسبي ( 66.5 ريال للسهم على أساس مكرر ربح تقديري لفترة الاثني عشر شهرا القادمة يبلغ 19.0 مرة ) وطريقة التدفق النقدي المحسوم ( 63.5 ريال للسهم على أساس التدفقات النقدية الحرة ونسبة تكلفة رأس مال تبلغ 9.3%) بيد أننا قد أبقينا على تصنيفنا للشركة متضمنا التوصية بخفض المراكز في سهمها.

الشكل3: اتجاه مكرر الربح لسنة قادمة لشركة سافكو



المصدر: بلومبرج, والراجحي المالية



الشكل 4: سيناريوهات مختلفة من السعر المستهدف للسعر ومكررات الربحية وتغيرات أسعار اليوريا في 2019

		Target multiple				
		17x	18x	19x	20x	21x
2019E Urea prices (US\$/t)	255	60.5	62.2	63.9	65.6	67.3
	260	61.0	62.7	64.4	66.1	67.9
	265	61.5	63.2	65.0	66.7	68.5
	270	61.9	63.7	65.5	67.3	69.0
	275	62.4	64.2	66.0	67.8	69.6

المصدر: بلومبرج، والراجحي المالية

الشكل رقم 5: هوامش الربح ومقاييس التقييم (سافكو مقابل النظيرات العالمية)

	Market Cap (US\$ 'mn)	TTM OPM (%)	TTM NPM (%)	2018E PE	2019E PE	2018E EV/EBITDA	2019E EV/EBITDA
<b>Saudi Arabia</b>							
SAFCO	7,377	29.4	30.0	20.8x	20.6x	4.0x	12.8x
<b>Middle East &amp; Africa (ex-Saudi Arabia)</b>							
Israel Chemicals	6,758	27.4	22.7	14.5x	13.3x	1.8x	7.1x
Jordan Phosphate Mines	378	-2.6	-2.6	NA	NA	0.4x	NA
Abou Kir Fertilizers & Chemical Industries	1,975	NA	NA	NA	16.8x	8.0x	NA
Arab Potash/The	1,832	18.0	22.3	NA	NA	1.7x	NA
<b>Europe</b>							
K+S	5,024	8.8	4.3	17.2x	12.6x	1.1x	8.7x
Yara International	12,029	2.6	0.8	26.0x	14.2x	1.4x	10.5x
<b>North America</b>							
CF Industries	11,463	11.0	13.9	42.2x	24.7x	3.2x	13.1x
Mosaic	11,602	7.5	-1.1	19.8x	15.5x	1.1x	8.6x
Nutrien Ltd	35,658	6.4	6.7	22.7x	18.1x	NA	12.3x
<b>Latin America</b>							
Sociedad Quimica y Minera de Chile SA	12,309	29.3	20.3	25.4x	20.6x	5.6x	12.7x
Fertilizantes Heringer SA	94	-0.7	-3.7	9.3x	13.0x	3.2x	3.6x
<b>Asia</b>							
China XLX Fertilizer	406	10.0	6.5	5.2x	4.4x	0.8x	7.1x
Coromandel International	1,809	10.3	6.1	16.4x	13.8x	4.0x	10.9x
Engro Fertilizers	873	28.9x	17.4x	9.5x	8.9x	2.5x	5.9x
National Fertilizers	334	4.8	2.4	NA	NA	1.2x	NA
Phosagro	4,938	18.5	10.4	10.6x	10.4x	NA	6.4x
Taiwan Fertilizer Co Ltd	1,384	10.4	13.3	NA	NA	0.8x	NA
Fauji Fertilizer Bin Qasim Ltd	303	-0.3	3.0	10.8x	8.9x	2.6x	NA
Hubei Yihua Chemical Industry Co Ltd	377	-39.8x	-51.0	NA	NA	NA	NA
Acron PJSC	2,820	22.8	16.8	10.8x	9.7x	2.6x	8.4x
Luxi Chemical Group Co Ltd	3,448	21.6	15.0	7.1x	6.2x	2.7x	NA
PhosAgro PJSC	4,627	18.5	10.4	9.9x	9.8x	2.9x	6.1x
<b>Median</b>		<b>10.3</b>	<b>6.7</b>	<b>12.7x</b>	<b>13.0x</b>	<b>2.5x</b>	<b>8.5x</b>
<b>Average</b>		<b>10.2</b>	<b>6.4</b>	<b>16.1x</b>	<b>13.0x</b>	<b>2.5x</b>	<b>8.7x</b>

المصدر: بلومبرج، 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 عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح عنها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وآراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صرحية أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة أو أنها تصلح لأي غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضا أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات ويأخذ 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 رأسمالهم المستثمر أساسا. 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 خسائر 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 كليا أو جزئيا 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 مواطنا أو مقيما في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حيثما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفا للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

### 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 المتلزما بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرا المستهدف يزيد على 10% فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: تتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 10% دون سعر السهم الحالي و10% فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرا المستهدف أكثر من 10% دون مستوى السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقا للقيمة العادلة المقترحة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلا 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 المقترحة لذلك السهم، ونشرح الأسباب التي دفعتنا لتوليد ذلك.

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

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 2119449

بريد الكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37