



إدارة البحوث

Prithish K. Devassy, CFA

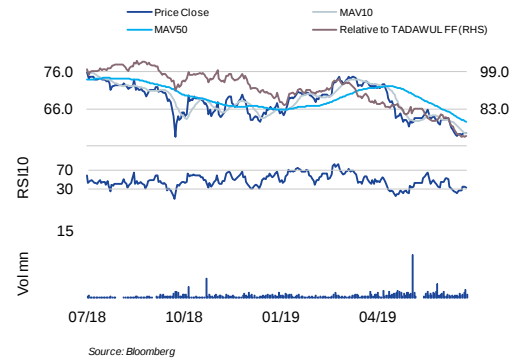
Tel +966 11 2119370, devassyp@alrajhi-capital.com

السعر المستهدف 61.00
السعر الحالي 57.30
6.5% أعلى من الحالي
بتاريخ 23/7/2019

التصنيف الحالي

تخفيض المراكز المحافظة على المراكز زيادة المراكز

الأداء



الأرباح

(SARmn)	2017	2018	2019e
Revenue	7,221	7,628	6,776
Y-o-Y	15.9%	5.6%	-11.2%
Gross profit	2,870	2,865	2,102
Gross margin	39.7%	37.6%	31.0%
Net profit	2,376	2,414	1,755
Y-o-Y	1.4%	1.6%	-27.3%
Net margin	32.9%	31.6%	25.9%
EPS (SAR)	4.22	4.29	3.12
DPS (SAR)	3.25	3.75	3.50
Payout ratio	76.9%	87.4%	112.2%
P/E (Curr)	14.1x	13.9x	19.1x
P/E (Target)	14.4x	14.2x	19.5x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

شركة ينبع الوطنية للبتر وكيمويات (بنسحاب) الربع الثاني: أرباح ضعيفة؛ دعم جيد عند المستويات الحالية

أعلنت بنسحاب عن مجموعة ضعيفة من الأرقام للربع الثاني 2019 إذ جاء صافي الربح أقل من تقديراتنا ومن متوسط تقديرات المحللين، ويعزى ذلك أساساً إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج الثابتة (قبل الاستهلاك)، التي ارتفعت بنسبة 26% على أساس سنوي رغمًا عن انخفاض الإيرادات بنسبة 22% تقريباً لسبب أساسي يعود لأسعار المنتجات الضعيفة. ورغمًا عن أنه كان أعلى على أساس ربعي، فقد كان معدل التشغيل أبطأ من مستوياته المعتادة للربع الثاني (جيدة موسميًا) وفقًا لتقديراتنا، مما يعكس حالة الطلب المنخفضة. وتعتبر أسعار جلايكول الاثيلين الاحادي في أدنى مستوياتها خلال عقد من الزمان، وتعتبر أعلى فقط من المستويات التي شهدتها فترة الركود في 2009. ويشير اجماع المحللين إلى أنه لا يحتمل أن تكون هناك عودة سريعة للأوضاع السابقة مما يعني ضمناً استمرار انخفاض الأرباح خلال الربع القادم أو الربعين القادمين حتى مع انخفاض متوسط أسعار البروبان (- 23% تقريباً على أساس ربعي في الربع الثالث). ونظرًا لارتفاع التكاليف الثابتة والأسعار الضعيفة، فقد قمنا بخفض تقديراتنا للإيرادات وصافي الربح. ورغمًا عن أن ربح السهم للنصف الأول 2019 يبلغ 1.26 ريال، فإن التدفق النقدي/السهم من المحتمل أن يرتفع عند 2 ريال/السهم. ونظرًا لمحدودية الانفاق الرأسمالي للشركة، فإننا نتوقع أن تقوم الشركة بدفع توزيعات أرباح أسهم بواقع 1.75 ريال للسهم للنصف الثاني 2019 (توزيعات الأرباح للسهم لعام 2019: 3.5 ريال). ووفقًا لذلك، فإن عائد التوزيعات عند مستوى 6% تقريباً، يشكل مستوى دعم جيد لربح سهم مستهدف يبلغ 61 ريال/السهم، في رأينا. وقد خفضنا الربح المستهدف للسهم إلى 61.0 ريال (من 64.0 ريال/السهم سابقاً) ولكننا أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمنًا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

عوامل أخرى: ان التشغيل التجاري لتوسعة مشروع جلايكول الاثيلين في مستهل هذا العام، من شأنه أن يعمل على تحسين صافي ربح بنسحاب في المدى المتوسط. وبينما لا تزال أسعار جلايكول الاثيلين الاحادي ضعيفة، فإن أسعار البولي اثيلين والبولي بروبيلين تشهد مؤشرات للارتفاع (على أساس اسبوعي). ويلزم المحللين أيضاً مراقبة ما إذا كانت التكاليف المرتفعة التي شهدتها الربع الثاني، يمكن أن تكون متكررة. وحتى لو انخفض سعر السهم في المدى القريب بسبب انخفاض الأسعار، فيمكن أن يمثل ذلك فرصة جيدة للمستثمرين الذين يرغبون بالاحتفاظ بالسهم لفترة زمنية تصل إلى حوالي ثلاث سنوات. وبينما نجد أن هناك بعض عوامل احتمال انخفاض سعر السهم عن سعره الحالي مثل حدوث انخفاض في المستقبل في أسعار النفط، فإننا نعتقد أنه في مثل هذه الفترات التي يميل فيها السهم للانخفاض، تظهر أفضل الفرص للقطاعات التي تتأثر بالدورة الاقتصادية.

شكل 1: ملخص نتائج الربع الثاني 2019 لشركة بنسحاب

(SAR mn)	Q2 2018	Q1 2019	Q2 2019	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est	Comments
Revenue	2,112	1,522	1,638	-22.4%	7.6%	1,704	Slightly missed our estimate of SAR1,704mn (consensus: SAR1,603mn), due to lower than expected sales volume.
Gross profit	938	473	432	-54.0%	-8.7%	556	Higher-than-expected rise in production costs (ex-feedstock costs and depreciation) pushed the gross profit below our estimate.
Gross margin	44.4%	31.0%	26.3%			32.6%	
Operating profit	816	379	330	-59.6%	-13.1%	454	Gross profit miss further flowed down to operating level as well.
Operating margin	39%	25%	20%			27%	
Net profit	821	391	316	-61.5%	-19.1%	466	Consequently, net profit came in lower than our estimate of SAR466mn (consensus: SAR401mn).
Net margin	39%	26%	19%			27%	

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم والمخاطر: لقد أظهرت بنسحاب مقدرات تشغيلية قوية خلال السنوات القليلة الماضية كما أن وضعها المالي ممتاز (وضع النقد الصافي) بالإضافة إلى مقدراتها على تحقيق تدفقات نقدية حرة. وبالإضافة إلى ذلك، فإن متطلباتها الرأسمالية تعتبر محدودة بعد اكتمال مشروع التوسع في جلايكول الاثيلين الاحادي، مما سوف يساعد الشركة على استمرار الأداء الجيد في ظل ظروف السوق التي تتسم بالتحديات. وبعد الأخذ في الاعتبار نتائج الربع الثاني التي كانت أقل من التوقعات وفروقات أسعار المنتجات التي من المحتمل أن تكون منخفضة في المدى المتوسط، فقد قمنا بخفض تقديراتنا المستقبلية للشركة. ونتيجة لذلك فقد أجرينا خفضاً لسعرنا المستهدف للسهم لفترة الاثني عشر شهراً القادمة إلى 61 ريال للسهم بناءً على طريقة تقييم تجمع بأوزان متساوية بين طريقة التدفقات النقدية المخصومة (61.2 ريال للسهم على أساس تدفقات نقدية حرة، متوسط لتكلفة رأس المال المرجح للمدى البعيد/تكلفة رأس مال بنسبة 12.3%) وطريقة التقييم النسبي (سعر مستهدف للسهم يبلغ 60.8 ريال على أساس مكرر ربح مستقبلي يبلغ 14 مرة للاثني عشر شهراً القادمة).



ويتداول سهم الشركة حاليا عند مكرر ربح جذاب يبلغ 15.4 مرة ربح السهم للاثني عشر شهرا القادمة، أي أعلى من متوسطه التاريخي لفترة 3 سنوات الذي يبلغ 14.4 مرة (يتراوح بين 11-18 مرة). وترتبط مخاطر ارتفاع سعر السهم عن تقديراتنا، بحدوث ارتفاع أعلى من التوقعات في أسعار جلايكول الاثيلين الاحادي، حدوث ارتفاع أعلى من التوقعات في توزيعات أرباح السهم، بينما تتمثل عوامل انخفاض سعر السهم عن تقديراتنا، في حدوث مزيد من الانخفاض في أسعار المنتجات، وخاصة أسعار جلايكول الاثيلين الاحادي، وحدثت عمليات اغلاق غير مخطط لها لمصانع الشركة.

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، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، 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 عرضاً أو دعوة لتقديم عرض شراء 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 ويأثر سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المائلي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي 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 ببدء 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.

شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

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

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

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

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقة للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلاً لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تدور 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

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 211 9449

بريد إلكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد إلكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

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