



إدارة البحوث

Nivedan Reddy Patlolla, CFA

Tel +966 11 211 9423, patlollan@alrajhi-capital.com

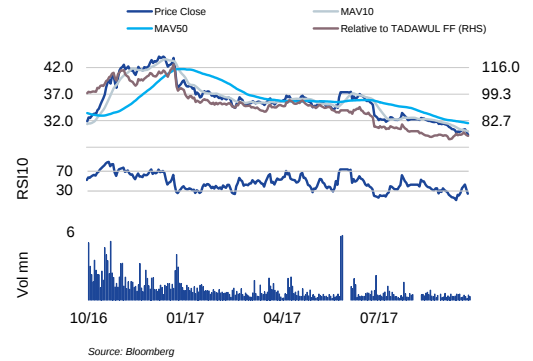
US\$3.711mn %52 US\$3.075bn
متوسط حجم التداول اليومي الأسهم المتداولة القيمة السوقية

السعر المستهدف 30.0
السعر الحالي 27.0
11.1% أعلى من الحالي
بتاريخ 24/10/2017

التصنيف الحالي

زيادة المراكز المحافظة على المراكز تخفيض المراكز

الأداء



الأرباح

Period End (SAR)	12/15A	12/16A	12/17E	12/18E
Revenue (mn)	7,502	6,804	6,218	6,652
Revenue growth	107%	-9%	-9%	7%
EBITDA (mn)	2,743	2,674	2,037	2,364
EBITDA growth	135%	-2%	-24%	16%
EPS	4.62	4.48	2.06	2.64
EPS growth	241%	-3%	-54%	28%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم

Period End (SAR)	12/15A	12/16A	12/17E	12/18E
P/E (x)	5.8	6.0	13.1	10.2
P/B (x)	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	6.7	6.9	9.0	7.8
RoE (%)	18.7%	16.8%	7.6%	9.3%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري (البحري) الربع الثالث: الأداء التشغيلي متوافق مع التقديرات

جاء الأداء التشغيلي لشركة البحري متوافقاً في معظمه مع تقديراتنا بينما تأثر صافي الربح بانخفاض العديد من البنود عن التقديرات للربح قبل الفائدة والضرائب. وكان هامش الربح الاجمالي الذي بلغ 16.3% متوافقاً مع تقديراتنا بينما كان الربح الاجمالي الذي بلغ 210 مليون ريال أقل بشكل هامشي فقط من تقديراتنا. ووفقاً لتقديراتنا، فقد بلغ الربح قبل الفائدة والضرائب للربع الثالث 190 مليون ريال، أي قريباً من تقديراتنا التي بلغت 198 مليون ريال. وبناء عليه، فقد كان الأداء التشغيلي للبحري للربع الثالث متوافقاً في معظمه مع تقديراتنا. بيد أن البنود التالية التي جاءت أقل من بنود الربح قبل الفائدة والضرائب، كانت هي المتسببة في انخفاض صافي الربح عن التقديرات: (أ) اشتهل ربح التشغيل الذي أعلنته البحري، على أرباح/ مصروفات من مصادر أخرى وتشير تقديراتنا إلى أن الشركة قد سجلت خسائر من مصادر أخرى بلغت 10 مليون ريال مقارنة بتقديراتنا التي أشارت إلى مكاسب تبلغ 15 مليون ريال. وقد كان هذا الفرق الذي بلغ 25 مليون ريال، مسؤولاً بدرجة كبيرة عن انخفاض ربح التشغيل الذي أعلنته الشركة، بمقدار 38 مليون ريال، (ب) جاء الربح من شركة الزميلة (بتريديك) الذي بلغ 5 مليون ريال، أقل كثيراً من تقديراتنا التي بلغت 35 مليون ريال، (ج) ارتفاع تكلفة الفائدة إلى 90 مليون ريال مقارنة بتقديراتنا التي بلغت 65 مليون ريال، و (د) احتمال ارتفاع حصة الأقلية مقارنة بتقديراتنا. إن فصل الصيف (الربعين الثاني/الثالث) يعتبر ضعيفاً موسمياً لأسعار النقل بناقلات النفط. ونتوقع أداء على أساس ربعي (وليس على أداء سنوي) لشركة البحري مع انتقالنا إلى الربع الرابع 2017/الربع الأول 2018 القوية موسمياً. ومنذ منتصف سبتمبر، بدأت أسعار النقل بناقلات النفط في التحسن من أدنى مستويات بلغت في الربع الثالث، ولكنها لا تزال أدنى على أساس سنوي (20% تقريباً) بسبب المخاوف التي كنا قد ركزنا عليها في تقاريرنا القليلة السابقة. وقد خسر سهم البحري بنسبة 39% للعام حتى تاريخه وبنسبة 23% خلال الربع الأخير. اننا نعتقد أن الشركة بدأت تكتسب قيمة اضافية الان بعد الانخفاض الكبير في سعره مما يعتبر وقتاً مناسباً لشراء السهم، كما أن سعرنا المستهدف المعدل للسهم (ديسمبر 2017) الذي يبلغ 30.0 ريالاً للسهم الواحد (السابق 33.0 ريال) يشير ضمناً إلى احتمال ارتفاع سعر السهم بنسبة 11% من سعره الحالي. وقد قمنا بترفيع تصنيف الشركة إلى التوصية بزيادة المراكز في سهمها من التصنيف الحالي المحايد. ومع ذلك، ونظراً لاحتمال ارتفاع السهم بشكل محدود، فإن توصيتنا بزيادة المراكز في سهم الشركة تميل أكثر إلى استراتيجية "شراء الأسهم بعد انخفاضها".

- المخاطر والمخاطر:** اننا نتوقع الان لأسعار النقل بناقلات النفط، وهو أكبر متغير احادي لإيرادات/أرباح البحري، أن تنمو بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 7.5% خلال السنوات المالية 2020-2027 (تقديرياً). إن أسعار النقل بناقلات النفط تتسم بصفتها الدورية العالية، وعليه فإن هناك فرصة لأن يكون نمو أسعار النقل بناقلات النفط أعلى من تقديراتنا، ويعتمد ذلك على العديد من العوامل، مثل عوامل العرض-الطلب السائدة في سوق ناقلات النفط، الطلب العالمي على النفط الخام، الأسعار الفورية للنفط الخام، وغرامة تأجيل الاستلام (تحدد مستوى الطلب على التخزين العائم)، إلى جانب اتفاقية الأوبك لخفض الإنتاج... الخ. إننا لا نزال مستمرين في مراقبة المتغيرات، ولكننا الان نفضل أن نكون متحفظين في افتراضاتنا. **المخاطر:** بقاء اجور ناقلات النفط منخفضة لفترة ممتدة من الزمن، بقاء الذمم المدينة في مستويات مرتفعة، وسحب اعانات ناقلات النفط بصورة تدريجية.

- التقييم:** لقد قمنا بخفض تقديراتنا لإيرادات الشركة للسنة المالية 2017 (تقديرياً) 2018 (تقديرياً) بنسبة 5% بسبب انخفاض اجور ناقلات النفط، بينما قمنا بخفض تقديراتنا لصافي الربح بنسبة تتراوح بين 15%/25% بسبب انخفاض الإيرادات، وارتفاع تكاليف الفائدة وانخفاض الربح من الشركات الزميلة. هذا، وقد أبقينا على طريقتنا للتقييم التي تمزج بأوزان متساوية بين طريقة التدفق النقدي المخصوم على أساس سعر مستهدف (31.1 ريال للسهم) وطريقة قيمة الشركة/الربح بناء على سعر مستهدف للسهم يبلغ (28.7 ريال) على أساس قيمة EBITDA تبلغ 8 مرات لعام 2018.

Figure 1 Bahri: Summary of Q3 2017 results

(SAR mn)	Q3 2016	Q2 2017	Q3 2017	% chg YoY	% chg QoQ	ARC est
Revenue	1,374	1,391	1,284	-7%	-8%	1,362
Gross profit	251	267	210	-17%	-22%	224
Gross profit margin	18.3%	19.2%	16.3%			16.4%
Operating profit	234	231	176	-25%	-24%	214
Net profit	315	154	61	-81%	-61%	165

Source: Company data, Al Rajhi Capital

الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

خلاء 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 والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة 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 (صريحة 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 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 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 محطي 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 بأداء 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 كليا أو جزئيا بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أي مدة 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 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 الملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية :

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10٪ فوق السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أقل 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 مطبقا للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلا 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

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 211 9449

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