



إدارة البحوث

Prithip K. Devassy, CFA

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

شركة الأسمدة السعودية (سافكو)

الربع الرابع: نتائج متوافقة بشكل عام مع التقديرات. أبقينا على تصنيفنا المحايد

في الربع الرابع، أعلنت سافكو عن تحقيق أرباح كانت أقل بشكل طفيف من التوقعات ويعزى ذلك إلى حجم المبيعات الذي كان أضعف مما كان متوقعا، مقرونا بربح الاستثمارات في شركات أخرى المنخفض بسبب إغلاق مصنع ابن البيطار لمدة 30 يوما تقريبا. وبينما استمر متوسط أسعار اليوريا محافظا على ارتفاعه في الربع الرابع، إذ ارتفع بنسبة 8% على أساس ربعي (+19% على أساس سنوي)، فقد بدأت الأسعار في الانخفاض (-10% على أساس ربعي) خلال الربع الرابع حتى تاريخه، بسبب العوامل الموسمية. ومع الأخذ في الاعتبار أن سوق اليوريا العالمي لا يزال يشهد تخمة لازمتها لفترة طويلة، فإننا نتوقع أن يبلغ متوسط سعر اليوريا 285 دولارا/الطن (ارتفاع بنسبة +3% عما كان عليه في 2018) في 2019. إن شركة سافكو لديها حاليا خطة لإغلاق مصنع سافكو 3 لمدة 117 يوما ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى انخفاض أرباحها للنصف الثاني 2019 بمقدار 120 مليون ريال. وبالنسبة لعام 2019، فإننا نتوقع أن يرتفع ربح السهم الموزع إلى 3.0 ريال للسهم (2.50 ريال للسهم في 2018؛ متوافقا مع تقدير اتنا)، مما يعني ضمنا تحقيق عائد توزيعات يبلغ 3.6%. وبعد تضمين عملية إغلاق المصنع المذكور أعلاه في نموذجنا التحليلي، فقد قمنا بخفض تقدير اتنا المستقبلية، مما نتج عنه سعر مستهدف للسهم يبلغ 82 ريال للسهم. هذا، وقد أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

شكل 1: ملخص نتائج الربع الرابع 2018 لشركة سافكو

(SAR mn)	Q4 2017	Q3 2018	Q4 2018	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est	Comments
Revenue	616	1,009	1,090	76.9%	8.1%	1,136	Slightly missed our estimate of SAR1,136mn (consensus: SAR1,136mn), largely due to lower-than-expected sales volume.
Gross profit	149	585	691	364.9%	18.2%	693	Better-than expected production efficiencies pushed gross profit broadly in-line with our estimate.
Gross margin	24.1%	58.0%	63.4%			61.0%	
Operating profit	51	481	574	1030.2%	19.3%	584	Marginally lower than our estimate of SAR584mn, mainly due to higher-than-expected SG&A costs.
Operating margin	8%	48%	53%			51%	
Net profit	63	522	569	809.5%	8.9%	601	Likely weaker-than-expected equity income, led by shutdown at Ibn Al-Baytar, pushed net profit slightly below our estimate of SAR601mn (consensus: SAR574mn).
Net margin	10%	52%	52%			53%	

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم: يتم تداول سهم سافكو حاليا عند مكرر ربح تقديري لفترة 12 شهرا قادمة يبلغ 21.9 مرة، أي أعلى من متوسطه التاريخي لفترة 3 سنوات الذي يبلغ 18.8 مرة تقريبا، وأعلى من مكرر الربح لشركات الأسمدة العالمية النظيرة الذي يبلغ 11.7 مرة تقريبا. إن توسعة الشركة المخطط لها للطاقة الانتاجية لمصنع سافكو 3 للأمونيا (زيادة بنسبة 20% تقريبا في الطاقة الانتاجية) تسير حسب ما هو مخطط لها، ومن المحتمل جدا أن تبدأ مرحلة الانتاج التجاري في الربع الثاني 2019. بيد أن تأثيرها على تقييمنا سيكون محدودا إذ يتوقع أن تحدث ارتفاعا بمقدار 0.7 ريال في سعر السهم وفقا لتحليلنا. وعقب تحديثنا لنموذج التقييم، فقد قمنا بخفض تقدير اتنا للفترة القادمة لاستيعاب عملية إغلاق مصنع سافكو 3. ونتيجة لذلك، فإن سعرنا المستهدف المعدل للسهم يبلغ 82 ريال بناء على نموذجنا للتقييم الذي يمزج بأوزان متساوية بين طريقة التقييم النسبي (86.5 ريال للسهم على أساس مكرر ربح تقديري لفترة الاثني عشر شهرا القادمة يبلغ 19.0 مرة) وطريقة التدفق النقدي المخصوم (77.5 ريال للسهم على أساس التدفقات النقدية الحرة ونسبة تكلفة رأس مال تبلغ 9.3%). وقد أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها بعد استمرار ارتفاع سعر السهم بنسبة 14% تقريبا على مدى الشهرين الأخيرين.

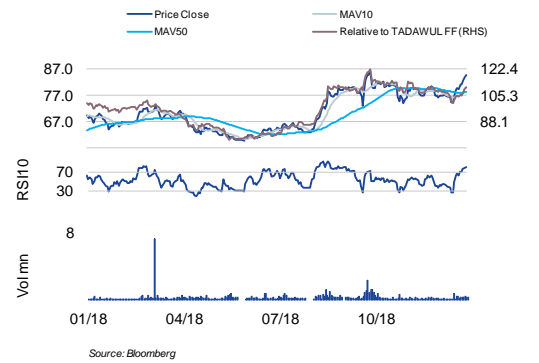
المخاطر: يمكن أن ترتبط مخاطر ارتفاع سعر السهم عن تقدير اتنا للسعر المستهدف، بعمليات إغلاق رئيسية لمصانع اليوريا عالميا، تأخير أو تعليق إنشاء مصانع يوريا جديدة في العالم، حدوث ارتفاع حاد في الطلب، وتحقيق ارتفاع أعلى من التوقعات في أسعار اليوريا. وترتبط مخاطر ارتفاع سعر السهم الأخرى بارتفاع ربح السهم الموزع بأعلى من تقدير اتنا وارتفاع الحصص في الشركات الزميلة/ التابعة التي من شأنها أن تساعد في تحقيق بعض مستويات الكفاءة. أما مخاطر انخفاض سعر السهم عن تقدير اتنا، فربما تنشأ نتيجة لحدوث انخفاض حاد في سعر اليوريا والاستحواد على شركات زميلة/ تابعة مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية.

السعر المستهدف 82.00
السعر الحالي 84.50
-2.9% أعلى من الحالي
بتاريخ 21/01/2019

التصنيف الحالي

تخفيض المراكز | المحافظة على المراكز | زيادة المراكز

الأداء



التوقعات

(SARmn)	2017	2018	2019e
Revenue	2,759	3,860	3,811
y-o-y	-3.4%	39.9%	-1.3%
Gross Profit	1,199	2,133	2,007
Gross margin	43.5%	55.3%	52.7%
Net income	879	1,761	1,607
y-o-y	-15.2%	100.4%	-8.7%
Net margin	31.8%	45.6%	42.2%
EPS (SAR)	2.1	4.2	3.9
DPS (SAR)	1.8	2.5	3.0
Payout ratio	83%	59%	78%
P/E (Curr)		20.0x	21.9x
P/E (Target)		19.4x	21.3x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



الشكل 2 : الأثر المتوقع للإغلاق الجزئي لمصنع سافكو على نتائج العام 2019

	Earlier - 2019 (SAR 'mn)	Revised 2019 (SAR mn)	Impact on 2019 financials (SAR mn)	Comments
Revenue	3,920	3,811	-109	Revenue loss might be partially offset by effective use of inventory and higher utilization at other SAFCO plants.
Gross profit	2,130	2,007	-123	Costs likely to remain firm amid the shutdown.
GPM (%)	54%	53%		
Operating profit	1,683	1,559	-124	
OPM (%)	43%	41%		OPM likely to lower by 200bps, owing to the shutdown.
Net profit	1,727	1,607	-120	Lower sales volume likely to reduce earnings in 2019.
NPM (%)	44%	42%		

المصدر: بلومبرغ ، الراجحي المالية

الشكل 3: الهوامش ومعاملات التقييم – سافكو مقارنة بالمنافسين العالميين.

	Market Cap (US\$ 'mn)	TTM OPM (%)	TTM NPM (%)	2018E PE	2019E PE	2018E EV/EBITDA	2019E EV/EBITDA
Saudi Arabia							
SAFCO*	9,388	43.8	0.5	20.0x	20.4x	4.8x	12.5x
Middle East & Africa (ex-Saudi Arabia)							
Israel Chemicals	7,400	28.0	23.8	15.3x	14.2x	2.0x	8.5x
Jordan Phosphate Mines	358	1.9	4.1	NA	NA	0.4x	NA
Abou Kir Fertilizers & Chemical Industries*	1,625	28.7x	32.9x	10.8x	9.6x	7.6x	7.3x
Arab Potash/The	2,025	20.7	24.6	NA	NA	1.8x	NA
Europe							
K+S	3,685	3.9	0.3	43.4x	12.3x	0.8x	10.7x
Yara International	11,375	3.1	0.9	25.1x	13.7x	1.3x	10.1x
North America							
CF Industries	10,196	14.3	16.1	30.1x	17.0x	3.0x	11.2x
Mosaic	12,412	8.7	-0.8	16.8x	13.3x	1.2x	8.3x
Nutrien Ltd	31,423	-1.2	1.5	19.3x	14.9x	NA	11.3x
Latin America							
Sociedad Quimica y Minera de Chile SA	11,212	28.1	19.4	24.6x	19.3x	5.4x	12.5x
Fertilizantes Heringer SA	61	-2.0	-10.1	NA	NA	NA	NA
Asia							
China XLX Fertilizer	378	11.4	6.5	3.4x	3.0x	0.6x	5.2x
Coromandel International	1,807	10.3	6.1	17.5x	14.9x	4.1x	10.8x
Engro Fertilizers	718	21.0x	16.9x	6.2x	6.8x	2.2x	4.4x
National Fertilizers	242	4.8	2.4	NA	NA	0.9x	NA
Phosagro	5,276	21.9	9.9	8.3x	8.7x	NA	6.1x
Taiwan Fertilizer Co Ltd	1,402	10.8	16.2	18.8x	16.9x	0.9x	15.3x
Fauji Fertilizer Bin Qasim Ltd	285	2.4	2.5	19.3x	12.0x	2.7x	13.5x
Hubei Yihua Chemical Industry Co Ltd	440	-24.0x	-27.5	NA	NA	16.8x	NA
Acron PJSC	2,854	24.2	9.7	10.5x	9.6x	3.5x	8.0x
Luxi Chemical Group Co Ltd	2,375	23.0	15.9	5.0x	4.3x	1.7x	NA
PhosAgro PJSC	5,024	21.9	9.9	7.9x	8.3x	3.0x	5.9x
Median		11.1	8.1	16.8x	12.3x	2.0x	9.3x
Average		11.9	8.2	16.6x	11.7x	3.1x	9.3x

المصدر: بلومبرج ، الراجحي 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، 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 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 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 المطلقة 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 للتقلبات 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 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 بإداء 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 أو معدة للتوزيع أو استخدامها 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 المتزامنة 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 مطابقاً للقيمة العادلة المقترحة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلاً 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 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 2119449

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