



ادارة البحث
Prithish K. Devassy, CFA
Tel +966 11 2119370, devassyp@alrajhi-capital.com

شركة الأسمدة السعودية (سافكو) الربع الرابع: نتائج متواقة 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 متوقعاً، مقررتنا بربح الاستثمار في شركات أخرى المنخفض بسبب إغلاق مصنع ابن البيطار لمدة 30 يوماً تقريباً. وبينما استمر متوسط أسعار الاليوريا محافظاً على ارتفاعه في الربع الرابع، اذ ارتفع بنسبة 8% على أساس ربعوي (+19% على أساس سنوي)، فقد بدأت الأسعار في الانخفاض (-10% على أساس ربعوي) خلال الربع الرابع حتى تاريخه، بسبب العوامل الموسمية. ومع الأخذ في الاعتبار أن سوق الاليوريا العالمي لا يزال يشهد تخففاً لازمته لفترة طويلة، فإننا نتوقع أن يبلغ متوسط سعر الاليوريا 285 دولاراً/طن (ارتفاع بنسبة 3%+ على أساس ربعوي في 2018) في 2019. إن شركة سافكو لديها حالياً خططاً لإغلاق مصنع سافكو 3 لمدة 117 يوماً 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؛ متواافق مع تقديراتنا)، مما يعني ضعفنا تتحقق عائد توزيعات يبلغ 3.6%. وبعد تضمين عملية إغلاق المصنع المذكور أعلاه في نموذجنا التحليلي، فقد قمنا بخفض تقديراتنا المستقبلية، مما نتج عنه سعر مستهدف للسهم يبلغ 82 ريال للسهم. هذا، وقد أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهامها.

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 حالياً عند مكرر ربح تقديرى لفترة 12 شهراً قادمة يبلغ 21.9 مرة، أي أعلى من متوسطه التاريخي لفترة 3 سنوات الذي يبلغ 18.8 مرة تقريباً، وأعلى من مكرر الربح لشركات الأسمدة العالمية النظيرة الذي يبلغ 11.7 مرة تقريباً. إن توسيع الشركة المخطط لها للطاقة الانتاجية لمصنع سافكو 3 (للأمونيا) زيادة بنسبة 20% تقريباً في الطاقة الانتاجية تشير حسب ما هو مخطط لها، ومن المحتمل جداً أن تبدأ مرحلة الانتاج التجارى في الربع الثاني 2019. بيد أن تأثيرها على تقديراتنا سيكون محدوداً اذ يتوقع أن تحدث ارتفاعاً بمقدار 0.7 ريال في سعر السهم وفقاً لتحليلنا. وعقب تحدثنا لنموذج التقييم، فقد قمنا بخفض تقديراتنا لفترة 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 تقديرى لفترة الاثنتي عشر شهراً القادمة يبلغ 19.0 مرة) وطريقة التدفق النقدي المخصوم (77.5 ريال للسهم على أساس التتفقات النقدية الحرة ونسبة تكالفة رأس مال تبلغ 9.3%). وقد أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهامها بعد استمرار ارتفاع سعر السهم بنسبة 14% تقريباً على مدى الشهرين الأخيرين.

المخاطر: يمكن أن ترتبط مخاطر ارتفاع سعر السهم عن تقديراتنا للسعر المستهدف، بعمليات إغلاق رئيسية لمصنع الاليوريا عالمياً، تأثير أو تعليق إنشاء مصنع يوريما جديدة في العالم، حدوث ارتفاع حاد في الطلب، وتحقيق ارتفاع أعلى من التوقعات في أسعار الاليوريا. وترتبط مخاطر ارتفاع سعر السهم الأخرى بارتفاع ربح السهم الموزع بأعلى من تقديراتنا وارتفاع الحصص في الشركات التابعة/المملوكة رأس مال تبلغ 9.3%. وقد أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهامها بعد استمرار ارتفاع سعر السهم بنسبة 14% تقريباً على مدى الشهرين الأخيرين.

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

التصنيف الحالي	زيادة المراكز	المحافظة على المراكز	انخفاض المراكز
----------------	---------------	----------------------	----------------

الاداء



(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 للغلق 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 P/E	2019E P/E	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 Química 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 XL 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، والراجحي المالية

الإخلاء من المسئولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

خلاء من المسئولية

عند وثيق البحث هذه من قبل شركة الرأسي المالية ، الرياض ، المملكة العربية السعودية لاستخدام العام من عمالة شركة الرأسي المالية لا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة سلسلتها أو الإقصاء عنها ، بل هو شكل أو طريقة ، دون موافقة كافية سريعة من شركة الرأسي المالية. إن اسلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعني بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إسلام أو الإقصاء عنهم من مخاتير وأراء ، واستنتاجات أو معلومات قل شئ تلك المعلومات العمومية من جانب شركة الرأسي المالية. وقد تم الحصول على هذه المعلومات من مصادر موثوقة تأكيداً بعدها معلومات موثوقة لا تقدم أي إفراط أو مخاتير (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات المقدمة في هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مistlela أن أنها تصلح لأي غرض محدد. وثيقa البحث هذه إنما تقدم المعلومات المقدمة كما أنها لا ترقى بالمعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مistlela أن أنها تصلح لأي غرض محدد.

شبح نظام التصنيف في شركة الاحم، المالحة

تستخدم شركة الرأسي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه المعاودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تطبيقها باستثناء أسهم الشركات المالية وعددليل من الشركات الأخرى غير الملتزم بمعايير شريعة الإسلامية:

Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10% فوق السعر الحالي للسهم ، ونتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني يحدود 9-12 شهور.

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

"تحقيق المراكز" Underweight: يكون سعر تأمين المستهدف أكثر من 10% دون مستوى السعر الحالى للسهم، وتنوّع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهراً.

Target price: السعر المستهدف: قد يكون هذا السعر مطابقاً للقيمة العادلة المقيدة للسهم المعنوي ، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلاً لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تغير بشكل جيد عدم احتساب أو إيلام سعر سهم من الأسماء إلى القيمة العادلة المحددة ضمن اقتصاد المعنوي. وفي مثل هذه الحالة ، تقوم تحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقيدة لذلك السهم ، ونشر الأسباب التي تؤدي إلى تحديد السعر المستهدف.

11

مازن السديري
مدير إدارة الأبحاث
هاتف: +966 11 2119449
بريد الكتروني: alsudairim@alraibi-capital.com

شركة الراجحي المالية
ادارة البحوث
طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي
11432 ص ب 5561 الرياض
المملكة العربية السعودية
بريد الالكتروني: research@alrajhi-capital.com
www.alrajhi-capital.com

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