



إدارة البحوث

Pritish K. Devassy, CFA

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

7.9% أقل من الحالي
29/1/2018 بتاريخ

68.00
73.82

السعر المستهدف
السعر الحالي

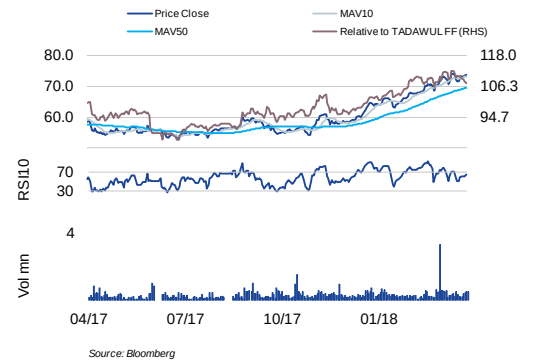
التصنيف الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

الأداء



الأرباح

(SARmn)	2017	2018e	2019e
Revenue	7,221	8,013	7,931
Y-o-Y	15.9%	11.0%	-1.0%
Gross profit	2,870	3,193	3,485
Gross margin	39.7%	39.8%	43.9%
Net profit	2,376	2,665	2,961
Y-o-Y	1.4%	12.2%	11.1%
Net margin	32.9%	33.3%	37.3%
EPS (SAR)	4.2	4.7	5.3
DPS (SAR)	3.3	4.0	5.0
Payout ratio	76.9%	84.4%	95.0%
P/E (Curr)	17.2x	15.3x	13.8x
P/E (Target)	16.1x	14.4x	12.9x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

ينبع الوطنية للبتر وكيموايات الربع الأول : الأرباح متوافقة مع التقديرات.

اعلنت بنسحاب عن إيرادات للربع الأول جاءت أقل من التقديرات وربما كان ذلك بسبب التأثير الذي تجاوز التوقعات نتيجة لإغلاق (غير معلن) مصنع البولي إثيلين مرتفع الكثافة والبولي إثيلين الخطي منخفض الكثافة (المصدر : بوليمر أديت). وكنا قد قدرنا أن يبلغ معدل استغلال الطاقة الإنتاجية للربع الأول 82% تقريبا، بيد أن النتائج أشارت إلى معدلات التشغيل ربما تكون قد انخفضت إلى أكثر من ذلك لتبلغ 75% تقريبا. ورغمما عن انخفاض الإيرادات (17.5% على أساس ربعي) في ظل حالات إغلاق المصانع، فقد لاحظنا تحسنا في مستويات كفاءة التكلفة، وربما يعزى ذلك إلى ارتفاع مبيعات الشركة من المنتجات الثانوية، إذ بلغ صافي الربح الكلي (631 مليون ريال) وجاء متوافقا بشكل عام مع تقديراتنا (652 مليون ريال). وقد حدث ذلك عقب تجاوز الأرباح للتقديرات في الربعين الأخيرين مما يؤكد مرة أخرى على تأثير ما يعرف بقانون المتوسطات لشركات البتر وكيموايات التي تتسم بطبيعتها الدورية. ونتيجة لذلك، فإن تقديراتنا المستقبلية التي تعتمد على متوسط الأسعار الدورية ومعدلات استغلال الطاقة الإنتاجية، قد ظلت عموما بدون تغير إذ أننا نتوقع أن يتحسن أداء بنسحاب بعد إغلاق المصانع. وعليه، فقد أبقينا على سعرنا المستهدف لسهم الشركة عند 68 ريال للسهم مع تصنيف محايد يتضمن التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمنا. إننا نتوقع ارتفاعا في ربح السهم الموزع ليصل تقريبا إلى 4.0 ريال لعام 2018، وذلك نظرا للوضع المالي الجيد للشركة بالإضافة إلى مقدراتها الكبيرة لتحقيق تدفقات نقدية حرة.

- **تفاصيل إضافية:** جاءت إيرادات الشركة للربع الأول التي بلغت 1,787 مليون ريال، أقل من تقديراتنا التي بلغت 1,966 مليون ريال (تقديرات المحللين : 2,113 مليون ريال)، ويعزى ذلك أساسا إلى حجم المبيعات الضعيف نتيجة إغلاق المصانع المحتمل في فبراير/مارس (مصنع البولي إثيلين مرتفع الكثافة والبولي إثيلين الخطي منخفض الكثافة : 6-7 أسابيع ؛ المصدر : بوليمر أديت)، مما سيؤدي تماما على الأثر الإيجابي للأسعار المرتفعة لمنتجات الشركة. لقد تم تعويض انخفاض الإيرادات عن التقديرات بحوالي 179 مليون ريال، بشكل كبير بالتحسن في مستويات الكفاءة الإنتاجية التي كانت أفضل من التوقعات (من المحتمل جدا أن يكون ذلك قد حدث في مصنع جلايكول الإيثيلين الأحادي) وانخفاض مصروفات المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية، مما أدى إلى انخفاض في مستويات الربح الإجمالي بمقدار 46 مليون ريال وبمقدار 29 مليون ريال فقط في ربح التشغيل. وبناء على ذلك، فقد بلغ صافي الربح 631 مليون ريال، وكان متوافقا في معظمه مع تقديراتنا التي بلغت 652 مليون ريال (متوسط تقديرات المحللين : 726 مليون ريال).

- **ماذا يمكن أن نتوقع في المدى القريب؟** بعد إغلاق مصنع البولي إثيلين مرتفع الكثافة والبولي إثيلين الخطي منخفض الكثافة في الربع الأول، فإننا نتوقع أن ترتفع معدلات الإنتاج خلال أرباع السنة القادمة، وبناء عليه فإننا نؤكد على نظرنا المستقبلية الإيجابية حول الشركة كما أبقينا على تقديراتنا السابقة. وبينما يتوقع لأسعار المنتجات أن ترتفع بشكل تدريجي في أرباع السنة القادمة، فربما تشهد الشركة انخفاضا في أسعار اللقيم في المدى القريب، ويعزى ذلك إلى أسعار النفط الأخذة في الارتفاع، مما قد يبقّي الهوامش قيد المراقبة. وبالإضافة إلى ذلك، فإننا نعتقد أن أرباح الأسهم من المحتمل أن ترتفع من 3.25 ريال للسهم الواحد في 2017 إلى 4.00 ريال للسهم في 2018 (تقديري)، نظرا للوضع المالي الجيد للشركة بالإضافة إلى مقدراتها الكبيرة لتحقيق تدفقات نقدية حرة. علاوة على ذلك، فإن مشروع جلايكول الإيثيلين DBN ، سوف يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للشركة لجلايكول الإيثيلين الأحادي إلى 850 ألف طن في العام بنهاية 2018، مما سيمثل محركا لارتفاع سعر السهم في المدى المتوسط.

شكل 1: ملخص نتائج الربع الرابع 2017 لشركة بنسحاب

(SAR mn)	Q1 2017	Q4 2017	Q1 2018	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est	Comments
Revenue	1,759	2,167	1,787	1.6%	-17.5%	1,966	Missed our and consensus estimates, largely due to lower than expected utilization rate amid likely multi-weeks shutdown at its HDPE and LLDPE plants.
Gross profit	728	897	740	1.6%	-17.5%	786	Top-line miss was partially offset by improvement in production efficiencies (most likely at MEG plant), capping the miss at the gross profit level..
Gross margin	41.4%	41.4%	41.4%			39.9%	
Operating profit	623	780	635	1.9%	-18.6%	664	SG&A expenses could have declined more than our expectation.
Operating margin	35.4%	36.0%	35.5%			33.7%	
Net profit	608	778	631	3.7%	-18.9%	652	Largely in line with our estimate of SAR652mn (consensus: SAR726mn), aided by improved production and operating efficiencies.
Net margin	34.6%	35.9%	35.3%			33.2%	

Source: Company data, Al Rajhi Capital



• **التقييم:** رغما عن انخفاض إيرادات الشركة عن التقديرات في الربع الأول، والتي تأثرت بإغلاق المصانع، فإن نظرتنا لا تزال إيجابية حول ينساب، نظرا لمقدراتها التشغيلية القوية مقرونة بمركزها المالي الجيد (وضع النقد الصافي) ومقدراتها الكبيرة على تحقيق تدفقات نقدية حرة في ظل متطلبات رأسمالية محدودة (حتى بعد ضم مشروع جلايكول الاثني عشر DBN الذي تبلغ قيمته 373 مليون ريال). وبعد الاعلان عن نتائج الربع الأول، لم نقوم بمراجعة تقديراتنا المستقبلية بدرجة كبيرة حول الشركة. وعند ربح السهم التقديري المستقبلي لعام 2018 الذي يبلغ 4.7 ريال للسهم، فإن مكررات الربح التقديرية لعام 2018 تبلغ 15.3 مرة، وهي بذلك أعلى من متوسطها التاريخي الذي يبلغ 14.2 مرة. وقد أبقينا على سعرنا المستهدف للسهم عند 68 ريال بناء على طريقة تقييم تجمع بأوزان متساوية بين طريقة التدفقات النقدية المخصومة وطريقة التقييم النسبي (مكرر ربح مستهدف يبلغ 13.5 مرة، وذلك ليتوافق مع توزيعات الأرباح المرتفعة وفقا لتقديراتنا). إن توزيعات ربح السهم التقديرية للسنة المالية 2018 التي تبلغ 4.0 ريال، تشير ضمنا الى تحقيق عائد لربح السهم يبلغ 5.5% تقريبا، وهو أعلى كثيرا من ربح السهم لمعظم الشركات المماثلة.

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 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 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 ويبلغ 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 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 السعودي 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 أفق زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع 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 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 مطبقاً للقيمة العادلة المقترحة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلاً 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 11 211 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