



إدارة البحوث

Prithish K. Devassy, CFA

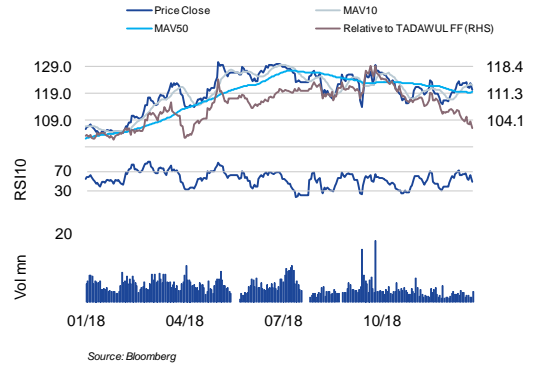
Tel +966 11 2119370, devassy@alrajhi-capital.com

132.00 السعر المستهدف  
9.6% أعلى من الحالي  
120.40 بتاريخ 24/01/2018 السعر الحالي

التصنيف الحالي

زيادة المراكز المحافظة على المراكز تخفيض المراكز

الأداء



الأرباح

| (SARbn)       | 2017  | 2018  | 2019e |
|---------------|-------|-------|-------|
| Rev           | 151.6 | 169.1 | 163.2 |
| Rev growth    | 6.0%  | 11.6% | -3.4% |
| Gross Profit  | 51.0  | 57.7  | 53.7  |
| Gross margin  | 33.7% | 34.1% | 32.9% |
| EBITDA        | 43.8  | 52.0  | 48.8  |
| EBITDA margin | 28.9% | 30.8% | 29.9% |
| Net Profit    | 18.4  | 21.5  | 19.1  |
| Net margin    | 12.1% | 12.7% | 11.7% |
| EPS           | 6.1   | 7.2   | 6.4   |
| DPS           | 4.2   | 4.4   | 4.8   |
| Payout ratio  | 68%   | 61%   | 75%   |
| EV/EBITDA     | 9.1x  | 7.7x  | 8.2x  |
| P/E           | 19.6x | 16.8x | 18.9x |

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

## الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك) الربع الرابع : صافي الربح دون التوقعات؛ أبقينا على تصنيفنا المحايد

أعلنت سابك عن تحقيق ربح صافٍ ضعيف للربع الرابع بلغ 3.2 مليار ريال، وجاء أقل من تقديراتنا ومن متوسط تقديرات المحللين، ويعزى ذلك بدرجة كبيرة إلى الأرباح الضعيفة من شركاتها التابعة المدرجة في السوق، وهي كيان ( أعلنت سابقاً عن انخفاض بلغ مقداره -438 مليون ريال)، وينساب (-239 مليون ريال) وسافكو (-33 مليون ريال)، بالإضافة إلى تكاليف إنتاج ربما كانت أعلى من التوقعات في قطاعها للبتر وكيموايات. وبينما كانت الإيرادات متوافقة بدرجة كبيرة مع التوقعات، فقد أدى ارتفاع تكلفة السلع المباعة، إلى جانب ارتفاع مصروفات البيع والمصروفات العمومية والإدارية ( بسبب نهاية العام)، إلى انخفاض الأرباح الإجمالية وأرباح التشغيل إلى دون توقعاتنا ( الشكل 1). ولم تؤثر النتائج الضعيفة على سعر السهم عقب إعلان النتائج، نظراً لحالة التفاوض السائدة تجاه ضم سابك في مؤشر الفوتسي للأسواق الناشئة في مارس 2019 وفي مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة في مايو 2019. ونشير هنا إلى أن سابك قد شهدت عمليات شراء صافية بلغت قيمتها 160 مليون دولار ( أعلى من المعتاد) من قبل مستثمرين مؤسسيين أجانب منذ بداية يناير، وفقاً لتقديراتنا. ورغم أن البيانات المالية التصحيحية لم يتم الإفصاح عنها بعد، فإن البيانات الأولية تشير إلى أن الشركة، بالإضافة إلى شركاتها التابعة المسجلة في السوق، ربما تكون قد شهدت تأثيراً إضافياً جراء مصروفات مرتبطة بخفض قيمة الأصول بأعلى من المعتاد، إلى جانب مصروفات بحث وتطوير في الربع الرابع 2018. ورغم ذلك، فإننا ننظر إلى هذه المصروفات باعتبارها مصروفات لمرة واحدة ولا نتوقع مستوى مماثل من التكاليف في الفترة القادمة. وبعد الإعلان عن نتائج الربع الرابع وتحديث أحدث سعر لسهم الشركة، قمنا بخفض سعرنا المستهدف للسهم بدرجة طفيفة إلى 132 ريال ( 135 ريال سابقاً) ولكننا أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في السهم.

### شكل 1: ملخص نتائج الربع الرابع 2018 لشركة سابك

| (SAR bn)         | Q4 2017 | Q3 2018 | Q4 2018 | Y-o-Y  | Q-o-Q  | ARC est | Comments  |
|------------------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|---|
| Revenue          | 40.3    | 43.8    | 40.1    | -0.5%  | -8.3%  | 41.1    | Largely in-line with our estimate of SAR41.1bn (consensus: SAR40.3bn).  |
| Gross profit     | 12.5    | 15.1    | 12.2    | -1.8%  | -18.7% | 13.9    | Higher-than-expected production costs, led its listed petchem subsidiaries, pushed gross profit below our estimate in Q4. |
| Gross margin     | 30.9%   | 34.4%   | 30.5%   |        |        | 33.7%   |   |
| Operating profit | 6.6     | 10.0    | 6.5     | -1.1%  | -34.9% | 9.0     | Further, higher-than-expected SG&A expenses (SAR5.7bn vs. SAR4.8bn expected) impacted at the operating level.             |
| Operating margin | 16.3%   | 22.8%   | 16.2%   |        |        | 22.0%   |   |
| Net profit       | 3.7     | 6.1     | 3.2     | -12.4% | -46.9% | 5.4     | Consequently, net profit came below our (SAR5.4bn) and consensus (SAR5.3bn) estimates.                                    |
| Net margin       | 9.2%    | 13.9%   | 8.1%    |        |        | 13.1%   |   |

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

**النظرة المستقبلية والتقييم:** بالنسبة للتقييم، فقد أخذنا المتوسط للتقييم المبني على طريقة التدفقات النقدية المخصومة ( 137.8 ريال) للسهم، ومتوسط لتكلفة رأس المال المرجح يبلغ 9.8% وتقييم على أساس قيمة الشركة/EBITDA يبلغ 126 ريال ( مكرر تقييم يبلغ 8 مرات، أي بانخفاض بنسبة 15% مقارنة بتقييم الشركات العالمية النظرية، مقارنة بانخفاض بنسبة 25% في السابق، وذلك نظراً لإدراج الشركة المتوقع في المؤشرات العالمية وبيع حصة من حصصها لشركة أرامكو) وتوصلنا إلى سعر مستهدف للسهم يبلغ 132 ريال. وعند مستوى سعر السهم الحالي، فإن سهم الشركة يتداول عند مكرر ربح تقديري على أساس ربح السهم التقديري لعام 2019، يبلغ 18.9 مرة، أي أعلى من مكرر الربح للشركات المماثلة المحلية الذي يبلغ 13.5 مرة. وإجمالاً، وبناء على منهجيتنا للتصنيف، فقد أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

**المخاطر:** ترتبط العوامل التي يمكن أن تؤدي إلى ارتفاع سعر السهم عن التقديرات، بالتشغيل التجاري الناجح بأسرع من التوقعات لمشاريع التوسعة المستقبلية للشركة والارتفاع في فروقات أسعار المنتجات. ومن المرجح أن يتم إدراج سابك في مؤشرات مورغان ستانلي، فاينانشيال تايمز وستاندر أند بورز للأسواق الناشئة، مما يحقق لها مزيداً من الرغبة العالمية في سهمها فور ترفيع السوق المالية السعودية إلى قائمة الأسواق الناشئة، وهو أمر من شأنه تخفيف جزء من الانخفاض في التقييم عن الشركات المماثلة العالمية، بشرط تحسن مستوى الإفصاح. وتشمل مخاطر انخفاض سعر السهم عن التقديرات، حدوث انخفاض غير متوقع في سعر النفط مما يترتب عليه حدوث انخفاض في أسعار المنتجات البتر وكيمواوية، إغلاق المصانع غير المخطط له، إلى جانب أي تعديلات إضافية غير متوقعة في أسعار اللقيم المدعوم. إن المشاريع الجديدة مثل مشروع مصفاة الكيموايات OTC، تعتبر ضخمة جداً وهي مشاريع غير تقليدية، ويمكن أن تكون عامل مخاطر سلبية، إذا لم يحالفها النجاح.



## 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 والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات أو معلومات أو معلومات 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 مصفلة أو أنها تصلح لأي عرض 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 وبأن 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 المئالي 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 المسنولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات 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 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 معدة 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 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، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 9-6 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 9-6 شهور.

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

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقا للقيمة العادلة المقترحة للسهم المعنى، 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 المقترحة لذلك السهم، ونشرح الأسباب التي تدفنا 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 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