

التوصية
السعر المستهدف خلال 12 شهر
شراء
18.50 ريال

إجمالي العوائد المتوقعة

السعر في 25 سبتمبر 2017 (ريال)	15.67
العائد المتوقع لسعر السهم	18.1%
عائد الأرباح الموزعة	3.2%
إجمالي العوائد المتوقعة	21.3%

بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً (ريال)	11.8/19.8
القيمة السوقية (مليون ريال)	5,746
قيمة المنشأة (مليون ريال)	12,945
الأسهم المتداولة (مليون سهم)	366.7
الأسهم المتاحة للتداول (الاسهم الحرة)	74.3%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهر)	850,000
رمز بلومبيرغ	SIPCHEM AB

أداء السهم السنوي



المصدر: بلومبيرغ



المساهمون الرئيسيون	نسبة الملكية
مجموعة الزامل	9.7%
شركة إيكاروس القابضة	8.2%
المؤسسة العامة للتقاعد	7.8%
أسهم متداولة	74.3%

الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات (سبكيم)
تقرير إحقاق

إحتمالية تعافي الأرباح

نستمر على نظرتنا لشركة سبكيم مع التوصية بالشراء، وذلك مع تحسن العوامل الأساسية وتقديم السهم عائداً بنسبة 18% في الوقت الراهن. على الرغم من مراجعتنا للتقديرات بشكل طفيف، تغير السعر المستهدف لمدة 12 شهر بشكل طفيف إلى 18.50 ريال وذلك من 19.00 ريال سابقاً. تأخذ نظرتنا الاستثمارية بعين الاعتبار التقييمات الجذابة وتحسن النظرة المستقبلية التشغيلية لخطوط الإنتاج لدى سبكيم وسط توسع القدرة الانتاجية للميثانول بحلول عام 2019. قمنا بتعديل تقديراتنا وإعادة صياغة بعض الافتراضات، ولكننا نركز بشكل رئيسي على ثلاثة جوانب: (1) تحسن معدلات التشغيل وأسعار المنتجات (2) النفقات الرأسمالية، لم يتم تسعير تعافي الأرباح والاستقرار في الهوامش بشكل كامل، (3) قصة الاندماج يمكن أن تحقق تناسقاً طويلاً للأجل لشركة سبكيم. تعد التقييمات عند مستويات ملائمة حيث ارتفع مكرر ربحية السهم المتوقع لعام 2018 إلى 13.0 مرة ليأتي دون مكرر شركة سابك البالغ 14.2 مرة، ومكرر ينساب البالغ 13.3 مرة، ومكرر القطاع عند 15.4 مرة، ومكرر المؤشر العام عند 14.5 مرة. يقدم السهم عائداً جيداً مقابل المخاطر، حيث من المتوقع أن تتحسن توزيعات الأسهم إلى ريال لكل سهم بحلول عام 2019. نستمر على توصيتنا بالشراء.

إمكانية ارتفاع اتجاه مزيج الأحجام والأسعار

تعتبر معدلات الاستخدام الجيدة والارتفاع في أسعار المنتجات هي العوامل الرئيسية لنمو الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب نسبته 2% للفترة ما بين 2017 - 2019. شهدت شركة سبكيم ما بين 5 إلى 6 إغلاقاً صيانة على مدى الثلاثة إلى أربعة سنوات الماضية، مما أدى إلى انخفاض متوسط معدلات الاستخدام إلى مستوى 87% خلال الفترة ما بين 2011 - 2016. نتوقع أن يبلغ متوسط معدلات الاستخدام مستوى 88% للفترة ما بين 2017 - 2019. يعد نمو الأسعار خللات الفينيل الأحادي المتوقع للفترة ما بين 2017 - 2019 بمعدل سنوي مركب يبلغ 5% و 4% لحمض الأسيتيك العامل الرئيسي الذي يدعم افتراضاتنا للإيرادات. نتوقع أن يكون السعر مدفوعاً بالطلب القوي من أسواقها الرئيسية وخاصة أوروبا وآسيا.

نتوقع تعافي الأرباح

لم يتم تسعير التوقعات بنمو ربحية السهم بمعدل سنوي مركب يبلغ 5% للفترة 2017 - 2019 وسط ارتفاع بمقدار أربعة أضعاف في الأرباح في عام 2017 بشكل كامل، حيث يتداول السهم عند مستويات منخفضة. نعتقد بأن أثر هذا الارتفاع لم ينعكس على سعر السهم، حيث انخفض بنسبة 17% منذ بداية العام في الوقت الذي قلل السوق من مدى تعافي الأرباح. بالإضافة إلى ذلك، فإن استقرار الهوامش (هوامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزيادة عند مستوى 20% حتى عام 2019) والتوسع في فوارق الأسعار هما عوامل تدفع جودة الأرباح. نتوقع أن يساعد انتعاش أسعار الميثانول وخللات الفينيل الأحادي وحمض الأسيتيك على زيادة توسع الهوامش.

الاندماج يمكن أن يجلب التناسق في العمليات

من شأن الاندماج (إذا تحقق) بين شركتي سبكيم و الصحراء أن يؤدي إلى تحقيق قدر كبير من التناسق في العمليات واستفادة المساهمين نظراً لجودة الداعمين لهذا الاندماج من كلا الجانبين. نعتقد أن صبر المستثمرين قد نفذ حيال هذه العوامل النوعية نظراً إلى أن التقييمات لا تعكس بشكل كبير هذا الحدث. قد يخلق الكيان المشترك تميزاً وتحسن في سلسلة الأنشطة المضيفة للقيمة، ليصبح بذلك خامس أكبر شركة للبتروكيماويات في المملكة العربية السعودية.

البيانات المالية والنسب الأساسية

نهاية شهر ديسمبر (مليون ريال)	2019*	2018*	2017*	2016	2015
الإيرادات	4,900	4,640	4,185	3,367	3,515
الدخل قبل المصروفات البنكية والزيادة والإهلاك والإستهلاك	1,907	1,776	1,539	1,165	1,264
صافي الدخل	504	444	314	70	288
ربحية السهم (ريال)	1.37	1.21	0.86	0.19	0.79
أرباح السهم الموزعة (ريال)	1.00	0.75	0.50	0.50	0.50
مكرر الربحية	x11.4	x13.0	x18.3	x82.3	x20.0
مكرر القيمة الدفترية	x0.9	x0.9	x1.0	x1.0	x1.0
قيمة المنشأة/الدخل قبل المصروفات البنكية والزيادة والإهلاك والإستهلاك	x6.8	x7.3	x8.4	x11.1	x10.3

تقديرات

ملف استثمار الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات (سبكييم)

ملف الشركة

	*2019	*2018	*2017	2016	2015	2014
قائمة الدخل (مليون ريال)						
المبيعات	4,900	4,640	4,185	3,367	3,515	4,075
الدخل الإجمالي	1,519	1,392	1,130	690	833	1,343
الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك	1,907	1,776	1,539	1,165	1,264	1,742
الدخل التشغيلي	1,041	951	753	417	573	1,171
صافي الدخل	504	444	314	70	288	617
قائمة المركز المالي (مليون ريال)						
الموجودات المتداولة	4,481	4,052	3,478	3,307	3,575	4,063
الموجودات غير المتداولة	12,171	12,538	12,917	13,193	13,484	13,148
إجمالي الموجودات	16,652	16,590	16,395	16,500	17,059	17,211
المطلوبات المتداولة	2,270	2,246	2,179	2,091	1,790	1,565
المطلوبات غير المتداولة	6,184	6,410	6,652	6,910	7,565	7,683
إجمالي المطلوبات	8,454	8,657	8,831	9,000	9,354	9,248
إجمالي حقوق الملكية	8,198	7,933	7,564	7,500	7,705	7,963
إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية	16,652	16,590	16,395	16,500	17,059	17,211
قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)						
صافي النقد المتوفر من الأنشطة التشغيلية	1,205	1,063	961	927	927	1,675
صافي النقد المتوفر من الأنشطة الاستثمارية	(976)	(948)	(721)	(812)	(1,027)	(1,496)
صافي النقد المتوفر من الأنشطة التمويلية	(715)	(729)	(743)	(426)	(234)	(570)
ملخص التقييمات						
مكرر الربحية	x11.4	x13.0	x18.3	x82.3	x20.0	x9.3
مكرر القيمة الفكرية	x0.9	x0.9	x1.0	x1.0	x1.0	x1.0
قيمة المنشأة/المبيعات	x2.6	x2.8	x3.1	x3.9	x3.7	x3.2
قيمة المنشأة/الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك	x6.8	x7.3	x8.4	x11.1	x10.3	x7.4
عائد الأرباح الموزعة	%6.4	%4.8	%3.2	%3.2	%3.2	%8.0
النمو (على أساس سنوي)						
إجمالي المبيعات	%6	%11	%24	(%4)	(%14)	%2
الدخل الإجمالي	%9	%23	%64	(%17)	(%38)	%3
الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك	%7	%15	%32	(%8)	(%27)	%2
صافي الدخل	%13	%41	%349	(%76)	(%53)	(%1)
الهوامش						
الدخل الإجمالي	%31	%30	%27	%21	%24	%33
الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك	%39	%38	%37	%35	%36	%43
صافي الدخل	%10	%10	%8	%2	%8	%15
معدلات رئيسية						
صافي الدين / الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك	3.7	4.1	5.0	6.9	6.7	4.5
الدين إلى حقوق المساهمين	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.3
المعدل الحالي	2.0	1.8	1.6	1.6	2.0	2.6
العائد على الأصول	%6.3	%5.8	%4.6	%2.5	%3.3	%6.9
العائد على حقوق المساهمين	%6.2	%5.7	%4.2	%0.9	%3.7	%8.0
معدلات لكل سهم (ريال)						
ربحية السهم	1.37	1.21	0.86	0.19	0.79	1.68
القيمة الفكرية للسهم	17.22	16.75	15.97	16.02	15.85	16.28
أرباح السهم الموزعة	1.00	0.75	0.50	0.50	0.50	1.25

المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية
*تقديرات

تأسست الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات "سبكييم" في عام 1999 ومقرها في المملكة العربية السعودية، وهي تعد منتج متوسط الحجم للبتروكيماويات في المملكة العربية السعودية. تعمل في المقام الأول في مجال إنتاج البتروكيماوية الوسيطة لتنتج منتجات كيماوية خاصة من خلال شركاتها التابعة التي ترتبط العمليات فيما بينها بشكل جيد.

لا يزال يشكل سوقها الرئيسي (آسيا) نسبة 36%، تليها أوروبا بنسبة 26%، في حين أن الباقي عبارة عن معاملات بين الشركات بنسبة مبيعات من المملكة العربية السعودية وباقي الشرق الأوسط وشمال أفريقيا تبلغ 30%.

الشركات التابعة الرئيسية لسبكييم هي: الشركة العالمية للميثانول بنسبة 65%، والشركة العالمية للغازات بنسبة 72%، والشركة العالمية للدايول بنسبة 75%، والشركة العالمية للأسيتيل المحدود بنسبة 87%، والشركة العالمية لخلات الفينيل المحدود بنسبة 87%، والشركة العالمية للبوليمرات بنسبة 75%، وشركة سبكييم للكيماويات بنسبة 95%.

تقوم الشركة العالمية للميثانول بتصنيع وبيع الميثانول بطاقة إنتاجية تبلغ 970 ألف طن. لدى الشركة اتفاقية توريد 248,000 طن و 8,000 طن في السنة من الميثانول إلى كل من الشركة العالمية للأسيتيل المحدود والشركة العالمية للدايول على التوالي.

تنتج الشركة العالمية للدايول وتبيع البيوتانديول ومشتقاتها بطاقة إنتاجية تبلغ 76 ألف طن. تقوم الشركة بتزويد الشركة العالمية للميثانول بأربعة آلاف برميل يومياً من البوتان من شركة أرامكو السعودية. لدى الشركة العالمية للدايول عقد طويل الأجل مع شركة فينمار العالمية المحدود، وشركة ويل وشركاه.

تنتج الشركة العالمية للغازات أول أكسيد الكربون بطاقة إنتاجية قدرها 345 ألف طن و 65 ألف طن من الهيدروجين، الذي يستخدم كمادة لقيم في الشركة العالمية للأسيتيل المحدود. لدى الشركة عقد توريد 240,000 طن في السنة من أول أكسيد الكربون إلى الشركة العالمية للأسيتيل المحدود.

تنتج الشركة العالمية للأسيتيل المحدود حامض الأسيتيك الذي يستخدم لمعالجة خلات الفينيل الأحادي في مصنع الشركة العالمية لخلات الفينيل المحدود بطاقة إنتاجية تبلغ 460 ألف طن. يستخدم المجمع تكنولوجيا إستماني لاستخلاص منتجات حامض الأسيتيك وحمض أسيتيك الأنهيدرايد.

تنتج الشركة العالمية لخلات الفينيل المحدود خلات الفينيل الأحادي بطاقة إنتاجية تبلغ 330 ألف طن وتستخدم لمعالجة منتجات حامض الأسيتيك وحمض أسيتيك الأنهيدرايد.

تنتج الشركة العالمية للبوليمرات كل من البولي إيثيلين منخفض الكثافة وخلات فينيل الإيثيلين بطاقة إنتاجية تبلغ 200 ألف طن.

نظرة على القطاع

مدى الارتباط بين أسعار النفط والمنتجات يتجه للانخفاض

أدى الانخفاض الطفيف في أسعار النفط الخام خلال النصف الأول من عام 2017 بنسبة 7% على أساس ربعي إلى اتجاهات متدنية مماثلة في أسعار المنتجات البتروكيماوية. لم ينعكس ذلك بشكل كبير على مؤشر بلومبيرغ للكيماويات المتنوعة، حيث ارتفع بنسبة 16% في النصف الأول من عام 2017 بعد ارتفاعه الحاد بنسبة 26% في عام 2016، مما يشير إلى وجود زخماً إيجابياً من قبل المستثمرين. سيطرت اتفاقية أوبك لخفض الإنتاج بشكل محدود على كمية الخفض في الإنتاج للمنتجين مما تسبب في تقلب الأسعار مع تركيزهم على الاحتفاظ بحصصهم السوقية، حيث بلغ إنتاج المملكة العربية السعودية للخام مستويات قياسية. تشير تقارير وكالة الطاقة الدولية إلى استقرار أسواق النفط وتوقع أن يبلغ متوسط السعر 53 دولار للبرميل لعام 2017، في حين بلغ متوسط أسعار النفط (برنت) منذ بداية العام 46 دولار للبرميل. من المتوقع وجود اتجاه إيجابي لأسعار البتروكيماويات وسط التقلبات في معدلات التشغيل، سواء على مستوى المنتجات الأساسية أو المتوسطة أو المتخصصة. على صعيد مواد اللقيم، فقد انخفضت أسعار الغاز الطبيعي المسال بنسبة 12% حيث بلغت أسعار الغاز الطبيعي 3.01 دولار لكل مليون وحدة حرارية بريطانية في النصف الأول من عام 2017، في حين شهدت أسعار الغاز الطبيعي المسال الأخرى (البروبان والبيوتان والنفثا) تقلباً مماثلاً في الربع الثاني من عام 2017. نتوقع بأن ترتفع أسعار الغاز الطبيعي المسال مع قرب موسم الشتاء في أوروبا. تأثر الطلب على البتروكيماويات بشكل عام بالاقتصادات الآسيوية وخصوصاً الصين. سنركز في هذا القسم على تحديد موقع سبكيم وفهم الدوافع المتعلقة بالطلب والتسعير.

الشكل 2: مؤشر بلومبيرغ للبتروكيماويات مقابل أسعار النفط*



المصدر: بلومبيرغ

الشكل 1: تحركات أسعار النفط مقابل المتوسطات (دولار للبرميل)

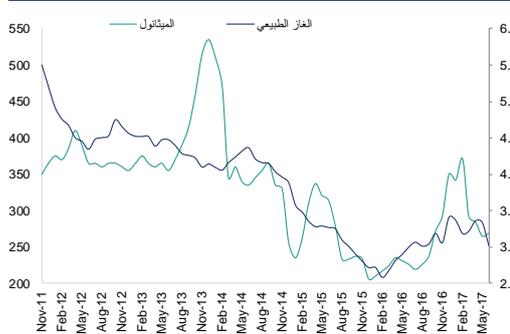


المصدر: بلومبيرغ

تذبذب في أسعار المنتجات

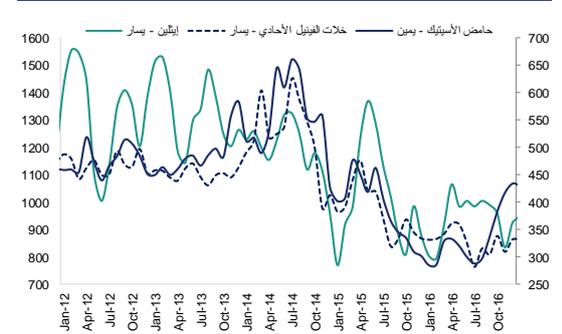
تعمل سبكيم في المقام الأول في مجال خلطات الفينيل الأحادي وحامض الأسيتيك والبولي إيثيلين منخفض الكثافة وخلطات فينيل الإيثيلين والبيوتانديول ولكن بشكل أساسي في الميثانول من خلال شركاتها الخمسة التابعة المختلفة التي ترتبط العمليات فيما بينها. على مدى الربعين الأخيرين، لم تتعافى أسعار المنتجات الأساسية لشركة سبكيم مع انخفاض أسعار الميثانول بنسبة 23% وحامض الأسيتيك بنسبة 4% وخلطات الفينيل الأحادي بنسبة 5% على الرغم من الاتجاه المتقلب في أسعار النفط.

شكل 4: اتجاهات أسعار مواد اللقيم لشركة سبكيم



المصدر: بلومبيرغ

شكل 3: اتجاهات أسعار منتجات شركة سبكيم (دولار/طن متري)

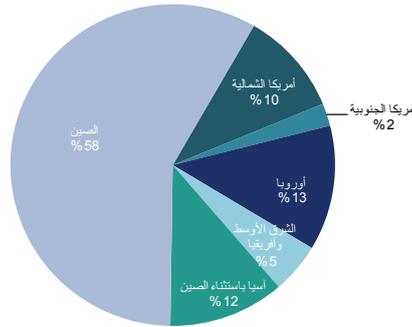


المصدر: بلومبيرغ

#1 الميثانول: تحول في فجوة الإنتاج والطلب

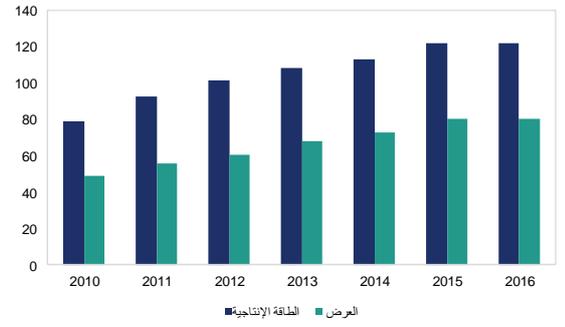
يتزايد الطلب العالمي على الميثانول بعد فجوة صغيرة بين العرض والطلب متأثرة بالأسواق الآسيوية بشكل أساسي. تعد الصين هي المحرك الرئيسي للنمو في مجال الميثانول، مع الطلب المستمر بسبب ازدياد مشاريع تحويل الميثانول إلى الأوليفينات في الصين، ونعتقد أن تراجع الطلب غير المحتمل. تشكل الصين 58% من الطلب العالمي و 48% من المعروض العالمي، مع تغطية الواردات للفجوة في العرض. تتأثر اتجاهات أسعار الميثانول بشكل جزئي من آسيا (بما في ذلك الصين) التي تشكل حوالي 70% من إجمالي الطلب. من المتوقع أن ينمو الطلب العالمي على الميثانول بمعدل نمو سنوي مركب قدره 7%، وفقاً لشركة أي أتش أس، على أن يبلغ مستوى 112 مليون طن متري بحلول عام 2021. على الجانب الآخر، فإن هناك وفرة إضافية طفيفة في الطاقة الانتاجية، وبالتالي اختار المنتجون أن تبلغ معدلات التشغيل ما بين 75 - 80%. مع ذلك، تستمر الطاقة الانتاجية في الارتفاع لهذا القطاع، حيث بدأت معظم المشاريع خلال فترة الازدهار ما بين 2007 و 2008 التي أدت إلى رد فعل طفيفة بعد أزمة 2008. مع تعافي الطلب، فإننا نعتقد بأنه سيتم استيعاب هذه المستويات من الطاقة الانتاجية.

شكل 6: توزيع المعروض العالمي للميثانول لعام 2016



المصدر: تكسات، بلومبيرغ

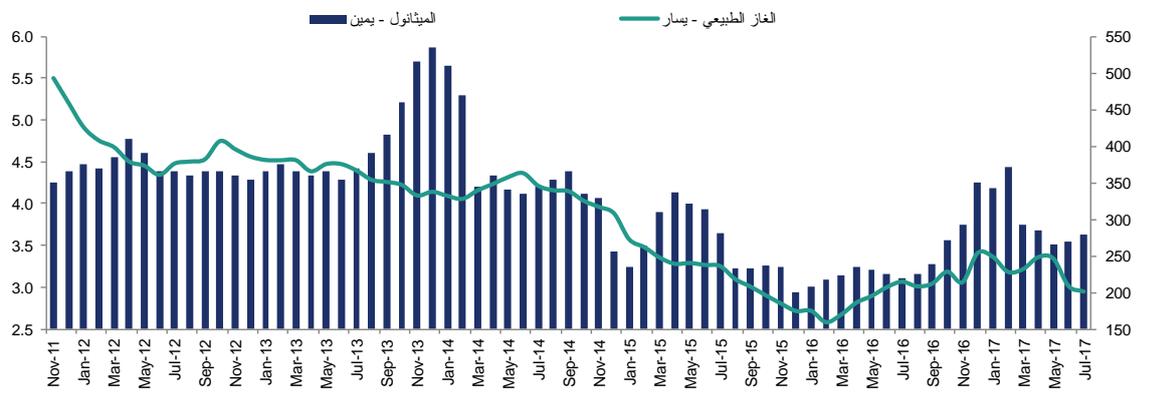
شكل 5: العرض والطاقة الإنتاجية للميثانول (مليون طن)



المصدر: تكسات، بلومبيرغ

على المستوى الشركة، تمتلك سبكيم أحد أعلى مستويات الطاقة الإنتاجية للميثانول في المملكة مدعومةً بإمدادات أرامكو من الغاز الطبيعي، وهي حصة يومية تبلغ 124 ألف وحدة حرارية بريطانية بسعر 1.25 دولار لكل مليون وحدة حرارية بريطانية. نعتقد أن الإزالة التدريجية لدعم الوقود قد تضع معظم المنتجين تحت الضغط، وهي مصدر خطر على مستوى القطاع. بلغ متوسط أسعار الميثانول 241 دولار للطن المتري في عام 2016، أي أقل بنسبة 47% تقريباً من أعلى مستوياتها عند 484 دولار للطن في الربع الأول من عام 2014. نتوقع أن يرتفع فارق سعر الغاز الطبيعي إلى الميثانول إلى 40% وذلك من 36% في الربع الثاني من عام 2017، حيث بلغ متوسط الفارق 40% تاريخياً. بلغ متوسط السعر الفارق 104 دولار للطن خلال عام 2016.

شكل 7: اتجاه أسعار الميثانول والغاز الطبيعي



المصدر: بلومبيرغ

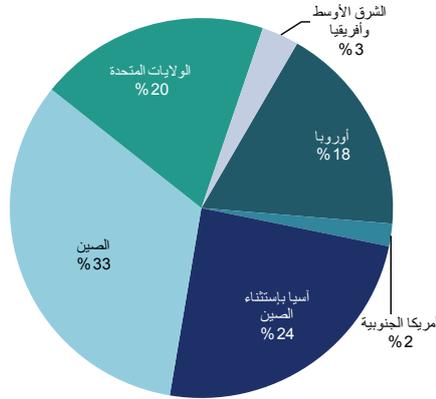
من جانب استهلاك الميثانول، يمثل منتج الفورمالديهايد 40% من استهلاك الميثانول. يتم استخدام هذا النوع من الأدهيد في إنتاج البوريا، والفينول وراتنجات الميلامين فورمالدهيد. يعد حامض الأسيتيك ثاني أعلى مشتق من الميثانول، حيث يمثل 13% من الاستهلاك، تستفيد شركة سبكيم من ذلك نظراً لأنها تنتج حامض الأسيتيك.

#2 خلات الفينيل الأحادي: ارتفاع مستقر، نتوقع نمو الطلب بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 6%

يزداد الطلب العالمي على خلات الفينيل الأحادي بشكل مستقر حيث أنه من المتوقع أن يبلغ 6.3 مليون طن متري بحلول عام 2020، مدفوعاً بشكل رئيسي من قبل آسيا، بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 6% حتى عام 2020. لا تزال الصين تمتلك الحصة الأكبر عند 33% من الطلب هي السوق الرئيسية لخلات الفينيل الأحادي. نتوقع أن

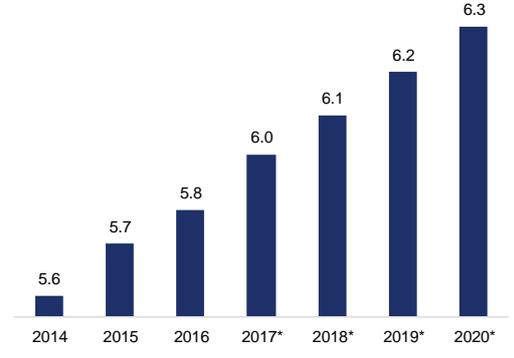
يتمشى العرض مع الطلب، حيث يواجه المنتجون العالميون وطأة فائض المخزون الذي يؤثر على الأسعار. من المتوقع أن ينمو إنتاج خلاط الفينيل الأحادي بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 7% حتى عام 2020، مع محدودية المجال لتراكم المخزون حيث أن الحد من الإمدادات خلال عام 2013 في أوروبا وأمريكا الجنوبية قيد من ارتفاع مستويات الطاقة الإنتاجية. لا نتوقع زيادة كبيرة في العرض بينما نتوقع أن يشهد الطلب والعرض مستويات مماثلة، على الرغم من ارتفاع الطاقة الإنتاجية لخلاط الفينيل الأحادي في الصين والولايات المتحدة، إلا أنها لا تشكل خطراً كبيراً. تعد شركة سبكيم المنتج الوحيد والأكبر لخلاط الفينيل الأحادي في المملكة. بينما تعد شركة سيلانيس السنغافورية وداو للكيماويات وسينوبك من ضمن المنتجين الرئيسيين لخلاط الفينيل الأحادي عالمياً.

شكل 9: توزيع الطلب العالمي لخلاط الفينيل الأحادي لعام 2016



المصدر: تكسات، بلومبيرغ

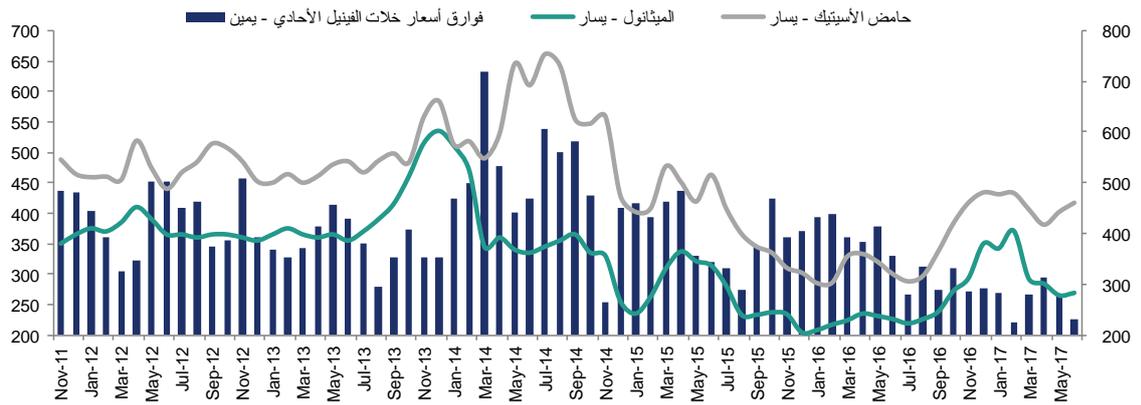
شكل 8: الطلب العالمي لخلاط الفينيل الأحادي (مليون للطن)



المصدر: تكسات، بلومبيرغ
*تقديرات

نعتقد أنه من المتوقع أن يساعد ارتفاع معدلات التشغيل بالإضافة إلى ارتفاع أسعار قطاع خلاط الفينيل الأحادي، حيث بلغت معدلات التشغيل على الصعيد العالمي مستوى 69% خلال الفترة ما بين عامي 2011 و 2016، ومن المتوقع أن تتحسن إلى مستوى 72% بحلول عام 2020، وفقاً لشركة نيكسانت. بلغ متوسط أسعار خلاط الفينيل الأحادي 851 دولار للطن خلال النصف الأول من عام 2017 بانخفاض نسبته 5% على أساس سنوي، حيث لا يزال أقل من مستوى النصف الثاني من عام 2016.

شكل 10: اتجاه فوارق أسعار خلاط الفينيل الأحادي إلى أسعار الميثانول وحامض الأسيتيك (دولار/طن متري)



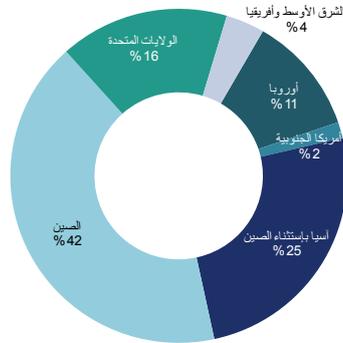
المصدر: بلومبيرغ

مع ذلك، فقد تراجع فوارق أسعار اللقيم المجمعة البالغة 254 دولار للطن في النصف الأول من عام 2017 (حيث تستخدم خلاط الفينيل الأحادي 70% من الميثانول بينما تستخدم حامض الأسيتيك 30%) بشكل كبير مع بلوغ منحنى التكلفة مستويات مرتفعة، أي أن أسعار خلاط الفينيل الأحادي البالغة 851 دولار للطن ليست مناسبة مقابل تكلفتها البالغة 594 دولار للطن. نعتقد أن منتهي خلاط الفينيل الأحادي على المستوى العالمي في وضع غير مفضل في الوقت الحالي حيث لم تشهد الأسعار الدعم المطلوب للتحسن، إلا أن سبكيم قد تكون أقل تأثراً بسبب وجود الدعم على مواد اللقيم. ستستخدم خلاط الفينيل الأحادي بشكل أساسي في تصنيع الغراء للأثاث والمواد اللاصقة، والمنتجات الرئيسية المشتقة من خلاط الفينيل الأحادي هي كحول البولي فينيل وأسيتات البولي فينيل التي تمثل 83% من إجمالي استهلاك خلاط الفينيل الأحادي.

#3 حامض الأستيتك: التكامل في العمليات يلعب دوراً كبيراً، نتوقع نمو الطلب بنسبة 3%

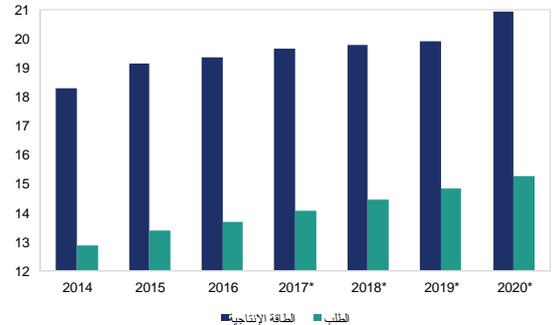
تعد شركة سبكييم واحدة من أكبر منتجي حامض الأستيتك في المملكة بطاقة إنتاجية تبلغ 400 كيلو طن سنوياً، تمثل 18% - 20% من طاقتها الإنتاجية، حيث نعتقد أن هذا هو المفتاح لنمو حجم شركة سبكييم. وعلى الصعيد العالمي، بلغ حجم أعمال حامض الأستيتك نحو 19.1 مليون طن متري في عام 2016، حيث بلغت حصة سبكييم حوالي 2%. على صعيد الطلب، تشكل آسيا 67% من الطلب مدفوعة بالدرجة الأولى من الصين بنسبة 42%. وفقاً لأبحاث نيكسانت، من المتوقع أن تنمو أسواق حامض الأستيتك بمعدل سنوي مركب يبلغ 3% الفترة ما بين عامي 2016 و 2020. نتوقع أن يتمشى العرض مع الطلب، حيث يحافظ المنتجون على أسعار التشغيل للتحكم في مخاطر وفرة الطاقة الإنتاجية. من المتوقع أن ينمو إنتاج حامض الأستيتك بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 4% ليصل إلى 15.2 مليون طن متري بحلول عام 2020. المشتقات الرئيسية من حامض الأستيتك هي: خلات الفينيل الأحادي وولات فينيل الإيثيلين، حيث تمثل 40% من إجمالي استهلاك حامض الأستيتك.

شكل 12: توزيع الطلب العالمي لحامض الأستيتك لعام 2016



المصدر: نيكسانت، بلومبيرغ

شكل 11: الطاقة الإنتاجية والطلب العالمي لحامض الأستيتك (مليون طن)

المصدر: نيكسانت، بلومبيرغ
*تقديرات

نتوقع شركة نيكسانت أن تتحسن معدلات التشغيل إلى مستوى 74% خلال السنوات الثلاثة القادمة، وذلك من 71% خلال الفترة ما بين 2011 و 2016. أما على صعيد الأسعار، فقد بلغ متوسط أسعار حامض الأستيتك مستوى 412 دولار للطن في النصف الأول من عام 2017، مع ارتفاع الأسعار بنسبة 33% على أساس سنوي بعد ارتفاعها في الربع الثالث من عام 2016.

شكل 13: اتجاه أسعار حامض الأستيتك والميثانول (دولار/طن متري)



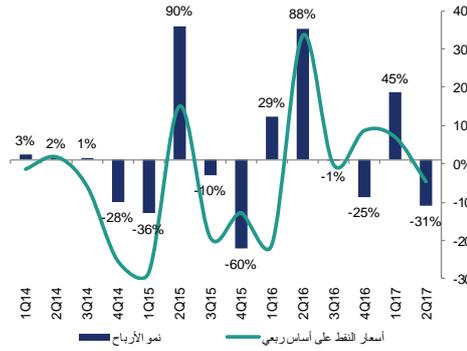
المصدر: بلومبيرغ

يتمشى منحني التكلفة مع أسعار الميثانول بشكل مقارب، كون أن الميثانول وأول أكسيد الكربون يعدان مكونين رئيسيين للتكلفة. كما يشير فارق الأسعار ما بين الميثانول وحامض الأستيتك عند 127 دولاراً للطن إلى تحسن مستوياته.

أداء أرباح القطاع للربع الثاني من عام 2017 دون التوقعات

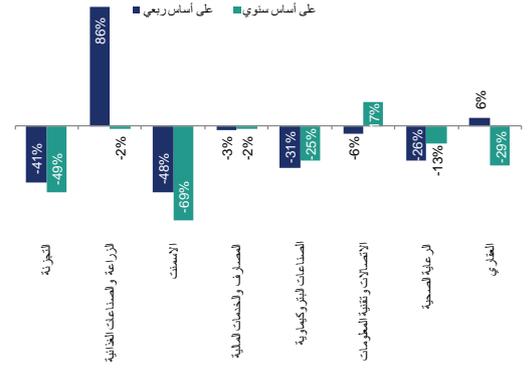
حقق قطاع البتروكيماويات السعودي نتائجاً أفضل نسبياً في الربع الثاني من العام مقارنة بالقطاعات الأخرى، حيث أن التباطؤ المحلي لم يؤثر عليه بشكل كبير. على الرغم من النتائج المتدنية في الربع الثاني بسبب انخفاض أسعار المنتجات وإغلاقات الصيانة، إلا أن القطاع كان في وضع آمن نسبياً. يقارن الشكل 14 القطاعات الرئيسية في المؤشر العام، بينما يقارن الشكل 15 الارتباط بأسعار النفط. أثرت الأرباح المنخفضة لبعض الشركات على الأرباح الإجمالية للقطاع في الربع الثاني لهذا العام، في حين أن الدورة الربحية الكاملة لكل من شركة كيان والمجموعة السعودية للاستثمار الصناعي والمتقدمة تبدو جيدة مقارنة بالمنافسين. لم يتم تكرار تسجيل أرباح خلال الربع الثاني بنحو مماثل لما تم تحقيقه في الربع الأول، حيث أن أرباح الربع الأول فاقت توقعات معظم المحللين في حين تجاوزت أداء المؤشر العام. بشكل عام، شهدت أرباح قطاع البتروكيماويات للربع الثاني من عام 2017 انخفاضاً بنسبة 31% على أساس سنوي و 25% على أساس ربعي لتبلغ 5.1 مليار ريال.

شكل 15: نمو أرباح قطاع البتروكيماويات مقابل أسعار النفط



المصدر: بلومبيرغ

شكل 14: أرباح القطاعات للربع الثاني من عام 2017

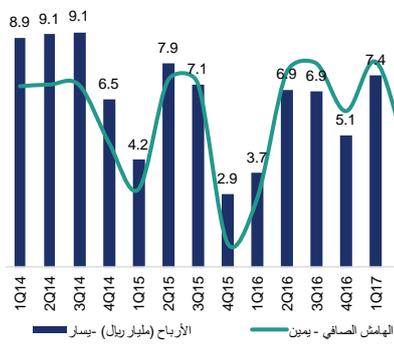


المصدر: بلومبيرغ

مخاوف الربحية في الربع الثاني من العام مع انخفاض الهوامش

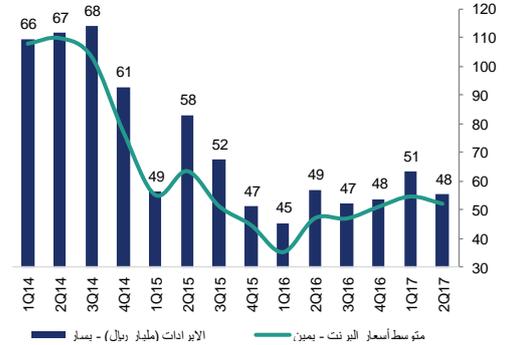
سجل قطاع البتروكيماويات السعودي انخفاضاً في الإيرادات بسبب التأثير المزدوج لانخفاض أسعار البتروكيماويات وإغلاقات الصيانة، مما خفض من الإيرادات إلى مستوى 48 مليار ريال في الربع الثاني من عام 2017، متراجعة بنسبة 6% على أساس ربعي وبنسبة 2% على أساس سنوي. ومع ذلك، كانت الأرباح الضعيفة هذه المرة مدفوعة جزئياً من قبل شركة سافكو، وشركة سابك التي خالفت تقديراتنا وتقديرات المحللين بشكل كبير، في حين تأثرت كل من شركة بنسب و سبكييم بإغلاقات الصيانة مما أدى إلى تراجع كبير في أرباح الربع الثاني. بالتالي، انخفضت أرباح القطاع بشكل حاد دون التوقعات.

شكل 17: أرباح قطاع البتروكيماويات



المصدر: بلومبيرغ

شكل 16: إيرادات قطاع البتروكيماويات مقابل أسعار النفط



المصدر: بلومبيرغ

البتروكيماويات السعودية: تقييمات منخفضة مقارنة بالقطاع والمنافسين

تداولت شركات البتروكيماويات السعودية عند مستويات مماثلة لنظائرها العالميين بالرغم من أنها كانت أعلى قليلاً من مكرر ربحية المؤشر العام، حيث خفضت دورة أسعار النفط الهابطة تقييمات دورة البتروكيماويات العالمية بنسبة 15-20%. يتداول القطاع عند مكرر ربحية متوقع لعام 2018 يبلغ 15.4 مرة، في حين تتداول سبكييم عند 12.4 مرة، أي دون مكرر القطاع بنسبة 25-30%، كما إن الاختلاف عن السعر المستهدف يدعو للتداول مع عرضها لمنتجات متعددة ودورها في الصناعات الكيماوية المتخصصة، نعتقد بأن شركة سبكييم تمتلك تقييماً جيداً مع هيكلتها الجذابة لنسبة الأرباح إلى المخاطر. يعد سعر السهم جذاباً مقارنة بشركتي بنسب وسابك، واللذان تتداولان عند 13.5 مرة و 14.6 مرة على التوالي.

جدول 1: تقييمات الشركات البتر وكيمواية العالمية القريبة

اسم الشركة	الدولة	القيمة السوقية (مليار دولار)	قيمة المنشأة (مليار دولار)	مكرر الربحية	مكرر القيمة الفترية	قيمة المنشأة/EBITDA**	عوائد الأرباح	العائد منذ بداية العام
		2019*	2018*	2017*	2019*	2018*	2017*	2019*
شركة أوركا	أستراليا	x18.8	x17.9	x16.6	x2.6	x2.5	x2.4	%13
شركة لينزينغ	النمسا	x11.7	x10.8	x10.8	x2.2	x2.2	x2.4	%9
شركة براسكيم س.ا.	البرازيل	x9.3	x12.3	x10.9	x5.4	x4.1	x4.2	%27
سينوبك شينغهاي للبتر وكيموايات	الصين	x12.5	x11.3	x11.5	x2.8	x2.5	x2.2	(%1)
مجموعة وانهو الكيمائية المحدودة	الصين	x11.8	x11.4	x10.4	x5.0	x4.6	x3.5	%116
إير ليكرويد	فرنسا	x20.9	x19.0	x17.3	x2.7	x2.4	x2.2	%4
باسف	ألمانيا	x15.2	x15.1	x14.0	x2.6	x2.4	x2.3	%0
مجموعة ليندي	ألمانيا	x21.5	x19.9	x18.5	x2.2	x2.0	x1.9	%6
شركة ريلانس	الهند	x17.4	x15.0	x14.0	x1.8	x1.7	x1.6	%51
شركة سوميتومو	اليابان	x10.8	x9.9	x10.3	x1.4	x1.3	x1.2	%26
شركة ميتسوبي للمواد الكيمائية	اليابان	x9.6	x9.3	x9.1	x1.5	x1.4	x1.2	%30
مجموعة بتروناس للكيماويات	ماليزيا	x16.0	x16.4	x15.4	x2.1	x2.0	x1.9	%5
شركة أليك	المكسيك	x11.6	x11.1	x9.1	x1.1	x1.1	x1.1	(%29)
شركة الصناعات القطرية	قطر	x14.3	x12.8	x12.5	x1.7	x1.6	x1.6	(%23)
سابك	السعودية	x14.6	x14.6	x13.7	x1.9	x1.8	x1.9	%10
ينساب	السعودية	x15.3	x13.5	x14.5	x2.2	x2.1	x2.1	%10
كيان	السعودية	x16.2	x13.8	x17.3	x1.0	x1.0	x1.0	%3
بتروكيم	السعودية	x12.9	x11.6	x13.9	x1.4	x1.3	x1.4	(%15)
المجموعة السعودية	السعودية	x10.4	x9.9	x9.3	x1.4	x1.4	x1.4	%12
الصحراء	السعودية	x13.9	x14.4	x13.2	x1.2	x1.1	x1.1	(%6)
المتقدمة	السعودية	x14.2	x12.5	x14.3	x3.2	x2.9	x2.8	(%0)
سبكيم	السعودية	x15.0	x12.4	x9.6	x1.1	x0.9	x0.9	(%17)
شركة آل جي كيم	كوريا الجنوبية	x13.5	x13.0	x12.3	x1.7	x1.8	x1.6	%41
شركة فورموزا للمواد الكيمائية والغابير	تايبوان	x12.2	x12.3	x12.4	x1.8	x1.6	x1.6	(%3)
بي تي العالمية للكيماويات	تايوان	x10.8	x10.5	x10.2	x1.4	x1.3	x1.3	%24
شركة دو بونت	الولايات المتحدة	x21.3	x20.2	x19.3	x6.0	x6.2	x5.9	%14
شركة ليوينلد باسل	الولايات المتحدة	x9.8	x10.7	x10.6	x5.6	x5.3	x4.6	%13

المصدر: بلومبيرغ

تقديرات

**الدخل قبل المصروفات البنكية والضريبة والإهلاك والاستهلاك

الأرقام في الجدول بتاريخ 21 سبتمبر 2017

الاندماج سيكون إيجابياً إذا تحقق

ما نزال نتوقع اندماج محتمل بين شركتي سبكيم والصحراء، مما قد يؤدي إلى تناسق كبير في الأعمال التشغيلية لهما. قد يخلق الكيان المشترك قيمة مضافة لكلا الشركتين نظراً لوجود ملاك مشتركين بين الشركتين، سواء لملاك رئيسيين أو غير الرئيسيين، وقد تجلب تميزاً وتحسن في سلسلة الأنشطة المضيفة للقيمة.

التحليل المالي

مراجعات مدفوعة بتغيرات في النظرة المستقبلية لسعر المنتجات والهوامش

في تقريرنا الإلحاق لشركة سبكييم سنقوم بمراجعة بعض الافتراضات، كما سنقوم بتعديل نظرتنا المستقبلية للفترة ما بين 2017 - 2019، بسبب تأثير الإغلاقات الجزئية والنتائج المفاجئة خلال الربعين الماضيين. سنقوم كذلك بمراجعة تقديراتنا لأسعار المنتجات بعد أن شهدت بعض التذبذب، كما سنغير تقديراتنا للسعر المستهدف. بعد المراجعة، نتوقع نمواً ثابتاً في الإيرادات مع معدلات تشغيل مستقرة، حيث أن الشركة لم تعلن عن أي إغلاقات مخططة لبقية العام. نتوقع لمعدلات التشغيل بأن تبلغ 85% كمتوسط لفترة 2017 - 2019.

جدول 2: التغير في تقديرات الرياض المالية مقابل تقديرات المحللين (مليون ريال)

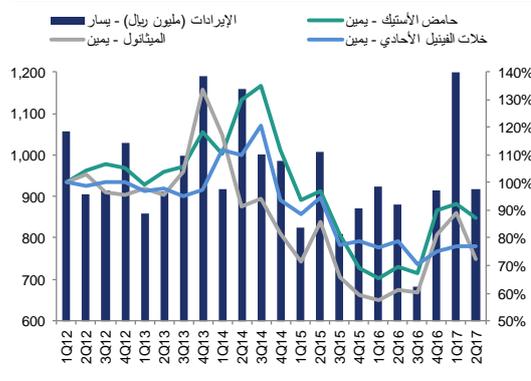
التغير في تقديرات الرياض المالية			تقديرات المحللين (محدثة)			تقديرات الرياض المالية (محدثة)			تقديرات الرياض المالية (السابقة)		
2019	2018	2017	2019	2018	2017	2019	2018	2017	2019	2018	2017
%2	%1	(%6)	4,681	4,569	4,374	4,900	4,640	4,185	4,784	4,590	4,456
			%2	%4	%30	%6	%11	%24	%4	%3	%32
%10	%10	(%3)	1,432	1,343	1,233	1,519	1,392	1,130	1,378	1,262	1,159
			%7	%9	%79	%9	%23	%64	%9	%9	%68
%2	%6	(%2)	1,876	1,645	1,508	1,907	1,776	1,539	1,862	1,683	1,574
			%14	%9	%29	%7	%15	%32	%11	%7	%35
%1	(%3)	(%10)	1,186	1,090	961	1,041	951	753	1,028	977	834
			%9	%13	%131	%9	%26	%81	%5	%17	%100
%6	(%5)	(%24)	604	501	410	504	444	314	477	465	413
			%21	%22	%485	%13	%41	%349	%3	%13	%490
%6	(%5)	(%24)	1.38	1.14	0.93	1.37	1.21	0.86	1.30	1.27	1.13

المصدر: الرياض المالية، بلومبيرغ

نمو متواضع للإيرادات

نتوقع أن ترتفع الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 2% على إثر توقعات تحسن الأسعار، خصوصاً أسعار خلات الفينيل الأحادي وحامض الأسيتيك، الاتجاه في شكل 19 يوضح الارتباطات المتزايدة بعد إعادة تقدير الأرقام. نتوقع أن يكون نمو الإيرادات مدفوعاً بتأثير كل من ارتفاع أسعار المنتجات ومعدلات التشغيل، حيث أنه من المقدر أن ترتفع أسعار خلات الفينيل الأحادي إلى 948 دولار للطن وأن تصل أسعار حامض الأسيتيك إلى 492 دولار للطن بحلول عام 2019. بعد تصحيح كبير في عام 2016، لم تتحسن أسعار خلات الفينيل الأحادي وحامض الأسيتيك بشكل كبير. على مستوى المصانع، نتوقع للشركة العالمية لخلات الفينيل المحدودة والشركة العالمية للأسيتيل المحدودة بأن تعمل بمعدلات تشغيل جيدة، في حين نتوقع أن تستمر المصانع الأخرى بالعمل بمعدلات ثابتة في حال عدم حدوث أي إغلاقات غير مخطط لها. نتوقع إدارة الشركة أن تسري الأعمال بسلاسة لمعظم المصانع مع عدم وجود أي صيانة كبيرة مخططة في عام 2017. من جانب المصانع، نتوقع أن يعمل كل من مصنع الشركة العالمية لخلات الفينيل ومصنع الشركة العالمية للأسيتيل المحدودة عند معدلات تشغيل جيدة، بينما نتوقع من الآخرين أن يستمروا بمعدلات تشغيل ثابتة، دون الأخذ بالحساب لأي توقف غير مخطط له. بالتالي قمنا برفع معدلات النمو للفترة 2018 - 2019، مع الأخذ بعين الاعتبار مخاطر إغلاقات الصيانة.

الشكل 19: الإيرادات الربعية مقابل أسعار المنتجات (موحدة)

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة
تقديرات

الشكل 18: الإيرادات (مليون ريال) وتوقعات النمو

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة
تقديرات*

تحسن فروقات أسعار اللقيم

نتوقع أن تأتي التكاليف التشغيلية متماشية مع التوقعات مالم نرى إغلاقاً غير مخطط له، والذي نعدده خطراً كبيراً. نعتقد أن لدى سبكييم أفضلية على منافسيها العالميين حيث أن الميثان وأول أكسيد الكربون يسعران محلياً. ولكن الإيثيلين يورد من قبل سابك بأسعار عالمية، والذي قد يشهد تغيراً حيث أنه يقيم بمعايير دولية. مع ذلك، تتم معالجة بعض مواد اللقيم مثل الإيثيلين من قبل كيانات مشتركة والترتيب مع شركات منافسة. مع الطبيعة المتكاملة

لمصانعها الخمسة، تعد سبكييم محصنة نسبياً ضد الصدمات المتعلقة بمشاكل التجميع، مما يخفض من المخاطر التشغيلية، بالتالي يمنحها تناسقاً تشغيلياً كبيراً. تناولنا العلاقة بين فروقات أسعار اللقيم وتكلفة المبيعات كنسبة من المبيعات في الأشكال 20 – 23، حيث أنها تقدم نظرة واضحة عن اتجاهات دوافع التكاليف وأثرها على ربحية سبكييم.

شكل 21: اتجاهات تكاليف المبيعات مقابل التغير في أسعار الإيثيلين



المصدر: تكسات، بلومبيرغ

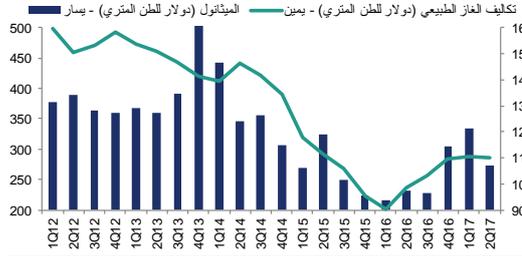
شكل 20: اتجاهات تكاليف المبيعات مقابل التغير في أسعار حامض الأستيتك



المصدر: تكسات، بلومبيرغ

تظهر الرسوم البيانية رقم 22 و 23 مقارنة ما بين تكلفة المبيعات والأسعار العالمية للميثانول وحامض الأستيتك والإيثيلين، حيث يظهر الارتباط القوي لهما مع التذبذب في هوامش سبكييم خلال الأرباع القليلة الماضية، في حين أننا لم نتأكد بعد من التركيبة ما بين شركاتها الخمس التابعة. نتوقع بشكل عام أن تبلغ تكلفة المبيعات ما نسبته 71% من الإيرادات للأعوام 2017 – 2019، وذلك في ظل ارتفاع الاستهلاك الذي نعتقد بأنه يبلغ مستويات طبيعية بالنسبة لقطاع يعتمد على الاستثمارات الرأسمالية بشكل كبير كقطاع البتروكيماويات.

شكل 23: اتجاهات الأسعار العالمية للميثانول والغاز الطبيعي المسال



المصدر: تكسات، بلومبيرغ

شكل 22: تكاليف المبيعات مع اتجاهات اللقيم

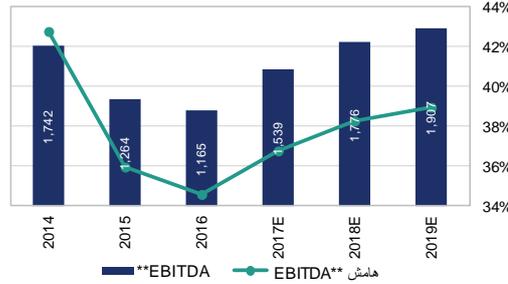


المصدر: تكسات، بلومبيرغ

احتمالية قيادة الفروقات لمستوى الربحية

نتوقع بأن ينمو الدخل الإجمالي بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 3% للأعوام 2017 – 2019 ليلبغ مستوى 1,519 مليون ريال في ظل التوقعات بتراجع التكاليف وسط ارتفاع فرص توسع الهوامش. نتوقع بأن تتحسن هوامش الميثانول مما يمكن أن يكون له ميزة من حيث التكاليف والذي يؤثر بدوره بشكل إيجابي على الأسعار، في حين أننا نتوقع بأن تتحسن كذلك هوامش خلات الفينيل الأحادي حيث أنها في الغالب عند مستويات أقل. ارتفعت مصاريف الاستهلاك والإهلاك ما بين عام 2015 و عام 2016 لتبلغ مستوى 21%، إلا أننا نتوقع بأن تتراجع بشكل طفيف إلى 18% من المبيعات للأعوام 2017 – 2019. بلغ متوسط مصاريف الاستهلاك والإهلاك مستوى 14% ما بين 2010 و 2013 عندما كانت المرحلة الثالثة تحت التطوير لترتفع بعد ذلك مع قيام سبكييم بتدشينها بين عامي 2012 - 2013. نتوقع بأن يبلغ متوسط هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك مستوى 38% خلال نفس الفترة بمعدل سنوي نمو مركب متوقع لصافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 2% حتى عام 2019 ليصل إلى 1,907 مليون ريال. نتوقع بأن يبلغ متوسط المصاريف البيعية والإدارية والعامة مستوى 9.5% من المبيعات للأعوام 2017 – 2019، وذلك في ظل توقعنا بأن يبلغ متوسط الهامش التشغيلي مستوى 20% على مدى السنوات الثلاث القادمة. نتيجة لذلك، فإنه من المتوقع أن يبلغ الدخل التشغيلي مستوى 1,041 مليون ريال بحلول عام 2019.

الشكل 25: EBITDA** (مليون ريال) و تقديرات الهوامش



المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة
تقديرات
**الدخل قبل المصروفات البنكية والركدة والإهلاك والاستهلاك

الشكل 24: إجمالي الدخل (مليون ريال) وتقديرات الهوامش

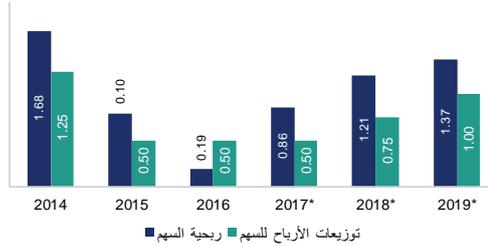


المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة
تقديرات

توقعات بنمو الأرباح بنسبة 5%

من المتوقع أن تشهد سبكييم ارتفاعاً طفيفاً في معدل الفائدة على إثر ارتفاع معدل سايبور، في حين أننا لا نتوقع بأن يشهد الدخل غير التشغيلي ارتفاعاً كبيراً بالرغم من تسجيل الشركة لدخل غير تشغيلي (دخل استثمارات) يبلغ 38 مليون ريال في عام 2016. بشكل عام، تشير تقديراتنا بأن يبلغ معدل النمو السنوي المركب مستوى 5% حتى عام 2019 ليصل بذلك إلى مستوى 504 مليون ريال.

شكل 27: اتجاهات ربحية السهم وتوزيعات الأرباح للسهم



المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة
تقديرات

شكل 26: تقديرات صافي الدخل (مليون ريال)



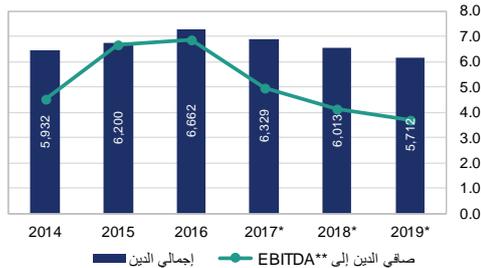
المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة
تقديرات

نتوقع بأن تبلغ ربحية السهم مستوى 0.86 ريال للعام الحالي، كما أنه من المتوقع أن تبلغ مستوى 1.37 ريال بحلول عام 2019. على الرغم من ذلك، إلا أن الارتفاع الطفيف في الربحية لا يستدعي بالضرورة لارتفاع كبير الأرباح الموزعة في ظل التركيز على تسديد القروض. نتوقع بأن تبلغ التوزيعات للسهم مستوى 0.50 ريال في العام الحالي وتحسن إلى 0.75 ريال للسهم في عام 2018 وإلى ريال للسهم في عام 2019.

مستويات مرتفعة للقروض

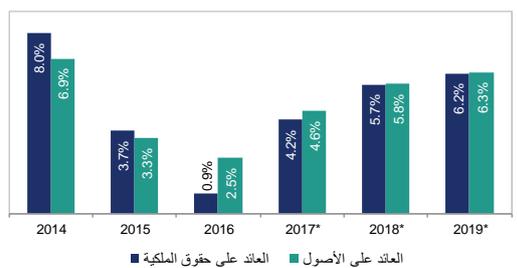
تبلغ ديون شركة سبكييم مستوى 7.04 مليار ريال بنهاية النصف الأول من العام الحالي مقابل سيولة نقدية تبلغ 1.2 مليار ريال، مما يجعلها بدون ضغط على السيولة بشكل نسبي. يعد كلاً من إدارة المخزون ودورة النقد أحد العوامل الأخرى التي تثير قلقنا بشكل طفيف، إلا أننا نتوقع بأن تتحسن في الأعوام القادمة. نتوقع بأن تقوم سبكييم بخفض مستويات القروض لديها لتخفف من الضغط مع تحسن معدل تغطية دفعات الفائدة بشكل تدريجي. بالرغم من تحسن المركز المالي للشركة إلا أن معدلات العوائد الضعيفة أصبحت مصدر قلق، مما يعد طبيعياً في قطاع البتروكيماويات.

شكل 29: إجمالي الدين (مليون ريال) ومعدل صافي الدين إلى EBITDA**



المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة
تقديرات
**الدخل قبل المصروفات البنكية والركدة والإهلاك والاستهلاك

شكل 28: اتجاه معدلات العوائد



المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة
تقديرات

نتائج الربع الثاني

بلغت الإيرادات مستوى 1.1 مليار ريال خلال الربع الثاني من العام الحالي لتتفوق بذلك على تقديراتنا البالغة 857 مليون ريال في ظل توقعاتنا بتأثير أكبر لعمليات إغلاق الصيانة. نتوقع بأن الشركة استطاعت إدارة الأحجام من مخزوناتنا. ارتفعت الإيرادات بنسبة 4% على أساس سنوي ولكنها تراجع بنسبة 23% على أساس ربعي على إثر تراجع أحجام المبيعات. تحسنت أغلب الهوامش باستثناء الهامش الصافي الذي تراجع بشكل طفيف نحو مستوى 7% وسط تأثير مصاريف الفوائد خلال الربع الثاني. تفوق صافي الدخل البالغ 60 مليون ريال على توقعاتنا البالغة 30 مليون ريال وتوقعات المحللين البالغة 42 مليون ريال، وذلك بالرغم من إغلاق الصيانة.

جدول 3: ملخص الدخل الربعي (مليون ريال)

الربع الثالث 2017	الربع الثاني 2017	الربع الأول 2017	الربع الرابع 2016	الربع الثالث 2016	الربع الثاني 2016	الربع الأول 2016	الربع الرابع 2015	الربع الثالث 2015	الربع الثاني 2015	الربع الأول 2015	الربع الرابع 2014	الربع الثالث 2014	الربع الثاني 2014	الربع الأول 2014
1,078	918	1,199	914	681	880	924	872	810	1,007	826	987	1,002	1,159	917
%17	(%23)	%31	%34	(%23)	(%5)	%6	%8	(%20)	%22	(%16)	(%2)	(%14)	%26	(%23)
309	281	352	214	84	164	269	102	209	287	234	305	301	504	223
%10	(%20)	%65	%154	(%49)	(%39)	%164	(%51)	(%27)	%23	(%23)	%2	(%40)	%126	(%45)
397	344	408	384	146	275	412	215	335	402	329	417	418	595	299
%16	(%16)	%6	%164	(%47)	(%33)	%92	(%36)	(%17)	%22	(%21)	(%0)	(%30)	%99	(%43)
206	175	231	134	24	99	198	30	157	227	177	263	270	460	168
%17	(%24)	%72	%458	(%76)	(%50)	%562	(%81)	(%31)	%29	(%33)	(%3)	(%41)	%174	(%54)
85	60	92	52	(59)	26	49	26	72	110	81	132	161	245	69
%42	(%35)	%75	(%189)	(%327)	(%47)	%90	(%64)	(%35)	%37	(%39)	(%18)	(%34)	%256	(%65)
0.19	0.16	0.25	0.14	(0.16)	0.07	0.13	0.07	0.20	0.30	0.22	0.36	0.44	0.67	0.19
%29	%31	%29	%23	%12	%19	%29	%12	%26	%29	%28	%31	%30	%43	%24
%37	%37	%34	%42	%21	%31	%45	%25	%41	%40	%40	%42	%42	%51	%33
%19	%19	%19	%15	%4	%11	%21	%3	%19	%23	%21	%27	%27	%40	%18
%8	%7	%8	%6	(%9)	%3	%5	%3	%9	%11	%10	%13	%16	%21	%7

المصدر: تقارير الشركة
مقديرات

التقييمات

مراجعة السعر المستهدف إلى 18.50 ريال مع الإبقاء على التوصية بالشراء

قمنا بتحديث نماذج تقييماتنا لشركة سبكييم باستخدام كل من التقييمات المطلقة والنسبية. دخلت سبكييم تقريباً في دورة تعافي بعد المرحلة الثالثة من التوسعات، مع عدم وجود توسعات مخطط لها، وهي في طور خفض قاعدة ديونها المرتفعة. قمنا بتقييم سبكييم باستخدام طريقة التدفقات النقدية المخصومة وطريقة مكرر الربحية للوصول إلى متوسط سعر مستهدف مرجح يبلغ 18.50 ريال. كما طبقنا أيضاً طريقة المكرر المستهدف لتقدير قيمة سبكييم ليبلغ السعر المستهدف بذلك مستوى 16.96 ريال. من بين طرق التقييم، فإننا نفضل الطريقة المرجحة (بالاعتماد بنسبة 65% على مكرر الربحية و35% على طريقة التدفقات النقدية المخصومة) لاستخلاص السعر المستهدف في نهاية عام 2018 والبالغ 18.50 ريال وذلك من 19.00 ريال سابقاً. نحافظ على توصيتنا بالشراء.

طريقة التدفقات النقدية المخصومة: قيمة عادلة تبلغ 21.17 ريال

قمنا ببناء تقييمنا بطريقة التدفقات النقدية المخصومة المتوقعة للأعوام ما بين 2018 و 2020 باستخدام معدل نمو طويل الأمد نسبته 1.0% والعائد الخالي من المخاطر يبلغ 3.7% مع علاوة لمخاطر الدولة على العائد الخالي من المخاطر للسندات الأمريكية لفترة عشر سنوات بنسبة 1.9%. قمنا كذلك بافتراض المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 8.9% كمعدل خصم بناءً على افتراضنا أن هيكل رأس المال يتكون من 40% من حقوق الملكية و60% من الديون، في حين افترضنا تكلفة حقوق الملكية عند نسبة 10.9%.

جدول 4: التقييم باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية

الإفترضات	*2020	*2019	*2018	صافي الدخل التشغيلي بعد خصم الزكاة
10.9%	1,039	999	914	إضافة: الإهلاك والإستهلاك
5.9%	901	866	825	التغير في رأس المال العامل
8.9%	(41)	(39)	(79)	خصم: النفقات الرأس مالية
2.5%	(751)	(722)	(694)	صافي قيمة التعديلات
1.0%	109	105	52	التدفقات النقدية الحرة للشركة
3.7%	1,149	1,105	966	القيمة الحالية للتدفقات النقدية
10.2%	892	933	888	خصم التدفقات النقدية
6.5%				القيمة النهائية
40.0%	14,794			القيمة الحالية للقيمة النهائية
60.0%	11,463			قيمة الشركة
34.7%	14,175			خصم: صافي الديون
1.1	(4,704)			خصم: الملكية الغير مسيطرة
5,764	(1,708)			إضافة الاستثمارات في الشركات التابعة
12,965	0			قيمة حقوق الملكية
367	7,763			القيمة لكل سهم (ريال)
15.72	21.17			

المصدر: بلومبيرغ

*تقديرات

جدول 5: تحليل الحساسية للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ومعدل النمو على المدى البعيد

معدل النمو على المدى البعيد	معدل النمو على المدى البعيد															
	0.0%	0.3%	0.5%	0.8%	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%	2.3%	2.5%	2.8%	3.0%	3.3%	3.5%	3.8%	
7.3%	23.16	24.42	25.78	27.24	29.03	30.53	32.39	34.41	36.62	39.05	41.74	44.72	48.05	51.79	56.02	60.84
7.7%	21.43	22.57	23.79	25.10	26.69	28.01	29.65	31.42	33.34	35.45	37.75	40.29	43.10	46.23	49.72	53.66
8.1%	19.88	20.91	22.01	23.18	24.61	25.79	27.24	28.80	30.50	32.33	34.34	36.53	38.93	41.58	44.52	47.80
8.5%	18.47	19.40	20.40	21.46	22.75	23.81	25.10	26.50	28.00	29.62	31.37	33.28	35.36	37.64	40.15	42.92
0.0%	17.26	18.12	19.03	20.00	21.17	22.14	23.31	24.57	25.92	27.37	28.93	30.62	32.46	34.45	36.64	39.04
9.3%	16.01	16.80	17.63	18.51	19.57	20.44	21.49	22.62	23.82	25.11	26.50	27.99	29.59	31.33	33.22	35.28
9.7%	14.93	15.66	16.42	17.23	18.20	18.99	19.95	20.98	22.06	23.22	24.46	25.79	27.22	28.76	30.43	32.23
10.1%	13.94	14.61	15.32	16.06	16.95	17.68	18.56	19.49	20.47	21.53	22.65	23.84	25.12	26.50	27.97	29.57

المصدر: الرياض المالية

مخاطر التقييم

من الممكن أن يؤثر أي تراجع حاد في أسعار النفط والغاز الطبيعي على أسعار الميثانول العالمية في ظل الترابط الكبير بينهما وبين إيرادات سبكييم وهوامشها. من المحتمل أن يكون هنالك أثر كارثي لأي عملية إغلاق للصيانة في أي من المصانع في ظل وجود ترابط فيما بينهما والذي من شأنه أن يؤثر على توقعاتنا بشكل كبير. من الممكن كذلك أن يكون للإزالة المفاجئة لدعم الوقود أثر كبير على الهوامش ومن المحتمل أن ينتج عن ذلك خسارة للميزة التنافسية مقارنةً بالمنافسين العالميين. تعتمد سبكييم على أرامكو من أجل الحصول على أول أكسيد الكربون والميثان بينما تعتمد للحصول على الإيثانين من طرف ثالث. بالإضافة إلى ذلك، فإن أي تراجع للطلب من السوق النهائي سيشكل تحدياً للنمو في ظل تشكيل صادرات سبكييم أكثر من نصف منتجاتها لمنطقة آسيا والشرق الأوسط.

وشمال افريقيا. سيكون لأي تعديل داخلي بسبب وجود الشركات التابعة تأثير على الربحية في حالة القيام خفض قيمة للأصول.

#طريقة مكرر الربحية المستهدف: القيمة العادلة عند 16.96 ريال للسهم

قمنا بتقييم شركة سبكييم باستخدام طريقة مكرر الربحية المستهدف للحصول على قيمة عادلة تبلغ 16.96 ريال للسهم. قمنا كذلك بوضع علاوة تقييم طفيفة لشركة سبكييم مقارنة بالشركات المتوسطة في قطاع البتروكيماويات السعودي، نظراً لطبيعة عملياته وتركيزه على الكيماويات المختصة، بمكرر ربحية يبلغ 12.5 مرة. نعتقد أن مجال تقييم سبكييم التاريخي لمتوسط الـ12 شهراً البالغ مستوى 13.1 مرة عند مستويات جيدة مع المكرر المستهدف والبالغ 14.0 مرة (يبلغ مكرر المؤشر العام 14.5 مرة). نعتقد أن المكررات للعامين السابقين تعد مناسبة في ظل بدء العمل في المصنع الجديد خلال عام 2013 وتشغيله على مدى العامين الأخيرين وذلك بالرغم من عمليات الإغلاق التي حصلت من وقت لآخر. لدى المتداولون نظرة تاريخية حذرة تجاه السهم بسبب تأثير الإغلاقات المتواصلة.

جدول 6: حساسية السعر وتقييم مكرر الربحية المستهدف باستخدام ثلاثة افتراضات

	2016	2017*			2018*			2019*			2020*		
		القطي	متحفظ	الأساس	متحفظ	الأساس	متحفظ	الأساس	متحفظ	الأساس	متحفظة	الأساس	متحفظة
ربحية السهم (ريال)	0.19	0.76	0.86	0.90	0.80	1.21	1.05	0.84	1.37	1.24	0.88	1.43	1.45
x12.0	2.29	9.16	10.29	10.80	9.62	14.53	12.64	10.10	16.48	14.92	10.60	17.14	17.45
x13.0	2.48	9.92	11.15	11.70	10.42	15.74	13.69	10.94	17.85	16.16	11.49	18.57	18.91
x14.0	2.67	10.68	12.01	12.61	11.22	16.96	14.75	11.78	19.23	17.40	12.37	20.00	20.36
x15.0	2.86	11.45	12.86	13.51	12.02	18.17	15.80	12.62	20.60	18.65	13.25	21.42	21.82
x16.0	3.06	12.21	13.72	14.41	12.82	19.38	16.86	13.46	21.97	19.89	14.14	22.85	23.27
x17.0	3.25	12.97	14.58	15.31	13.62	20.59	17.91	14.30	23.35	21.13	15.02	24.28	24.72
x18.0	3.44	13.74	15.44	16.21	14.42	21.80	18.96	15.15	24.72	22.38	15.90	25.71	26.18
x19.0	3.63	14.50	16.29	17.11	15.23	23.01	20.02	15.99	26.09	23.62	16.79	27.14	27.63
x20.0	3.82	15.26	17.15	18.01	16.03	24.22	21.07	16.83	27.47	24.86	17.67	28.57	29.09

التقييم بالاعتماد على مكرر الربحية

*2020	*2019	*2018	*2017
524	504	444	314
1.43	1.37	1.21	0.86
17.14	16.48	14.53	10.29
17.85	17.17	15.14	10.72
20.00	19.23	16.96	12.01

تقديرات صافي الدخل (مليون ريال)

ربحية السهم (ريال)

تقديرات التقييم بالاعتماد على مكرر الربحية (ريال)

التقييم بناءً على المكرر المتوسط لآخر سنتين والبالغ 12.0 مرة

التقييم بالاعتماد على متوسط مكرر ربحية للشركات المتوسطة في القطاع المتوقع لعام 2018 والبالغ 12.5 مرة

تقديرات التقييم بالاعتماد على مكرر الربحية قدره 14.0 مرة

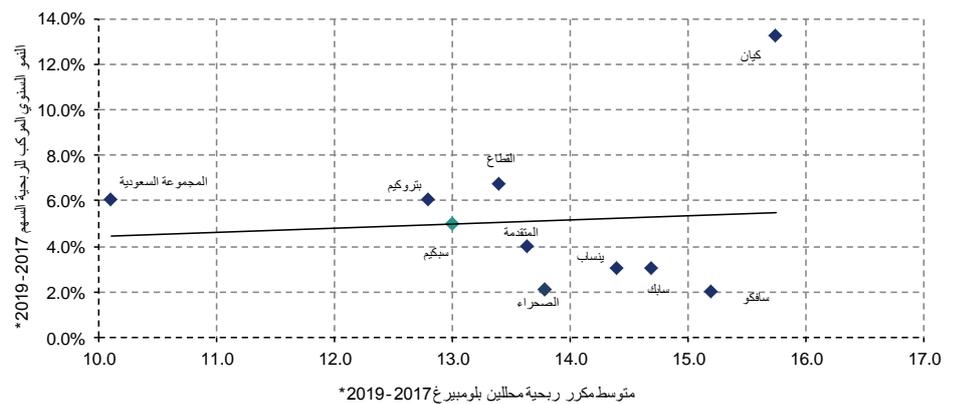
المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

*تقديرات

تقلص نطاق أرباح سبكييم

يتداول سهم سبكييم بشكل أفضل مع نطاق مختلف ويقدم مكرر ربحية أقل مع متوسط مكرر ربحية المحللين للفترة ما بين عامي 2017 - 2019 عند 12.3 مرة مقابل نمو ربحية السهم بنسبة 5% في الفترة من 2017 إلى 2019، مما يعد جذاباً من بين شركات القطاع. تطابق تقديراتنا لمكرر الربحية المتوقع لعام 2018 والبالغ 13.0 مرة لتقديرات المحللين. نعتقد أن عدد قليل من الأسهم تقدم هذا النوع من معدل العائد للمخاطر. نفضل سبكييم كخيار من حيث التقييم وسط نظرنا لها على المدى الطويل مقابل تعافي أرباحها الصافية.

الشكل 30: توقعات المحللين لنمو ربحية السهم لقطاع البتروكيماويات السعودي مقارنة بمكرر الربحية



متوسط مكرر ربحية محللين بلومبيرغ 2019-2017*

المصدر: بلومبيرغ

*تقديرات

تقدم التقييمات عائد أفضل مقابل المخاطر

نتوقع أن تقوم سبكيم بخفض حجم ديونها بشكل تدريجي لتقدم حصة أكبر للمستثمرين من أداء الشركة على المدى الطويل. يعد تقييم سبكيم جذاباً بالرغم من بلوغ مكرر ربحية لآخر 12 شهراً مستوى 40.0 مرة كما أن مكرر الربحية المتوقع لعام 2018 يبلغ 13.0 مرة يعد جذاباً أيضاً، مما يشير إلى تحسن كبير في الربحية، حيث أن السهم يتداول دون المستوى الوسيط في القطاع. على مستوى ربحية عام 2018 فإن السهم يتداول دون مكرر ربحية القطاع بنسبة 30% وذلك في ظل تسجيل الشركة لأرباح قوية فاقت توقعاتنا لربع الثاني من العام الحالي. نعتقد بأنه مع التنوع الذي يقدمه نشاط سبكيم في قطاع المنتجات الخاصة فإن الشركة تقدم عائداً مناسباً مقابل المخاطر وسط هذه الأوقات الحرجة.

جدول 7: تقييم أداء قطاع البتروكيماويات (الإثني عشر شهراً الماضية)

اسم الشركة	السعر (ريال)	القيمة السوقية (مليون ريال)	قيمة المنشأة (مليون ريال)	مكرر الربحية	مكرر القيمة الدفترية	مكرر المبيعات	قيمة المنشأة/ المبيعات	قيمة المنشأة/EBITDA**	عقد التوزيعات	الأداء منذ مطلع العام	أقل سعر خلال 52	أعلى سعر خلال 52
سابك	100.87	302,610	347,028	x16.2	x1.9	x2.2	x2.5	x7.9	4.0	%10	105.40	76.00
سافكو	60.60	25,250	24,927	x23.0	x3.7	x8.5	x8.7	x17.3	2.5	(%19)	82.00	59.00
التصنيع	15.63	10,455	28,040	x26.7	x1.4	x0.8	x2.1	x10.1	لا ينطبق	(%10)	20.00	11.80
بتروكييم	17.97	8,626	19,968	x23.1	x1.4	x1.4	x3.2	x11.2	2.8	(%15)	22.80	13.40
المجموعة السعودية	21.16	9,522	23,329	x16.5	x1.5	x1.5	x3.7	x13.0	2.4	%12	23.45	11.40
الصحراء	13.85	6,077	5,651	x13.7	x1.2	x6.4	x5.6	x16.8	5.4	(%6)	15.90	8.75
ينساب	59.19	33,294	31,740	x15.4	x2.2	x5.0	x4.5	x8.9	5.1	%10	61.75	39.90
سبكيم	15.72	5,764	12,965	x40.0	x1.1	x1.6	x3.3	x9.6	لا ينطبق	(%17)	19.75	11.80
المتقدمة للبتروكيماويات	45.86	9,025	9,624	x12.6	x3.2	x4.0	x4.3	x11.1	6.1	(%0)	48.60	35.70
كيان	9.08	13,620	36,503	x17.8	x1.0	x1.4	x3.7	x8.8	لا ينطبق	%3	9.85	5.05
بترو رانغ	13.85	12,133	51,213	x283.8	x1.4	x0.4	x1.7	x18.5	لا ينطبق	%18	15.10	8.65
الجين	22.05	1,526	2,856	x11.0	x1.3	x1.0	x1.8	x5.0	4.5	%12	27.40	11.00
كيماورل	7.11	857	1,627	لا ينطبق	x0.8	x1.4	x2.5	x13.6	لا ينطبق	(%11)	8.35	4.90
متوسط القطاع*		439,275	596,794	x17.1	x1.4	x1.5	x3.3	x11.1	4.9			

المصدر: بلومبيرغ

* القيمة السوقية وقيمة المنشأة هي المجموع

** الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك

الأرقام في الجدول بتاريخ 21 سبتمبر 2017

تقترب سبكيم من منتصف الدورة

يشير الرسم البياني للإثني عشر شهراً القادمة إلى أن مكرر قيمة المنشأة إلى الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك لشركة سبكيم يبلغ 6.7 مرة، حي أن المتوسط يبلغ 7.2 مرة. وكان يتداول دائماً فوق مستوى 10 مرة عندما كان المؤشر العام في دورة متصاعدة وأسعار النفط فوق مستوى 100 دولار للبرميل.

الشكل 80: نطاق قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك لآخر 12 شهراً



ملخص التقديرات المالية

جدول 8: ملخص القوائم المالية والتوقعات

*2019	*2018	*2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
قائمة الدخل (مليون ريال)									
4,900	4,640	4,185	3,367	3,515	4,075	4,006	3,922	3,324	المبيعات
(3,381)	(3,248)	(3,055)	(2,677)	(2,682)	(2,732)	(2,707)	(2,654)	(1,898)	تكلفة المبيعات
1,519	1,392	1,130	690	833	1,343	1,299	1,268	1,427	الدخل الإجمالي
(478)	(441)	(377)	(274)	(260)	(172)	(137)	(131)	(125)	المصروفات التشغيلية
1,041	951	753	417	573	1,171	1,162	1,137	1,302	الدخل التشغيلي
41	40	39	38	10	9	17	20	12	دخل الاستثمارات
(253)	(261)	(269)	(277)	(174)	(156)	(171)	(183)	(181)	مصروفات تمويلية
10	10	9	9	(40)	(74)	(22)	14	(1)	إيرادات أخرى
839	740	533	187	370	950	986	987	1,131	الدخل قبل الزكاة والملكية غير المسيطرة
(336)	(296)	(218)	(117)	(81)	(333)	(365)	(386)	(426)	الزكاة والملكية غير المسيطرة
504	444	314	70	288	617	620	601	706	صافي الدخل
1,907	1,776	1,539	1,165	1,264	1,742	1,701	1,651	1,768	الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك
1.37	1.21	0.86	0.19	0.79	1.68	1.69	1.64	1.93	ربحية السهم (ريال)
1.00	0.75	0.50	0.50	0.50	1.25	1.25	1.25	1.25	الأرباح الموزعة للسهم (ريال)
قائمة المركز المالي (مليون ريال)									
الموجودات									
2,311	1,997	1,625	1,816	2,125	2,459	2,854	3,053	3,630	النقد وما حكمه
1,138	1,078	972	782	698	530	307	278	281	المخزون
1,031	977	881	709	752	1,075	1,332	857	688	ذمم مدينة
4,481	4,052	3,478	3,307	3,575	4,063	4,493	4,189	4,599	إجمالي الموجودات المتداولة
11,997	12,368	12,751	13,031	13,294	12,884	11,555	10,649	9,808	ممتلكات، آلات ومعدات
145	141	137	133	161	234	657	322	224	موجودات غير ملموسة
30	30	30	30	30	30	30	30	34	موجودات غير متداولة أخرى
12,171	12,538	12,917	13,193	13,484	13,148	12,241	11,000	10,066	إجمالي الموجودات غير متداولة
16,652	16,590	16,395	16,500	17,059	17,211	16,734	15,189	14,665	إجمالي الموجودات
المطلوبات وحقوق المساهمين									
903	950	1,000	1,053	711	546	329	490	423	الجزء المتداول من قروض طويلة الأجل
1,116	1,039	917	770	696	918	812	746	775	ذمم دائنة
0	0	0	0	0	0	0	59	48	الجزء المتداول من التأجير رأس المال
2,270	2,246	2,179	2,091	1,790	1,565	1,490	1,389	1,317	إجمالي المطلوبات المتداولة
4,809	5,062	5,329	5,609	5,488	5,387	5,218	3,977	3,563	قروض طويلة الأجل
0	0	0	0	0	235	255	252	310	التأجير رأس المال
6,184	6,410	6,652	6,910	7,565	7,683	7,816	6,665	6,326	إجمالي المطلوبات الغير متداولة
8,454	8,657	8,831	9,000	9,354	9,248	9,306	8,054	7,643	إجمالي المطلوبات
3,667	3,667	3,667	3,667	3,667	3,667	3,667	3,667	3,667	رأس المال
8,198	7,933	7,564	7,500	7,705	7,963	7,428	7,135	7,022	إجمالي حقوق الملكية وحقوق الملكية غير المسيطرة
16,652	16,590	16,395	16,500	17,059	17,211	16,734	15,189	14,665	إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية
قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)									
1,205	1,063	961	927	927	1,675	1,032	1,314	1,765	صافي النقد المتوفر من الأنشطة التشغيلية
(976)	(948)	(721)	(812)	(1,027)	(1,496)	(1,787)	(1,447)	(995)	صافي النقد المتوفر من الأنشطة الاستثمارية
(715)	(729)	(743)	(426)	(234)	(570)	555	(445)	1,163	صافي النقد المتوفر من الأنشطة التمويلية

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة

ملخص التقييمات والمعدلات

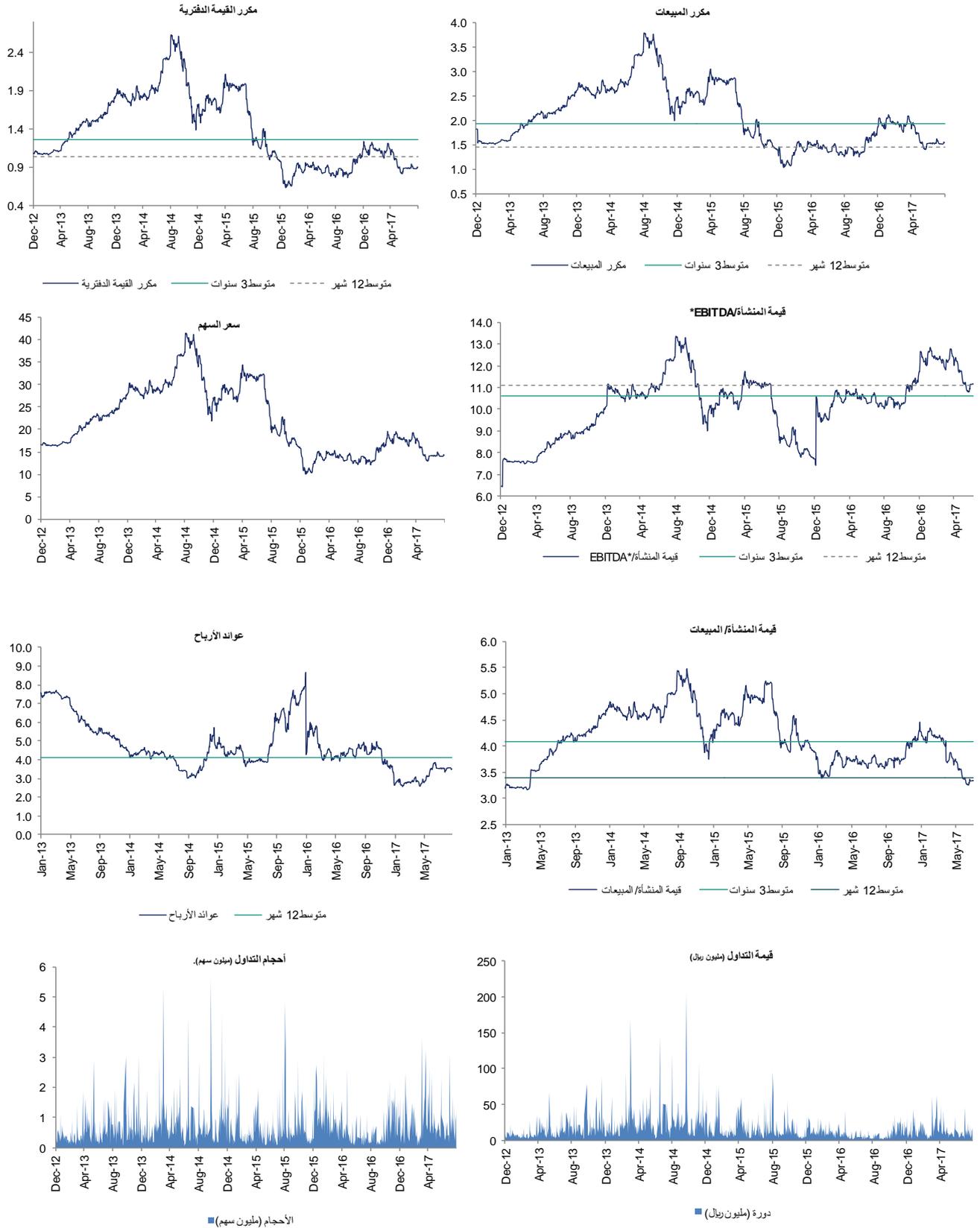
جدول 9: ملخص التقييمات والمعدلات

*2019	*2018	*2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
									التقييمات
x11.4	x13.0	x18.3	x82.3	x20.0	x9.3	x9.3	x9.6	x8.2	مكرر الربحية
x0.9	x0.9	x1.0	مكرر القيمة الدفترية						
x1.2	x1.2	x1.4	x1.7	x1.6	x1.4	x1.4	x1.5	x1.7	مكرر المبيعات
x4.8	x5.4	x6.0	x6.2	x6.2	x3.4	x5.6	x4.4	x3.3	مكرر التدفقات النقدية
x2.6	x2.8	x3.1	x3.9	x3.7	x3.2	x3.2	x3.3	x3.9	قيمة المنشأة/ المبيعات
x6.8	x7.3	x8.4	x11.1	x10.3	x7.4	x7.6	x7.9	x7.3	قيمة المنشأة/ الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة
x12.5	x13.6	x17.2	x31.1	x22.6	x11.1	x11.2	x11.4	x10.0	قيمة المنشأة/ الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة
%6.4	%4.8	%3.2	%3.2	%3.2	%8.0	%8.0	%8.0	%8.0	عائد الأرباح الموزعة
									معدلات النمو
%6	%11	%24	(%4)	(%14)	%2	%2	%18	%67	إجمالي المبيعات
%9	%23	%64	(%17)	(%38)	%3	%2	(%11)	%66	الدخل الإجمالي
%7	%15	%32	(%8)	(%27)	%2	%3	(%7)	%65	الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك
%13	%41	%349	(%76)	(%53)	(%1)	%3	(%15)	%87	صافي الدخل
									الهوامش
%31	%30	%27	%21	%24	%33	%32	%32	%43	الدخل الإجمالي
%39	%38	%37	%35	%36	%43	%42	%42	%53	الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك
%10	%10	%8	%2	%8	%15	%15	%15	%21	صافي الدخل
									معدلات الائتمان
4.12	3.65	2.80	1.50	3.30	7.50	6.78	6.20	7.17	معدل التغطية
3.69	4.13	4.98	6.86	6.68	4.53	4.76	4.10	3.54	الدين إلى الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك
%63	%60	%62	%80	%73	%96	%61	%80	%100	التدفقات النقدية/الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة
%42	%44	%47	%48	%49	%46	%48	%45	%43	الدين إلى الأصول
1.11	1.20	1.31	1.36	1.45	1.32	1.40	1.20	1.11	الدين إلى حقوق المساهمين
									معدلات رأس المال العامل
1.02	0.89	0.75	0.87	1.19	1.57	1.92	2.20	2.76	معدل النقد
1.97	1.80	1.60	1.58	2.00	2.60	3.02	3.02	3.49	المعدل الحالي
4.88	5.00	5.27	4.61	3.85	3.39	3.66	5.08	5.18	دورة الذمم المدينة
2.97	3.01	3.14	3.42	3.84	5.16	8.82	9.55	6.75	دورة المخزون
3.14	3.32	3.62	3.65	3.32	3.16	3.47	3.49	3.11	دورة الذمم الدائنة
75	73	69	79	95	108	100	72	71	أيام الذمم المدينة
123	121	116	107	95	71	41	38	54	أيام المخزون
116	110	101	100	110	116	105	105	117	أيام الذمم الدائنة
81	84	85	86	80	63	36	6	7	دورة النقدية
									معدلات العوائد
%6	%6	%5	%2	%3	%7	%7	%8	%10	العائد على الأصول
%6	%6	%4	%1	%4	%8	%9	%8	%11	العائد على حقوق المساهمين
%7	%7	%5	%3	%4	%8	%9	%10	%12	العائد على رأس المال المستثمر
%73	%62	%58	%262	%64	%74	%74	%76	%65	معدل دفع أرباح الأسهم
									معدلات إعادة الاستملاك
(%20)	(%20)	(%22)	(%25)	(%29)	(%35)	(%40)	(%36)	(%27)	المصاريف الرأس مالية/المبيعات
(%112)	(%115)	(%117)	(%114)	(%148)	(%253)	(%301)	(%271)	(%190)	المصاريف الرأسمالية/الإستهلاك
									معدلات لكل سهم
1.37	1.21	0.86	0.19	0.79	1.68	1.69	1.64	1.93	ربحية السهم (ريال)
17.22	16.75	15.97	16.02	15.85	16.28	15.80	15.34	15.36	القيمة الدفترية للسهم (ريال)
1.00	0.75	0.50	0.50	0.50	1.25	1.25	1.25	1.25	أرباح السهم الموزعة (ريال)

المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

الملحق:

شكل 32: المكررات لآخر 5 سنوات



المصدر: بلومبيرغ
*الدخل قبل المصروفات البنكية والزيادة والإهلاك والإستهلاك

تصنيف السهم

غير مُصنّف	بيع	حياد	شراء
تحت المراجعة/ مقيد	إجمالي العوائد المتوقعة اقل من - 15%	إجمالي العوائد المتوقعة بين +15% و - 15%	إجمالي العوائد المتوقعة أكبر من +15%

*تعتبر نسب العوائد تقديرية، حيث تعتمد التوصيات على عوامل أخرى أيضاً

لإبداء أي ملاحظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال research@riyadcapital.com

بيان إخلاء المسؤولية

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنه موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية. وبناء عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، و/أو عدالة، و/أو اكتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، و لن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء، ومسؤولين، و موظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو احد أو أكثر من الشركات التابعة أو عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير.

الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء أو التنبؤات أو التوقعات واردة في هذا التقرير، و ما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي.

القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و / أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشرا للأداء المستقبلي. وفقاً لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على نتائج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل.

هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف، وأهداف، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ. قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لان الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائماً لجميع الأشخاص.

لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كلياً أو جزئياً، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.