



إدارة البحوث

Prithish K. Devassy, CFA

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

## الشركة المتقدمة للبتروكيماويات الربع الرابع : انخفاض الأرباح بسبب اغلاق وحدة التحفيز وارتفاع تكاليف اللقيم

جاءت إيرادات الربع الأول 2018، أقل من تقديراتنا إذ كنا قد توقعنا تأثيراً منخفضاً من اغلاق مصانع الشركة المعلن عنه مسبقاً لاستبدال وحدة تحفيز مصنع نزع الهيدروجين من البروبان، وقد انعكس هذا الانخفاض في نتائج الإيرادات الفعلية عن التقديرات، على الربحية. وكانت تقديراتنا قد أشارت إلى معدل لاستغلال الطاقة الإنتاجية يبلغ 102% لمصنع البولي بروبيلين، وهو نفس المعدل تقريبا، في اخر تاريخ أغلقت فيه الشركة لاستبدال وحدة التحفيز - بيد أن النتائج تشير إلى أن معدلات التشغيل ربما تكون قد جاءت أقل. ويبدو أيضا أن الربح الأقل من التوقعات من الشركة الزميلة للمتقدمة للبتروكيماويات في كوريا وارتفاع التكاليف الرأسية بسبب اغلاق الوحدة المذكورة، قد أسهمت أيضا في انخفاض النتائج الفعلية عن التقديرات على مستوى الأرباح الصافية التي بلغت 98 مليون ريال) مقارنة بتقديراتنا التي بلغت 152 مليون ريال). ولم نعمل أي تغييرات هامة في تقديراتنا المستقبلية إذ أننا نتوقع أن يرتفع الإنتاج ليصل إلى مستوياته السابقة (128% تقريبا). وبناء عليه، فإن سعرنا المستهدف لسهم الشركة يظل عند 47 ريال للسهم كما أن تصنيفنا محايد للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها. ونتوقع الإبقاء على ربح السهم الربعي عند مستوى 0.7 ريال للسهم لعام 2018، بسبب التدفقات النقدية الجيدة للشركة) ربح تقديري قبل الفائدة والضرائب والاستهلاك والإطفاء *EBITDA* يبلغ 0.75 ريال تقريبا) ووضعها الدين الجيد ( صافي دين/*EBITDA* يبلغ مرة واحدة تقريبا).

**تفاصيل إضافية :** أعلنت المتقدمة للبتروكيماويات عن إيرادات للربع الأول كانت أقل من التقديرات إذ بلغت 504 مليون ريال، أقل من تقديراتنا التي بلغت 547 مليون ريال بنسبة 8% ( متوسط تقديرات المحللين : 543 مليون ريال)، ويعزى ذلك أساسا إلى انخفاض في حجم المبيعات (-15.8% على أساس سنوي) في ظل ظروف اغلاق المصانع في مارس ( المصنع السعودي للبولي بروبيلين: 22 يوم، مصنع نزع الهيدروجين من البروبان : 24 يوم)، مما قضى تماما على الارتفاع في أسعار البولي بروبيلين (+13.8%)، وبالإضافة إلى ذلك، فقد شهدت الشركة ارتفاعا كبيرا في أسعار لقيمتها ( البروبان : 16.3% على أساس سنوي؛ البروبيلين : 21.9% - كلاهما أعلى بدرجة طفيفة من توقعاتنا) خلال الربع ، ونتج عن ذلك، إلى جانب حجم المبيعات الضعيف، ربح تشغيلي منخفض (-18.8% على أساس سنوي). علاوة على ذلك، فقد انخفضت حصة شركة المتقدمة *SK* في كوريا بنسبة 34% على أساس سنوي لتصل إلى 10 مليون ريال (دون تقديراتنا التي بلغت 18 مليون ريال)، مما أدى إلى مزيد من التراجع في صافي الربح (-21% على أساس سنوي).

**ماذا يمكن توقعه في المدى القريب؟** عقب عملية اغلاق وحدة التحفيز في الربع الأول، فإننا نتوقع أن تتحسن معدلات التشغيل خلال أرباع السنة القادمة، وعليه فإننا لم نغير نظرتنا للشركة بدرجة كبيرة. بيد أن هناك مخاطر من زيادة أسعار اللقيم في المدى القريب نظرا لاستمرار أسعار النفط في الارتفاع. إن أسعار المنتجات، لكونها تتسم بأنها دفاعية أكثر، يمكن أن تسير في نفس الاتجاه ولكن في نهاية المطاف فقط.

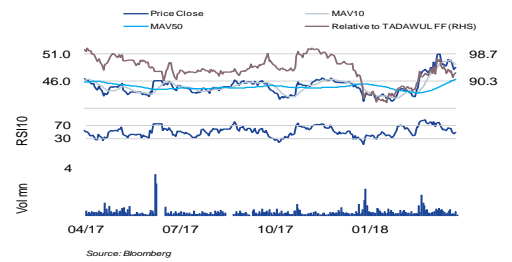
### الشكل 1 نتائج شركة المتقدمة للربع الأول 2018

(SAR mn)	Q1 2017	Q4 2017	Q1 2018	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est	Comments
Revenue	526	637	504	-4.2%	-20.9%	547	Missed our and consensus estimates, largely due to weaker than expected sales volume amid plants shutdowns.
Gross profit	143	153	119	-16.9%	-22.1%	173	Higher production costs led to gross profit miss in Q1.
Gross margin	27.2%	24.0%	23.6%			31.7%	
Operating profit	117	115	95	-18.8%	-17.6%	146	Declined, owing to lower top-line and higher feedstock costs.
Operating margin	22%	18%	19%			27%	
Net profit	124	104	98	-21.2%	-5.6%	152	Lower than expected equity investment income (SAR10mn vs SAR17.7mn expected) dragged net profit below our estimate
Net margin	24%	16%	19%			28%	

السعر المستهدف 47.00  
السعر الحالي 48.57  
-3.2% أعلى من الحالي  
بتاريخ 12/4/2018

زيادة المراكز | المحافظة على المراكز | تخفيض المراكز

الأداء



الأرباح

(SARmn)	2017	2018e	2019e
Revenue	2,385	2,442	2,429
Y-o-Y	11.5%	2.4%	-0.6%
Gross profit	738	686	825
Gross margin	31.0%	28.1%	34.0%
Net profit	631	590	716
Y-o-Y	-13.8%	-6.5%	21.4%
Net margin	26.5%	24.2%	29.5%
EPS (SAR)	3.2	3.0	3.6
DPS (SAR)	2.8	2.8	3.0
Payout ratio	87.3%	93.4%	82.4%
P/E (Curr)	15.6x	16.7x	13.7x
P/E (Target)	14.7x	15.7x	12.9x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



**النظرة المستقبلية والتقييم:** رغما عن أرباح الربع الأول الضعيفة، التي تأثرت بدرجة كبيرة بالإغلاق المبرمج لوحدة التحفيز، فإننا نعتقد أن سهم المتقدمة للبتروكيماويات، يعتبر سهما جيدا من حيث المقومات الأساسية ولا تعاني الشركة من أي مشاكل تشغيلية تذكر. ومن المحتمل أن تدعم فروقات أسعار البولي بروبيلين-البروبان، الأرباح بينما من المحتمل أن ترتفع أحجام التداول بدرجة طفيفة بعد اتفاقية الشركة المعدلة (ابتداء من 1 يناير 2018) مع شركة ساتورب للاستمرار في زيادة امدادات البروبيلين (100,000 طن متري بدلا من 80,000 طن) حتى 2023 فور بدء النشاط التجاري لمصنع ال Py-gas (يحتمل في بداية النصف الأول 2021). ويتداول سهم الشركة حاليا عند مكرر ربح يبلغ 16.7 مرة بناء على تقديراتنا لربح السهم لعام 2018، أي أنه أعلى من متوسطة التاريخي لثلاث سنوات الذي يبلغ 12.9 مرة. وقد أبقينا على سعرنا المستهدف لسهم الشركة عند 47 ريالاً استناداً إلى طريقة تقييم تمزج بأوزان متساوية بين طريقة التقييم النسبي (40.5 ريال للسهم بناء على أساس مكرر ربح مستقبلي للشركة يبلغ 12.0 مرة) وطريقة التدفقات النقدية المخصومة (53.7 ريال للسهم على أساس التدفقات النقدية الحرة، بنسبة تكلفة رأس مال تبلغ 10.6%). أما على أساس تقديراتنا لربح السهم لعام 2018 عند 2.8 ريال، فإن عائد توزيعات السهم يعتبر جيدا إذ يبلغ 5.6%. ونظراً لأن سهم المتقدمة للبتروكيماويات قد ارتفع بنسبة 15% تقريبا خلال الثلاثة أشهر الأخيرة، فقد قمنا بتعديل تصنيفنا للشركة إلى محايد متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها (بدلاً من تصنيفنا السابق المتضمن التوصية بزيادة المراكز في سهمها).



## 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 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 (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 مضملة 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 ويأثر 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 أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسئولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محطلي 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 المشتقات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر ببدء 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 أو معدة للتوزيع أو استخدامها 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 الملزمة 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 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، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقا للقيمة العادلة المقدره للسهم المعني، 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 المقدره 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 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