



إدارة البحوث

British K. Devassy, CFA

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

السعر المستهدف  
السعر الحالي

135.00  
129.80 بتاريخ 26/7/2018

السعر المستهدف  
السعر الحالي

135.00  
129.80 بتاريخ 26/7/2018

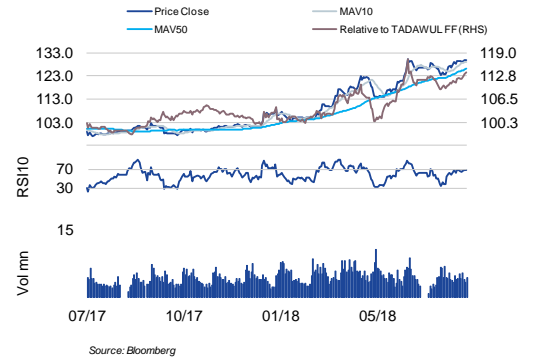
التصنيف الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

الأداء



الأرباح

(SARbn)	2017	2018e	2019e
Rev	151.6	171.9	163.0
Rev growth	6.0%	13.4%	-5.2%
Gross Profit	51.0	60.0	55.3
Gross margin	33.7%	34.9%	33.9%
EBITDA	43.8	54.2	50.4
EBITDA margin	28.9%	31.5%	30.9%
Net Profit	18.4	24.2	22.8
Net margin	12.1%	14.1%	14.0%
EPS	6.1	8.1	7.6
DPS	4.2	5.2	5.3
Payout ratio	68%	64%	70%
EV/EBITDA	10.0x	8.1x	8.7x
P/E	21.2x	16.1x	15.5x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

## الشركة السعودية للصناعات الأساسية ( سابك ) الأرباح تتجاوز التوقعات كثيرا؛ رفعا سعر السهم المستهدف الى 135 ريال .

أعلنت سابك عن نتائج استثنائية في الربع الثاني إذ بلغ صافي الربح 6.7 مليار ريال، وكان أعلى كثيرا من متوسط تقديرات المحللين ( 5.5 مليار ريال) ومن تقديراتنا ( 5.03 مليار ريال). وبينما جاءت الإيرادات أعلى من تقديراتنا بنسبة 2.2%، فقد أدى التحسن في التكاليف رغما عن الارتفاع في أسعار الناقتا، الى إغلاق مصنع الشركة في هولندا، الى تجاوز الربح الإجمالي للتقديرات ( حتى بعد إجراء تعديل لاستيعاب المصروفات غير المتكررة الخاصة بإعادة الهيكلة الاستراتيجية، التي بلغت 1.1 مليار ريال في الربع الأخير). وكانت مصروفات البيع والمصروفات العمومية والإدارية، أدنى أيضا من توقعاتنا بمقدار 0.3 مليار ريال. لقد جاءت مجموعة النتائج القوية هذه في وقت تنتظر فيه أرامكو في الحصول على حصة في سابك كما أن الشركة يتوقع إدراجها في مؤشرات الأسواق الناشئة. إن انخفاض تقييم الشركة التاريخي بناء على نسبة قيمة الشركة / EBITDA عن الشركات العالمية النظيرة، قد تراجع الى نسبة 10% من 25% تاريخيا. وبناء على تقييم يمزج بأوزان متساوية بين طريقة التدفقات النقدية المخصومة وطريقة التقييم على أساس قيمة الشركة / EBITDA، فقد توصلنا الى سعر مستهدف لسهم الشركة يبلغ 135 ريال.

### شكل 1 مختصر ارباح شركة سابك للربع الثاني 2018

(SAR bn)	Q2 2017	Q1 2018	Q2 2018	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est	Comments
Revenue	34.4	41.9	43.3	25.7%	3.4%	42.3	Slightly above our estimate of SAR42.3bn (consensus: SAR42.5bn), likely due to higher-than expected sales volume. Further, improved production efficiencies led to gross profit beat in Q2.
Gross profit	10.4	14.2	15.9	53.2%	11.6%	13.7	
Gross margin	30.1%	33.9%	36.6%			32.3%	
Operating profit	5.6	8.9	10.8	94.1%	21.1%	8.4	Lower-than-expected SG&A expenses further contributed to a beat at the operating level.
Operating margin	16.2%	21.4%	25.0%			19.9%	
Net profit	3.7	5.5	6.7	80.6%	21.6%	5.0	Consequently, beating our (SAR5.0bn) and consensus estimate (SAR5.5bn).
Net margin	10.8%	13.2%	15.5%			11.9%	

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

### العوامل التي أدت الى اختلاف النتائج عن التقديرات :

- في الربع الثاني، ربما لا تكون قد رأينا التذبذب المعتاد في الأرباح الإجمالية لقطاع المعادن الذي ظل تاريخيا يشهد نمطا متراجعا في الأرباح. وعادة ما تكون مستويات التراجع كبيرة – أرباح بلغت 0.5 مليار ريال في الربع الأول 2018 مقابل خسارة بلغت 0.4 مليار ريال في الربع الرابع 2017 مما يشير الى انعكاس ايجابي في مستوى الربح الإجمالي بلغ 1 مليار ريال. وعليه، وفي الربع الثاني كنا قد توقعنا خسائر تبلغ 0.2 مليار ريال للربع الإجمالي لقطاع المعادن.
- لقد أخذنا في الاعتبار جزئيا فقط التكاليف لمرة واحدة التي بلغت 1.1 مليار ريال التي ذكرتها الشركة في الربع الأخير والتي تعزى لإعادة الهيكلة، وذلك بسبب الافتقار الى التفاصيل الكافية. وبصورة مماثلة للشركات الأخرى التي أعلنت عن عمليات إعادة هيكلة، فقد توقعنا أن تمتد العملية لتشمل العديد من أرباح السنة. ومع ذلك، ورغم أننا قد أجرينا تعديلا لاستيعاب ذلك، فقد انخفضت التكاليف عن توقعاتنا بمقدار 0.3 مليار ريال نظرا لارتفاع سعر الناقتا بنسبة 10% على أساس ربعي في الربع الثاني.
- جاءت مصروفات المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية أقل من تقديراتنا بمقدار 0.3 مليار ريال، ومن المحتمل أن تكون بلغت 5 مليار ريال. وكانت تقديراتنا قد أشارت الى 5.3 مليار ريال مقابل المتوسط الربعي الذي بلغ 5.5 مليار ريال في العام الماضي.
- نظرا لأن أسعار المنتجات تتم معرفتها بنهاية الربع بشكل عام، وبناء على اختلاف الإيرادات عن التوقعات بشكل طفيف، فإن الإنتاج ربما يكون قد ارتفع بدرجة طفيفة (-1.5% تقريبا) عن توقعاتنا.
- إجمالا، يمكن القول أن نتائج الربع الثاني كانت ممتازة بصورة استثنائية اذا ما أخذنا معا معدلات الإنتاج والأسعار ووفورات التكلفة ومستويات الكفاءة الأفضل التي شهدها هذا الربع.



**النظرة المستقبلية والتقييم:** في الوقت الراهن، نجد أن أسعار معظم السلع في المتوسط قد انخفضت بنسبة 1-4% على أساس ربعي. وقد أخذنا بتحفظ متوسطا لانخفاض بنسبة تبلغ 2% حتى هذا التاريخ للمنتجات الرئيسية (ربما نراجع هذه النسبة بنهاية الربع). وفيما يتعلق بالتكاليف، وعلى المستوى المطلق، فإننا نتوقع أن تظل التكاليف بدون تغيير لقطاع البتروكيماويات بسبب الارتفاع الطفيف في أسعار الناقتا، بينما نتوقع حدوث خسائر لقطاع المعادن في النصف الثاني 2018 (مستوى الربح الاجمالي). وبالنسبة لعام 2019، فإننا نتوقع حدوث انخفاض بنسبة 5% في معظم خطوط الانتاج في المتوسط، ويتوافق ذلك مع نظرتنا المستقبلية لأسعار النفط. وبناء على هذه النظرة المستقبلية، فقد توصلنا الى تقدير لربح للسهم يبلغ 8.1 ريال لعام 2018 و7.6 ريال لعام 2019.

بالنسبة للتقييم، فقد أخذنا المتوسط للتقييم المبني على طريقة التدفقات النقدية المخصومة (138 ريال/ للسهم، ومتوسط لتكلفة رأس المال المرجح يبلغ 9.8%) وتقييم على أساس قيمة الشركة/ *EBITDA* يبلغ 132 ريال (مكرر تقييم يبلغ 8 مرات، أي بانخفاض بنسبة 15% مقارنة بتقييم الشركات العالمية النظيرة، مقارنة بانخفاض بنسبة 25% في السابق، وذلك نظرا لإدراج الشركة المتوقع في المؤشرات العالمية وبيع حصة من حصصها) وتوصلنا الى سعر مستهدف للسهم يبلغ 135 ريال. ويمكن أن يرتفع ربح السهم الموزع الى 5.2 ريال في عام 2018 والى 5.3 ريال للسهم في 2019 بناء على نسب توزيعات أرباح تبلغ 64% و 70%، على التوالي. وعند مستوى سعر السهم الحالي، فإن مكرر الربح التقديري على أساس اثني عشر شهرا قادمة يبلغ 16.6 مرة، أي أعلى من مكرر الربح للشركات المماثلة المحلية الذي يبلغ 12-14 مرة. واجمالا، وبناء على منهجيتنا للتصنيف، فقد أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمننا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

**المخاوف:** ترتبط العوامل التي يمكن أن تؤدي الى ارتفاع سعر السهم عن التقديرات، بالتشغيل التجاري والناجح بأسرع من التوقعات لمشاريع التوسعة المستقبلية للشركة والارتفاع في فروقات أسعار المنتجات. ومن المرجح أن يتم ادراج سابك في مؤشرات مورغان استانلي، فاينانشيال تايمز وستاندرد أند بورز للأسواق الناشئة، مما يحقق لها مزيدا من الرغبة العالمية في سهمها فور ترفيع السوق المالية السعودية، وهو أمر من شأنه تخفيف جزء من الانخفاض في التقييم عن الشركات المماثلة العالمية، بشرط تحسن مستوى الافصاح. وتشمل مخاطر انخفاض سعر السهم عن التقديرات، ضعف سعر النفط مما يترتب عليه الانخفاض في أسعار المنتجات البتروكيماوية، اغلاق المصانع غير المخطط له، الى جانب أي تعديلات غير متوقعة في أسعار اللقيم المدعوم. ان المشاريع الجديدة مثل مشروع مصفاة الكيماويات *OTC*، تعتبر ضخمة جدا وهي مشاريع غير تقليدية، ويمكن أن تكون عامل مخاطر سلبية.



## 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 (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 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 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 المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أسلفاً. 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 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 خسائر أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من استخدام المعلومات 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 استخدام هذه الوثيقة مخالفاً للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعه 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 المتزامنة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرا 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 سعرا 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 مطابقاً للقيمة العادلة المقترحة للسهم المعنى، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلاً لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرز بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفق الزمن. 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 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 0706/37

