



US\$2.952mn %9 US\$2.279bn  
متوسط حجم التداول اليومي الأسهم المتداولة القيمة السوقية

السعر المستهدف 47.00  
السعر الحالي 42.40  
10.8% أعلى من الحالي بتاريخ 14/1/2018

إدارة البحوث

Prithish K. Devassy, CFA

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

## الشركة المتقدمة للبتروكيماويات الربع الرابع : الأرباح المنخفضة من شركة زميلة وارتفاع تكاليف اللقيم أدت الى أرباح أقل من التوقعات

بينما ارتفعت الإيرادات لعام 2017 بكامله بنسبة 11.5% على أساس سنوي (كانت في معظمها متوافقة مع تقديراتنا)، فقد انخفض ربح التشغيل بنسبة 15% نظرا لارتفاع تكلفة البروبان بنسبة 38%. وكان صافي الربح الذي بلغ 631 مليون ريال، منخفضا بنسبة 14%، وجاء دون تقديراتنا التي بلغت 687 مليون ريال بسبب ارتفاع التكاليف والخسائر (الربع الرابع) التي أعلنت عنها شركتها الزميلة في كوريا، المتقدمة SK. ونتيجة لربح السهم الذي بلغ 2.8 ريال، فقد بلغت نسبة توزيعات الأرباح لعام 2017، 87%. وربما تكون هناك تحديات تواجه الشركة نظرا لبقاء سعر اللقيم مرتفعا نتيجة لاستمرار أسعار النفط في مستواها الجيد، بينما يمكن أن ترتفع أسعار المنتجات بشكل تدريجي فقط لا يتوافق مع معدل ارتفاع أسعار النفط (مع الأخذ في الاعتبار طبيعتها الدفاعية) ويمكن أن يشير الانفاق الرأسمالي لأغراض الصيانة والاستثمار في مشروع ال Py-gas، الى انخفاض احتمالية ارتفاع أرباح الأسهم الموزعة لعام 2018. بيد أنه، ونظرا لعدم وجود مخاوف رئيسية تتعلق بالمقومات الأساسية وكون السهم في أدنى مستوى له لفترة 52 اسبوعا، ومع توقع تحسن معدلات الإنتاج، فإننا لا نزال نعتقد أن سهم المتقدمة للبتروكيماويات، يعتبر سهما جيدا من ناحية المقومات الأساسية جاذب للاستحواذ عليه، كما أبقينا على تصنيفنا الإيجابي للشركة متضمنا التوصية بزيادة المراكز في سهمها وسعرنا المعدل المستهدف للسهم الذي يبلغ 47 ريال.

النتائج: جاءت إيرادات الشركة للربع الرابع منخفضة بنسبة 5% من تقديراتنا. وكنا قد توقعنا أن تستمر الإنتاجية في الربع الرابع في الزيادة، كما حدث في أرباح السنة الثلاثة الأخيرة. ولكن، واستنادا الى تقديراتنا، فقد جاء معدل التشغيل أقل بدرجة طفيفة من معدله للربع الثالث بسبب انتهاء العمر الإنتاجي لوحدة تحفيز مصنع نزع الهيدروجين من البروبان PDH، التي يتوقع استبدالها في النصف الأول من 2018. ونتيجة لذلك، فقد كانت تكاليف الإنتاج أعلى من المعتاد. ونظرا لحدوث ارتفاع بنسبة 38% في تكاليف البروبان وارتفاع بنسبة 70% في تكاليف البروبلين الذي يتم الحصول عليه من مصادر خارجية (أعلى من توقعاتنا)، فقد بلغ هامش الربح الإجمالي في الربع الرابع 24% (مقارنة بتوقعاتنا التي بلغت 28% و36% في الربع الأخير). ونعتقد أيضا أنه ربما كان هناك بعض الارتفاع الطفيف في التكاليف التشغيلية العمومية بسبب نهاية العام. وقد بلغ ربح التشغيل الكلي للربع الرابع، 115 مليون ريال مقارنة بتقديراتنا التي بلغت 162 مليون ريال. وجاء صافي الربح منخفضا أكثر في الربع الرابع (الشكل 1) بسبب الخسائر في شركة المتقدمة SK (بناء على تقديراتنا)، والتي ذكر أنه قد تم اغلاقها لفترة شهر لأغراض الصيانة (المصدر: polymerupdate.com).

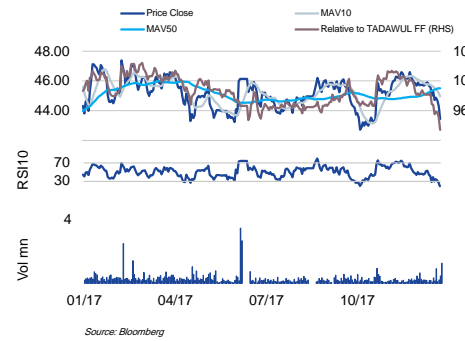
Figure 1 Q4 results

(In SARmn)	4Q16	3Q17	4Q17	y/y	q/q	ARCe
Revenue	576	616	637	11%	3%	668
Gross Profit	198	222	153	-23%	-31%	189
Op. profit	185	195	115	-38%	-41%	162
Net profit	210	208	104	-51%	-50%	160

Source: Company data, Al Rajhi Capital

النظرة المستقبلية والتقييم: رغمًا عن أن نتائج الربع الرابع للمتقدمة قد جاءت أقل مما كان متوقعا، فإننا لا نرى أن هناك مشاكل في ما يتعلق بالإنتاج أو توزيعات الأرباح رغمًا عن احتياجات الانفاق الرأسمالي المرتفعة للشركة في 2018. ونتوقع أن نشهد ارتفاعا في معدلات التشغيل بعد احلال وحدة تحفيز نزع الهيدروجين من البروبان PDH. أما في ما يتعلق بتوزيعات أرباح الأسهم للشركة، فإننا لا نتوقع أن تزداد في 2018 وذلك لأننا نشهد ارتفاعا في احتياجات الشركة على صعيد الاستثمار/الانفاق الرأسمالي (تمثل في أ) اغلاق مصانع الشركة للصيانة في النصف الأول 2018 (ب) مشروع ال Py-gas (ضخ رأس مال أسهم يبلغ حوالي 200 مليون ريال) الى جانب احتياجاتها العامة من الانفاق الرأسمالي. وقد وقعت الشركة أيضا اتفاقية مع شركة ساتورب للاستمرار في تزويدها بالبروبلين حتى عام 2023 (100,000 طن متري بدلا من 80,000 طن) ابتداء من 1 يناير 2018. ويبلغ سعرنا المستهدف المعدل لسهم الشركة 47 ريالًا استنادا الى طريقة تقييم تميز بأوزان متساوية بين طريقة التقييم النسبي (43 ريال للسهم بناء على مكرر ربح مستقبلي للشركة يبلغ 12.5 مرة) وطريقة التدفقات النقدية المخصومة (51 ريال للسهم على أساس التدفقات النقدية الحرة، بنسبة تكلفة رأس مال تبلغ 10.6%). أما على أساس تقديراتنا لربح السهم عند 2.8 ريال، فإن عائد توزيعات السهم يعتبر جيدا إذ يبلغ 6.7%.

الأداء



الأرباح

(SARmn)	2017	2018e	2019e
Revenue	2,385	2,385	2,455
Y-o-Y	11.5%	0.0%	2.9%
Gross profit	738	697	747
Gross margin	31.0%	29.2%	30.4%
Net profit	631	616	653
Y-o-Y	-13.8%	-2.4%	5.9%
Net margin	26.5%	25.8%	26.6%
EPS (SAR)	3.21	3.13	3.32
DPS (SAR)	2.80	2.80	2.80
Payout ratio	87.3%	89.4%	84.4%
P/E (Curr)	13.1x	13.4x	12.7x
P/E (Target)	14.7x	15.0x	14.2x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



## 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 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 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 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 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