

26 فبراير 2018

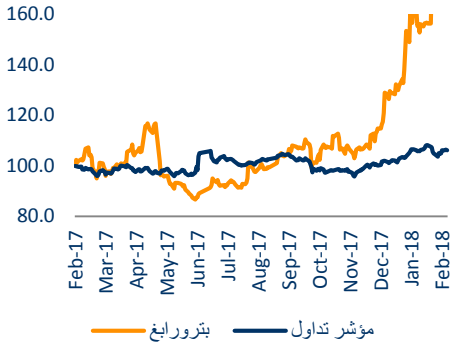
تغطية بحثية أولية

محايد	التوصية
23.2	سعر السهم الحالي (ريال)
21.8	السعر المستهدف (ريال)
(6.1%)	نسبة الارتفاع / الهبوط

في يوم 22 فبراير من عام 2018

البيانات الأساسية (مصدر المعلومات: بلومبرغ)	
20.3	رأس المال السوق (مليار ريال)
24.0	أعلى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)
11.0	أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)
876.0	إجمالي عدد الأسهم المتداولة (مليار)
21.7%	نسبة التداول الحر للأسهم

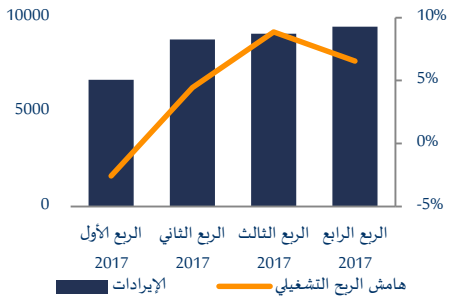
أداء سهم شركة بترورابغ مقابل مؤشر تداول (المعاد تقديره)



أداء السهم (%)	مطلق	نسبي
شهر واحد	13.1%	13.5%
6 شهور	85.7%	81.6%
12 شهر	84.5%	78.4%

الملاك الرئيسيين	%
سوميتومو الكيماوية	37.5%
أرامكو	37.5%

المبيعات ربع السنوية (مليار ريال) وهامش الربح التشغيلي



مصدر المعلومات: وكالة بلومبرغ، إدارة الأبحاث، شركة فالكم؛ البيانات في يوم 22 فبراير 2018

في العام المالي 2017، نمت إيرادات شركة بترورابغ بنسبة 36 في المائة على أساس سنوي لتصل إلى 34 مليار ريال مدفوعاً بارتفاع أسعار البتروكيماويات وزيادة حجم المبيعات. كما ارتفع مجمل الربح بنسبة 143 في المائة على أساس سنوي لتسجل 2.7 مليار ريال مقارنة مع 1.1 مليار ريال في عام 2016. هذا وقد شهد صافي الربح ارتفاعاً بشكل ملحوظ من 35 مليون ريال في السنة المالية 2016 إلى 1.4 مليار ريال في عام 2017. ويعزى هذا الأداء في المقام الأول إلى تحسين الكفاءة التشغيلية وارتفاع هوامش التكرير، وتحسين أسعار المنتجات. أما المرحلة الثانية من المشروع، والتي سوف توسع فيها قدرة الشركة وإنتاجها بشكل كبير، فهي توفر للشركة رؤية كبيرة على المدى القريب إلى المتوسط. ومع ذلك، مع الارتفاع الأخير في سعر السهم، والذي جعله قريباً من أعلى مستوى على مدى عامين، علاوة عن تردد المستثمرين بشأن تقييم الشركة، ولذا نوصي باتباع سياسة الرتقب والانتظار للتأكد من انعكاس توقعات السوق إلى أداء فعلي. مع مراعاة جميع العوامل، نوصي بتصنيف محايد بسعر مستهدف يبلغ 21.8 ريال سعودي للسهم.

نتائج السنة المالية 2017 القوية تعكس تحسين الأسعار والكفاءة التشغيلية:

في السنة المالية 2017، ارتفع صافي الدخل إلى 1.4 مليار ريال مقارنة بالسنة المالية 2016 والذي سجل فيها 35 مليون ريال، حيث تمكنت الشركة من تحقيق هوامش ربح أعلى لمنتجاتها البتروكيماوية والتكريرية. وجاءت الزيادة في الهوامش نتيجة لزيادة الإيرادات مدعومة بالتحسينات التشغيلية، على الرغم من إغلاق المصنع بشكل دوري، الأمر الذي يرفع مستويات التفاؤل المستقبلية بشأن توقع المزيد من التحسينات في مستوى الإيرادات والأرباح عقب استكمال مشروع المرحلة الثانية وبداية العمليات التشغيلية.

تسير المرحلة الثانية من مشروع بترورابغ على المسار الصحيح:

بدأت بعض الوحدات في مشروع المرحلة الثانية من بترورابغ عملياتها في عام 2017، ومن المتوقع أن تبدأ وحدات أخرى عملياتها في العام المقبل. ومع استمرار التوسع في الطاقة الإنتاجية والتي من المتوقع أن يتم إستغلالها خلال النصف الثاني من عام 2018، فإننا نتوقع أن يشهد عام 2019 الأثر الكامل على الأداء المالي والتشغيلي للشركة.

سعر السهم المرتفع يترك القليل من الفرص للمفاجآت السلبية:

يشير الارتفاع الأخير في سعر سهم الشركة إلى أن السوق قد إستوعب بالفعل معظم الأخبار الإيجابية في تقييم الشركة. الأمر الذي يتضح من ارتفاع سعر السهم لأعلى مستوى له على مدى عامين. في حين أن ارتفاع سعر السهم في الماضي القريب هو مؤشر على ثقة المستثمرين بأن الشركة قد وصلت إلى نقطة إنعطاف، بينما يترك مجالاً لخيبة الأمل في الأرباح. وبالتالي، أي مفاجأة سلبية يمكن أن تؤدي إلى تصحيح قوي لسعر السهم وانخفاض محتمل في التصنيف الإستثماري.

إن ضعف الإقتصاد السعودي يمكن أن يحبط خطط الشركة الجيدة:

أدت الإصلاحات المالية العامة وإصلاحات الدعم في المملكة العربية السعودية إلى نمو إقتصادي أقل من المتوقع وتراجع معنويات المستهلكين. في حين أن التدابير ستكون مفيدة على المدى الطويل، بينما تقدم الحكومة تحويلات نقدية لرفع نمط حياة السعوديين ذوي الدخل المنخفض والمتوسط، فإن أي تأجيل في تحقيق نمو إقتصادي مرتفع يمكن أن يؤثر سلباً على الشركة وتؤثر على أدائها المالي.

التقييم: قمنا بتقييم شركة " بترورابغ " باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى قيمة عادلة قدرها 21.8 ريال سعودي للسهم. وقد اعتبرنا المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 5.9 في المائة، بمعدل نمو دائم قدره 2.0 في المائة.

	2017	2018(م)	2019(م)	2020(م)
الإيرادات (مليار ريال)	34.2	38.8	48.8	47.1
الأرباح التشغيلية (مليار ريال)	1.6	1.2	3.0	1.8
نصيب السهم من الأرباح (ريال)	1.6	1.1	3.2	1.9
هامش الربح التشغيلي (%)	4.8%	3.0%	6.2%	4.0%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	4.1	3.7	2.9	2.5
العائد على حقوق الملكية (%)	14.1%	9.0%	21.9%	11.9%
مضاعف الربحية	14.1	19.7	6.7	11.3
مضاعف القيمة الدفترية	2.0	1.8	1.5	1.3
القيمة السوقية / الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والاستهلاك	14.6	15.1	9.6	11.6

مصدر المعلومات: الفوائد المالية للشركة، إدارة الأبحاث، شركة فالكم

شرح منهجية التقييم والإفتراضات

قمنا بتقييم شركة "بترورايغ" باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم و الذي يقدر بقيمة قدرها 21.8 ريال سعودي للسهم الواحد. وتم احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 5.9 في المائة مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0 في المائة. من الناحية النسبية، يتم تداول سهم شركة "بترورايغ" على مضاعف ربحية قدره 16.4 مرة (على أساس سنوي)، مما يمثل زيادة بنسبة 19.5 في المائة عن نظرائه في القطاع، وبنسبة 19.1 في المائة إلى مؤشر "تداول" لجميع الأسهم.

2021 (متوقع)	2020 (متوقع)	2019 (متوقع)	2018 (متوقع)	2017	مليون ريال
1,832	1,780	3,010	1,168	1,653	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب
(112)	(110)	(184)	(63)	(93)	الضرائب
2,879	2,794	2,682	2,538	2,441	الإهلاك والاستهلاك والإضمحلال
(13)	129	478	3,092	(1,041)	التغير في رأس المال العامل
(2,183)	(2,889)	(3,727)	(3,546)	(2,603)	صافي النفقات الرأسمالية
2,404	1,704	2,259	3,188	358	صافي التدفقات النقدية للشركة
0.8	0.8	0.9	1.0		معدل الخصم
1,927	1,447	2,031	3,035		القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة
8,440					صافي القيمة الحالية (أ)
50,392					القيمة الحالية للقيمة النهائية (ب)
2.0%					معدل النمو الدائم المفترض
5.9%					معدل الخصم

58,831	القيمة العادلة للشركة (أ) + (ب)	افتراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
		المعدل الخالي من المخاطر 2.9%
1,245	إجمالي النقدية	علاوة تحمل المخاطر 8.8%
41,002	إجمالي الدين	معدل المخاطرة السوقية 1.1x
-	حقوق الأقلية	تكلفة حقوق الملكية 12.4%
19,074	قيمة حقوق الملكية (مليون ريال)	
876	إجمالي الأسهم (مليون سهم)	تكلفة الدين بعد احتساب الضرائب 3.6%
21.77	السعر المستهدف للسهم (ريال)	الوزن النسبي لحقوق الملكية في هيكل رأس المال 26.0%
23.18	سعر السهم الحالي (في يوم 22 فبراير من عام 2018)	الوزن النسبي للدين في هيكل رأس المال 74.0%
(6.1%)	نسبة الارتفاع / الهبوط لسعر السهم الحالي	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال 5.9%

مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكم

المخاطر

المخاطر الصاعدة:

- قد يؤدي الأداء التشغيلي الأفضل من المتوقع في المرحلة الثانية لمصنع رايع إلى زيادة في الأرباح و التوزيعات أكثر من المتوقع.
- إن ارتفاع الهوامش بشكل أفضل من المتوقع من المنتجات المكررة قد تؤثر بشكل إيجابي على الشركة.

المخاطر السلبية:

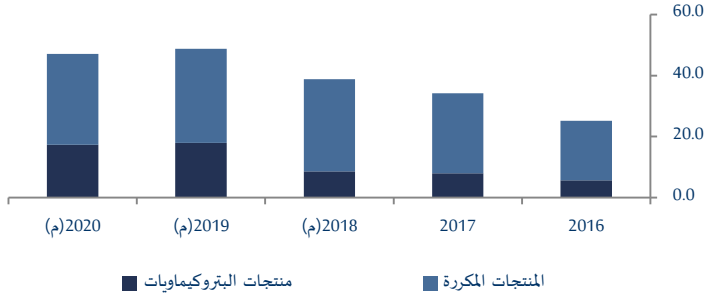
- ظلت عملية زيادة رأس المال المقترحة قائمة لفترة من الوقت، وسط عدم وجود رؤية حول الجدول الزمني لتنفيذ هذه الخطوة، فإن إعلانها لا يزال يشكل خطراً على الجانب السلبي.
- قد تظهر المشاكل التشغيلية في شركة تكسير الإيثان المنشأة حديثاً.
- سيؤثر الإقتصاد العالمي أو الإقليمي الأضعف من المتوقع سلباً على أسعار منتجات الشركة.

26 فبراير 2018

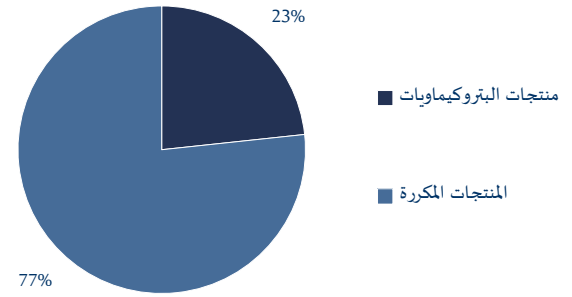
تغطية بحثية أولية

الرسومات البيانية الرئيسية

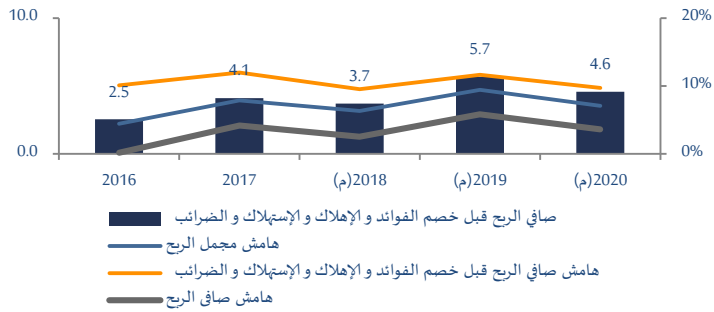
الإيرادات (مليار ريال)



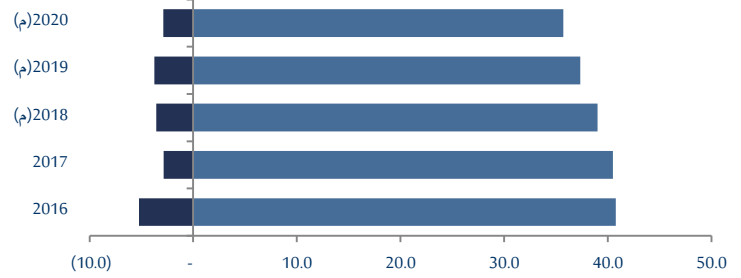
تقسيم الإيرادات (2017)



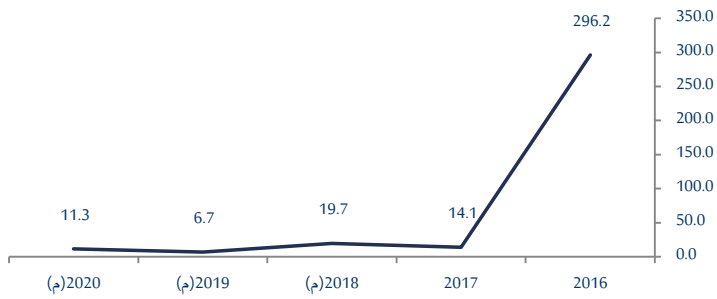
صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب وهوامش الربحية



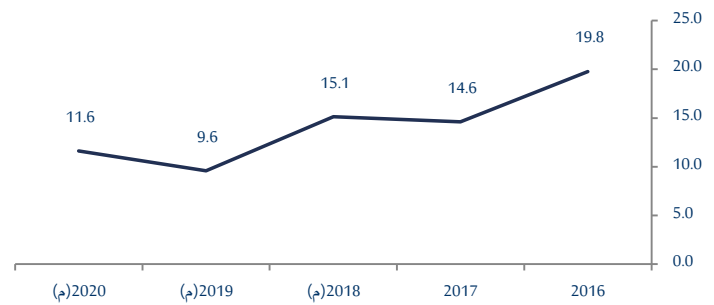
النفقات الرأسمالية وإجمالي الدين



مضاعف الربحية



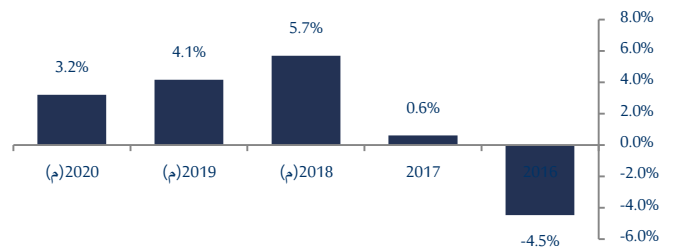
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب



إجمالي الدين إلى حقوق الملكية



العائد على التدفقات النقدية الحرة



مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكم

26 فبراير 2018

تغطية بحثية أولية

ملخص الميزانيات

معدل النمو	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
الإيرادات	36.0%	13.5%	25.6%	(3.5%)
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	61.0%	(9.5%)	53.6%	(19.6%)
الربح التشغيلي	غير متوفر	(29.3%)	157.7%	(40.9%)
صافي الربح قبل الضرائب	غير متوفر	(31.8%)	192.1%	(40.5%)
صافي الربح	غير متوفر	(31.8%)	192.1%	(40.5%)

النسب (%)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
هامش مجمل الربح	7.9%	6.3%	9.4%	7.0%
صافي الربح قبل خصم	12.0%	9.5%	11.7%	9.7%
هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	4.8%	3.0%	6.2%	3.8%
صافي هامش الربحية	4.2%	2.5%	5.8%	3.6%
العائد على حقوق المساهمين	14.1%	9.0%	21.9%	11.9%
العائد على رأس المال العامل	3.5%	2.5%	6.3%	3.8%
العائد على الأصول	2.3%	1.6%	4.3%	2.6%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	4.1x	3.7x	2.9x	2.5x
إجمالي الدين / صافي الربح قبل خصم	9.7x	10.0x	6.2x	7.5x
العائد على التدفقات النقدية الحرة	0.6%	5.7%	4.1%	3.2%
العائد الربحي	0.0%	1.3%	3.7%	2.2%

التقييم	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
مضاعف الربحية	14.1x	19.7x	6.7x	11.3x
مضاعف القيمة الدفترية	2.0x	1.8x	1.5x	1.3x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإستهلاك	14.6x	15.1x	9.6x	11.6x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	36.2x	48.0x	18.1x	29.9x
قيمة الشركة / الإيرادات	1.7x	1.4x	1.1x	1.1x

مضاعف الربحية (12 شهر)	تقييمات الشركات المماثلة في القطاع
8.7x	الاسكندرية للزيوت المعدنية
18.8x	توتال المغرب
غير متوفر	قطر للوقود
16.4x	شركة رابع للتكرير والبتروكيماويات
13.8x	وسيط القطاع
13.8x	مؤشر تداول

قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإستهلاك (12 شهر)	مضاعف الربحية (12 شهر)
6.5x	8.7x
12.1x	18.8x
غير متوفر	غير متوفر
13.8x	16.4x
9.3x	13.8x
11.6x	13.8x

قائمة الدخل (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
الإيرادات	34,211	38,837	48,793	47,087
مجموع الربح	2,696	2,446	4,597	3,319
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	4,094	3,706	5,692	4,574
هامش الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	1,653	1,168	3,010	1,780
شركات شقيقة	-	-	-	-
صافي الفائدة	(188)	(135)	7	15
أخرى	51	-	-	-
صافي الربح قبل الضرائب	1,516	1,033	3,017	1,795
الأقلية	-	-	-	-
الزكاة	93	63	184	110
صافي الربح	1,423	970	2,833	1,685
نصيب السهم من الأرباح	1.6	1.1	3.2	1.9
نصيب السهم من توزيعات الأرباح	-	0.3	0.8	0.5

الميزانية العمومية (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
النقدية	1,245	2,548	2,457	2,105
الأصول المتداولة	11,502	9,935	11,899	11,636
الأصول الثابتة	43,971	44,992	46,048	46,155
أصول غير الملموسة	124	112	100	88
استثمارات في الشركات الزميلة والشركات المشتركة	16	16	16	16
إجمالي الأصول	61,675	62,420	65,337	64,816
الخصوم المتداولة	10,167	11,692	14,134	14,000
القروض قصيرة الأجل	3,707	3,700	3,550	3,400
القروض طويلة الأجل	37,294	35,794	34,294	32,794
حقوق الملكية	10,086	10,813	12,938	14,201
إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	61,675	62,420	65,337	64,816

قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
التدفق النقدي التشغيلي	4,134	3,507	5,515	4,479
التغير في رأس المال العامل	(1,041)	3,092	478	129
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	3,093	6,599	5,993	4,609
إلتحاق الرأسمالي	(2,603)	(3,546)	(3,727)	(2,889)
التدفق النقدي من أنشطة الاستثمار	(2,758)	(3,546)	(3,727)	(2,889)
التغيرات في الدين	(471)	(1,508)	(1,650)	(1,650)
توزيعات الأرباح	(0)	(242)	(708)	(421)
التدفق النقدي من أنشطة التمويل	(471)	(1,750)	(2,358)	(2,071)

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، إدارة الأبحاث لشركة فالكم
(* صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك

26 فبراير 2018

تغطية بحثية أولية

شرح منهجية التصنيف لدى فالكم للخدمات المالية

تعتمد شركة "فالكم للخدمات المالية" على منهجية للتقييم المالي يختص بها، كما تستند توصياتها الإستثمارية إلى البيانات الكمية والنوعية التي يجمعها المحللون الماليين. وعلاوةً على ذلك، يضع نظام التقييم المتبع الأسهم التي يغطيها بحثياً تحت أحد مجالات التوصية التالية بناءً على سعر إقفال السوق، وكذلك القيمة العادلة المفترضة وإمكانية الصعود أو الإنخفاض.

زيادة المراكز: القيمة العادلة تزيد على السعر الحالي بأكثر من 10%.

محايد: القيمة العادلة إما أكثر أو أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10%.

تخفيض المراكز: القيمة العادلة أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10%.

تحت المراجعة: لم يتم تحديد سعر مستهدف لسبب أو أكثر من الأسباب التالية: (1) إنتظار المزيد من المعلومات، (2) إنتظار البيانات المالية التفصيلية، (3) إنتظار تحديث المزيد من البيانات، (4) تغيير في أداء الشركة، (5) تغيير في ظروف السوق أو (6) أي سبب آخر من شركة فالكم للخدمات المالية، قسم إدارة البحوث.

فالكم للخدمات المالية

مراسلتنا على العنوان التالي:
صندوق بريد 884
الرياض 11421
المملكة العربية السعودية

الفاكس أو مراسلتنا على الرقم أدناه
فاكس: +966 11 2032546
الإيميل: addingvalue@falcom.com.sa

اتصل بنا على أرقام الهاتف أدناه
خدمة العملاء: 8004298888
لخدمات الأسهم: 920004711

إخلاء مسؤولية وتحذير من المخاطر:

لقد تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير من مصادر عامة مختلفة يُعتقد بأنه موثوق بها، وعلى الرغم من أن فالكم اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذا التقرير هي عادلة ومعقولة إلا أن فالكم لا تضمن دقة البيانات أو الأسعار أو المعلومات المقدمة، ولا تتعهد بأن المعلومات أو الأسعار الواردة في هذا التقرير هي صحيحة أو خالية من أي خطأ، كما أن هذا التقرير ليس المقصود منه أن يُفسر على أنه عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية وبناءً عليه فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة و/أو عدالة و/أو اكتمال المعلومات أو الأسعار التي يحتوي عليها هذا التقرير، كما أن فالكم تُخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو أي من محتوياته، ولن تكون فالكم مسؤولة في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير، والآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة فالكم كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار، ولا تُقدم فالكم أي ضمان بأن الأسعار أو النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متوافقة مع أية آراء أو تنبؤات أو توقعات أسعار واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير من أسعار متوقعة يُمثل نتيجة مُحتملة فقط ويمكن أن لا تتحقق هائياً، كما أن هذه الآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكيد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي. وإضافة إلى ما سبق فإن أي قيمة أو سعر مذكور أو أي دخل من أي من الإستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و/أو تتأثر بالتغيرات دون أي إشعار سابق والأداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وبناءً على كل ما سبق يبيانه فإن المستثمرين قد يحصلون على نتائج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. إن هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام فقط ولا يأخذ في الحسبان ظروف وأهداف ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين، ولذلك فإن هذا التقرير لا يهدف لتقديم مشورة في مجال الإستثمار ولا يأخذ بعين الإعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الإستثمارية الخاصة و/أو الإحتياجات الخاصة لمن يحصل على هذا التقرير، ولذلك ينبغي على المستثمر قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الإستثمار أن يحصل على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والاستثمارية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الإستثمار 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 وتوقعات الأسعار الواردة فيه محمية بموجب أنظمة وقوانين حقوق الملكية الفكرية وحقوق الطبع والنشر في المملكة العربية السعودية. جميع الحقوق محفوظة.

حصلت شركة فالكم على ترخيص من هيئة سوق المال السعودي رقم (37-06020) بتاريخ 2006/05/27 وبدأت بتقديم خدماتها للمستثمرين في السوق المالية السعودية بتاريخ 2007/02/19 برقم 1010226584 الصادر بتاريخ 1427/12/04 هجري.