

10 ديسمبر، 2017

تغطية بحثية أولية

التوصية محايدة

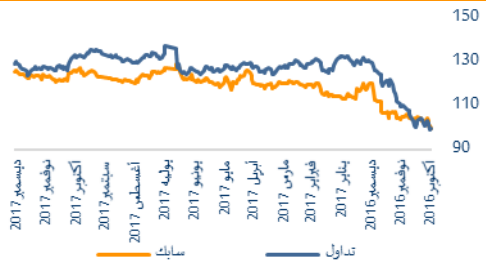
101.40	سعر السهم الحالي (ريال)
105.91	السعر المستهدف (ريال)
4.45%	نسبة الإرتفاع / الهبوط

في يوم 5 ديسمبر من عام 2017

البيانات الأساسية (مصدر المعلومات: بلومبرغ)

302.7	رأس المال السوقي (مليار ريال)
105.4	أعلى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)
90.5	أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)
3.0	إجمالي عدد الأسهم المتداولة (مليار)
24.1%	نسبة التداول الحر للأسهم

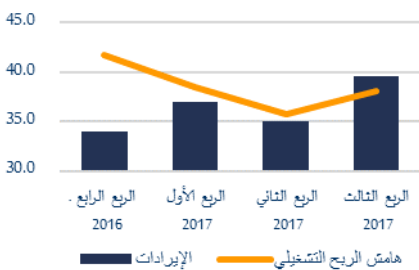
أداء سهم شركة "سابك" مقابل مؤشر تداول (المعاد تقديره)



أداء السهم (%)	مطلق	نسبي
1 شهر	-1.6	-0.4
6 شهور	-2.7	-0.8
12 شهر	-4.7	-5.3

الملك الرئيسي	%
صندوق الإستثمارات العامة	70.0%
المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية	5.7%
البنك السعودي البريطاني	0.2%

المبيعات ربع السنوية (مليار ريال) وهامش الربح التشغيلي



مصدر المعلومات: وكالة بلومبرج، إدارة الأبحاث بشركة فالكم؛ البيانات في يوم 5 ديسمبر من عام 2017

تمكنت الشركة السعودية للصناعات الأساسية - "سابك" من تحقيق أرباحاً صافية خلال الربع الثالث من العام الحالي متجاوزةً مستوى التوقعات، حيث بلغ صافي الربح 5.74 مليار ريال (زيادة بنسبة 59.0 في المائة على أساس ربع سنوي، وزيادة قدرها 40.0 في المائة عن مستوى التوقعات، وزيادة 11.0 في المائة على أساس سنوي). كما عكس أداء الربع الثالث من عام 2017 إرتفاعاً في مستويات أسعار البيع والكميات مقارنةً بالسنة الماضية. وعلاوةً على ذلك، إرتفعت هامش الربحية بنسبة 35.6 في المائة بسبب الأداء الجيد على مستوى جميع القطاعات. و علاوةً على ذلك، فإن حجم شركة "سابك" وعملياتها التشغيلية واسعة النطاق والتنوع، بالإضافة إلى الدعم الحكومي القوي الذي تحظى به الشركة تعتبر من العوامل الرئيسية الإيجابية. ومع ذلك، فإن موقفنا المحايد تجاه سهم الشركة يستند إلى زيادة المعروض في سوق البتروكيماويات، وعدم وجود تحسينات على المدى القريب، بالإضافة إلى المخاوف بشأن إرتفاع أسعار المواد الخام في المملكة العربية السعودية.

من المرجح أن تشهد أسعار البتروكيماويات بعض الضغوط

خلال الفترة ما بين عام 2011 - 2016، شهد الإستهلاك العالمي من الإيثيلين والبروبيلين إرتفاعاً بمعدل نمو سنوي مركب قدره 3.0 في المائة و 7.0 في المائة، على التوالي، وسط ظهور دول آسيا كمحرك رئيسي للنمو لمستويات الطلب العالمي. ومع ذلك، من المرجح أن تتجاوز زيادة المعروض مستويات الطلب في المستقبل وسط خطط الصين لزيادة الطاقة الإنتاجية من الإيثيلين بنسبة 71.0 في المائة، وبنسبة 21.0 في المائة للبروبيلين، وهذا بالإضافة إلى الإستثمارات القوية التي تعتمد على الصخر الزيتي في الولايات المتحدة. ومن شأن هذه العوامل أن تسهم في تذبذب أسعار منتجات شركة "سابك".

لا توجد تحسينات كبيرة في الكميات على المدى القريب

تعمل شركة "سابك" على عدة مشروعات منها محطة لتكسير البخار الإيثاني بالشراكة مع شركة "إكسون موبيل" (على ساحل الخليج الأمريكي)، ومحطة لتحويل النفط مباشرةً إلى كيماويات بالشراكة مع شركة "أرامكو"، ومصنع لنقل المواد الكيماوية مع شركة "شيهوا" (في الصين). وتعتمد المشروعات الثلاثة على الشراكة بنسبة 50:50 مع شركائها التجاريين. ومع ذلك، فإن أياً من هذه المشروعات من المرجح أن تبدأ في عمليات التشغيل في غضون السنوات الخمس المقبلة، مما يحد من آفاق النمو في مستوى الكميات.

النمو غير العضوي لتعويض إنخفاض أسعار النفط الخام عالمياً

من المتوقع أن تستفيد الشركة من عدد من الشركات الناشئة وعمليات الإستحواذ. هذا بالإضافة إلى المشروعات المشتركة مع كلاً من شركة "إكسون موبيل" بقيمة 3.4 مليار دولار، وشركة "ميتسوبيشي" بقيمة 1.4 مليار دولار، وإستحواذ على المشروع المشترك "صدف" من شركة "شل"، بالإضافة إلى المحادثات الأخيرة للإستحواذ على شركة "غراسيم" في الهند؛ من شأنه أن يعزز مستويات الأرباح المستقبلية.

بدأت تكلفة المدخلات متعددة السنوات في التلاشي

من الناحية التاريخية، كان إنخفاض أسعار المواد الخام الرئيسية هامشاً رئيسياً لشركة "سابك". فقد إرتفعت أسعار الإيثان إلى 1.75 دولار / مليون وحدة حرارية بريطانية في بداية عام 2016 مقابل 0.75 دولار / مليون وحدة حرارية بريطانية في السابق. حتى بعد إرتفاع، تعد أسعار الإيثان في المملكة العربية السعودية أقل بكثير من تلك الموجودة في الولايات المتحدة وأوروبا. ومع ذلك، فإننا نعتقد أن النمو القائم على المواد الخام أخذ في التباطؤ، وهناك احتمال لارتفاع أسعار المواد الخام في المملكة العربية السعودية.

الميزانية العمومية في وضع مثالي لتمويل النمو ودعم توزيعات الأرباح

تتمتع شركة "سابك" بمركز مالي سليم، حيث بلغت مستويات النقد 49.8 مليار ريال سعودي في الربع الثالث من عام 2017. كما إنخفضت نسبة صافي الدين / صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضررائب للشركة إلى 0.2 ضعفاً في عام 2016 مقابل 0.8 ضعفاً في عام 2012. كما أن تصريحات لشركة الأخيرة بشأن إنفاق 3 مليار دولار إلى 10 مليار دولار أمريكي على عمليات الإستحواذ على مدى السنوات الخمس المقبلة في الأغذية الزراعية تعتبر مبررة بشكل جيد من خلال ميزانيتها العمومية والتي يمكن أن تدعم المزيد من توزيعات الأرباح.

التقييم:

قمنا بتقييم شركة "سابك" باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية للوصول إلى القيمة العادلة وقدرها 105.90 ريال سعودي للسهم الواحد. وقد إعتبرنا معدل تكلفة رأس المال عند 8.8 في المائة مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 1.5 في المائة.

	2016	2017 (م)	2018 (م)	2019 (م)
الإيرادات (مليار ريال)	132.8	165.9	172.6	179.7
الأرباح التشغيلية (مليار ريال)	26.8	34.3	37.7	38.4
نصيب السهم من الأرباح (ريال)	5.9	8.2	9.4	9.5
هامش الربح التشغيلي (%)	20.2%	20.7%	21.8%	21.4%
العائد على حقوق الملكية (%)	12.4%	15.7%	16.3%	15.5%
الدين / حقوق الملكية	0.31	0.23	0.15	0.12
مضاعف الربحية	15.4x	12.3x	10.8x	10.6x
مضاعف القيمة الدفترية	0.9x	1.0x	1.0x	0.9x
القيمة السوقية / الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك	9.4	7.6	6.7	6.4

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، إدارة الأبحاث لشركة فالكم

10 ديسمبر، 2017

تغطية بحثية أولية

ملخص التقييم

### شرح منهجية التقييم والإفتراضات

قمنا بتقييم شركة "سابك" باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم و الذي يقدر بقيمة قدرها 105.9 ريال سعودي للسهم الواحد. وتم احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 8.8 في المائة مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 1.5 في المائة. من الناحية النسبية، يتم تداول سهم شركة "سابك" على مضاعف ربحية 14.4 مرة (على أساس سنوي)، مما يمثل زيادة بنسبة 8.80 في المائة عن نظرائه في القطاع، وقرابة 13 في المائة إلى مؤشر "تداول" لجميع الأسهم.

2020 (متوقع)	2019 (متوقع)	2018 (متوقع)	2017 (متوقع)	2016	مليون ريال
38,788	38,357	37,657	34,349	26,778	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب
(3,322)	(3,268)	(3,226)	(2,830)	(3,000)	الضرائب
16,418	15,358	14,496	13,810	14,860	الإهلاك والإستهلاك والإضحلال
375	(651)	(1,156)	(6,888)	1,100	التغير في رأس المال العامل
(26,505)	(21,559)	(17,147)	(16,481)	(13,098)	صافي النفقات الرأسمالية
25,755	28,238	30,624	21,960	26,641	صافي التدفقات النقدية للشركة
0.8	0.8	0.9	1.0		معدل الخصم
19,880	23,715	27,983	22,089		القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة
93,668					صافي القيمة الحالية (أ)
276,418					القيمة الحالية للقيمة النهائية (ب)
1.5%					معدل النمو الدائم المفترض
8.8%					معدل الخصم

إفتراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال	القيمة العادلة للشركة (أ) + (ب)
المعدل الخالي من المخاطر	2.5%
عوائد السوق	11.8%
معدل المخاطرة السوقية	0.9x
تكلفة حقوق الملكية	13.1%
تكلفة الدين بعد احتساب الضرائب	2.3%
الوزن النسبي لحقوق الملكية في هيكل رأس المال	60.0%
الوزن النسبي للدين في هيكل رأس المال	40.0%
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال	8.8%
مصدر المعلومات: إدارة فالكم للأبحاث	
إجمالي النقدية	49,846
إجمالي الدين	59,349
حقوق الأقلية	42,849
قيمة حقوق الملكية (مليون ريال)	317,734
إجمالي الأسهم (مليون سهم)	3,000
السعر المستهدف للسهم (ريال)	105.9
سعر السهم الحالي (في يوم 5 ديسمبر من عام 2017)	101.4
نسبة الإرتفاع / الهبوط لسعر السهم الحالي	4%

### المخاطر

#### المخاطر الصاعدة:

- على غرار "صدف"، إذا استطاعت شركة "سابك" شراء حصتها المتبقية في شركات المساهمة المشتركة بتكلفة منخفضة، يمكن أن يؤدي ذلك إلى نمو في مستويات الأرباح.
- يمكن أن يكون الزيادة في إكتشاف آبار النفط إيجابي وينتج عنه أثر إيجابي.
- من المحتمل أن يؤدي إدراج شركة "سابك" في مؤشر MSCI للإقتصاديات الناشئة إلى زيادة الاهتمام بالسهم، مما سيؤدي إلى إرتفاع الأسعار.

#### المخاطر السلبية:

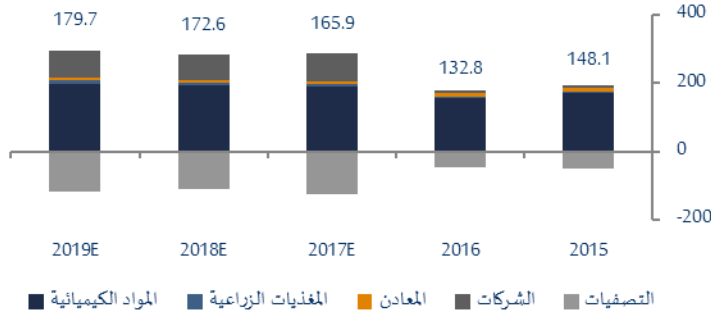
- عمليات الاندماج والاستحواذ ومخاطر الإفراط في الإنفاق: بالنظر إلى التصريحات الاستثمارية الأخيرة للشركة، فإن أي عملية إستحواذ مرتفعة التكلفة مع عوائد منخفضة (التي لا تضيف إلى القيمة طويلة الأجل) يمكن أن يشكل خطراً محتملاً. وقد يؤدي الإفراط في الإنفاق على النمو غير العضوي إلى انخفاض أرباح الأسهم.
- تعتمد ربحية شركة "سابك" بشكل كبير على أسعار النفط والمواد الكيميائية. ويمكن أن يؤثر إرتفاع أسعار النفط والغاز على الهوامش الإجمالية للشركة. وعلاوة على ذلك، قد تؤدي عملية التشديد في الإيرادات الحكومية إلى جعله من الصعب إستمرار الحكومة في تقديم الدعم لشركة "سابك" وفقاً للمستويات التاريخية، مما يؤدي إلى زيادة في التكاليف وإنخفاض هوامش الربحية المستقبلية.

10 ديسمبر، 2017

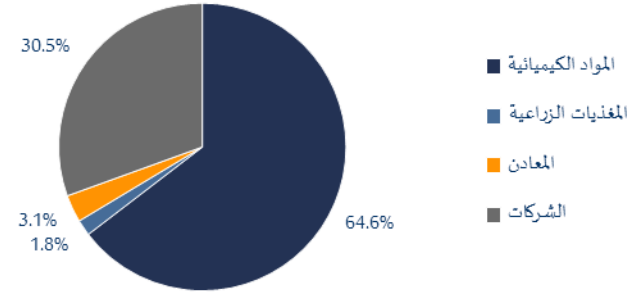
تغطية بحثية أولية

الرسومات البيانية الرئيسية

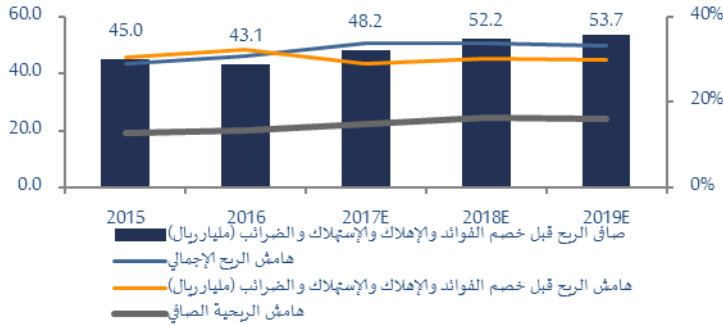
الإيرادات (مليار ريال)



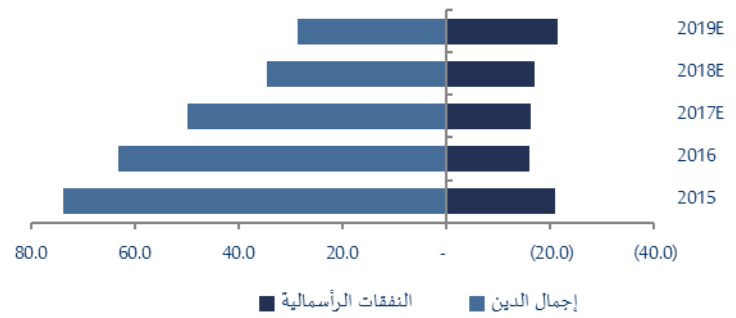
تقسيم الإيرادات (9 أشهر 2017)



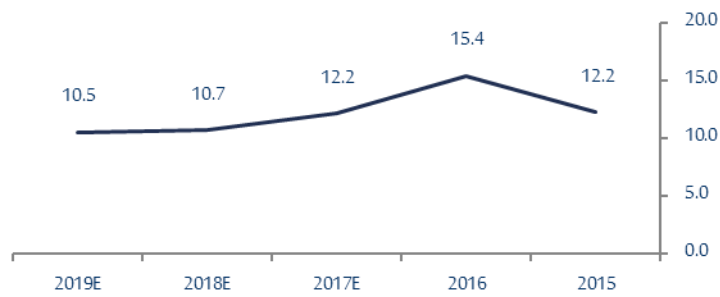
صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب وهوامش الربحية



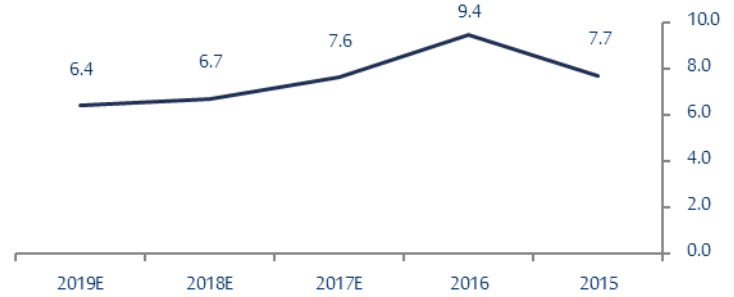
التدفقات الرأسمالية وإجمالي الدين



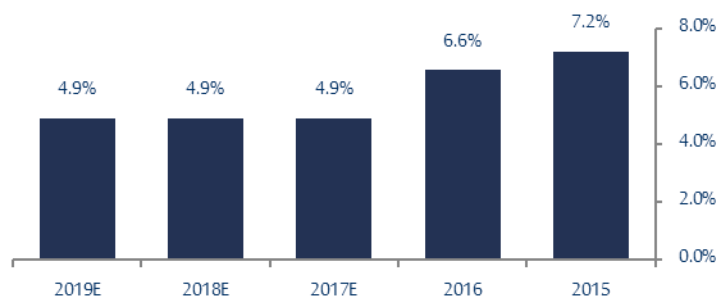
مضاعف الربحية



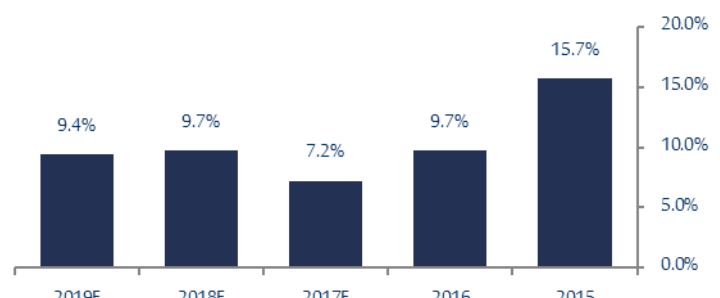
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب



العائد الربحي



العائد على التدفقات النقدية الحرة



مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث بشركة فالكم

10 ديسمبر، 2017

تغطية بحثية أولية

ملخص الميزانيات

معدلات النمو	2016	2017 (م)	2018 (م)	2019 (م)
الإيرادات	-10.3%	24.9%	4.0%	4.1%
صافي الربح قبل خصم ف. ه. س. ض.	-4.2%	11.7%	8.3%	3.0%
الربح التشغيلي	-6.1%	28.3%	9.6%	1.9%
صافي الربح قبل الضرائب	-0.1%	32.3%	14.0%	1.3%
صافي الربح	-5.0%	38.7%	14.0%	1.3%

النسب (%)	2016	2017 (م)	2018 (م)	2019 (م)
هامش مجمل الربح	30.8%	33.7%	33.8%	33.4%
صافي الربح قبل خصم ف. ه. س. ض.	32.5%	29.0%	30.2%	29.9%
هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	20.2%	20.7%	21.8%	21.4%
صافي هامش الربحية	13.4%	14.9%	16.3%	15.9%
العائد على حقوق المساهمين	8.8%	11.5%	12.3%	11.8%
العائد على رأس المال العامل	9.8%	12.5%	13.8%	13.7%
العائد على الأصول	5.7%	7.8%	8.9%	8.7%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	0.31	0.23	0.15	0.12
إجمالي الدين / صافي الربح قبل خصم ف. ه. س. ض.	0.53	0.07	(0.13)	(0.26)
العائد على التدفقات النقدية الحرة	9.7%	7.2%	10.1%	9.3%
العائد الربحي	6.6%	4.9%	4.9%	4.9%

التقييم	2016	2017 (م)	2018 (م)	2019 (م)
مضاعف الربحية	15.4	12.3	10.8	10.6
مضاعف القيمة الدفترية	0.9	1.0	1.0	0.9
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم ف. ه. س. ض.	9.4	7.6	6.7	6.4
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	5.9	5.4	4.8	4.5
قيمة الشركة / الإيرادات	1.9	1.6	1.5	1.4

تقييمات الشركات المماثلة في القطاع	مضاعف الربحية (12 شهر)	قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم ف. ه. س. ض. (12 شهر)
شركة البتروكيماويات المتقدمة	13.2	11.6
شركة ينغ الوطنية للبتروكيماويات	14.2	9.3
الشركة السعودية للأسمدة	18.7	14.5
شركة كيان السعودية للبتروكيماويات	12.9	8.8
شركة التصنيع الوطنية	13.7	7.2
المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	8.7	7.6
الشركة الوطنية للبتروكيماويات	12.3	8.6
الشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك"	14.4	7.4
وسيط القطاع	13.2	8.8
مؤشر تداول	12.7	10.0

قائمة الدخل (مليار ريال)	2016	2017 (م)	2018 (م)	2019 (م)
الإيرادات	132,827	165,864	172,559	179,655
مجمل الربح	40,910	55,912	58,364	59,915
صافي الربح قبل خصم ف. ه. س. ض.	43,106	48,159	52,153	53,715
هامش الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	26,778	34,349	37,657	38,357
شركات شقيقة	876	878	879	881
صافي الفائدة	(1,690)	(997)	(690)	(574)
أخرى	2,085	2,200	2,552	2,258
صافي الربح قبل الضرائب	28,049	36,429	40,398	40,921
الزكاة	3,000	2,830	3,226	3,268
الأقلية	(7,210)	(8,850)	(8,966)	(9,082)
صافي الربح	17,839	24,749	28,207	28,571
نصيب السهم من الأرباح	5.9	8.2	9.4	9.5
نصيب السهم من توزيعات الأرباح	6.0	5.0	5.0	5.0

الميزانية العمومية (مليار ريال)	2016	2017 (م)	2018 (م)	2019 (م)
النقدية	40,248	46,696	41,312	42,790
الأصول المتداولة	67,378	63,488	64,716	66,248
الأصول الثابتة	170,350	173,022	175,672	181,873
الأصول غير الملموسة	12,926	13,387	13,387	13,387
إجمالي الأصول	313,855	319,279	317,798	327,033
الخصوم المتداولة	28,168	33,170	33,242	34,123
القروض قصيرة الأجل	13,212	11,916	11,916	11,916
القروض طويلة الأجل	49,898	37,940	22,595	16,785
حقوق الملكية	202,079	214,681	228,474	242,638
إجمالي الخصوم	313,855	319,279	317,798	327,033

قائمة التدفقات النقدية (مليار ريال)	2016	2017 (م)	2018 (م)	2019 (م)
التدفق النقدي التشغيلي	38,601	50,647	50,789	52,131
التغير في رأس المال العامل	1,100	(6,888)	(1,156)	(651)
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	39,701	43,759	49,633	51,480
إنفاق الرأسمالي	(13,690)	(16,942)	(17,147)	(21,559)
التدفق النقدي من أنشطة الاستثمار	(4,217)	(3,060)	(16,292)	(20,703)
التغيرات في الدين	(10,588)	(13,254)	(15,345)	(5,811)
توزيعات الأرباح	(14,914)	(15,002)	(15,002)	(15,002)
التدفق النقدي من أنشطة التمويل	(33,367)	(34,251)	(38,725)	(29,300)

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



10 ديسمبر، 2017

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 ادارة 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:

إن هذا التقرير معد لتزويدكم بمعلومات عامة فقط، ولقد تم الحصول على المعلومات والآراء الواردة به من مصادر عامة يُعتقد أنه يمكن الاعتماد عليها، ولكن شركة فالكم للخدمات المالية لم تقم بالتحقق من صحة هذه المعلومات بشكل مستقل وعليه فقد تكون غير مكتملة، وعليه فإن فالكم لا تقدم أي ضمانات صريحة أو ضمنية تتعلق بصحة أو دقة أو اكتمال المعلومات أو الآراء الواردة بالتقرير، ولا يمثل هذا التقرير دعوة أو مشورة لشراء أو بيع الأوراق المالية أو الاستثمار بها وينبغي على من يود الاستثمار بالأوراق المالية أن يحصل على المشورة من مستشاره الإستثماري الخاص قبل اتخاذ أي قرار بالاستثمار، وينبغي على المستثمرين معرفة أن قيمة الاستثمارات في الأوراق المالية والدخل الناتج عن الاستثمار فيها -في حال وجوده- قد يتفاوت صعوداً وهبوطاً، وعليه فإن المستثمر قد يستعيد مقابل أقل عن المبلغ الذي استثمره بداية، ويعد الشخص الذي يتخذ قرارات استثمارية بناءً على محتويات هذا التقرير مسؤولاً عن قراراته الاستثمارية بمفرده ولا علاقة لفالكم بذلك.

جميع الحقوق محفوظة.

فالكم للخدمات المالية، الترخيص الممنوح من هيئة سوق المال رقم (37-06020) بتاريخ 27 مايو 2006م.