

تغطية بحثية أولية

ارتفع صافي الربح للشركة الوطنية السعودية للنقل البحري (بحري) بنسبة 29.0٪ على أساس سنوي إلى 620.7 مليون ريال في السنة المالية 2019. وقد استفاد قطاع نقل النفط من المعدلات المحسنة التي ساعدت على تعويض انخفاض الإيرادات من قطاع الخدمات اللوجستية. علاوةً على ذلك، ساعد انخفاض حصة الخسائر من الشركات الزميلة على تغطية النفقات والمخصصات المالية العالية خلال العام. تسهل تصنيفنا الاستثماري للشركة بتصنيف محايد، فيما تمر الشركة بأوقات اختبار التي يواجهها قطاع الشحن. وتقع الشركة في موقع إستراتيجي متميز بين ثلاث قارات، وقد تمكنت من مواصلة العمليات دون انقطاع حتى أثناء الأزمة من خلال تطبيق إستراتيجيات إستمرارية الأعمال المخطط لها جيداً. علاوةً على ذلك، من المتوقع أن يؤدي الإعتماد الكبير على عائدات قطاع النفط إلى تقليل الطلب المنخفض من القطاعات الأخرى.

حالة عدم اليقين في الإقتصاد الكلي وتقلب أسعار النفط تعد أبرز التحديات لشركة البحري

يتوقع صندوق النقد الدولي إنكماشاً إقتصادياً عالمياً بنسبة 3٪، بينما تتوقع منظمة التجارة العالمية إنخفاضاً بنسبة 13-32٪ في التجارة العالمية لعام 2020 بسبب جائحة فيروس كورونا، مما أدى إلى حالة من عدم اليقين بشأن قطاع النقل وسط تقلبات الأسعار البحرية. وبأتي هذا بعد عام 2019 و الذي شهد زيادة التعريفات التجارية وزيادة التوترات الجيوسياسية والتي أثرت على حركة التجارة العالمية. كما أدت حرب أسعار النفط والتي بدأت في وقت مبكر من هذا العام، بعد أن رفضت روسيا الامتنال لقرار خفض الإنتاج النفطي من قبل دول الأوبك، إلى تفاقم الوضع. وعلى الرغم من أن أوبك قد توصلت إلى إتفاق جديد لخفض الإنتاج، في حين تتوقع وكالة الطاقة الدولية إنعاش الطلب على النفط في النصف الثاني من عام 2020، و بالتالي من المرجح أن ينكمش الطلب الكلي على النفط لعام 2020.

تحاول شركة بحري تنوع قنوات الدخل وسط إستقرار مكاسبها من قطاع النقل

ارتفعت إيرادات قطاع نقل النفط بنسبة 7.1٪ على أساس سنوي وساهمت بنسبة 60.3٪ في إيرادات الشركة في السنة المالية 2019 بسبب تحسن معدلات النقل (ترتيباً مع معدلات النقل البحري سلباً بأسعار النفط). في مارس 2020، أدى الطلب على السفن إلى ارتفاع في أسعار النقل البحري (ارتفاعاً بنسبة 728٪ شهرياً) إستجابة للحاجة إلى إنشاء وحدة تخزين عائم لتصدير النفط السعودي، حيث سارع التجار إلى التحوط من انخفاض أسعار النفط (إنخفاض بنسبة 55٪ شهرياً). و تتوقع وكالة موديز أن يظل أداء قطاع الناقلات "مستقراً"، مما قد يوفر الإستقرار لمستوى الإيرادات للشركة. علاوةً على ذلك، تواصل الشركة تنوع قنوات دخلها من خلال التوسعات في العمليات اللوجستية وبناء السفن. و في عام 2019، وقعت الشركة مذكرة تفاهم مع شركة هيونداي لبناء ناقلات النفط للصناعات الثقيلة.

قد يؤثر الالتزام بمعايير إنبعاثات المنظمة البحرية الدولية على المكاسب الناتجة من الكفاءة التشغيلية

بصفتها مالك ومشغل أكبر أسطول للنقل البحري في العالم، تستفيد الشركة من العديد من العقود الاستراتيجية الرئيسية التي تمكنها من تحقيق نتائج تنافسية. وعلى الرغم من انخفاض الطلب على النفط و انخفاض أسعار النفط، تمكنت الشركة من تحسين هامشها التشغيلية (60 نقطة أساس على أساس سنوي) من خلال الإستغلال الأمثل لجدولة الأسطول البحري والإدارة المثلى لخطوط سير الرحلات. كما ساعد الارتباط المرتفع بين تكاليف الوقود وأسعار النفط على احتواء إجمالي التكاليف المباشرة. ومع ذلك، فإن الالتزام بمعايير المنظمة البحرية الدولية للحد من إنبعاثات الكبريت منذ يناير 2020 قد يرفع من تكاليف الشحن.

التقييم: قمنا بتقييم شركة "بحري" باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم و الذي يقدر بقيمة قدرها 38.0 ريال للسهم الواحد. و تم إحتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 6.9٪ مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0٪. و من الناحية النسبية، يتم تداول سهم شركة "بحري" على مضاعف ربحية قدره 12.5 مرة (على أساس سنوي)، مما يمثل خصم بنسبة 2.4 في المائة عن نظرائه في القطاع، و خصم بقراءة 9.4٪ إلى مؤشر "تداول" لجميع الأسهم.

	2019	2020(م)	2021(م)	2022(م)
الإيرادات (مليار ريال)	6.6	6.6	7.0	7.2
الأرباح التشغيلية (مليار ريال)	1.2	1.2	1.2	1.2
نصيب السهم من الأرباح (ريال)	1.6	1.5	1.6	1.7
هامش الربح التشغيلي (%)	18.6%	18.3%	17.4%	12.2%
العائد على حقوق الملكية (%)	6.7%	6.4%	6.6%	6.6%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	1.0X	0.9X	0.9X	0.8X
مضاعف الربحية	31.0X	23.8X	22.6X	21.8X
مضاعف القيمة الدفترية	2.0X	1.5X	1.4X	1.4X
مضاعف القيمة السوقية / الربح قبل خصم الفوائد و الإهلاك و الاستهلاك	13.6X	11.1X	10.5X	10.3X

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، إدارة الأبحاث لشركة فالكم

26 إبريل 2020

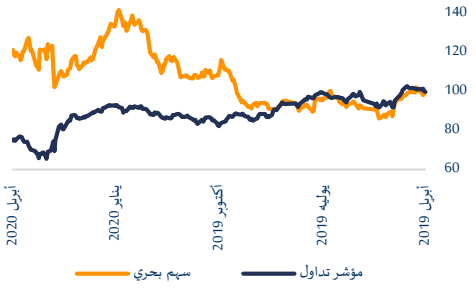
التوصية	محايد
سعر السهم الحالي (ريال)	36.6
السعر المستهدف (ريال)	38.0
نسبة الارتفاع / الهبوط	4.0%

في يوم 26 إبريل 2020

البيانات الأساسية (مصدر المعلومات: بلومبرغ)

رأس المال السوقي (مليار ريال)	14.4
أعلى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	41.1
أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	24.5
إجمالي عدد الأسهم المتداولة (مليون)	394
نسبة التداول الحر للأسهم (%)	79.8%

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

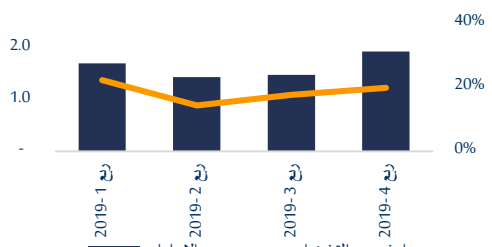


أداء السهم (%)	مطلق	نسبي
شهر واحد	10.4%	2.3%
6 شهور	16.0%	29.6%
12 شهر	27.6%	53.8%

الملاك الرئيسيين

صندوق الإستثمارات العامة	22.6%
شركة أرامكو السعودية للتطوير	20.0%

المبيعات ربع السنوية (مليار ريال) و هامش الربح التشغيلي



مصدر المعلومات: وكالة بلومبرج، إدارة الأبحاث، شركة فالكم؛ البيانات في يوم 26 إبريل 2020

شرح منهجية التقييم و الافتراضات

قمنا بتقييم شركة "بحري" باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم و الذي يقدر بقيمة قدرها 38.0 ريال للسهم الواحد. و تم احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 6.9% مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0%. و من الناحية النسبية، يتم تداول سهم شركة "بحري" على مضاعف ربحية قدره 31 مرة (على أساس سنوي)، مما يمثل زيادة بنسبة 17.6% عن نظرائه في القطاع، و مضاعف قيمة الشركة نسبةً إلى صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك 13.6 مره، مما يمثل زيادة بنسبة 2.9% عن نظرائه في القطاع.

2023	2022	2021	2020	2019	مليون ريال
1,250	1,235	1,224	1,198	1,223	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب
(112)	(108)	(105)	(100)	(92)	الضرائب
1,078	1,020	1,002	933	914	الإهلاك و الاستهلاك و فقدان القيمة
(295)	(187)	(162)	(23)	202	التغير في رأس المال العامل
(713)	(707)	(702)	(668)	(189)	صافي النفقات الرأسمالية
1,208	1,252	1,257	1,340	2,058	صافي التدفقات النقدية للشركة
0.8	0.8	0.9	1.0		معدل الخصم
942	1,044	1,120	1,277		القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة
4,383					صافي القيمة الحالية (أ)
19,716					القيمة الحالية للقيمة النهائية (ب)
2.0%					معدل النمو الدائم المفترض
6.9%					معدل الخصم

القيمة العادلة للشركة (أ) + (ب)	افتراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
	المعدل الخالي من المخاطر 2.6%
798 إجمالي النقدية	علاوة تحمل المخاطر 7.2%
9,552 إجمالي الدين	معدل المخاطرة السوقي 0.9%
465 حقوق الأقلية	تكلفة حقوق الملكية 9.0%
14,880 قيمة حقوق الملكية (مليون ريال)	
394 إجمالي الأسهم (مليون سهم)	تكلفة الدين بعد احتساب الضرائب 4.8%
38.0 السعر المستهدف للسهم (ريال)	الوزن النسبي لحقوق الملكية في هيكل رأس المال 49.1%
36.6 سعر السهم الحالي (في يوم 26 إبريل 2020)	الوزن النسبي للدين في هيكل رأس المال 50.9%
%4.0 نسبة الارتفاع / الهبوط لسعر السهم الحالي	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال 6.9%

مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكم

المخاطر

المخاطر الصاعدة:

- تعتبر الصين مستهلك بارز للنفط الخام، و من شأن حدوث تعافي إقتصادي قوي بعد أزمة فيروس كورونا أن يعزز الطلب الإجمالي على النفط وعلى المنتجات الأخرى أيضاً.
- يتم تداول أسعار النفط دون مستوى التوقعات إلى جانب ارتفاع الطلب، مما يؤدي إلى ارتفاع الإيرادات من قطاع النقل.

المخاطر السلبية:

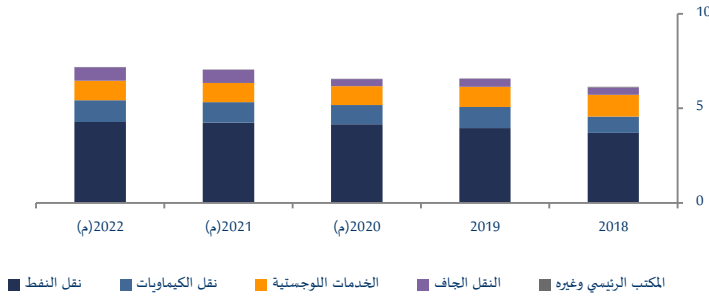
- قد يؤدي تطبيق السياسات التجارية الحمائية و تعطيل سلاسل التوريد إلى تحديات ضخمة لأعمال الجاويات.
- من شأن أي تداعيات بين دول الأوبك لتطبيق خفض الإنتاج أن يسبب تقلبات شديدة في سوق النفط.

26 إبريل 2020

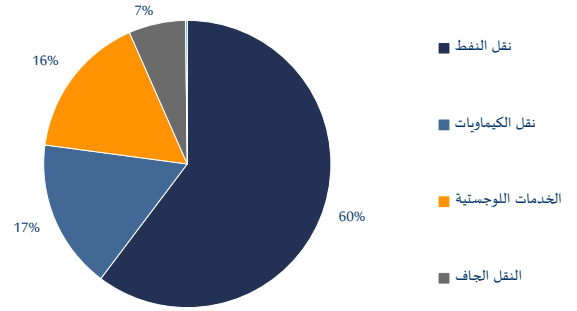
تغطية بحثية أولية

الرسومات البيانية الرئيسية

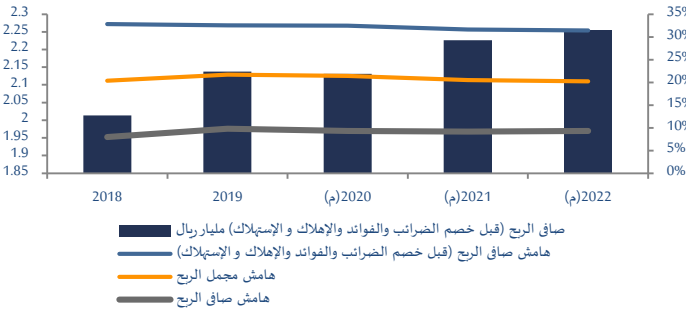
الإيرادات (مليار ريال)



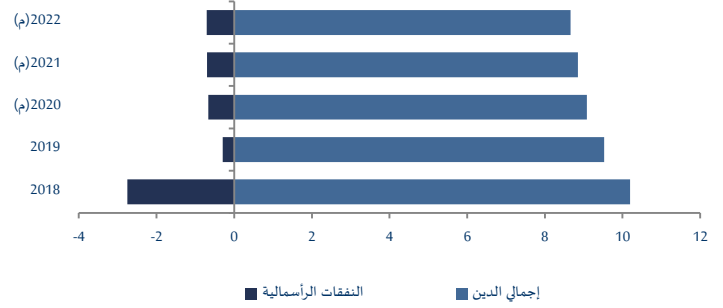
تقسيم الإيرادات (2019)



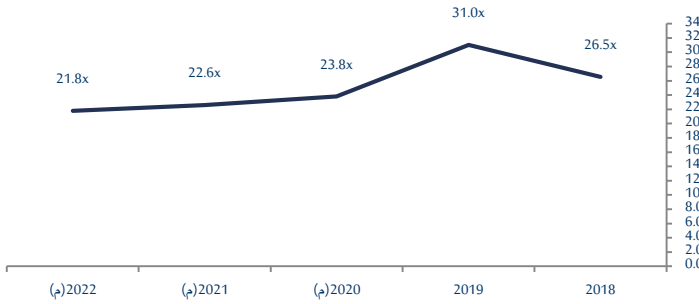
صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب وهوامش الربحية



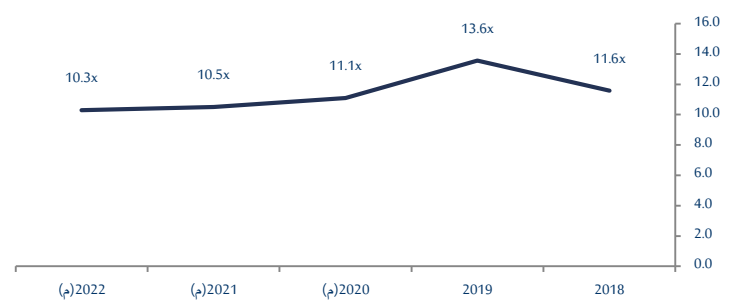
التدفقات الرأسمالية وإجمالي الدين



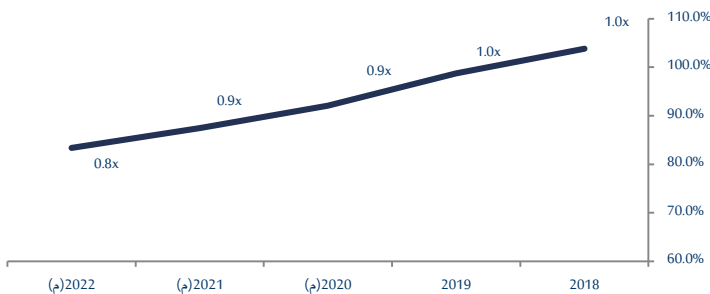
مضاعف الربحية



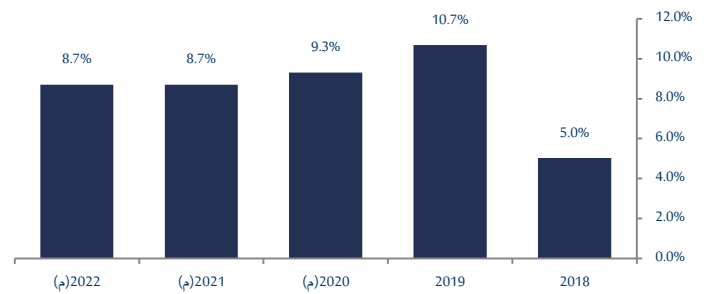
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب



نسبة الدين إلى حقوق الملكية



العائد على التدفقات النقدية الحرة



ملخص الميزانيات

2022	2021	2020	2019	معدلات النمو
1.9%	7.4%	(0.1%)	7.1%	الإيرادات
1.3%	4.4%	(0.3%)	6.2%	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك
0.9%	2.1%	(2.0%)	12.4%	الأرباح التشغيلية
3.3%	5.4%	(3.3%)	26.7%	صافي الربح قبل خصم الضرائب
3.3%	5.4%	(2.5%)	29.0%	صافي الربح
2022	2021	2020	2019	النسب (%)
16.9%	17.1%	17.9%	18.2%	هامش مجمل الربح
31.4%	31.6%	32.5%	32.5%	هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك
17.2%	17.4%	18.3%	18.6%	هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب
9.2%	9.1%	9.2%	9.5%	الربحية
6.6%	6.6%	6.4%	6.7%	العائد على حقوق الملكية
3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	العائد على الأصول
3.6%	3.5%	3.3%	3.4%	العائد على رأس المال العامل
0.8x	0.9x	0.9x	1.0x	إجمالي الدين / حقوق الملكية
3.3x	3.5x	3.9x	4.1x	صافي الدين / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك
8.7%	8.7%	9.3%	10.7%	العائد على التدفقات النقدية الحرة
2.7%	2.7%	2.7%	3.1%	العائد على توزيعات الأرباح
2022	2021	2020	2019	التقييم
21.8x	22.6x	23.8x	31.0x	مضاعف الربحية
1.4x	1.4x	1.5x	2x	مضاعف القيمة الدفترية
10.3x	10.5x	11.1x	13.6x	قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك
18.8x	19.2x	19.8x	23.7x	قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب
3.2x	3.3x	3.6x	4.4x	قيمة الشركة / الإيرادات
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك				مضاعف الربحية
تقييمات الشركات المماثلة في القطاع				
7.7x	22.4x	Euronav (BRU)		
7.2x	63.2x	A.P. Møller-Mærsk B		
5.1x	33.4x	Dampskibsselskabet Norden		
36.7x	34.6x	China Merchants Co Ltd		
23.1x	26.8x	COSCO shipping co ltd		
18.0x	21.0x	Nanjing tanker corp		
7.9x	17.1x	DHT Holdings		
13.6x	31.0x	شركة الوطنية السعودية للنقل البحري		
11.2x	22.4x	وسيط القطاع		
2.9%	17.6%	العلاوة / (الخصم)		

2022	2021	2020	2019	قائمة الدخل (مليون ريال)
7,177	7,046	6,563	6,567	الإيرادات
1,452	1,442	1,406	1,427	مجموع الربح
2,255	2,226	2,131	2,137	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك
1,235	1,224	1,198	1,223	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب
(176)	(179)	(167)	(154)	المصروفات العمومية والإدارية
(437)	(451)	(464)	(464)	تكاليف التمويل
35	33	33	29	أخرى
774	750	711	736	صافي الربح قبل خصم الضرائب
(108)	(105)	(100)	(92)	الزكاة
7	6	6	23	حقوق الأقلية
659	638	605	621	صافي الربح
1.7	1.6	1.5	1.6	نصيب السهم من الأرباح
1.0	1.0	1.0	1.5	نصيب السهم من توزيعات الأرباح
2022	2021	2020	2019	الميزانية العمومية (مليون ريال)
410	331	269	246	النقدية
4,513	4,077	3,666	3,622	الأصول المتداولة
13,320	13,808	14,288	14,738	الأصول الثابتة
507	546	584	622	الأصول غير الملموسة
20,332	20,290	20,260	20,561	إجمالي الأصول
2,034	2,075	2,057	2,338	الخصوم المتداولة
938	938	938	1,142	القروض قصيرة الأجل
7,722	7,910	8,148	8,387	القروض طويلة الأجل
9,934	9,668	9,424	9,212	حقوق الملكية
9,915	10,145	10,365	10,884	إجمالي الخصوم
2022	2021	2020	2019	قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)
1,686	1,647	1,544	2,226	التدفقات النقدية التشغيلية
187	162	23	(202)	التغير في رأس المال العامل
1,468	1,454	1,498	1,690	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية
(707)	(702)	(668)	(189)	التدفقات الرأسمالية
(627)	(621)	(587)	(15)	التدفقات النقدية من أنشطة الإستثمار
(188)	(238)	(442)	(679)	التغير في الدين
(394)	(394)	(394)	(786)	توزيعات الأرباح
(582)	(632)	(836)	(1,470)	التدفقات النقدية من أنشطة التمويل

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 بناء 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 تعهد 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 التأكد 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 مذکور 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 يستهدف تقديم 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.