



تغطية بحثية أولية

أعلنت شركة الأسمدة العربية السعودية (سافكو) عن نتائجها للسنة المالية 2017، والتي أظهرت إنخفاضاً بنسبة 3.4% في مستوى الإيرادات على أساس سنوي، ويعزى ذلك إلى إنخفاض حجم المبيعات بنسبة 13% بسبب إغلاق بعض المصانع لأعمال الصيانة. ومع ذلك، ساعد التعافي في أسعار اليوريا خلال الربع الرابع من عام 2017 في تعويض تأثير إنخفاض حجم المبيعات جزئياً. كما إنخفض صافي ربح الفترة بنسبة 15.2% على أساس سنوي لتسجل 879 مليون ريال. ويمكن إرجاع ذلك إلى ارتفاع التكاليف الثابتة ومصاريف الإهلاك والإستهلاك، مدفوعاً بإطفاء تكاليف الإغلاق والتحول خلال هذه الفترة.

من المتوقع أن تستعيد سافكو أحجام المبيعات في عام 2018 بسبب بلوغ معدلات الإنتاج المستويات الطبيعية. بالإضافة إلى ذلك، فإن دفعات توزيعات الأرباح المستمرة وسط إنعدام الرافعة المالية يعتبر أمراً جيداً لدى المستثمرين. ومع ذلك، وبالنظر إلى العوامل التعويضية مثل التقلب في أسعار اليوريا، وأثر إزالة الدعم على تكاليف المواد الأولية، وحجز السيولة قبيل الإستحواذ المحتمل، فإننا نوصي بتصنيف "محايد" للسهم، مع سعر مستهدف 65.6 ريال للسهم الواحد.

تحسن معدلات الإستغلال وسط إنخفاض أعداد إغلاق المصنع

في السنة المالية 2007، إنخفضت معدلات الإستغلال لشركة سافكو إلى 87% (مقارنةً بالسنة المالية 2016 البالغ 100%) حيث توقفت عمليات التشغيل في مشروع 4 SAFCO لتحسين اعتمادية التحول لمصنع الأمونيا. كما قامت بجدولة إيقاف مصنع 5 SAFCO لغرض الصيانة، الأمر الذي كان له تأثير سلبي على هامش التشغيل للشركة، والذي إنخفض بنسبة 4.6 نقطة مئوية ليصل إلى 29.9% في عام 2017. ومع ذلك، صرحت إدارة الشركة أنه سيكون هناك عدد أقل من المصانع المغلقة في عام 2018، بما في ذلك إغلاق مصنع 2 SAFCO و 3 SAFCO لسبعة وثلاثة أيام، على التوالي، وذلك خلال الربع الثاني من عام 2018 لإجراء أعمال الصيانة لمدة 30 يوماً لمصنع ابن البيطار خلال الربع الرابع من عام 2018. لذا يجب أن تستعيد معدلات الإستغلال مستوياتها إلى 95% وسط إنتعاش أحجام المبيعات.

قد تؤدي تقلبات أسعار اليوريا إلى تقلب صافي الدخل

تعد أسعار اليوريا متقلبة للغاية وتعتمد بشكل كبير على الصادرات الصينية، مع ارتفاع الطلب بشكل رئيسي من الهند. في شهر ديسمبر من عام 2017، تراجع أسعار اليوريا بنسبة 11.0% مقارنة بالشهر السابق، مدفوعة بانخفاض العرض، قبل أن ترتفع بنسبة 2.3% مقارنة بالشهر السابق في يناير بسبب إنخفاض الإنتاج الصيني. يؤثر هذا التقلب في أسعار اليوريا على النتائج الفصلية لشركة سافكو. وفي الربع الثاني من عام 2017، أدى إنخفاض أسعار اليوريا بنسبة 21% على أساس ربع سنوي إلى إنخفاض إيرادات شركة سافكو بنسبة 19.7% على أساس ربع سنوي. إننا نعتقد أن تقلبات الأسعار قد تؤدي إلى زيادة تقلب الدخل الصافي حيث تبقى أسعار اليوريا المحرك الرئيسي لإيرادات شركة سافكو.

إنخفاض أسعار المواد الخام توفر ميزة تنافسية

تتمتع شركة سافكو بأسعار منخفضة نسبياً على الرغم من ارتفاع الأسعار نتيجة لإلغاء الدعم من قبل الحكومة في عام 2016. تمتلك المملكة العربية السعودية احتياطيات ضخمة من الغاز الطبيعي، وهو مكون رئيسي في تكلفة إنتاج الأمونيا. وهذا متاح بسعر أرخص لشركة سافكو بالمقارنة مع منافسيها من الدول الأخرى، مما يمنحها هامش تشغيل أعلى من منافسيها. وعلى الرغم من أنه من المتوقع أن ترتفع أسعار الغاز الطبيعي بسبب المرحلة الثانية من الإعفاء من الدعم، فإننا نتوقع من شركة سافكو أن تحافظ على مركز الريادي من نواحي التكلفة و هامش التشغيل المرتفع مقابل نظيراتها من الشركات العالمية.

بالرغم من إستمرارية صرف توزيعات الأرباح والذي يلقي قبولاً من المستثمرين، إلا أن الغموض يسود الوضع

حافظت شركة سافكو على نسبة الربح الموزع للسهم عند معدل 87% خلال السنوات الأربع الماضية والتي تم رصد أثرها على حركة سعر السهم. ومع ذلك، قد تحول الإدارة تركيزها إلى النمو وتوسعي إلى الإستثمار في أسواق جديدة وبالتالي تعوق توزيعات الأرباح. علاوةً على ذلك، إذا قررت شركة سافكو إستخدام بعض من أموالها في الإستحواذ على ابن البيطار، فقد تتأثر دفعات توزيعات الأرباح تبعاً. التقييم: قمنا بتقييم شركة الأسمدة العربية السعودية باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى قيمة عادلة قدره 65.6 ريال للسهم. وقد إعتبرنا المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 8.6%، بمعدل نمو دائم قدره 2.0%.

	2017	2018	2019	2020
الإيرادات (مليار ريال)	2.8	3.6	3.6	3.9
الأرباح التشغيلية (مليار ريال)	0.8	1.4	1.5	1.8
نصيب السهم من الأرباح (ريال)	2.1	3.5	3.7	4.4
هامش الربح التشغيلي (%)	29.9%	39.1%	41.5%	45.4%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	0.0	0.0	0.0	0.0
العائد على حقوق الملكية (%)	12.8%	20.4%	21.1%	23.9%
مضاعف الربحية	30.9	20.3	18.9	16.1
مضاعف القيمة الدفترية	4.0	4.1	4.0	3.8
القيمة السوقية / الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك	20.5	16.1	15.1	13.0

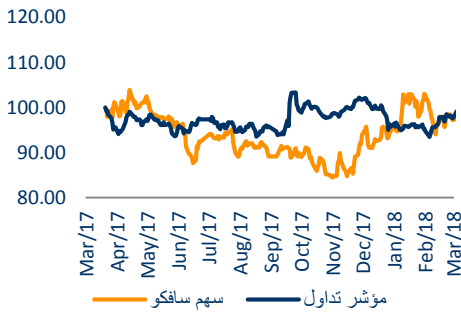
27 مارس 2018

محايد	التوصية
70.7	سعر السهم الحالي (ريال)
65.6	السعر المستهدف (ريال)
(7.2%)	نسبة الإنخفاض / الارتفاع

في يوم 23 مارس من عام 2018

البيانات الأساسية (مصدر المعلومات: بلومبرج)	
رأس المال السوق (مليار ريال)	27.1
أعلى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	73.10
أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	57.00
إجمالي عدد الأسهم المتداولة (مليار)	417
نسبة التداول الحر للأسهم (%)	39.9%

أداء سهم شركة الأسمدة العربية السعودية مقابل مؤشر تداول (المعاد تقديره)



أداء السهم (%)	مطلق	نسبي
شهر واحد	8.8%	6.0%
6 شهور	17.1%	19.8%
12 شهر	4.1%	4.4%

الملاك الرئيسي	%
الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك)	42.99%
المؤسسة العامة للتأمينات الإجتماعية	12.24%

المبيعات ربع السنوية (مليار ريال) و هامش الربح التشغيلي



مصدر المعلومات: وكالة بلومبرج، إدارة الأبحاث، شركة فالكوم؛ البيانات في يوم 23 مارس 2018



تغطية بحثية أولية

ملخص التقييم

شرح منهجية التقييم والإفتراضات

قمنا بتقييم شركة الأسمدة العربية السعودية باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم و الذي يقدر بقيمة قدرها 65.60 ريال سعودي للسهم الواحد. و تم احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 8.6% مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0%. من الناحية النسبية، يتم تداول سهم شركة الأسمدة العربية السعودية على مضاعف ربحية قدره 20.3 مرة (على أساس سنوي)، مما يمثل ارتفاعاً بنسبة 52.4% عن نظرائه في القطاع، وارتفاع بنسبة 47.1% إلى مؤشر "تداول" لجميع الأسهم.

2021 (متوقع)	2020 (متوقع)	2019 (متوقع)	2018 (متوقع)	2017	مليون ريال
1,956	1,789	1,515	1,410	825	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب
(72)	(66)	(56)	(53)	(27)	الضرائب
433	418	403	398	487	الإهلاك والاستهلاك والإضعاف
32	16	52	(81)	199	التغير في رأس المال العامل
(414)	(434)	(437)	(469)	(725)	صافي النفقات الرأسمالية
1,935	1,723	1,475	1,205	759	صافي التدفقات النقدية للشركة
0.7	0.8	0.9	0.9		معدل الخصم
1,417	1,371	1,275	1,131		القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة
5,194					صافي القيمة الحالية (أ)
29,900					القيمة النهائية
21,904					القيمة الحالية للقيمة النهائية (ب)
2.0%					معدل النمو الدائم المفترض
8.6%					معدل الخصم

27,098	القيمة العادلة للشركة (أ) + (ب)	افتراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
		المعدل الخالي من المخاطر 2.6%
245	إجمالي النقدية	علاوة تحمل المخاطر 7.0%
11	إجمالي الدين	معدل المخاطرة السوقي 0.9x
-	حقوق الأقلية	تكلفة حقوق الملكية 8.6%
27,331	قيمة حقوق الملكية (مليون ريال)	
417	إجمالي الأسهم (مليون سهم)	تكلفة الدين بعد احتساب الضرائب 3.8%
65.59	السعر المستهدف للسهم (ريال)	الوزن النسبي لحقوق الملكية في هيكل رأس المال 99.8%
70.71	سعر السهم الحالي (في يوم 13 مارس من عام 2018)	الوزن النسبي للدين في هيكل رأس المال 0.2%
(7.2%)	نسبة الارتفاع / الهبوط لسعر السهم الحالي	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال 8.6%

مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكوم

المخاطر

المخاطر الصناعية:

- سوف يؤدي ارتفاع أسعار اليوريا على نحو يتجاوز مستوى التوقعات إلى نمو الإيرادات بمعدلات تفوق التوقعات.
- إن التأخر في إزالة الدعم سوف يدعم هوامش الربحية لشركة سافكو.

المخاطر السلبية:

- في حال حدوث توقف غير مسبق للمصانع، تنخفض معها معدلات الإستغلال مما يؤثر سلباً على أحجام الإنتاج.
- إذا قررت الشركة الاحتفاظ بالنقدية بغرض الإستحواذ على شركة ابن البيطار عن طريق خفض توزيعات الأرباح، فقد يشعر المستثمرون بخيبة أمل لأن شركة سافكو حافظت تاريخياً على توزيع أرباحها بشكل ثابت.
- إنخفاض المكاسب من ابن البيطار (مشروع مشترك شركة بين سابك و سافكو بنسبة 50:50%).

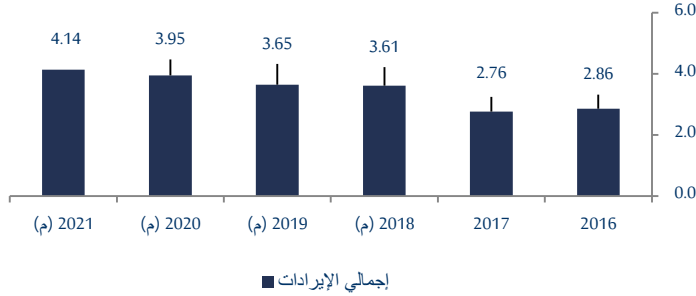


تغطية بحثية أولية

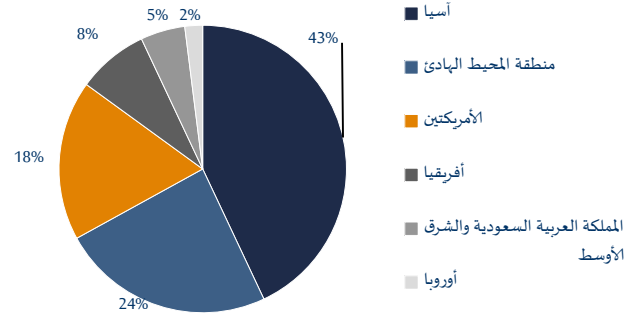
الرسومات البيانية الرئيسية

27 مارس 2018

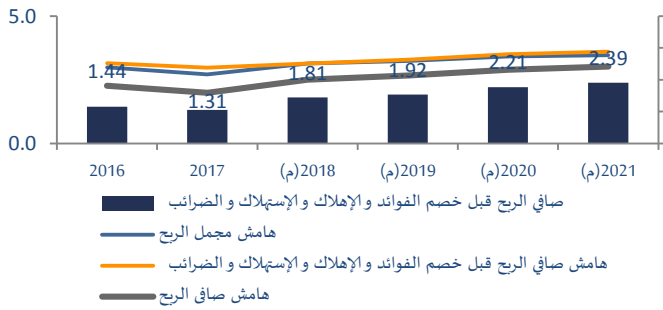
الإيرادات (مليار ريال)



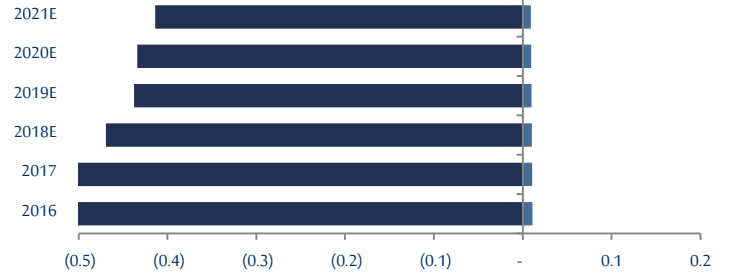
تقسيم الإيرادات (2017)



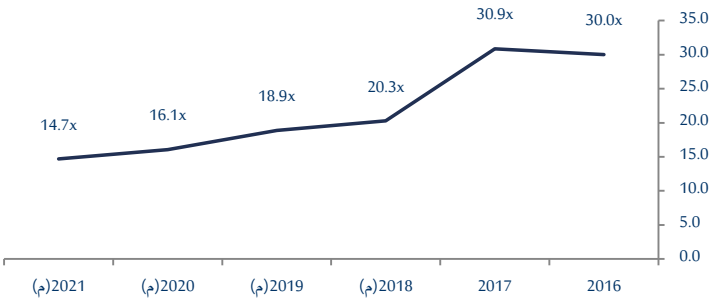
صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب وهامش الربحية



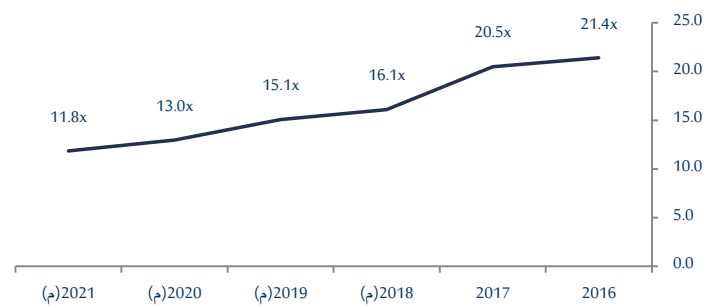
النفقات الرأسمالية وإجمالي الدين



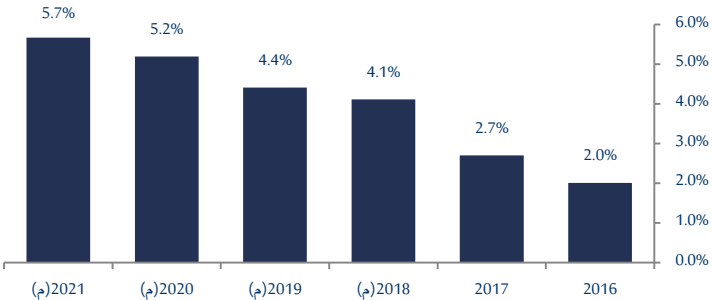
مضاعف الربحية



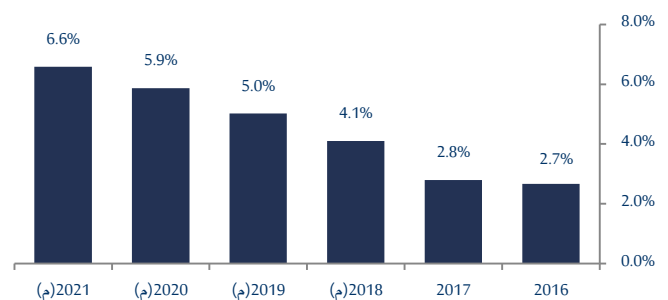
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب



عائد توزيعات أرباح الأسهم



العائد على التدفقات النقدية الحرة



مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكم



27 مارس 2018

تغطية بحثية أولية

ملخص الميزانيات

معدلات النمو	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
الإيرادات	(3.4%)	30.8%	1.0%	8.2%
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	(8.9%)	37.8%	6.0%	15.1%
الربح التشغيلي	(16.4%)	71.0%	7.4%	18.1%
صافي الربح قبل الضرائب	(14.4%)	65.7%	7.4%	17.6%
صافي الربح	(15.2%)	64.8%	7.4%	17.6%

النسب (%)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
هامش مجمل الربح	43.5%	50.3%	51.7%	54.6%
صافي الربح قبل خصم	47.6%	50.1%	52.6%	56.0%
هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	29.9%	39.1%	41.5%	45.4%
صافي هامش الربحية	31.8%	40.1%	42.7%	46.3%
العائد على حقوق المساهمين	12.8%	20.4%	21.1%	23.9%
العائد على رأس المال العامل	10.9%	18.1%	18.8%	21.4%
العائد على الأصول	10.5%	16.7%	17.4%	19.7%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	0.00	0.00	0.00	0.00
إجمالي الدين / صافي الربح قبل خصم	(0.18)	(0.16)	(0.27)	(0.35)
العائد على التدفقات النقدية الحرة	2.8%	4.1%	5.0%	5.9%
العائد الربحي	2.7%	4.1%	4.4%	5.2%

التقييم	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
مضاعف الربحية	30.9x	20.3x	18.9x	16.1x
مضاعف القيمة الدفترية	4.0x	4.1x	4.0x	3.8x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	32.6x	20.6x	19.1x	16.0x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	20.5x	16.1x	15.1x	13.0x
قيمة الشركة / الإيرادات	9.7x	8.1x	7.9x	7.3x

مضاعف الربحية (12 شهر)	تقييمات الشركات المماثلة في القطاع
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك (12 شهر)	14.5
شركة أبو قير للاسمدة	19.2
يوركالكال	4.7
يارا الدولية	13.8
مجموعة K+S الألمانية	16.4
فوز أجزو الروسية	8.1
شركة الأسمدة العربية السعودية	20.3x
وسيط القطاع	13.8x
مؤشر تداول	11.6x

قائمة الدخل (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
الإيرادات	2,759	3,610	3,646	3,945
مجمل الربح	1,199	1,814	1,886	2,152
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	1,312	1,808	1,917	2,208
هامش الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	825	1,410	1,515	1,789
شركات شقيقة	94	95	101	107
صافي الفائدة	(23)	(23)	(22)	(21)
أخرى	10	18	18	20
صافي الربح قبل الضرائب	906	1,500	1,612	1,895
الزكاة	(27)	(53)	(56)	(66)
الأقلية	-	-	-	-
صافي الربح	879	1,448	1,555	1,829
نصيب السهم من الأرباح	2.1	3.5	3.7	4.4
نصيب السهم من توزيعات الأرباح	1.8	2.9	3.1	3.7

الميزانية العمومية (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
النقدية	245	292	523	781
الأصول المتداولة (باستثناء النقدية)	947	1,094	1,061	1,075
الأصول الثابتة	5,683	5,754	5,789	5,805
الأصول غير الملموسة	53	53	53	53
إجمالي الأصول	8,347	8,653	8,930	9,264
الخصوم المتداولة	785	851	869	900
القروض طويلة الأجل	11	10	10	9
حقوق الملكية	6,861	7,101	7,360	7,664
إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	8,347	8,653	8,930	9,264

قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
التدفق النقدي التشغيلي	1,196	1,846	1,958	2,247
تغييرات رأس المال العامل	199	(81)	52	16
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	1,396	1,765	2,010	2,263
إنفاق الرأسمالي	(725)	(469)	(437)	(434)
التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية	(703)	(511)	(481)	(480)
التغير في الديون	-	(0)	(0)	(0)
توزيعات الأرباح	(733)	(1,207)	(1,297)	(1,525)
التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية	(733)	(1,208)	(1,297)	(1,525)

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، فالكم للأبحاث



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 يتغطيتها بحثياً تحت أحد مجالات التوصية التالية بناءً على سعر إقبال 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:

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 تُحلي 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 مُتحملة فقط ويمكن أن لا تتحقق نهائياً، 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 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 بيانه 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 و بدأت بتقديم خدماتها للمستثمرين في السوق المالية السعودية بتاريخ 2007/02/19 برقم 1010226584 الصادر بتاريخ 1427/12/04 هجري.