

## النظر لما وراء عام 2015

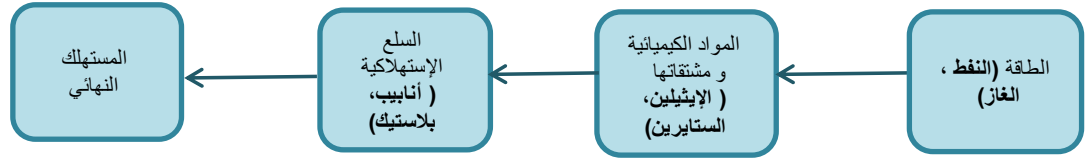
18 ديسمبر، 2014

بني افتراضنا الرئيس لقطاع البتروكيماويات السعودي على أن المستثمر يجب أن ينظر لما بعد عام 2015. تشير تقديراتنا إلى أن العام القادم سيكون سنياً على القطاع حيث سيظهر الأثر الكامل لانخفاض أسعار النفط على أسعار المواد البتروكيماوية و أهم من ذلك على الهوامش. من المحتمل أن تتماusk الهوامش في الربع الرابع من هذا العام نظراً لانخفاض تكلفة اللقيم بشكل أسرع من انخفاض أسعار المواد. كنظرة أولية، يبدو أن السوق قد استوعبت الانخفاض في عام 2015 وظهر أسعار الأسهم حيث أنخفض المؤشر العام بشكل كبير بنسبة تبلغ 12.5% منذ مطلع ديسمبر حتى الآن.

### خواص القطاع

نستطيع القول أن سوق المواد البتروكيماوية لا يعتمد على الطلب المحلي. حيث أن كل المنتجات تقريباً يتم تصديرها لبلدان ومناطق متعددة كالصين، وآسيا، وأروبا، والولايات المتحدة الأمريكية. لذا، فإن الطلب على المنتجات البتروكيماوية يعتمد على (1) نمو الاقتصاد العالمي و (2) زيادة استخدام مشتقات المواد البتروكيماوية في الحياة اليومية كالهواتف النقالة والمركبات ومواد البناء المستخدمة في المنشآت الرياضية. في الوقت الذي تتبع فيه أسعار المنتجات البتروكيماوية بشكل تقليدي أسعار النفط، فإن الدافع وراء زيادة الطلب كان هو أسلوب الحياة الحديثة بالإضافة إلى ارتفاع التعداد السكاني وتغير التركيبة السكانية في آسيا.

### شكل 1: سير المنتجات البتروكيماوية



المصدر: الرياض المالية

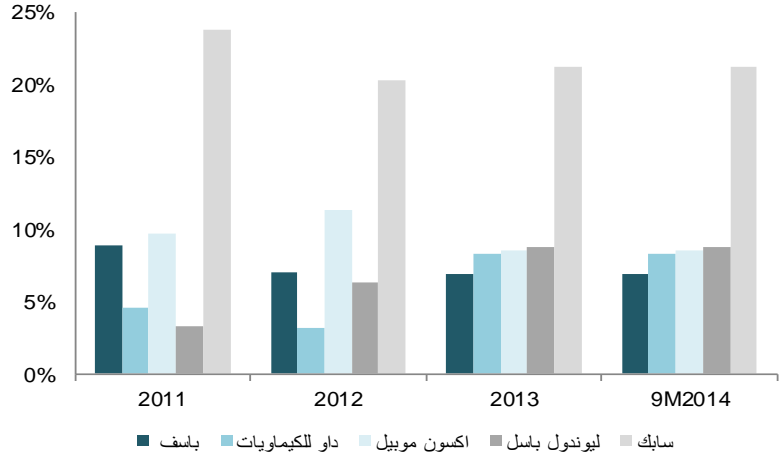
بالنظر إلى إشرطاطات العودة من قبل الجهات المختصة، فإن ليس من المحتمل أن نشاهد انخفاضاً في أعداد الموظفين حتى مع انخفاض نسبة الأرباح. مع ذلك، فإن النفقات التقديرية على مشاريع الأبحاث من قبل بعض الشركات الكبيرة مثل شركة سابك قد تتعرض لبعض الترشيد. في السنوات الأخيرة، ركزت سابك على الابتكار، حيث أنشأت 19 مركزاً خاصاً بالتقنية والابتكار في المملكة العربية السعودية، والولايات المتحدة الأمريكية، وهولندا، وإسبانيا، واليابان، والصين، والهند، وكوريا الجنوبية تضم المئات من الباحثين.

يبرز الخطر من زيادة المعروض في عامي 2016/2017 حيث أن عدد من مشاريع الإيثيلين الجديدة ستدخل حيز الإنتاج. في الولايات المتحدة، تم الإعلان عن إضافة 11.3 مليون طن من الإيثيلين ما يمثل إضافة 20% للطاقة الإنتاجية حتى عام 2017، مدعومةً بنمو النفط الصخري. من المتوقع أيضاً إضافة 6 مليون طن في الصين خلال عامي 2016/2017 بالإضافة إلى 2.8 مليون طن من الإنتاج التجاري من قبل صدارة في عام 2016. على الرغم من أن الوصول إلى ذروة الإنتاج قد يستغرق عدداً من الأرباع، إلا أن المعروض قادم.

في هذه الأوقات الصعبة، فإن من الحكمة أن يكون الاستثمار في الشركات المتنوعة كبيرة الحجم ذات العوائد بدلاً من الشركات متركزة المخاطر. نرى أن على المستثمر طويل المدى التعرض لشركة مثل سابك، والتي تتداول حالياً عند مكرر ربحية يبلغ 12.1 و 11.3 لمجملة تقديراتنا لعامي 2015 و 2016 على التوالي. تشير تقديراتنا إلى بلوغ ربحية السهم 6.30 ريال في عام 2015 (بانخفاض قدره 24% مقارنة بالعام الماضي)، حتى مع افتراض أسوأ الأحوال ببلوغ ربحية السهم 5.50 ريال (بانخفاض قدره 33% مقارنة بالعام الماضي) مما يعني أن سهم سابك يتداول حالياً عند مكرر ربحية يبلغ 13.8 لمجملة تقديراتنا لعام 2015. يبلغ عائد الأرباح الموزعة 6.6% مقارنة بشكل إيجابي بمثلاتها على مستوى العالم كشركة باسف وشركة داو الأمر الذي يدعم فكرة الاستثمار في هذه الشركة. بالإضافة إلى ذلك، فإن أسعار اليوريا خرجت من أدنى مستوياتها في عام 2014. ما يعني استقرار صافي الدخل لشركة سافكو، والتي تسند أرباح شركة سابك.

يظهر الشكل رقم 2 أدناه مقارنة بين صافي الدخل قبل الضريبة لشركة سابك مقارنة بنظرائها على مستوى العالم كشركة باسف وداو. قد تتأثر هوامش شركة سابك القوية مع انخفاض أسعار النفط. على الرغم من ذلك، مازلنا نعتقد أن تظل هوامش الشركة أعلى من نظرائها. هناك أيضاً تأخر في أثر انخفاض المواد البتروكيماوية على الهوامش. من المحتمل أن يظهر الأثر الكامل في عام 2015.

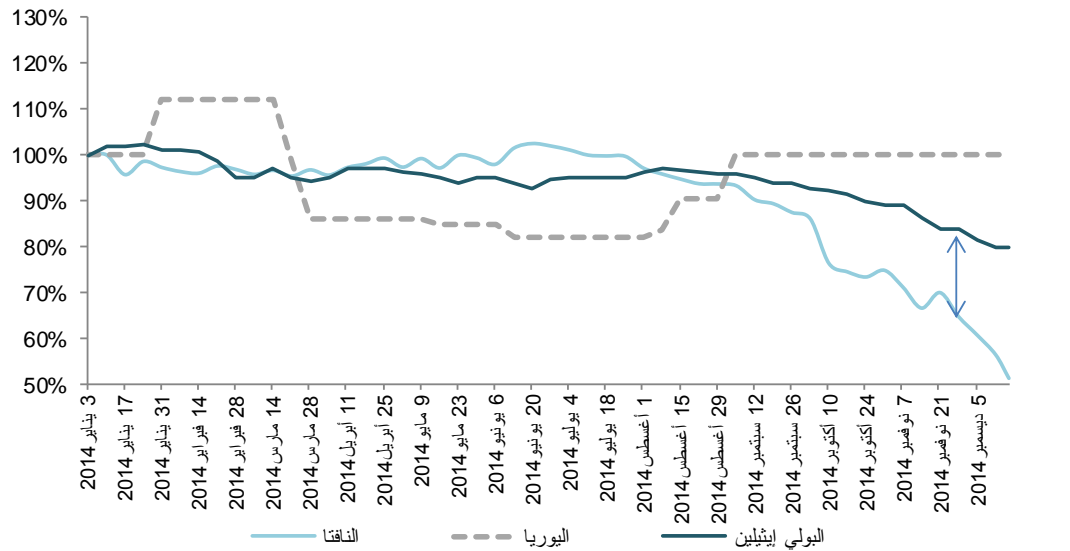
الشكل 2: مقارنة هوامش سابك و نظرائها



المصدر: بلومبيرج

بالنسبة لقطاع الصناعات البتروكيماويات في السعودية، إن المنتجين الذين يعتمدون في الغالب على لقيم الإيثان سيتعرضون لأثر أكبر حيث أن تكلفة اللقيم بقيت عند مستوياتها البالغة (0.75 دولار لكل وحدة حرارية بريطانية) في حين انخفضت أسعار المنتجات. أما بالنسبة للمنتجين الذين يعتمدون على اللقيم الثقيل كالنافاتا فسيكون تعرضهم بشكل أقل حيث أن تكلفة اللقيم أيضاً قد انخفضت. على الرغم من أننا نتوقع أن تنخفض الهوامش لإجمالي القطاع، إلا أن انخفاضها سيكون أقل حده لدى منتجي اللقيم الثقيل مقارنة بمنتجي الإيثان. يوضح الشكل أدناه كيف اتسع هامش البولي إيثيلين إلى النافاتا خلال الربع الرابع بشكل أساسي في شهر ديسمبر.

الشكل 3: توسع الهوامش في الربع الرابع

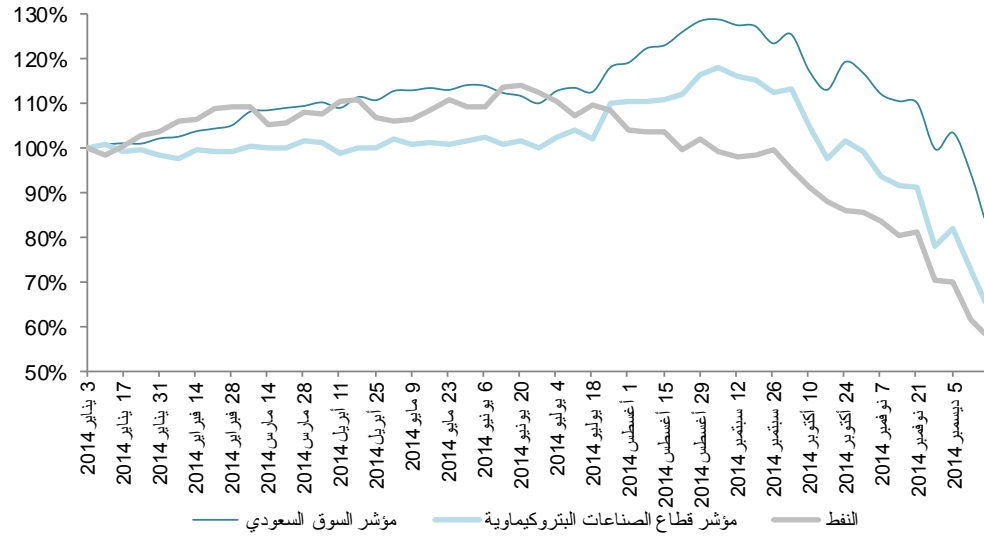


المصدر: بلومبيرج

من المحتمل أن يظل متوسط سعر خام غرب تكساس دون 70 دولار في 2015

مع التراجع الحاد في أسعار النفط وما يقابله من تراجع في مؤشر السوق السعودي، يبقى السؤال أين سيذهب سعر النفط ( وبالتالي المؤشر العام) من هذا المستوى؟ يبقى التركيز الآن على الحفاظ على الحصص السوقية، الأمر الذي أدى إلى خفض المنتجين لسعر البيع الرسمي لجذب المستهلكين. الصادرات النفطية من المملكة إلى الولايات المتحدة انخفضت بمقدار 200,000 ألف برميل يومياً مقارنة ببداية السنة. نتوقع أن تحافظ المملكة على مستوى إنتاج شهر أكتوبر البالغ 9.7 مليون برميل يومياً طيلة العام القادم.

الشكل 4: السوق يتبع أسعار النفط



المصدر: بلومبيرج

انخفض خام غرب تكساس بنسبة 48% منذ مطلع جولي، بينما انخفض مؤشر السوق السعودي بنسبة 19.7% في حين أن مؤشر الصناعات البتروكيماوية قد انخفض بمقدار 31.5%. مع بداية فصل الشتاء في الغرب، كان من المتوقع أن يزيد الطلب على النفط وبالتالي ارتفاع الأسعار، وهو ما لم يحدث. يبدو أن تأثير جميع التطورات السلبية في سوق النفط تم احتسابها الآن.

على الرغم من أنه من السابق لأوانه أن نحدد سعر للنفط في هذه الفترة، إلا أننا نتوقع أن أسعار هذه الفترة لخام غرب تكساس القريبة من مستوى 55 دولار غير مستقرة على المدى المتوسط. في حين أنه من المحتمل أن ينخفض خام غرب تكساس إلى ما دون 50 دولار، إلا أنه لن يستمر في هذه المستويات على المدى الطويل بافتراض عدم حدوث أي تطورات سلبية في المنطقة واستقرار الأوضاع الجيوسياسية على مستوى العالم نرى الآن أن النفط الصخري الأمريكي أصبح الآن عاملاً مرجحاً لأسعار النفط العالمية بعد أن تخلت منظمة أوبك عن هذا الدور.

وفقاً لوكالة معلومات الطاقة، فإن إنتاج النفط الصخري من الآبار الرئيسية يبلغ حالياً قرابة 5 مليون برميل يومياً. توقعت مجموعة بيرا للطاقة أن تبلغ أسعار مزيج برنت 70 دولار للبرميل، من المحتمل أن يستقر إنتاج النفط الصخري على المدى الطويل بين مستوى 4.5-5 مليون برميل يومياً. بالإضافة إلى ذلك، سينتج عن تراوح الأسعار بين مستوى 60-70 دولار للبرميل أن يحصل المنتجين الهامشيين للنفط الصخري (مثل منطقة باكن) على 10% كعائد على الاستثمار على الرغم من أن استثمارات المنتجين في المناطق الأكبر حجماً تظل مربحة حتى بانخفاض أسعار النفط عن مستوى 50 دولار.

بناءً على هذا، فإننا نفترض أن يبلغ متوسط سعر مزيج غرب تكساس 67 و 70 دولار للبرميل لعامي 2015 و 2016 على التوالي. سعر مزيج برنت بشكل عام فوق سعر مزيج غرب تكساس بمقدار 3-4 دولار. قمنا بوضع تقديراتنا لأسعار المنتجات البتروكيماوية بناءً على هذه الأسعار.

كنتيجة لذلك، تم مراجعة الأسعار المستهدفة لجميع الشركات التي تقع ضمن نطاق التغطية والتوصيات إن لزم الأمر. كما قمنا بمراجعة تقديراتنا للعام القادم بعد أن بلغنا نهاية هذا العام. بالتالي، فإن الأسعار المستهدفة هي لنهاية عام 2015. يوضح الجدول أدناه هذه التغييرات.

جدول 1: التقييم و السعر المستهدف للشركات البتروكيماوية

مكرر الربحية (السعر/الأرباح)	التصنيف الجديد	التصنيف السابق	السعر المستهدف الجديد	السعر المستهدف السابق	السعر الحالي	رمز التداول	الشركة
2015*							
9.7x	احتفاظ	احتفاظ	23.00	30	21.10	2002	بتروكيم
12.1x	شراء	شراء	112.00	151	76.00	2010	سابك
13.2x	احتفاظ	احتفاظ	156.00	177	137.50	2020	سافكو
14.1x	شراء	احتفاظ	31.00	36	22.90	2060	التصنيع
8.3x	شراء	احتفاظ	32.00	40	23.75	2250	المجموعة السعودية
8.5x	شراء	احتفاظ	20.00	25	13.55	2260	الصحراء
12.5x	شراء	احتفاظ	65.00	78	44.10	2290	ينساب
13.8x	احتفاظ	احتفاظ	28.00	35	24.00	2310	سبكيم
10.4x	احتفاظ	احتفاظ	45.00	56	37.50	2330	المتقدمة
-	احتفاظ	احتفاظ	12.00	16	9.30	2350	كيان السعودية
19.9x	شراء	احتفاظ	23.00	28	15.70	2380	بترو رابغ

المصدر: الرياض المالية

\* متوقعة

قمنا بخفض السعر المستهدف للشركات التي تقع ضمن نطاق تغطيتنا بنسب تتراوح بين 12% لشركة سافكو وبنسبة 26% لشركة سابك. نظراً للتصحيح الكبير في أسعار الأسهم، قمنا برفع التوصية على خمسة أسهم إلى الشراء. نلاحظ أن مكرر الربحية المتوقع لعام 2015 يبلغ خانة عشرية واحدة للمجموعة السعودية، وشركة الصحراء، وشركة بتروكيم.

هناك بعض العوامل الخاصة ببعض الشركات يجب أن تؤخذ في الحسبان. سبكيم والصحراء خضعت لعدد من التوسعات وزادت من طاقتها الإنتاجية والتي من المتوقع أن تكون جاهزة في عام 2015 مما سيرفع من أحجام المبيعات على الرغم من انخفاض الأسعار. كانت المحفظة الاستثمارية لشركة المتقدمة نشطة وسجلت أرباح تبلغ 35 مليون ريال في الربع الثالث بعد أن بلغ مؤشر السوق السعودي أعلى مستويات عام 2014. مع انخفاض المؤشر العام سنراقب فيما إذا كانت الشركة ستقوم بتسجيل خسائر خلال هذا الربع في قائمة الدخل أو إبقاء الخسائر غير المحققة في قائمة المركز المالي. من المتوقع أن تكون شركة كيان من الشركات الأكثر تضرراً حيث أن صافي دخل عام 2015 سيتحول إلى الخسارة.

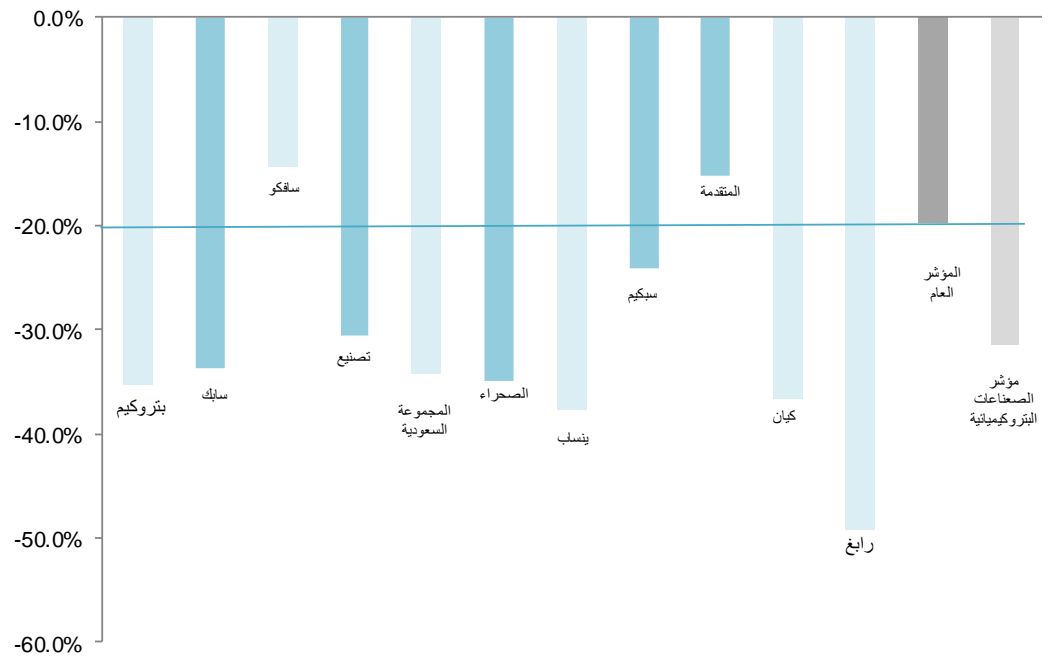
أداء مؤشر الصناعات البتروكيماوية دون أداء المؤشر العام

أصبح قطاع الصناعات البتروكيماوية من القطاعات المتذبذبة، حيث فاق أداء المؤشر العام أثناء موجة الارتفاع وكان دونها حين الهبوط. قاد هذا القطاع الانخفاضات التي شهدتها المؤشر العام حيث يرى المستثمرون أن انخفاض أسعار النفط يؤثر بشكل أساسي على منتجات القطاع البتروكيماوي على الرغم من أن تأثير ذلك على قطاع المصارف والخدمات المالية كان واضحاً أيضاً على خلفية التوقعات بتباطؤ الاقتصاد.

من المتوقع أن يكون فتح السوق للمستثمر الأجنبي في النصف الأول من عام 2015. مع الهبوط الذي شهده السوق، قد يتم تأخيرها على الرغم من التطورات الملموسة على الإطار التنظيمي.

يظهر الشكل البياني أدناه أداء أسهم القطاع مقابل أداء المؤشر العام. شركتي سافكو والمتقدمة فقط فافت أداء المؤشر العام منذ النصف الثاني من هذا العام حتى هذا التاريخ.

الشكل 4: أداء مؤشر الصناعات البتروكيماوية مقابل أداء المؤشر العام في النصف الثاني



المصدر: تداول

غير مُصنّف	بيع	احتفاظ	شراء	شراء قوي
تحت المراجعة/ مقيد	سعر مبالغ فيه	إجمالي الإيرادات المتوقعة 15% >	إجمالي الإيرادات المتوقعة 15% ≤	إجمالي الإيرادات المتوقعة 25% ≤

#### المكتب الرئيسي

الرياض المالية  
صندوق بريد 21116  
الرياض 11475  
المملكة العربية السعودية

#### الهاتف

800 124 0010

#### الموقع الإلكتروني

[www.riyadcapital.com](http://www.riyadcapital.com)

#### البريد الإلكتروني

[research@riyadcapital.com](mailto:research@riyadcapital.com)

#### بيان إخلاء المسؤولية

تم إعداد هذا المستند البحثي لاستخدام عملاء الرياض المالية، ولا يجوز إعادة توزيعه أو نقله، أو نشره، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو بأية طريقة، بدون موافقة كتابية صريحة من الرياض المالية. يشكل استلام هذا المستند البحثي، ومراجعته موافقة من جانبك على عدم إعادة توزيع أو نقل، أو نشر المحتويات، أو الآراء، أو الاستنتاجات، أو المعلومات الواردة في هذا المستند للآخرين قبل نشر تلك المعلومات بشكل عام من قبل الرياض المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذا المستند من مصادر عامة متنوعة نعتقد بأنها موثوقة، لكننا لا نضمن دقتها، ولا تقدم الرياض المالية أي تعهدات، أو ضمانات من أي نوع فيما يتعلق بالبيانات، والمعلومات المقدمة، ولا تتعهد الرياض المالية، بأن محتوى هذا المستند من المعلومات مستوف أو خال من أي خطأ. ولا يوفر هذا المستند البحثي سوى معلومات عامة، ولا تشكل أية معلومات، أو أي رأي معلن عرضاً، أو دعوة لتقديم عرض، أو شراء، أو بيع أي سندات، أو منتجات استثمارية أخرى متعلقة بتلك السندات أو الاستثمارات. ولا يقصد بهذا المستند تقديم استشارة استثمارية شخصية، كما أنه لا يضع في اعتباره أهداف استثمارية، أو وضع مالي، أو احتياجات خاصة بأي شخص بعينه قد يتلقى هذا المستند.

يجب على المستثمرين السعي للحصول على استشارة مالية، أو قانونية، أو ضريبية بشأن ملائمة الاستثمار في أي سندات، أو استثمارات، أو استراتيجيات استثمارية أخرى تمت مناقشتها، أو التوصية بها في هذا المستند، ويجب عليهم تفهم أن البيانات الخاصة بالتوقعات المستقبلية قد لا تتحقق، كما ينبغي أن يراعي المستثمرين أن الدخل المتوقع من تلك السندات، أو الاستثمارات الأخرى قد يتذبذب، إن وجد، وأن قيمة مثل تلك السندات، والاستثمارات قد ترتفع، أو تهبط. وبناء عليه، فقد يحصل المستثمرون على أموال أقل مما استثمروه بالفعل. وقد يكون للرياض المالية أو الموظفين لديها (بما في ذلك المحللين البحثيين) حصة مالية في سندات المُصدّر (المُصدّر)، أو الاستثمارات ذات الصلة. ولا تتحمل الرياض المالية مسؤولية أية خسارة، أو أضرار قد ينشأ، بشكل مباشر أو غير مباشر، عن أي استخدام للمعلومات الواردة في هذا المستند البحثي، وقد يخضع هذا المستند البحثي للتغير بدون إشعار مسبق.