

السعر المستهدف: 48.0 ريال/السهم
السعر الحالي: 38.35 ريال/السهم
نسبة الارتفاع: +25.2%
التوصية: زيادة المراكز

الشركة المتقدمة للبتروكيماويات (المتقدمة)

لم تسعر توسعة الطاقة الإنتاجية بعد، نحافظ على تصنيف زيادة المراكز

- تسير توسعة الطاقة الإنتاجية على الطريق الصحيح (تحقيق نسبة تنفيذ 88% من إجمالي المشروع) مما سيزيد الإنتاج والأرباح السنوية إلى أكثر من الضعف في العام المقبل. ومع ذلك، فإن تكاليف المشروع تتجاوز تقديراتنا السابقة.
- على الرغم من الهوامش الضعيفة، إلا أننا لا نزال إيجابيين، وذلك بسبب: (1) معدلات تشغيل رائدة في القطاع، (2) مشروع توسعة نزع الهيدروجين من البروبان والبولي بروبيلين (غالباً سيبدأ في النصف الثاني من 2024)، (3) نمو كبير في الأرباح مع تدفق نقدي حر من عام 2025، و (4) احتمال استئناف توزيعات الأرباح بعام 2025.
- قمنا بمراجعة السعر المستهدف إلى 48.0 ريال/السهم (54.0 ريال/السهم سابقاً) ليعكس زيادة النفقات الرأسمالية لمشروع توسعة الطاقة الإنتاجية الأعلى من المتوقع (+39% من التقدير الأولي) وهوامش أسعار أقل نسبياً.

يمثل مشروع توسعة سعة نزع الهيدروجين من البروبان والبولي بروبيلين عاملاً رئيسياً إيجابياً: من المتوقع أن يتم الانتهاء من المشروع الجديد في النصف الثاني من عام 2024 (متأخر قليلاً عن الجدول الزمني السابق للتشغيل في الربع الثاني من عام 2024؛ المصدر: تقرير مجلس الإدارة لعام 2023). بعد الانتهاء، ستوسع الشركة طاقتها الإنتاجية في نزع الهيدروجين من البروبان (PDH) والبولي بروبيلين (PP) بمقدار 843 ألف طن سنوياً و800 ألف طن سنوياً على التوالي، مما سيضعف إلى حد كبير الطاقة الإنتاجية الحالية والإيرادات/الأرباح (عند معدل التشغيل الكامل). ومع ذلك، نلاحظ أن الشركة شهدت زيادة كبيرة في النفقات الرأسمالية فوق المخطط لها، حيث أن القيمة الأولية المعلنة 7 مليار ريال سعودي وقد تصل إلى 9.8 مليار (+39% نسبة الارتفاع؛ بناءً على النفقات الرأسمالية التي تم إنفاقها حتى الآن والالتزامات الرأسمالية المستقبلية). وعلى الرغم من الزيادة في الإنفاق، ما زلنا نعتقد أن التوسع سيظل حافزاً إيجابياً رئيسياً للسهم هذا العام، نظراً لاستمرار ضعف هوامش المنتجات. نظراً لاقتراب المشروع من الانتهاء (حققت الشركة نسبة تنفيذ حوالي 88% من إجمالي المشروع)، بدأنا في إدراجه في توقعاتنا (بافتراض بدء الإنتاج في الربع الرابع من عام 2024 مع تعديل تقدير النفقات الرأسمالية). نتوقع أن تكون فترة تكثيف الإنتاج سريعة نسبياً، ولكن قد تواجه الشركة تكاليف البدء الأولية، ارتفاع معدل الاستهلاك، ونفقات الفائدة بعد التشغيل، مما قد يؤثر على الأرباح في وقت لاحق من هذا العام قبل تحقيق الفائدة الكاملة في عام 2025. بشكل عام، وعلى الرغم من زيادة النفقات الرأسمالية، ما زلنا نرى أن هذا التوسع يمثل زيادة في ربحية السهم، وهو ما لا ينعكس في سعر السهم الحالي من وجهة نظرنا.

ستظل هوامش المنتجات مستقرة، على الرغم من أنها أدنى من المستويات التاريخية: نتوقع أن تظل هوامش أسعار المنتجات مستقرة في عام 2024، حيث من المرجح استقرار هوامش البوليمر البروبان إلى البروبان عند 424 دولار للطن قبل التحسن التدريجي إلى 459 دولار للطن في تقديرات عام 2025 (رغم أنه من المرجح بقاءها أقل من المتوسط التاريخي البالغ 570 دولار للطن خلال الفترة 2018-2023).

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

2025 م	2024 م	2023	2022	(مليون ريال سعودي)
5,623	2,827	2,374	2,948	الإيرادات
99%	19%	-20%	-5%	معدل نمو الإيرادات
1,114	520	447	536	مجموع الربح
20%	18%	19%	18%	هامش مجمل الربح
1,368	608	452	615	EBITDA
799	338	274	399	الدخل التشغيلي
404	201	171	295	صافي الربح
7%	7%	7%	10%	هامش صافي الربح
1.6	0.8	0.7	1.1	ربحية السهم (ريال)
24.6x	49.4x	58.0x	33.8x	مكرر الربحية

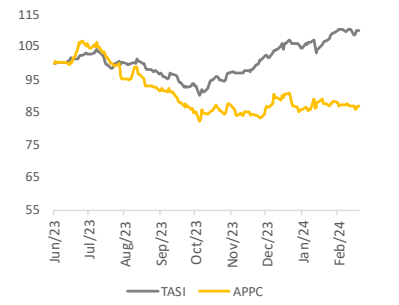
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

بيانات السهم

2330	رمز الشركة
9,971	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
23.6	م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)
88.2%	نسبة الاسهم الحرة
10.7%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.40%	حجم الاسهم الحرة في تاسي

المصدر: بلومبرغ

تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

يمكن أن يعزى انخفاض هوامش أسعار المنتجات إلى ضعف أسعار البولي بروبيلين (بلغ متوسطها حوالي 990 دولار للطن في الربع الأول من عام 2024 حتى الآن؛ +3% على أساس ربع سنوي؛ وتبقى أقل من المتوسط التاريخي) بسبب زيادة العرض وضعف الطلب، إلى جانب أسعار البروبان المرتفعة نسبياً (بلغ متوسطه حوالي 620 دولار للطن في الربع الأول من عام 2024 بأخذ تأخر شهر واحد؛ +6% على أساس ربع سنوي، ويظل أعلى من المتوسط التاريخي). ومع ذلك، نتوقع انتعاش مستدام في الطلب على البولي بروبيلين وأسعاره في وقت لاحق من هذا العام أو أوائل العام المقبل، مدعوماً بانتعاش الطلب مع تحسن الاقتصاد العالمي، والانتعاش المحتمل في الصين.

وقعت المتقدمة عقد الهندسة والمشتريات والبناء لغرض إنشاء مصنع الأيزوبروبانول بقيمة 717 مليون ريال سعودي: أعلنت الشركة الشهر الماضي، عن توقيع عقود الهندسة والمشتريات والبناء بقيمة 717 مليون ريال سعودي (191.3 مليون دولار أمريكي) مع شركة إس جي سي -إي تي إي سي- المحدودة وشركة إس جي سي العربية المحدودة لغرض إنشاء مصنع لإنتاج الأيزوبروبانول في مدينة الجبيل الصناعية بالمملكة (بطاقة 70 ألف طن سنوياً). ومن المتوقع أن يكتمل المشروع خلال 32 شهر ومن المرجح أن يبدأ الإنتاج بحلول الربع الرابع من عام 2026. نلاحظ أن هذا المشروع هو جزء من مشروع نزع الهيدروجين من البروبان والبولي بروبيلين (PDH-PP) الذي تم الإعلان عنه، والذي من المتوقع أن يبدأ خلال النصف الثاني من عام 2024. بناءً على حساباتنا السريعة، قد يساهم مصنع الأيزوبروبانول بحوالي 80 مليون ريال سعودي سنوياً (بافتراض معدل التشغيل الكامل)، وهو ما يمثل حوالي 3% من إيرادات عام 2023. ومع ذلك، فإننا ننتظر المزيد من التفاصيل قبل إدراجها في توقعاتنا.

أرباح الربع الرابع من العام 23: انخفضت الإيرادات بنسبة 3.9% على أساس ربع سنوي إلى 571 مليون ريال سعودي، وذلك تماثياً إلى حد كبير مع تقديراتنا البالغة 594 مليون ريال سعودي (الإجماع: 591 مليون ريال سعودي). قد يكون الانخفاض في الإيرادات على أساس ربع سنوي نتيجة لانخفاض أسعار البولي بروبيلين. وكما هو متوقع، أدى ارتفاع سعر البروبان إلى انخفاض هامش الربح الإجمالي بمقدار 3.4 نقطة مئوية إلى 17.2% (تقديرنا 16.7%)، مما أدى إلى انخفاض بنسبة 20% تقريباً في إجمالي الربح (متماشياً مع تقديراتنا). ومع ذلك، أثر ارتفاع النفقات التشغيلية عن المتوقع على الدخل التشغيلي (على الأرجح بسبب تعديلات نهاية العام؛ حوالي 19% على أساس ربع سنوي). ومع ذلك، فإن أهم ما يمكن استنتاجه من أرباح الربع الرابع من عام 23 هو تحسن الخسائر من مشروعها المشترك، إس كيه أدفانس، الذي أعلن عن خسائر أقل بقيمة 21 مليون ريال سعودي مقارنة بتقديرنا البالغة 33 مليون ريال سعودي (خسائر 45 مليون ريال سعودي في الربع الرابع من عام 2022 وخسائر 32 مليون في الربع الثالث من عام 23). وبناءً على ذلك، ساعدت خسائر حقوق الملكية الأفضل من المتوقع الشركة على تجاوز تقديراتنا للأرباح. بشكل عام، انخفض صافي الدخل بنسبة 49% تقريباً على أساس ربع سنوي ليصل إلى 23 مليون ريال سعودي، وهو أعلى من تقديراتنا البالغة 19 مليون ريال سعودي (الإجماع: 30 مليون ريال سعودي).

جدول 2: ملخص نتائج الربع الرابع

مقابل توقعاتنا	تقديراتنا	نسبة التغير الربعية	الربع الثالث 2023	نسبة التغير السنوي	الربع الرابع 2022	الربع الرابع 2023	(مليون) ريال سعودي
-3.9%	594	-3.9%	594	-6.5%	611	571	الإيرادات
-4.4%	495	0.2%	472	-13.1%	544	473	تكلفة الإيرادات
-1.3%	99	-19.7%	122	46.3%	67	98	مجمل الربح
10.6%	45	19.0%	42	35.1%	37	50	النفقات التشغيلية
-11.3%	54	-40.0%	80	60.0%	30	48	الدخل التشغيلي
18.4%	19	-48.9%	45	NM	(6)	23	صافي الربح
	16.7%		20.5%		11.0%	17.2%	هامش مجمل الربح
	9.1%		13.5%		4.9%	8.4%	هامش الربح التشغيلي
	3.3%		7.6%		-1.0%	4.0%	هامش صافي الربح

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

التقييم: بعد تضمين مشروع كل من التوسعة الجديد في توقعاتنا (سابقاً اعتدنا أن نضيف قيمته العادلة بشكل منفصل)، الإيقاف المجدول في الربع الأول من عام 2024 (23 يوماً للبولي بروبيلين و28 يوماً لنزع الهيدروجين من البروبان)، وهوامش المنتجات المحدثة، قمنا برفع الإيرادات لعام 2024 بنسبة 14% ولكننا خفضنا صافي الأرباح بنسبة 51%، ويرجع ذلك أساساً إلى ارتفاع معدلات الاستهلاك ومصاريف الفائدة بعد التوسع. ونفترض أيضاً أن ارتفاع النفقات الرأسمالية (-2.4 مليار ريال سعودي) في الاعتبار المرتبط بمشروع التوسعة، مما يؤدي إلى تدفق نقدي حر سلبي لعام 2024. ومع ذلك، بالنسبة لعام 2025، نتوقع أن تنمو الإيرادات وصافي الربح بنسبة 99% على أساس سنوي و101% على التوالي، حيث سيظهر التأثير الكامل للتوسعة. وبشكل عام، قمنا بمراجعة السعر المستهدف إلى 48.0 ريال/السهم (54.0 ريال/السهم سابقاً)

بناءً على متوسط التدفقات النقدية المخصومة (7.5% المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، 2% نمو نهائي) و EV/EBITDA (13 ضعفاً ل EBITDA لعام 2025)، مما يعني تصنيفاً زيادة المراكز بنسبة ارتفاع تبلغ 25.2%.

المخاطر:

- **مخاطر التوزيعات:** مع الهوامش الحالية، هناك احتمال لتخفيض التوزيعات المتوقعة حيث زادت الديون والفوائد لتمويل خطة النمو.
- **مخاطر التوسع:** يعد التأخير في التنفيذ وتجاوز تكاليف المشروع الجديد من عوامل الخطر الرئيسية.
- **معايير عالية:** هناك خطر ألا تتطابق المصانع الجديدة مع كفاءة المصنع الحالي نظراً للمعيار المرتفع الذي حدده المصنع الحالي. في حين أننا نضع في الاعتبار متوسط EBITDA لكل طن (ما قبل الوباء) ، فقد يكون أقل من ذلك. والجدير بالذكر أن نتائج استثماراتها الكورية لم تكن جذابة مثل المصنع السعودي.
- **أخرى:** الرهانات الاستثمارية التي تم اتخاذها قد لا توتي بثمارها كما هو متوقع مثل تلك الموجودة في شركة التصنيع الوطنية أو قد تؤثر على مشاعر المستثمرين الذين يرون المتقدمة كلاعب بولي بروبيلين وبروبان فقط.

إخلاء مسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل جي آي بي كابيتال، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء جي آي بي كابيتال ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من جي آي بي كابيتال. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وآراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب جي آي بي كابيتال. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وحي آي بي كابيتال لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة أو أنها تصلح لأي غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضاً أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون لجي آي بي كابيتال أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة جي آي بي كابيتال أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بأداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة جي آي بي كابيتال، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكون مسؤولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وحي آي بي كابيتال لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقيماً في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حيثما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفاً للقانون أو يتطلب من جي آي بي كابيتال أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

الأنشطة الرئيسية لشركة جي آي بي كابيتال هي التعامل والحفظ والإدارة والترتيب وتقديم المشورة بموجب ترخيص هيئة السوق المالية رقم 07078-37.

نستخدم نظام تصنيف يعتمد على الاتجاه السعودي المحتمل، بعد عام واحد من اليوم، بناءً على نماذج التقييم الخاصة بنا. بالنسبة لتصنيفات "زيادة المراكز"، فإن سعرنا المستهدف هو أعلى من 10% من السعر الحالي، أما بالنسبة إلى "تخفيض المراكز"، فإن الإنخفاض المقدر هو أقل من 10%. وبالنسبة للعائدات التي تتراوح بين +10%، لدينا تصنيف محايد.

تواصلوا معنا لأي استفسارات

إدارة أبحاث الأسهم

جي آي بي كابيتال

B1، غرناطة بزنس

الطريق الدائري الشرقي، صندوق بريد 89589، الرياض 11692