

السعر المستهدف: 54.0 ريال لسهم
السعر الحالي: 45.2 ريال للسهم
نسبة الارتفاع: 19.5%
التوصية: زيادة المراكز

الشركة المتقدمة للبتر وكيمائيات (المتقدمة)

تحسن الهوامش، نحافظ على تصنيف زيادة المراكز

- كان نمو أرباح الربع الثاني من عام 23 (+39.5% على أساس ربع سنوي) مدفوعاً بانخفاض أسعار المواد الخام مع انخفاض أسعار البروبان والبروبيلين بنسبة 18% و8% على التوالي على أساس ربع سنوي، مما عوض انخفاض أسعار البولي بروبيلين (-2% على أساس ربع سنوي) وحجم المبيعات (-5%).
- بدأت هوامش البولي بروبيلين - البروبان في التحسن منذ الربع الرابع من عام 22، مدفوعاً بانخفاض حاد في متوسط أسعار المواد الخام وسط استقرار متوسط أسعار البولي بروبيلين نسبياً.
- نقي سعرنا المستهدف على 54.0 ريال لسهم على أساس التقييم المختلط (EV / EBITDA) وخصم التدفقات النقدية للمحطات الحالية وتقييم خصم التدفقات النقدية خاص للمشروع الجديد).

التحسن في هوامش المنتجات ستدفع الأرباح على المدى القريب: بعد الانخفاض بنسبة 17% على أساس سنوي في عام 2022، استقر متوسط أسعار البولي بروبيلين في النصف الأول من 23 عند حوالي 1,000 دولار أمريكي للطن، بما يتماشى إلى حد كبير مع مستوى النصف الثاني من عام 22. في حين ضعف الطلب على المدى القريب وسط مخاوف من الركود قد تدفع متوسط أسعار البولي بروبيلين إلى 950 دولار للطن في الربع الثالث من عام 23 (-5% على أساس ربع سنوي)، فقد نشهد تحسناً في الطلب في الربع الرابع من عام 23، مدفوعاً بشكل أساسي عبر أنشطة إعادة التخزين حيث يتوقع العديد من منتجي البولي بروبيلين البدء في تكوين المخزون قبل الارتفاع الموسمي في الطلب. من ناحية أخرى، تم تصحيح أسعار المواد الأولية بشكل حاد هذا العام مع انخفاض متوسط أسعار البروبان أكثر من أسعار البولي بروبيلين. في الربع الثالث من عام 23 حتى الآن، انخفض متوسط أسعار البروبان (مع تأخر لمدة شهر واحد) بنسبة 25% تقريباً على أساس ربع سنوي، مما أدى إلى تحسن في هامش بولي بروبيلين - بروبان (حوالي 500 دولار للطن؛ +25% تحسناً ربع سنوي؛ حسب حساباتنا). هذا من شأنه أن يدفع الأرباح في النصف الثاني من عام 23. بالنسبة لعام 2024، نتوقع أن تستمر هوامش البولي بروبيلين - البروبان في التحسن (على الرغم من أنها قد تظل أقل من المتوسط التاريخي)، ويرجع ذلك أساساً إلى التحسن المحتمل في أسعار البولي بروبيلين (~1,060 دولار للطن؛ +5% سنوياً)، بمساعدة انتعاش الطلب من التحسن في الاقتصاد العالمي، وانتعاش بالصين بعد حزمة التحفيز الاقتصادية الأخيرة.

من المحتمل أن يتحسن أداء الشركة الفرعية الكورية في الأرباح القادمة: تكبدت المتقدمة خسائر من استثمارها في كوريا الجنوبية (SK Advanced) على مدار الأرباح الماضية، ويرجع ذلك أساساً إلى الضغط على الهوامش. ومع ذلك، مع الانخفاض الحاد في سعر البروبان، تحسن متوسط الهوامش على نزع الهيدروجين من البروبان بأكثر من 120 دولار للطن لتصل إلى 200 دولار للطن (77 دولار للطن في الربع الثاني من عام 23) في الربع الثالث من عام 23 حتى الآن، مما يدعم الأرباح على المدى القريب.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية*

| (مليون ريال سعودي) | 2022 | 2023 م | 2024 م | 2025 م |
|--------------------|-------|--------|--------|--------|
| الإيرادات | 2,948 | 2,369 | 2,554 | 2,649 |
| معدل نمو الإيرادات | -5% | -20% | 8% | 4% |
| مجموع الربح | 536 | 564 | 654 | 690 |
| هامش مجمل الربح | 18% | 24% | 26% | 26% |
| EBITDA | 615 | 582 | 680 | 712 |
| الدخل التشغيلي | 399 | 401 | 481 | 511 |
| صافي الربح | 295 | 330 | 459 | 537 |
| هامش صافي الربح | 10% | 14% | 18% | 20% |
| ربحية السهم (ريال) | 1.1 | 1.3 | 1.8 | 2.1 |
| مكرر الربحية | 39.8x | 35.5x | 25.5x | 21.8x |

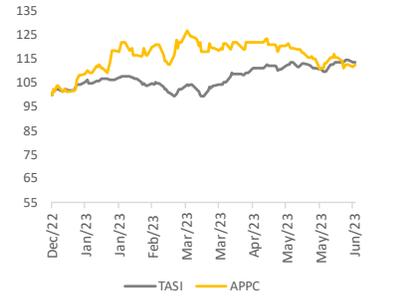
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال. * للمصانع الحالية فقط.

بيانات السهم

| | |
|-------------------------------------|--------|
| مؤشر تاسي | 2330 |
| القيمة السوقية للشركة (مليون ريال) | 11,752 |
| م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال) | 27.5 |
| نسبة الاسهم الحرة | 88.3% |
| نسبة المستثمرين الأجانب | 11.4% |
| حجم الاسهم الحرة في تاسي | 0.56% |

المصدر: بلومبرغ

تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

من المرجح استئناف توزيعات الأرباح في النصف الثاني من 24: لم توزع الشركة أي توزيعات حتى الآن هذا العام، ويرجع ذلك أساساً إلى ضعف التدفقات النقدية وسط انخفاض الهوامش، وبرنامج النفقات الرأس المالية (مشروع نزع الهيدروجين من البروبان؛ من المحتمل أن يكتمل في النصف الثاني من 24). نعتقد أن الشركة قد تستأنف التوزيعات (تدريجياً) بعد بدء تشغيل المصنع الجديد، و / أو الانتعاش المستدام في الهوامش. وبناءً على ذلك، نتوقع أن تعلن الشركة عن توزيع 1 ريال للسهم (أقل قليلاً من المتوسط التاريخي) للنصف الثاني من 24، قبل أن تتحسن تدريجياً إلى مستوى 2.2 ريال للسهم في عام 2025.

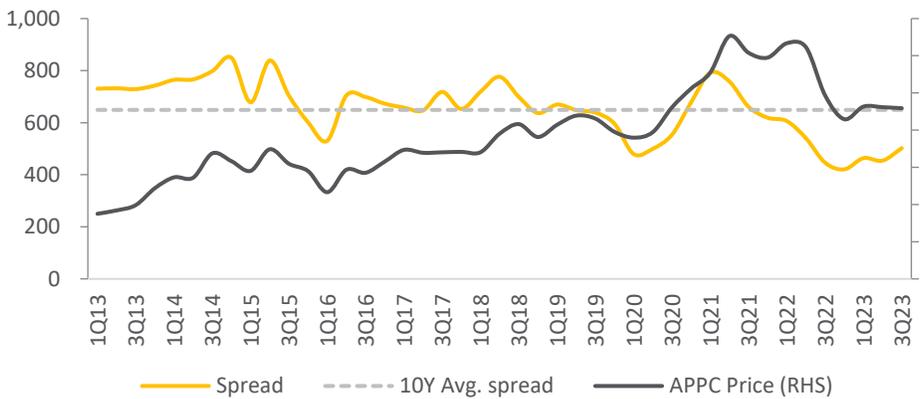
التقييم: لتقييم قيمة المصنع الجديد، نستخدم نموذج خصم التدفقات النقدية مستقلاً مع بدء التشغيل من عام 2025 ومتوسط EBITDA للطن (يتمشى غالباً مع المتوسط التاريخي للمصنع الحالي ونصل إلى قيمة 15 ريال للسهم). الرأي الآخر هو رؤية متوسط سعر سهم الشركة على مدار السنوات السابقة قبل الإعلان وإعادة تقييم السهم على أساس كل طن مع تعديل القيمة الزمنية والهوامش المنخفضة. كان متوسط سعر سهم المتقدمة قبل الإعلان عن المشاريع حوالي 40 ريال للسهم. بأخذ 85% من هذه القيمة والتخصيم اللاحق للقيمة الزمنية 3-4 سنوات، وصلنا إلى 20 ريال للسهم للمشروع الجديد. وبالتالي، فإن قيمة المشاريع الجديدة هي 15-20 ريال للسهم بناءً على تحليلنا.

بالنسبة للمصانع الحالية، فإننا نقدر الشركة بناءً على مزيج متساوٍ من قيمة EV / EBITDA وخصم التدفقات النقدية. نستخدم مكرر $EV / EBITDA \times 13$ (أقل من متوسط 3 سنوات عند $18.5 \times$) للوصول إلى تقييم 12 شهراً مقدماً بقيمة 38 ريالاً للسهم. بالنسبة إلى التدفقات النقدية المخصومة، نستخدم معدل رأس المال المرجح بنسبة 9.1% ونصل إلى قيمة خصم التدفقات النقدية المخصومة لمدة 12 شهراً مقدماً بقيمة 35 ريالاً للسهم. أضفنا 17.5 ريال للسهم للمصنع الجديد. ليصل سعرنا المستهدف المختلط عند 54 ريال سعودي للسهم (دون تغيير)، مع تصنيف زيادة المراكز مع احتمال ارتفاع بنسبة 19.5% تقريباً.

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.
- **أيضاً:** قد لا تجلب رهانات الاستثمار مثل التصنيع نتائج كما هو متوقع أو قد تؤثر على مشاعر/ ميول المستثمرين الذين يرون المتقدمة كلاعب بولي بروبيلين وبروبان فقط.

شكل 1: متوسط هوامش المتقدمة (دولار لطن) مقارنة بسعر السهم (ريال).



المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

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 37-07078.

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