

السعر المستهدف: 46.0 ريال/السهم
السعر الحالي: 32.8 ريال/السهم
نسبة الارتفاع: +40.5%
التوصية: زيادة المراكز

الشركة المتقدمة للبتروكيماويات (المتقدمة)

مشروع التوسعة يقترب من الاكتمال، نبي تصنيف زيادة المراكز

- يظل مشروع توسعة نزع هيدروجين البروبان والبولي بروبيلين ايجابياً للربحية حتى عند هوامش الربح الحالية للمنتجات، على الرغم من التأخير الطفيف وتكاليف بدء التشغيل الأولية المحتملة.
- من المتوقع أن تكون هوامش ربحية المنتجات في الربع الرابع ضعيفة بشكل أساسي بسبب ارتفاع أسعار اللقيم؛ ومع ذلك، فإن انخفاض تكاليف الشحن والتركيز على الأسواق ذات الهامش المرتفع قد يعوض ذلك جزئياً.
- بعد مراجعة تقديراتنا، قمنا بمراجعة السعر المستهدف للشركة إلى 46.0 ريال للسهم (48.0 ريال للسهم سابقاً) استناداً إلى خصم التدفقات النقدية وقيمة المنشأة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك (مكرر عند 15x، وبناء على توقعاتنا لعام 2025)، مع تصنيف زيادة المراكز.

تطورات مشاريع توسعة سعة نزع هيدروجين البروبان والبولي بروبيلين - من المرجح أن يبدأ تشغيل الخط الأول بنهاية ديسمبر: تقترب مشاريع مصنع نزع هيدروجين البروبان (843 ألف طن سنوياً) والبولي بروبيلين (800 ألف طن سنوياً) الجديدة لشركة المتقدمة من الاكتمال (تم الانتهاء من 97% منها لنهاية الربع الثالث من عام 2024) مع بدء أنشطة ما قبل التشغيل على الأرض. نتوقع الشركة أن يبدأ التشغيل التجريبي من الخط الأول لمصنع نزع هيدروجين البروبان مع نهاية ديسمبر 2024 مع بدء الخط الثاني مع نهاية يناير 2025 أو بداية فبراير 2025 (مقابل التوقعات السابقة في النصف الثاني من عام 2024). سيبدأ مصنع البولي بروبيلين أيضاً التشغيل التجريبي في نفس الوقت تقريباً. أيضاً، نتوقع الشركة أن تكون فترة بدء التشغيل أسرع نسبياً (توقعات الشركة من 3-4 أسابيع) مقارنة بخط إنتاج ممائل، مما يمكنها من الوصول إلى ما يقرب من الطاقة الانتاجية التصميمية (حوالي 200 ألف طن لكل ربع سنة) في الربع الثاني من عام 2025. نلاحظ أن المتقدمة قد وقعت بالفعل ثلاث اتفاقيات شراء لحوالي 80% من الإنتاج (620 ألف طن سنوياً؛ مقابل حوالي 48% منذ بداية السنة حتى الآن للمصنع الحالي) بينما سيتم تسويق الباقي من خلال شركتها التابعة المملوكة بالكامل، الشركة المتقدمة العالمية للتسويق. ومع ذلك، نلاحظ أن الشركة شهدت زيادة كبيرة في الإنفاق الرأسمالي عن الإنفاق الرأسمالي المخطط له، من 7 مليارات ريال معن عنها مسبقاً إلى حوالي 10 مليارات ريال (زيادة بنسبة 43% بناءً على 8.76 مليار ريال من الإنفاق الرأسمالي المنفق حتى الآن والالتزامات الرأسمالية المستقبلية، باستثناء الإنفاق الرأسمالي المخطط له لمصنع الأيزوبروبانول، حتى نهاية الربع الثالث من عام 2024)، أعلى قليلاً من تقديراتنا البالغة 9.8 مليار ريال.

ضغوط على الأرباح في المدى القصير قبل تحقيق كامل الإيجابيات ابتداءً من الربع الثاني من عام 2025: نتوقع أن تشهد المتقدمة تكاليف بدء التشغيل الأولية، وتكاليف اهلاك أعلى (347 مليون ريال سنوياً وفقاً لحساباتنا مقابل توقعات الشركة بـ 325-330 مليون ريال؛ باستثناء مصنع الأيزوبروبانول)، وتكاليف التمويل (315 مليون ريال سنوياً مقابل توقعات الشركة بـ 275-300 مليون ريال؛ باستثناء مصنع الأيزوبروبانول) بعد التشغيل التجاري، مما قد يضغط على الأرباح في الأمد القريب قبل تحقيق إيجابياتها الكاملة في عامي 2025 و2026. بشكل عام، وعلى الرغم من ارتفاع كبير في الإنفاق الرأسمالي وتكاليف الإهلاك والإطفاء الإضافية وتكاليف التمويل، فإننا لا نزال نرى مشاريع التوسع إيجابية لربحية السهم (حتى في ظل هوامش الأرباح الحالية).

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

2026 م	2025 م	2024 م	2023	(مليون) ريال سعودي
5,917	5,247	2,310	2,374	الإيرادات
13%	127%	-3%	-20%	معدل نمو الإيرادات
1,200	1,009	393	447	مجمل الربح
20%	19%	17%	19%	هامش مجمل الربح
1,460	1,230	397	452	EBITDA
928	742	201	274	الدخل التشغيلي
407	270	71	171	صافي الربح
7%	5%	3%	7%	هامش صافي الربح
1.6	1.0	0.3	0.7	ربحية السهم (ريال)
20.8x	31.4x	119.0x	49.5x	مكرر الربحية

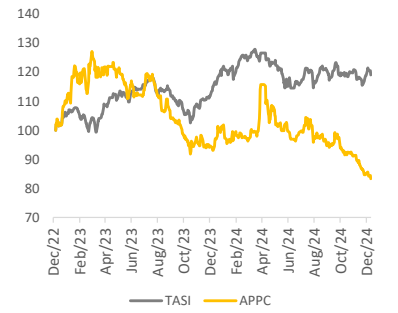
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

بيانات السهم

2330	رمز الشركة
8,515	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
15.1	م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)
87.5%	نسبة الاسهم الحرة
9.7%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.36%	حجم الاسهم الحرة في تاسي

المصدر: بلومبرغ

تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi

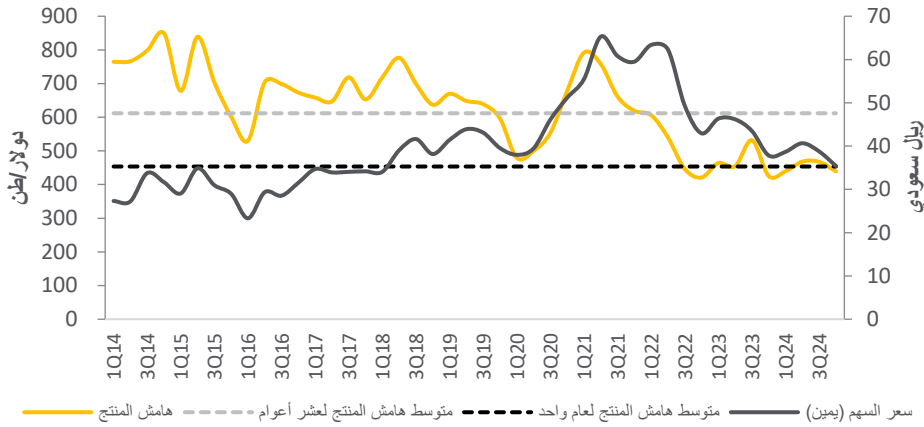
+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

من المرجح أن تتخفّض هوامش أرباح المنتجات في الربع الرابع بسبب ارتفاع أسعار البروبان: من المرجح أن تكون أسعار البولي بروبيلين في جنوب شرق آسيا قد وصلت إلى أدنى مستوياتها مع متوسط أسعار حوالي 1000 دولار للطن طوال هذا العام. وفي المستقبل، نتوقع أن تظل أسعار البولي بروبيلين مستقرة عند المستوى الحالي، وإن كانت أقل من المستويات التاريخية، بسبب ضعف الطلب وفائض المعروض. علاوة على ذلك، فإن الزيادات الأخيرة في التعريفات الجمركية على الواردات في البرازيل من 12.6% إلى 20% قد تخلق المزيد من الضغوط على الطلب. نلاحظ أن السعودية (16.4 ألف طن) كانت المصدر الرئيسي لواردات البولي بروبيلين في البرازيل في سبتمبر، تليها الأرجنتين (6.3 ألف طن). علاوة على ذلك، نعتقد أن حزم التحفيز الاقتصادية الأخيرة للحكومة الصينية قد تستغرق بعض الوقت للتأثير على اقتصادها وبالتالي أسعار البتروكيماويات.

وفي الوقت نفسه، نتوقع أن ترتفع أسعار البروبان بشكل أكبر في الربع الرابع (بفارق شهر واحد - بمتوسط 622 دولارًا للطن في الربع الرابع من عام 2024؛ +6.6% على أساس ربع سنوي؛ تبقى أعلى من المتوسط التاريخي) ويرجع ذلك أساسًا إلى أثر الموسمية (زيادة استخدام البروبان كوقود للتدفئة في الشتاء). بالإضافة إلى ذلك، ارتفع متوسط تكاليف الشحن بشكل ملحوظ هذا العام (شهدت المتقدمة ارتفاعًا بنسبة 40% على أساس ربع سنوي في تكاليف الشحن في الربع الثالث)، مدفوعة بالمخاوف الجيوسياسية (مما تسبب في إطالة مسارات الشحن والتعريفات الجمركية). وعلى الرغم من أن أسعار الشحن تراجعت مؤخرًا، إلا أنها تظل مرتفعة مقارنة بالمستويات التاريخية. بالإضافة إلى ذلك، نتوقع أن يظل هامش ربح المنتجات مستقرًا في الربع الرابع من عام 2024 مع احتمال انخفاض هامش البولي بروبيلين - البروبان (قبل الخصم؛ بفارق شهر واحد) إلى 372 دولارًا للطن من 419 دولارًا للطن في الربع الثالث من عام 2024 (وفقًا لحساباتنا). ومع ذلك، نعتقد أن تركيز المتقدمة على الأسواق ذات الهامش المرتفع مثل تركيا وأفريقيا وأمريكا اللاتينية وانخفاض تكاليف الشحن قد يعوض جزئيًا عن تأثير هامش ربحية المنتجات. بشكل عام، نتوقع انتعاشًا مستدامًا في الطلب على البولي بروبيلين وأسعاره بحلول منتصف عام 2025، بدعم من تحسن الاقتصاد العالمي، وانتعاش محتمل في الصين (انخفضت أسعار المساكن بأبطأ وتيرة في 17 شهرًا في نوفمبر، مما يشير إلى علامة على التعافي).

شكل 1: متوسط هوامش ربح المنتج للمتقدمة (دولار أمريكي/الطن) مقارنة بمتوسط سعر السهم (ريال سعودي)



المصدر: بيانات الشركة، بلومبرغ، جي آي بي كابيتال.

بدأ خط أنابيب الغاز المصاحب العمل في 3 نوفمبر: بدأت المتقدمة التشغيل التجاري لخط الأنابيب الخاص بها في 3 نوفمبر 2024، لنقل الغاز المصاحب من وحدة نزع الهيدروجين من البروبان إلى مصنع الإيثيلين التابع لشركة الجبيل المتحدة للبتروكيماويات (تابعة لشركة سابك). في مارس 2023، منحت الشركة عقد الهندسة والتوريد والبناء بقيمة 50.98 مليون ريال لشركة جاز العربية (قبل ضريبة القيمة المضافة). ومن المتوقع أن يتراوح إجمالي رأس مال المشروع في حدود 65-70 مليون ريال مع تقاسم بنسبة 50:50 بين شركة المتقدمة والمتحدة. تهدف هذه المبادرة إلى تقليل الانبعاثات الكربونية وتعزيز الكفاءة وتحويل الغاز إلى مواد كيميائية ذات قيمة مضافة عالية. ومن المتوقع أن تؤثر هذه الفوائد بشكل إيجابي على البيئة وكذلك على الأداء المالي للشركة (تأثير على الأرباح السنوية بنحو 15-20 مليون ريال)؛ من المرجح أن ينعكس في الربع الرابع من عام 2024).

ملخص نتائج الربع الثالث 2024: أعلنت المتقدمة عن نتائج قوية للربع الثالث من عام 2024 حيث جاءت الإيرادات متوافقة إلى حد كبير مع التوقعات، في حين تجاوز صافي الربح توقعاتنا. وظلت الإيرادات مستقرة إلى حد كبير عند 643 مليون ريال (-0.9% على أساس ربع سنوي)، وهو ما يتماشى عموماً مع تقديراتنا البالغة 627 مليون ريال (متوسط التوقعات: 635 مليون ريال) حيث عوض ارتفاع حجم المبيعات (+1% على أساس ربع سنوي) انخفاض أسعار المنتجات (-2% على أساس ربع سنوي). وشهدت الشركة زيادة في سعر البروبان (+6% على أساس ربع سنوي) والبروبيلين (+5% على أساس ربع سنوي)، مما أدى إلى انخفاض طفيف في إجمالي الربح (-3.3% على أساس ربع سنوي، متوافق عموماً مع توقعاتنا)، مع انكماش هامش إجمالي الربح بمقدار 40 نقطة أساس إلى 18.5% (مقابل 18.3% متوقعة) في الربع الثالث. ومع ذلك، أظهرت الشركة تحسناً كبيراً في كفاءة التشغيل مع انخفاض النفقات التشغيلية بنسبة 10% على أساس ربع سنوي (أفضل من المتوقع)، مما أدى إلى ربح تشغيلي أعلى من المتوقع بلغ 76 مليون ريال. كما دعم ربحية الشركة التحسن الطفيف في الخسائر من الاستثمار في شركة إس كيه أدفانسد (خسائر بقيمة 30 مليون ريال مقابل خسائر بقيمة 33 مليون ريال في الربع الثاني من عام 2024). سجلت الشركة صافي ربح بلغ 46 مليون ريال، متجاوزة تقديراتنا بنحو 21%، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى تحسن كفاءة التشغيل.

جدول 2: ملخص نتائج الربع الثالث 2024

مقابل توقعاتنا	تقديراتنا	نسبة التغير الربعية	الربع الثاني 2024	نسبة التغير السنوي	الربع الثالث 2023	الربع الثالث 2024	(مليون) ريال سعودي
2.6%	627	-0.9%	649	8.2%	594	643	الإيرادات
2.3%	512	-0.4%	526	11.0%	472	524	تكلفة الإيرادات
3.9%	115	-3.3%	123	-2.5%	122	119	مجمل الربح
-14.2%	50	-10.4%	48	2.4%	42	43	النفقات التشغيلية
17.9%	64	1.3%	75	-5.0%	80	76	الدخل التشغيلي
20.8%	38	9.5%	42	2.2%	45	46	صافي الربح
	18.3%		19.0%		20.5%	18.5%	هامش مجمل الربح
	10.3%		11.6%		13.5%	11.8%	هامش الربح التشغيلي
	6.1%		6.5%		7.6%	7.2%	هامش صافي الربح

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

التقييم: بعد مراجعة توقعاتنا لهوامش ربحية المنتجات وتقديراتنا، قمنا بخفض السعر المستهدف بشكل طفيف إلى 46.0 ريال سعودي للسهم (48.0 ريال سعودي للسهم سابقاً) استناداً إلى مزيج متساوٍ من خصم التدفقات النقدية (7.5% متوسط تكلفة رأس المال، ومعدل نمو مستدام بنسبة 2%) وقيمة المنشأة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك (مكرر عند 15x، وبناء على توقعاتنا لعام 2025) مع تصنيف زيادة المراكز، ما يعكس فرصة ارتفاع السهم بنحو 40.5%.

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 المخاطرة الرئيسية.
- **معايير عالية:** هناك خطر ألا تتطابق المصانع الجديدة مع كفاءة المصنع الحالي نظراً للمعيار المرتفع الذي حدده المصنع الحالي. نلاحظ أن نتائج استثمارات الشركة في كوريا لم تكن جذابة مثل مصنع السعودية.
- **أخرى:** القرارات الاستثمارية التي تم اتخاذها قد لا توتي بثمارها كما هو متوقع، مثل تلك الموجودة في شركة التصنيع الوطنية، وقد تؤثر على معنويات وتوقعات المستثمرين الذين قر يرون المتقدمة كشركة 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 جي 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 جي 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