

السعر المستهدف: 6.0 ريال/السهم  
السعر الحالي: 5.77 ريال/السهم  
نسبة التغيير: +4.0%  
التوصية: محايد

## شركة كيان السعودية للبتروكيماويات (كيان السعودية)

أرباح الربع الأول لعام 2025 أقل من المتوقع؛ انخفاض السعر المستهدف إلى 6.0 ريال/السهم بعد مراجعة توقعاتنا

- اتسعت الخسائر في الربع الأول لعام 2025 بسبب انخفاض أسعار المنتجات، ارتفاع نفقات التشغيل، وتكاليف إعادة التمويل غير المتكررة.
- تظل أساسيات السوق للمنتجات الرئيسية لشركة كيان ضعيفة، بسبب انخفاض الطلب في الأسواق النهائية، الصراعات التجارية، وزيادة المعروض.
- قما بخفض السعر المستهدف للسهم إلى 6.0 ريال/السهم (11.5 ريال/السهم سابقاً) بناءً على تقييم التدفقات النقدية المخصومة لتعكس تغير توقعات السوق ونغير تصنيفنا للسهم إلى محايد.

**أرباح الربع الأول لعام 2025 أقل من المتوقع:** انخفضت الإيرادات بنسبة 8.2% على أساس ربع سنوي لتصل إلى 2,062 مليون ريال، حيث جاءت أقل من توقعاتنا البالغة 2,275 مليون ريال (التوقعات: 2,177 مليون ريال)، ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى انخفاض أسعار المنتجات عن المتوقع (انخفاض بنسبة 7% على أساس ربع سنوي) وضعف طفيف في حجم المبيعات (انخفاض بنسبة 1% على أساس سنوي). حيث أدى انخفاض أسعار المنتجات، ارتفاع أسعار اللقيم، وارتفاع تكاليف هيكل التكاليف الثابتة إلى خسارة إجمالية بلغت 389 مليون ريال، وهي خسارة أعلى بكثير من المتوقع. علاوة على ذلك، ارتفعت النفقات التشغيلية بشكل ملحوظ من 132 مليون ريال في الربع الرابع لعام 2024 إلى 260 مليون ريال في الربع الأول لعام 2025، ويعزى ذلك على الأرجح إلى ارتفاع نفقات التشغيل وإعادة هيكلة التكاليف غير المتكررة لإعادة تمويل قروض المرابحة الإسلامية (تم توقيع إعادة تمويل بقيمة 8.1 مليار ريال في مارس 2025)، مما أدى إلى انخفاض الخسارة التشغيلية إلى 649 مليون ريال. ونتيجة لذلك، أعلنت الشركة عن خسارة صافية بلغت 776 مليون ريال، وهو رقم أعلى بكثير من تقديراتنا لصافي الخسارة البالغة 481 مليون ريال (متوسط التوقعات: خسارة بـ 477 مليون ريال).

**صعوبة في ديناميكيات السوق مستقبلاً:** لا تزال ديناميكيات السوق لمنتجات كيان الرئيسية، جلايكول الإيثيلين والبولي كربونائيت (والتي تمثل معاً حوالي 35% من حجم المبيعات)، ضعيفة، ويرجع ذلك أساساً إلى ضعف الطلب في الأسواق النهائية (وخاصة في قطاع الإسكان في الصين)، الصراعات التجارية، المخاوف الجيوسياسية، واستمرار فائض المعروض. تشير البيانات الأخيرة إلى أن واردات البولمي كربونائيت في الصين (وهي مستورد رئيسي للبولمي كربونائيت في آسيا) أخذت في الانخفاض (الشكل 2)، مقترنة بارتفاع الصادرات وسط زيادة الإنتاج المحلي، مما ضغط على أسعار البولمي كربونائيت في السنوات الأخيرة. وبناءً على ذلك، وصل متوسط أسعار البولمي كربونائيت في الربع الثاني لعام 2025 إلى أدنى مستوياته منذ الربع الثالث لعام 2020، حيث يشير متوسط الأسعار حتى الآن إلى انخفاض بنسبة 3% على أساس سنوي (انخفاض بنسبة 43% عن عام 2021). وفي الوقت نفسه، بدأ مخزون جلايكول الإيثيلين في الصين، بعد أن وصل إلى أدنى مستوى له منذ سنوات في أوائل يناير 2025، في الارتفاع مرة أخرى (+69% من أوائل يناير 2025؛ الشكل 3)، مما يشير إلى تباطؤ الطلب وبالتالي إبقاء أسعار المنتجات (انخفاض أكثر من 8% من بداية الربع حتى اليوم) تحت الضغط.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

2026م	2025م	2024	2023	مليون ريال سعودي
9,347	8,863	8,726	8,171	الإيرادات
5%	2%	7%	-27%	معدل نمو الإيرادات
(243)	(724)	(642)	(846)	إجمالي الدخل
-3%	-8%	-7%	-10%	هامش إجمالي الدخل
1,391	848	1,317	1,014	EBITDA
(964)	(1,529)	(1,134)	(1,446)	الربح التشغيلي
(1,475)	(2,069)	(1,804)	(2,136)	صافي الربح
-16%	-23%	-21%	-26%	هامش صافي الربح
(1.0)	(1.4)	(1.2)	(1.4)	ربحية السهم (ريال)
NM	NM	NM	NM	مكرر الربحية

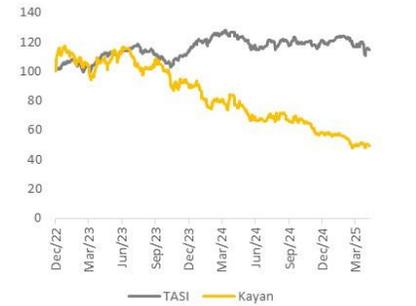
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

### بيانات السهم

2350	رمز الشركة
8,655	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
17.4	متوسط قيمة التداول (مليون ريال)
65.0%	نسبة الاسهم الحرة
9.1%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.26%	حجم الاسهم الحرة في تاسي

المصدر: بلومبرغ

### تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

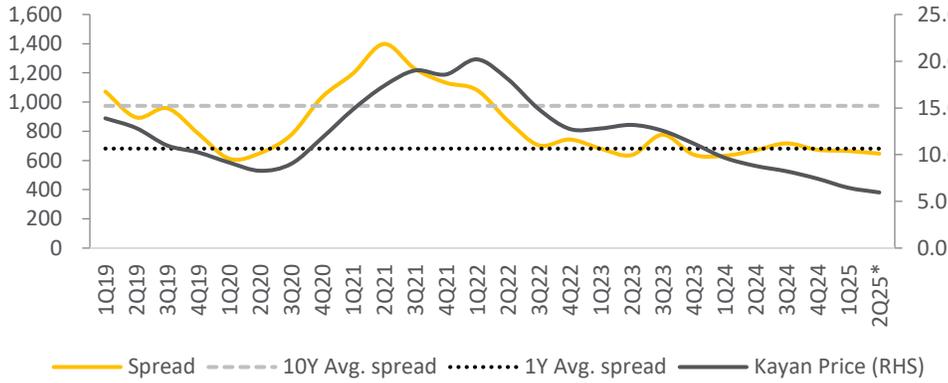
Kunal Doshi

+966-11-834 8372

[Kunal.doshi@gibcapital.com](mailto:Kunal.doshi@gibcapital.com)

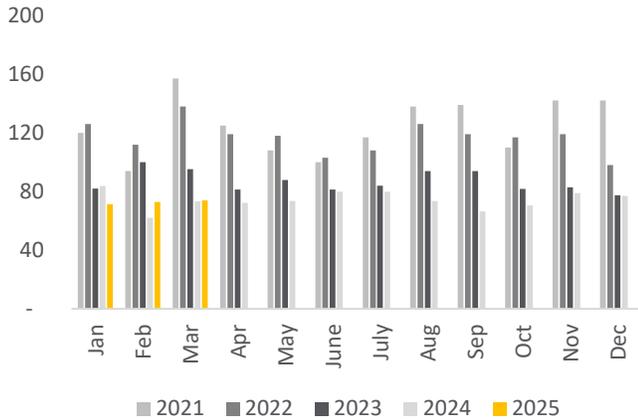
علاوةً على ذلك، نتوقع أن تظل أسعار البوليمر (من -2% إلى +2% من بداية الربع حتى اليوم) مستقرةً إلى منخفضة، وذلك بفضل عمليات الشراء الحذرة في ظل ضعف معنويات السوق نتيجةً لمخاوف الحرب التجارية وزيادة توافر الشحنات الصينية. كما انخفض متوسط أسعار النيوتان بنحو 2% على أساس ربع سنوي في الربع الثاني لعام 2025، ولكنه لا يزال أعلى بنحو 3% من مستواه في الربع الثاني لعام 2024. ومن المتوقع أن يُبقي هذا، إلى جانب زيادة أرامكو أسعار الإيثان/الميثان في وقت سابق من هذا العام، فروق الأسعار أقل من مستوياتها التاريخية.

شكل 1: متوسط هوامش ربح منتجات شركة كيان (دولار أمريكي/للطن) مقابل متوسط سعر السهم (ريال سعودي)



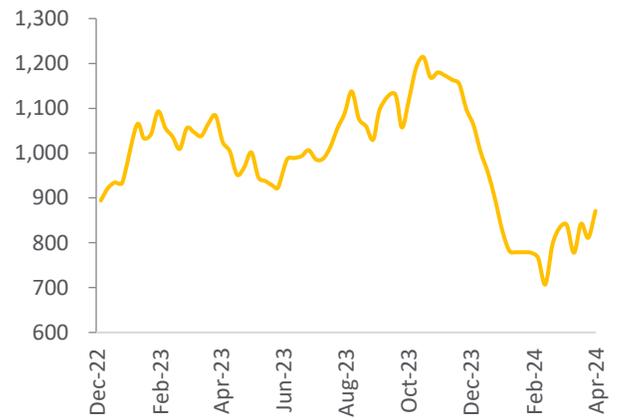
المصدر: معلومات الشركة، بلومبرغ، جي آي بي كابيتال \* منذ بداية الربع حتى اليوم

شكل 2: اتجاه واردات الصين من البولي كربونات (ألف طن)



المصدر: جي آي بي كابيتال، أي سي أي اس

شكل 3: مخزونات جلايكول الإيثيلين في شرق الصين (ألف طن)



المصدر: جي آي بي كابيتال، أي سي أي اس

**صفقة إعادة التمويل الأخيرة لتعزيز السيولة تجعل المزيد من تخفيض الديون أمراً صعباً من دون دعم الشركة الأم:** في مارس 2025، حصلت شركة كيان على اتفاقية إعادة تمويل مرابحة بقيمة 8.1 مليار ريال مع بنوك محلية، بما في ذلك البنك الأهلي، والبنك السعودي الفرنسي، ومصرف الإنماء. وتستبدل هذه الاتفاقية الديون القائمة بموجب فترة سداد ممتدة - من 8 سنوات (حتى ديسمبر 2027) إلى 10 سنوات (حتى ديسمبر 2034) - بفترة سماح مدتها 10 سنوات حتى نهاية عام 2025. ويبدأ جدول سداد الديون بدفعات منخفضة من أصل الدين، تزداد تدريجياً إلى 13% من أصل الدين بحلول عام 2028، وتستمر حتى عام 2034. وسيساعد هذا الشركة على تحسين سيولتها (3.4 مليار ريال مستحقة السداد سابقاً في عام 2025) وتخفيف عبء الدين (من المرجح أن ينخفض في الربع الأول لعام 2025، على الرغم من عدم الإفصاح عن الأرقام في بيان الأرباح). وننتظر البيانات المالية التفصيلية لتحليل مدى الأثر الإيجابي لاتفاقية إعادة التمويل هذه. علاوة على ذلك، نلاحظ أن شركة كيان قد سددت بنجاح ديوناً تجاوزت 10 مليارات ريال على مدى السنوات الخمس الماضية، مما أدى إلى انخفاض إجمالي الدين بأكثر من 50% ليصل إلى 8.4 مليار ريال اعتباراً من ديسمبر 2024. ومع ذلك، نتوقع أن يستمر تخفيض الديون بشكل أكبر، نظراً لضعف التدفقات النقدية، وما لم يكن هناك دعم إضافي من الشركة الأم، سابق (من خلال تأجيل الدفع إلى سابق كما يتضح من ارتفاع مستوى الحسابات الدائنة - من حوالي مليار ريال في عام 2022 إلى أكثر من 3 مليارات ريال في عام 2024).

**التقييم والمخاطر:** نظرًا لضعف ديناميكيات السوق لمنتجات كيان الرئيسية ومخاوف الحرب التجارية، فقد خفضنا توقعاتنا لإجمالي حجم المبيعات ومتوسط أسعار المنتجات بنسبة 3-4% و 7% على التوالي للفترة 2025-2026م، مما أدى إلى مراجعة بالخفض بنسبة 10-11% في تقديراتنا للإيرادات. ومن المتوقع أن يستمر هذا، إلى جانب زيادة أسعار اللقيم من قبل أرامكو وارتفاع هيكل التكلفة الثابتة نسبيًا، في التأثير على الأداء، مع استمرار الشركة في تكبد خسائر تشغيلية (على الرغم من احتمال تحسنها) في السنوات القادمة. ومع ذلك، فإن جهود الشركة في تخفيض ديونها في الميزانية العمومية وإعادة تمويل الديون الحالية بشروط أفضل قد تساعد الشركة في الحد من التأثير على صافي الربح. وبناءً على ذلك، قمنا بمراجعة السعر المستهدف إلى 6.0 ريال/السهم (11.5 ريال/السهم سابقاً) بناءً على تقييم التدفقات النقدية المخصومة (9.6% متوسط تكلفة رأس المال؛ دون تغيير). وقد صحح سعر السهم بنسبة 18% منذ بداية العام حتى اليوم، مما يعكس التحديات المستمرة في السوق. لذا، نعدّل تقييمنا للسهم إلى محايد. ويُشكل التباطؤ الاقتصادي، وانخفاض فروق أسعار المنتجات عن المتوقع، والتغير غير المتوقع في أسعار اللقيم المدعومة، والإغلاق غير المخطط له للمصانع، واستمرار أسعار الفائدة المرتفعة، مخاطر سلبية على تقييمنا.

جدول 2: ملخص نتائج الربع الأول لعام 2025

(مليون) ريال سعودي	الربع الأول لعام 25	الربع الأول لعام 24	على أساس سنوي	الربع الرابع لعام 24	على أساس ربع سنوي	تقديراتنا	الفرق %
الإيرادات	2,062	1,976	4.4%	2,245	-8.2%	2,275	-9.4%
تكلفة المبيعات	2,450	2,251	8.9%	2,636	-7.0%	2,435	0.7%
اجمالي الربح	(389)	(275)	41.4%	(390)	-0.4%	(159)	143.8%
النفقات التشغيلية	260	119	119.5%	132	96.5%	166	56.7%
الربح التشغيلي	(649)	(393)	65.0%	(523)	24.2%	(325)	99.4%
صافي الربح	(776)	(572)	35.7%	(686)	13.2%	(481)	61.3%
هامش الربح الإجمالي	-18.9%	-13.9%		-17.4%			-7.0%
هامش الربح التشغيلي	-31.5%	-19.9%		-23.3%			-14.3%
هامش صافي الربح	-37.6%	-28.9%		-30.5%			-21.1%

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 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 لحي جي 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 مسئولة 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 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

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