

السعر المستهدف: 53.0 ريال/السهم  
السعر الحالي: 43.45 ريال/السهم  
نسبة الارتفاع: 22% (+عائد التوزيعات 4.6%)  
التوصية: زيادة المراكز

## شركة اللجين

### صفقة ناتبت ستفتح فرص كبيرة؛ نبقى توصية زيادة المراكز

- وقعت شركة اللجين صفقة لبيع حصة قدرها 35% في أصولها التشغيلية الوحيدة في شركة ناتبت، مقابل 1.87 مليار ريال سعودي (50 ريال/السهم) إلى شركة ليندل بازل للصناعات عملاق في قطاع البتروكيماويات.
- تفتح هذه الصفقة قيمة كبيرة في شركة اللجين، مما يوفر دعمًا كافيًا لتمويل توسعة مصنع معالجة غاز البروبان والبولي بروبيلين والحصول على شركة ليندل بازل كشريك استراتيجي بالإضافة إلى العديد من اتفاقيات التسويق والكمية وتقسام التكلفة.
- قيمة شركة ليندل بازل شركة ناتبت بـ 5.3 مليار ريال مما يعني وجود علاوة كبيرة على القيمة السوقية قبل الصفقة (2.9 مليار ريال سعودي). نبقى السعر المستهدف عند 53.0 ريال/السهم. بناءً على متوسط تقييم خصم التدفقات النقدية (باستخدام 9.5% كمتوسط مرجح لتكلفة رأس المال) وتقييم EV/EBITDA (باستخدام 10 أضعاف EBITDA لعام 2024).

**وقعت اللجين اتفاقية لبيع حصة 35% في شركة ناتبت مقابل 1.87 مليار ريال سعودي.** وقعت شركة اللجين صفقة لبيع حصة قدرها 35% (تمثل 37.45 مليون سهم) في شركتها التابعة ناتبت (تملك اللجين حصة قدرها 98.7% وفقًا للافصاح الأخير) إلى شركة بازل العالمية القابضة وهي شركة تابعة لشركة ليندل بازل للصناعات القابضة (LYB) المدرجة في بورصة نيويورك، وذلك مقابل ~ 1.87 مليار ريال سعودي (500 مليون دولار أمريكي).

**الصفقة:** بالإضافة إلى حصة قدرها 35% في ناتبت، ستحصل شركة بازل العالمية القابضة أيضًا على 35% توسعة ناتبت البالغة 600 كيلو طن سنويًا من غاز البروبان والبولي بروبيلين (النفقات الرأسمالية: 7.5 مليار ريال سعودي مع تمويل أسهم بنسبة 30%؛ منها حوالي 2 مليار ريال سعودي من حقوق الملكية، 24 ألف برميل يوميًا من البروبان تم تأمينها من وزارة الطاقة). علاوة على ذلك، تتضمن الصفقة توقيع اتفاقيات متعددة، بما في ذلك (1) اتفاقية التسويق والاستحواذ، (2) اتفاقية تخصيص الكمية، (3) اتفاقية إدارة المشروع و(4) اتفاقية تقاسم التكاليف والسداد. من المتوقع أن تتم الصفقة بمجرد استيفاء شروط الاتفاقية والحصول على الموافقات اللازمة.

**حجم الصفقة واستخدام العائدات:** عند إتمام الصفقة، ستحصل شركة اللجين على 1.87 مليار ريال سعودي نقدًا، والتي تخطط لاستخدامها في سداد التزاماتها المالية الحالية والمستقبلية. بالإضافة إلى ذلك، ستحصل اللجين أيضًا على نسبة من الاستثمار الذي تم في المشروع الجديد (250-300 مليون ريال تم استثمارها) عند الانتهاء من مرحلة التصاميم التفصيلية بالإضافة لعلاوة تطوير (100 مليون ريال تقريبا حصة شركة بازل بالإضافة الى علاوة) حال اخذت الشركة الموافقات النهائية للمشروع.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية\*

2025 م	2024 م	2023 م	2022	(مليون ريال سعودي)
1,834	1,763	1,651	1,911	الإيرادات
4%	7%	-14%	NM	معدل نمو الإيرادات
406	374	283	404	مجمل الربح
22%	21%	17%	21%	هامش مجمل الربح
430	404	321	415	EBITDA
239	213	129	225	الدخل التشغيلي
188	155	38	120	صافي الربح
10%	9%	2%	6%	هامش صافي الربح
2.7	2.2	0.5	1.7	ربحية السهم (ريال)
16.0x	19.4x	79.5x	25.1x	مكرر الربحية

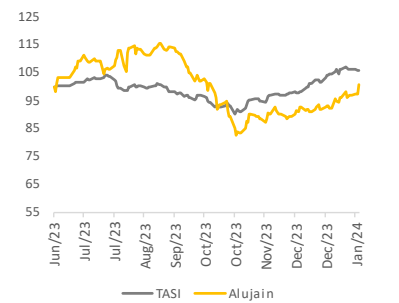
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال \*قبل الصفقة

#### بيانات السهم

رمز الشركة	2170
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	3,007
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	13.1
نسبة الاسهم الحرة	87.9%
نسبة المستثمرين الأجانب	4.7%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.12%

المصدر: بلومبرغ

#### تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

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

- **وجهة نظرنا:** نحن نرى هذه الصفقة بمثابة تطور إيجابي، من شأنه أن يفتح فرص كثيرة للجين. ستكمل الاتفاقية مبادرات النمو الحالية لشركة اللجين في مجال البولي بروبيلين ذات دراجات الجودة العالية (HPGs) ومركبات البولي بروبيلين الاستراتيجية التخصصية ذات القيمة العالية (HVPS)، فضلاً عن تعزيز قدرتها التنافسية العالمية واستدامة أعمالها. ستساعد هذه الصفقة الشركة أيضاً على تحسين الرفع المالي (يقدر إجمالي الدين بقيمة مليار ريال سعودي اعتباراً من الأشهر التسعة الأولى من عام 23؛ ومن المحتمل أن يتم تسديدها بعد الصفقة)، بالإضافة إلى توفير القوة المالية لتمويل مشروع التوسعة (يبلغ إجمالي مساهمة اللجين المحتملة في حقوق الملكية حوالي 1.3 مليار ريال سعودي، وقد حصلت على 400 مليون ريال سعودي تقريباً من هذا المبلغ كما هو موضح أعلاه). بشكل عام، فإن التدفق المالي بقيمة 1.87 مليار ريال سعودي والحصول على شركة كيموايات عملاقة مثل ليندل بازل كشريك استراتيجي، سوف يقلل من مخاوف تمويل المشروع ويخفف بشكل كبير من مخاطر خطط التوسع.
- **التأثير على التقييم:** استناداً إلى حسابات تقريبية، تقدر بازل العالمية القابضة قيمة شركة ناتبت بمبلغ 5.3 مليار ريال سعودي، مما يعني مضاعف 2.1 مرة عن القيمة الدفترية الحالية والتي تبلغ 2.5 مليار ريال (في تاريخ نوفمبر 2023) ومضاعف 1.8 مرة من القيمة السوقية للجين. نعتقد أن هذه العلاوة قد تكون بسبب مشروع التوسعة الذي ستحصل فيه بازل أيضاً على حصة متناسبة 35%. نلاحظ أنه على الرغم من الإعلان عن مشروع توسعة كبير لـ مصنع معالجة غاز البروبان والبولي بروبيلين (600 كيلو طن سنوياً مقابل قدرة المصنع الحالية البالغة 400 كيلو طن سنوياً)، وسجل فريق الإدارة القوي (حقق تحولاً كبيراً من حادثة الحريق في ناتبت في عام 2018 إلى بناء مصنع جديد والحصول على حصة مسيطرة في ناتبت)، يتداول السهم عند مكرر السعر إلى القيمة الدفترية يبلغ 0.9 ضعف (مقابل متوسط أقرانه البالغ 1.3 ضعف)، وهو أمر غير مبرر من وجهة نظرنا.
- بشكل عام، نحن نحافظ على سعرنا المستهدف عند 53 ريال/السهم مع تصنيف زيادة المراكز، نظراً لأن توقيت إتمام الصفقة لا يزال غير مؤكد وأن توسيع مصنع معالجة غاز البروبان لا يزال بعيداً (لم يبدأ البناء بعد؛ ومن المتوقع أن يتم منح عقود الهندسة والمشتريات والبناء بحلول يونيو 2024؛ ومن المرجح أن يبدأ التشغيل في النصف الأول من 26). أي نتيجة إيجابية للصفقة ستكون بمثابة خطر تصاعدي على تقييمنا وقد تدفع سعرنا المستهدف للأعلى بنسبة 13% تقريباً (مما يعني ارتفاعاً إجماليًا بنسبة 35% تقريباً من المستوى الحالي).

#### المخاطر من وجهة نظرنا:

- **التوسعات:** التوسعات لها مخاطرها الخاصة. مثل خطة توسعية ضخمة يمكن أن تؤدي إلى إضعاف الربحية في سنواتها الأولى، خاصة عندما تكون أسعار الفائدة مرتفعة نسبياً.
- **عمليات إيقاف التشغيل:** نظراً لأن أقرب منافس لها من حيث مزيج المنتجات هو شركة المتقدمة، عادةً ما تتم مقارنة عمليات إيقاف التشغيل مع المتقدمة. وبالتالي، قد يكون هناك خصم تقييمي مطبق على شركة اللجين إذا كان عدد عمليات الإغلاق متكررًا (تحدد شركة المتقدمة المعيار بإغلاق واحد كل ثلاث سنوات).
- **التقلب في أسعار المنتجات والمواد الأولية:** تخضع أسعار البتروكيماويات لديناميكيات السوق بين الطلب والعرض. إن أي اختلاف كبير في هذه الأسعار مقارنة بتقديرنا قد يؤثر على تقييمنا.

## 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