

السعر المستهدف: 114 ريال للسهم
سعر الحالي: 101.6 ريال للسهم
نسبة الارتفاع: +12% (عائد التوزيعات +4.3%)
التوصية: زيادة المراكز

شركة أرامكو السعودية لزيوت الأساس (الوبريف)

نتوقع تحسن هوامش التفسير تدريجياً؛ نحدث سعرنا المستهدف إلى 114 ريالاً للسهم

- نتوقع أن تتحسن هوامش التفسير تدريجياً إلى 460 دولار للطن بحلول عام 2025 و480 دولار للطن بحلول عام 2028، ويرجع ذلك أساساً إلى انخفاض تكاليف الوقود والشحن، على الرغم من بقائها أقل من المتوسط التاريخي.
- نتوقع أن يظل الأداء لعام 2025 تحت الضغط بسبب استبدال المحفز، وإغلاق مصنع ينبع في الربع الرابع من عام 2025، وارتفاع الإنفاق الرأسمالي قبل أن يبدأ في التحسن في عام 2026.
- على الرغم من التحديات على المدى القريب، نبقي متفائلين بشأن لوبريف، للتحسن المتوقع في هوامش الربح بعد مشروع النمو الثاني في ينبع، وتخصيص المواد الخام، ومبادرات تحسين التكاليف، والتدفقات نقدية الحرة الجيدة. نحدث سعرنا المستهدف للسهم إلى 114 ريالاً للسهم، مما يعني فرصة ارتفاع بنسبة 12% تقريباً.

نرجح تحسن هوامش التفسير تدريجياً، على الرغم من أنها قد تبقى أقل من المستويات التاريخية: كانت ظروف السوق في عام 2024 صعبة لشركة لوبريف مع انخفاض هوامش تفسير الزيت الأساسي من 551 دولار للطن في عام 2023 إلى 454 دولار للطن في عام 2024، ويرجع ذلك إلى: (أ) انخفاض أسعار منتجات الزيت الأساسي (بنسبة 5% على أساس سنوي)، (ب) انخفاض المبيعات المحلية (24% من الإجمالي مقابل 25% في عام 2023، و30% من توجيهاً عام 2024)، (ج) ارتفاع أسعار اللقيم (زيت الوقود السنغافوري +11% على أساس سنوي)، (د) تأثير اللقيم المستورد (تأثير بقيمة 50 مليون ريال) في الربع الأول من عام 2024، (هـ) ارتفاع نسبي في تكاليف الشحن والتأمين في ظل أزمة البحر الأحمر. ونتوقع أن يظل متوسط أسعار الزيت الأساسي مستقراً في الغالب (زيادة بنسبة 1% منذ بداية العام حتى الآن) في النصف الأول من عام 2025، مدفوعاً بتوازن بين العرض والطلب وسط إغلاق بعض المصانع خلال شهري أبريل ومايو 2025. بعد ذلك، من المتوقع أن تتخفف الأسعار و يتباطأ الطلب (خاصةً في آسيا)؛ حتى الربع الثالث من عام 2025، وذلك بسبب عامل الموسمية والمخاوف المحيطة بتباطؤ الاقتصاد العالمي وسط حرب التعريفات الجمركية. من ناحية أخرى، من المتوقع أن يستمر متوسط أسعار اللقيم (زيت الوقود السنغافوري) في تتبع أسعار النفط، والتي قد تظل تحت الضغط (انخفاض بنسبة 3% حتى الآن) بسبب مخاوف الحرب التجارية والارتفاع المحتمل في إمدادات أوبك. بشكل عام، نتوقع أن يتحسن هامش الربح بشكل طفيف إلى 460 دولار للطن في عام 2025 ثم إلى حوالي 480 دولار للطن بحلول عام 2028 (438 دولار للطن في الربع الرابع من عام 2024)، مدفوعاً إلى حد كبير بانخفاض أسعار زيت الوقود وارتفاع المبيعات المحلية وانخفاض تكاليف الشحن. ومع ذلك، من المرجح أن يظل أقل من متوسط 10 سنوات البالغ 493 دولار للطن.

من المتوقع أن يستكمل مشروع النمو الثاني في ينبع مرحلة ما قبل التشغيل بحلول يناير 2026: تستثمر شركة لوبريف ما بين 150 و200 مليون دولار (أنفق منها 30 مليون دولار حتى الآن) في توسيع طاقة مصنعها في ينبع ("مشروع النمو الثاني في ينبع") لبدء إنتاج الفئات الثلاث من الزيوت الأساسية بطاقة إنتاجية تبلغ 175 كيلومترًا مكعباً سنوياً. هذا يعني أنه بعد الإغلاق المحتمل لمنشأة جدة بحلول منتصف عام 2026 (وإن لم يُحسم الأمر بعد)، ستبقى الطاقة الإنتاجية الإجمالية للمجموعة ثابتة إلى حد كبير (بما في ذلك تخصيص زيت غاز التفريغ الثقيل والنفط غير المحول). علاوة على ذلك، تتميز هذه الطاقة الإنتاجية بمرونة تسمح للمجموعة بتحويل طاقتها الإنتاجية للفئة الثانية إلى الفئة الثالثة، والعكس، وفقاً لطلب السوق.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

2026 م	2025 م	2024	2023	(مليون ريال سعودي)
9,403	9,628	10,036	9,489	الإيرادات
-2.3%	-4.1%	5.8%	-10.6%	معدل نمو الإيرادات
1,360	1,348	1,336	1,858	إجمالي الدخل
14.5%	14.0%	13.3%	19.6%	هامش إجمالي الدخل
1,293	1,274	1,272	1,912	EBITDA
1,030	1,012	1,001	1,590	الربح التشغيلي
988	957	972	1,510	صافي الربح
10.5%	9.9%	9.7%	15.9%	هامش الربح
5.87	5.7	5.8	9.0	ربحية السهم (ريال)
17.3x	17.9x	17.6x	11.3x	مكرر الربحية

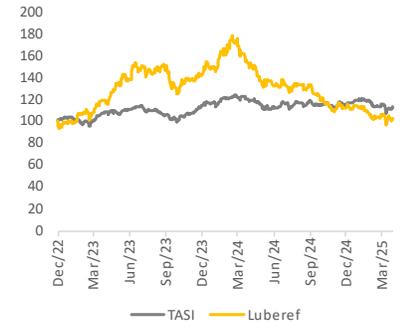
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

بيانات السهم

2223	مؤشر تاسي
17,145	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
26.1	متوسط قيمة التداول (مليون ريال)
30.0%	نسبة الاسهم الحرة
6.8%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.23%	حجم الاسهم الحرة في تاسي

المصدر: بلومبيرج

تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبيرج

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

تستهدف الشركة إكمال الأعمال الميكانيكية للمشروع في ديسمبر 2025 وإكمال مرحلة ما قبل التشغيل في يناير 2026. واعتباراً من يناير 2025، حققت الشركة تقدماً إجمالياً في المشروع بنسبة 40.3% مقابل 42.6% المخطط لها. ويرجع التأخير إلى بعض المسائل الفنية مع الموردين. تعمل الشركة على حل هذه الأمور وتظل على المسار الصحيح لتحقيق نسبة الإنجاز المخطط لها البالغة 45% في الربع الأول من عام 2025. علاوة على ذلك، تتوقع لوبريف أن يرتفع معدل إكمال المشروع في الربع الثاني من عام 2025 والربع الثالث من عام 2025 نظراً لطبيعة المشروع، مع وجود أعمال هندسية وإنشائية أقل في المراحل اللاحقة والمزيد من أعمال المشتريات. بشكل عام، من المفترض أن يضمن هذا التوسع، إلى جانب تخصيص مواد اللقيم الإضافية، حجم مبيعات متزايداً بشكل مطرد (بافتراض متحفظ بإغلاق منشأة جدة) مع تحسن تدريجي في الهامش (يبلغ متوسط علاوة منتجات الفئة الثالثة بين 200-300 دولار دولار للطن على الفئة الثانية) على المدى المتوسط.

مصنع ينبع سيفلق للصيانة لمدة 45 يوماً في الربع الرابع من عام 2025: في إطار خطة أعمالها، من المتوقع أن تغلق شركة لوبريف مصانعها للفنتين الأولى والثانية في ينبع للصيانة لمدة 45 يوماً تقريباً في الربع الرابع من عام 2025، وهو ما يمتد في معظمه مع نشاط مشروع النمو الثاني. وبناءً على ذلك، تتوقع انخفاض حجم المبيعات إلى حوالي 1.2 مليون برميل يومياً في عام 2025 (تماشياً مع التوقعات) من حوالي 1.3 مليون برميل يومياً في عام 2024. ومع ذلك، تتوقع الشركة ارتفاع الإنتاج خلال الأشهر الثمانية الأولى من عام 2025، والذي من المرجح أن يُخفف، إلى جانب ارتفاع المبيعات المحلية المُحتمل وهوامش الربح، من معظم تأثير الإغلاق.

استمرار الإنفاق الرأسمالي الكبير يخفض التدفقات النقدية الحرة، مما قد يؤدي إلى خفض توزيعات الأرباح: حددت الشركة إجمالي النفقات الرأسمالية المتوقعة لعام 2025 بما يتراوح بين 520 و630 مليون ريال (204 مليون ريال في عام 2024)، بما في ذلك 250-300 مليون ريال لمشروع النمو الثاني في ينبع و170-190 مليون ريال نفقات رأسمالية مجدولة، والباقي لنفقات الصيانة. بناءً على ذلك، نتوقع أن تحقق الشركة تدفقات نقدية حرة تبلغ حوالي مليار ريال، أي أقل بنسبة 38% تقريباً من التدفقات النقدية الحرة للعام الماضي البالغة 1.6 مليار ريال (التدفقات النقدية الحرة المعدلة: 1.1 مليار ريال)، والتي استفادت من تدفقات رأس المال العامل (+496 مليون ريال) نتيجة ارتفاع الزم الدائنة لأرامكو. ومن المرجح أن يضغط هذا على توزيعات الأرباح في عام 2025. بناءً على ذلك، نتوقع توزيع أرباح نقدية للسهم الواحد لعام 2025 عند 4.4 ريال، مما يعني عائدًا جيدًا للأرباح بنسبة 4% تقريباً وتوزيعات نقدية حرة بنسبة 77% (توجيهات الشركة: 70-80%)؛ عائد 5.6% للتدفقات النقدية الحرة). ومع ذلك، نؤكد أن الشركة تمتلك ميزانية عمومية قوية مع نقد وما يعادله بقيمة 1.2 مليار ريال ونسبة مديونية تبلغ -3%، كما في من ديسمبر 2024، مما يوفر دعماً كافياً إذا قرر مجلس الإدارة الحفاظ على توزيعات الأرباح عند مستوى 2024.

توقعات نتائج الربع الأول من عام 2025: نتوقع انخفاض إيرادات شركة لوبريف للربع الأول من عام 2025 بنحو 10% على أساس ربع سنوي لتصل إلى 2,354 مليون ريال، ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى انخفاض حجم المبيعات نتيجة إغلاق دام 15 يوماً لاستبدال المحفز (كان من المقرر سابقاً أن يتم في الربع الثاني من عام 2025، ولكن تم تقديمه إلى الربع الأول من عام 2025 بسبب انخفاض الأسعار). علاوة على ذلك، من المتوقع أن يظل هامش الربح مستقرًا بشكل عام عند 442 دولار للطن في الربع الأول من عام 2025 (مقابل 438 دولار للطن في الربع الرابع من عام 2024)، وذلك بفضل تحسن أسعار زيت الأساس (+3.6% على أساس ربع سنوي) وانخفاض تكاليف الشحن والتأمين، مما يعوض ارتفاع أسعار زيت الوقود (+6.9% على أساس ربع سنوي). بشكل عام، نتوقع انخفاضاً بنسبة 2% على أساس ربع سنوي في أرباح الربع الأول من عام 2025 (ليصل إلى 205 مليون ريال)، ويعزى ذلك في الغالب إلى حجم المبيعات.

التقييم: على الرغم من التحديات على المدى القريب، لا نزال متفائلين تجاه الشركة، بسبب: (١) توسعة مشروع النمو الثاني في ينبع، (٢) تخصيص لقيم إضافي من شأنه تعزيز حجم المبيعات، (٣) التحسن المتوقع في هامش الربح (وإن كان تدريجياً)، (٤) مبادرات تحسين التكاليف (توقيع مذكرة تفاهم مع شركة البحري لاستكشاف فرص تعاون طويلة الأجل، (٥) قدرة قوية على توليد التدفقات النقدية الحرة، و (٦) عائد توزيعات أرباح جيد (حوالي ٤%). بناءً على وزن متساوٍ لكل من تقييم خصم التدفقات النقدية (٩.٦% متوسط تكلفة رأس المال المرجح) وتقييم مكرر الربحية الربحية (مكرر يبلغ ١٨ مرة بناءً على ربحية السهم المتوقعة لعام ٢٠٢٥)، حددنا السعر المستهدف للسهم لعام واحد عند ١١٤ ريالاً، مما يعني ارتفاعاً بنسبة ١٢% تقريباً، مع التوصية بزيادة الوزن للسهم.

المخاطر على توقعاتنا: تُعد فرص ارتفاع تقييم الشركة من توزيعات الأرباح، نتيجة التدفقات النقدية، وهوامش الربح التي قد تتفوق على التوقعات بفضل ديناميكيات السوق، واستمرار تشغيل منشأة جدة، من أهم مخاطر ارتفاع تقييمنا. وتشمل المخاطر التي قد تؤثر على تقييمنا سلباً انخفاض أرباح الشركة عن المتوقع، وتباطؤ الطلب، وانخفاض هامش الربح عن المتوقع.

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

www.gibcapital.com