

زيادة المراكز

٨,١٥ ريال سعودي

١٢,٣٠ ريال سعودي

%٥٠,٩

التقييم

السعر الحالي

السعر المستهدف خلال (١٢ شهراً)

التغير المتوقع في السعر

\*السعر كما في ١٥ فبراير ٢٠١٦

أهم البيانات المالية

المبالغ بالمليون ريال سعودي	السنة المالية ٢٠١٤	السنة المالية ٢٠١٥ (متوقع)	السنة المالية ٢٠١٦ (متوقع)
الإيرادات	١٨,٦٩٣	١٥,٠٩٠	١٧,٣٩٢
النمو %	٢٢,٧	١٩,٣-	١٥,٢
صافي الربح	١,٠٧١	(١,٤٢٦)	٧٨٥,٠
النمو %	٩,١-	-	٨٩١
ربح السهم (ريال سعودي)	١,٦٠	(١,٥٢)	١,١٧

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال، غ/ذ: غير ذي معنى

**تقدير اتنا وتقييمنا:** من المتوقع ان تحقق شركة تصنيع صافي ربح بقيمة ٧٩,٢ مليون ريال سعودي (ربح السهم ٠,١٢ ريال سعودي) للعام ٢٠١٦. مسجلة التحول إلى الربحية نتيجة الكثير من الآثار غير المتكررة وارتفاع تكلفة إعادة الهيكلة في العام ٢٠١٥، على الرغم من تأثير ارتفاع تكلفة المواد الأولية وتراجع سعر المنتج. عموماً، نستمر بالتوصية لسهم الشركة على أساس "زيادة المراكز" مع تخفيض السعر المستهدف للسهم إلى ١٢,٣٠ ريال سعودي؛ في إشارة إلى ارتفاع محتمل في سعر السهم بنسبة ٥٠,٩% عن سعر السوق الحالي البالغ ٨,١٥ ريال سعودي للسهم (كما في ١٥ فبراير ٢٠١٦). يتم تداول سهم الشركة بمكررات ربحية وقيمة دفترية متوقعة بمقدار ٧,١ مرة و ٠,٣٠ مرة على التوالي وفقاً لتوقعاتنا لأرباح العام ٢٠١٧. نتوقع ان تتوقف الشركة عن توزيعها للأرباح للعامين ٢٠١٥ و ٢٠١٦ نتيجة للوقت الصعب الذي يواجه قطاع الصناعة. في نهاية العام ٢٠١٥، بلغ معدل القروض إلى حقوق المساهمين لشركة تصنيع ٢,٢٦ مرة، مع قروض بما يقارب ٢٦,٥٢ مليار ريال سعودي، كما بلغ النقد وما في حكمه ٧,٠٢ مليار ريال سعودي.

أهم النسب

المبالغ بالمليون ريال سعودي	السنة المالية ٢٠١٤	السنة المالية ٢٠١٥ (متوقع)	السنة المالية ٢٠١٦ (متوقع)
هامش إجمالي	٢٤,٧%	١٣,٨%	١٦,١%
هامش صافي الربح	٥,٧%	٩,٥%	٣,٩%
مكرر الربحية (مرة)	١٦,٥٠	(٦,٩٩)	٧,٠٧
مكرر القيمة الدفترية (مرة)	٠,٩٣	٠,٤٠	٠,٣٠
EV/EBITDA (مرة)	٨,٤٥	١٣,٧٧	٥,٦٦
العائد على حقوق الملكية	٥,٦%	٥,٥-	٤,٣%
العائد على الأصول	٢,٢%	٢,٢-	١,٧%
عائد توزيع الأرباح إلى السعر	٢,٨%	-	٧,٣%

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

نموذج المساهمين

نسبة الملكية	المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية
٨,٦٩%	شركة المملكة القابضة
٦,٢٢%	شركة العليان السعودية للاستثمارية المحدودة
٥,١٩%	الشركة السعودية للصناعات الدوائية
٥,٢٤%	شركة مؤسسة الخليج للاستثمار
٦,٥٢%	شركة الشاغر للتجارة والصناعة والمقاولات
٧,٢١%	شركة ايكاروس الصناعية القابضة ش. ش.و.
٥,١٣%	الجمهور
٥٥,٧٩%	

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

أهم البيانات المالية للسوق

القيمة السوقية (مليار)	٥,٥٨
الاداء السعري	٢١,٣٠ - %
٥٢ أسبوع (السعر الأعلى)	٢٩,٢٠
٥٢ أسبوع (السعر الأدنى)	٧,٥٠
الأسهم القائمة (مليون)	٦٦٨,٩١

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

محلل

جاسم الجبران

٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٤٨

j.aljbran@aljziracapital.com.sa

التصنيع: رابع خسارة ربع سنوية لأسباب غير متكررة، ضعف هوامش ربح القطاع الصناعي وارتفاع المصاريف التشغيلية وخسائر إطفاء بقيمة ٣٣٠ مليون ريال سعودي. استمرار النظرة الحذرة على المدى القريب.

المبالغ بالمليون ريال سعودي	التوقعات للربع الرابع ٢٠١٥	الفعلي للربع الرابع ٢٠١٥	الفرق النسبي (%)
الإيرادات	٣,٣٦٣	٣,٣٧٧	٠,٤١%
صافي الربح	(١٩٩,٨٥)	(٦٩٠,٢٣)	-
ربح السهم (ريال سعودي)	(٠,٣٠)	(١,٠٣)	-

م/غ: غير متاح

ضعف أسعار بيع المنتجات وانكماش هوامش القطاع الصناعي واستمرار عملية إعادة الهيكلة تسببت في نتائج محبطة للربع الرابع ٢٠١٥: جاءت نتائج الربع الرابع ٢٠١٥ لشركة التصنيع الوطنية مفاجئة للمرة الرابعة على التوالي بأقل من توقعاتنا ومن متوسط التوقعات من بلومبرغ بخسائر قيمتها ١٩٩,٨٥ مليون ريال سعودي و ١٧١,١ مليون ريال سعودي على التوالي. أعلنت التصنيع عن صافي خسارة للربع الرابع ٢٠١٥ بلغت ٦٩٠,٢٣ مليون ريال سعودي (خسارة السهم: ١,٠٣ ريال سعودي) مقارنة بصافي ربح ١٦٠,٧ مليون ريال سعودي للربع الرابع ٢٠١٤ وصافي خسارة ٢٩٦,٣ مليون ريال سعودي للربع الثالث ٢٠١٥. أشارت إدارة الشركة إلى أن سبب ضعف النتائج نتيجة لما يلي: أ) انخفاض متوسط أسعار المنتجات، ب) ارتفاع المصاريف التشغيلية بسبب أعمال إعادة الهيكلة، ج) خسائر إطفاء بقيمة ٣٣٠ مليون ريال سعودي في أحد الشركات التابعة. نحن نعتقد أن أداء الشركة قد تأثر خلال ربعي السنة الأخيرين بسبب أعمال إعادة الهيكلة الكبيرة بالإضافة لتكاليف الإطفاء لأصول غير متداولة في أحد الشركات التابعة لكنه سيؤدي إلى انخفاض تكاليف التشغيل والعمولات لاحقاً. قد يتطلب الأمر ربع سنة آخر أو ربعين لتجاوز هذه العقبات، بالتوافق مع توقعاتنا.

بلغ إجمالي الربح ١٦٠,٧ مليون ريال سعودي مقارنة بإجمالي ربح ٧٥١,١ مليون ريال سعودي للربع الرابع ٢٠١٤ و ٤٠١,٢ مليون ريال سعودي للربع الثالث ٢٠١٥، وهو أقل من توقعاتنا بإجمالي ربح ٤٥٨,٧ مليون ريال سعودي والذي قد يكون بسبب ارتفاع الأثر السلبي لإعادة تقييم المخزون. جاء هامش إجمالي الربح للربع الرابع ٢٠١٥ بنسبة ٤,٧% مقارنة بهامش ٢٠,٤% للربع المماثل من العام السابق و ١١,١% للربع السابق. ارتفعت الخسارة التشغيلية بنسبة ١٩,٥% لتصل إلى ٤٢٦,٤ مليون ريال سعودي بسبب إعادة هيكلة أعمال الشركة والتي تضمنت تعويضات نهاية الخدمة للموظفين. بلغت تكاليف التشغيل للربع محل المراجعة ٥٤٩,٧ مليون ريال سعودي مقارنة بتكاليف قيمتها ٤٥٩,٩ مليون ريال سعودي خلال الربع السابق.

خلال الربع، هبط سعر ثاني أكسيد التيتانيوم عن الربع السابق بنسبة ٥,٦% وعن الربع المماثل من العام ٢٠١٤ بنسبة ١٩,٥%، كما تراجع سعر البولي برويلين عن الربع المماثل من العام ٢٠١٤ بنسبة ٣٢,٩% وعن الربع السابق بنسبة ١٤,٧%. هبط أيضا سعر البولي إيثيلين عالي الكثافة عن الربع المماثل من العام ٢٠١٤ بنسبة ٢٢,٨% وعن الربع السابق بنسبة ٨,١%. بينما هبط سعر حمض الخليك عن الربع المماثل من العام ٢٠١٤ بنسبة ٥,٦% وعن الربع السابق بنسبة ١٠,٧%. من المتوقع أن يستمر ضعف الهامش في القطاع الصناعي في الشركة خلال الربع الأول ٢٠١٦؛ في ما من المتوقع أن يعود أداء القطاع إلى طبيعته مع نهاية العام ٢٠١٦.

**على الرغم من ضعف الهامش لثاني أكسيد التيتانيوم على المدى القصير، من المتوقع ظهور علامات للتعافي خلال العام ٢٠١٦:** تمتلك شركة التصنيع حصة بنسبة ٧٩% في الشركة الوطنية لثاني أكسيد التيتانيوم المحدودة (كريستال)، ثاني أكبر منتج لثاني أكسيد التيتانيوم في العالم والمنتج الوحيد في الشرق الأوسط. تراجع إجمالي الهامش لقطاع التصنيع من ١٧,٩% في العام ٢٠١٤ إلى ٠,٧% في العام ٢٠١٥، متأثرة بارتفاع أسعار مادة الروتيل، بالتزامن مع تراجع سعر بيع ثاني أكسيد التيتانيوم، نتيجة لارتفاع المخزون في ظل ضعف الطلب. في رأينا، ان الطلب من الصين يشكل جزءا كبيرا من الطلب على ثاني أكسيد التيتانيوم العالمي الذي تراجع في العام ٢٠١٥. عموماً، نتوقع بعض التحسن في القسم الصناعي للشركة في النصف الثاني من العام ٢٠١٦ لأنه من المتوقع الانتهاء من إعادة هيكلة الشركة وتراجع تكلفة المادة الأولية (الروتيل) بسبب بدء استخدام مصادر بديلة مثل الألمنايت. من المتوقع ان يبدأ التشغيل التجاري لمصنع الألمنايت بحلول النصف الثاني ٢٠١٦. من جانب اخر، يمكن ان يؤدي استقرار أسعار عقود ثاني أكسيد التيتانيوم خلال العام ٢٠١٦ إلى تحسن الطلب وجهود حماية الهامش. وفقاً لأخبار (ICIS)، أعلن المنتجون عن ارتفاع الأسعار في يناير، لكن رفض المشترون هذه المبادرة، مما يشير إلى ضعف السوق.

**يؤثر ارتفاع تكلفة المواد الأولية والكهرباء ووقود الغاز سلبي على صافي ربحية تصنيع بما يقارب ١٩٠ مليون ريال سعودي في العام ٢٠١٦:** رفعت حكومة المملكة العربية السعودية مؤخرًا أسعار الغاز الطبيعي والوقود والمواد الأولية للمنتجات البتروكيمياوية، كما رفعت أسعار الكهرباء للحد من عجز ميزانيتها العمومية. لذلك تم تخفيض سعر خصم البروبان إلى ٢٠% بدلا من ٢٨% بينما تغير الأساس إلى البروبان بدلا من النافتا. ارتفع سعر الإيثان من الأسعار المدعومة السابقة من ٠,٧٥ دولار أمريكي إلى ١,٧٥ دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية والميثان والغاز الطبيعي من ٠,٧٥ دولار أمريكي إلى ١,٢٥ دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية، من المتوقع ان يؤدي الارتفاع في أسعار الكهرباء ووقود الغاز إلى زيادة تكاليف الإنتاج بقيمة ١٩٠ مليون ريال سعودي وفقاً للشركة. قمنا بتعديل نموذجنا لتحليل المالي لبيان أثر هذه التغيرات. بناء على افتراضاتنا بعد المراجعة، من المرجح ان يتراجع صافي ربح تصنيع بما يقارب ١٩٤,٦ مليون ريال سعودي في العام ٢٠١٦. نتيجة لذلك، فان صافي ربح التصنيع المتوقع للعام ٢٠١٦ بعد التعديل يبلغ ٧٩,٢ مليون ريال سعودي بدلا من التقدير السابق البالغ ٢٧٣,٨ مليون ريال سعودي.

مساعد المدير العام - الأبحاث  
عبد الله علاوي  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٢٥٠  
a.alawi@aljziracapital.com.sa

محلل أول  
طلحة نزر  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦١١٥  
t.nazar@aljziracapital.com.sa

محلل  
سلطان الفاضي  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٣٧٤  
s.alkadi@aljziracapital.com.sa

محلل

جاسم الجبران  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٢٤٨  
j.aljabran@aljziracapital.com.sa

المدير العام لخدمات الوساطة والمبيعات  
علاء اليوسف  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦١٠٠  
a.yousef@aljziracapital.com.sa

المدير العام المساعد -  
رئيس الوساطة الدولية والمؤسسية  
لؤي جواد المطوع  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٢٧٧  
lalmutawa@aljziracapital.com.sa

المدير العام المساعد - المنطقة الشرقية ومنطقة  
القصيم  
عبد الله الرهيط  
+٩٦٦ ١١ ٣٦١٧٥٤٧  
aalrahit@aljziracapital.com.sa

المدير العام المساعد - مجموعة خدمات الوساطة  
والمبيعات بالمنطقة الوسطى  
سلطان إبراهيم المطوع  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٣٦٤  
s.almutawa@aljziracapital.com.sa

المدير العام المساعد - رئيس المراكز الاستثمارية  
للمنطقة الغربية والجنوبية والخدمات المساندة البديلة  
عبد الله فايد المصباحي  
٦٦١٨٤٠٠ ١٢ ٩٦٦٠  
a.almisbahi@aljziracapital.com.sa

المدير العام المساعد - رئيس الوساطة المؤسسية  
وساطة المؤسسات  
سامر الجاعوني  
+٩٦٦ ١٢٢٥٦٣٥٢  
s.alJoouni@aljziracapital.com.sa

تعد شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) الزراع الاستثماري لبنك الجزيرة، وهي شركة سعودية مساهمة مقفلة متخصصة في أعمال الأوراق المالية، وملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع تعاملاتها. تعمل الجزيرة كابيتال تحت إشراف هيئة سوق المال السعودية. لقد تم ترخيص الشركة من قبل هيئة سوق المال لتقديم خدمات التعامل في أعمال الأوراق المالية بصفة أصيل و وكيل والتعهد بالتغطية وخدمات الإدارة والحفظ والترتيب وتقديم المشورة. إن الجزيرة كابيتال استمرارية لقصة نجاح طويلة في سوق الأسهم السعودية حافظت خلالها لسنوات عدة على الريادة والتي تطمح بمواصلتها عن طريق التطوير المستمر لخدماتها، ومن خلال فتح آفاق تداول جديدة لعملائنا الكرام للوصول لأسواق الأوراق المالية الإقليمية والعالمية.

١. زيادة المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أقل من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والأسهم المصنفة "زيادة المراكز" يتوقع أن يرتفع سعرها بأكثر من ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٢. تخفيض المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أعلى من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والأسهم المصنفة "تخفيض المراكز" يتوقع أن ينخفض سعرها بأكثر من ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٣. محايد: يعني أن السهم يتم تداوله في نطاق قريب من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والسهم المصنّف "محايد" يمكن أن يتراوح سعره زائد أو ناقص ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٤. التوقف عن التغطية (SR/RH): يعني أن التصنيف معلق بانتظار مزيد من التحليل بسبب وجود تغيير جوهري في أداء الشركة التشغيلي/المالي، أو تغيير ظروف السوق أو أية أسباب أخرى خاصة بشركة الجزيرة للأسواق المالية.

## إفصاحات وإقرارات وإخلاء المسؤولية

إن الغاية من إعداد هذا التقرير هي تقديم صورة عامة عن الشركة أو القطاع الاقتصادي أو الموضوع الاقتصادي محل البحث، وليس الهدف تقديم توصية ببيع أو شراء أو الاحتفاظ بأية أوراق مالية أو أصول أخرى. بناءً على ما سبق، لا يأخذ هذا التقرير بعين الاعتبار الظروف المالية الخاصة بكل مستثمر ومدى قابليته/ رغبته بتحمل المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى، وبالتالي قد لا يكون مناسباً لجميع العملاء باختلاف أوضاعهم المالية وقدرتهم ورغبتهم في تحمل المخاطر. يفضل عمومًا أن يقوم المستثمر بأخذ المشورة من عدة جهات ومصادر متعددة عندما يتعلق الأمر بالقرارات الاستثمارية وأن يدرس تأثير هذه القرارات على وضعه المالي والقانوني والضريبي وغيره قبل الدخول بهذه الاستثمارات أو تصفيته جزئياً أو كلياً. إن أسواق الأسهم والسندات والمتغيرات الاقتصادية الجزئية والكلية ذات طبيعة متغيرة وقد تشهد تقلبات مفاجئة بدون سابق إنذار، لذلك قد يتعرض المستثمر في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى لمخاطر وتقلبات غير متوقعة. جميع المعلومات والآراء والتوقعات والقيم العادلة أو الأسعار المستهدفة الواردة في التقرير مستقاة من مصادر تعتقد شركة الجزيرة للأسواق المالية بأنها موثوقة، لكن لم تقم شركة الجزيرة للأسواق المالية بتقنين هذه المعلومات بشكل مستقل، لذلك قد يحدث أن تكون هذه المعلومات مختصرة وغير كاملة، وبناءً عليه تعتبر شركة الجزيرة للأسواق المالية غير مسؤولة عن مدى دقة أو صحة المعلومات والتوقعات المبينة عليها الواردة في التقرير ولا تتحمل أية مسؤولية عن أية خسائر مادية أو معنوية قد تحدث بسبب استخدام هذا التقرير أو أجزاء منه. لا تقدم شركة الجزيرة للأسواق المالية أية ضمانات بخصوص التوقعات أو الأسعار العادلة أو الأسعار المستهدفة أو الأرقام الواردة بالتقرير وجميع التوقعات والبيانات والأرقام والقيم العادلة والأسعار المستهدفة قابلة للتغيير أو التعديل بدون إشعار مسبق. الأداء السابق لأي استثمار لا يعتبر مؤشراً للأداء المستقبلي. تقديرات السعر العادل أو السعر المستهدف والتوقعات والتصريحات بخصوص الآفاق المستقبلية الواردة بالتقرير قد لا تحصل فعلياً. قد ترتفع أو تنخفض قيمة الأسهم أو الأصول المالية الأخرى أو العائد منها. أي تغيير في أسعار العملات قد يكون له أثر إيجابي أو سلبي على قيمة/ عائد السهم أو الأوراق المالية الواردة في التقرير. قد يحصل المستثمر على مبلغ أقل من المبلغ الأصلي المستثمر في حالات معينة. بعض الأسهم أو الأوراق المالية قد تكون بطبيعتها قليلة السيولة / التداول أو تصبح كذلك بشكل غير متوقع في ظروف معينة وهو ما قد يزيد المخاطرة على المستثمر. قد تطبق رسوم على الاستثمارات في الأسهم. تم إعداد هذا التقرير من قبل موظفين متخصصين في شركة الجزيرة للأسواق المالية، وهم يتعهدون بأنهم وزوجاتهم وأولادهم لا يمتلكون أسهماً أو أوراق مالية أخرى يتضمنها هذا التقرير بشكل مباشر وقت إصدار هذا التقرير، لكن كاتبو هذا التقرير و/أو زوجاتهم / أولادهم قد يمتلكون أوراق مالية / حصص في الصناديق المفتوحة للجمهور المستثمرة في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير كجزء من محفظة متنوعة والتي تدار من قبل طرف ثالث. تم إعداد هذا التقرير بشكل منفصل ومستقل من قبل إدارة الأبحاث في شركة الجزيرة للأسواق المالية ولم يتم إطلاع أي أطراف داخلية أو خارجية قد يكون لها مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في محتويات هذا التقرير قبل النشر، ما عدا أولئك الذين يسمح لهم مركزهم الوظيفي بذلك، و/أو الأطراف الرابعة الذين التزموا باتفاقية الحفاظ على سرية المعلومات مع الجزيرة كابيتال. قد تملك الجزيرة كابيتال و/أو الشركات التابعة لها حصصاً في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير بشكل مباشر، أو بشكل غير مباشر عن طريق صناديق استثمارية تديرها و/أو ضمن صناديق استثمارية تدار من قبل أطراف ثالثة. قد تكون إدارة المصرفية الاستثمارية للجزيرة كابيتال في طور المباحثات للحصول أو حصلت فعلاً على صفقة أو صفقات من قبل الشركات موضوع هذا التقرير. قد يكون أحد أعضاء مجلس الإدارة في شركة الجزيرة للأسواق المالية أو أحد مدراءها التنفيذيين، أو أكثر من فرد واحد، عضو / أعضاء في مجلس إدارة أو الإدارة التنفيذية في إحدى الشركات المذكورة في هذا التقرير أو الشركات التابعة لها. لا يسمح بنسخ هذا التقرير أو أي جزء منه للتوزيع لأي جهة سواء داخل أو خارج المملكة العربية السعودية بدون الحصول على إذن خطي مسبق من شركة الجزيرة للأسواق المالية. على الأفراد والجهات المتقنية لهذا التقرير الالتزام بهذه القيود، والقبول بهذا التقرير يعني قبول الالتزام بالقيود السابقة.

إدارة الأصول | الوساطة | تمويل الشركات | خدمات الحفظ | المشورة

الإدارة العامة: طريق الملك فهد، ص.ب. ٢٠٤٢٨ الرياض ١١٤٥٥ المملكة العربية السعودية، هاتف: ٠١١-٢٢٥٦٠٠٠ فاكس: ٠١١-٢٢٥٦٠٦٨

شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) شركة مساهمة سعودية مقفلة مرخصة من هيئة السوق المالية ترخيص رقم (٧٦ - ٠٧ - ٣٧)

www.aljaziracapital.com.sa | ٨٠٠ ١١٦ ٩٩٩٩