



إدارة البحوث
Prithish K. Devassy, CFA

Tel +966 11 2119370, devassyp@alrajhi-capital.com

السعر المستهدف 16.00
السعر الحالي 16.31
2.4%-أعلى من الحالي
بتاريخ 27/4/2017

التصنيف الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

شركة التصنيع الوطنية (تصنيع) تقييم عادل

بعد اعلان تصنيع عن اتفاقيتها المشروطة مع شركة ترونوكس لبيع نشاطها وأصولها الخاصة بثاني أكسيد التيتانيوم لهذه الشركة، فقد ظل سعر سهم تصنيع يشهد تذبذباً خلال الشهرين الأخيرين. إننا نعتقد أن هذه الاتفاقية ستكون ايجابية لشركة تصنيع إذ أنها سوف تساعد على تحويل أصولها الخاصة بتصنيع ثاني أكسيد التيتانيوم، المعقدة والموزعة على مناطق جغرافية مختلفة، وأيضاً على خفض ديونها ومساعدتها في التركيز على أصولها الخاصة بمجال البتروكيماويات. وإذا ما تم انجاز هذه الاتفاقية، وبناء على تحليلنا، فإن القيمة العادلة لسهم تصنيع ربما ترتفع إلى 17-20 ريال للسهم على أساس طريقة التقييم النسبي وطريقة التدفق النقدي المحقق على التوالي. وتعتمد المحفزات الرئيسية لارتفاع سعر السهم على ارتفاع أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم بأعلى من تقديراتنا وعلى أداء يفوق التوقعات أو على بيعها في المستقبل لشركة التابعة، أي الشركة المتقدمة للصناعات المعدنية المحدودة. وفي الوقت الراهن، يبلغ سعرنا المستهدف لسهم تصنيع 16 ريالاً كما أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

- **الاتفاقية:** دخلت شركة كريستال المملوكة بنسبة 79% لشركة تصنيع، في اتفاقية مشروطة ببيع بموجبها لشركة ترونوكس (بطاقة انتاجية تبلغ 465 ألف طن متري) نشاطاتها المحلية والدولية في ثاني أكسيد التيتانيوم (بطاقة انتاجية تبلغ 858 ألف طن متري)، مقابل حصة تبلغ 24% (37.58 مليون سهم من الفئة (أ)) في شركة ترونوكس. وبالإضافة إلى ذلك، فسوف تحصل تصنيع على مبلغ نقدي يبلغ 6.274 مليار ريال (1.673 مليار دولار)، وسوف تستخدمه كريستال في تسديد ديونها المرتبطة بهذه الأصول. ويتوقع أن تستكمل هذه الصفقة في غضون 13 شهراً ويتوقف ذلك على استكمال بعض الشروط المسبقة والموافقات الحكومية والإجراءات النظامية اللازمة، التي ربما تستغرق وقتاً ليس بالقصير في رأينا.

- **التقييم:** لقد قمنا بتصنيف أصول تصنيع في أربعة أجزاء – (أ) الشركة الوطنية لثاني أكسيد التيتانيوم المحدودة (كريستال)، والتي تشكل جزءاً من الاتفاقية – (ب) قطاع البتروكيماويات – (ج) الشركة المتقدمة للصناعات المعدنية المحدودة المرتبطة بالمشاريع قيد الإنشاء، و (د) قطاعات أخرى، وتشمل الأصول على مستوى المجموعة، والأصول الصناعية الأخرى والتسويات فيما بين الشركات، كما هي موضحة في الشكل (1).

- وللتوصل لقيمة ترونوكس بعد الصفقة، فقد استخدمنا مكرر ربح مستقبلي على أساس قيمة الشركة /الربح قبل الفائدة والاستهلاك والإطفاء، يبلغ 9.4 مرة (على أساس المقارنة مع الشركات النظيرة – أنظر الملحق للحصول على مكررات الربحية للشركات النظيرة) للربح المتوقع قبل الفائدة والاستهلاك والإطفاء بعد الفوائد المتحققة من الصفقة.

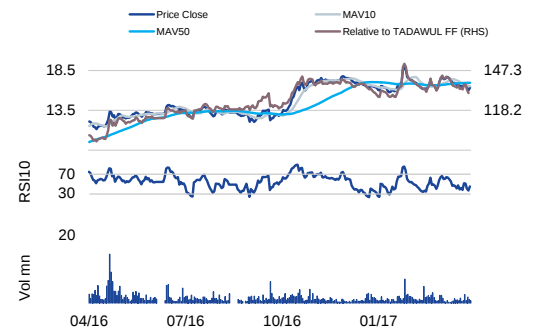
- قيمنا قطاع البتروكيماويات عند نسبة قيمة شركة /الربح قبل الفائدة والاستهلاك والإطفاء تبلغ 8.5 مرة، ويتمشى ذلك مع شركات البتروكيماويات المماثلة في المملكة ويفترض حصة أقلية تبلغ 50% للقطاع.

- توصلنا للقيمة العادلة للشركة المتقدمة للصناعات المعدنية المحدودة، على أساس القيمة الدفترية التناسيبية باستخدام حصة تصنيع (58.2%) .

- افترضنا أن حجم الدين للمجموعة يبلغ 6 مليار ريال كما افترضنا أن الدين المرتبط بالمشاريع التي يجري العمل فيها حالياً، يبلغ 4 مليار ريال.

يشار هنا إلى أن القطاع الصناعي يتكون من العديد من الأصول- وأحد هذه الأصول هو شركة كريستال. وسوف تستمر الشركة المتقدمة للصناعات المعدنية، وهو مشروع قيد الإنشاء بقيمة دفترية تبلغ 5 مليار ريال، ضمن القوائم المالية لشركة تصنيع تحت بند الأصول الصناعية حتى بعد البيع المقترح لشركة كريستال. إننا نعتقد أن الشركة يمكن أن يكون لديها خيار لبيع هذا المشروع في المستقبل لشركة ترونوكس ويعتمد ذلك على أدائها. ومع الأخذ في الاعتبار التأخيرات السابقة، فإننا لسنا متفائلين تماماً حول هذا المشروع. ويشتمل القطاع الصناعي على أقسام أخرى أصغر وهي ليست مربحة كثيراً.

الأداء



Source: Bloomberg



شكل 1 التفاصيل في حالة اتمام الصفقة ، كما في 2016

القطاع	(بعد، بمليارات الريال)	الاصول	الديون	المساهمة في الربح قبل الاهلاك والزيادة والقاعدة	المساهمة في الربح	القيمة الدفترية	القيمة السوقية	القيمة المسوية للسهم	التعليق
استثمارات	تروكس	-	-	-	(0.1)	2.2	2.2	3.3	القيمة التقديرية لتروكس
الصناعي	الشهرة	2.9	-	-	-	2.9	-	-	من المحتمل ان تنخفض في المستقبل
المتقدمة للصناعات المعدنية	البتروكيماويات	5.0	4.0	-	-	1.0	0.6	0.9	بناء على حصة التصنيع المباشرة في المشروع
البتروكيماويات	البتروكيماويات	21.4	7.9	3.2	0.7	9.9	10.2	15.3	استخدام 8.5 مرة كقيمة للمنشأة/ الربح قبل الاهلاك والزيادة والفائدة، 50% حصة الاقلية
قطاعات اخرى	قطاعات اخرى	4.3	6.0	-	-	(1.7)	(2.5)	(2.5)	القيمة الدفترية
		33.5	17.9	3.2	0.5	13.1	11.4	17.0	

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

وعليه ، وبناء على طريقة التقييم النسبي (الشكل 1) - فقد توصلنا الى قيمة عادلة لسهم الشركة تبلغ 17 ريال للسهم. بيد أننا اذا استخدمنا طريقة التدفق النقدي المحسوم للجزء المتبقي من الشركة ، فيمكن أن يرتفع السعر المستهدف الى حوالي 20 ريال للسهم. وعليه ، فإننا نعتقد أن القيمة العادلة للشركة يمكن أن ترتفع الى نطاق يتراوح بين 17-20 ريالاً للسهم بعد الاتفاقية. ويعزى هذا النطاق الواسع الى تحول العديد من أقسام الشركة الى نموذج تقييمنا.

تقييم تروكس

تتوقع شركة تروكس تحقيق مكاسب تبلغ 200 مليون دولار (750 مليون ريال) يتم ضخها في الكيان الجديد المشترك ، كما تتوقع مكاسب في جانب الربح قبل الضرائب والاستهلاك والاطفاء بعد دمج الكيانين تبلغ مليار دولار في غضون سنوات قليلة. بيد أن هذا الربح قبل الضرائب والاستهلاك والاطفاء ، قد تم احتسابه بأخذ متوسط الربح قبل الضرائب والاستهلاك والاطفاء للشركات الفردية خلال الفترة 2011-2016. ومن المهم أن ننوه هنا الى أن سعر ثاني أكسيد التيتانيوم قد انخفض الى 2,460 دولاراً للطن المتر في الوقت الراهن ، من أكثر من 4,100 دولار في 2011 ، ومع الأخذ في الاعتبار عوامل العرض والطلب في هذه الصناعة ، فإننا نعتقد أننا ربما لا نشهد اطلاقاً مثل هذه الأسعار المرتفعة التي شهدناها في الماضي. وبناء عليه ، فإن استخدام متوسط الربح قبل الضرائب والاستهلاك والاطفاء المتوقع للفترة من 2011 الى 2016 لحساب الربح قبل الضرائب والاستهلاك والاطفاء للكيان الجديد الناتج عن اندماج الشركتين ، لا يعكس الصورة الصحيحة ، في رأينا. وقد اتخذنا قاعدة أحدث للربح قبل الضرائب والاستهلاك والاطفاء (2016). والجدير بالملاحظة أيضاً ، أن سعر سهم تروكس قد ارتفع مباشرة بنسبة 35% عقب الاعلان عن النتائج مما يلقي الضوء على المدى الذي يمكن أن تكون عليه الصفقة ايجابية لشركة تروكس . وقد تراوحت رسملة الشركة في السوق بين 1.8 مليار دولار و 2.3 مليار دولار . و جاء تقييمنا لتروكس عند 3.1 مليار دولار مقارنة برسملة السوق الحالية التي تبلغ 2 مليار دولار ، وبناء عليه فربما يفرض ذلك مخاطر انخفاض للتقييمات.

وفي ما يتعلق بعوامل العرض والطلب في هذه الصناعة ، فإنه يتوقع بعد صفقة الاستحواذ ، مالم يتم اغلاق بعض مصانع تروكس نهائياً ، فإن العرض من ثاني أكسيد التيتانيوم سوف يظل بنفس مستواه بغض النظر عن ما هي الشركة التي ستؤول اليها ملكية أصول ثاني أكسيد التيتانيوم – وعليه ، فبينما ربما تحقق تروكس بعض الفوائد في شكل المكاسب المتحققة من الاستحواذ ، فإن محفزات ارتفاع أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم سوف تتحقق أساساً من عوامل العرض-الطلب. وإجمالاً ، فإننا متفائلون بشأن تحسن العرض-الطلب في القطاع كما نعتقد أن الصفقة ايجابية لأسعار ثاني أكسيد التيتانيوم (أنظر تقريرنا الأخير للحصول على تحديث تفصيلي حول الصناعة).

التقييم الحالي ، قبل الصفقة : فيما يتعلق بتقييم السهم قبل تضمين عناصر الصفقة في نموذج تحليلنا، فإن القيمة العادلة للسهم وفقاً لتقديرنا تبلغ 16 ريال للسهم (الشكل 2). وقد استخدمنا القيمة الدفترية لشركة كريستال لتقييم حصتها كما قمنا بتطبيق عامل حسم يبلغ 30% للأخذ في الاعتبار حالات عدم الفعالية في العمليات التشغيلية.

شكل 2 التفاصيل قبل الصفقة ، كما في 2016

القطاع	(قبل، بمليارات الريال)	الاصول	الديون	المساهمة في الربح قبل الاهلاك والزيادة والقاعدة	المساهمة في الربح	القيمة الدفترية	القيمة السوقية	القيمة المسوية للسهم	التعليق
الصناعي	كريستال	10.0	6.3	0.3	(0.4)	2.8	1.6	2.4	تقييم كريستال
المتقدمة للصناعات المعدنية	الشهرة	2.9	-	-	-	2.9	-	-	من المحتمل ان تنخفض في المستقبل
البتروكيماويات	البتروكيماويات	5.0	4.0	-	-	1.0	0.6	0.9	بناء على حصة التصنيع المباشرة في المشروع
البتروكيماويات	البتروكيماويات	21.4	7.9	3.2	0.7	9.9	10.2	15.3	استخدام 8.5 مرة كقيمة للمنشأة/ الربح قبل الاهلاك والزيادة والفائدة، 50% حصة الاقلية
قطاعات اخرى	قطاعات اخرى	4.3	6.0	-	-	(1.7)	(2.5)	(2.5)	القيمة الدفترية
		43.5	24.2	3.5	0.25	13.7	10.7	16.0	

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

خلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية 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 عرضا 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 ويأثر 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 أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحوث) 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 الراجحي المالية 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 الراجحي المالية، 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. وشركة الراجحي المالية 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 كليا أو جزئيا بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أي مدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقيما 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 مخالفا للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن البلد أو تلك الولاية القضائية.

شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية :

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10٪ فوق السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أقل زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 10٪ دون سعر السهم الحالي و 10٪ فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 10٪ دون مستوى السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقا للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلا لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدرة لذلك السهم، ونشرح الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

يرجى ملاحظة أن تحقيق أي سعر مستهدف يخضع لأوضاع السوق بوجه عام والاتجاهات الاقتصادية وغيرها من العوامل الخارجية، أو إذا كانت الأرباح أو الأداء التشغيلي للشركة المعنية يتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

للاتصال

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 211 9449

بريد الكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37