



إدارة البحوث
بريتيش ديفاسي

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

US\$4.407mn	%87	US\$2.434bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية
14.05% أعلى من الحالي	14.20	السعر المستهدف
3/11/2016 بتاريخ	13.65	السعر الحالي

شركة التصنيع الوطنية التصنيف ظل محايدا : يفتقر الى عوامل محركة للشركة

في الربع الثالث ، استمر صافي الربح لشركة تصنيع في الارتفاع على أساس الربع مقارنة بالربع السابق (122 مليون ريال ، +18% على أساس ربعي) رغما عن أنه جاء أقل من تقديراتنا ومن متوسط تقديرات المحللين (157 مليون ريال). وقد ارتفعت الإيرادات بنسبة 7% على أساس سنوي وكانت متوافقة مع تقديراتنا. وبينما لا نتوقع حدوث تحسن كبير في المقومات الأساسية للشركة ، فإننا بلا شك نتوقع حدوث تحسن تدريجي فيها ، نظرا لتحقيق الشركة مكاسب في التكلفة من عملية إعادة الهيكلة ، رغما عن أن معظم هذه المكاسب قد تحققت بالفعل. وعلى الصعيد العالمي ، كانت هناك ثلاث جولات من ارتفاع أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم للعام حتى تاريخه. ومع حدوث اضافات طفيفة فقط في الطاقات الانتاجية في الصين ، فمن المرجح أن تظل الأسعار مستقرة أو ترتفع ، مع ارتفاع متوسط فقط في الطلب. وفي الآونة الأخيرة ، شهدت أسعار الروتيل (ثاني أكسيد التيتانيوم المحمر البلورات - وهو اللقيم الرئيسي لثاني أكسيد التيتانيوم) ارتفاعا أيضا. وإجمالا ، فإننا نعتقد أن احتمال ارتفاع سعر سهم تصنيع في المدى القريب ، يرتبط ارتباطا ضعيفا بأسباب تتعلق بالشركة ، ولكنه يرتبط أكثر بالارتفاع المحتمل في أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم. وبالنسبة للمخاطر الرئيسية لانخفاض سعر السهم ، فإننا نتمثل في تكاليف التمويل المتزايدة نتيجة للارتفاع المستمر في سعر الاقتراض بين البنوك السعودية (السايبور) ، والتغيرات في آلية تسعير اللقيم. هذا ، وبعد اجتماعنا بالمسؤولين بالشركة ، فقد قمنا بتعديل تقديراتنا وأبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة ، مع تحديد سعر مستهدف لهما يبلغ 14.2 ريال.

- **الإيرادات :** ارتفعت إيرادات شركة تصنيع ، بنسبة 7% تقريبا على أساس سنوي لتصل إلى 3.86 مليار ريال، وكانت متوافقة مع تقديراتنا (3.83 مليار ريال) وكذلك مع متوسط تقديرات المحللين (3.89 مليار ريال). وعلى أساس الربع مقارنة بالربع السابق، فقد ارتفعت الإيرادات بنسبة 5% تقريبا ، مدعومة بأحجام المبيعات المرتفعة وتحقيق أسعار أفضل لمنتجات معينة.

- **الربحية :** ارتفع الربح الاجمالي للشركة بأكثر من الضعف ليصل إلى 922.1 مليون ريال (+129.8% على أساس سنوي) ، وكان دون تقديراتنا التي بلغت 1,014 ، مدعوما بانخفاض متوسط أسعار المواد الخام ، وهي البروبان والروتيل. وقد أدى ذلك إلى تحقيق ربح تشغيلي بلغ 444.6 مليون ريال(مقارنة بخسارة بلغت 47.8 مليون ريال) في الربع الثالث 2016. وبلغ صافي ربح الشركة ، 122.2 مليون ريال ، وحقت بذلك تحسنا وارتفاعا كبيرا من الخسارة التي تكبدتها الشركة وبلغت 296.3 مليون ريال في الربع الثالث 2015. وبعد سلسلة من الخسائر المتتالية لخمسة أرباح حتى الربع الأول، فيبدو أن الشركة تظهر الآن تحسنا مستمرا في أدائها.

- **استقرار موقف التدفقات النقدية :** شركة تصنيع لديها دفعات فوائد تبلغ 750 مليون سنويا. وبينما من غير المعروف بشكل دقيق التزامات تسديد الديون (نظرا لأن بعض القروض قد تم التفاوض بشأن دفعات فوائدها فقط للخمس سنوات القادمة) ، فإننا نقدرها بحوالي 600-700 مليون ريال. ووفقا لذلك ، فإننا نقدر الالتزامات المرتبطة بديون الشركة ، بحوالي 1.4 مليار ريال سنويا. وكانت الشركة قد حققت في عام 2015 ، حوالي 800 مليون ريال فقط في شكل تدفقات نقدية تشغيلية، ولا يشمل ذلك المكاسب المتحققة من ارتفاعات رأس المال العامل (كان الارتفاع في رأس المال العامل كبيرا ، نظرا لبيع الشركة لبعض المخزونات وتحسينها لوضع ذممها المدينة). ومع ذلك ، وبفضل انتعاش أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم في 2016 ، فقد بلغ التدفق النقدي التشغيلي ، 2.1 مليار ريال للتسعة أشهر الأولى ، مما يعني أن الشركة سوف تستطيع التحكم في ديونها وفي متطلباتها الرأسمالية (التي يتوقع أن تتخفض بصورة تدريجية). وهكذا ، فيبدو أن الشركة قد أصبحت في وضع مريح من حيث التدفقات النقدية ، كما أن أي ارتفاع في أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم ، سوف يساعد في تسديد الديون بصورة أسرع. هذا ، ولا نتوقع أن تدفع الشركة أي أرباح أسهم في المدى القريب.

الأداء



الأرباح

Period End (SAR)	12/14A	12/15A	12/16E	12/17E
Revenue (mn)	18,693	15,146	15,277	16,929
Revenue Growth	2.7%	-19.0%	0.9%	10.8%
EBITDA (mn)	4,647	2,778	3,517	3,938
EBITDA Growth	-3.2%	-40.2%	26.6%	12.0%
EPS	1.82	(1.28)	0.28	0.59
EPS Growth	-11.4%	-170.1%		111.8%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي 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، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. 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 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 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 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 المائي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ وأسماهم المستثمر أساساً. 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 كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أي معدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقمياً 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 شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

الإفصاح عن معلومات إضافية:

1. شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

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

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

"الحفاظ 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.

2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: يوصي محلطونا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 6-9 شهور. وبعبارة أخرى، فهم يتوقعون أن يصل سعر سهم معين إلى المستوى المستهدف خلال تلك الفترة.

"القيمة العادلة" Fair value: نحن نقرر القيمة العادلة لكل سهم من الأسهم التي نقوم بتغطيتها. وهذا يتم في العادة باتباع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعني، مثال ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التوقعات النقدية المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقاً للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة متطابقاً 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

جيتيش غوبي

مدير إدارة البحوث

هاتف: +966 1 2119332

gopij@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