



إدارة البحوث

Prithish K. Devassy, CFA

Tel +966 11 211 9370, devassy@alrajhi-capital.com

20.9% أعلى من الحالي
20.00
11/3/2019 بتاريخ
16.54

السعر المستهدف
السعر الحالي

التصنيف الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

شركة التصنيع الوطنية (تصنيع)

وجهتا نظر حول تصنيع. أبقينا على تقييمنا متضمنا التوصية بزيادة المراكز في سهم الشركة

ارتفع ربح السهم لشركة تصنيع لعام 2018 بنسبة 68% تقريبا على أساس سنوي ولكن ربح السهم للربع الرابع انخفض بنسبة 43% على أساس سنوي وجاء منخفضا بنسبة 47% عن تقديراتنا. وبالنسبة للإيرادات فقد جاءت منخفضة عن التقديرات بنسبة 9% وربما يكون السبب وراء ذلك هو تخفيضات الأسعار ومعدلات التشغيل المنخفضة. وقد كان هناك انخفاض في قيمة الأصول أيضا بلغ مقداره 60 مليون ريال، ولم يكن ذلك غير اعتيادي نظرا لحسابات نهاية العام. اننا نعتقد أن هناك طريقتين يمكن النظر من خلالهما لشركة تصنيع. الطريقة الأولى، هي النظر الى مقدره الشركة على تحقيق التدفقات النقدية اذ بلغ فيها الربح قبل الفائدة والضرائب والاستهلاك والإطفاء (بما في ذلك الربح من الشركات الزميلة) 3.6 مليار ريال في عام 2018. ونظرا لمحدودية النفقات الرأسمالية للشركة، فان عائد التدفقات النقدية الحرة يعتبر جذابا اذ يبلغ حوالي 10%. وفي سياق متصل، فقد تحسن وضع تخمة العرض في هذه الصناعة كما يتوقع أن يستمر في التحسن. وعليه، فمن المتوقع أن تشهد الأسعار استقرارا مستمرا. أما الطريقة الثانية، فهي النظر الى تأخير صفقة ترونوكس، والهيكل المعقد لشركة تصنيع، تأخير التشغيل التجاري للمصانع، ارتفاع مستوى الدين، بالإضافة الى التركيز على المخصصات المحاسبية. بيد أنه، ونظرا لإدراج تصنيع المحتمل في مؤشرات الأسواق الناشئة، وتدفقاتها النقدية الجيدة، فإننا نتوقع أن تتفوق العوامل الايجابية على المشاكل التي تتعرض لها الشركة. وسوف تؤدي أرباح الربع الأول 2019 الى رفع معنويات المستثمرين. وبعد الاعلان عن نتائج الربع الرابع، قمنا بتعديل سعرنا المستهدف للسهم الى 20 ريال، ولكننا أبقينا على تصنيفنا للشركة متضمنا التوصية بزيادة المراكز في سهمها ويعني ذلك ضمنا احتمال ارتفاع سعر السهم بنسبة 21% تقريبا.

الشكل 1 مختصر أرباح شركة التصنيع للربع الرابع 2018.

SAR 'mn	4Q17	3Q18	4Q18	Q-o-Q	Y-o-Y	ARC Est.
Revenues	2,889	2,901	2,727	-6%	-6%	2,984
Gross Income	716	773	597	-23%	-17%	809
Net Income	328	259	186	-28%	-43%	350
TiO2 prices (\$/mt)	2,896	3,129	3,020			2,950 (Current)

Source: Company data, Al Rajhi Capital

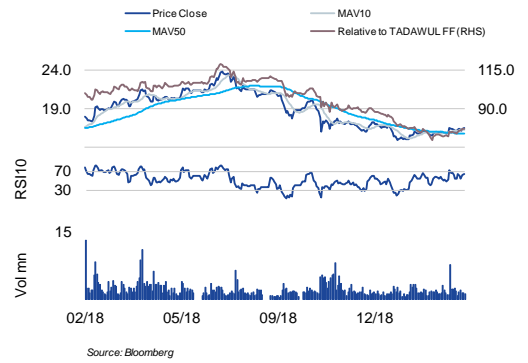
لقد حددنا العوامل الايجابية والمشاكل الرئيسية التي يمكن أن تحدد اتجاه السهم وأجزاها في ما يلي. ويبدو أن احدى المشاكل الرئيسية تتمثل في تأخير صفقة ترونوكس. ومع ذلك، فإنه ينبغي على المستثمرين أن يأخذوا في الاعتبار أنه بعد أن تم الاعلان عن الصفقة، فقد ارتفع متوسط أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم بحوالي 17% تقريبا وقد ترجم ذلك بشكل كامل في شكل أرباح لشركة تصنيع، نظرا لتعزيز الربح التشغيلي. وبناء عليه، فإن أي تأخير في صفقة ترونوكس يعتبر عاملا ايجابيا اذ أن التدفقات النقدية ستكون متوفرة بالكامل لشركة تصنيع. بيد أن العامل الايجابي في هذه الصفقة، هو الخيار المتاح لبيع شركة مجمع صناعات المعادن المتطورة AMIC في المستقبل نظرا لأنه من غير المحتمل أن تكون هذه الشركة مربحة حتى بعد تشغيلها تجاريا بالكامل.

الشكل 2 الايجابيات والمخاوف الرئيسية

Positives	Concerns
EBITDA of SAR3.5bn is healthy enough for SAR0.5bn capex and part debt repayment of SAR14.5bn	Interest payment is around SAR0.7bn and debt repaid was only SAR1.1bn in 2018
Despite a marginal decline in TiO2 prices, the outlook for TiO2 is stable	Weak recovery in factors such as real estate and construction demand globally, which are demand drivers for TiO2
FCF yield is 10%, one of the highest in Saudi Arabia	High debt levels would consume most of this EBITDA implying low probability of dividends before 2021
A delay in tronox deal is positive because the company gets to retain the cash flows till the sale happens	Cancellation of tronox deal could imply more significant write offs of its AMIC plant
Possible inclusion in MSCI EM Index	Possibility of impairments in the future across various assets
The company has multiple assets which barely make profits and these could be sold to lower debt	The new plants to be commercially launched could be marginally negative on bottom-line
Price to Earnings (12M trailing) is still below historical 7 and peer average at around 9.2x	Price to Earnings of 4Q annualized number is 19x

Source: Company data, Al Rajhi Capital

الأداء



Source: Bloomberg

الأرباح

	2017	2018	2019e
Revenue (SARmn)	10,796	11,439	11,107
Y-o-Y	25.3%	6.0%	-2.9%
Gross profit	2,104	3,059	2,775
Gross margin	19.5%	26.7%	25.0%
Net profit	716	1,202	1,017
Y-o-Y	NM	67.9%	-15.4%
Net margin	6.6%	10.5%	9.2%
EPS (SAR)	1.07	1.80	1.52
DPS (SAR)	-	-	-
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%
P/E (Curr)	15.4x	9.2x	10.9x
P/E (Target)	18.7x	11.1x	13.2x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



التقييم والمخاطر : لقد قيّمنا شركة تصنيع بناء على تقييمنا الذي يمزج بأوزان متساوية بين طريقة التدفق النقدي الحر (10.75% تكلفة رأس مال و 4.5% تكلفة دين ، مما يعني ضمناً ربح سهم مستهدف تقديري لفترة الاثني عشر شهراً القادمة يبلغ 20.3 ريال) وطريقة التقييم على أساس مكرر الربح (مكرر ربح يبلغ 12 مرة على أساس ربح السهم لعام 2019 الذي يبلغ 1.5 ريال، مما يعني ضمناً سعر مستهدف لسهم الشركة لفترة الاثني عشر شهراً القادمة يبلغ 20.2 ريال). وبناء على ذلك، فإن سعرنا المستهدف لسهم الشركة يبلغ 20 ريال (مقرب) كما جاء تصنيفنا للشركة متضمناً للتوصية بزيادة المراكز في سهمها (يعني ذلك ضمناً احتمال ارتفاع سعر السهم بنسبة 21%). هذا، وتتمثل المخاطر الرئيسية لاحتمال انخفاض سعر سهم الشركة، في حدوث مزيد من الانخفاض في قيمة الاصول وحدث انخفاض في أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم.



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 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 للمعموم 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 عرض 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 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 المئتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ وأسماهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسئولين 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 غيرها من التأمين 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 معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقوما 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 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 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، وتوقع 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، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: يوصي محلونا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 6-9 شهورا. ويعبارة أخرى، فيهم يتوقعون أن يصل سعر السهم معين إلى المستوى المستهدف خلال تلك الفترة.

"القيمة العادلة" Fair value: نحن نقدر 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 التدفقات النقدية المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

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

هاتف: +966 11 211 9449

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