



US\$0.426bn Market cap
85% Free float
US\$1.825mn Avg. daily volume

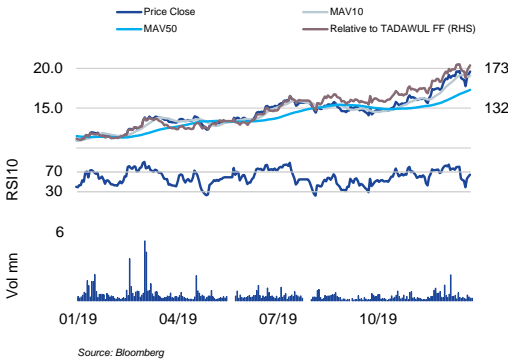
Target price **27.00** 29% over current
Current price **21.00** as at 16/1/2020

Underweight **Neutral** **Overweight**

استنتاجات رئيسية

من المتوقع أن يؤدي العقد الذي تم إبرامه مؤخرا لتشغيل وتطوير ميناء جدة الإسلامي، إلى مضاعفة الطاقة التشغيلية للشركة من 2.5 مليون إلى 5.2 مليون وحدة مكافئة لعشرين قدما، تقريبا. وسوف يسهم ذلك في تحقيق معدل نمو في الإيرادات من خانتين رقميتين في الفترة القادمة، وفقا لتحليلنا. بالإضافة إلى ذلك، فإن التوسع في الطاقة التشغيلية للمستودعات الجمركية وإعادة العمل برسوم التفتيش، سوف يرفع هامش الربح بدرجة كبيرة.

أداء الشركة.



الشركة السعودية للخدمات الصناعية (سيسكو). من المستفيدين الرئيسيين من رؤية المملكة 2030؛ بدأنا تغطيتنا للشركة بسعر مستهدف لسهمها يبلغ 27 ريال/السهم

لقد بدأنا أول تغطية لنا لشركة سيسكو بسعر مستهدف لسهمها يبلغ 27 ريال/السهم بناء على طريقة للتقييم تجمع بأوزان متساوية بين طريقة التدفق النقدي المخصوم (26 ريال/السهم) وطريقة التقييم النسبي القائمة على مكرر الربح (27 ريال/السهم). وتعتبر شركة سيسكو واحدة من الشركات الكبرى في مجال خدمات النقل البحري والتحميل والتفريغ، في المملكة العربية السعودية. والسبب الرئيسي الذي يجعلنا نفضل هذه الشركة، هو أنها متوافقة بشكل جيد مع مبادرة الحكومة الرامية لجعل المملكة مركزا إقليميا قياديا في الخدمات اللوجستية المساندة في مجال النقل البحري وزيادة حركة الملاحة في البحر الأحمر كجزء من رؤية المملكة 2030. وقد فازت الشركة مؤخرا بعقد امتياز من الهيئة العامة للموانئ في المملكة العربية السعودية (موانئ) لتطوير وتشغيل ميناء جدة الإسلامي ابتداء من 2020 لفترة 30 عاما. ووفقا لهذا العقد، سوف تستثمر الشركة 1 مليار ريال خلال فترة الثلاث سنوات القادمة كما سيؤدي العقد إلى مضاعفة طاقة المناولة لدى الشركة من 2.5 مليون إلى 5.2 مليون وحدة مكافئة لعشرين قدما، تقريبا بحلول عام 2024، مما يجعل الشركة أكبر شركة مقدمة لخدمات الموانئ على سواحل البحر الأحمر. ومن قطاعات الأعمال الرئيسية الأخرى في الشركة، الخدمات اللوجستية والساحات المفتوحة وخدمات حلول المياه والتي يتوقع أن يكون أداءها جيدا خلال السنوات القادمة. علاوة على ذلك، فإن هناك بعض التطورات التي حدثت في الأونة الأخيرة، مثل إعادة العمل برسوم التفتيش في 2019 والغاء رسوم المقابل المالي للشركات الصناعية ابتداء من 2020، من شأنها أن ترفع بدرجة كبيرة، هامش صافي الربح للشركة في المدى القريب. ختاماً، فإن نسبة توزيعات الأرباح للشركة التي تتراوح بين 40-50%، تجعلها جاذبة أكثر للمستثمرين على المدى البعيد.

استعراض صفقة الشركة مع موانئ

يقع ميناء جدة الإسلامي على ساحل البحر الأحمر وهو أكبر موانئ المملكة العربية السعودية إذ تبلغ طاقته الاستيعابية السنوية، أكثر من 6 مليون وحدة مكافئة لعشرين قدما. ويقوم الميناء في الوقت الراهن بمناولة ما يربو على 60% من إجمالي واردات المملكة كما يمتاز بموقعه الاستراتيجي الذي يربط بين حركة البضائع في الشرق والغرب. وفي عام 2019، وقعت شركة محطة بوابة البحر الأحمر، إحدى الشركات التابعة لسييسكو، عقد امتياز مدته 30 عاما، مع الهيئة العامة للموانئ (موانئ)، لتطوير وتشغيل ميناء جدة الإسلامي. ووفقا لهذا العقد، سوف تقوم الشركة بتطوير الميناء الشمالي من ميناء جدة الإسلامي مما سوف يرفع بدرجة كبيرة طاقة المناولة للشركة من 2.5 مليون وحدة مكافئة لعشرين قدما في الوقت الراهن إلى 4.5 مليون وحدة بحلول 2021 تقريبا وإلى 5.2 مليون وحدة بحلول 2024 تقريبا. وسوف يجعل ذلك من شركة محطة بوابة البحر الأحمر، أكبر محطة للحاويات في المملكة العربية السعودية على ساحل البحر الأحمر. وكجزء من الصفقة، سوف تستثمر الشركة مبلغ 1 مليار ريال على مدى الثلاث سنوات التالية، لتطوير الميناء وسوف تثبت هذا الاستثمار كأصول غير ملموسة في ميزانيتها وتقوم بإطفاؤها على مدى الثلاثين عاما القادمة. وبناء على تحليلنا ونقاشنا مع المسؤولين بالشركة، فإن تشغيل المرافق الحالية لميناء جدة الإسلامي، يتوقع أن يكون له تأثير إيجابي ابتداء من الربع الثاني 2020 كما يتوقع أن يؤدي إلى تحسين ورفع



الإيرادات نتيجة لحصولها على الحق في تشغيل المرافق الحالية في الميناء. وسوف لن تكون هناك زيادة كبيرة في التكاليف الثابتة لتشغيل الميناء، وبناء عليه، فإن معظم الإيرادات التي ستنشأ من ميناء جدة الإسلامي، سوف تتدفق مباشرة إلى صافي الربح.

هيكل ملكية الشركة ونموذج الأعمال

سيسكو عبارة عن مجموعة شركات متعددة الأنشطة ولديها العديد من الشركات التابعة؛ والشركة لديها ثلاثة قطاعات أعمال على النحو التالي :

الشكل 1: ملخص هيكل ملكية الشركة.

Subsidiaries Ownership % (as per AR 2018)	Effective Ownership	Direct Ownership	Revenue	Net Income	Assets
Ports and Terminals					
Red Sea Ports Development Company (RSPD)	61%	53%	No Impact	No Impact	No Impact
Red Sea Gateway Terminal Company (RSGT)	61%	21%	69%	41%	69%
Logistics Segment					
Saudi Trade & Export Development Company (LOGIPOINT)	76%	76%	8%	21%	12%
Support Services Operations Co. (ISNAD)	99%	97%	7%	18%	1%
Water Segment					
Kindasa Water Services Company (Kindasa)	65%	65%	16%	11%	8%
TOTAL			100%	91%	90%
Associates (SAR mn)			Revenue	Net Income	Assets
International Water Distribution Co. (TAWZEA)		50%	257.10	15.60	266.10
Saudi Al-Jabr Talke Company (SA TALKE)		33.33%	249.70	35.40	154.80
Saudi Stork Technical Services Company		45%	Stake Sold	Stake Sold	Stake Sold

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

أ) خدمات شحن وتفريغ السفن: في هذا القطاع، الشركة لديها شركتين تابعتين رئيسيتين، شركة تطوير ميناء البحر الأحمر، وشركة محطة بوابة البحر الأحمر. ونشاطات الأعمال الرئيسية للشركة هي تشغيل وتطوير ميناء جدة الإسلامي في المملكة العربية السعودية. والشركة توفر خدمات نقل البضائع بين السفن وخدمات لسفن الوجهات النهائية، إلى جانب تسهيل استيراد وتصدير البضائع من وإلى البلاد. وقطاع خدمات السفن العابرة يعتبر قطاعاً محققاً لهامش ربح كبير مقارنة بالقطاعات الأخرى، وتبلغ النسبة الحالية لخدمات نقل البضائع بين السفن إلى خدمات سفن الوجهات النهائية 45:55. ويتم تحديد أسعار التعرفة لمختلف الشحنات، بناء على حجم الحاوية من قبل الهيئة العامة للموانئ (موانئ) وهي تختلف حسب اختلاف مؤشر أسعار المستهلك. وتقوم الشركة بالتنقيش على الشحنة فور وصولها إلى الميناء وتتحصل على رسوم تنقيش نظير هذه الخدمات. وكانت هذه الرسوم قد الغيت في عام 2018 ولكن تم اعادتها في مارس 2019، وقد أدى ذلك مقرونًا بالمعدل المرتفع لاستغلال الطاقة التشغيلية (80%)، إلى تحقيق نمو قوي من خانتين في الإيرادات في التسعة أشهر الأولى من 2019. ويبلغ إجمالي طاقة المناولة الحالية للشركة 2.5 مليون وحدة مكافئة لعشرين قدماً، وبعد إبرام عقد الامتياز الأخير مع موانئ لتشغيل ميناء جدة الإسلامي، سوف تصل إلى 5.2 مليون وحدة تقريباً بحلول 2023. والشركة لديها حضور كبير ومستديم في البحر الأحمر ويشكل نسبة 38% تقريباً من إجمالي طاقة المناولة في المنطقة الغربية، وبعد العقد الجديد مع ميناء جدة الإسلامي، سوف تصل إلى 50% تقريباً بحلول عام 2021.



الشكل 2: تقديرات الحجم والأسعار في قطاع الشحن والتفريغ

	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Volumes (TEU '000)						
Handling Capacity	2500	3500	4500	4700	5000	5200
Trans-shipment Volume	900	1126	1438	1544	1710	1872
Gateway Volume	1100	1376	1757	1887	2090	2288
Total Containers Volume	2000	2503	3195	3431	3800	4160
Utilization (%)	80%	72%	71%	73%	76%	80%
Price (SAR)						
Trans-shipment	160	160	163	163	166	166
Gateway	320	320	326	326	333	333
Inspection	30	30	30	30	30	30

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

(ب) قطاع الخدمات اللوجستية والساحات المفتوحة- في قطاع الخدمات اللوجستية، لدى سيسكو شركتين تابعتين هما، الشركة السعودية لتنمية التجارة والصادرات " لوجي بوينت" وشركة تشغيل الخدمات المساندة (تسمى أيضا شركة اسناد). وفي هذا القطاع، توفر الشركة خدمات التخزين للبضائع التي ترد الى الميناء. وشركة سيسكو هي الشركة الوحيدة المرخص لها بتشغيل المستودعات الجمركية في المملكة. وتملك الشركة ساحات تخزين مفتوحة تبلغ مساحتها 750,000 متر مربع ومساحة للمستودعات الجمركية تبلغ 350,000 متر مربع. وتخطط الشركة للتوسع في مساحة مستودعاتها الجمركية بإضافة 50,000 متر مربع خلال ال 12- 18 شهر القادمة. وفي المستودع الجمركي، يمكن لأي طرف ثالث الاحتفاظ ببضائعه بدون أن يدفع رسوم الجمارك وهذا هو السبب وراء ارتفاع الطلب على هذا النوع من المستودعات (معدل استغلال الطاقة الاستيعابية في 2018: 100%؛ في 2019 تقريبية : 100%) مما يوفر مجالا لزيادة أسعار هذه المستودعات. وكان المستخدم الرئيسي لمرافق الساحات المفتوحة، هو قطاع السيارات في الماضي، ولكن نظرا لانخفاض استيراد السيارات في 2008 وخاصة بسبب خروج أعداد كبيرة من الأجانب، فقد بلغ معدل استغلال الطاقة الاستيعابية، فقط 62% في عام 2018 كما تأثرت الإيرادات بشكل سلبي. بيد أن معدل استغلال مساحات الساحات المفتوحة قد تحسن في التسعة أشهر الأولى من 2019 مع بدء الشركة في تأجير الساحات المفتوحة للقطاعات المختلفة، في الوقت الراهن لشركات التجارة الالكترونية كما أن بعض شركات الخدمات اللوجستية الأخرى تستخدم أيضا مرافق الساحات المفتوحة. وشركة سيسكو لديها خطط في المستقبل لإبرام عقود مع عدد أكبر من الشركات العاملة في مجال التجارة الالكترونية والشركات الصناعية الأخرى من أجل تحسين معدل الإشغال في الساحات المفتوحة. وبالنسبة لأحدث التطورات في أعمال الخدمات اللوجستية، فهو انشاء مستودع جديد للتخزين في مدينة جدة تبلغ مساحته 50,000 متر مربع. ويتوقع أن يبدأ تشغيل هذا المستودع في 2020 والغرض منه خدمة شركات التجزئة الصغيرة في المدينة الذين لا يملكون مستودعاتهم الخاصة بهم. وفي المستقبل، فإن لدى سيسكو خططا لفتح مزيد من المستودعات من هذا النوع في المدن الرئيسية في المملكة وبالتالي تنويع تواريخها وعدم حصرها في الميناء فقط والانتشار في أجزاء المدن المختلفة.



الشكل 3: تقديرات الطاقة الاستيعابية لقطاع الخدمات اللوجستية.

	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Land Area (sqm mn)	1.78	1.78	1.78	1.78	1.78	1.78
Open Yard (sqm mn)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Open Yard Occupancy (%)	80%	80%	82%	82%	82%	82%
Open Yard Occupied (sqm mn)	0.60	0.60	0.62	0.62	0.62	0.62
Total Warehouse Area (sqm mn)	0.35	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
Bonded Warehouse	0.07	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
Non-Bonded Warehouse	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
Warehouse Occupancy (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Warehouse Occupied	0.35	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

أنظمة حلول المياه – تملك الشركة محطة لتحلية المياه، شبكة لتوزيع المياه ومرافق لمعالجة مياه الصرف الصحي. وترتبط الإيرادات المتحققة من هذا القطاع بدرجة كبيرة بنمو عدد السكان، ولذلك فقد أثر خروج أعداد من الأجانب في الأونة الأخيرة على القطاع في عامي 2017 و 2018. بيد أن إطلاق خطة منح التأشيرة السياحية في شهر سبتمبر 2019، سوف يزيد عدد السياح في المملكة ومن شأن ذلك أن يزيد من مستوى الطلب على مياه الشرب. أما أعمال معالجة مياه الصرف الصحي، فقد شهدت انخفاضا هامشيا في مدينة جدة في الأونة الأخيرة، غير أن التوقيع مؤخرا على العقد الخاص بمحطة الطائف لمعالجة مياه الصرف الصحي بالتعاون مع الشركة السعودية للمياه ، يوفر مجالا للنمو المستقبلي.

الشكل 4: طاقة التوزيع حسب المدن.

	Pumping Capacity (mn m3)
Riyadh	80
Jeddah	150
Waste/Recycled Water	10

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

الشكل 5: أداء أعمال تحلية المياه.

	As on 9M 2019
Capacity (mn cubic mtrs)	22
PW pumping capacity (m3/d '000)	220
Left in concession (m3/d '000)	72
Inhabitants served ('000)	300
Years left in concession	25
No. of concessions	5
Factories served	2700
O&M projects	9
Industrial cities managed	14

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.



البيانات المالية الرئيسية

الشكل 6: بيان الدخل (مليون ريال).

	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	564,705	725,716	876,091	1,076,455
Revenue growth%		29%	21%	23%
Cost of Revenue	-342,639	-442,687	-534,416	-656,637
Gross Profit	222,066	283,029	341,676	419,817
Gross Profit growth%		27%	21%	23%
GP Margin %	39%	39%	39%	39%
Selling and Distribution Expense	-16,395	-18,143	-18,398	-22,606
General and Administrative Expense	-117,592	-145,143	-153,477	-170,143
Operating Income	88,078	119,743	169,801	227,069
Operating Income growth%		36%	42%	34%
OP Margin %	16%	17%	19%	21%
Depreciation & Amortization	149,866	158,165	171,276	185,852
EBITDA	237,944	277,908	341,077	412,921
EBITDA growth %		17%	23%	21%
EBITDA Margin %	42%	38%	39%	38%
Finance Cost	-50,780	-42,622	-48,872	-61,372
Finance Income	501	496	906	1,413
Other Income	8,782	8,782	8,782	8,782
Share in results from equity accounted associates	23,745	23,745	23,745	23,745
Income before Zakat and Income tax	70,327	110,144	154,363	199,636
Zakat and Income tax	-4,806	-11,014	-15,436	-19,964
Net Profit for the year	65,520	99,130	138,926	179,673
Net Profit Growth %		51%	40%	29%
Net Profit Margin %	12%	14%	16%	17%
EPS (SAR)	0.80	1.21	1.70	2.20

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

الشكل 7: التدفق النقدي (مليون ريال).

	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
OPERATING ACTIVITIES				
Net cash from operating activities	183,951	225,729	289,546	346,560
Net cash from / (used in) investing activities	20,742	-12,094	-267,582	-274,896
Net cash (used in)/from financing activities	-174,817	-49,565	180,537	160,164
Net increase/(decrease) in cash and cash equivalent	29,876	164,071	202,501	231,828
Cash and C.E at the end of the year	180,584	344,655	547,155	778,983

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.



الشكل 8: الميزانية العمومية (مليون ريال).

	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
Assets				
Cash and Cash Equivalent	180,584	344,655	547,155	778,983
Inventories	21,303	30,321	36,604	44,975
Trade receivables, prepayments and other receivables	108,033	139,178	168,018	206,443
Due from related parties	9,920	9,920	9,920	9,920
Total Current Assets	319,840	524,074	761,697	1,040,322
Property, plant and equipment	896,944	843,910	791,598	740,408
Intangible Assets	1,162,103	1,092,037	1,263,453	1,426,249
Investment Properties	143,016	134,439	126,036	117,869
Investment in associates	121,115	130,465	139,816	149,166
Financial assets at FVOCI	17,900	17,900	17,900	17,900
Goodwill	8,777	8,777	8,777	8,777
Trade receivables, long term	8,041	8,041	8,041	8,041
Total Non-Current Assets	2,357,895	2,235,569	2,355,621	2,468,410
TOTAL ASSETS	2,677,735	2,759,644	3,117,318	3,508,732
Current Liabilities				
Current portion of long term debt	153,414	153,414	153,414	153,414
Trade payables, accrued and other current liabilities	159,712	194,054	234,264	287,841
Due to related parties	892	892	892	892
Total Current Liabilities	314,018	348,361	388,571	442,148
Non Current Liabilities				
Long term loan and bank facilities	699,027	699,027	949,027	1,199,027
Employees' end of services benefits	27,216	25,217	23,218	21,219
Long term provisions	61,504	61,504	61,504	61,504
Derivative financial instrument	4,538	4,538	4,538	4,538
Total Non Current Liabilities	792,284	790,285	1,038,286	1,286,287
Share holders Equity				
Share Capital	816,000	816,000	816,000	816,000
Share Premium	36,409	36,409	36,409	36,409
Statutory Reserves	71,290	71,290	71,290	71,290
Other componets of Equity	5,907	5,907	5,907	5,907
Retained Earnings	158,627	179,786	209,439	247,788
Equity attributable to parent	1,088,234	1,109,393	1,139,046	1,177,395
Non Controlling Interest	483,198	511,605	551,415	602,902
Total Share holder Equity	1,571,433	1,620,998	1,690,461	1,780,297
TOTAL LIABILITIES AND EQUITY	2,677,735	2,759,644	3,117,318	3,508,732

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.



جدول التقييمات وتحليل السيناريوهات

الشكل 9: ملخص التقييم بطريقة التدفق النقدي المخصوم.

	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Operating profit Before Interest and Tax	169,801	227,069	225,534	235,985	239,119
Tax rate	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Post-tax operating profit (NOPAT)	152,821	204,362	202,981	212,386	215,207
Add: Depreciation & amortization	171,276	185,852	194,560	204,385	205,402
Less: Change in working capital	5,088	6,779	2,152	4,015	3,344
Less: Capex	(295,995)	(306,514)	(250,000)	(250,000)	(170,000)
Free Cash Flow to Firm	33,191	90,480	149,692	170,786	253,953
FCF growth	-85.1%	172.6%	65.4%	14.1%	48.7%
Discount factor	0.92	0.85	0.79	0.72	0.67
PV of Free Cash Flows	30,694	77,120	117,597	123,660	169,439
Sum of present values of FCFs	518,509				
Perpetual Growth Rate (g)		2.20%			
Free cash flow (t+1)		259,540			
Terminal value	4,121,313				
Present value of terminal value	2,749,764				
EV	3,268,273				
Less: Net debt	(780,289)				
Less: Minority	(501,181)				
Add: Investment in associates	133,498				
Equity value	2,088,765				
Shares O/s	81,600				
Fair value per share (SAR)	26				
Upside/Downside	21.5%				
Current Price	21				

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

الشكل 10: ملخص التقييم بطريقة التقييم النسبي.

EPS 2020e	1.70
PE Multiple (estimated)	16x
Fair value per share (SAR)	27

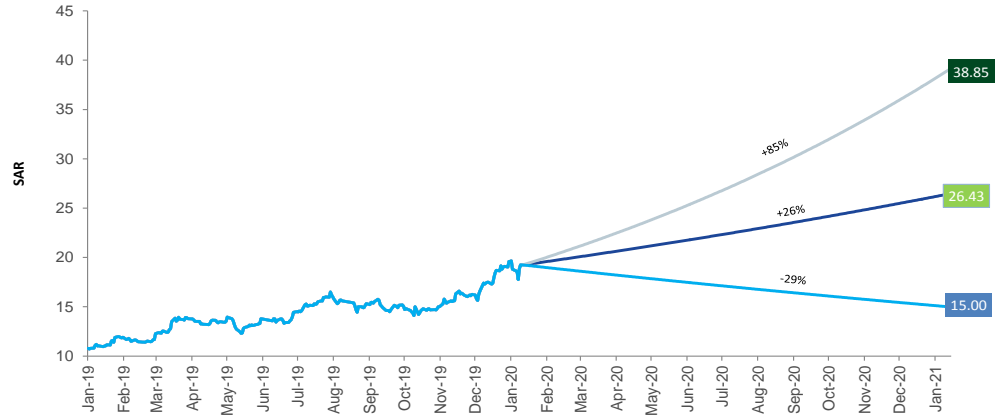
المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

الشكل 11: السعر المستهدف حسب المتوسط المرجح.

Valuation Methodology	Fair Value (SAR)	Weightage	Weighted value per share (RO)	Upside/Downside
DCF	26.00	50%	12.81	24%
Relative Valuation	27.00	50%	13.62	29%
Fair Value (SAR)			27.00	
Current Market Price			21.00	
Upside/(Downside)			29%	

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

الشكل 12: السعر المستهدف في حالة ارتفاع الطاقة التشغيلية، انخفاض الطاقة التشغيلية وفي حالة سيناريو الحالة الأساسية.



المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

افتراضات أساسية

- من أجل حساب إيرادات قطاع الموانئ، فقد افترضنا أن إجمالي طاقة المناولة تبلغ 3.5 مليون وحدة مكافئة لعشرين قدما لعام 2020 (تقديرية) نظرا لأن الطاقة الإضافية التي تبلغ 2 مليون وحدة ، سوف تكون متوفرة لفترة ستة أشهر فقط ولذلك أخذنا المتوسط لعام كامل.
- نسبة تفريغ الحاويات من سفينة إلى أخرى إلى سفن الوجهات النهائية لافتراضنا للحالة الأساسية تبلغ 45:55 كما كان الحال خلال التسعة أشهر الأولى من 2019.
- لقد حولنا أربعين وحدة مكافئة لعشرين قدما إلى عشرين وحدة تمثيا مع المعايير السائدة في الصناعة وأخذنا في الاعتبار سعرا مكونا من شقين : 160 ريال للحاوية الواحدة بالنسبة لتفريغ الحاويات من سفينة إلى أخرى و 430 ريال بالنسبة لسفن الوجهات النهائية.
- تعرفه الشحن للحاويات المختلفة، تحددها الهيئة العامة للموانئ (موانئ) وقد أخذنا التعرفة من موقع موانئ بعد التشاور مع الشركة. وتتم زيادة تعرفه الشحن بناء على مؤشر أسعار المستهلكين وبناء على ذلك فقد رفعنا التعرفة في 2020 (أرقام تقديرية) و 2023 (تقديرية) بنسبة 2%. وبالنسبة لإيرادات التفتيش، فقد افترضنا أن التعرفة سوف تكون 30 ريال للحاوية الواحدة.
- بالنسبة لقطاع الخدمات اللوجستية، فقد افترضنا أن معدل الاشغال للساحات المفتوحة يبلغ 80% كما كان الوضع عليه في التسعة أشهر الأولى من 2019، نظرا لأن الطلب على هذه الساحات قد تأثر تأثيرا عكسيا بتباطؤ قطاع السيارات في السابق. ويبلغ السعر للساحات المفتوحة، 90 ريالا للمتر المربع وفقا لتقدير اتنا.
- بالنسبة للمستودعات الجمركية وغير الجمركية، تم اعتبار معدل الاشغال بنسبة 100% نظرا لأنها تشهد طلبا ويعزى ذلك أساسا إلى أن المستودعات الجمركية يمكن أن تستخدم لتخزين البضائع بدون دفع الرسوم الجمركية لفترة طويلة ، مما يسمح لعمالها بإعادة تصدير البضائع. وقد أشارت الشركة إلى ارتفاع بمقدار 50,000 مترا مربعا في الطاقة الاستيعابية لهذه المستودعات خلال فترة ال 12-18 شهرا القادمة. وقد اعتبر سعر المستودعات الجمركية 300 ريال للمتر المربع.
- بالنسبة لتحلية المياه، افترضنا حدوث نمو بنسبة 3% في 2020 ويعزى ذلك إلى الارتفاع في حجم الإنتاج. وخلال الفترة 2021 إلى 2024، افترضنا أن معدل النمو سيكون صفرا نظرا لأن النمو يعتمد على عدد السكان المحليين والأجانب. وقد افترضنا أن السعر سيكون 5.6 ريال/ المتر المكعب.
- تم التعامل مع الاستثمار الذي يبلغ 1 مليار ريال في صفقة تطوير وتشغيل ميناء جدة الاسلامي على مدى الأربع سنوات التالية، باعتباره اصولا غير ملموسة، نظرا لأنه يمنح الشركة حقوقا امتيازية لتشغيل الميناء وتحصيل الإيرادات لفترة الثلاثين عاما التالية. ووفقا لذلك، فإن مبلغ المليار ريال هذا، سوف يتم اطفائه على مدى الثلاثين عاما التالية بدلا من أن يتم استهلاكه بالتعامل معه تحت بند الأراضي والمباني والمعدات بصورة اعتيادية.



وفقاً لتقديراتنا، فإن الهوامش الاجمالية للقطاعات المختلفة ، ستكون على النحو التالي:

الشكل 13: الهوامش الاجمالية حسب القطاعات.

Segment Wise Margin Analysis	2018
Shipping and unloading services	388,351
Direct Cost	-238,243
Gross Profit	150,108
GM % of the segment	39%
Sale of potable water	92,920
Direct Cost	-65,309
Gross Profit	27,611
GM % of the segment	30%
Rentals and support services	83,434
Direct Cost	-39,087
Gross Profit	44,347
GM % of the segment	53%

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

الشكل 14: الافتراضات والحقائق الرئيسية.



	FY18	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Capacity							
Port							
Container Handling (TEU mn)	2,500	2,500	3,500	4,500	4,700	5,000	5,200
Logistics							
Open Yard (sqm mn)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Weahhouse (sqm mn)	0.35	0.35	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Water Solutions							
Desalination (m3 mn)	22	22	22	22	22	22	22
Sales Voume							
Port							
Total Container Handling (TEU mn)	1,565	2,000	2,503	3,195	3,431	3,800	4,160
Trans-shipment	762	900	1,126	1,438	1,544	1,710	1,872
Gateway	803	1,100	1,376	1,757	1,887	2,090	2,288
Logistics							
Open Yard (sqm mn)	0.47	0.60	0.60	0.62	0.62	0.62	0.62
Weahhouse (sqm mn)	0.35	0.35	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
Water							
Desalination (m3 mn)	17.2	17.2	17.6	17.6	17.6	17.6	17.6
Average Selling Price							
Port							
Container Handling (SAR)							
Trans-shipment	160	160	160	163	163	166	166
Gateway	320	320	320	326	326	333	333
Logistics							
Open Yard (sqm mn)	90	90	90	90	90	90	90
Wearhouse (sqm mn)	300	300	300	300	300	300	300
Water							
Desalination (m3 mn)	5.3	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

الأسس المنطقية الرئيسية للاستثمار.

صفقة شركة بوابة البحر الأحمر وموانئ، ترفع إيرادات الشركة من الميناء بدرجة كبيرة.

في الآونة الأخيرة، وقعت شركة محطة بوابة البحر الأحمر، عقد امتياز مدته 30 عاماً، مع الهيئة العامة للموانئ (موانئ)، لتطوير وتشغيل المنطقة الشمالية من ميناء جدة الاسلامي. ووفقاً لهذا العقد، سوف تقوم الشركة بتطوير الميناء الشمالي من ميناء جدة الاسلامي مما سوف يرفع بدرجة كبيرة طاقة المناولة للشركة من 2.5 مليون وحدة مكافئة لعشرين قدماً في الوقت الراهن الى 4.5 مليون وحدة بحلول 2021 تقريباً. وسوف يجعل ذلك من شركة محطة بوابة البحر الأحمر، أكبر محطة للمناولة في المملكة العربية السعودية على ساحل البحر الأحمر. ويعتبر ميناء جدة الاسلامي، واحداً من أكبر الموانئ في المملكة العربية السعودية على ساحل البحر الأحمر، كما أنه يشهد نمواً قوياً في حركة الوارد والصادر إذ يبلغ إجمالي حجم المناولة فيه 6 مليون وحدة مكافئة لعشرين قدماً. ويبدأ سريان العقد من السنة المالية 2020 بينما سوف ينعكس أثره على البيانات المالية للشركة ابتداءً من الربع الثالث 2020. ووفقاً لتحليلنا، فإن إجمالي إيرادات الشركة من تشغيل الميناء، يتوقع أن ترتفع بنسبة 25% على أساس سنوي تقريباً لتصل إلى 66 مليون ريال وبنسبة 30% على أساس سنوي في 2021 تقريباً لتصل إلى 861 مليون ريال. وبناءً على نقاشنا مع المسؤولين بالشركة، فإن التكاليف الثابتة سوف تكون في حدها الأدنى عند تشغيل ميناء جدة الاسلامي في البداية وبالتالي فإن الجزء الكبير من الإيرادات الذي سوف ينتج من تشغيل الميناء، سوف يأخذ طريقه مباشرة إلى صافي الربح، مما سوف يعزز الهوامش الصافية في المدى القريب.

إعادة العمل برسوم التفتيش تمثل دفعة قوية لـصافي الربح



تم إعادة رسوم التفتيش في 2019 مما أدى الى تحسين إيرادات الشركة وكذلك صافي ربحها في التسعة أشهر الأولى من 2019. وترتبط رسوم التفتيش بالرسوم التي يتم تحصيلها نظير فحص والتحقق من البضائع وفقا لأنظمة الجمارك. ونظرا لعدم وجود تكاليف اضافية متغيرة، فإن الرسوم المتحصلة تضيف بشكل مباشر الى صافي الربح للشركة. ووفقا لتقديرنا، فقد بلغت رسوم التفتيش المتحصلة في التسعة أشهر الأولى من 2019، 33 مليون ريال وسوف يستمر هذا المعدل في المستقبل.

اعفاء المنشآت الصناعية من رسوم المقابل المالي، تعني توفيراً كبيراً في التكلفة في المدى القريب: أعلنت الحكومة عن اعفاء العاملين بالشركات الصناعية من رسوم المقابل المالي، وحسب تحليلنا يتوقع أن يتم تطبيق هذا القرار في 2020. وشركة سيسكو تعتبر واحدة من الشركات الرئيسية المستفيدة من هذا القرار. فقد تجاوزت الشركة متطلبات السعودية ويبلغ مجموع عدد العاملين بها 724 سعودي و 2542 أجنبي، حسب تقديرنا. وإذا أخذنا في الاعتبار أن رسوم المقابل المالي للأجانب تبلغ 600 ريال في الشهر لكل شخص، فسوف يؤدي ذلك الى توفير في التكلفة يبلغ 18 مليون ريال تقريبا ويمثل ذلك نسبة 12% تقريبا من إجمالي مصروفات المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية الحالية، وسوف يكون هذا المبلغ إضافة مباشرة لصافي الربح للشركة، فور تطبيقه.

الشكل 15: الفائدة المحتملة نتيجة لإعفاء الشركة من رسوم المقابل المالي.

	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
No of Employees	3,266	3,266	3,266	3,266	3,266
Saudi	724	724	724	724	724
Non Saudi	2,542	2,542	2,542	2,542	2,542
Salaries & Wages and benefits	76,241	77,766	79,321	80,908	82,526
Expat fee waived	7200	7200	7200	7200	7200
Benefit	18,302	18,302	18,302	18,302	18,302
as a % of Total Salaries	24%	24%	23%	23%	22%

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

أعمال الشركة أقل ارتباطاً بشركات النفط والبتروكيماويات: أن أعمال سيسكو ليست مرتبطة كثيراً بصناعات النفط والبتروكيماويات نظراً لأن عملاءها الرئيسيين من قطاعات التجزئة، التصنيع، والقطاع الصناعي. وبناء عليه، فإن الشركة يمكن أن تكون المستفيد الرئيسي من رؤية المملكة 2030 حيث تعزز الحكومة جعل المملكة العربية السعودية واحدة من أكبر وأبرز مراكز الخدمات اللوجستية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي. وبعد إضافة الطاقة الاستيعابية الجديدة، سوف تصبح الشركة أهم الشركات العاملة على ساحل البحر الأحمر كما أن معظم حركة الواردات والصادرات التي تمر عبر الجزء الغربي من المملكة العربية السعودية، سوف تكون سيسكو مشتركة فيها. اننا نعتقد أن الشركة في وضعية جيد تمكنها من الاستفادة من الصادرات غير النفطية والواردات التي تستهدفها المملكة في المستقبل. و نتوقع أن تصل إيرادات الشركة 1.3 مليار ريال بحلول عام 2020 تقريبا مدعومة أساساً بالمجهودات الحكومية المستمرة الرامية الى تنويع الاقتصاد وجعله معتمداً أكثر على القطاع غير النفطي.

قطاع المياه يتوقع أن يستقر في ظل ازدياد حركة السياحة: ان مبيعات مياه الشرب مرتبطة ارتباطاً مباشراً بنمو عدد السكان والعدد الإضافي من السياح القادمين الى المملكة. وكجزء من رؤية المملكة 2030، تعزز حكومة المملكة مضاعفة عدد القادمين لاداء مناسك الحج والعمرة بحلول عام 2030 كما أن اطلاق نظام الزيارة السياحية في الآونة الأخيرة من المتوقع أن يؤدي الى زيادة عدد السياح في المملكة مما سوف يدعم الطلب على مياه الشرب. وهناك سبب اخر يجعلنا نفضل شركة سيسكو وهو أن الشركة لديها محطة لتحلية المياه تعتبر من أحدث المحطات وأكثرها تطوراً كما أنها تتمتع بإمكانات للتوزيع. وهذه الامكانيات والخبرات سوف تستغرق وقتاً لكي تتوفر لدى المنافسين الآخرين. وبالنسبة لمعالجة مياه الصرف الصحي، فإننا نعتقد أن التباطؤ الحالي في هذا النشاط، دوري في طبيعته نظراً لأن نمو هذه الأعمال يرتبط ارتباطاً كبيراً بنمو



نشاطات التصنيع. ونظرا للتغيرات الهيكلية الأخيرة، فقد نجحت المملكة في جذب العديد من المستثمرين الأجانب ونعتقد أن ذلك من المتوقع أن يؤدي الى زيادة نشاطات التصنيع في المملكة خلال الفترة من المتوسطة الى البعيدة مما سيؤدي بدوره الى دعم قطاع معالجة مياه الصرف الصحي.

الطلب على الخدمات اللوجستية يتوقع أن يتحسن مع تحسن نشاطات التجزئة والتجارة الإلكترونية في المملكة: ان الطلب على مستودعات الشركة الجمركية والمستودعات الأخرى، يعتمد اعتمادا كبيرا على النمو الكلي لقطاعي التصنيع والتجزئة في المملكة. وبعد تباطؤ دوري في عامي 2017 و 2018، شهدنا ارتفاع مستوى انفاق المستهلكين في 2019، وهذا واحد من الأسباب التي جعلتنا نلاحظ ارتفاع معدل استغلال الطاقة التشغيلية لقطاع الأعمال في سيسكو في 2019. وفي الفترة القادمة، نتوقع أن يستمر هذا الاتجاه نظرا لأن النظرة المستقبلية لقطاعي التجزئة والتجارة الإلكترونية لاتزال ايجابية في ظل انخفاض معدل البطالة، والعوامل السكانية المواتية، وارتفاع الدخل وتعدد طرق الانفاق. ان سيسكو تعتبر واحدة من الشركات القلائل المسجلة في سوق الأسهم التي سوف تستفيد كثيرا من نمو نشاط التجارة الإلكترونية. ان مستوى اختراق السوق في البيع عن طريق السوق الإلكترونية، لا يزال منخفضا، ومع نمو تجارة التجزئة في هذا القطاع في المملكة، سوف يؤدي ذلك الى حدوث طلب على مرافق الخدمات اللوجستية والمستودعات. ولتلبية هذا الطلب المتصاعد على المستودعات، فان الشركة تخطط للتوسع في طاقة مستودعاتها الجمركية بمقدار 50,000 متر مربع خلال فترة ال 12-18 شهرا القادمة واطراف مستودع جديد غير جمركي داخل مدينة جدة للاستحواذ على طلب شركات التجزئة وشركات التجارة الإلكترونية الموجودة في المدينة. وقد تعاقدت الشركة بالفعل مع عملاق التجارة الإلكترونية شركة أمازون، كما أننا نعتقد أن هذا القطاع سوف يسهم اسهاما كبيرا في إيرادات الشركة.

التقييم: لقد استخدمنا طريقة تمزج بالتساوي بين طريقة التدفق النقدي المخصوم وطريقة التقييم النسبي القائم على مكرر الربح، لتقييم شركة سيسكو. ان نظرتنا ايجابية جدا تجاه الشركة نظرا لأن أعمال الشركة تعتبر من المجالات الرئيسية التي يتوقع أن يزداد تركيز الحكومة عليها كجزء من خطة رؤية المملكة 2030. كما أن العقود التي تم ابرامها مؤخرا، مثل عقد ميناء جدة الاسلامي، واتفاقية محطة معالجة مياه الصرف الصحي بالطائف، تؤكد تحقيق إيرادات قوية في المديين القريب والبعيد، على حد سواء. وبيبلغ سعرنا المستهدف بناء على طريقة التدفق النقدي المخصوم، 26 ريالاً، بينما يبلغ سعرنا المستهدف بناء على طريقة التقييم النسبي استنادا الى مكرر ربح يبلغ 16 مرة ربح السهم التقديري للسنة المالية 2020، 27 ريالاً، وهكذا فان سعرنا المستهدف بناء على متوسط الطريقتين يبلغ 26 ريالاً مما يعني ضمناً احتمال ارتفاع سعر السهم بنسبة 26% من سعره الحالي الذي يبلغ 21 ريالاً.

المخاطر الرئيسية لاحتمال انخفاض سعر السهم عن تقديراتنا.

- أي تباطؤ في قطاع التصنيع سوف يؤثر على حركة الواردات والصادرات وربما يؤثر على إيرادات الشركة من الميناء بشكل سلبي.
- ب) تعتمد تعرفه الواردات على الحكومة؛ فاذا تم خفض التعرفة، سوف تؤثر على الإيرادات وبالتالي على صافي أرباح الشركة.
- ت) اذا ارتفع حجم تفرغ الحاويات من سفينة الى أخرى مقارنة حجم المناولة للسفن العابرة، ففي هذه الحالة سوف يتأثر نمو الإيرادات وكذلك صافي هوامش الربح، بشكل سلبي نظرا لأن الأسعار لتفرغ الحاويات من سفينة الى أخرى يساوي تقريبا نصف أسعار السفن العابرة.
- ث) اذا منحت الحكومة تراخيص لإنشاء مستودعات جمركية جديدة، فسوف تفقد الشركة وضعيتها الاحتكارية وربما ينخفض السعر في هذا القطاع بسبب المنافسة.

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 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 تضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إفادات أو ضمانات (صرحية 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 واردة في هذه الوثيقة يشكل عرضا أو دعوة لتقديم عرض للشراء 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 ملامحة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين فهم 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 بإداء 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 أو معدة للتوزيع أو استخدامها 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 ذلك 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 السعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير المترتبة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10% فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق 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.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقا 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 لتلك 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: +966 836 4648

بريد إلكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد إلكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

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