

محايد

السعر المستهدف (ريال سعودي)	١٨,٥٠
التغير في السعر*	٨,٨%

المصدر: تداول * السعر كما في ١٥ مايو ٢٠١٩

أهم البيانات المالية

(مليون ريال سعودي)	السنة المالية ٢٠١٧	السنة المالية ٢٠١٨	السنة المالية ٢٠١٩ (متوقع)
البيعات	١٠,٧٩٦	١١,٤٢٩	٣,٣٤١
النمو %	٢٥,٣%	٦,٠%	-
صافي الربح	٧١٦,٢	١,٢٠٢,١	٨٧٥,٨
النمو %	٦٨٢%	٦٧,٩%	-
ربح سهم	١,٠٧	١,٨٠	١,٣١

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

أهم النسب

(مليون ريال سعودي)	السنة المالية ٢٠١٧	السنة المالية ٢٠١٨	السنة المالية ٢٠١٩ (متوقع)
هامش الإجمالي	١٩,٦%	١٨,٠%	١٨,٥%
هامش EBITDA	٩,٣%	٧,٠%	٧,١%
هامش صافي الربح	٢٠,٠	٢٤,٨	٢٣,٧
مكرر الربحية (مرة)	٣,٠%	٢,٥%	١,٧%

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

ملكية التصنيع (قبل الاتفاقية)

الوطنية لثاني أكسيد التيتانيوم - كريستل	٧٩,٠%
المشروع المشترك لإنتاج التيتانيوم الإسفنجي	٥٨,٢%
مصهر جازان	٨٩,٥%
السعودية للبولى اوليفينات	٧٥,٠%
السعودية للإيثيلين والبولى إيثيلين	٤٥,٣%
شركة البولييمرات الاكربليكية السعودية	٢٩,٢%
السعودية لمونمرات الاكربليك	٢٩,٢%

ملكية التصنيع (بعد الاتفاقية)

الوطنية لثاني أكسيد التيتانيوم - كريستل	١٩,٠%
المشروع المشترك لإنتاج التيتانيوم الإسفنجي	٢٢,٥%
مصهر جازان	١٠,٠%
السعودية للبولى اوليفينات	٧٥,٠%
السعودية للإيثيلين والبولى إيثيلين	٤٥,٣%
شركة البولييمرات الاكربليكية السعودية	٢٩,٢%
السعودية لمونمرات الاكربليك	٢٩,٢%

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

محلل أول

جاسم الجبران

+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٢٢٤٨

j.aljabran@aljziracapital.com.sa

سيتم التخرج من كريستل خلال الربع الحالي بعدما حصلت التصنيع على موافقة الهيئة الأمريكية الفيدرالية للتجارة. بيع وحدة أعمال ثاني أكسيد التيتانيوم إلى "ترونوكس" المحدودة سيتمكن شركة التصنيع من التركيز لتحقيق قيمة مضافة من خلال التوسع الاستراتيجي في أعمالها الأساسية (البتروكيماويات) مع خفض كبير في القروض على مركزها المالي. من المتوقع أن يؤدي بيع أصول التيتانيوم إلى تحسن هامش الربح وقفزة في العائد على الأصول وانخفاض في الضرائب بسبب تخفيض التعرض إلى أعمال كريستل الخارجية، فيما نتوقع تراجع في التدفقات النقدية الحرة. تشير نظرنا طويلة الأجل إلى أن التخرج من قطاع التيتانيوم سيرفع فرص التصنيع من خلال التركيز على صناعة البتروكيماويات ذات الهامش المرتفع. يمكن أن يحصل المساهمين على توزيعات نقدية في العام ٢٠٢٠ بعد انقطاعها منذ السنة المالية ٢٠١٥. قمنا بتخفيض توصيتنا لسهم شركة التصنيع إلى "محايد" مع تعديل السعر المستهدف إلى ١٨,٥٠ ريال سعودي للسهم.

اتفاق "ترونوكس" مع الهيئة الفيدرالية للتجارة الأمريكية حول الاستحواذ على أعمال ثاني أكسيد التيتانيوم: توصلت شركة ترونوكس المحدودة إلى تسوية مع الهيئة الأمريكية الفيدرالية للتجارة في ١٠ أبريل لتنفيذ استحواذها على شركة كريستل لثاني أكسيد التيتانيوم (تمتلك منها التصنيع ٧٩٪). وفقا للتسوية، وافقت شركة ترونوكس على بيع مرفق كريستل في "أشتابولا" بولاية أوهايو أو ما يعادل ٢٢,٥٪ من إجمالي الطاقة الإنتاجية لدى كريستال (٨٥٠ ألف طن). وافقت شركة "إنبوس" البريطانية على شراء المصانع مقابل ٧٠٠ مليون دولار أمريكي. ستقوم التصنيع بتصنيف التخرج من أصول ومطلوبات كريستل في قوائمها المالية للربع الثاني ٢٠١٩ لتكون استثمار في شركة زميلة.

من شأن هذه التسوية أن تجعل من شركة ترونوكس المحدودة أكبر مصنع منتج لتيتانيوم الـ "Pigment" في العالم، ولديها ٩ مصانع في ٨ دول بطاقة إجمالية تصل إلى ١,١ مليون طن سنويا. سينتج عن الاتفاق حصول التصنيع على ٦,٢٧٤ مليار ريال سعودي (١,٦٧٣ مليار دولار أمريكي) نقداً و ٣٧,٥٨ مليون سهم من أسهم الفئة "أ" في شركة ترونوكس (تمثل حوالي ٢٤٪ من أسهم ترونوكس). عند حصول التصنيع على ٦,٢٧٤ مليار ريال سعودي، سيتمكنها استخدامه في تسديد القروض القائمة على كريستل.

ستركز التصنيع على قطاع البتروكيماويات لتحقيق قيمة مضافة من خلال التوسعة الاستراتيجية في أعمالها الأساسية: نعتقد أن بيع أصول شركة كريستل سيعزز من المركز المالي للتصنيع وكذلك مؤشراتنا المالية، وذلك نظرا للرفع المالي الكبير في قائمة المركز المالي وطبيعة التقلبات في أعمال ثاني أكسيد التيتانيوم، الأمر الذي عرض الهوامش بشكل عام إلى الضغوط في السنوات السابقة. بلغت قيمة إجمالي التزامات الشركة ١٤,٤ مليار ريال سعودي (معدل القروض إلى حقوق الملكية عند ١,١ مرة) وهو ما اعتبر سابقا من المخاوف قصيرة الأجل إلى حين الموافقة على اندماج شركة كريستل وترونوكس من هيئة التجارة الفيدرالية. تبلغ قيمة القروض المستحقة الدفع ٦,٢ و ٣,٢ مليار ريال سعودي خلال السنتين الماليتين ٢٠١٩ و ٢٠٢٠ على التوالي، حيث كان من المتوقع أن تلجأ الشركة إلى طلب إعادة هيكلة القروض في حال لم يتم الانتهاء من عملية بيع أصول كريستل.

بالإضافة للارتفاع المتوقع في إنتاجية الأصول وفي العائد على إجمالي الأصول، نحن نتوقع أن تشهد الشركة اتساع في هامش صافي الربح وتحسن في هوامش التشغيل بشكل عام. سيدعم جمع أعمال ترونوكس وكريستل النمو طويل الأجل في صناعة ثاني أكسيد التيتانيوم، حيث ستكون ترونوكس أكبر شركة في هذه الصناعة، وذلك من خلال أعمال متكاملة للغاية ومتنوعة جغرافياً مما يمنح الشركة مزيداً من السيطرة على السوق وعلى سعر التيتانيوم، كما ستتمكن التصنيع من التركيز على قطاع البتروكيماويات من خلال المزيد من التوسعات الاستراتيجية لإضافة القيمة في أعمالها الأساسية (قطاع البتروكيماويات)، والتخلص من القروض في مركزها المالي.

ستشهد التصنيع انخفاض إضافي للديون بنحو ١,٢ مليار ريال سعودي، بعد بيع ٩٠٪ من أسهم مصهر جازان إلى ترونوكس؛ انخفاض ملكية شركة التصنيع في المصهر إلى ١٠٪ من ٨٩,٥٪: تدير شركة مجمع صناعات المعادن المتطورة، المملوكة بالتساوي لتصنيع وكريستل، مشروعين: إنتاج مادة التيتانيوم الإسفنجي ومصهر مادة خام التيتانيوم (Titanium Slag) وقعت شركة مجمع صناعات المعادن المتطورة اتفاقية خيار مع شركة ترونوكس المحدودة لبيع ٩٠٪ من ملكية مصهر خام التيتانيوم (Titanium Slag) في جازان (٥٠٠ ألف طن من خام ثاني أكسيد التيتانيوم و ٢٢٠ ألف طن من خام الحديد). ستقوم شركة مجمع صناعات المعادن المتطورة بإنشاء شركة لأهداف خاصة (SPV) في المملكة. ستستحوذ شركة ترونوكس ٩٠٪ من ملكية الشركة بعد الوصول إلى استدامة عمليات الإنتاج في المصهر، ستتحمل شركة ترونوكس الدين الخارجي لشركة مجمع صناعات المعادن المتطورة بمبلغ ٣٢٢ مليون دولار أمريكي من خلال تملكها في شركة الأهداف الخاصة بالإضافة إلى قرض آخر بقيمة ١٢٥ مليون دولار أمريكي. لذلك، نعتقد أن هذا الاتفاق سيخدم كلا الطرفين حيث سيتم تخفيض قيمة ديون التصنيع بمقدار ١,٢ مليار ريال سعودي، كما سيتم التعاون بشكل كبير بين ترونوكس وشركة مجمع صناعات المعادن المتطورة. تعزز شركة ترونوكس البدء في توريد خام الألمنيوم إلى المصهر، كما ستقوم شركة مجمع صناعات المعادن المتطورة بتوفير خام التيتانيوم إلى شركة ترونوكس، التي ستستخدمها في إنتاج ثاني أكسيد التيتانيوم. لذلك، سيساعد مصهر جازان في دعم مكانة ترونوكس كمنتج متكامل لثاني أكسيد التيتانيوم. إضافة إلى ذلك، نتوقع أن يكون القرض البالغ ١٢٥ مليون دولار أمريكي كافي لرفع المصهر إلى مستوى إنتاج مستدام قبل إتمام عملية الاستحواذ.

وافقت كل من شركة مجمع صناعات المعادن المتطورة وترونوكس على توقيع اتفاقية للمساهمين تتعلق بحقوقهم والتزاماتهم كمساهمين في شركة الأهداف الخاصة، مما يسمح للتصنيع بالحصول على ربح بنسبة ١٠٪ من مصهر خام التيتانيوم في جازان. من المتوقع أن يدخل هيكل الملكية الجديد حيز التنفيذ بعد استدامة عمليات التشغيل في المصهر، اعتباراً من النصف الثاني ٢٠٢٠ وما بعده. وفقاً للشركة، من المتوقع أن يبدأ الإنتاج التجاري في مصهر جازان في النصف الثاني ٢٠١٩؛ وسيبدأ الإنتاج التجاري لمادة التيتانيوم الإسفنجي في النصف الأول ٢٠١٩.

أهم النسب المالية

بالمليون ريال سعودي ما لم يحدد بخلاف ذلك	السنة المالية ٢٠١٦ - فعلي	السنة المالية ٢٠١٧ - فعلي	السنة المالية ٢٠١٨ - فعلي	٢٠١٩ متوقع قبل الاتفاق	٢٠١٩ متوقع بعد الاتفاق
قائمة الدخل					
المبيعات	٨,٦٢٠	١٠,٧٩٦	١١,٤٣٩	١١,٧٥٢	٣,٣٤١
الاستهلاك	(٨٥٨,٣)	(٨٥٣,١)	(٨٢٩,١)	(٩١٢,٠)	(٢٠٦,٠)
تكلفة المبيعات	(٧,٧١٢)	(٨,١٩٢)	(٨,٣٨٠)	(٨,٩٩٤)	(١,٨٤٩)
إجمالي الربح	٩٠٧,٠	٢,١٠٤,٢	٢,٠٥٩,٣	٢,٧٥٨,٩	١,٤٩٣,٣
المصروفات التشغيلية	(١,٥٥٤)	(١,٦٣٩)	(١,٨٠٢)	(١,٦٣٩)	(١,٠٨٢)
حصة الشركة من نتائج الشركات الزميلة والتابعة	١,٣٩٤	١,٣٤٤	١,٦٢٤	١,٥٤٢	١,٦٨٨
الربح التشغيلي	٧٤٧,٥	١,٨٠٩,٠	٢,٨٨١,٥	٢,٦٦١,٧	٢,٠٩٨,٢
EBITDA	٢١٢	١,٣١٨	٢,٠٨٦	٢,٠٣٢	٦١٧
دخل من أخرى	١٦٤	٢٣١	٨١	١٧١	٤٢
مخصص قضايا منظورة	(١٠)	(١٨٥)	(١٣٣)	-	-
تكاليف مالية	(٥٢٩)	(٧٠٦)	(٧٠٦)	(٧٨٦)	(٤٠٣)
الربح قبل الزكاة وحقوق الأقلية	٣٧٢,٥	١,١٤٨,٦	٢,١٢٣,٨	٢,٠٤٧,٠	١,٧٣٧,٢
حقوق الأقلية	(٢٠٧)	(٤٤٢)	(٥٧٩)	(٥٩٣)	(٥٤٠)
الزكاة والضريبة على الشركات الزميلة والتابعة	(٧٤)	٩	(٣٤١)	(٤١٤)	(٣٢١)
صافي الربح	٩١,٥	٧١٦,٢	١,٢٠٣,١	١,٠٤٠,٤	٨٧٥,٨
ربح السهم	٠,١٥	١,٠٧	١,٨٠	١,٥٦	١,٣٦
أهم النسب المالية					
هامش إجمالي الربح	١٠,٥%	١٩,٥%	٢٦,٧%	٢٢,٥%	٤٤,٧%
الهامش التشغيلي	٨,٧%	١٦,٨%	٢٥,٢%	٢٢,٩%	٦٢,٨%
هامش EBITDA	٢,٣%	١٠,٥%	٦,١%	١٧,٣%	١٨,٥%
هامش صافي الربح	١,١%	٦,٦%	١٠,٥%	٩,٠%	٢٦,٢%
العائد على الأصول	٠,٣%	٢,٢%	٣,٦%	٣,٣%	٨,٠%
العائد على حقوق المساهمين	٠,٨%	٦,٤%	٩,٨%	٧,٩%	١١,٥%
نسب الرفع المالي					
تغطية القروض (مرة)	١,٤١	٢,٥٦	٤,٠٨	٣,٣٩	٥,٢١
القروض إلى حقوق المساهمين (مرة)	١,٥٧	١,٣٢	١,١٣	١,١٣	٠,٨٢
نسب التقييم والسوق					
مكرر الربحية (مرة)	١١٥,٨	١٥,٣	٨,٤	١٠,٨	١٣,٠
عائد توزيع الربح (%)	٠,٠%	٠,٠%	٠,٠%	٠,٠%	٠,٠%

المصدر: تقارير الشركة المالية، الجزيرة كابيتال

بناء على توقعات السنة المالية ٢٠١٩، قمنا بعمل سيناريوهان لقائمة دخل شركة التصنيع للعام ٢٠١٩ قبل وبعد بيع أصول كريستل. من المتوقع انخفاض المبيعات إلى ٣,٣ مليار ريال سعودي من ١١,٨ مليار ريال سعودي، ليمثل قطاع البتروكيماويات وغيره. في المقابل، نتوقع أنخفاض صافي الربح بنسبة ١٥,٨% إلى ٨٧٥ مليون ريال سعودي (ربح السهم ١,٣١ ريال سعودي) من ١٠٤٠ مليون ريال سعودي (ربح السهم ١,٥٦). قد يكون لفصل قائمة دخل شركة كريستل في الربع الثاني ٢٠١٩ بعض الآثار الإيجابية على الأداء:

(١) من المحتمل انخفاض تكلفة التمويل بنحو ٣٠٣ مليون ريال سعودي إلى ٤٠٣ مليون ريال سعودي في السنة المالية ٢٠١٩ من ٧٠٦ مليون ريال سعودي في السنة المالية ٢٠١٨، وتخطط شركة كريستل إلى سداد ديونها بالكامل والبالغة ٦,٢٧ مليار ريال سعودي (١,٦٧ مليار دولار أمريكي)، وهذا من شأنه أن يخفف إجمالي الديون للتصنيع وتكلفة التمويل بشكل كبير، بالرغم من أثر تنفيذ المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في السنة المالية ٢٠١٩، والتي رفعت تكلفة التمويل بمقدار ٢٣ مليون ريال سعودي في الربع الأول ٢٠١٩. إضافة إلى ذلك، نعتقد أن تحسن المركز المالي قد يدعم التصنيف الائتماني للشركة وبالتالي قد يخفف تكلفة الديون.

(٢) من شأن هذه الصفقة أن تخفف مديونيات شركة التصنيع إلى ٨,١ مليار ريال سعودي في السنة المالية ٢٠١٩ من ١٤,٤ مليار ريال سعودي، لينخفض معدل الدين إلى حقوق الملكية ليصل إلى ٠,٨ مرة من ١,١٣ مرة. بالإضافة، تشير التقديرات إلى أن إجمالي الدين سينخفض بمقدار ١,٢ مليار ريال سعودي في السنة المالية ٢٠٢٠ إلى ٦,٩ مليار ريال سعودي، مدعوماً باتفاق بيع مصهر جازان إلى ترونوكس.

(٣) من المتوقع انخفاض نفقات الضرائب والزكاة بمقدار ٩٢ مليون ريال سعودي بعد استبعاد تأثير الضرائب على أعمال كريستل خارج المملكة. قد يؤدي هذا، إلى تخفيض نفقات الزكاة والضرائب إلى ٣٢١ مليون ريال سعودي في السنة المالية ٢٠١٩.

(٤) إعلان شركة ترونوكس عن صافي خسارة بقيمة ٧ مليون دولار أمريكي في العام ٢٠١٨ و ٣٤ مليون دولار أمريكي في الربع الأول ٢٠١٩، بينما من المتوقع أن تساهم أعمال شركة ترونوكس بصافي ربح ما بين ١٢٠ إلى ١٥٠ مليون ريال سعودي لشركة التصنيع في ٢٠١٩، يمكن تعريفها كحصة من نتائج شركة زميلة نتيجة ملكية بنسبة ١٩% في ترونوكس. على الرغم من أن الشركة تمتلك فقط حصة بنسبة ١٩% في ترونوكس، قد يكون لتأثيرها الكبير على ترونوكس ومقعدن في مجلس إدارة الشركة مبرراً باعتبار ترونوكس كشركة زميلة وفي نفس الوقت عكس حصة أرباحها على قائمة الدخل للتصنيع. إضافة إلى ذلك، فإن أعمال كريستل وترونوكس المشتركة ستدعم النمو طويل الأجل لإيرادات التشغيل الأخرى للشركة، حيث أن الصفقة ستساعد في خلق أعمال متكاملة والتكامل بين ترونوكس وكريستل.

(٥) تخطط الشركة لتخفيض تعرضها إلى صناعة التيتانيوم في نموذج أعمالها الكلي بسبب الضعف الكبير في هامش إجمالي الربح، حيث تتيح هذه الاتفاقية الفرصة لتوسيع هامش إجمالي الربح إلى ٤٤,٧٪ بدلا من ٢٦,٧٪ خلال السنة المالية ٢٠١٨. ستكون شركة التصنيع قادرة على التركيز في الأعمال ذات هوامش الربح المرتفعة وخلق قيمة أعلى من خلال إستراتيجية توسيع أعمال الشركة الأساسية (البتروكيماويات).

(٦) شهدت الشركة اختلاف في صافي الربح نتيجة لانخفاض أثر حقوق الأقلية على الأداء الكلي على أداء الشركة باعتبار أن شركة كريستل لم تعد تابعة لها. قمنا بمراجعة توقعاتنا لحقوق الأقلية التي ارتفعت من ٥٣ مليون ريال سعودي لتصل إلى ٥٤٠ مليون ريال سعودي خلال السنة المالية ٢٠١٩ من ٥٩٣ مليون ريال سعودي قبل عقد الصفقة.

(٧) قد يتم توزيع أرباح على المساهمين خلال السنة المالية ٢٠٢٠ لأول مرة منذ العام ٢٠١٥، بدعم من متوسط التدفق النقدي الحر بقيمة ١,٢ مليار ريال سعودي المتوقع خلال الأربع سنوات قادمة وانخفاض الديون في المركز المالي والنقد الحالي المتوفر بقيمة ٢,٩ مليار ريال سعودي.

مساهمة مشروع التيتانيوم الإسفنجي بمبلغ ٦٥ مليون ريال سعودي في السنة المالية ٢٠٢٠: تمتلك شركة مجمع صناعات المعادن المتطورة، مملوكة مناصفة بين التصنيع وكريستل، حصة ٦٥٪ من مشروع التيتانيوم الإسفنجي؛ وتمتلك حصة ٣٥٪ المتبقية شركة توهو تيتانيوم اليابانية، سينتج المشروع، الذي يقع في مدينة ينبع الصناعية، مبدئيا ١٥,٦٠٠ طن سنويا من التيتانيوم النقي. سيقوم مصنع كريستل لثاني أكسيد التيتانيوم بتزويد المشروع بالمواد الأولية لإنتاج التيتانيوم الإسفنجي. نعتقد أن بيع أصول كريستل سيقلل من ملكية الشركة في المشروع إلى ٣٢,٥٪ من ٥٨٪. إضافة إلى ذلك، تشير توقعاتنا الأولية إلى أن المشروع سيدعم بشكل طفيف أرباح التصنيع بقيمة ٦٥ مليون ريال سعودي في السنة المالية ٢٠٢٠، على عكس مصهر جازان، الذي نتوقع أن يكون له تأثيره بسيط على شركة التصنيع الوطنية.

النظرة العامة والتقييم: بلغ دخل التصنيع من الشركات الزميلة في الربع الأول ٢٠١٩ ما يقارب ٣٤٧,٢ مليون ريال سعودي، بانخفاض ٣,٨٪ فقط عن ذات الربع من العام السابق بسبب تحسن معدلات التشغيل والكفاءة الإنتاجية بالرغم من انخفاض أسعار بيع المنتجات بشكل ملحوظ. على العكس من تكلفة الإنتاج، تراجعت المصاريف التشغيلية (مصاريف البيع والعمومية والإدارية) بمعدل ١٩,٣٪ عن ذات الربع من العام السابق إلى ٣٩٢ مليون ريال سعودي من ٤٨٦ مليون ريال سعودي، بدعم من الانخفاض الكبير في المصاريف الإدارية. نتوقع استقرار سوق التيتانيوم خلال العام ٢٠١٩ بعد التحسن الملحوظ خلال السنة المالية ٢٠١٨. عموما، تعزى أسباب بيع شركة كريستل إلى كل من الدين المرتفع والتقلبات الشديدة السابقة في سوق التيتانيوم. نعتقد أن التصنيع في مكانة جيدة لرفع نمو المبيعات من خلال توسيع أعمال الشركة الأساسية، حيث انعكست كفاءة الإنتاج ومعدل التشغيل في قطاع البتروكيماويات بشكل إيجابي على المبيعات خلال النصف الثاني ٢٠١٨ والتي من المتوقع أن ترتفع في السنة المالية ٢٠١٩. يعتمد ارتفاع وانخفاض المخاطر بشكل رئيسي على اتجاه الاقتصاد العالمي والعلاقات التجارية بين الولايات المتحدة والصين. قد يؤدي انخفاض تكلفة التمويل وتكاليف الضريبة عن المتوقع إلى الارتفاع عن التقييم الحالي، بينما يشكل كل من زيادة تأثير المبيعات والهوامش بسبب التوتر حول التجارة العالمية وتراجع كفاءة الإنتاج عن المتوقع من مخاطر انخفاض التقييم الرئيسية. يتم تداول سهم الشركة عند مكرر ربحية لفترة ١٢ شهر بمقدار ١٢,٩ مرة بناء على توقعاتنا لصافي ربح السنة المالية ٢٠١٩، مقابل متوسط الشركات المحلية بمقدار ١٤,٨ مرة. نحدث من توصيتنا لسهم الشركة على أساس "محايد" مع تعديل السعر المستهدف إلى ١٨,٥ ريال سعودي.

قمنا بتقييم التصنيع بوزن نسبي ٥٠٪ للتقييم على أساس خصم التدفقات النقدية (نمو مستدام بنسبة ٢,٢٪ ومعدل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ٨,٤٪)، ووزن نسبي ٢٥٪ لكل من مكرر الربحية المتوقع للعام ٢٠١٩ عند ١٤,٨ مرة ومكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء المتوقع للعام ٢٠١٩ عند ٩,٧ مرة، لتتوصل بذلك إلى سعر مستهدف بقيمة ١٨,٥ ريال سعودي للسهم، أعلى من السعر الحالي بحدود ٨,٨٪.

الجدول ٢: تقييم التصنيع على أساس قيمة المنشأة إلى EBITDA

بالمليون ريال سعودي ما لم يحدد بخلاف ذلك	متوسط قيمة القطاع إلى EBITDA	قيمة الشركة الكاملة	النقد	القروض	حقوق الأقلية	حصة التصنيع بنسبة ١٩٪ من ترونوكس (ريال سعودي)	قيمة الشركة إلى EBITDA على أساس صافي القيمة	عدد الأسهم القائمة (مليون سهم)	السعر المستهدف في ١٢ شهرا على أساس قيمة الشركة إلى EBITDA
٩,٧	٥٧٢	٣٥٨,٨٠٠	٢,٩٠٠	(٨,١٣٠)	٣,٤٥٣	٦,٤٣٧	١٠,٦٤٢	٦٦٨,٩	١٥,٩

الجدول ٢: تقييم ترونوكس على أساس قيمة المنشأة إلى EBITDA

بالمليون دولار أمريكي ما لم يحدد بخلاف ذلك	متوسط قيمة القطاع إلى EBITDA	قيمة الشركة الكاملة	النقد	القروض	حصة التصنيع بنسبة ١٩٪ من ترونوكس	حصة التصنيع بنسبة ١٩٪ من ترونوكس (ريال سعودي)	قيمة الشركة إلى EBITDA على أساس صافي القيمة
١٠,٢	١١,١٣٥,٠	١,٠٣٤,٠	(٣,١٣٤,٠)	١,٧١٦,٧	٦,٤٣٧,٤	٦,٤٣٧	٦,٤٣٧

المصدر: الجزيرة كابيتال

الشركة	الرمز	مكرر الربحية	قيمة الشركة إلى EBITDA	القيمة السوقية (مليون ريال سعودي)
يتبع الوطنية للبتروكيماويات	YANSAB AB Equity	١٦,٦	١٠,٨	٣٨,١٩٤
كيان السعودية للبتروكيماويات	KAYAN AB Equity	١٤,٧	٨,٦	١٨,٩٠٠
الوطنية للبتروكيماويات - بتروكيم	PETROCH AB Equity	١١,٤	٧,٠	١٢,٧٩٢
المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	SIIG AB Equity	١٠,٢	٧,٨	١١,٧٠٠
المتقدمة للبتروكيماويات	APPC AB Equity	١٤,٩	١٢,٣	١١,٦٥٠
التصنيع الوطنية	NIC AB Equity	٩,٧	١٣,٠	١١,٢٢٤
الصحراء للبتروكيماويات	SPC AB Equity	١٢,٨	-	٧,٦٠٩
اللجين	ALCO AB Equity	-	-	١,٥٥٠
كيماويات الميثانول	CHEMANOL AB Equity	٢٤,٣	٨,٠	١,١١٤
نما للكيمياويات	NAMA AB Equity	-	١١,٤	٥٧٢
السعودية للصناعات الأساسية - سابك	SABIC AB Equity	١٨,٥	٨,١	٣٥٨,٨٠٠
المتوسط (بما فيها التصنيع)		١٤,٨	٩,٧	

المصدر: بلومبرغ والجزيرة كابيتال

الجدول ١: التقييم بخصم التدفقات النقدية

خصم التدفق النقدي الحر إلى قيمة الشركة منذ بداية العام حتى شهر ديسمبر (مليون ريال سعودي)	٢٠١٩	٢٠٢٠	٢٠٢١	٢٠٢٢	٢٠٢٣	القيمة النهائية
التدفق النقدي الحر	١,٢٢٧	١,١٣٤	١,٢٩٩	١,٢٢٧	١,١٧٤	١٩,٣٥٨
معامل بيتا	١,١	١,١	١,١	١,١	١,١	١,١
القروض / (القروض + حقوق الملكية)	٠,٤	٠,٤	٠,٤	٠,٤	٠,٤	٠,٤
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال	٨,٤٪	٨,٤٪	٨,٤٪	٨,٤٪	٨,٤٪	٨,٤٪
فترة الخصم	٠,٦٧	١,٦٧	٢,٦٧	٣,٦٧	٤,٦٧	٥,٦٧
عامل الخصم على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال	١,٠	٠,٩	٠,٨	٠,٨	٠,٧	٠,٧
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة	١,١٦٣	٩٩٢	١,٠٤٧	٩١٣	٨٠٦	١٣,٢٨٧

إجمالي العوائد

قيمة الشركة	١٨,٢٠٧
يطرح منها: القروض	٨,١٣٠
يضاف: النقد	٢,٩٠٠
قيمة حقوق المساهمين	١٢,٩٧٧
عدد الأسهم القائمة (مليون سهم)	٦٦٨,٩
القيمة العادلة (ريال سعودي للسهم)	١٩,٤
السعر الحالي (ريال سعودي للسهم)	١٦,٧٨
التغير المتوقع في سعر السهم	١٥,٦٪

المصدر: الجزيرة كابيتال

الجدول ٣: الوزن النسبي للتقييمات

التدفقات النقدية المخصومة	ريال سعودي للسهم	الوزن النسبي
١٩,٤	١٩,٤	٥٠,٠٪
قيمة الشركة إلى EBITDA	١٥,٩	٢٥,٠٪
مكرر ربحية بمقدار ١٤,٨ مرة	١٩,٤	٢٥,٠٪
السعر المستهدف خلال ١٢ شهرا القادمة بالوزن المرجح لمنهجيات التقييم (ريال سعودي للسهم)	١٨,٥	

المصدر: الجزيرة كابيتال

بناء على تقييم خصم التدفقات النقدية للبيانات المالية بعد الصفقة، نتوقع تراوح معدل الفروض إلى حقوق الملكية من ٤٠٪ إلى ٦٠٪ والذي يعكس الهيكل الرأسمالي المتوقع لشركة التصنيع، لتكون تكلفة العائد المطلوب على حقوق الملكية بنسبة ١٠,٩٪ وتكلفة القروض بنسبة ٤,٥٪ ومتوسط مرجح لتكلفة رأس المال بنسبة ٨,٤٪. في احتساب القيمة المستدامة، نتوقع معدل نمو طويل المدى بنسبة ٢,٢٪، نتج عن طريقة خصم التدفقات النقدية إلى تقييم عادل للسهم عند ١٩,٤ ريال سعودي.

نتوقع ربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والإطفاء للسنة المالية ٢٠١٩ بقيمة ٦١٦,٦ مليون ريال سعودي وعند ضربه بمتوسط القطاع عند ٩,٧ مرة نتوصل إلى قيمة عند ١٠,٦٤ مليار ريال سعودي أو ما يعادل ١٥,٩ ريال سعودي للسهم (بعد تعديل صافي القروض والنقد وإضافة ١٩٪ من ملكية التصنيع في شركة ترونوكس).

بناء على مكررات التقييم، تم احتساب تداول سهم الشركة بمكرر ربحية متوقع للسنة المالية ٢٠١٩ عند ١٤,٨ مرة، بالتوافق مع متوسط القطاع ليبلغ السعر العادل عند ١٩,٤ ريال سعودي للسهم والذي يعتبر مبررا في نظرنا بسبب انخفاض علاوة مخاطر القروض وتحسن الهامش بشكل كبير.

قمنا بتقييم التصنيع بوزن نسبي ٥٠٪ للتقييم على أساس خصم التدفقات النقدية (نمو مستدام بنسبة ٢,٢٪ ومعدل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ٨,٤٪)، ووزن نسبي ٢٥٪ لكل من مكرر الربحية المتوقع للعام ٢٠١٩ عند ١٤,٨ مرة ومكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء المتوقع للعام ٢٠١٩ عند ٩,٧ مرة، لتتوصل بذلك إلى سعر مستهدف بقيمة ١٨,٥ ريال سعودي للسهم، أعلى من السعر الحالي بحدود ٨,٨٪.

تعد شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) الذراع الاستثماري لبنك الجزيرة، وهي شركة سعودية مساهمة مغلقة متخصصة في أعمال الأوراق المالية، وملزمة 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 استثمارية 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 عموماً 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 خسارة 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 باتفاقيات 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 مغلقة مرخصة من هيئة السوق المالية ترخيص رقم (٧٦٠٧-٠٧-٣٧)

www.aljziracapital.com.sa | ٨٠٠ ١١٦ ٩٩٩٩