



إدارة البحوث

Prithish K. Devassy, CFA

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

السعر المستهدف
السعر الحالي
23.00
16.60
36.1% أعلى من الحالي
بتاريخ 24/10/2018

التصنيف الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

شركة التصنيع الوطنية (تصنيع)

رجح التشغيل متوافق مع التقديرات؛ أبقينا على تقييمنا متضمنا التوصية بزيادة المراكز

جاءت إيرادات تصنيع (5.1% على أساس سنوي) أقل بشكل طفيف من تقديراتنا، ومن المحتمل أن يكون السبب الرئيسي في ذلك معدلات التشغيل وأسعار ثاني أكسيد التيتانيوم المنخفضة. وقد نتج عن ذلك انخفاض هامش الربح الاجمالي (26.7% أقل من تقديراتنا التي بلغت 29.1%) ويعزى ذلك الى تعزيز الربح التشغيلي نظرا لطبيعة التكاليف الثابتة في معظمها. بيد أن الأداء الذي كان أفضل من التوقعات للشركات التابعة الرئيسية، ساعد جزئيا في تعويض انخفاض الربح الاجمالي عن التوقعات عند المستوى التشغيلي، رغم أن بعض الرسوم الناجمة عن انخفاض قيمة بعض الأصول. وقد سجل سعر السهم انخفاضا بنسبة 24% تقريبا منذ يونيو 2018 بسبب (أ) المخاوف من احتمال عدم المضي قدما في صفقة ترونوكس (ب) الانخفاض المحتمل في أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم نظرا لأنه عبارة عن سلعة مرتبطة بنمو الناتج المحلي الاجمالي العالمي (ج) تأثير تعزيز الربح التشغيلي عند انخفاض أسعار المنتجات. ورغم أن أننا ربما نشهد بعض الانخفاض في أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم وأسعار المنتجات البتروكيماوية في الربع الرابع، فإن الانخفاض في سعر السهم ليس له ما يبرره في رأينا. إننا نعتقد أن بيع ترونوكس غير هام نظرا لأن الصفقة قد تم الاعلان عنها عندما كانت أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم منخفضة عند مستوى 2,460 دولارا للطن وبالتالي فقد كانت الشركة في وضع ضعيف نسبيا. أما الآن، ومع الارتفاع في أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم (متوسط الأسعار للربع الثالث: 3,129 دولار للطن)، فقد بدأت الشركة في تحقيق تدفقات نقدية حرة جيدة (1.5 مليار ريال في النصف الأول 2018 وحده). وفي أرباح السنة الأربعة الأخيرة، تم دفع مبلغ 3,5 مليار ريال تقريبا لتسديد رسوم الفائدة/ الدين/ الالتزامات ومن المحتمل أن يؤدي ذلك الى خفض رسوم الفائدة أيضا خلال السنوات القادمة. وهناك مخاطر اضافية تتمثل في انخفاض قيمة الاصول في العديد من الشركات التابعة ولكن من غير المرجح أن يؤدي ذلك الى تغيير التقييمات. لقد قمنا بخفض تقديراتنا لأسعار ثاني أكسيد التيتانيوم، ونتج عن ذلك خفض سعرنا المستهدف لسهم الشركة الى 23 ريال (26 ريال للسهم سابقا) بناء على تقييمنا الذي يمزج بأوزان متساوية بين طريقة التدفقات النقدية المخصومة و التقييم النسبي (مكرر ربح يبلغ 12 مرة بناء على ربح السهم التقديري لعام 2019) ولكننا أبقينا على تقييمنا للشركة متضمنا التوصية بزيادة المراكز في سهمها.

الشكل 1 مختصر أرباح شركة التصنيع للربع الثالث 2018.

(SAR mn)	Q3 2017	Q2 2018	Q3 2018	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est	Comments
Revenue	2,759	2,991	2,901	5.1%	-3.0%	3,032	Below our estimate of SAR3,032mn (consensus: SAR2,946mn), largely due to lower-than-expected sales volume and TIO2 prices.
Gross profit	537	871	773	44.1%	-11.2%	883	Higher-than-expected production costs led to miss at the gross profit level.
Gross margin	19.5%	29.1%	26.7%			29.1%	
Operating profit	557	786	682	22.5%	-13.2%	732	Further, the company could have impaired its 13% direct stake in SAAC, leading to slight miss at operating level.
Operating margin	20.2%	26.3%	23.5%			24.2%	
Net profit	192	396	259	35.4%	-34.5%	365	Higher-than-expected non-operating expenses along with weaker sales volume dragged bottom-line below our estimate of SAR365mn (consensus: SAR345mn)
Net margin	6.9%	13.2%	8.9%			12.1%	

الاستنتاجات الرئيسية من نتائج الربع الثالث:

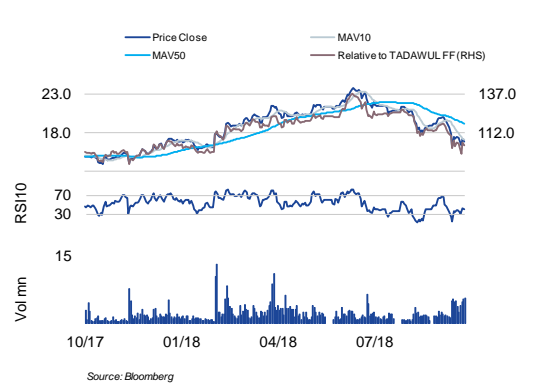
- بينما ظلت أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم في القارة الآسيوية بدون تغيير على أساس ربعي، فقد شهدت تصنيع انخفاضا في متوسط أسعار بيع ثاني أكسيد التيتانيوم المحققة، ويمكن أن يعزى ذلك الى عامل منح الحسومات على الأسعار. وبالإضافة الى ذلك، فإن الطلب الكلي لثاني أكسيد التيتانيوم ربما يكون قد انخفض في الربع الثالث، كما يدل على ذلك حجم المبيعات المنخفض خلال الربع.
- نلاحظ أن الربح الاجمالي للشركة قد ارتفع في معظمه من الربع الثاني 2016 حتى الربع الثاني 2018، وكان مدعوما بدرجة كبيرة بالارتفاع المستمر في أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم، الى جانب دعمه أيضا بتعزيز الربح التشغيلي بصورة أفضل. بيد أن حجم المبيعات المنخفض في ظل أسعار البيع المحققة الضعيفة، أدت الى القضاء على الفوائد المتحققة من تعزيز الربح التشغيلي خلال الربع، ونتج عن ذلك حدوث انخفاض في الربح الاجمالي.



Price Close
MAV50
MAV10
Relative to TADAWUL FF (RHS)



RSI(10)
Volume



Source: Bloomberg

الأرباح

(SARmn)	2017	2018e	2019e
Revenue	10,796	11,646	11,431
Y-o-Y	25.3%	7.9%	-1.9%
Gross profit	2,104	3,275	3,057
Gross margin	19.5%	28.1%	26.7%
Net profit	716	1,338	1,120
Y-o-Y	NM	86.9%	-16.4%
Net margin	6.6%	11.5%	9.8%

EPS (SAR)	1.07	2.00	1.67
DPS (SAR)	-	-	-
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%
P/E (Curr)	15.8x	8.4x	10.1x
P/E (Target)	21.5x	11.5x	13.7x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



- اننا نعتقد أن الشركة كان بإمكانها خفض قيمة حصتها المباشرة البالغة 13% (من المحتمل أن تبلغ 57 مليون ريال، وفقا لتقديرنا الأولية) في الشركة السعودية لحامض الاكربليك المحدودة SAAC خلال الربع. وتملك تصنيع حصة غير مباشرة أخرى تبلغ 39% في SAAC من خلال حصتها التي تبلغ 60.45% في شركة التصنيع والصحراء للأوليفينات TSOC، التي لا يزال يتعين خفض قيمتها بواسطة TSOC ، في رأينا. ونشير هنا الى أن شركة الصحراء للبتر وكيموايات قد خفضت بالفعل كامل حصتها (43% حصة مباشرة + غير مباشرة) في SAAC مما نتج عنه خسائر انخفاض قيمة أصول بلغت 190 مليون ريال في الربع الثاني 2018. وبالإضافة الى ذلك، هناك المزيد من الفرص لعمليات خفض اضافية لقيمة الاصول في المستقبل اذا اختارت TSOC خفض حصتها في الشركة السعودية لحامض الاكربليك، بيد أن توقيت القيام بذلك غير مؤكد.
- فيما يتعلق بإحدى الشركات في مجمع الاكربليك، فرضت تصنيع مخصصا لتمويل التزاماتها، مما نتج عنه زيادة بعض المصروفات الأخرى خلال الربع.

التقييم والمخاطر : يتداول سهم الشركة حاليا عند مكرر ربح يبلغ 8.4 مرة و 10.1 مرة بناء على تقديرنا لربح السهم لعامي 2018 و 2019، على التوالي، أي أقل من متوسطه التاريخي (13.8 مرة) وكذلك من متوسط مكرر الربح للأسهم السعودية النظرية له (13.5 مرة). وعقب مراجعتنا وخفضنا لتقديرنا، ويعزى ذلك أساسا الى التقديرات المنخفضة لأسعار ثاني أكسيد التيتانيوم، قمنا بخفض سعرنا المستهدف للسهم الى 23 ريال (26 ريال للسهم سابقا) بناء على تقييمنا الذي يمزج بأوزان متساوية بين طريقة التقييم النسبي (22.6 ريال للسهم بناء على مكرر ربح تقديري لفترة الاثني عشر شهرا القادمة يبلغ 12.0 مرة) والتقييم على أساس التدفقات النقدية المخصوصة (23.5 ريال للسهم بناء على تدفقات نقدية حرة، تكلفة رأس مال يبلغ 11.7%) ولكننا أبقينا على تصنيفنا الإيجابي للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها. وتشمل المخاطر الرئيسية لاحتمال انخفاض سعر السهم عن تقديرنا، حدوث انخفاض في أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم، شطب الشهرة للشركة، ارتفاع سعر الاقراض بين البنوك السعودية (السايبور) ، اغلاق بعض مصانع البتر وكيموايات، بينما ربما ترتبط عوامل مخاطر ارتفاع سعر السهم عن التقديرات، باستمرار الارتفاع في أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم وتحقق شركات تصنيع الزميلة لمستويات أداء أفضل.



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 وآراء، 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 وإرادة 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 لاستخدامها 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 الاسهم 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 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.

2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: يوصى 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