



إدارة البحث

Prithish K. Devassy, CFA

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

## شركة التصنيع الوطنية

الشركات الزميلة تسهم في تجاوز أرباح الربع الثالث للتوقعات ؛ رفعتنا سعر السهم المستهدف إلى 15 ريال

أعلنت تصنيع عن تحقيق أرباح للربع الثالث بلغت 192 مليون ريال ، أي بأكثر من الضعف على أساس ربعى وأعلى بكثير من تقديراتنا ( 122 مليون ريال ) ومن متوسط تقييرات المحللين ( 132 مليون ريال). ومن المرجح أن يكون السبب الرئيسي وراء ذلك ، هو الارتفاع الحاد في الربح من الشركات الزميلة ( وصفة خاصة SEPC ) إلى 400 مليون ريال مقابل توقعاتنا التي أشارت إلى 287 مليون ريال. وإذا كان قد قمنا بتعديل تقديراتنا لاستيعاب ذلك ، فربما كانت أرقامنا متوافقة بشكل عام مع الأرقام الفعلية المعلنة، مما يشير ضمنا إلى أن العمليات الرئيسية لتصنيع ، المتمثلة في أعمالها في ثانى أكبر التيتانيوم ، كانت متوافقة مع تقديراتنا. ونطرا للأداء التشغيلي القوي للشركة في الربع الثالث في ظل ارتفاع أسعار ثانى أكبر التيتانيوم وتحسين أداء الشركات الزميلة، فقد قمنا برفع تقديراتنا مما أدى إلى تعديل السعر المستهدف للسهم إلى 15.0 ريال بناء على طريقة تقييم تجزء بأوزان متساوية بين طريقة التدفق النقدي المخصوم وطريقة التقييم النسبي. إننا لا نتوقع أن تقوم الشركة بعمل توزيعات أرباح حتى عام 2018 نظرا لحاجم ديونها وموقفها من حيث التدفق النقدي ، الا اذا ارتفعت أسعار ثانى أكبر التيتانيوم بشكل كبير.

**التعديل في تقديراتنا:** بعد الأداء التشغيلي القوي للربع الثالث، فقد قمنا برفع تقديراتنا لاستيعاب التحسن في مستويات كفاءة التشغيل في مصانع الشركة الخاصة بها ، وفي مصانع الشركات الزميلة ، على حد سواء. وقد رفعتنا هامش الربح التشغيلي القابل للاستقرار للحدى البعيد إلى متوسط يبلغ 15.9% ، أي أعلى بمقدار 240 نقطة أساس تقريباً من تقديراتنا السابقة. إننا لا نزال نفترض حدوث ارتفاع متوازن في أسعار ثانى أكبر التيتانيوم ، التي لا تزال دون مستوىها التاريخي.

**التقييم:** يتداول سهم الشركة حاليا عند مكرر ربح يبلغ 16.3 مرة على أساس تقديرنا لربح السهم لعام 2018، أي أعلى من الأسهم السعودية النظيرة له. وبعد تعديل تقديراتنا ، فقد قمنا برفع سعرنا المستهدف للاثني عشر شهراً إلى 15.0 ريال للسهم ، بناء على طريقة تقييم تجزء بأوزان متساوية بين طريقة التدفق النقدي المخصوم وطريقة التقييم النسبي ، ولكننا أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها. وبالنسبة للتقييم النسبي ، فقد استخدمنا مكرر ربح مستقبلي تقديرى للاثني عشر شهرا القادمة يبلغ 14 مرة ( أعلى مقارنة بمكرر الربح للأسمم المماثلة وبالمستويات التاريخية ، نظرا لأن ربح السهم يشهد ارتفاعاً من قاعدة مقارنة منخفضة ، وقد أخذنا في الاعتبار الارتفاع المتوسط في أسعار ثانى أكبر التيتانيوم).

**المخاطر:** تتمثل المخاطر الرئيسية لارتفاع سعر السهم عن تقديراتنا ، في بيع حصة تصنيع في شركة كريستال ، وحدث ارتفاع في أسعار ثانى أكبر التيتانيوم ، وببيع مصنع الشركة في جيزان، وتحقق تدفقات نقية أعلى من التوقعات من بيع أصول في الشركات غير المربحية ، بينما تتمثل مخاطر انخفاض سعر السهم عن تقديراتنا في ضعف فروقات أسعار المنتجات ، وحدث ارتفاع في سعر الاقراض بين البنوك السعودية (السابور) ، وارتفاع تكاليف مصنع الشركة بجيزان بأعلى من التوقعات ، بالإضافة إلى حدوث انخفاض في أسعار ثانى أكبر التيتانيوم.

شكل 1: ملخص الأداء المالي لشركة التصنيع في الربع الثالث 2017

(SAR mn)	Q3 2016	Q2 2017	Q3 2017	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est	Comments
Revenue	2,080	2,667	2,760	32.7%	3.5%	2,855	Slightly missed on lower than expected sales volume
Gross profit	268	425	537	100.1%	26.3%	519	Marginal miss in top-line was completely offset by likely improvement in production efficiencies at Cristal.
Gross margin	12.9%	15.9%	19.4%			18.2%	
Operating profit	229	327	557	143.9%	70.3%	406	Higher associates income, particularly SEPC on improved sales volume and efficiencies led to overall operating margin expansion, beating our estimates at the operating level.
Operating margin	11%	12%	20%			14%	
Net profit	108	94	192	77.6%	104.7%	122	If we were to adjust for higher associates income, then earnings would have been beaten only by SAR16mn.
Net margin	5%	4%	7%			4%	

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

Market cap	87%	US\$3.717mn
1.3% أعلى من الحالي 24/10/2017 تاريخ	15.00 14.81	السعر المستهدف السعر الحالي

التصنيف الحالى
زيادة المراكز
المحافظة على المراكز
تخفيض المراكز

الأداء



Source: Bloomberg

(SARmn)	2016	2017e	2018e
Revenue	9,314	10,625	10,851
Y-o-Y	-38.5%	14.1%	2.1%
Gross profit	907	1,905	1,938
Gross margin	-59.0%	110.0%	1.8%
Net profit	145	564	607
Y-o-Y	NM	289.6%	7.7%
Net margin	1.6%	5.3%	5.6%
EPS (SAR)	0.22	0.84	0.91
P/E (Curr)		17.6x	16.3x
P/E (Target)		17.8x	16.5x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



## الإخلاء من المسئولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

### أخلاقيات من المسئولية

أعدت وثيقة البث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية" ، الرياض ، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عمالة شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها ، كلياً أو جزئياً ، أو بأي شكل أو طريقة ، دون موافقة كتابية مسبقة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح عنها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للأخرين بما تضمنه من معلومات وآراء ، 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 مختلطة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دققها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم آرای افتراضات أو ضمانات (صرحية أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تفتر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضمنة لها غرض محدد. ففيما يلي البث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط ، كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي واحد في هذه الوثيقة يشكل عرضاً أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بذلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وللبيان الغرض من هذه الوثيقة تقديم مذكرة شخصية في مجال الاستثمار ك أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يتسلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المنشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملائمة الاستثمار في أي أوراق مالية ، أو استثمار آخر أو أي 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 النطاق من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات ، إن وجود ، قد يتعرض للتقلبات وبيان سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في سعر الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيم ، أو النطاق الممتد من استثمارات معينة. وبناءً عليه ، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ذلك يكون أقل من مبلغ رأس المال المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون شركة الراجحي المالية أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها ( بما في ذلك مجلس البحوث ) مصلحة مالية في الأوراق المالية الجهة أو الجهات المصدرة لذلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة ، بما في ذلك المراكز طولية أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية ، وخيارات شراء الأسهم أو المفود 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 بإدارة الخدمات المصيرفة الاستثمارية أو غيرها من الأصول من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة ، 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 المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تضخم هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغير دون إشعار مسبق. وشركة الراجحي المالية لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديد المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو إنشاء أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كلياً أو جزئياً إلى أي جهة ، كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو إعدها للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقاماً في أي مكان أو دولة أو بلد أو جهة ولياقة أخرى ، حيثما تكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفًا للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بما تستحب تسجيل أو استيفاء أي شرط أو ترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية الضامنة.

### شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاثة طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتل لجميع الأسهم في إطار تطبيقها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير المتزممة باحکام الشريعة الإسلامية :

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

**"المحافظة على المراكز"** Neutral : تتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 10% دون سعر السهم الحالي و 10% فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

**"تحفيض 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.

**"السعر المستهدف"** Target price : قد يكون هذا السعر مطابقاً لقيمة العادلة للسهم المعنى ، ولكن قد لا يكون بالضرورة مملاً لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر السهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقاً الزمني. وفي مثل هذه الحالة ، تقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدرة لذلك السهم ، ونشر 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 يتتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

### للاتصال

مازن السيد يحيى  
مدير إدارة الأبحاث  
هاتف: +966 11 211 9449  
بريد الكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية  
ادارة 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