



US\$2.642bn Market cap 87% Free float US\$3.717mn Avg. daily volume

السعر المستهدف 15.00 السعر الحالي 14.81 1.3% أعلى من الحالي بتاريخ 24/10/2017

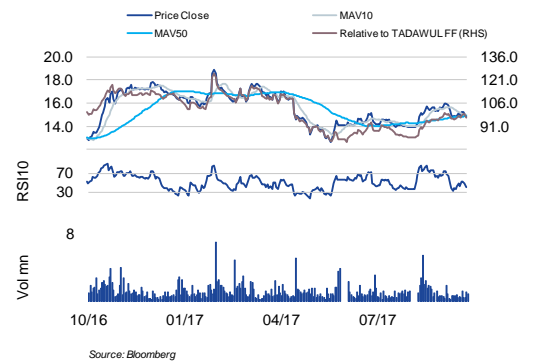
التصنيف الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

الأداء



الأرباح

(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

إدارة البحوث
Prithish K. Devassy, CFA

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

شركة التصنيع الوطنية

الشركات الزميلة تسهم في تجاوز أرباح الربع الثالث للتوقعات ؛ رفعنا سعر السهم المستهدف الى 15 ريال

أعلنت تصنيع عن تحقيق أرباح للربع الثالث بلغت 192 مليون ريال ، أي بأكثر من الضعف على أساس ربعي وأعلى بكثير من تقديراتنا (122 مليون ريال) ومن متوسط تقديرات المحللين (132 مليون ريال). ومن المرجح أن يكون السبب الرئيسي وراء ذلك ، هو الارتفاع الحاد في الربح من الشركات الزميلة (وبصفة خاصة SEPC) الى 400 مليون ريال مقابل توقعاتنا التي أشارت الى 287 مليون ريال. وإذا كنا قد قمنا بتعديل تقديراتنا لاستيعاب ذلك ، فربما كانت أرقامنا متوافقة بشكل عام مع الأرقام الفعلية المعلنة، مما يشير ضمنا الى أن العمليات الرئيسية لتصنيع ، المتمثلة في أعمالها في ثاني أكسيد التيتانيوم ، كانت متوافقة مع تقديراتنا. ونظرا للأداء التشغيلي القوي للشركة في الربع الثالث في ظل ارتفاع أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم وتحسن أداء الشركات الزميلة، فقد قمنا برفع تقديراتنا مما أدى الى تعديل السعر المستهدف للسهم الى 15.0 ريال بناء على طريقة تقييم تمزج بأوزان متساوية بين طريقة التدفق النقدي المخصوم وطريقة التقييم النسبي. إننا لا نتوقع أن تقوم الشركة بعمل توزيعات أرباح حتى عام 2018 نظرا لحجم ديونها وموقفها من حيث التدفق النقدي ، إلا إذا ارتفعت أسعار ثاني أكسيد 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 رفعنا هامش الربح التشغيلي القابل للاستمرارية للمدى البعيد الى متوسط يبلغ 15.9% ، أي أعلى بمقدار 240 نقطة أساس تقريبا من تقديراتنا السابقة. إننا لا نزال نفترض حدوث ارتفاع متوسط في أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم ، التي لا تزال دون مستوياتها التاريخية.

التقييم: يتداول سهم الشركة حاليا عند مكرر ربح يبلغ 16.3 مرة على أساس تقديراتنا لربح السهم لعام 2018، أي أعلى من الأسهم السعودية النظيرة له. وبعد تعديل تقديراتنا ، فقد قمنا برفع سعرنا المستهدف لثلاثي عشر شهرا الى 15.0 ريال للسهم ، بناء على طريقة تقييم تمزج 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 تقديري لثلاثي عشر شهرا القادمة يبلغ 14 مرة (أعلى مقارنة بمكرر الربح للأسهم المماثلة والمستويات التاريخية، نظرا لأن ربح السهم يشهد ارتفاعا من قاعدة مقارنة منخفضة ، وقد أخذنا في الاعتبار الارتفاع المتوسط في أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم).

المخاطر: تتمثل المخاطر الرئيسية لارتفاع سعر السهم عن تقديراتنا ، في بيع حصة تصنيع في شركة كريستال ، وحدث ارتفاع في أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم ، وبيع مصنع الشركة في جيزان، وتحقيق تدفقات نقدية أعلى من التوقعات من بيع أصول في الشركات غير المربحة ، بينما تتمثل مخاطر انخفاض سعر السهم عن تقديراتنا في ضعف فروقات أسعار المنتجات ، وحدث ارتفاع في سعر الإقراض بين البنوك السعودية (السابوير) ، وارتفاع تكاليف مصنع الشركة بجيزان بأعلى من التوقعات ، بالإضافة الى حدوث انخفاض في أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم.

شكل 1 : ملخص الاداء 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

الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

إخلاء 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، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع 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 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 غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضاً 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 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 المائي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ وأسماهم المستثمر أساساً. 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 بأداء 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 كلياً أو جزئياً 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 مواطناً أو مقيماً 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 مخالفاً 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 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، ونتوقع 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، ونتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقاً للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلاً 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 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 إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 211 9449

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