



إدارة البحوث

Prithish K. Devassy, CFA

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

14.00
-4.4% أقل من الحالي
بتاريخ 07/08/2019
14.64

السعر المستهدف
السعر الحالي

التصنيف الحالي

تخفيض المراكز | المحافظة على المراكز | زيادة المراكز

شركة التصنيع الوطنية (تصنيع)

الربع الثاني : مجموعة ضعيفة من النتائج؛ خفضنا سعرنا المستهدف للسهم الى
14 ريال

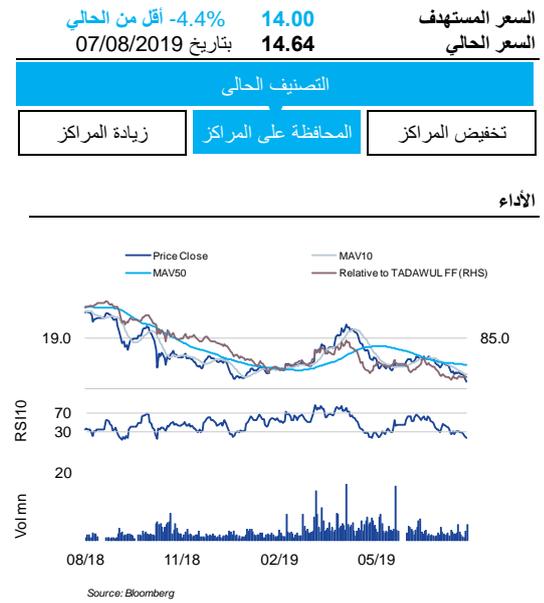
أعلنت تصنيع عن مجموعة ضعيفة من الأرقام للربع الثاني 2019، رغمًا عن توافق الإيرادات بدرجة كبيرة مع التقديرات (باستثناء كريستال ؛ 731 مليون ريال مقابل 716 مليون ريال متوقعة). ونلاحظ أن البنود المدرجة تحت بند الإيرادات لا يمكن مقارنتها بشكل دقيق مع تقديراتنا نظرا لبيع أصول ومطلوبات كريستال، بينما قمنا نحن بتضمينها في تقديراتنا للربع الثاني. وقد لاحظنا أداء ضعيفا من عمليات المنتجات البتروكيماوية ومن العمليات الانتاجية المساعدة في الربع الثاني. وبعد اغلاق صفقة كريستال في 10 أبريل 2019، فقد تحصلت الشركة على حصة تناسبية من عائدات الصفقة (بعد تعديلها لأغراض سعر الصرف الأجنبي) بلغت 8 مليار ريال تقريبا مقابل 7.5 مليار ريال تقريبا تمثل صافي قيمة الأصول التناسبية من قيمة كريستال، مما نتج عنه مكاسب معدلة للضرائب بلغت 508 مليون ريال. وبالإضافة الى ذلك، فقد شطبت الشركة ما قيمته 195 مليون ريال من الأصول المرتبطة بمشاريع معينة في شركة AMIC، نظرا لأن هذه المشاريع لم تعد ذات جدوى اقتصادية بعد اكتمال صفقة كريستال. وإذا كنا قد استبعدنا هذه البنود غير المتكررة، لأظهرت حسابات الشركة خسائر تبلغ 87 مليون ريال من المتبقي من اصولها (عمليات قطاع البتروكيماويات+ العمليات الثانوية) في الربع الثاني، أي أقل من توقعاتنا. وبعد اتمام الصفقة، انخفضت ديون تصنيع عن طريق تحويل كريستال (73% من اجمالي الإيرادات لعام 2018) ولديها الآن حجم دين منخفض (8 مليار ريال في الربع الثاني مقابل 15 مليار ريال في الربع الأول باستثناء قطاع البتروكيماويات). ولكن، مع الأخذ في الاعتبار أداء اصولها الأخرى المتبقية التي من المحتمل أن تظل تحت الضغوط في ظل ظروف السوق الحالية التي تتسم بالتحديات، فإن أداء الشركة في المستقبل، سوف يعتمد على شركاتها الزميلة، وخاصة شركتي SEPC و SPC اللتان تعتمدان أساسا على البوليمرات. وربما تظل شركة ترونوكس ذات تأثير سلبي على الشركة إذ أعلنت عن خسائر بلغت 62 مليون ريال في الربع الثاني من السنة الميلادية 2019. ووفقا لذلك، فقد بلغ سعرنا المستهدف لسهم الشركة 14 ريال للسهم كما جاء تصنيفنا للشركة محايدا متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها (التصنيف السابق كان ابقاء الشركة قيد الملاحظة).

الشكل 1 مختصر أرباح شركة التصنيع للربع الثاني 2019.

(SAR mn)	Q2 2018	Q1 2019	Q2 2019	Y-o-Y	Q-o-Q
Revenue	717	739	731	2.1%	-1.1%
Gross profit	100	119	88	-12.0%	-26.2%
Gross margin	13.9%	16.1%	12.0%		
Operating profit	252	304	6	-97.6%	-98.0%
Operating margin	35.2%	41.1%	0.8%		
Net profit	396	160	297	-25.0%	86.0%
Net margin	55.2%	21.6%	40.6%		

Source: Company data, Al Rajhi Capital

التقييم والمخاطر : لقد قيمنا شركة تصنيع باستخدام طريقة تقييم تستند على التدفقات النقدية المخصومة (10.75% تكلفة رأس مال و 4.5% تكلفة دين)، وتوصلنا الى سعر مستهدف للسهم بناء على الاثني عشر شهرا القادمة يبلغ 14.0 ريال/ السهم. وبعد صفقة كريستال وتحديثنا لنموذجنا الخاص بتحليل البيانات المالية التفصيلية، فقد قمنا بخفض تقديراتنا المستقبلية. ونتوقع أن تستمر الشركة خاضعة للضغوط في النصف الثاني 2019، ويعزى ذلك أساسا الى (1) أسعار البتروكيماويات المنخفضة (2) مستويات الكفاءة الانتاجية الضعيفة، و (3) استمرار الخسائر في ترونوكس. وتبعًا لذلك، فقد خصصنا تصنيفا محايدا للشركة. وتشمل المخاطر الرئيسية لاحتمال انخفاض سعر السهم عن تقديراتنا، حدوث انخفاض في أسعار البتروكيماويات، شطب أي أصل من الأصول، حدوث مزيد من الانخفاض في قيمة أصول الشركات الزميلة، ارتفاع أسعار الاقراض (الفائدة) بين البنوك السعودية (السايبور)، اغلاق بعض مصانع البتروكيماويات؛ بينما ربما ترتبط عوامل مخاطر احتمال ارتفاع سعر السهم عن تقديراتنا، باستمرار الارتفاع في أسعار البتروكيماويات وتحقيق أداء تشغيلي أفضل على صعيد شركات تصنيع الزميلة، الى جانب انخفاض الربح من الشركات التي لدى تصنيع أرباح أقلية فيها.



الأرباح

(SARmn)	2018*	2019e**	2020e
Revenue	11,439	2,865	2,959
Revenue growth	6.0%	NM	3.3%
Gross profit	3,059	329	355
Gross margin	26.7%	11.5%	12.0%
EBITDA	3,577	956	1,344
EBITDA margin	31.3%	33.4%	45.4%
Net profit	1,202	432	92
Net margin	10.5%	15.1%	3.1%
EPS (SAR)	1.8	0.6	0.1
DPS (SAR)	0.0	0.0	0.0
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA	5.0x	18.6x	13.2x
P/E	8.1x	22.7x	NM
ROE	9.4%	3.1%	0.6%

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، 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 ورد 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 ببدء 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 خسائر 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 أي معدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان موطنا أو مقما 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 الصعدي 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، وتوقع 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، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: يوصي محلونا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 6-9 شهورا. ويعبارة أخرى، فهم 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 مماثلا لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقا الزمنى. 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