

تغطية بحثية أولية

3 إبريل 2018

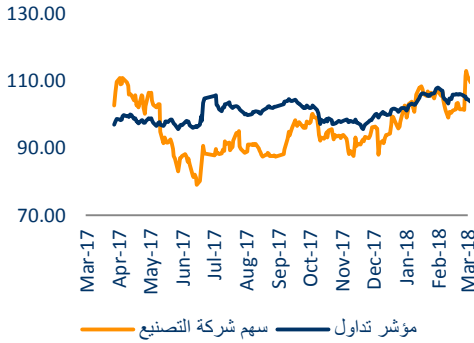
التوصية	محايد
سعر السهم الحالي (ريال)	19.8
السعر المستهدف (ريال)	18.6
نسبة الارتفاع / الهبوط	(6.0%)

في يوم 30 مارس من عام 2018

البيانات الأساسية (مصدر المعلومات: بلومبرغ)

رأس المال السوقي (مليار ريال)	13.3
أعلى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	20.30
أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	12.44
إجمالي عدد الأسهم المتداولة (مليار)	669
نسبة التداول الحر للأسهم (%)	86.9%

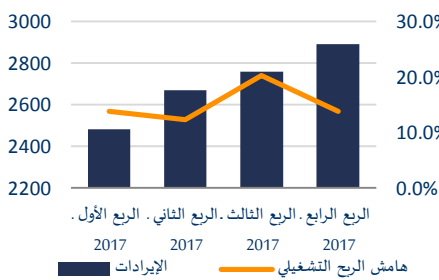
أداء سهم شركة التصنيع الوطنية مقابل مؤشر تداول (المعاد تقديره)



أداء السهم (%)	مطلق	نسبي
شهر واحد	10.1%	4.1%
6 شهور	27.1%	19.0%
12 شهر	13.4%	0.9%

الملاك الرئيسيين	%
المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية	8.69%
شركة المملكة القابضة	6.23%
شركة مؤسسة الخليج للاستثمار	5.58%

المبيعات ربع السنوية (مليار ريال) وهامش الربح التشغيلي



مصدر المعلومات: وكالة بلومبرغ، إدارة الأبحاث، شركة فالكم؛ البيانات في يوم 30 مارس 2018

ارتفعت مبيعات شركة التصنيع الوطنية (التصنيع) للسنة المالية 2017 بنسبة 25.3% على أساس سنوي إلى 10.8 مليار ريال، مدفوعةً بزيادة في متوسط أسعار البيع لمنتجات معينة مثل ثاني أكسيد التيتانيوم. كما ارتفع الدخل التشغيلي بنسبة 117.2% إلى 1.6 مليار ريال مقابل 0.7 مليار ريال في عام 2016، نتيجة للتحسن في الأداء التشغيلي بالإضافة إلى مبادرات تحسين مستويات التكلفة. وبلغ صافي ربح لشركة التصنيع خلال العام المالي 0.7 مليار ريال مقابل 0.1 مليار ريال في عام 2016، ويعزى هذا النمو إلى انخفاض الضرائب وارتفاع الإيرادات الأخرى. و الجدير بالذكر، أن الشركة تمكنت من تحقيق نتائج إيجابية على الرغم من ارتفاع مصروفات التمويل بسبب إعادة جدولة القروض وزيادة الخسائر المتعلقة بانخفاض القيمة.

على الرغم من أن الشركة سجلت نتائج إيجابية خلال السنة المالية 2017، إلا أننا نشك في معدلات النمو المستقبلية خاصةً بعد قيام شركة كريستال التابعة لها والمملوكة لها بنسبة 79% ببيع معظم أصولها التجارية من ثاني أكسيد التيتانيوم إلى شركة ترونوكس. ويشكل قطاع المواد الكيميائية التابع لشركة التصنيع، والذي ينتج ثاني أكسيد التيتانيوم، نسبة 74% من إجمالي إيرادات الشركة، وبعد إتمام الصفقة، ستنخفض الطاقة الإنتاجية بشكل كبير. ومع ذلك، فإن الصفقة ستعمل على تخفيض الميزانية العمومية للشركة. وبالتالي بالنظر إلى هذه الجوانب، ما زلنا نوصي بتوصية استثمارية "محايدة" على السهم حتى حدوث المزيد من التطورات.

الغموض يكتنف التوقعات حول شركة التصنيع على المدى الطويل بسبب صفقة شركة ترونوكس

وقعت شركة كريستال التابعة لشركة التصنيع إتفاقية مع شركة ترونوكس لبيع نشاطها التجاري في إنتاج ثاني أكسيد التيتانيوم مقابل مبلغ 3.27 مليار ريال سعودي نقدًا و حصة بنسبة 24% في الشركة المشتركة. وفي هذا الشأن، تعتقد إدارة شركة التصنيع أن الصفقة ستخفض من الميزانية العمومية للشركة، وتحول أصولها المتنوعة جغرافياً، وتساعد على التركيز على قطاع البتروكيماويات. ومع ذلك، بعد هذه الصفقة، ستنخفض الطاقة الإنتاجية لشركة كريستال إلى حدٍ كبير، مما قد يكون له تأثير مباشر على إيرادات الشركة. وعلاوةً على ذلك، من المتوقع أن تخضع الشركة للسيطرة المباشرة من قبل شركة ترونوكس، والتي تمتلك حصة بنسبة 76% في الكيان المشترك. ومن ثم، فإننا نؤمن بأنه في حالة إتمام الصفقة، فإن حالة من عدم اليقين قد تلوح في الأفق بشأن التوقعات طويلة الأجل لشركة التصنيع.

من غير المحتمل أن توزع أرباح في المستقبل القريب

لم تقوم الشركة بتوزيع أية أرباح منذ عام 2016 بسبب التزامات الدين المرتفعة والإنفاقات الرأسمالية على مصنع جازان. وتبلغ إجمالي قروض الشركة 15.6 مليار ريال في الميزانية العمومية. وحتى بعد استخدام العائدات (3.27 مليار ريال) من صفقة ترونوكس، سيظل هناك قدر كبير من الديون. ونعتقد أنه على الرغم من أن النفقات الرأسمالية للشركة قد لا تكون عالية كما كانت في الماضي، فإن معظم تدفقاتها النقدية التشغيلية ستستخدم في خدمة الديون، مما يترجم إلى عدم توزيع أرباح.

ارتفاع أسعار البروبيلين والبولي بروبيلين يدعم أعمال قطاع البتروكيماويات

تعتمد الشركة بشكل كبير على شركتيها التابعتين شركة بوليوليفين السعودية وشركة السعودية للإيثيلين والبولي إيثيلين في مجال البتروكيماويات. تنتج كل من الشركتين البروبيلين والبولي بروبيلين بالإضافة إلى الإيثيلين والبولي إيثيلين. ولأسبابنا أن ارتفاع أسعار البروبيلين و بولي بروبيلين بنسبة 22.11% و 9.8% سنويًا، على التوالي، في عام 2017، ساعد على زيادة الإيرادات لقطاع البتروكيماويات بنسبة 48.6% على أساس سنوي. وسيؤدي ارتفاع الطلب على البروبيلين والبولي بروبيلين من الصين وشبه القارة الهندية إلى زيادة الأسعار. ومن المتوقع أن يستفيد قطاع البتروكيماويات في شركة التصنيع من هذا الاتجاه.

توفر العمليات الفرعية من النشاط تنوع صناعي نحو القطاعات غير النفطية

تعد العمليات الفرعية في شركة التصنيع أعمالاً متنوعة، مثل إنتاج البطاريات السائلة والمنتجات البلاستيكية وكبريتات الصوديوم والرصاص. وقد ارتفعت إيرادات القطاع بنسبة 8.5% على أساس سنوي إلى 1.0 مليار ريال في عام 2017. ونحن نعتقد أن هذا القطاع من شأنه حماية الشركة في المستقبل ضد الانكماش الاقتصادي الناجم عن انخفاض أسعار النفط عالمياً.

التقييم: قمنا بتقييم شركة التصنيع الوطنية باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى قيمة عادلة قدرها 18.6 ريال للسهم. وقد إعتبرنا المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 8.2%، بمعدل نمو دائم قدره 2.0%.

	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
الإيرادات (مليار ريال)	10.8	11.3	11.4	11.5
الأرباح التشغيلية (مليار ريال)	1.6	1.9	2.0	2.0
نصيب السهم من الأرباح (ريال)	1.1	1.2	1.3	1.4
هامش الربح التشغيلي (%)	15.0%	16.7%	17.3%	17.8%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	1.3	1.1	0.9	0.8
العائد على حقوق الملكية (%)	6.1%	5.9%	5.8%	5.7%
مضاعف الربحية	15.2	16.7	15.3	14.2
مضاعف القيمة الدفترية	0.9	1.0	0.9	0.8
القيمة السوقية / صافي الربح قبل خصم	10.3	10.6	10.0	9.4
الفوائد والإهلاك والإستهلاك				

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، إدارة الأبحاث، شركة فالكم

3 إبريل 2018

تغطية بحثية أولية

ملخص التقييم

شرح منهجية التقييم والإفراضات

قمنا بتقييم شركة التصنيع الوطنية باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم و الذي يقدر بقيمة قدرها 18.6 ريال سعودي للسهم الواحد. و تم احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 8.2% مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0%. من الناحية النسبية، يتم تداول سهم شركة التصنيع الوطنية على مضاعف ربحية قدره 16.7 مرة (على أساس سنوي)، مما يمثل إرتفاعاً بنسبة 3.2% عن نظرائه في القطاع، وبارتفاع بنسبة 20.4% عن مؤشر "تداول" لجميع الأسهم.

2021 (متوقع)	2020 (متوقع)	2019 (متوقع)	2018 (متوقع)	2017	مليون ريال
2,128	2,045	1,961	1,882	1,624	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب
(200)	(187)	(174)	(160)	9	الضرائب
1,042	994	947	900	853	الإهلاك والاستهلاك والإضعاف
(86)	(110)	(85)	(201)	(202)	التغير في رأس المال العامل
(979)	(976)	(966)	(963)	(898)	صافي النفقات الرأسمالية
1,904	1,766	1,682	1,458	1,386	صافي التدفقات النقدية للشركة
0.7	0.8	0.9	0.9		معدل الخصم
1,417	1,422	1,465	1,374		القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة
5,677					صافي القيمة الحالية (أ)
31,328					القيمة النهائية
23,312					القيمة الحالية للقيمة النهائية (ب)
2.0%					معدل النمو الدائم المفترض
8.2%					معدل الخصم

28,989	القيمة العادلة للشركة (أ) + (ب)	افتراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
		المعدل الخالي من المخاطر 2.6%
2,535	إجمالي النقدية	علاوة تحمل المخاطر 9.2%
15,617	إجمالي الدين	معدل المخاطرة السوقية 1.1x
3,438	حقوق الأقلية	تكلفة حقوق الملكية 13.1%
12,469	قيمة حقوق الملكية (مليون ريال)	
669	إجمالي الأسهم (مليون سهم)	تكلفة الدين بعد احتساب الضرائب 4.5%
18.64	السعر المستهدف للسهم (ريال)	الوزن النسبي لحقوق الملكية في هيكل رأس المال 43.0%
19.82	سعر السهم الحالي (في يوم 30 مارس من عام 2018)	الوزن النسبي للدين في هيكل رأس المال 57.0%
(6.0%)	نسبة الارتفاع / الهبوط لسعر السهم الحالي	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال 8.2%

مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكم

المخاطر

المخاطر الصاعدة:

- سوف ينتج عن إرتفاع أسعار ثاني أكسيد التيتانيوم والبولي على نحو يتجاوز مستوى التوقعات إلى نمو الإيرادات بشكل أقوى من المتوقع.
- إرتفاع التدفقات النقدية على نحو يتجاوز مستوى التوقعات جراء بيع الأصول التجارية غير المرهبة.

المخاطر السلبية:

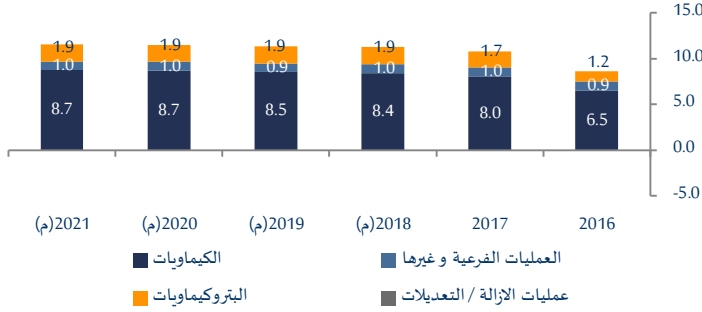
- في حالة إتمام الصفقة، قد تكون شركة ترونوكس هي المساهم الرئيسي في الكيان المشترك قد تقرر إغلاق بعض مصانع شركة كريستال.
- زيادة أسعار السايبور قد تزيد من تكلفة التمويل للشركة.
- قد تؤدي إرتفاع تكاليف التشغيل في مصنع جازان عما كان متوقعاً إلى الإضرار بهامش شركة التصنيع.

3 إبريل 2018

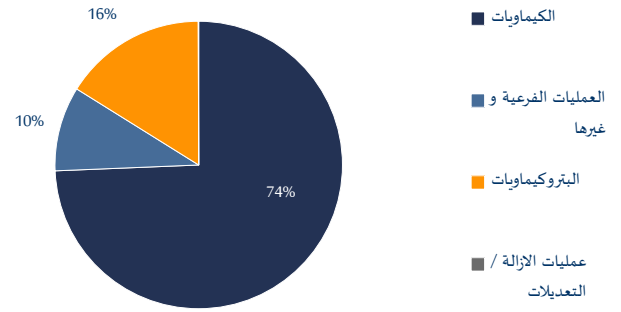
تغطية بحثية أولية

الرسومات البيانية الرئيسية

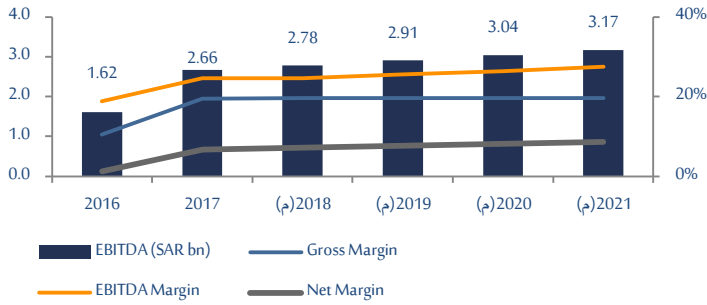
الإيرادات (مليار ريال)



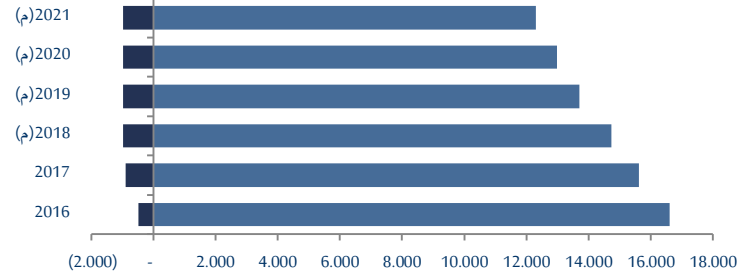
تقسيم الإيرادات (2017)



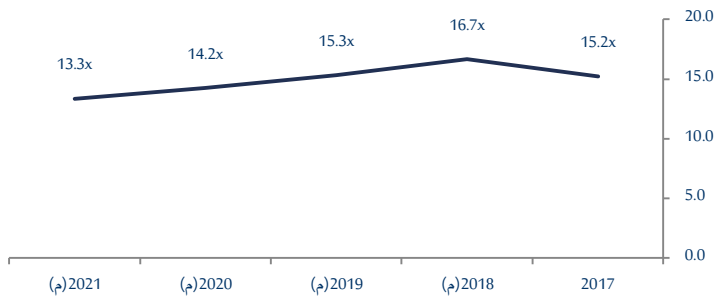
صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب وهوامش الربحية



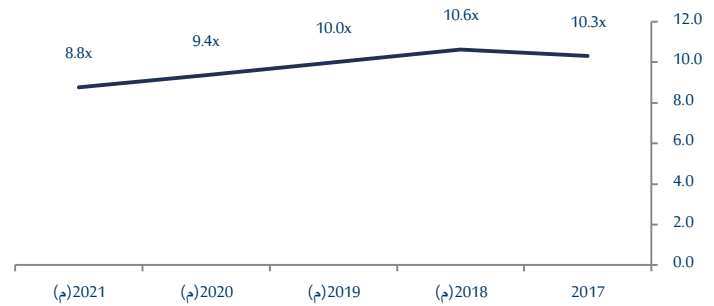
النفقات الرأسمالية وإجمالي الدين



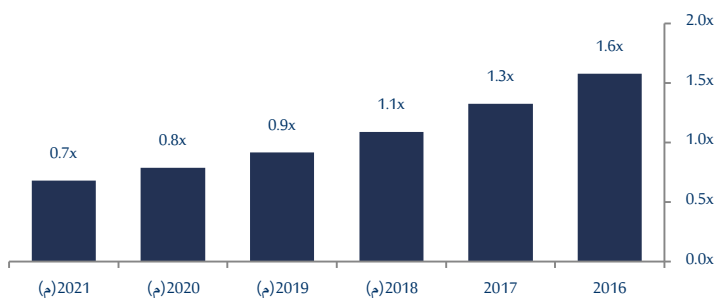
مضاعف الربحية



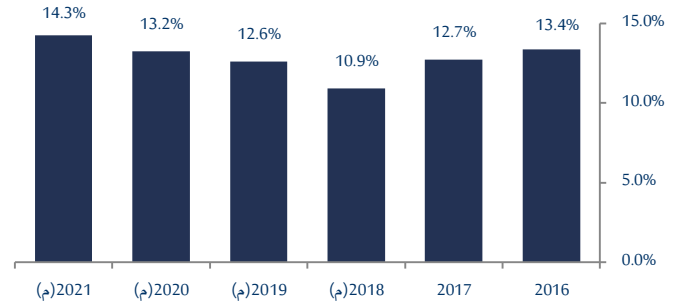
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب



الدين إلى الملكية



العائد على التدفقات النقدية الحرة



مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكم

3 إبريل 2018

تغطية بحثية أولية

ملخص الميزانيات

(م)2020	(م)2019	(م)2018	2017	معدلات النمو	(م)2020	(م)2019	(م)2018	2017	قائمة الدخل (مليون ريال)
1.3%	0.5%	4.6%	25.3%	الإيرادات	11,499	11,354	11,292	10,796	الإيرادات
4.5%	4.5%	4.5%	64.8%	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	2,258	2,224	2,206	2,104	مجمعل الربح
4.3%	4.2%	15.9%	117.2%	الربح التشغيلي	3,039	2,907	2,782	2,662	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك
7.6%	8.7%	26.9%	200.4%	صافي الربح قبل الضرائب	2,045	1,961	1,882	1,624	هامش الربح قبل خصم الفوائد والضرائب
7.6%	8.7%	12.0%	606.1%	صافي الربح	(587)	(620)	(666)	(706)	صافي الفائدة
(م)2020	(م)2019	(م)2018	2017	النسب (%)	246	243	242	231	أخرى
19.6%	19.6%	19.5%	19.5%	هامش مجمل الربح	1,704	1,584	1,458	1,149	صافي الربح قبل الضرائب
26.4%	25.6%	24.6%	24.7%	صافي الربح قبل خصم	(187)	(174)	(160)	9	الركاة
17.8%	17.3%	16.7%	15.0%	هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	(579)	(538)	(495)	(442)	الأقلية
8.2%	7.7%	7.1%	6.6%	صافي هامش الربحية	938	872	802	716	صافي الربح
5.7%	5.8%	5.9%	6.1%	العائد على حقوق المساهمين	1.4	1.3	1.2	1.1	نصيب السهم من الأرباح
6.7%	6.6%	6.4%	5.7%	العائد على رأس المال العامل	-	-	-	-	نصيب السهم من توزيعات الأرباح
2.6%	2.5%	2.3%	2.1%	العائد على الأصول					
0.79	0.92	1.09	1.32	إجمالي الدين / حقوق الملكية					
3.16	3.70	4.25	4.91	إجمالي الدين / صافي الربح قبل خصم	(م)2020	(م)2019	(م)2018	2017	الميزانية العمومية (مليون ريال)
13.2%	12.6%	10.9%	12.7%	العائد على التدفقات النقدية الحرة	3,387	2,933	2,897	2,535	النقدية وأشياء النقدية
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	العائد الربحي	7,630	7,500	7,413	7,105	الأصول المتداولة (باستثناء النقدية)
(م)2020	(م)2019	(م)2018	2017	التقييم	9,396	9,413	9,392	9,328	الأصول الثابتة
14.2x	15.3x	16.7x	15.2x	مضاعف الربحية	2,815	2,816	2,817	2,818	الأصول غير الملموسة
0.8x	0.9x	1.0x	0.9x	مضاعف القيمة الدفترية	36,164	35,346	34,961	33,993	إجمالي الأصول
9.4x	10.0x	10.6x	10.3x	قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	5,565	5,595	5,639	5,574	الخصوم المتداولة
13.9x	14.8x	15.7x	16.9x	قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	12,290	12,958	13,940	14,786	القروض طويلة الأجل
2.5x	2.6x	2.6x	2.5x	قيمة الشركة / الإيرادات	16,465	14,948	13,539	11,790	حقوق الملكية
					36,164	35,346	34,961	33,993	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك (12 شهر)	مضاعف الربحية (12 شهر)	تقييمات الشركات المماثلة في القطاع			(م)2020	(م)2019	(م)2018	2017	قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)
11.1x	14.0x	شركة البتروكيماويات المتقدمة			1,838	1,731	1,622	1,733	التدفق النقدي التشغيلي
8.7x	16.7x	كيان السعودية للبتروكيماويات			(110)	(85)	(201)	(202)	تغييرات رأس المال العامل
10.9x	16.3x	ينبع الوطنية للبتروكيماويات			1,728	1,646	1,421	1,530	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية
16.9x	22.6x	شركة الأسمدة العربية السعودية			(976)	(966)	(963)	(898)	الإنتفاق الرأسمالي
8.3x	16.1x	الصناعات السعودية الأساسية			(1,133)	(1,122)	(1,118)	441	التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية
8.3x	9.6x	المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي			(719)	(1,026)	(889)	(978)	التغير في الديون
9.8x	15.4x	الشركة الوطنية للبتروكيماويات			-	-	-	-	توزيعات الأرباح
10.6x	16.7x	شركة التصنيع الوطنية			(140)	(488)	58	(1,867)	التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية
9.8x	16.1x	وسيط القطاع							
11.6x	13.8x	مؤشر تداول							

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، إدارة الأبحاث شركة فالكم

3 إبريل 2018

تقرير حصة القيمة التصنيف لدى فالكم للخدمات المالية

تعتمد شركة "فالكم للخدمات المالية" على منهجية للتقييم المالي يختص بها، كما تستند توصياتها الإستثمارية إلى البيانات الكمية والنوعية التي يجمعها المحللون الماليين. وعلاوةً على ذلك، يضع نظام التقييم المتبع الأسهم التي يغطيها بحثياً تحت أحد مجالات التوصية التالية بناءً على سعر إقفال السوق، وكذلك القيمة العادلة المفترضة وإمكانية الصعود أو الإنخفاض.

زيادة المراكز: القيمة العادلة تزيد على السعر الحالي بأكثر من 10%.

محايد: القيمة العادلة إما أكثر أو أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10%.

تخفيض المراكز: القيمة العادلة أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10%.

تحت المراجعة: لم يتم تحديد سعر مستهدف لسبب أو أكثر من الأسباب التالية: (1) إنتظار المزيد من المعلومات، (2) إنتظار البيانات المالية التفصيلية، (3) إنتظار تحديث المزيد من البيانات، (4) تغيير في أداء الشركة، (5) تغيير في ظروف السوق أو (6) أي سبب آخر من شركة فالكم للخدمات المالية، قسم ادارة البحوث.

فالكم للخدمات المالية

مراسلتنا على العنوان التالي:
صندوق بريد 884
الرياض 11421
المملكة العربية السعودية

الفاكس أو مراسلتنا على الرقم أدناه
فاكس: +966 11 2032546
الإيميل: addingvalue@falcom.com.sa

اتصل بنا على أرقام الهاتف أدناه
خدمة العملاء: 8004298888
لخدمات الأسهم: 920004711

إخلاء مسؤولية وتحذير من المخاطر:

لقد تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير من مصادر عامة مختلفة يُعتقد بأنه موثوق بها، وعلى الرغم من أن فالكم اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذا التقرير هي عادلة ومعقولة إلا أن فالكم لا تضمن دقة البيانات أو الأسعار أو المعلومات المقدمة، ولا تعهد بأن المعلومات أو الأسعار الواردة في هذا التقرير هي صحيحة أو خالية من أي خطأ، كما أن هذا التقرير ليس المقصود منه أن يُفسر على أنه عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية وبناءً عليه فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة و/أو عدالة و/أو اكتمال المعلومات أو الأسعار التي يحتوي عليها هذا التقرير، كما أن فالكم تُخفي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو أي من محتوياته، ولن تكون فالكم مسؤولة في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير، والآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة فالكم كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار، ولا تُقدم فالكم أي ضمان بأن الأسعار أو النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متوافقة مع أية آراء أو تنبؤات أو توقعات أسعار واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير من أسعار متوقعة يُمثل نتيجة مُحتملة فقط ويمكن أن لا تتحقق نهائياً، كما أن هذه الآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكيد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي، وإضافة إلى ما سبق فإن أي قيمة أو سعر مذكور أو أي دخل من أي من الإستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و/أو تتأثر بالتغيرات دون أي إشعار سابق والإداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وبناءً على كل ما سبق يبيانه فإن المستثمرين قد يحصلون على نتائج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. إن هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام فقط ولا يأخذ في الحسبان ظروف وأهداف ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين، ولذلك فإن هذا التقرير لا يستهدف تقديم مشورة في مجال الإستثمار ولا يأخذ بعين الإعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الإستثمارية الخاصة و/أو الإحتياجات الخاصة لمن يحصل على هذا التقرير، ولذلك ينبغي على المستثمر قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الإستثمار أن يحصل على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والاستثمارية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الإستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائماً لجميع الأشخاص. لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كلياً أو جزئياً، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار الواردة فيه محمية بموجب أنظمة وقوانين حقوق الملكية الفكرية وحقوق الطبع والنشر في المملكة العربية السعودية. جميع الحقوق محفوظة.

حصلت شركة فالكم على ترخيص من هيئة سوق المال السعودي رقم (06020-37) بتاريخ 2006/05/27 وبدأت بتقديم خدماتها للمستثمرين في السوق المالية السعودية بتاريخ 2007/02/19 برقم 1010226584 الصادر بتاريخ 1427/12/04 هجري.