

الهوامش دون التقديرات

أعلنت شركة إسمنت ينبع عن نتائجها المالية للربع الثاني من عام 2017، لتخالف الأرباح تقديراتنا وتقديرات المحللين في ظل ضعف الطلب وتراجع الأسعار. بلغت ربحية السهم 0.51 ريال، لتأتي دون تقديراتنا وتقديرات المحللين البالغة 0.58 ريال و 0.60 ريال على التوالي. تتمحور أهم النقاط الرئيسية للربع في: أولاً، تراجع أحجام المبيعات بشكل أكبر من القطاع، حيث انخفضت بنسبة 24% على أساس ربعي وبنسبة 18% على أساس سنوي. ثانياً، انخفاض أسعار الالبسة بنسبة 5% على أساس ربعي وبنسبة 25% على أساس سنوي لتصل إلى مستوى 177 ريال للطن، مما يشير إلى حدة المنافسة الأسعر في المنطقة الغربية. ثالثاً، تراجع التكاليف النقدية بنسبة 10% على أساس ربعي وبنسبة 28% على أساس سنوي لتصل إلى مستوى 66 ريال للطن بسبب انخفاض أسعار البيع. رابعاً، تقلص الهوامش بمقدار يتراوح ما بين 400 - 500 نقطة أساس ليكون بذلك مصدراً للقلق، ولكنه متماشياً مع أوضاع المنافسين. أخيراً، بلوغ معدل المخزون إلى المبيعات لآخر 12 شهراً مستوى 65% اعتباراً من الربع الثاني، أي بشكل مماثل لمستويات القطاع. قمنا بخفض تقديراتنا للفترة ما بين 2017-2019 لتتماشى مع اتجاه القطاع السلبي حالياً. يتداول السهم عند مكرر ربحية متوقع لعام 2017 يبلغ 11.8 مرة دون مستوى المؤشر العام البالغ 14.4 مرة، لكنه لا يدعم تباطؤ اتجاهات الأرباح. قمنا بخفض السعر المستهدف للسهم إلى 31 ريال وذلك من 33 ريال سابقاً مع بقاء توصيتنا بالحياد.

الإيرادات تخالف التوقعات على إثر انخفاض أحجام المبيعات

أتت إيرادات الربع عند مستوى 214 مليون ريال لتخالف بذلك تقديراتنا البالغة 245 مليون ريال، بانخفاض نسبته 38% على أساس سنوي وبنسبة 28% على أساس ربعي ليكون ذلك الانخفاض الأكثر حدة في الماضي القريب. انخفضت أحجام المبيعات إلى مستوى 1.21 مليون طن، نغزو ذلك للتأثير المشترك لكل من تباطؤ قطاع البناء وموسمية شهر رمضان. تواجه بنوع منافسة متعددة الأوجه من المنتجين في المناطق الشمالية والغربية والوسطى الذين يواصلون التركيز على تلك الأسواق. انخفضت أسعار البيع لمستوى 177 ريال للطن والتي تعد أكثر منطقية عند المستويات الحالية. لم تقم الشركة بتجربة مزيج أحجام المبيعات والأسعار في هذا الربع على عكس تخفيضات الأسعار التي قامت بها في الربع الرابع من العام الماضي، حيث كانت تباع عند مستوى 152 ريال للطن. على الرغم من استراتيجيتها الرامية إلى حماية الأسعار، فقد انخفضت حصتها السوقية إلى مستوى 10.8% في الربع الثاني وذلك من مستوى 11.8% في الربع السابق.

تراجع معدلات الاستخدام

انخفض الدخل الإجمالي للشركة في الربع الثاني من العام الحالي بشكل أكبر، ليصل إلى مستوى 83 مليون ريال وذلك دون توقعاتنا البالغة 104 مليون ريال، حيث انخفض بنسبة 51% على أساس سنوي وبنسبة 37% على أساس ربعي. تراجع الهامش الإجمالي بمقدار 580 نقطة أساس على أساس ربعي، في حين انخفض بمقدار 500 نقطة أساس في الربع السابق، ليبلغ مستوى 39% في ظل تأثير انخفاض معدلات الاستخدام إلى مستوى 64%. نتيجة لذلك، تراجع إنتاج الإسميث لهذا الربع بنسبة 26% على أساس ربعي وبنسبة 17% على أساس سنوي. من ناحية التكاليف، شهدت ربع ارتفاعاً على تكاليف الإنتاج بنسبة 9%، وذلك بسبب ارتفاع تكاليف التوصيل مما أدى إلى تراجع الهامش الإجمالي للتشغيل بمقدار 840 نقطة أساس ليصل إلى مستوى 33%. أدت كل من تكاليف التوصيل ومعدلات الاستخدام المنخفضة إلى هذا السيناريو، مع انخفاض الدخل التشغيلي للطن بنسبة 24% على أساس ربعي وبنسبة 46% على أساس سنوي ليصل إلى 59 ريال للطن. سجلت ربع دخلاً تشغيلياً بلغ 71 مليون ريال، حيث تراجع بنسبة 55% على أساس سنوي وبنسبة 43% على أساس ربعي. على الرغم من ذلك، إلا أننا نتوقع بأن نمو الدخل غير التشغيلي قد دعم صافي الدخل، حيث بلغت أرباح الربع الثاني مستوى 80 مليون ريال مقارنة بتوقعاتنا وتوقعات المحللين البالغة 92 مليون ريال و 94 مليون ريال على التوالي. انخفضت الأرباح إلى نصف ما كانت عليه في الربع الممتاز من العام السابق، كما انخفضت بنسبة 35% عن الربع السابق، مع تراجع الهامش الصافي بمقدار 450 نقطة أساس ليصل إلى مستوى 37% وذلك من مستوى 42% في الربع السابق.

نبقى على توصياتنا بالحياد

يظهر لنا أن التقييمات قد وصلت إلى ذروتها ولا تبدو مقعّرة، حيث أنه من المتوقع أن يشهد عام 2018 انتعاشاً بعد عدة أرباح متتالية من الأرباح المنخفضة منذ عام 2015. نبقى على توصيتنا بالحياد وقمنا بخفض السعر المستهدف للسهم إلى 31 ريال، بسبب تأثير الضبابية على السيولة النقدية والتي بدورها تؤثر على توزيعات أرباح الشركة. قمنا بمراجعة تقديرنا للأرباح الموزعة للسهم إلى ريالين بعائد نسبته 6.8%. نبقى على توصيتنا بالحياد.

البيانات المالية الرئيسية

31 ديسمبر (مليون ريال)	2016	2017	2018*
الإيرادات	1,286	1,057	1,087
*EBITDA	774	637	652
صافي الدخل	536	392	401
ربحية السهم (ريال)	3.40	2.49	2.55
أرباح السهم الموزعة (ريال)	3.00	2.00	2.00
القيمة الدفترية للسهم (ريال)	22.60	23.09	23.63

بيانات النسب الرئيسية

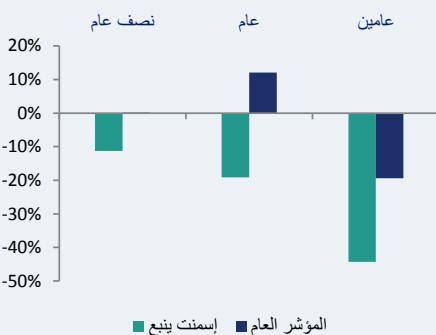
*2018	*2017	2016	31 ديسمبر
%10	%10	%15	العائد على متوسط الأصول
%11	%11	%15	العائد على متوسط حقوق الملكية
x11.5	x11.8	x8.6	مكرر الربحية
x1.2	x1.3	x1.3	مكرر القيمة الدفترية
x7.0	x7.2	x5.9	قيمة المنشأة / **EBITDA
x4.2	x4.3	x3.6	قيمة المنشأة / الإيرادات

متوقعة

** الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك

* متوقعة

**** الدخل قبل المصروفات البنكية، الزكاة والإهلاك والاستهلاك**



المعنة	المتوقعة	تتائج الربع الثاني لعام 2017 (مليون ريال)
214	245	الإيرادات
83	104	الدخل الإجمالي
71	96	الدخل التشغيلي
80	92	صافي الدخل
0.51	0.58	ربحية السهم (ريال)

تصنيف السهم

غير مُصنّف	بيع	حياد	شراء
تحت المراجعة/ مقيد	إجمالي الإيرادات المتوقعة أقل من - 15%	إجمالي الإيرادات المتوقعة بين +15% و - 15%	إجمالي الإيرادات المتوقعة أكبر من +15%

*تعتبر نسب العوائد تقديرية، حيث تعتمد التوصيات على عوامل أخرى أيضاً

لإبداء أي ملحوظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال research@riyadcapital.com

بيان إخلاء المسؤولية

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنه موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية. وبناء عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، و/أو عدالة، و/أو اكتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، و لن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء، ومسؤولين، و موظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو احد أو أكثر من الشركات التابعة أو عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير.

الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء أو التنبؤات أو التوقعات واردة في هذا التقرير، و ما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي.

القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و / أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وفقاً لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل.

هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف، وأهداف، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ. قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الاستثمار 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 والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.