

ضبابية في نمو القطاع

جاء الربع الثاني من العام الحالي ربيعاً غير مشجع بعد أن سجلت إيرادات القطاع انخفاضاً بنسبة 12% مقارنة بالربع السابق بالإضافة إلى انخفاض صافي دخل القطاع بنسبة 17% مقارنة بالربع السابق، وذلك نتيجة لاستمرار الضغط على أسعار البيع وتقلص الهوامش. وفقاً لوكالة مييد، يواجه قطاع الإسمنت السعودي صعوبات بسبب تراجع أحجام ترسيه المشاريع بنسبة 66% مقارنة بالنصف الأول من العام الماضي حيث بلغت 48 مليار ريال لهذا العام مقابل 140 مليار ريال العام الماضي. إلى جانب ذلك، انخفضت أسعار البيع بنسبة 5% لتضع المنتجين في موقف صعب، حيث ستصعب من فرصة نمو صافي الدخل خلال الأرباع القادمة. نعتقد بأن صافي أسعار البيع (الأسعار المعدلة بعد الخصومات) قد انخفضت لما دون 200 ريال للطن، على الرغم من أن أعلى مستوياته كانت عند 240 ريال للطن، مما يوحي بمدى حدة التنافسية في القطاع بالإضافة إلى ضعف الطلب. نعتقد بأن الوضع الحالي في القطاع قد جعل من أسهم الشركات في موقف صعب، لكن تبقى نظرتنا محايدة خلال الفترة المتوسطة. مع انخفاض المؤشر العام، فقدت أسهم شركات الإسمنت بعضاً من قيمتها نتيجة التشاؤم. بالتالي، خفضنا الأسعار المستهدفة للشركات التي تقع ضمن نطاق تغطيتنا، وبعائد مغري لأرباح موزعة.

ضعف معدلات الإنتاج بشكل طفيف

نتوقع بأن يكون حجم مستويات إنتاج الإسمنت أقل بالمقارنة مع الربع الماضي على إثر ضعف الطلب وسط تأثر مستويات الإنتاج بالمواسمية. من المتوقع أن يبلغ حجم الإنتاج 11.5 مليون طن في الربع الثالث من عام 2016 في ظل تراجع الطلب، لتبلغ بذلك نسبة انخفاض الإنتاج 19% مقارنة بالربع الماضي و3% مقارنة بالعام الماضي. بلغ حجم الإنتاج خلال أول شهرين من الربع الثالث 7.5 مليون طن، وفقاً لأحدث البيانات المعلنة، ومن المتوقع أن تشهد ارتفاعاً طفيفاً خلال شهر سبتمبر بمقدار 4 مليون طن، نظراً لدخول إجازة الحج. نعتقد بأن يواصل منتجي الإسمنت محافظتهم على معدلات التشغيل المنخفضة خلال الربع الثالث من العام الحالي بسبب الضعف في الطلب، ليأتي على خلاف ما جرت عليه العادة مع مواسم الأعياد وشهر رمضان المبارك خلال السنوات الماضية. شهدت بعض الشركات معدلات تشغيل منخفضة على أساس سنوي، خصوصاً شركتي أسمنت نجران والشمالية بعد أن تم تخفيض مستوى الإنتاج للشهرين الأولي من الربع الحالي. بشكل عام، من المتوقع أن يزداد حجم الطلب قليلاً خلال الربع الرابع من العام الحالي، لذلك فإن المنتجين سيقومون بتعديل معدلاتهم التشغيلية بما يتناسب مع ذلك.

جدول 1: الطاقة الإنتاجية لشركات الإسمنت والانتاج

الشركة	الطاقة الإنتاجية			الانتاج (الف طن)									
	يونيو-2016	يوليو-2016	أغسطس-2016	الإسمنت		الكلنكر		المخزون					
الإجمالي	61,200	3,659	3,211	4,323	5,043	4,874	4,496	1,045	1,124	1,047	21,368	23,878	25,304
اسمنت اليمامة	6,300	317	348	431	540	556	477	129	129	112	3,462	3,699	3,784
اسمنت السعودية	8,900	633	498	575	682	657	724	201	179	194	3,903	4,095	4,282
اسمنت الشرقية	3,500	178	137	176	207	224	188	38	37	37	1,656	1,753	1,775
اسمنت القصيم	3,400	261	217	304	309	261	151	108	109	95	892	974	866
اسمنت بقيق	6,900	316	324	461	421	548	447	100	92	88	3,189	3,466	3,528
اسمنت العربية	3,500	263	223	318	418	302	314	41	42	36	396	521	558
اسمنت الجنوبية	7,700	519	428	644	712	592	603	91	95	98	878	1,110	1,152
اسمنت توك	1,400	77	71	111	97	126	129	54	57	53	327	904	934
اسمنت الرياض	3,500	267	223	337	293	262	307	59	63	74	1,549	1,606	1,604
اسمنت نجران	5,000	161	155	232	349	282	271	85	82	79	2,432	2,570	2,620
اسمنت المدينة	1,800	192	181	248	319	330	184	60	48	58	913	1,070	1,017
اسمنت الشمالية	2,900	119	95	134	239	268	235	23	27	41	309	468	576
اسمنت الحوف	3,200	145	113	118	127	154	170	34	39	4	297	342	1,225
اسمنت الصفوة	1,600	114	112	117	158	136	164	67	50	46	124	163	221
اسمنت حائل	1,600	97	86	117	172	176	132	34	30	32	1,041	1,137	1,162

المصدر: اسمنت اليمامة

مستويات مقلقة لمخزونات القطاع

سجل مخزون القطاع من الكلنكر مستوى 25.4 مليون طن (كما هو موضح في جدول رقم 1) لشهر أغسطس، ليلعب بذلك مستوى أعلى مستوى له. بلغت نسبة ارتفاع مخزون القطاع 15% منذ بداية عام 2016 وحتى تاريخ إعدادنا لهذا التقرير، مما يدل على ضعف الطلب تحديداً بعد النمو الربعي السابق. رفع الحظر عن تصدير الإسمنت بالإضافة إلى وضع سياسة واضحة لكيفية الحصول على رخصة التصدير، كقضية بأن تكون سبب رئيسي لتخفيف الضغط الحاصل على المخزونات. عموماً، لا نزال ننتظر الموافقة النهائية من الأطراف الحكومية لسياسة الحصول على رخص التصدير، حيث لا تزال المحادثات جارية. مع ذلك، رفع الحظر عن التصدير يعتبر بحد ذاته أمراً إيجابياً، لكن قد لا نرى أي إضافة كبيرة أو فرص مغرية في حالة تم إصدار السياسة النهائية، وذلك بناءً على أن الأسواق في الشرق الأوسط، والتي يستهدفها التصدير تشهد حالياً مخاطر وصراعات جيوسياسية، في حين أن مرحلة إعادة الإعمار قد تأخذ وقتاً طويلاً. من المتوقع أن يتخطى مستوى المخزون حاجز 25.7 مليون طن مع نهاية الربع الثالث من العام الحالي. منذ بداية الربع الثالث، وحتى تاريخ إعداد التقرير، لاحظنا انخفاضاً في مستوى مخزون شركتي أسمنت المدينة وأسمنت القصيم بنسبة 5% و11% على التوالي. يمثل مستوى مخزون القطاع الحالي 41% من إنتاج القطاع لعام 2015، بالإضافة إلى بلوغ مستويات مخزون بعض المنتجين 47% من مستوى إنتاجهم في العام 2015. بشكل عام، منذ بداية الربع الثالث، جاء أكبر نصيب للشركات التي تقع ضمن نطاق تغطيتنا من ناحية نسبة استنزاف المخزون لشركة إسمنت القصيم بنسبة 11%، وأكبر نسبة ارتفاع في مستوى المخزون كان لشركة إسمنت السعودية بنسبة 5%.

من المتوقع أن تشهد أحجام المبيعات انخفاضاً بنسبة 7% على أساس سنوي

تشير تقديراتنا إلى أن تلامس أحجام مبيعات القطاع مستوى 11.4 مليون طن خلال الربع الثالث من العام الحالي، لتتخفف بذلك بنسبة 21% مقارنة بالربع الماضي وبنسبة 7% مقارنة بنفس الربع من العام الماضي. جاءت أحجام مبيعات القطاع لأول شهرين من الربع الحالي عند 7.4 مليون طن، ومن المتوقع أن يحقق شهر سبتمبر 4.0 مليون طن، بسبب ضعف الطلب وأثر الموسمية. تشير تقديراتنا إلى أن تلامس مبيعات القطاع مستوى 42.6 مليون طن للتسعة أشهر الأولى من العام الحالي، لتسجل بذلك نسبة انخفاض قدرها 4% مقارنة بمستوى 44.2 مليون طن المحققة خلال التسعة أشهر من العام الماضي. ومن المتوقع أن تبلغ مبيعات القطاع مع نهاية عام 2016 مستوى 58.5 مليون طن.

جدول 2: المبيعات والاستيراد لشركات الإسمنت السعودية (الف طن)

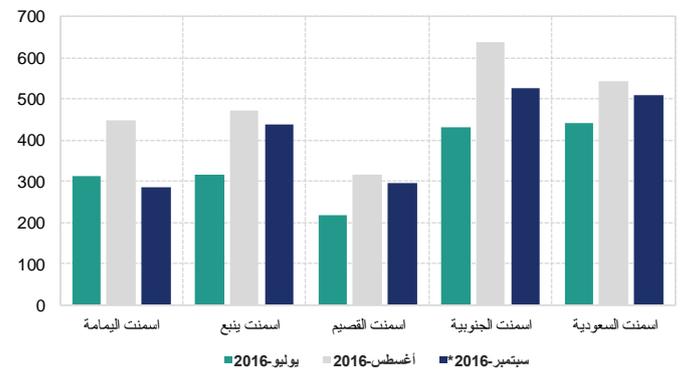
الشركة	المبيعات المحلية			الاستيراد		
	الإسمنت			الكلتر		
	يونيو-2016	يوليو-2016	أغسطس-2016	يونيو-2016	يوليو-2016	أغسطس-2016
اسمنت الإمامة	328	314	448	-	-	-
اسمنت السعودية	531	440	544	-	-	-
اسمنت الشرقية	159	124	167	-	-	-
اسمنت القصيم	230	218	316	-	-	-
اسمنت ينبع	321	316	472	-	-	-
اسمنت العربية	263	224	323	20	323	-
اسمنت الجنوبية	491	432	637	-	-	-
اسمنت تبوك	75	74	112	-	-	-
اسمنت الرياض	234	216	306	-	-	-
اسمنت نجران	161	152	238	-	-	-
اسمنت المدينة	177	169	250	-	-	-
اسمنت الشمالية	121	99	116	212	-	-
اسمنت الجوف	125	118	158	-	-	-
اسمنت الصفرة	101	95	138	-	-	-
اسمنت حائل	93	82	119	-	-	-
الإجمالي	3410	3073	4344	20	535	-

المصدر: اسمنت الإمامة

توقعات بأن تلامس أحجام المبيعات مستوى 6.2 مليون طن

تشير تقديراتنا إلى أن تبلغ مبيعات الشركات التي تقع ضمن نطاق تغطيتنا مستوى 6.2 مليون طن في نهاية الربع الثالث من العام الحالي، بنسبة انخفاض تبلغ 8% مقارنة بنفس الربع من العام السابق. أشار مسار النمو الشهري إلى تسجيل شركتي الجنوبية وبنع نسب انخفاض في أحجام المبيعات، بينما لا تزال شركة إسمنت السعودية تحت ضغط تدني أحجام المبيعات مقارنة بنسبة نمو القطاع. بلغت مبيعات القطاع على أساس شهري مستوى 4.3 مليون طن بنسبة نمو تصل إلى 39% لشهر أغسطس، نعتبر أن هذا الانتعاش قد جاء بعد أثر موسم رمضان المبارك. من المتوقع أن تتخفف أحجام مبيعات القطاع للفترة المتبقية من العام الحالي.

شكل رقم 1: مبيعات يوليو- أغسطس- سبتمبر 2016 (الف طن)



المصدر: اسمنت الإمامة، تقارير الرياض المالية
* متوقعة

أسعار البيع وأحجام المبيعات المنخفضة تقود تراجع الإيرادات

من المتوقع أن تبلغ إيرادات الشركات التي تقع ضمن نطاق تغطيتنا 1.42 مليار ريال لتسجل نسبة انخفاض قدرها 13% مقارنة بنفس الربع من العام الماضي والتي كانت عند مستوى 1.62 مليار ريال، نتيجة للانخفاض المتوقع في أحجام المبيعات. تشير تقديراتنا إلى أن يبلغ صافي أسعار البيع للربع الثالث مستوى 225 ريال للطن بنسبة انخفاض قدرها 5% مقارنة بالربع نفسه من العام الماضي والذي كان عند 235 ريال للطن.

انخفاض صافي الدخل بسبب الأثر الربعي من رفع الدعم عن أسعار الوقود

على ما يبدو أن أثر رفع الدعم عن أسعار الوقود سيأثر على معايير التكلفة لبعض الشركات، حيث تبنت بعض الشركات نموذج متوسط وزن المخزون. نتيجة لذلك، يحسب المخزون على درجة تكلفة منخفضة في أول ربعين وبعدها يحسب على تكلفة أعلى. مع تجاوز المخزون مستويات 90 يوماً، يحسب الأثر بتكلفة أعلى من ناحية مصاريف وقود وكهرباء. من المتوقع أن يأتي صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة للشركات التي تقع ضمن نطاق تغطيتنا منخفضاً بنسبة 17% مقارنة بنفس الربع من العام الماضي ليصل إلى 674 مليون ريال، متأثراً بقلّة الأعمال الإنشائية بالإضافة إلى تأثر معدلات النمو بمواسم الأعياد. من جانب آخر، يضع منتجي القطاع مجمل تركيزهم على المناطق الرئيسية التي يكثر فيها الطلب مثل مدينة الرياض والمنطقة الغربية، على العكس تماماً لما هو حاصل لمنطقتي الجنوبية والشمالية والجوف التي يقل فيها الطلب. تشير تقديراتنا إلى انخفاض صافي الدخل بنسبة 16% مقارنة بنفس الربع من العام الماضي ليصل إلى 645 مليون ريال نتيجة لأثر الاتجاه الموسمي.

جدول رقم 3: تقديرات الربع الثالث من عام 2016 (مليون ريال، باستثناء ربحية السهم)

الشركة	الإيرادات		الدخل التشغيلي		الدخل الصافي		ربحية السهم	
	الربع الثالث 2016	التغير السنوي	الربع الثالث 2015	التغير السنوي	الربع الثالث 2016	التغير السنوي	الربع الثالث 2015	الربع الثالث 2016
اسمنت اليمامة	280	-25%	150	74	96	-51%	71	0.35
اسمنت ينبع	311	-11%	128	134	145	5%	123.8	0.79
اسمنت القصيم	210	-13%	120	89	115	-26%	83	0.93
اسمنت الجنوبية	419	-8%	205	195	202	-5%	191	1.36
اسمنت السعودية	398	-9%	210	182	208	-13%	176	1.15
المجموع	1,619	-13%	813	674	765	-17%	645	-16%

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركات
* متوقعة

هوامش منخفضة متأثرة بأسعار البيع

بالنسبة للشركات التي تقع ضمن تغطيتنا، فمن المتوقع أن تواصل هوامش شركة اليمامة انخفاضها بسبب الأسعار التنافسية بين المنتجين في المنطقة الوسطى. نعتقد بأن يشهد بعض المنتجين انخفاضاً أيضاً في الهوامش بناءً على استمرار ضعف الطلب في ضوء قلة المشاريع المعلنة. نعتقد أن تصل التكاليف إلى أوجها خلال الربع الثالث من العام الحالي، بسبب الأثر المترتب من خفض الدعم الحكومي على أسعار الطاقة، والضغط الناتج من أسعار البيع وهوامش القطاع التي تبدو متذبذبة. من المتوقع أن ينخفض هامش صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة إلى 47% وهامش صافي الدخل إلى 44%.

جدول رقم 4: تقديرات هامش الربحية للربع الثالث من عام 2016

الشركة	الدخل الإجمالي		التشغيلية		الدخل الصافي	
	الربع الثالث 2016	الربع الثالث 2015	الربع الثالث 2016	الربع الثالث 2015	الربع الثالث 2016	الربع الثالث 2015
اسمنت اليمامة	59%	40%	54%	35%	34%	34%
اسمنت ينبع	52%	49%	41%	48%	47%	45%
اسمنت القصيم	60%	52%	57%	49%	55%	46%
اسمنت الجنوبية	52%	54%	49%	51%	48%	50%
اسمنت السعودية	58%	57%	53%	50%	52%	49%
المجموع	56%	50%	51%	47%	47%	44%

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركات
* متوقعة

التقييمات في مستويات منخفضة

قمنا بخفض تقديراتنا وخفض الأسعار المستهدفة للشركات التي تقع تحت تغطيتنا، بسبب حالة التشاؤم في القطاع بالإضافة إلى وجهة نظر التقييمات حول الدورة الهابطة. شهدت أسهم القطاع تراجعاً خلال الربع الثالث من العام الحالي، حيث انخفض مؤشر القطاع بنسبة 20%. تقلص مكرر ربحية القطاع إلى 8.0 مرة مقابل 11.2 مرة للمؤشر العام. من الجدير بالذكر أن شركة أسمنت اليمامة قد سجلت خلال الربع الثالث من العام الحالي أسوأ أداء لها مقارنة ببقية الشركات، حيث انخفضت العوائد بنسبة 28%، تتبعتها شركتي القصيم والجنوبية بنسبة 18%.

جدول رقم 5: التصنيف والتقييم

الشركة	رمز التداول	السعر الحالي (مليون ريال)	السعر المستهدف الجديد	السعر المستهدف القديم	التصنيف	عدد الأرباح الموزعة	مكرر الربحية (السعر/الأرباح)		مكرر القيمة الدفترية (السعر/القيمة الدفترية)	
							2016	2015	2016	2015
اسمنت اليمامة	3020	18.03	26.00	29.00	شراء	8.3%	x7.0	x5.7	x1.0	x1.0
اسمنت ينبع	3060	30.81	46.00	58.00	شراء	13.0%	x7.5	x6.0	x1.3	x1.3
اسمنت القصيم	3040	51.26	72.00	78.00	شراء	9.8%	x8.9	x7.9	x2.3	x2.3
اسمنت الجنوبية	3050	58.88	82.00	88.00	شراء	10.2%	x7.9	x8.4	x2.5	x2.7
اسمنت السعودية	3030	51.09	68.00	71.00	شراء	10.8%	x8.6	x8.3	x2.4	x2.4
متوسط المجموعة							x8.0	x7.3	x1.9	x1.9

المصدر: الرياض المالية
* متوقعة

تصنيف السهم

غير مُصنّف	بيع	حياد	شراء
تحت المراجعة/ مقيد	إجمالي العوائد المتوقعة اقل من - 15%	إجمالي العوائد المتوقعة بين +15% و - 15%	إجمالي العوائد 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 مؤشرا 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 لان 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.