

## احتمالية تراجع أرباح الربع الأول بشكل طفيف

نعتقد بأن تأتي دورة الربحية لقطاع الإسمنت السعودي بشكل سلبي خلال الربع الأول من العام الحالي، وذلك في ظل دعم البيانات الصادرة مؤخراً للنظرة السلبية. هنالك عدة عوامل أدت إلى نظرتنا السلبية، أولاً، التراجع الحاد للمبيعات الشهرية لتبلغ 4.0 مليون طن خلال شهر فبراير، وهي الأدنى خلال فترة 3 - 4 سنوات الماضية. ثانياً، التذبذب الحاد في أسعار البيع (المعدلة) ما بين المنتجين الواقعة في نطاق 152 - 193 ريال للطن خلال الربع الرابع من العام الماضي، حيث أنه من المحتمل أن تستمر هذه الظاهرة. ثالثاً، التراجع الحاد في معدلات الاستخدام بسبب خفض الإنتاج بنسبة تتراوح ما بين 15% - 20% في المتوسط، مقارنةً بأقصى مستويات الإنتاج في نطاق 30% - 35%، مما يزيد من حمل التكاليف الثابتة على الربحية. رابعاً، بلوغ المخزون مستوى 28.8 مليون طن مما يزيد من حدة المنافسة. في ظل عدم التوازن ما بين العرض والطلب، بالإضافة إلى استبعاد احتمالية أن يشهد القطاع تعافياً على المدى المتوسط، فإننا قمنا بمراجعة تقديراتنا للربحية والأسعار المستهدفة مع الإبقاء على النظرة المحايدة للقطاع.

### توقعات بخفض الإنتاج ليتناسب الطلب

أظهرت البيانات الصادرة عن إسمنت السعودية إشارات سلبية في ظل تأكيد الإحصاءات للنظرة المستقبلية الضعيفة، حيث أظهرت البيانات تراجع الإنتاج بأكثر من 10% خلال الشهرين الأولين من الربع الأول. نظراً لذلك فإننا نتوقع بأن يبلغ الإنتاج مستوى 12.6 مليون طن، أي بتراجع نسبته 3% على أساس ربعي ونسبة 26% على أساس سنوي، وذلك بالرغم من إضافة أرقام كلاً من إسمنت أم القرى وإسمنت المتحدة خلال الربع الرابع من عام 2016. وفقاً لبيانات القطاع الشهرية فإنه قد تم إنتاج 8.8 مليون طن من الإسمنت خلال الشهرين الأولين من الربع الحالي، حيث نتوقع بأن يتم إنتاج 3.8 مليون طن إضافي خلال شهر مارس. على الجانب الآخر، فإنه من المتوقع أن تشهد الشركات التي تقع ضمن تغطيتنا تراجعاً بنسبة 29% على أساس سنوي وبنسبة 13% على أساس ربعي ليبلغ انتاجهم 6.3 مليون طن. نتوقع بأن يكون هنالك خفض للإنتاج بشكل كبير، وبشكل رئيسي من قبل إسمنت اليمامة في ظل إعلانها خفض الإنتاج بشكل مؤقت، في حين أن إسمنت السعودية قد اتبعت خطوات مماثلة. نعتقد بأن بان المنتجين الرئيسيين قد قاموا بتشغيل ما بين 75% - 80% من خطوط الإنتاج في حين أن معدلات التشغيل للمنتجين الأصغر حجماً قد بلغت ما بين 60% - 65%. خلال الشهرين الأولين قامت إسمنت الشمالية بخفض إنتاج الكلنكر بنسبة 51% على أساس سنوي لتأتي بعدها إسمنت نجران بنسبة 46% وإسمنت حائل بنسبة 43%. من ضمن الشركات تحت التغطية فإن إسمنت اليمامة قد شهدت تراجعاً في إنتاج الكلنكر بنسبة 17% بينما شهد إسمنت السعودية تراجعاً بنسبة 14%.

جدول 1: الطاقة الإنتاجية لشركات الإسمنت والإنتاج

الشركة	الإنتاج (الف طن)						المخزون		
	الإسمنت			الكلنكر			الإسمنت		
	ديسمبر-2016	يناير-2017	فبراير-2017	ديسمبر-2016	يناير-2017	فبراير-2017	ديسمبر-2016	يناير-2017	فبراير-2017
إسمنت اليمامة	374	362	347	107	100	95	4,331	4,384	4,380
إسمنت السعودية	538	513	416	208	169	154	4,713	4,835	4,972
إسمنت الشرقية	249	219	192	38	30	33	2,007	2,020	2,055
إسمنت القصيم	292	378	322	95	83	82	1,031	993	970
إسمنت ينبع	756	667	467	66	99	92	3,036	2,851	2,980
إسمنت العربية	352	376	351	48	49	43	422	345	314
إسمنت الجنوبية	442	519	448	123	105	108	1,797	1,806	1,922
إسمنت تبوك	107	109	107	57	54	53	1,045	1,084	1,106
إسمنت الرياض	260	307	216	62	65	41	1,653	1,631	1,676
إسمنت نجران	193	196	174	82	75	71	3,033	2,996	2,919
إسمنت المدينة	312	337	320	61	43	50	1,323	1,212	1,141
إسمنت الشمالية	102	100	95	41	37	36	836	730	727
إسمنت الجوف	176	182	139	75	60	69	1,062	1,072	1,018
إسمنت الصفوة	187	172	145	42	36	30	329	308	306
إسمنت حائل	72	83	86	32	28	30	1,498	1,635	1,616
إسمنت أم القرى	112	112	56	49	32	32	176	176	301
إسمنت المتحدة	144	144	158	26	26	52	429	429	407
الإجمالي	4,412	4,776	4,039	1,137	1,108	1,071	28,116	28,507	28,810

المصدر: إسمنت اليمامة

### ارتفاع المخزون يدعو للحد

شهد مخزون القطاع البالغ 28.8 مليون طن ارتفاعاً بنسبة 34% على أساس سنوي وبنسبة 2% منذ بداية العام، حيث يعد هذا المستوى الأعلى تاريخياً. يشكل ذلك نسبة 52% من حجم إنتاج الكلنكر على مدى الـ 12 شهراً الماضية ونسبة 47% من القدرة الإنتاجية للقطاع. نعتقد بأنه سيكون لذلك أثر سلبي على القطاع في ظل مواجهة المنتجين الصغار للتحديات مع حركة الأسعار والطلب في نفس الاتجاه، حيث أن أكبر 4 منتجين يسيطرون على 50% من السوق. بالإضافة على ذلك، فإن 50% من الطلب يتمركز في المنطقة الوسطى والمنطقة الغربية، والذي نتوقع بأن يشهد تراجعاً طفيفاً للطلب فيهما بعكس التوقع بأن تشهد المناطق الأخرى تراجعاً كبيراً.

نعتقد بأن المنتجين الذين يبحثون عن التصدير قد يشهدون عوائد محدودة، وذلك نظراً لتراجع الأسعار في الأسواق المجاورة. بالإضافة إلى استمرار تأثير ارتفاع القدرة الإنتاجية على هذه الأسواق. بالرغم من السيناريوهات الغير اقتصادية وذلك بسبب ارتفاع رسوم التصدير من 85 ريال إلى 115 ريال، إلا أن خمس شركات قد حصلت على تراخيص تصدير الإسمنت صالحة لمدة عام. بالإضافة إلى ذلك، لا تزال تكاليف نقل الإسمنت مرتفعة بالنسبة إلى الأسواق في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، مما يعني انخفاض الهوامش ونرى عد جدواها، إلا إذا شهد هؤلاء المنتجين تراجع في الطلب بنسبة ما بين 30% - 40% في السوق المحلي.

### تراجع أحجام المبيعات بنسبة 25% على أساس سنوي

بلغت التسليمات خلال أول شهرين للعام مستوى 8.8 مليون طن ومن المتوقع أن تزداد بمقدار 3.8 مليون طن إضافية لتبلغ بذلك مستوى 12.4 مليون طن للربع الأول من عام 2017. من المتوقع أن تنخفض أحجام مبيعات القطاع بنسبة 25% على أساس سنوي وبنسبة 3% على أساس ربعي نتيجة استمرار تباطؤ الطلب بسبب انخفاض وتيرة الإنفاق على المشاريع. نتوقع أن يواجه المنتجون في المنطقة الشمالية والمناطق المجاورة لها أثر هذا الانخفاض الهائل في الطلب.

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

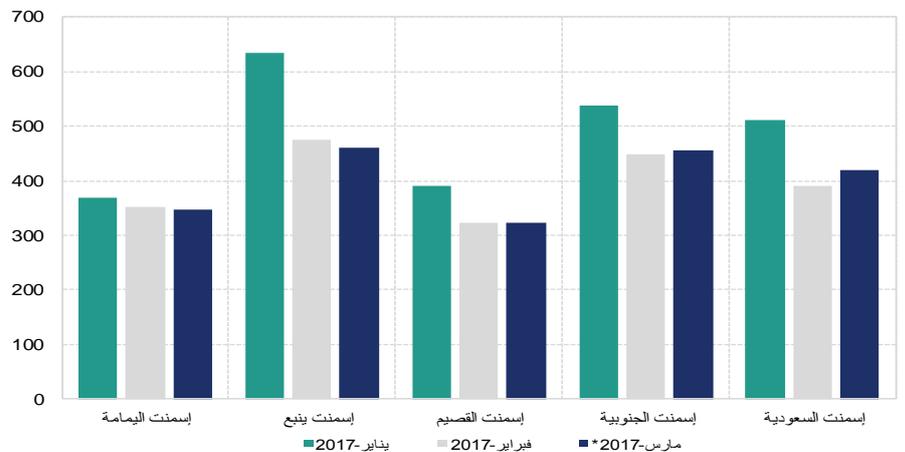
التغير ربعي	التغير سنوي	مارس-2017	فبراير-2017	يناير-2017	ديسمبر-2016	
-11%	-35%	334	352	369	355	إسمنت اليمامة
-18%	-33%	371	390	512	428	إسمنت السعودية
-15%	-29%	170	179	215	131	إسمنت الشرقية
8%	-18%	307	323	391	273	إسمنت القصيم
-21%	-15%	450	474	633	347	إسمنت ينبع
12%	-27%	340	358	375	220	إسمنت العربية
-6%	-37%	426	448	537	505	إسمنت الجنوبية
5%	-21%	97	108	112	86	إسمنت تبوك
-10%	-26%	204	227	289	231	إسمنت الرياض
-8%	-48%	160	178	200	167	إسمنت نجران
22%	4%	282	313	355	175	إسمنت المدينة
-7%	-58%	92	102	106	94	إسمنت الشمالية
-2%	-19%	117	130	165	144	إسمنت الجوف
-5%	-21%	136	151	178	88	إسمنت الصفوة
-9%	-45%	76	84	87	95	إسمنت حائل
لا ينطبق	لا ينطبق	66	73	115	-	إسمنت أم القرى
لا ينطبق	لا ينطبق	119	132	141	95	إسمنت المتحدة
-3%	-25%	3,620	4,022	4,780	3,434	الإجمالي

المصدر: إسمنت اليمامة

### من المتوقع أن تصل أحجام المبيعات إلى 6.4 مليون طن

من المتوقع أن تنخفض أحجام المبيعات لشركات الإسمنت التي تقع ضمن تغطيتنا إلى 6.4 مليون طن، بانخفاض نسبته 29% على أساس سنوي وبنسبة 13% على أساس ربعي، بسبب الانخفاض الحاد في حجم المبيعات من إسمنت اليمامة وإسمنت السعودية. كما تشير البيانات الشهرية لشهر فبراير إلى أنه من المتوقع أن تشهد إسمنت اليمامة انخفاضاً بنسبة 35% على أساس سنوي و 11% على أساس ربعي في أحجام المبيعات لتصل إلى 1.07 مليون طن في الربع الأول من عام 2017، حيث أنه من المتوقع أن تشهد المنطقة الوسطى منافسة عالية.

### شكل 1: مبيعات الربع الأول 2017 (الف طن)



المصدر: إسمنت اليمامة، تقارير الرياض المالية  
\* متوقعة

نتوقع بأن تحقق شركتي إسمنت المدينة وإسمنت الرياض حصة سوقية أعلى من إسمنت اليمامة في المنطقة الوسطى بعد أداء متفوق منذ الربع الرابع من عام 2016 بمبيعات تقارب 330 ألف لإسمنت الرياض و 250 ألف لإسمنت المدينة كمتوسط في أول شهرين من عام 2017، وذلك على أساس شهري لأحجام المبيعات. من المتوقع أيضاً أن تشهد مبيعات شركة إسمنت السعودية انخفاضاً بنسبة 33% على أساس سنوي و 18% على أساس ربعي لتصل إلى 1.32 مليون طن، وذلك بالرغم من أن إسمنت الشرقية تشكل منافسة قوية في المنطقة الشرقية. على الرغم من احتمالية أن تشهد إسمنت الجنوبية انخفاضاً حاداً في أحجام المبيعات بنسبة 37% على أساس سنوي، إلا أنها ستشهد انخفاضاً بشكل أقل على أساس ربعي بنسبة 6% لتبلغ 1.44 طن في الربع الأول من عام 2017.

## اتجاهات ضعيفة للأسعار وأحجام المبيعات

نتوقع أن تكون اتجاهات الإيرادات ضعيفة للربع الأول من عام 2017، لنشهد بذلك الشركات التي تقع ضمن تغطيتنا انخفاضاً في الإيرادات بنسبة 38% على أساس سنوي و 11% على أساس ربعي عند مستوى 1.31 مليار ريال، وذلك مع تراجع متوسط أسعار البيع بنسبة 16% على أساس سنوي و 2% على أساس ربعي بالإضافة إلى تراجع أحجام المبيعات بنسبة 28% على أساس سنوي و 12% على أساس ربعي. نتوقع بأن يبلغ متوسط إجمالي أسعار البيع مستوى 203 ريال للطن في الربع الأول من العام الحالي، مع مواجهة إسمنت اليمامة وبنينغ أكبر تراجع في أسعارهم. أدى تراجع الطلب إلى انخفاض حاد في معدلات الاستخدام، مما أدى إلى ارتفاع ضغط التكاليف مما يعزى إلى انخفاض أسعار البيع. من المتوقع أن يشهد الدخل التشغيلي للشركات التي تقع ضمن تغطيتنا تراجعاً بنسبة 45% على أساس سنوي و 6% على أساس ربعي لتبلغ 585 مليون ريال في الربع الأول من عام 2017 مقابل 1,059 مليون ريال في الربع الأول من عام 2016. قد تشهد الأرباح انخفاضاً بنسبة 47% على أساس سنوي و 6% على أساس ربعي لتبلغ 541 مليون ريال على إثر ضغوط التكاليف، على أن يكون ذلك بشكل أساسي من قبل إسمنت اليمامة وبنينغ اللذان تعرضوا لضغوطات منذ الربع الثالث من عام 2016.

## جدول 3: تقديرات الربع الأول من عام 2017 (مليون ريال، باستثناء ربحية السهم)

الشركة	الإيرادات		الدخل التشغيلي		الدخل الصافي		ربحية السهم	
	الربع الأول 2016	الربع الأول 2017 *	التغير السنوي	الربع الأول 2016	الربع الأول 2017 *	التغير السنوي	الربع الأول 2016	الربع الأول 2017 *
إسمنت اليمامة	376	202	-46%	171	55	-68%	150	44
إسمنت بنينغ	400	270	-33%	116	184	-39%	102	102
إسمنت القصيم	275	197	-28%	93	138	-33%	89	89
إسمنت الجنوبية	549	320	-42%	157	283	-45%	150	150
إسمنت السعودية	507	324	-36%	165	274	-40%	155	155
المجموع	2107	1312	-38%	1059	585	-45%	1017	541

المصادر: الرياض المالية، تقارير الشركات  
\* متوقعة

## ترجع كبير للهوامش مع انخفاض معدلات الاستخدام

نتوقع أن تشهد إسمنت اليمامة تراجعاً كبيراً في الهوامش، مع تراجع هامش صافي الدخل بنسبة 22% (شاهد هذا الاتجاه في الربع الرابع من عام 2016) بسبب التأثير الإضافي للاستهلاك وسط ضغط التكاليف. بالرغم من ذلك، إلا أنه من المحتم انخفاض الهوامش بمقدار 500-400 نقطة أساس على جميع الشركات، في ظل انخفاض معدلات الاستخدام بنسبة 10-15%، بسبب تراجع الكفاءة، حيث أنه من الممكن أن يتضح الأثر بشكل أفضل ابتداءً من هذا الربع. بشكل عام، يمكننا أن نرى تراجع الهامش التشغيلي إلى 43% للربع الأول من عام 2017 وهامش صافي الدخل إلى 40%.

## جدول 4: تقديرات هامش الربحية للربع الأول من عام 2017

الشركة	الدخل الإجمالي		الدخل التشغيلي		الدخل الصافي	
	الربع الأول 2016	الربع الأول 2017 *	الربع الأول 2016	الربع الأول 2017 *	الربع الأول 2016	الربع الأول 2017 *
إسمنت اليمامة	50%	34%	45%	27%	40%	22%
إسمنت بنينغ	50%	47%	47%	43%	46%	38%
إسمنت القصيم	53%	47%	50%	47%	49%	45%
إسمنت الجنوبية	52%	51%	52%	49%	52%	47%
إسمنت السعودية	58%	57%	54%	51%	52%	48%
المجموع	53%	47%	50%	43%	48%	40%

المصادر: الرياض المالية، تقارير الشركات  
\* متوقعة

## تقييمات القطاع تبدو مكافئة

قمنا بمراجعة تقديراتنا والأسعار المستهدفة للفترة ما بين 2017 إلى 2019 وسنقوم بإعادة النظر بعد نتائج الربع الأول من عام 2017. خلال الربع، تراجع أداء القطاع (القيمة السوقية) بنسبة 18% مقابل تراجع المؤشر العام بنسبة 3%. يبلغ مكرر الربحية المتوقع لمجمل عام 2017 للشركات التي تقع تحت تغطيتنا حالياً 13.1 مرة مقابل 14.3 مرة للمؤشر العام، حيث أن ذلك لا يعد مبرراً.

## جدول رقم 5: التصنيف والتقييم

الشركة	رمز التداول	السعر الحالي	القيمة السوقية (مليون ريال)	السعر المستهدف	السعر المستهدف (الناسق)	التصنيف	عائد الأرباح الموزعة		مكرر القيمة الدفترية (السعر/القيمة الدفترية)	
							2016	2017 *	2016	2017 *
إسمنت اليمامة	3020	18.30	3,706	18.00	19.00	حياد	4.1%	x10.1	x1.0	x0.9
إسمنت بنينغ	3060	36.60	5,765	33.00	34.00	حياد	6.8%	x10.8	x1.6	x1.5
إسمنت القصيم	3040	50.50	4,545	56.00	65.00	حياد	5.9%	x11.1	x2.5	x2.4
إسمنت الجنوبية	3050	63.50	8,890	65.00	72.00	حياد	7.1%	x10.1	x2.7	x2.5
إسمنت السعودية	3030	60.25	9,218	60.00	65.00	حياد	7.5%	x10.2	x2.8	x2.7
متوسط المجموعة								x10.5	x2.1	x2.0

المصدر: الرياض المالية  
\* متوقعة

تصنيف السهم

غير مُصنّف	بيع	حياد	شراء
تحت المراجعة/ مقيد	إجمالي العوائد المتوقعة أقل 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.