

التوصية  
السعر المستهدف خلال 12 شهراً  
الحياد  
ريال 65.00

شركة إسمنت السعودية  
تقرير إلحاقى - نتائج الربع الرابع 2016

## تقلص هوامش الشركة

أعلنت شركة إسمنت السعودية عن نتائجها المالية للربع الرابع من عام 2016، لتأتي بذلك دون التقديرات لكنها تماشت من حيث الإيرادات. بلغت ربحية السهم 1.22 ريال لتكون بذلك أقل من تقديراتنا التي كانت تشير إلى بلوغها 1.33 ريال. بعد الاطلاع على النتائج، تتمحور النظرة في نطاق الحياد نتيجة تقلص هوامش بمقدار 600 نقطة أساس، فيما تراجعت أسعار البيع بنسبة 3% على أساس ربعي لتصل إلى 240 ريال للطن، كما سجلت أدنى مستوى لصافي الدخل لعام 2016، مع تزايد المخاطر التشغيلية سجل مستوى المخزون معدل يبلغ 78% من أحجام مبيعات الشركة لعام 2016. بشكل عام، فإن جميع المؤثرات السلبية كانت سبباً للتباطؤ الحاصل في القطاع ولم تستثنى شركة إسمنت السعودية من ذلك. قمنا بمراجعة وتعديل تقديراتنا للأعوام ما بين 2017-2019، نتيجة للتراجع المتوقع في صافي دخل الشركة خلال عام 2017، بالتالي قمنا بتعديل السعر المستهدف للسهم ليبلغ 65.00 ريال (68.00 ريال سابقاً). يتداول سهم الشركة عند مكرر ربحية متوقع لمجمل تقديراتنا لعام 2017 يبلغ 11.6 مرة، ليأتي بذلك أقل من مكرر ربحية مؤشر السوق والبالغ 13.9 مرة، لكن هنالك ما يبرر الخصم الحاصل مقابل مكرر ربحية السوق وهو نتيجة للنظرة الضبابية للقطاع لعام 2017. من غير المبرر وضع توصية بالشراء، ومن جهة أخرى، فإن المستثمرين يفضلون النظر إلى إسمنت السعودية بناءً على منظور عائد الأرباح الموزعة، حيث يقدم ما نسبته 7.8% بمقدار توزيعات نقدية تبلغ 4.75 ريال لمجمل عام 2017. نبقي على توصيتنا بالحياد.

## تماشي الإيرادات مع التقديرات، ومعدل مقلق بعد وصول مستوى المخزون عند مستويات عالية

بلغت إيرادات الشركة مستوى 397 مليون ريال في الربع الرابع من العام 2016، لتأتي مطابقة من تقديراتنا بنسبة انحراف تبلغ 4%. شهد مستوى الإيرادات انخفاضاً بنسبة 18% على أساس سنوي وبنسبة 15% على أساس ربعي، حيث تراجعت أحجام المبيعات إلى 1.7 مليون طن. بشكل عام، فقد تحسن مستوى الإيرادات بنسبة 6% على أساس ربعي نتيجة لارتفاع حجم المبيعات بنسبة 9% على أساس ربعي أيضاً، بالإضافة إلى تراجع أسعار البيع بنسبة 3% على أساس ربعي لتصل إلى 240 ريال للطن. مع ذلك، من المحتمل أن يواجه صافي أسعار البيع (أسعار البيع النهائية بعد الخصومات) تراجعاً بشكل حاد، كما هو حاصل مع الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة حيث شهد تراجعاً بنسبة 13% على أساس ربعي، ليزيد من فرص تقديم أسعار بيع منخفضة. تراجعت حصة الشركة السوقية لتصل إلى 12.5% مقابل 13.6% في الربع الثالث من العام 2016، نتيجة للسيئاريو التنافسي الصعب، لينتج عنه زيادة عبء المخزون. نتيجة لذلك، تزايد حجم مخزون الكلنكر بنسبة 5% على أساس ربعي ليصل إلى مستوى 4.1 مليون طن، لا يزال أثر ذلك سلبياً حيث يعتبر أعلى مستوى مخزون بالقطاع. قمنا بمراجعة معدل مستوى مخزون الشركة من الكلنكر بالإضافة إلى الإسمنت ليقدم لنا نسبة تتجاوز 78% من حجم مبيعات الشركة لعام 2016.

## تراجع الهوامش

أتى الدخل الإجمالي عند مستوى 221 مليون ريال منخفضاً بنسبة 9% عن تقديراتنا التي كانت تشير إلى بلوغه 242 مليون ريال، وذلك بسبب الارتفاع الحاصل في تكلفة المبيعات بنسبة 21% مقارنة بالربع الماضي نتيجة للارتفاع الطفيف في المبيعات. نسد ذلك إلى ارتفاع تكاليف الطاقة ومصاريف النقل. تراجع الهامش الإجمالي إلى مستوى 56% في الربع الرابع من العام 2016 وذلك من مستوى 61% في الربع الثالث من العام نفسه، بانخفاض قدره 570 نقطة أساس. أتى الهامش التشغيلي للربع الرابع عند مستوى 49% ليكون بذلك دون مستوى هامش الربع الثالث والذي كان عند مستوى 55% مع ارتفاع المصاريف النقدية بنسبة 16% مقارنة بالربع الماضي لتصل إلى 98 ريال للطن. نتيجة لذلك، جاء الدخل التشغيلي عند مستوى 195 مليون ريال ليخالف بذلك تقديراتنا التي كانت تشير إلى بلوغه 210 مليون ريال، حيث سجل الدخل التشغيلي انخفاضاً بنسبة 6% مقارنة بالربع الماضي ولكنه ارتفع بنسبة 7% مقارنة بالعام الماضي. على عكس ما حصل خلال الربع الرابع من عام 2015 في حين تراجع هامش صافي الدخل إلى مستوى 36% على إثر حدث استثنائي، أتى هامش صافي الدخل للربع الرابع من عام 2016 خالياً من هذه الأحداث الاستثنائية ليلعب مستوى 47% ويأتي أقل من هامش الربع السابق والذي كان عند مستوى 53% نتيجة لتزايد ضغط أسعار البيع. تراجع صافي الدخل بنسبة 6% مقارنة بالربع السابق ولكنه ارتفع بنسبة 5% على أساس سنوي ليصل إلى مستوى 187 مليون ريال، مخالفاً بذلك تقديراتنا وتقديرات المحللين والتي كانت تشير إلى بلوغه مستوى 204 مليون ريال.

## نبقي على توصيتنا بالحياد

نبقي على تقديراتنا للتوزيعات النقدية عند 4.75 ريال للسهم لعام 2017 عند عائد متوقع يبلغ 7.8% والذي يعتبر عائداً مغرياً في ظل السيناريوهات الحالية، قمنا بتعديل السعر المستهدف للسهم والبالغ 65.00 ريال، ليقدم بذلك محدودية للعائد المتوقع لسعر السهم عند 6%. نبقي على توصيتنا بالحياد لعدم اتضاح الرؤيا بعد لعام 2017. ارتفع سعر السهم بنسبة 20% خلال عام 2016 (مسجلاً ارتفاعاً بنسبة 28% خلال الربع الرابع) ليجد من فرص المستثمرين في السهم.

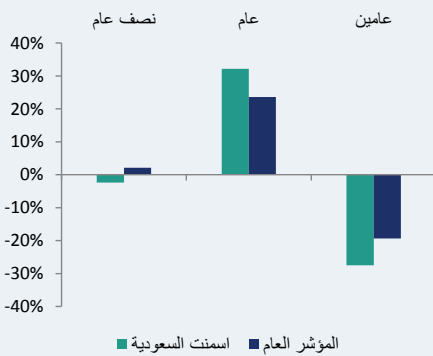
إجمالي العوائد المتوقعة	
السعر في 16 يناير 2017، (ريال)	61.13
العائد المتوقع لسعر السهم	6.3%
عائد الأرباح الموزعة	7.8%
إجمالي العوائد المتوقعة	14.1%

بيانات السوق	
أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً	43.8/71.6
القيمة السوقية (مليون ريال)	9,353
قيمة المنشأة (مليون ريال)	9,826
الأسهم المتداولة (مليون سهم)	153.0
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	77.4%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهر)	157,200

## أداء السهم السنوي



المصدر: بلومبيرغ



بيانات النسب الأساسية				البيانات المالية الرئيسية			
31 ديسمبر (مليون ريال)	2015	2016	*2017	31 ديسمبر (مليون ريال)	2015	2016	*2017
العائد على متوسط الأصول	4%	6%	5%	الإيرادات	1,932	1,778	1,652
العائد على متوسط حقوق الملكية	29%	27%	24%	**EBITDA	1,183	1,114	991
مكرر القيمة الدفترية	2.9x	2.8x	2.8x	صافي الدخل	941	902	809
قيمة المنشأة / **EBITDA	8.3x	8.8x	9.9x	ربحية السهم	6.15	5.90	5.29
مكرر الربحية	9.9x	10.4x	11.6x	التوزيعات النقدية للسهم	6.00	5.50	4.75
قيمة المنشأة/ المبيعات	5.1x	5.5x	5.9x	القيمة الدفترية للسهم	21.41	21.58	21.90

\* متوقعة

\*\* الدخل قبل المصروفات البنكية و الزكاة و الإهلاك والاستهلاك

\* متوقعة

\*\* الدخل قبل المصروفات البنكية و الزكاة و الإهلاك والاستهلاك

خالد المضيان

Khalid.a.Almadhyan@riyadcapital.com

+966-11-203-6813

سانتوش بالكرشنان

santhosh.balakrishnan@riyadcapital.com

+966-11-203-6809

شركة الرياض المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق

المالية السعودية (رقم 37-07070)

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](mailto: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 او 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. وفقا 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 نظرا لان الاستثمار في هذا النوع من الاوراق المالية قد لا يكون ملائما لجميع الاشخاص .

لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كليا أو جزئيا، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.