

سيناريو الأرباح دون تغيير

بعد الدورة الربحية السلبية خلال الربع الأول من العام الحالي، يستعد قطاع الإسمنت السعودي لدورة أخرى من الأرباح الضعيفة خلال الربع الثاني من العام الحالي وذلك في ظل تباطؤ الطلب مع انخفاض نشاط البناء في شهر رمضان المبارك. بالإضافة إلى ذلك، فإن القطاع يشهد استمراراً في التحديات على إثر انخفاض الأسعار وتراجع الطلب وسط استمرار وفرة المعروض. ما زلنا نتوقع أن يكون عام 2017 مقيداً على خلفية هذه الشواغل. من أهم الأخبار الجديدة التي أعطت بعضاً من الإيجابية للقطاع قرار الحكومة بتخفيض رسوم تصدير الإسمنت بنسبة 50% وذلك من مستويات 85-133 ريال كما ذكر سابقاً، حيث لم يتم الكشف عن التفاصيل بعد. نعتقد أنها خطوة مرحب بها ويتضح أثرها في ارتفاع أسهم القطاع بنسبة 5-6% خلال الأسبوع الماضي. يعتبر ذلك أمر مريح للقطاع، حيث حصلت ما يقرب 5-6 شركات على ترخيص وهي على وشك بدء التصدير عندما يتيح كل من الطلب والتسعير فرصة في الأسواق المجاورة. قد تكون الشركات التي لديها إمكانية الوصول إلى الموانئ أكبر المستفيدين من هذا الانخفاض في رسوم التصدير حيث أنها ستقوم بتقليص التكلفة. مع ذلك، فإننا لا نتوقع حدوث ارتفاع كبير في حجم الصادرات نظراً لأن أسواق الشرق الأوسط وشمال أفريقيا تواجه تحدي وفرة المعروض. في الوقت الحالي، سنركز على عودة الطلب في الأسواق المحلية إذا استمرت الحكومة في الإعلان عن مشاريع جديدة، مما سيساعد في نمو القطاع.

توقعات بخفض الانتاج ليتناسب مع الطلب

لا تمثل آخر الإحصائيات الشهرية لشهر مايو أي مخاوف فورية ونتوقع أن نرى بعضاً من أثر التباطؤ في شهر رمضان المبارك في إحصائيات شهر يونيو. نتوقع أن يصل إنتاج الإسمنت في الربع الثاني من العام الحالي إلى 12.0 مليون طن، وذلك بانخفاض نسبته 12% على أساس ربعي وبنسبة 19% على أساس سنوي، حيث أنه من المتوقع أن يظهر التأثير الكامل لـ 30 يوماً من شهر رمضان المبارك وعطلة عيد الفطر في الربع الثاني من عام 2017. وفقاً لبيانات القطاع، تم إنتاج 9.1 مليون طن من الإسمنت في الشهرين الأولي من الربع الثاني، ونتوقع إنتاج 2.9 مليون طن أخرى من الإسمنت في شهر يونيو. نتوقع استمرار انخفاض الإنتاج من ينبع ونجران والجوف حيث أن المنتجين لا يزالون يواجهون وطأة انخفاض الطلب. نؤكد من جديد أن معظم المنتجين يواصلون مراقبة حالة الطلب وضبط معدلات استخدامهم وفقاً لذلك، وذلك على الرغم من الحفاظ على هوامش الربحية للحد من تكسب مستويات المخزون، الأمر الذي يؤثر سلباً على الدورة النقدية لمعظم المنتجين. باستثناء اتجاهات القطاع، من المتوقع أن تواجه الشركات التي تقع ضمن نطاق تغطيتنا وضعاً مماثلاً، ولكن المنتجين الكبار تمكنوا من النجاة من دورة التراجع المطولة التي يشهدها القطاع.

جدول 1: الطاقة الانتاجية لشركات الإسمنت والإنتاج (آخر 3 شهور)

الشركة	الإنتاج (الف طن)						المخزون		
	الإسمنت			الكلنكر			الإسمنت		
	مارس-2017	أبريل-2017	مايو-2017	مارس-2017	أبريل-2017	مايو-2017	مارس-2017	أبريل-2017	مايو-2017
إسمنت اليمامة	533	465	475	322	148	398	107	93	56
إسمنت السعودية	526	446	510	486	300	308	192	157	194
إسمنت الشرقية	207	190	210	239	150	244	42	30	37
إسمنت القصيم	368	355	356	340	327	272	91	86	93
إسمنت ينبع	511	487	526	330	351	492	118	89	111
إسمنت العربية	395	338	332	338	308	325	58	44	36
إسمنت الجنوبية	551	545	553	805	570	430	117	110	148
إسمنت تبوك	121	111	97	59	118	109	51	49	57
إسمنت الرياض	345	293	258	229	233	130	68	68	44
إسمنت نجران	198	186	137	173	18	164	81	87	69
إسمنت المدينة	374	348	340	309	265	238	41	44	63
إسمنت الشمالية	110	120	110	90	54	240	31	37	37
إسمنت الجوف	113	123	118	150	127	134	68	66	69
إسمنت الصفوة	161	204	193	183	210	200	35	42	39
إسمنت حقل	97	78	84	184	175	166	35	31	32
إسمنت أم القرى	134	113	97	200	15	66	51	55	53
إسمنت المتحدة	134	133	173	155	142	141	53	45	53
الإجمالي	4,878	4,535	4,569	4,592	3,511	4,057	1,239	1,133	1,191
	28,999	28,471	28,545						

المصدر: إسمنت اليمامة

أرصدة المخزون لا تزال عند مستويات مرتفعة

شهد مخزون القطاع البالغ 28.5 مليون طن (جدول 1) ارتفاعاً بنسبة 39% على أساس سنوي ولكنه مستقر نسبياً منذ الربع الأول من العام الحالي، مما يقلل من مخاوفنا على عكس الارتفاع الكبير في الأرباح الماضية. يشكل ذلك نسبة 57% من حجم إنتاج الكلنكر على مدى الـ 12 شهراً الماضية منذ الربع الثاني من العام الحالي. تعد الصادرات أحد الوسائل الفعالة للحد من هذه المسألة المتعلقة بالطاقة الانتاجية، حيث قدمت الحكومة المساعدة اللازمة للمنتجين مع التخفيض الحاصل مؤخراً في رسوم التصدير بنسبة 50%. في تقريرنا للربع الأول من عام 2017، قمنا بالتعليق على مدى محدودة جدوى الصادرات بالنسبة للمنتجين، حيث أن رسوم التصدير المرتفعة التي تتراوح ما بين 85-133 ريال للطن تمنع أي مجال للتنافس بشكل جيد في أسواق التصدير. نعتقد أن تخفيض الرسوم سيكون أمراً إيجابياً للمصدرين.

تراجع أحجام المبيعات بنسبة 17% على أساس سنوي
من المتوقع أن تنخفض أحجام مبيعات القطاع بنسبة 17% على أساس سنوي وبنسبة 11% على أساس ربعي مع استمرار تباطؤ الطلب بسبب انخفاض وتيرة الإنفاق على المشاريع مما أثر على أحجام مبيعات القطاع. بلغت التسليمات خلال الشهرين الأولين مستوى 9.1 مليون طن، ومن المتوقع أن تزداد بمقدار 2.8 مليون طن في شهر يونيو، ليصل إجمالي التسليمات إلى 11.9 مليون طن في الربع الثاني من عام 2017. نتوقع أن يضعف الطلب في القطاع خلال شهر يونيو واستمراره في الربع الثالث من عام 2017 بسبب انخفاض عدد ساعات العمل في قطاع البناء خلال فترة الصيف.

جدول 2: أحجام مبيعات شركات الاسمنت السعودية (ألف طن) - الربع الثاني من عام 2017 *

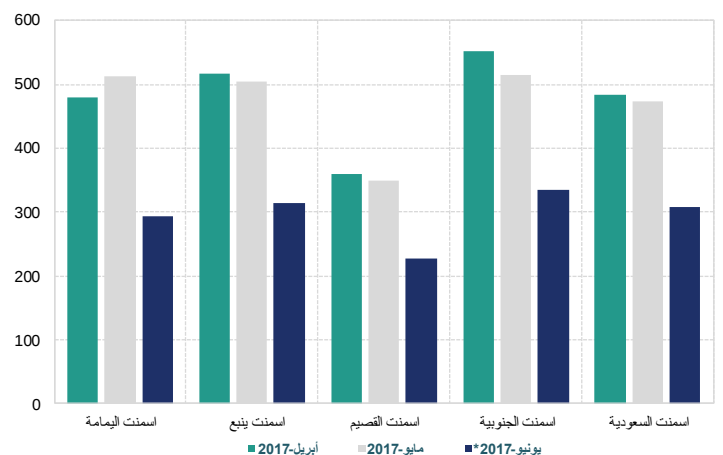
	مارس-2017	أبريل-2017	مايو-2017	يونيو-2017*	التغير السنوي*	التغير الربعي*
إسمنت الإمامة	521	479	512	294	-7%	3%
إسمنت السعودية	469	483	473	307	-33%	-8%
إسمنت الشرقية	192	202	203	132	-15%	-8%
إسمنت القصيم	359	360	349	227	-7%	-13%
إسمنت ينبع	485	516	504	245	-14%	-21%
إسمنت العربية	380	352	340	221	-27%	-18%
إسمنت الجنوبية	542	552	514	334	-32%	-8%
إسمنت تبوك	123	113	89	58	-29%	-24%
إسمنت الرياض	309	293	283	184	-18%	-8%
إسمنت نجران	188	180	155	101	-40%	-23%
إسمنت المدينة	383	345	321	209	3%	-17%
إسمنت الشمالية	115	114	110	72	-43%	-9%
إسمنت الجوف	114	125	115	75	-41%	-23%
إسمنت الصفوة	156	197	196	127	14%	7%
إسمنت حائل	92	82	83	54	-42%	-17%
إسمنت أم القرى	115	109	99	64	لا ينطبق	-10%
إسمنت المتحدة	133	141	165	107	لا ينطبق	2%
الإجمالي	4,676	4,643	4,511	2,811	-17%	-11%

المصدر: إسمنت الإمامة

* متوقعة

من المتوقع أن تصل أحجام المبيعات إلى 6.2 مليون طن
من المتوقع أن تنخفض أحجام المبيعات لشركات الإسمنت التي تقع ضمن نطاق تغطيتنا إلى 6.2 مليون طن، بانخفاض نسبته 20% على أساس سنوي وبنسبة 9% على أساس ربعي، بسبب الانخفاض الحاد في أحجام مبيعات كل من إسمنت الجنوبية وإسمنت السعودية. تشير البيانات الشهرية لشهر مايو إلى أنه من المتوقع أن تشهد شركة إسمنت الجنوبية انخفاضاً بنسبة 32% على أساس سنوي وبنسبة 8% على أساس ربعي في أحجام المبيعات لتصل إلى 1.40 مليون طن في الربع الثاني من عام 2017، حيث أنه من المتوقع أن تشهد كل من المنطقة الوسطى والغربية منافسة عالية وتراجعاً في الطلب. في نظرنا فإنه من الممكن استفادة المنتجين العاملين في المنطقة الوسطى والغربية من الطلب الذي سيزداد تدريجياً، في حين أن المنتجين العاملين في الأسواق الأخرى بحاجة إلى المنافسة بفعالية.

شكل 1: مبيعات الربع الثاني من عام 2017 (ألف طن)



المصدر: إسمنت الإمامة، تقارير الرياض المالية

* متوقعة

نتوقع بأن تحقق شركة إسمنت الشمالية التي لا تقع ضمن تغطيتنا أكبر انخفاض في الربع الثاني من العام الحالي، وذلك بتراجع نسبته 43% على أساس سنوي وبنسبة 9% على أساس ربعي، في حين نتوقع أن تشهد إسمنت اليمامة نمواً لا بأس به بعد أن باعت كميات أكبر خلال أول شهرين من الربع الثاني من عام 2017. حققت اليمامة سابقاً أحد أكثر الانخفاضات لها منذ النصف الثاني من عام 2016، حيث فقدت حصتها السوقية لصغار المنتجين بسبب المنافسة الشديدة في الأسعار من قبل إسمنت المدينة وإسمنت الرياض.

من المتوقع ضعف أداء الأرباح

نتوقع في الربع الثاني من عام 2017 أن تنخفض الإيرادات بنسبة 35% على أساس سنوي وبنسبة 12% على أساس ربعي في ظل استمرار تقلص أسعار البيع وضعف أحجام المبيعات بالإضافة إلى أثر شهر رمضان المبارك. نتوقع أن تنخفض أسعار البيع بنسبة 3% على أساس ربعي وبنسبة 17% على أساس سنوي لتصل إلى مستوى 190 ريال للطن. يعود التراجع للشركات التي تقع ضمن تغطيتنا إلى انخفاض أسعار البيع لشركتي إسمنت الجنوبية وإسمنت السعودية على أساس سنوي. مع ضغوط التكاليف العالية بسبب تكاليف التسليم المضافة وضعف معدلات الاستخدام، يواجه المنتجون أثراً مضاعفاً لكلا العاملين مما أدى إلى انخفاض الهوامش. نتيجة لذلك، من المتوقع أن تشهد مجموعة الشركات التي تقع ضمن نطاق تغطيتنا تراجعاً في الأرباح تشغيلية بنسبة 50% على أساس سنوي لتصل إلى مستوى 440 مليون ريال في الربع الثاني من عام 2017، وذلك بانخفاض نسبته 17% على أساس ربعي. نتوقع أن تتبع الأرباح نمطاً مماثلاً لانتخفاض بنسبة 53% على أساس سنوي ومن المتوقع أن تنخفض بنسبة 18% على أساس ربعي لتصل إلى مستوى 431 مليون ريال.

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

الشركة	الإيرادات		الدخل التشغيلي		الدخل الصافي		ربحية السهم	
	الربع الثاني 2016	الربع الثاني 2017 *	الربع الثاني 2016	الربع الثاني 2017 *	الربع الثاني 2016	الربع الثاني 2017 *	الربع الثاني 2016	الربع الثاني 2017 *
اسمنت اليمامة	280	225	97	49	116	52	0.57	0.26
اسمنت ينبع	348	245	158	96	159	92	1.01	0.58
اسمنت القصيم	226	165	115	66	115	64	1.28	0.71
اسمنت الجنوبية	493	274	256	98	268	96	1.91	0.69
اسمنت السعودية	492	278	257	131	250	127	1.63	0.83
المجموع	1,839	1,187	883	440	908	431		

المصادر : الرياض المالية، تقارير الشركات
* متوقعة

ترجع الهوامش إلى مستويات طبيعية جديدة

من المتوقع أن يشهد قطاع الإسمنت تراجعاً طفيفاً في الهوامش على أساس ربعي على إثر تزايد ضغوط التكاليف، على الرغم من أن معظم التأثير كان بشكل أكبر على أساس سنوي وأقل مقارنة بالربع الثاني من عام 2016. من المتوقع أن تنخفض الهوامش في القطاع على نحو متسلسل بمقدار 100-200 نقطة أساس، على الرغم من أن الانخفاض الحاد على أساس سنوي يعد الوضع الطبيعي الجديد. من المتوقع أن تصل الهوامش الإجمالية إلى مستوى 42%، بانخفاض قدره 800 نقطة أساس عن الربع الثاني من عام 2016، في حين أنه من المتوقع أن تنخفض الهوامش التشغيلية ما بين 900 إلى 100 نقطة أساس على أساس سنوي.

جدول 4: تقديرات هوامش الربحية للربع الثاني من عام 2017

الشركة	الدخل الإجمالي		الدخل التشغيلي		الدخل الصافي	
	الربع الثاني 2016	الربع الثاني 2017 *	الربع الثاني 2016	الربع الثاني 2017 *	الربع الثاني 2016	الربع الثاني 2017 *
اسمنت اليمامة	40%	28%	35%	22%	41%	23%
اسمنت ينبع	49%	42%	45%	39%	46%	37%
اسمنت القصيم	53%	45%	51%	40%	51%	39%
اسمنت الجنوبية	52%	39%	52%	36%	54%	35%
اسمنت السعودية	57%	55%	52%	47%	51%	46%
المجموع	50%	42%	47%	37%	49%	36%

المصادر : الرياض المالية، تقارير الشركات
* متوقعة

أداء ضعيف نسبياً للقطاع في الربع الثاني

قمنا بالحفاظ على أسعارنا المستهدفة وتقديراتنا ، ولكننا نرى مجالاً للمزيد من المراجعة. خلال الربع، كان أداء القطاع أقل نسبياً، على الرغم من أن مكرر الربحية البالغ 13.1 مرة يعد أرخص من مكرر المؤشر العام البالغ 14.5 مرة. نبقى على توصيتنا بالحياد، حيث أن معدلات النمو ستكون سلبية خلال عام 2017.

جدول 5: التصنيف والتقييم

الشركة	رمز التداول	السعر الحالي	القيمة السوقية (مليون ريال)	السعر المستهدف	التصنيف	عند الأرباح الموزعة	مكرر الربحية (السعر/الأرباح)		مكرر القيمة الدفترية (السعر/القيمة الدفترية)	
							2017 *	2016	2017 *	2016
اسمنت اليمامة	3020	17.65	3,574	18.00	حياد	4.2%	14.0x	10.8x	1.0x	0.9x
اسمنت ينبع	3060	31.62	4,980	33.00	حياد	7.9%	10.8x	9.3x	1.4x	1.4x
اسمنت القصيم	3040	49.77	4,479	56.00	حياد	6.0%	14.6x	10.9x	2.5x	2.4x
اسمنت الجنوبية	3050	54.00	7,560	62.00	حياد	7.4%	12.3x	8.6x	2.3x	2.3x
اسمنت السعودية	3030	51.70	7,910	56.00	حياد	6.8%	13.6x	8.8x	2.4x	2.4x
متوسط المجموعة							13.1x	9.5x	1.9x	1.9x

المصدر : الرياض المالية
* متوقعة

تصنيف السهم

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

*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 والاقتراضات 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.