

## أثر الموسمية

قطاع الإسمنت في طريقة إلى تحقيق أرباح متوسطة لهذا الربع في ظل التباطؤ الذي يشهده القطاع خلال شهر رمضان. من المتوقع أن يلقى تباطؤ الأنشطة الإنشائية بالإضافة إلى محدودية ساعات العمل خلال شهر رمضان بظلاله على أحجام المبيعات، حيث يظهر هذا الأثر خلال هذه الفترة من كل عام. في الربع الثاني من العام الحالي، حدثت بعض التطورات الإيجابية الرئيسية في القطاع تتركز: أولاً، في النظر بشأن رفع حظر تصدير الإسمنت وفقاً للضوابط التي ستحددها وزارة التجارة والاستثمار. ثانياً، تطبيق رسوم الأراضي البيضاء لدعم التطوير العقاري من قبل القطاع الخاص. ثالثاً، استهداف إنشاء 100 ألف وحدة خلال عام واحد من قبل وزارة الإسكان. على الرغم من التباين في النظرة المستقبلية، إلا أن المستثمرين يواصلون تركيزهم على القطاع بسبب العوائد الجذابة التي تصل إلى نحو 8%، والتي تعتبر نوعاً ما مستقرة وسط ضعف ربحية القطاع وعلى الرغم أيضاً من خفض توقعات توزيعات الأرباح. المكرر المتوقع لربحية القطاع المبني على تقديرات المحللين لمجملة عام 2016 يبلغ 11.1 مره ليأتي أقل من مكرر ربحية السوق والذي يبلغ 13.5 مره.

### الآثار المتوقعة لشهر رمضان المبارك

من المتوقع أن يسجل إنتاج القطاع للإسمنت في الربع الحالي مستويات منخفضة بسبب أثر شهر رمضان. بناءً على ذلك، تشير تقديراتنا إلى أن يصل إنتاج الإسمنت إلى 14.3 مليون طن خلال الربع الثاني من العام الحالي، ليسجل بذلك نسبة انخفاض قدرها 16% مقارنة بالربع السابق ونسبة انخفاض قدرها 11% مقارنة بالربع نفسه من العام الماضي. على ضوء إحصائيات قطاع الإسمنت الشهرية، جاء إنتاج القطاع لأول شهرين للربع الحالي عند 11.2 مليون طن، ونتوقع أن يصل إنتاج شهر يونيو إلى 3.1 مليون طن. من المتوقع أيضاً أن يحافظ منتجي القطاع على مستويات الإنتاج المحققة خلال شهر رمضان من العام الماضي، وذلك على الرغم من وقوع أثر شهر رمضان الماضي في الربع الثالث من العام السابق. علاوة على ذلك، فإن تركيز المنتجين يتجه نحو خفض انتاج الكلنكر من أجل المساعدة في استنزاف مخزونات القطاع. باستثناء التغيير البسيط الحاصل في الحصص السوقية لإسمنت نجران، التي انخفضت بنسبة 2%، إلا أن أغلب المنتجين حافظوا على حصصهم السوقية.

جدول 1: الطاقة الإنتاجية لشركات الإسمنت والانتاج

الشركة	الطاقة الإنتاجية			الانتاج (الف طن)									
	الكلنكر	الإسمنت	الإجمالي	الكلنكر			الإسمنت			الإجمالي			
	2016-مايو	2016-أبريل	2016-مارس	2016-مايو	2016-أبريل	2016-مارس	2016-مايو	2016-أبريل	2016-مارس	2016-مايو	2016-أبريل	2016-مارس	
اسمنت اليمامة	3,211	3,168	3,121	106	99	81	522	552	392	524	553	596	6,300
اسمنت السعودية	3,812	4,068	4,050	144	176	169	421	676	708	728	711	717	8,900
اسمنت الشرقية	1,617	1,613	1,575	26	31	26	235	276	292	246	252	275	3,500
اسمنت القصيم	803	829	886	77	55	46	303	272	316	391	392	417	3,400
اسمنت بنع	3,038	3,084	3,032	97	100	102	572	608	437	589	556	609	6,900
اسمنت العربية	212	201	235	42	42	42	445	336	271	492	493	509	3,500
اسمنت الجنوبية	764	809	729	66	115	95	639	678	732	771	756	817	7,700
اسمنت تبوك	825	857	843	56	59	30	79	146	137	148	167	126	1,400
اسمنت الرياض	1,503	1,544	1,590	44	69	62	298	259	213	368	331	343	3,500
اسمنت نجران	2,237	2,146	2,257	83	82	74	368	150	277	295	279	350	5,000
اسمنت المدينة	775	788	797	33	26	23	323	317	302	354	327	328	1,800
اسمنت الشمالية	368	374	488	29	40	31	162	131	196	178	216	233	2,900
اسمنت الجوف	308	389	489	18	37	38	101	147	139	189	205	174	3,200
اسمنت الصفوة	65	81	126	37	35	31	139	50	143	176	186	187	1,600
اسمنت حائل	958	971	936	26	32	27	124	158	181	149	133	143	1,600
الإجمالي	20,496	20,922	21,154	884	998	877	4,731	4,756	4,736	5,598	5,557	5,824	61,200

المصدر: اسمنت اليمامة

### لا تزال مخزونات القطاع من الكلنكر عند مستويات تعتبر مرتفعة

على الرغم من تسجيل مخزونات القطاع انخفاضاً بنسبة 10% منذ بداية عام 2016، وتحقيقها مستوى 20.5 مليون طن (كما هو موضح في جدول رقم 1)، إلا أنها ما تزال في مستويات مرتفعة. نعتقد أن يستمر استنزاف مخزونات القطاع بوتيرة أقل من العام الماضي بسبب تباطؤ الطلب الطفيف. ما زالت استراتيجية استخدام المخزونات الهائلة قائمة، لتحافظ بذلك الشركات على معدل الاستخدام الأمثل من دون زيادة تذكر منذ عام 2013 والذي يعتبر عام لبداية تراكم مخزونات القطاع. شهد منتجو القطاع لشركات الصفوى والجوف والشمالية والعربية والقصيم أكبر نسب استنزاف لمخزون الكلنكر بنسب 48% و37% و25% و10% و9% على التوالي وذلك منذ بداية الربع الحالي حتى تاريخ إعداد هذا التقرير. أتت مستويات مخزون شركات القطاع: العربية والجنوبية والصفوى عند أقل من مستوى حجم المخزون الإلزامي (إنتاج 60 يوم)، بينما أتى مخزون شركتي الشمالية والجوف عند المستوى الإلزامي لحجم المخزون. عموماً، شهدت الشركات التي تقع تحت تغطيتنا نسبة استنزاف أقل مقارنة بحجم مخزونها الكبير، لتسجل بذلك نسبة استنزاف للمخزون قدرها 4% منذ بداية عام 2016 حتى إعدادنا لهذا التقرير (متوسط نسبة استنزاف القطاع عند 15%). الملاحظ، منذ بداية عام 2016 حتى إعدادنا لهذه التقرير، بلغت الزيادة في مستويات مخزون الكلنكر لشركات الشرقية والجنوبية وحائل بنسب 7% و2% و14% على التوالي.

من المتوقع أن تشهد أحجام المبيعات انخفاضاً بنسبة 9% على أساس سنوي

تشير تقديراتنا إلى أن تلامس أحجام مبيعات القطاع مستوى 14.2 مليون طن خلال الربع الثاني من العام الحالي، بنسبة انخفاض قدرها 15% مقارنة بالربع الماضي ونسبة انخفاض قدرها 9% مقارنة بنفس الربع من العام الماضي. جاءت أحجام مبيعات القطاع لأول شهرين من الربع الحالي عند 11.0 مليون طن، ومن المتوقع أن يحقق شهر يونيو 3.2 مليون طن. يحتوي شهر يونيو على 25 يوماً من شهر رمضان المبارك، لباتي مختلفاً مقارنة بنفس الشهر من العام الماضي، ونعتقد أيضاً أن قلة الأعمال الإنشائية ساعدت على إضعاف الطلب. تشير تقديراتنا إلى أن تلامس مبيعات القطاع مستوى 31.1 مليون طن للنصف الأول من العام الحالي، لتسجل بذلك نسبة انخفاض قدرها 3% مقارنة بمستوى 32.0 مليون طن المحققة خلال النصف الأول من العام الماضي. من الجدير بالذكر أن تغير أثر شهر رمضان على أساس سنوي، من شهر يوليو في عام 2015، إلى شهر يونيو لعام 2016، نتج عنه تسجيل أثر شهر رمضان خلال الربع الثاني والنصف الأول من العام الحالي.

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

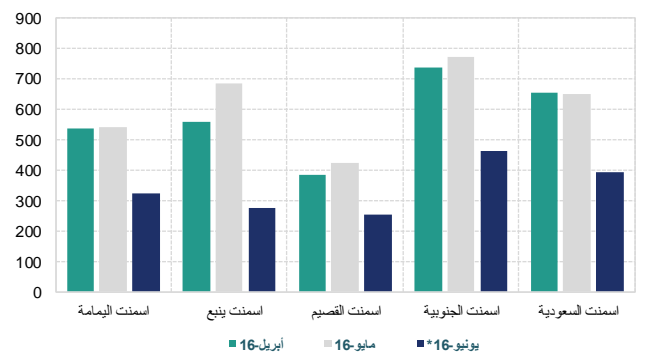
الشركة	المبيعات المحلية			الاستيراد		
	الاسمنت			الكلتر		
	مارس-2016	أبريل-2016	مايو-2016	مارس-2016	أبريل-2016	مايو-2016
اسمنت اليمامة	589	535	517	-	-	-
اسمنت السعودية	683	654	698	-	-	-
اسمنت الشرقية	266	236	238	-	-	-
اسمنت القصيم	430	383	397	-	-	-
اسمنت ينبع	602	557	592	-	-	-
اسمنت العربية	509	493	492	68	-	-
اسمنت الجنوبية	794	736	820	-	-	-
اسمنت تبوك	143	138	151	-	-	-
اسمنت الرياض	300	310	378	-	-	-
اسمنت جران	354	271	294	-	-	-
اسمنت المدينة	336	324	347	-	-	-
اسمنت الشمالية	243	207	189	-	-	-
اسمنت الجوف	185	204	208	-	-	-
اسمنت الصفوة	197	182	174	55	-	-
اسمنت حائل	147	129	155	-	-	-
الإجمالي	5778	5359	5650	123	-	-

المصدر: اسمنت اليمامة

من المتوقع أن تلامس أحجام المبيعات مستوى 7.6 مليون طن

تشير تقديراتنا إلى أن تبلغ مبيعات الشركات التي تقع ضمن نطاق تغطيتنا مستوى 7.6 مليون طن في الربع الثاني من العام الحالي، بنسبة انخفاض قدرها 11% مقارنة بنفس الربع من العام الماضي. أشار مسار النمو الشهري إلى تحقيق شركات القصيم وبنع والجنوبية نسب نمو في شهر مايو قدره 17% و 11% و 6% على التوالي مقارنة بنفس الشهر من العام الماضي، بعد الانخفاض الذي حصل في شهر أبريل بنسب 3% و 17% و 7% على أساس سنوي. نعتقد أن أحجام المبيعات ستشهد انخفاضاً في شهر يونيو لتواكب أحجام مبيعات القطاع.

شكل رقم 1: مبيعات أبريل- مايو- يونيو 2016 (الف طن)



المصدر: اسمنت اليمامة، تقارير الرياض المالية  
\* متوقعة

أسعار البيع وأحجام المبيعات المنخفضة تقود تراجع الإيرادات البالغ 16%، على أساس سنوي من المتوقع أن تبلغ إيرادات الشركات التي تقع ضمن نطاق تغطيتنا عند 1.74 مليار ريال لتسجل نسبة انخفاض قدرها 16% مقارنة بنفس الربع من العام الماضي والتي كانت عند مستوى 2.07 مليار ريال، كنتيجة للانخفاض المتوقع في أحجام المبيعات. تشير تقديراتنا إلى أن يبلغ صافي أسعار البيع مستوى 228 ريال للطن بنسبة انخفاض قدرها 4% مقارنة بمستوى الربع نفسه من العام الماضي والذي كان عند 237 ريال للطن.

انخفاض صافي الدخل بنسبة 23% على أساس سنوي، إلا أنه غير قابل للمقارنة مع الفترة نفسها من عام 2015 من المتوقع أن يأتي صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك للشركات التي تقع ضمن نطاق تغطيتنا منخفضاً بنسبة 20% مقارنة بنفس الربع من العام الماضي ليصل إلى 1.0 مليار ريال، متأثراً من تكاليف الطاقة المرتفعة بالإضافة إلى أن انخفاض معدل الاستخدام الأمثل لشهر يونيو سيليقي بأثره الهوامش. ما زال منتجي القطاع يقدمون أسعار بيع تحمل خصومات ويتحملون أثر تكاليف النقل والتسليم كنتيجة لحدة المنافسة في القطاع وللضعف الحاصل في حجم الطلب. تشير تقديراتنا إلى انخفاض صافي الدخل بنسبة 23% مقارنة بنفس الربع من العام الماضي ليصل إلى 875 مليون ريال نتيجة لتضرر أحجام مبيعات الشركات بسبب الأثر الموسمي. من المتوقع أن يكون خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي والأثر المحدود لأسعار النفط على سوق الأسهم السعودي محدوداً على محافظ الشركات. بالتالي، من المتوقع أن يأتي حجم خسائر محافظ الشركات بشكل أقل مقارنة بالربع السابق من العام الحالي. نتوقع أن تشهد شركة إسمنت اليمامة الأثر الأكبر من التغيير الحاصل في معدل الاستهلاك بعد أن تم تطبيقه خلال الربع الأول من العام الحالي ليأثر بذلك أثراً سلبياً على صافي دخل الشركة، وتتبعها شركة اسمنت القصيم وتحملها تكاليف نقل و تسليم باهضة.

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

الشركة	الإيرادات		صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك		الدخل الصافي		ربحية السهم
	الربع الثاني 2016	الربع الثاني 2015	الربع الثاني 2016	الربع الثاني 2015	الربع الثاني 2016	الربع الثاني 2015	
اسمنت اليمامة	312	339	178	201	135	0.67	0.95
اسمنت ينبع	331	439	170	250	165	1.05	1.56
اسمنت القصيم	226	264	129	177	122	1.36	1.87
اسمنت الجنوبية	466	532	259	314	233	1.66	1.93
اسمنت السعودية	408	500	266	314	220	1.44	1.66
المجموع	1,743	2,074	1,002	1,256	875		
	-16%		-20%		-23%		

المصادر: الرياض المالية، تقارير الشركات  
\* متوقعة

#### الأثر السلبي لمعدل الاستخدام الأمثل على الهوامش

بالنسبة للشركات التي تقع ضمن تغطيتنا، فمن المتوقع أن تشهد هوامش شركة اليمامة انخفاضاً نتيجة لفترة استهلاك الأصول والتي تم تغييرها في الربع الأول من العام الحالي. نعتقد أن يكون هذا الأثر مهماً، بينما الهوامش المنخفضة للشركات الأخرى يعتبر انخفاضها قليل مقارنة بالربع السابق. أوضحنا في تقريرنا للربع السابق الأثر المترتب من خفض الدعم الحكومي على أسعار الطاقة، عموماً، نعتقد أن من خلال الأرباع القادمة سيظهر أثره الكامل بشكل أكثر وضوحاً. من المتوقع أن ينخفض خلال الربع الثاني من العام الحالي كلاً من هامش صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك إلى 57% وهامش صافي الدخل إلى 49%.

جدول رقم 4: تقديرات هوامش الربحية للربع الثاني من عام 2016

الشركة	الدخل الإجمالي		صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك		الدخل الصافي	
	الربع الثاني 2016	الربع الثاني 2015	الربع الثاني 2016	الربع الثاني 2015	الربع الثاني 2016	الربع الثاني 2015
اسمنت اليمامة	47%	55%	57%	59%	56%	43%
اسمنت ينبع	54%	60%	51%	57%	47%	44%
اسمنت القصيم	52%	64%	57%	67%	64%	54%
اسمنت الجنوبية	52%	52%	56%	59%	51%	50%
اسمنت السعودية	57%	57%	65%	63%	51%	54%
المجموع	52%	57%	57%	61%	54%	49%

المصادر: الرياض المالية، تقارير الشركات  
\* متوقعة

تقارب التقديرات بشكل طفيف نحو القمة

نبتي على أسعارنا المستهدفة وتوصياتنا في الوقت الراهن مع بعض التعديل على تقديراتنا للتوزيعات النقدية. على مدى الربع الحالي، يتداول القطاع عند متوسط مكرر ربحية جذاب، حيث يعتبر أقل من مكرر ربحية السوق بمقدار 17%، يبلغ مكرر ربحية القطاع لمجمل عام 2016 عند 11.1 مره مقابل المكرر المتوقع لربحية السوق عند 13.5 مره. الجدير بالذكر أن إسمنت ينبع كان أفضل من تفوقوا على المؤشر العام خلال الربع بعائد يبلغ 10% يتبعه بعد ذلك إسمنت الجنوبية الذي ارتفع سعر سهمه بمقدار 5%. من ضمن الشركات التي تقع تحت تغطيتنا، يقدم إسمنت ينبع تقييماً جذاباً بمكرر ربحية متوقع لمجمل عام 2016 يبلغ 9.5 مره وبعائد متوقع يبلغ 9.4%، في حين يتداول إسمنت الجنوبية عند مستويات مرتفعة حيث يبلغ مكرر ربحية الشركة عند 11.7 مره وبعائد أقل عند 7.9%.

جدول رقم 5: التصنيف والتقييم

الشركة	رمز التداول	السعر الحالي	القيمة السوقية (مليون ريال)	السعر المستهدف	التصنيف	عائد الأرباح الموزعة		مكرر الربحية (السعر/الأرباح)		مكرر القيمة الدفترية (السعر/القيمة الدفترية)	
						2016 *	2015	2016 *	2015	2016 *	2015
اسمنت اليمامة	3020	27.10	5,488	35.00	شراء	7.4%	9.9x	9.9x	1.5x	1.5x	
اسمنت ينبع	3060	42.70	6,725	58.00	شراء	9.4%	8.3x	9.5x	1.8x	1.8x	
اسمنت القصيم	3040	64.50	5,805	78.00	شراء	7.8%	10.7x	12.2x	2.8x	2.7x	
اسمنت الجنوبية	3050	75.50	10,570	84.00	شراء	7.9%	9.4x	11.7x	3.2x	3.3x	
اسمنت السعودية	3030	62.00	9,486	71.00	شراء	9.3%	10.5x	11.2x	2.8x	2.9x	
متوسط المجموعة							9.8x	10.9x	2.4x	2.4x	

المصدر: الرياض المالية  
\* متوقعة

الخاتمة

من المتوقع أن يستمر ضعف الطلب على المدى المتوسط نتيجة لتحديد أولوية مشاريع البنية التحتية. حيث أنه من المتوقع أن يسجل الطلب على الإسمنت نمواً خجولاً بنسبة 0.5% خلال النصف الأول من العام الحالي، وأن يشهد نمواً بخانة عشرية واحدة للفترة المتبقية من عام 2016. نتطلع لمبادرات رؤية السعودية 2030 ليتم تنفيذها بشكل أوضح، في حين أن نمو الحاجة إلى زيادة نسبة تملك المواطنين للمساكن تعتبر أمراً إيجابياً على المدى الطويل. بالإضافة إلى أن تخطيط وتنفيذ هذه الخطط من قبل الحكومة بشكل تدريجي، يعد محفزاً لقطاع الإسمنت على المدى الطويل.

تصنيف السهم

غير مُصنّف	بيع	حياد	شراء
تحت المراجعة/ مقيد	إجمالي الإيرادات المتوقعة اقل 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](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، وأو 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، ولن 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.