



US\$1.932mn	%16	US\$0.962bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية
6% أعلى من الحالي 30/11/2020 بتاريخ	32.00 30.05	السعر المستهدف السعر الحالي

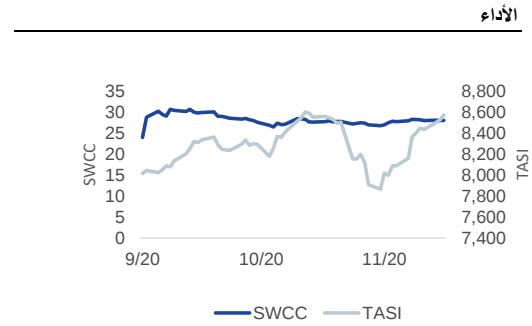
إدارة البحوث
Mazen Al-Sudairi
Tel +966 11 834 5468, alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الأسمنت الأبيض السعودي بدأنا تغطيتنا للشركة عند سعر مستهدف للسهم يبلغ 32 ريال.

لقد بدأنا تغطيتنا لشركة الأسمنت الأبيض السعودي عند سعر مستهدف لسهمها يبلغ 32 ريال/السهم بناء على أوزان بنسبة 50:50 لكل من طريقة التقييم النسبي القائمة على مكرر ربح السهم (25 ريال/السهم) وطريقة التقييم على أساس التدفقات النقدية المخصومة. (39 ريال/السهم). وفي عام 2019، تحققت نسبة 80% تقريبا من إيرادات الشركة من مبيعات الأسمنت الرمادي العادي، بينما تحققت النسبة المتبقية وقدرها 20% تقريبا من الأسمنت الأبيض. وشركة الأسمنت الأبيض هي واحدة من الأربع شركات العاملة في المنطقة الوسطى وتستحوذ على حصة في سوق المنطقة تبلغ نسبتها 17% وحصة في السوق الكلي تبلغ 5%، في الأسمنت الرمادي العادي. علاوة على ذلك، فإن شركة الأسمنت الأبيض تعتبر أيضا موردا رئيسيا للأسمنت الأبيض وتستحوذ على حصة سوقية من هذا النوع تبلغ 30% تقريبا من سوق المملكة. ونتوقع أن ترتفع مبيعات الشركة من الأسمنت الرمادي العادي في عام 2021، مدعومة بالارتفاع في قروض الرهن العقاري للمساكن وارتفاع الانفاق على مشروعات البنية الأساسية. وبينما نجد أن معدلات النمو لشركة الأسمنت الأبيض قد تأخرت عن نظيراتها في القطاع خلال العام الحالي، فإننا نتوقع أن يتغير هذا الاتجاه على إثر الخطوات التي اتخذتها إدارة الشركة لجعل منتجاتها أكثر تنافسية من ناحية السعر. كما نتوقع أن تظل مبيعات الأسمنت الأبيض مستقرة وتنمو بنسبة 5% تقريبا في المدى المتوسط. وتعمل الشركة في الوقت الراهن بطاقة تشغيلية تبلغ 60% تقريبا من طاقتها لإنتاج الأسمنت الرمادي العادي وبنسبة 80% تقريبا من طاقتها لإنتاج الأسمنت الأبيض. وبناء على ذلك، فإننا لا نتوقع أي نفقات رأسمالية رئيسية للشركة خلال السنوات القادمة. وهذا العامل، إلى جانب مقدرة الشركة على تحقيق تدفقات نقدية مستمرة، من المحتمل أن يساعد في تحقيق تحسن مستمر في توزيعات الأرباح من المستويات الحالية التي تبلغ 75% تقريبا (النصف الأول 2020).

الطلب على قروض الرهن العقاري مستمر في دعم نمو الطلب على الأسمنت: استمر نمو حجم مبيعات الأسمنت قويا خلال عام 2020، إذ نما بنسبة 22% تقريبا للعام حتى تاريخه في أكتوبر 2020، إذ نمت.

زيادة المراكز	الحفاظ على المراكز	تخفيض المراكز
---------------	--------------------	---------------



الأرباح

(SARmn)	FY18	FY19	FY20E	FY21E
Revenue	394	594	603	597
Revenue growth	-29%	51%	1%	-1%
Gross profit	100	230	253	222
Gross margin	25%	39%	42%	37%
EBIT	80	206	229	198
EBIT margin	20%	35%	38%	33%
Net profit	66	190	221	191
Net margin	17%	32%	37%	32%
EPS	0.55	1.58	1.84	1.59
DPS	NA	NA	1.38	1.43
Payout	NA	NA	75%	90%
P/E	54x	19x	16x	19x
RoE	4%	11%	12%	11%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم

	FY18	FY19	FY20E	FY21E
P/E	54x	19x	16x	19x
EV/EBITDA	23x	12x	11x	12x
P/B	2x	2x	2x	2x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



الإيرادات تبعا لاستقرار الأسعار وانتعاش حجم المبيعات. ان سهم الأسمنت الأبيض الذي يتداول حاليا عند مكرر ربح يبلغ 15 مرة تقريبا للاتني عشر شهرا الأخيرة(يونيو 2020)، يتداول منخفضا مقارنة بمتوسط مكرر الربح للقطاع الذي يبلغ 18 مرة تقريبا. والسبب وراء ذلك هو أن الأسمنت الأبيض السعودي يتداول في سوق نمو سعودي أو السوق الموازية، مما ينتج عنه انخفاض في السيولة. اننا نتوقع أن يتحسن تقييم الشركة نظرا لأن أداءها المالي يشهد تحسنا، رغما عن أن سهمها من المرجح أن يستمر متداولاً منخفضاً عن الأسهم النظيرة له.

التقييم والمخاطر: ان سعرنا المستهدف لسهم الشركة الذي يبلغ 32 ريال/السهم، مبني على توقعات نمو متحفظة، استنادا الى فهمنا، مما يتيح لنا توقع ارتفاع بنسبة 6% في سعر السهم وبالتالي تصنيف الشركة تصنيفا يتضمن التوصية **بزيادة المراكز** في سهمها. وتتمثل مخاطر انخفاض سعر السهم عن تقديراتنا في ضعف أسعار النفط، حدوث انخفاض في الطلب على قروض الرهن العقاري، خفض اعانات قروض الرهن العقاري، ازدياد المنافسة مع الشركات النظيرة الأكبر حجما، وخاصة شركتي اليمامة والقصيم، بالإضافة الى ارتفاع مستوى النزاعات/ التوترات في المنطقة.

مبيعات المنطقة الوسطى بنسبة 19% خلال نفس الفترة. وقد وجد النمو في أحجام مبيعات الأسمنت، دعما من المبيعات القوية نتيجة لقروض الرهن العقاري. وخلال الفترة القادمة، فإننا نتوقع أن تنمو قروض الرهن العقاري بمعدل يبلغ في المتوسط 27% خلال الفترة 2019 و 2023، مما سيؤدي الى زيادة الطلب على الأسمنت

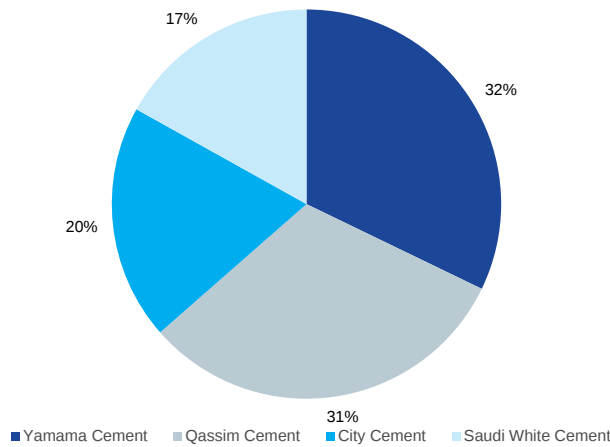
الطلب على الأسمنت لمشاريع البنية الأساسية يمكن أن يرفع نمو مبيعات الأسمنت: اننا نتوقع أن تنمو أحجام مبيعات الأسمنت بنسبة تتراوح بين 6-8% خلال السنوات ال 3-5 القادمة. فمن أجل تنويع اقتصادها، خطت حكومة المملكة العربية السعودية للإنفاق على بعض مشاريع البنية الأساسية الرئيسية. ومن شأن حدوث ارتفاع في مستوى تنفيذ هذه المشاريع، تحقيق مزيد من الارتفاع في نمو تقديراتنا الأساسية لنمو مبيعات الأسمنت.

الربحية يتوقع أن ترتفع ابتداء من 2022، رغما عن أن انخفاض التقييم ربما يستمر: لقد ظل نمو حجم مبيعات شركة الأسمنت الأبيض بدون تغيير في 2020. ان تردد الشركة في خفض سعر الأسمنت، في مواجهة تزايد التنافس في الأسعار، هو السبب الرئيسي وراء ذلك. ونتوقع أن يرتفع نمو حجم مبيعات شركة الأسمنت الأبيض في عام 2021، رغما عن أن الإيرادات من المتوقع أن تظل بدون تغيير بسبب انخفاض المبيعات المحققة. وهذا بدوره، من المحتمل أن يؤدي الى خفض ربحية الشركة خلال العام. ونتوقع أن ينعكس هذا الاتجاه في 2022، اذ أننا نتوقع أن يرتفع نمو



استعراض وخلفية عن الشركة: تم تأسيس شركة الأسمنت الأبيض السعودي في عام 1997 برأس مال مدفوع بلغ 1.2 مليار سعودي وبدأت انتاجها للأسمنت الأبيض في 2001. والشركة هي الأولى كما تعتبر حاليا الشركة القيادية في تصنيع الأسمنت الأبيض في المملكة العربية السعودية وتقوم بعملياتها التشغيلية بطاقة إنتاجية تبلغ 4 مليون طن تقريبا من الأسمنت الرمادي العادي و0.36 مليون طن من الأسمنت الأبيض. وكما في أكتوبر 2020، فإن الشركة تعتبر تاسع أكبر شركة لبيع الأسمنت الرمادي العادي في المملكة. وهناك أربعة شركات مسجلة في سوق الأسهم تعمل في المنطقة الوسطى من المملكة – أسمنت اليمامة، أسمنت القصيم وأسمنت المدينة بينما يبلغ إجمالي الحصة السوقية، من حيث حجم المبيعات لشركة الأسمنت الأبيض، 17% تقريبا، ولشركة اليمامة 32% تقريبا، والقصيم 31% تقريبا وشركة أسمنت المدينة 20%.

الشكل 1: الحصة السوقية للشركات في المنطقة الوسطى (كما في أكتوبر 2020).



المصدر : بيانات الشركة، الراجحي المالية.

تقع مصانع الشركة في محافظة المزاحمية على بعد 80 كيلومتر تقريبا من الرياض. وتتكون المصانع من ثلاثة خطوط انتاج تعمل في الوقت الراهن. وقد بدأ تشغيل الخط الأول – شركة أسمنت الرياض ويعمل بطاقة إنتاجية (الأسمنت الرمادي العادي) تبلغ 5,500 طن من الكلنكر في اليوم (تساوي 2 مليون طن تقريبا سنويا)، في 2007. والخط الثاني يمكن أن ينتج الأسمنت الرمادي أو الأسمنت الأبيض بطاقة تبلغ 5,500 طن من الكلنكر في اليوم (ولكنه ينتج الأسمنت الرمادي بشكل رئيسي حاليا)- ويساوي ذلك 2 مليون طن في العام. أما الخط الثالث- الذي ينتج الأسمنت الأبيض، وتبلغ طاقته 1,000 طن من الكلنكر في اليوم ، فقد بدأ تشغيله في 2001 (تساوي 0.36 مليون طن تقريبا في العام). هذا، ويتبع الخطان 1 و 3 لشركة أسمنت الرياض التابعة لشركة الأسمنت الأبيض السعودي.



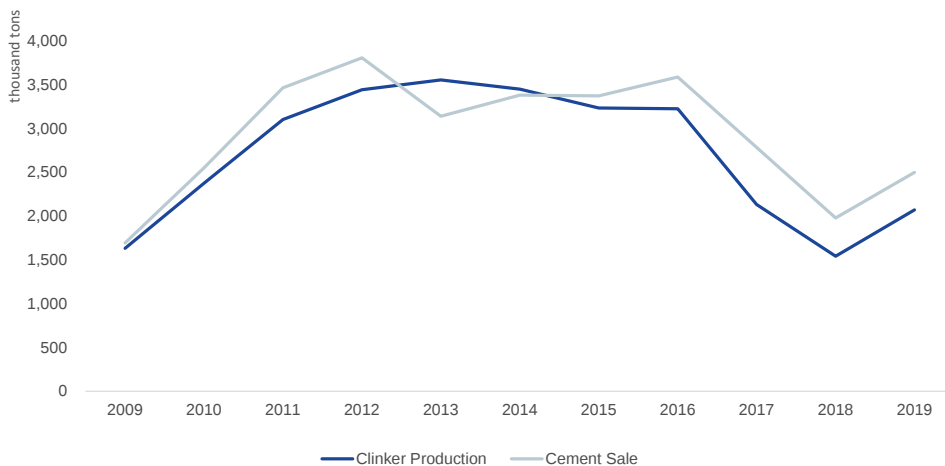
الشكل 2: الطاقة التصميمية لشركة الأسمنت الأبيض السعودي.

Clinker Production Capacity		
Line	Designed Capacity (tpd)	Annual Capacity (330 operating days)
Line I	5,500	1,815,000
Line II	5,500	1,815,000
Line III	1,000	330,000
Total	12,000	3,960,000

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

لقد انخفضت أحجام مبيعات شركة الأسمنت الأبيض بمتوسط بلغ 16% خلال الفترة 2015 و2018، مقارنة بانخفاض بنسبة 12% في القطاع وأحجام المبيعات للمنطقة الوسطى للفترة ذاتها. وقد كان السبب الرئيسي وراء هذا الانخفاض، هو أسعار النفط الضعيفة والضعف العام في بيئة الاقتصاد الكلي. بيد أنه، مع تركيز حكومة المملكة على تنويع اقتصادها والإجراءات التي اتخذتها لتعزيز وزيادة نشاط قروض الرهن العقاري، فقد تحسنت عقود بيع الأسمنت في 2019. وبينما بلغت نسبة نمو أحجام البيع للقطاع لعام 2019، حوالي 5%، فقد فاق حجم النمو للمنطقة الوسطى على القطاع بنسبة نمو بلغت 12% على أساس سنوي. وكان أداء الأسمنت الأبيض، من جانب آخر، بنسبة نمو بلغت 26% على أساس سنوي، أفضل من متوسط نسبة النمو للقطاع والمنطقة، على حد سواء. بيد أن أداء الشركة للعام حتى تاريخه (أكتوبر 2020) كان أضعف، عند نسبة 0.6%، مقارنة بالمتوسط للقطاع الذي بلغ 22% والمتوسط للمنطقة الوسطى الذي بلغ 19%. وكان السبب الرئيسي لانخفاض الأداء للعام حتى تاريخه، هو أحجام الشركة عن خفض أسعارها، رغما عن المنافسة القوية. ومع ذلك، وبالنسبة للفترة القادمة، فإننا نتوقع أن تكون إدارة الشركة استباقية أكثر في السوق. ومع أخذ ذلك في الاعتبار، فإننا نتوقع أن يتحسن نمو حجم المبيعات للشركة ويرتفع إلى 10% بشكل تقريبي لعام 2021 وإلى 8% لعام 2022، أي أعلى بشكل طفيف من تقديرنا للقطاع.

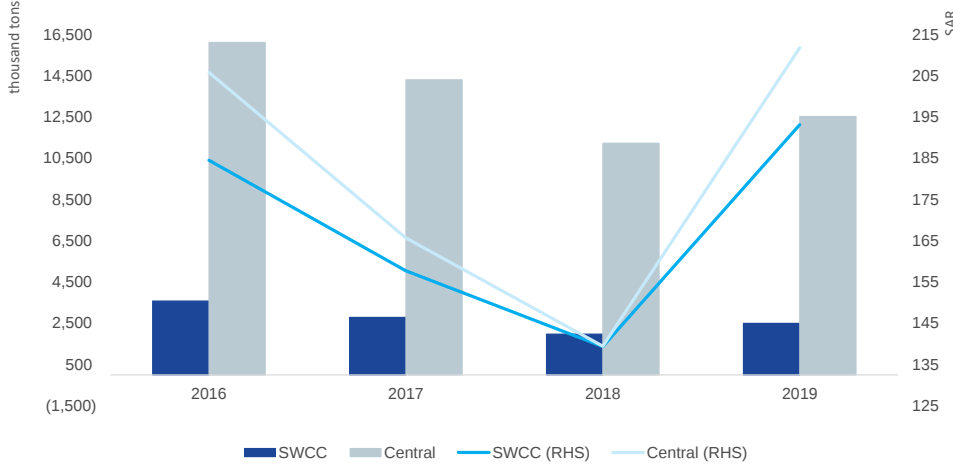
الشكل 3: إنتاج شركة الأسمنت الأبيض من الكلنكر ومبيعاتها من الأسمنت.





المصدر : بيانات الشركة، الراجحي المالية.

الشكل 4: مبيعات شركة الأسمنت الأبيض والمنطقة الوسطى من الأسمنت ومتوسط المبيعات المحققة.



المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

الشكل 5: مبيعات شركة الأسمنت الأبيض من الأسمنت الرمادي وحصلتها من السوق.

	2019	2020E	2021E	2022E
Cement volume	2,499	2,514	2,765	2,987
market share	5.6%	4.9%	5.0%	5.1%

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

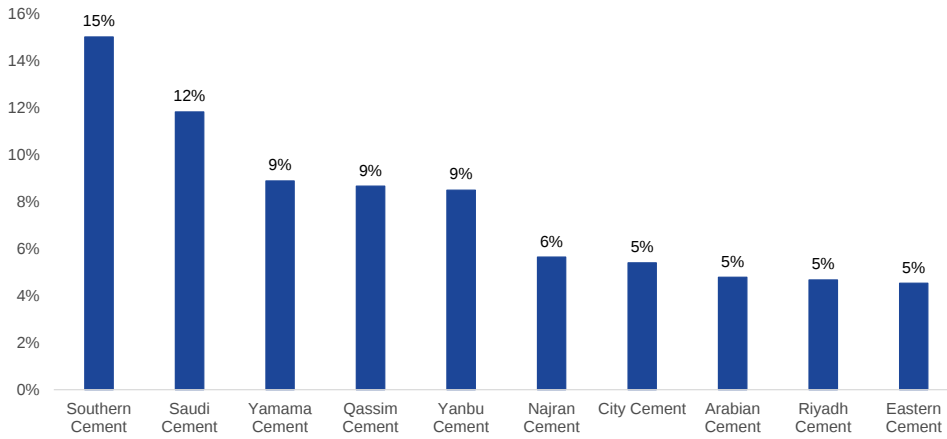
ووفقاً لتقديرنا، فقد انخفض حجم مبيعات الأسمنت الأبيض للشركة بمعدل بلغ في متوسطه 5% خلال السنوات 2016 و2019. وبخلاف الأسمنت الرمادي العادي، فإن العوامل المحركة أكثر والمؤثرة على مبيعات الأسمنت الأبيض، تتمثل في التصاميم وأساليب الهندسة المعمارية، كما أنه أقل ارتباطاً بسوق قروض الرهن العقاري. وتشمل بعض استعمالات الأسمنت الأبيض، استخدامه في الجدران الخارجية والداخلية، الأسقف، البلاط الموزايكو، أرضيات تيرازو، إلى جانب بعض المنتجات ذات القيمة المضافة القائمة على الأسمنت الأبيض. ونتيجة لذلك، فإننا نتوقع أن يحدث الانتعاش في مبيعات الأسمنت الأبيض بشكل أخف وأبطأ، نظراً لأننا نتوقع أن ينمو هذا القسم بمتوسط يبلغ 5% خلال الفترة 2019-2024.

استعراض لقطاع الأسمنت : بلغ إجمالي مبيعات الأسمنت للمملكة العربية السعودية في 2019، حوالي 44.3 مليون طن مرتفعاً بنسبة 5% على أساس سنوي. وتعتبر شركتا أسمنت المنطقة الجنوبية وأسمنت السعودية، أكبر شركتين من حيث أحجام المبيعات وكذلك من جهة انتاج الكلنكر في البلاد. وبلغ حجم السوق في المنطقة الوسطى 12.5 مليون طن أو نسبة 28% من إجمالي مبيعات الأسمنت، كما أنه يعتبر الأكبر من حيث مبيعات الأسمنت في المملكة. وقد سجلت المنطقة نمواً بنسبة 12% على أساس سنوي في 2019. وشهد عام 2019، ارتفاعاً في أحجام مبيعات



الأسمنت بعد ثلاث سنوات من مستمرة من توقف النمو. وقد استمر هذا النمو في عام 2020، إذ نمت مبيعات أحجام المبيعات في المملكة بنسبة 22% وفي المنطقة الوسطى بنسبة 19% للعام حتى تاريخه كما في أكتوبر 2020. وكان العامل الرئيسي المحرك للانتعاش في أحجام مبيعات الأسمنت، هو النمو في قروض الرهن العقاري، المدعومة بمجهودات الحكومة لزيادة نسبة ملكية المساكن بشكل عام في البلاد. وفي الفترة القادمة، نتوقع أن يستمر هذا الاتجاه، رغما عن أننا نتوقع أن تضيق معدلات النمو بسبب ارتفاع قاعدة المقارنة. ولا يزال حجم الطلب من قطاع المساكن منخفضا عند 20% تقريبا في المناطق الحضرية، بينما يتراوح بين 50% تقريبا و60% في المناطق الريفية. وربما يخلق ذلك فرصا لدخول السوق وبشكل رئيسي في المناطق الحضرية.

الشكل 6: الحصة السوقية كما في أكتوبر 2020 للشركات الهامة في القطاع



المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

الشكل 7: حصة السوق ومعدلات النمو حسب المناطق (أكتوبر 2020).

Region	Market Share	y-o-y Growth
Central Region	28%	19%
West Region	24%	28%
East Region	16%	10%
South Region	21%	32%
North Region	12%	22%

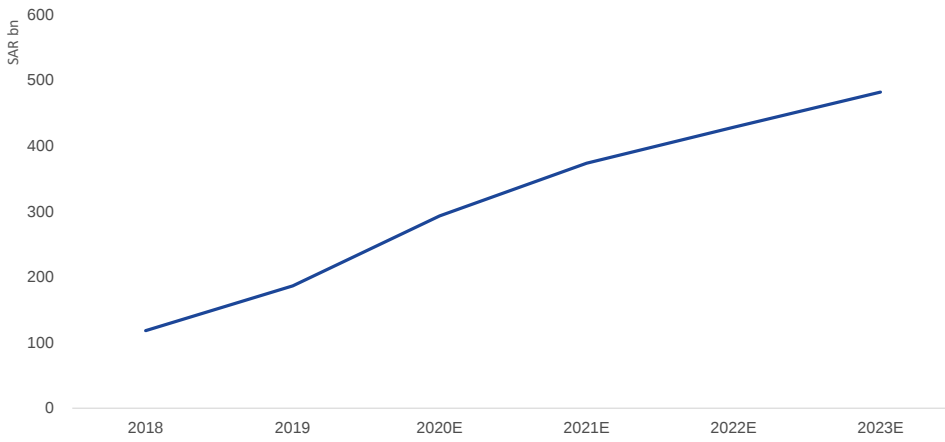
المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

لقد بلغت القروض العقارية، وهي مؤشر رئيسي للطلب الكلي على الأسمنت، كما في يونيو 2020، 240 مليار ريال أو بنسبة نمو بلغت 29% تقريبا عما كانت عليه مستوياتها في 2019. وكانت قروض الرهن العقاري السكنية التي بلغت 93 مليار ريال للتسعة أشهر المنتهية في سبتمبر 2020، أعلى بنسبة 95% على أساس سنوي. ومع الأخذ في الاعتبار هذه المعلومات، فإننا نتوقع أن تستمر عقود



مبيعات الأسمنت قوية في المدى المتوسط. وفي المتوسط، فإننا نتوقع أن ينمو قطاع الأسمنت بنسبة تتراوح بين 6-8% خلال الثلاث إلى الخمس سنوات القادمة، بينما نتوقع أن يتفوق أداء المنطقة الوسطى على أداء القطاع. ويمكن توقع حدوث ارتفاع إضافي في نمو قطاع الأسمنت إذا حدث ارتفاع في مستوى تنفيذ خطط المشاريع الضخمة المرتبطة برؤية المملكة 2030.

الشكل 8: اتجاه اقراض الرهن العقاري والنمو المتوقع



المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

التقييمات سوف تتحسن:

يتداول سهم شركة الأسمنت الأبيض في الوقت الراهن عند مكرر ربح (للاتني عشر شهرا الأخيرة كما في يونيو 2020) يبلغ 15 مرة، مقارنة بالمتوسط للقطاع الذي يبلغ 18 مرة تقريبا. ونظرا لأن الشركة تتداول في سوق نمو الموازي، فانه يتوقع حدوث انخفاض في مكررات التقييم، وذلك للأخذ في الاعتبار النقص النسبي في السيولة في السوق. وبالإضافة الى ذلك، فقد كان الأداء المالي للشركة ضعيفا مقارنة بالشركات النظيرة الأخرى المسجلة في السوق، مما يعتبر سببا في الانخفاض الحاد في سعر التداول لسهمها حاليا. وفي 2021، نتوقع أن يرتفع حجم مبيعات الشركة، رغما عن أن الإيرادات الكلية من المحتمل أن تظل بدون تغيير بسبب متوسط حجم المبيعات المحققة المنخفض، مع انخفاض الربحية، اذ نتوقع أن تنخفض الهوامش في عام 2021 تقريبا. بيد أننا نتوقع أن ترتفع معدلات النمو في 2022 تقريبا مع تحسن الإيرادات والهوامش، على حد سواء. وهذا بدوره، من المرجح أن يكون له تأثير إيجابي على مكررات التقييم لشركة الأسمنت الأبيض السعودي. ومع ذلك، فإننا نتوقع أن تستمر الشركة في تداول سهمها بأقل من الأرقام السائدة لدى الشركات النظيرة في القطاع.



الشكل 9: تقييمات الشركات النظرية ونسب العائد.

TTM	PE (x)	Dividend Yield (%)	ROA (%)	ROE (%)	Gross Margin (%)
Saudi Cement	19x	6%	12%	19%	45%
Southern Cement	17x	6%	16%	20%	43%
Qassim Cement	15x	6%	21%	25%	58%
Yanbu Cement	19x	6%	8%	9%	38%
Yamama Cement	17x	2%	5%	9%	47%
Arabian Cement	16x	6%	6%	7%	37%
Najran Cement	19x	4%	6%	7%	38%
Saudi White Cement	15x	5%	12%	14%	44%

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

نسب العائد والدين:

بالنسبة للاثني عشر شهرا الأخيرة (يونيو 2020)، فقد حققت شركة الأسمنت الأبيض السعودي عائداً على حقوق المساهمين بلغت نسبته 14%، وهو عائد قريب من متوسط العائد للقطاع. ونتوقع أن ينخفض هذا العائد في 2021 ليصل الى ما دون المتوسط الحالي للقطاع ثم يرتفع في 2022. وكما ذكرنا انفاً، فرغما عن أن نمو أحجام المبيعات من المتوقع أن يتحسن في 2021، فإننا نتوقع أن تنخفض الربحية الكلية للشركة في 2021، بسبب انخفاض في حجم متوسط المبيعات المحققة وانخفاض الهوامش. بيد أنه من المتوقع أن يتحسن هذا الوضع في 2022 مما ينتج عنه حدوث تحسن في نسب العائد. ان شركة الأسمنت الأبيض السعودي، خالية تقريباً من الديون ولا يوجد في دفاترها سوى دين قصير الأجل يبلغ 38 مليون ريال (نسبة دين الى حقوق الملكية تبلغ 2%) كما في 30 يونيو 2020. ومع الأخذ في الاعتبار أن الشركة تعمل بمستويات تشغيلية مريحة مع عدم توقع مصروفات رأسمالية رئيسية، فإننا نتوقع أن يستمر مستوى المديونية منخفضاً. إضافة الى ذلك، فإننا نتوقع لتوزيعات أرباح الأسهم للشركة، التي تبلغ نسبتها حالياً 75% على أساس توزيعات الأرباح للنصف الأول 2020، أن تتحسن أكثر في 2021 و 2022. هذا الوضع، الى جانب التحسن المتوقع في الربحية ابتداء من 2022، سوف يساعد في انتعاش العائد على حقوق المساهمين وتحسنه من 2022 فصاعداً.



الرسم البياني التوضيحي للتقييم:

الشكل 10: ملخص التدفقات النقدية المخصومة.

(SARmn)	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
EBITDA	314	279	331	383	406
Finance expenses	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Tax	(6)	(5)	(6)	(7)	(8)
Funds from operations	306	272	323	374	396
Changes in working capital	7	(14)	(30)	(26)	(20)
Cash from operations	314	258	293	347	376
Net capex	(18)	(18)	(20)	(22)	(24)
FCF - Equity	296	240	273	325	352
Discounted cash flow to equity	292	217	226	246	244
Discounted Terminal Value	3,420				
Equity value	4,646				
Cash and investments	70				
Net equity value	4,716				
Number of shares	120				
Value per share	39				

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

الشكل 11: تحليل السيناريوهات – التقييمات.

Terminal Growth Rate (%)		0.7%	1.3%	2.0%	2.7%	3.3%	4.0%
WACC	7.3%	35.0	37.0	39.0	43.0	47.0	53.0
	8.3%	32.0	33.0	35.0	37.0	40.0	44.0
	9.3%	30.0	31.0	32.0	34.0	36.0	38.0
	10.3%	28.0	29.0	30.0	31.0	32.0	34.0
	11.3%	27.0	27.0	28.0	29.0	30.0	31.0

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

البيانات المالية الرئيسية:

تمشيا مع الانخفاض في أحجام مبيعات الأسمنت الرمادي العادي، فقد انخفضت إيرادات شركة الأسمنت الأبيض السعودي خلال الفترة 2015 و 2018 بنسبة بلغت في متوسطها 23% ثم ارتفعت في 2019 إذ تم تسجيل نمو في الإيرادات بنسبة بلغت 51% على أساس سنوي. وفي النصف الأول 2020، نمت الإيرادات بنسبة 12% على أساس سنوي، رغمًا عن عدم تغير نمو حجم المبيعات. وكما ذكرنا انفا في التقرير، فإن الشركة لم تقم بخفض أسعارها استجابة لما قامت به الشركات النظيرة لها في المنطقة، مما نتج عنه نمو منخفض في أحجام المبيعات. ونتوقع أن تكون إدارة الشركة أكثر استجابة لما يدور في السوق في 2021. ونتيجة لذلك، فإننا نتوقع أن يرتفع نمو حجم المبيعات في 2021، رغمًا عن أن الإيرادات من المحتمل أن تظل بدون تغيير بسبب الانخفاض في متوسط أسعار البيع المحققة. بيد أن معدل النمو التقديري لعام 2022 من المتوقع أن يتحسن ابتداء من 2022 فصاعداً. وإجمالاً، فإننا نتوقع أن تسجل شركة الأسمنت الأبيض السعودي، نموًا في الإيرادات يبلغ متوسطه 6% تقريباً خلال الفترة 2019-2024.



لقد انخفضت الأرباح التشغيلية (الربح قبل خصم الفائدة والضرائب) بمعدل مرتفع بلغ 42% خلال الفترة 2015-2018، ويعزى ذلك الى انخفاض في أحجام المبيعات وما نتج عنه من انخفاض في تعزيز الربح التشغيلي وانخفاض الهوامش. بيد أنه، وتمشيا مع ارتفاع الإيرادات وتحسن الرافعة التشغيلية، فقد ارتفعت الأرباح التشغيلية بأكثر من الضعف، على أساس سنوي في 2019. وبينما نتوقع أن يستمر هذا التحسن في الربحية في عام 2020، مع ارتفاع أرباح التشغيل بنسبة 11% على أساس سنوي، فإن هذه الربحية ربما تنخفض في 2021 بنسبة تقديرية تبلغ 14% على أساس سنوي. وفي النصف الأول 2020، سجلت الشركة هوامش ربح اجمالية بلغت 45%، مقارنة بهامش بلغ 39% في 2019. اننا لا نتوقع أن تظل هذه النسبة على هذا الوضع كما نتوقع أن تنخفض الهوامش في 2021 ويعزى ذلك الى انخفاض متوسط أسعار البيع المحققة، مما ينتج عنه انخفاض أرباح التشغيل. ومع نمو حجم المبيعات واستقرار الأسعار المحققة، فإننا نتوقع أن ترتفع الهوامش والربحية على حد سواء ابتداء من 2022 فصاعدا. واجمالا، فإننا نتوقع أن ترتفع أرباح التشغيل بنسبة 10% خلال الفترة 2019 و 2024.

الشكل 12: قائمة الدخل.

(SARmn)	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Revenue	394	594	603	597	673
Revenue growth (%)	-29.0%	50.9%	1.4%	-0.9%	12.7%
Cost of Sales	(294)	(364)	(350)	(375)	(394)
Gross Income	100	230	253	222	279
Gross margin (%)	25.4%	38.7%	42.0%	37.2%	41.4%
SGA Expenses	(20)	(24)	(24)	(25)	(25)
EBIT	80	206	229	198	253
EBIT growth (%)	-56.9%	156.1%	11.0%	-13.6%	28.3%
EBIT margin (%)	20.4%	34.7%	38.0%	33.1%	37.7%
Other income / expenses	(12)	(11)	(2)	(2)	(2)
Net income before zakat	68	195	227	196	252
Zakat	(2)	(5)	(6)	(5)	(6)
Net income after zakat	66	190	221	191	245
Net income growth (%)	-60.6%	187.2%	16.5%	-13.8%	28.6%
Net Margin (%)	16.8%	32.0%	36.7%	32.0%	36.5%
EPS (SAR)	0.55	1.58	1.84	1.59	2.05

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

الشكل 13: الميزانية العمومية.

(SARmn)	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Current Assets	455	423	544	628	687
Non-Current Assets	1,535	1,511	1,444	1,381	1,323
Total Assets	1,990	1,934	1,988	2,009	2,011
Current Liabilities	295	158	157	159	160
Non-Current Liabilities	25	34	34	34	34
Total Non-Current Liabilities	320	192	190	192	194
Shareholders' Equity	1,671	1,743	1,798	1,817	1,817
Total Liabilities & Shareholder Equity	1,990	1,934	1,988	2,009	2,011

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.



الشكل 14: التدفقات النقدية.

(SARmn)	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Cash flow from operations	207	349	314	258	293
CAPEX	(23)	(58)	(18)	(18)	(20)
Free cash flow	184	291	296	240	273
Cash flow from financing activities	(180)	(275)	(166)	(172)	(245)
Change in cash	4	16	130	68	28

Source: Company data, Al Rajhi Capital

التقييم :

لقد قمنا شركة الأسمنت الأبيض السعودي باستخدام أوزان بمعدل 50:50 لكل من طريقة التقييم باستخدام التدفقات النقدية المخصومة وطريقة التقييم النسبي القائمة على مكرر الربح. وقد نتج عن طريقة التدفقات النقدية على أساس نسبة نمو نهائي تبلغ 2% ونسبة تكلفة رأس مال تبلغ 9.3%، سعرا مستهدفا لسهم الشركة يبلغ 39 ريال، بينما نتج عن طريقة التقييم النسبي القائمة على مكرر الربح على أساس مكرر ربح يبلغ 16 مرة، سعرا مستهدفا يبلغ 25 ريالا، وهكذا فإن متوسط السعر المستهدف للطريقتين يبلغ 32 ريال مما يعني ضمنا احتمال ارتفاع سعر السهم بنسبة 6% من سعر السوق الحالي الذي يبلغ 30 ريال ويعني ذلك تصنيفا للسهم يتضمن التوصية " بزيادة المراكز في السهم". هذا، ويتداول سهم الشركة حاليا عند مكرر ربح يبلغ 16 مرة على أساس ربح السهم التقديري لعام 2020.

المخاطر الرئيسية:

- (1) انخفاض أسعار النفط وما ينتج عنه من انخفاض في الانفاق الحكومي، ربما يؤثر على الطلب على الأسمنت.
- (2) عدم مقدرة شركة الأسمنت الأبيض السعودي على مواكبة المنافسة الحادة في الأسعار من قبل الشركات النظيرة الأكبر مثل أسمنت اليمامة و أسمنت القصيم.
- (3) حدوث ارتفاع في معدل البطالة وما قد ينتج عنه من تأثير على الطلب على قروض الرهن العقاري، يمكن أن تؤثر على مبيعات الأسمنت.



Appendix: Cement Industry Data

Figure 15. Cement volume sold in the month of October 2020

Cement sales	Oct'20 ('000 tons)	y-o-y (%)	m-o-m (%)
Yamama Cement	442	27%	15%
Saudi Cement	576	7%	7%
Qassim Cement	473	43%	17%
Riyadh Cement (SWCC)	225	-10%	8%
Yanbu Cement	458	32%	17%
Arabian Cement	258	27%	18%
Southern Cement	693	11%	3%
Najran Cement	289	34%	4%

Source: Company data, Al Rajhi Capital

Figure 16. Cement volume sold y-t-d October 2020

Cement sales	y-t-d (Jan-Oct'20) ('000 tons)	y-o-y (%)
Yamama Cement	3,833	24%
Saudi Cement	5,102	10%
Qassim Cement	3,738	36%
Riyadh Cement (SWCC)	2,014	1%
Yanbu Cement	3,665	28%
Arabian Cement	2,065	18%
Southern Cement	6,477	27%
Najran Cement	2,434	46%

Source: Company data, Al Rajhi Capital

Figure 17. Region wise cement volume sold in October 2020

Cement sales	Oct'20 ('000 tons)	y-o-y (%)	m-o-m (%)
Central	1,409	18%	12%
West	1,189	20%	8%
East	806	6%	7%
South	982	17%	4%
North	557	5%	7%
Total	4,943	15%	8%

Source: Company data, Al Rajhi Capital

Figure 18. Region wise cement volume sold y-t-d October 2020

Cement sales	y-t-d (Jan-Oct'20) ('000 tons)	y-o-y (%)
Central	11,915	19%
West	10,159	28%
East	7,056	10%
South	8,911	32%
North	5,035	22%
Total	43,076	22%

Source: Company data, Al Rajhi Capital

الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

خلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من علاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صرحية أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة أو أنها تصلح لأي غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة بشكل عرضا أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات ويأمن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المئالي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسئولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محطلي البحوث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بأداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة الراجحي المالية، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكون مسئولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات وإرادة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وشركة الراجحي المالية لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استسماخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كليا أو جزئيا بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقيما في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حيثما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفا للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير المتزامنة بأحكام الشريعة الإسلامية :

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10٪ فوق السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 10٪ دون سعر السهم الحالي و 10٪ فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهرا.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 10٪ دون مستوى السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهرا.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقا للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة متماثلا لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفق الزماني. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدرة لذلك السهم، ونشرح الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

يرجى ملاحظة أن تحقيق أي سعر مستهدف يخضع لأوضاع السوق بوجه عام والاتجاهات الاقتصادية وغيرها من العوامل الخارجية، أو إذا كانت الأرباح أو الأداء التشغيلي للشركة المعنية يتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

للاتصال

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 834 5468

بريد الكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37