



إدارة البحوث  
فريق إدارة البحوث

Tel +966 11 211 9449 , Research@alrajhi-capital.com

## مواضيع رئيسية

تقرير ربعي وتحديث لآخر بيانات الإنتاج و المبيعات و المخزون لقطاع الإسمنت السعودي.

## وجهة نظرنا

السهم	التصنيف	الأسعار المستهدفة
اليمامة	خفض المراكز	11.0 ريال
الجنوبية	خفض المراكز	30.0 ريال
السعودية	خفض المراكز	38.0 ريال
ينبع	المحافظة على المراكز	23.0 ريال
القصيم	المحافظة على المراكز	33.5 ريال
العربية	المحافظة على المراكز	20.5 ريال

## قطاع الإسمنت السعودي استمرار الانخفاض في أحجام المبيعات

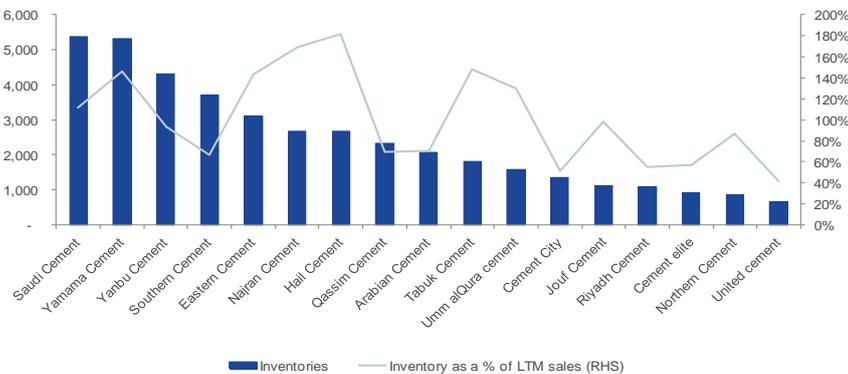
استمر قطاع الإسمنت السعودي في الانخفاض في الربع الثالث 2018، إذ انخفض متوسط حجم المبيعات بنسبة 12.5% على أساس سنوي ( وان كان بمعدل أبطأ من مستوى انخفاضه للربع السابق الذي بلغ 15.4% على أساس سنوي). وسجلت الإيرادات الكلية لجميع شركات الإسمنت المسجلة في السوق، انخفاضا بنسبة 18.6% على أساس سنوي في الربع الثالث 2018 ( ال 9 شهور الأولى من 2018 : - 21% على أساس سنوي). وقد لاحظنا أن بعض الشركات قد سجلت تكلفة لإنتاج الطن منخفضة كثيرا، والتي تعزى، من وجهة نظرنا، بشكل أساسي لإنتاجها المرتفع للكلنكر بأكثر من المعدلات العادية مقارنة بإنتاج الإسمنت. وخلال الفترة القادمة، فإننا نعتقد أن الطلب على الإسمنت ربما يتحسن، مدعوما بالإفناق الحكومي المرتفع خلال السنوات القادمة، بيد أن الأسعار من غير المحتمل أن ترتفع قريبا، بسبب فائض المخزون الضخم والمنافسة الحادة. واجمالا، فقد أبقينا على تصنيفنا للمحايد للقطاع نظرا لعوامل السوق الضعيفة حاليا.

## مستويات الإنتاج والمخزون

انخفض إنتاج الإسمنت بنسبة 11.6% في الربع الثالث 2018، وكان ذلك متماشيا تقريبا مع الانخفاض في حجم المبيعات، ولكن مقارنة بإنتاج الكلنكر، فقد انخفض بنسبة 6% فقط، ويمكن أن يعزى ذلك الى طبيعة وحجم هذه الصناعة. وقد لاحظنا أيضا أن الفجوة بين إنتاج الكلنكر وإنتاج الإسمنت، أخذت في الاتساع إذ أن إجمالي إنتاج الكلنكر أكثر من إنتاج الإسمنت بمقدار 4.7 مليون طن لعام 2018 حتى تاريخه ( 2.8 مليون طن في 2017)، مما نتج عنه مستويات مرتفعة من مخزون الكلنكر. وفي رأينا، يمكن أن يعزى ذلك الى أن بعض المنتجين يشهدون حاليا تحسنا في تكلفة الإنتاج للوحدة من خلال الإنتاج الضخم، كما يتضح ذلك لدى شركة الإسمنت السعودية، شركة الإسمنت العربية، وشركة أسمنت تبوك، التي جاءت مستويات تكاليفها أقل بدرجة كبيرة من المتوسط للقطاع.

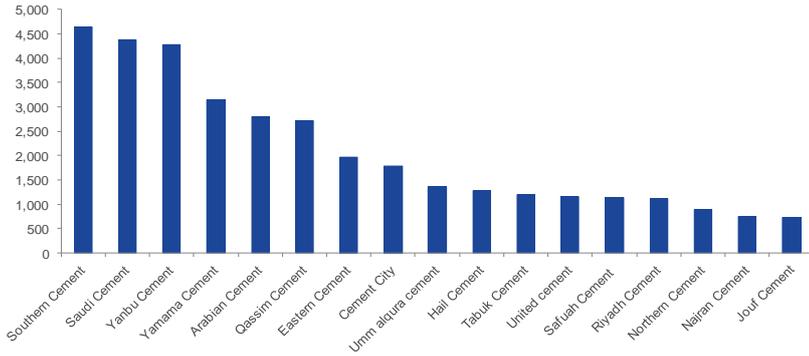
ارتفعت مستويات المخزون بنسبة 15% على أساس سنوي لتصل الى 41 مليون طن في سبتمبر 2018 ( 35.2 مليون طن في ديسمبر 2017)، تمثل نسبة 97% من إجمالي المبيعات لاثني عشر شهرا الأخيرة، ويعزى ذلك أساسا الى الفجوة الواسعة بين إنتاج الكلنكر ومبيعات الإسمنت، كما أشرنا الى ذلك أنفا. ومن بين شركات الإسمنت، شهدت شركات الإسمنت العربية، أسمنت أم القرى وأسمنت القصيم، أعلى معدل نمو للعام حتى تاريخه في مستوى المخزون، إذ ارتفعت مخزوناتهما بنسبة 93%، 92% و 49% على التوالي.

## الشكل 1 مستوى المخزونات.





الشكل 2 انتاج الشركات خلال التسعة أشهر الأولى من 2018.

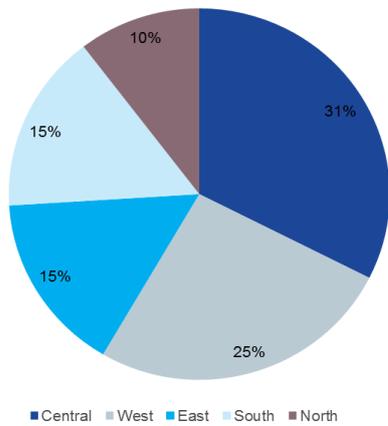


Source: Yamama Cement, Al Rajhi Capital

### تغير في حصص الشركات في السوق في المناطق المختلفة

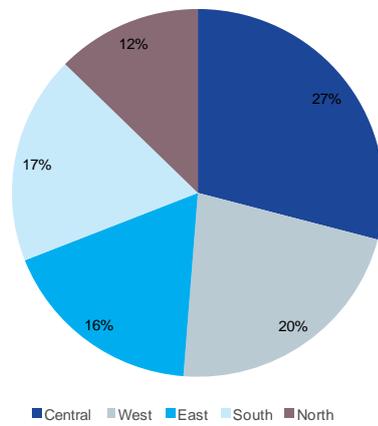
لقد لاحظنا أن حصة المنطقة الوسطى في السوق قد انخفضت لعام 2018 حتى تاريخه، لتصل إلى 27% في ال 9 شهور الأولى من 2018 ( 31% في ال 9 شهور الأولى من 2017)، نظراً لأن المنتجين الآخرين، وبخاصة من المنطقة الشمالية، قد دخلوا سوق المنطقة الوسطى من أجل زيادة مبيعاتهم، مما مكّنهم من زيادة حصصهم في السوق. ومن بين شركات المنطقة الوسطى، فقد تمكنت شركة أسمنت اليمامة من رفع حصتها في السوق إلى 39% في الربع الثالث 2018 (28% في الربع الثالث 2017) وذلك عن طريق خفض أسعارها ليصل سعر الطن إلى 97 ريالاً. وقد زادت شركات الأسمنت في المنطقة الجنوبية، حجم مبيعاتها في المنطقة الغربية، مما ساعد شركات أسمنت المنطقة الجنوبية على زيادة حصتها الكلية في السوق بينما أثر ذلك على الحصة السوقية لشركات المنطقة الغربية.

الشكل 3 الحصة السوقية للمناطق في التسعة أشهر الأولى من 2017



Source: Yamama Cement, Al Rajhi Capital

الشكل 3 الحصة السوقية للمناطق في التسعة أشهر الأولى من 2018



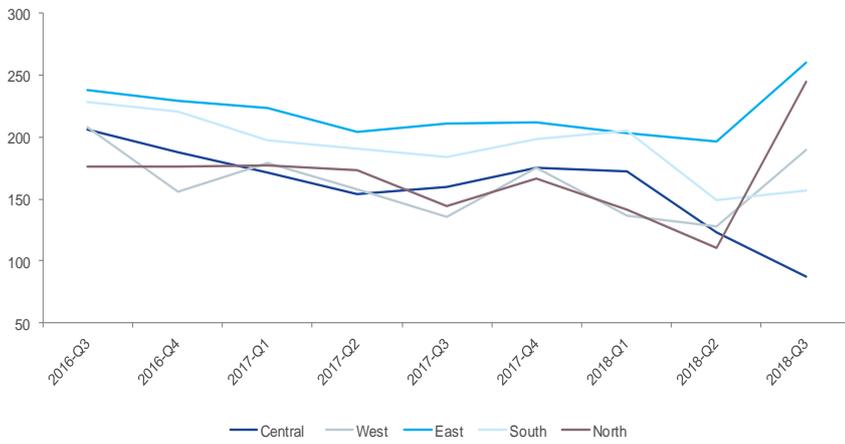
Source: Yamama Cement, Al Rajhi Capital



## اتجاه الأسعار في جميع المناطق

في عام 2018، شهد قطاع الإسمنت انخفاضا كبيرا في متوسط الأسعار، ويعزى ذلك الى الطلب المنخفض في ظل مستويات المخزون والانتاج المرتفعة، مما أدى الى حدوث منافسة حادة وحرب أسعار بين المنتجين. وقد انخفض متوسط أسعار البيع بنسبة 28% للعام حتى تاريخه. وشهدت المنطقة الوسطى أكبر انخفاض في متوسط الأسعار، اذ انخفض بنسبة 37% للعام حتى تاريخه ليصل الى 110 ريال للطن في الربع الثالث 2018 (159 ريال للطن في الربع الثالث 2017). وكان الانخفاض في متوسط الأسعار في المنطقة الوسطى، يعزى أساسا الى استراتيجية شركة أسمنت اليمامة التي تهدف الى زيادة حصتها في السوق عن طريق خفض الأسعار، مما أجبر اللاعبين الاخرين في السوق على منح تخفيضات ضخمة في الأسعار. من جانب اخر، فقد شهدت المنطقة الشرقية أقل مستوى من انخفاض الأسعار بنسبة بلغت 7% للعام حتى تاريخه (بلغ السعر 195 ريال للطن في الربع الثالث 2018 من 211 ريال للطن في الربع الثالث 2017)، مدعوما بالعملاء المميزين وعدد الشركات المنخفض نسبي في المنطقة.

الشكل 5 حركة متوسط أسعار المناطق (بالريال السعودي)



Source: Company data, Al Rajhi Capital

## التصدير ساعد قليلا في خفض الضغوط

منذ الغاء رسوم الصادرات في شهر فبراير 2018، فقد تمكنت الشركات السعودية من تصدير ما يربو على 2 مليون طن من الكلنكر و 673 ألف طن من الأسمنت (165 ألف طن في ال 9 شهور الأولى من 2017). وأعلنت شركة الإسمنت السعودية عن تحقيقها لأكثر حصة في صادرات الإسمنت، اذ تمكنت من تصدير 423 ألف طن منذ فبراير (63% تقريبا من إجمالي صادرات الإسمنت). وفي ما يتعلق بصادرات الكلنكر، فقد صدرت شركة أسمنت ينبع مليون طن من الكلنكر في 2018 (50% تقريبا من إجمالي صادرات الكلنكر للقطاع). وفي الفترة القادمة، نتوقع أن تستمر الصادرات في نموها نظرا للمنافسة الحادة، وأسعار البيع المنخفضة وارتفاع مستويات المخزون في السوق المحلي.

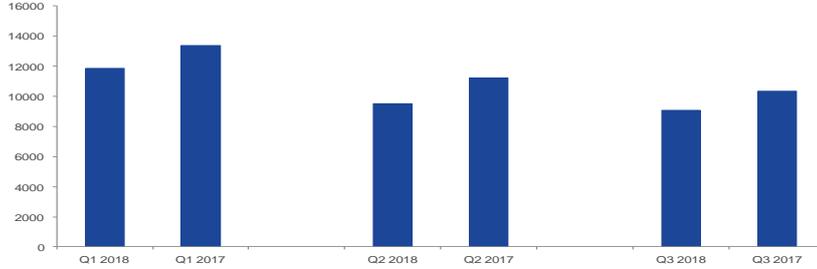
## النظرة المستقبلية للمدى المتوسط

بالنسبة للمدى المتوسط، فإننا نتوقع أن يرتفع الطلب على الإسمنت نظرا لأن الارتفاع المتوقع في الانفاق الحكومي، من شأنه أن يؤدي الى زيادة نشاطات الانشاءات. وفي هذا الصدد، فقد أعلنت المملكة مؤخرا أيضا عن أكثر من 600 مشروع تبلغ قيمتها 16 مليار ريال في منطقة القصيم و259 مشروع تنموي تبلغ قيمتها 7 مليار ريال في منطقة حائل. بيد أننا لا نتوقع أن ترتفع الأسعار في القريب العاجل، بسبب مستويات المخزون المرتفعة والمنافسة المحتدمة جدا. هذا، وقد أبقينا على تقديرنا لمبيعات الإسمنت لعام 2018 عند مستوى 41 مليون طن.



## مبيعات التسعة أشهر الأولى من 2018

الشكل 6 حجم المبيعات ("ألف طن)



Source: Yamama Cement, Al Rajhi Capital

## الشركات تحت تغطيتنا

الشكل 7 إيرادات الشركات تحت تغطيتنا.

Company Name	EPS			Revenue (SAR mn)		
	2017 A	2018 E	2019 E	2017 A	2018 E	2019 E
Yamama Cement	0.5	-0.5	-0.1	748	480	655
Saudi Cement	3.0	2.1	2.0	1,185	1,065	1,113
Qassim Cement	2.8	1.0	1.1	626	389	401
Yanbu Cement	2.0	0.5	1.1	917	715	700
Arabian Cement	2.6	-0.5	-0.2	906	549	672
Southern Cement	2.6	1.3	1.8	1,063	851	903

Source: Tadawul, Al Rajhi Capital

## الشكل 8 البيانات الشهرية لقطاع الاسمنت (سبتمبر 2018)

Company Name	Sales Volume ('000 tons)			Current Inventory			Inventory as a % of LTM sales
	2017	2018	y-o-y	2017	2018	y-o-y	
Yamama Cement	2,446	1,723	-30%	4,072	5,160	27%	147%
Saudi Cement	2,576	2,517	-2%	4,780	4,944	3%	101%
Eastern Cement	1,103	1,067	-3%	2,298	3,017	31%	141%
Qassim Cement	1,954	1,624	-17%	1,204	1,969	64%	56%
Yanbu Cement	2,804	2,566	-8%	3,397	3,867	14%	76%
Arabian Cement	1,924	1,571	-18%	533	1,340	151%	42%
Southern Cement	2,822	2,606	-8%	2,653	3,544	34%	66%
Tabuk Cement	574	700	22%	1,220	1,576	29%	130%
Riyadh Cement	1,552	923	-41%	1,447	1,093	-24%	52%
Najran Cement	967	788	-19%	2,901	2,751	-5%	173%
Cement City	1,849	1,264	-32%	1,099	1,272	16%	45%
Northern Cement	595	556	-7%	1,037	1,079	4%	97%
Jouf Cement	733	595	-19%	1,109	1,107	0%	86%
Safwa Cement	973	837	-14%	472	914	94%	57%
Hail	466	703	51%	2,044	2,620	28%	204%
Umm alQura cement	451	563	25%	388	0	-100%	0%
United cement	809	774	-4%	525	569	8%	33%
<b>Total</b>	<b>24,598</b>	<b>21,377</b>	<b>-13%</b>	<b>31,179</b>	<b>36,822</b>	<b>18%</b>	<b>84%</b>

Source: Yamama Cement, 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 عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح 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 للجمهور من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتمد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة 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 عرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضاً أو دعوة لتقديم عرض للشراء 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 وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للانخفاض أو الارتفاع. 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 أساساً. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسؤولين 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 الأجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بإداء 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 مسؤولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسائر 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 واردة 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 استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كلياً أو جزئياً بأي شكل أو 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 مواطناً أو مقيماً 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 مخالفاً 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.

### الإفصاح عن معلومات إضافية:

#### 1. شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

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

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10٪ فرق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمنتوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 أشهر.

"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 أشهر.

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

#### 2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: يوصى محلولنا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 6-9 شهراً. وبعبارة أخرى، فم يتوقعون أن يصل سعر سهم معين إلى المستوى المستهدف خلال تلك الفترة.

"القيمة العادلة" Fair value: نحن نقدر القيمة العادلة لكل سهم من الأسهم التي نقوم بتغطيتها. وهذا يتم في العادة باتباع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعني، مثل ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التدفقات النقدية المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقاً للقيمة العادلة المقدره للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلاً لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدره 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 11 211 9449

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