

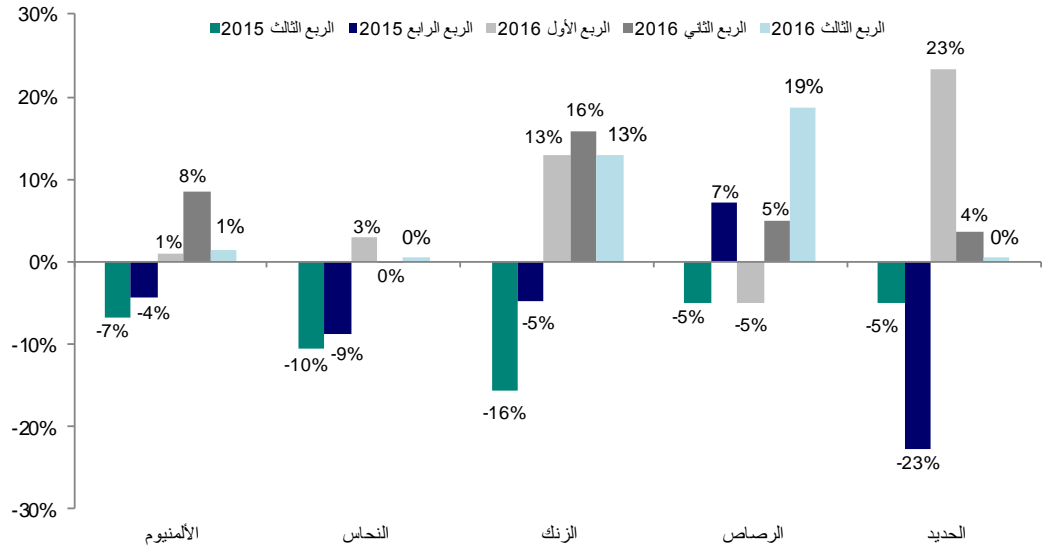
## ربع آخر ضعيف

نتوقع أن يواصل قطاع التشييد والبناء ضعف للربع الثاني على التوالي وذلك بناءً على بيانات القطاع. نعتقد بأن هنالك ثلاثة مسببات. أولاً، تخفيض الإنفاق من قبل الحكومة، حيث انخفضت المشاريع الممنوحة بنسبة 66% على أساس سنوي لتبلغ 48 مليار ريال للنصف الأول من العام الحالي مقابل 140 مليار ريال للنصف الأول من العام السابق. ثانياً، انخفضت التسليمات في قطاع الإسمنت بنسبة 12% لفترة الربع الثاني من العام الحالي. حيث بلغ متوسط التسليمات 3.6 مليون طن مقابل 4.1 مليون طن لفترة نفسها من العام السابق. ثالثاً، انخفضت أسعار الحديد والكابلات بنسبة 12% و 15% على أساس سنوي وعلى التوالي مما لم يدع لنا أي إشارات لنمو الإيرادات. من المتوقع ان يستمر انخفاض أرباح لبعض شركات القطاع بالأخص الخزف السعودي وأميانتيت وشركة زجاج. بينما نتوقع نمواً لكلاً من شركة بوان وشركة أسلاك. خلال الربع السابق حققت شركتنا بوان و أسلاك ربحية غير متوقعة مما أدى إلى نظرة إيجابية قصيرة المدى مدفوعة بتكلفة منخفضة للمخزون، بناءً على معدل دوران المخزون فإننا لا نتوقع استمرار الأثر إيجابي لفترة ما بعد الربع الرابع من العام الحالي. أثرت الانخفاضات الحادة في سوق الأسهم على أسعار أسهم القطاع بشكل كبير، مما نتج عنه فجوة كبيرة في التقييمات، إلا أننا نبقى على نظرتنا بالحياد في ظل تراجع مكرر ربحية المتوقع للمؤشر العام إلى مستوى 11.5 مرة.

في حال أن أستثنينا العوامل الموسمية فإن الأسباب السابق ذكرها نتج عنها استمرار الضغط على ربحية القطاع. شهدت أسعار الحديد المحلية ارتفاعاً مقارنة بالربع السابق، إلا أن ضعف الطلب أدى إلى تراجع المخزون لدى شركات البناء والنتائج عن تراجع تدفق المشاريع. يتجه منتجي الحديد إلى تخفيض الإنتاج كوسيلة للحد من تخمة المعروض، إلا أن انخفاض معدلات التشغيل بالإضافة إلى المنافسة قد يؤدي إلى استمرار الهوامش المتدنية. بالإضافة إلى ذلك، فإنه من الممكن أن يؤثر رفع الدعم بشكل سلبي على الهوامش في ظل ظهور أثر ذلك على المخزون في الفترة ما بين الربع الثاني والثالث نظراً لاستخدام آلية المخزون المرجح لاحتساب التكلفة والمعتمدة من قبل معظم المنتجين.

نعتقد بأن أداء السلع كان ضعيفاً على مستوى العالم خلال الربع الثالث مقارنة ببعض الارتفاع خلال الربع الأول من العام الحالي في ظل استمرار إشارات التراجع الاقتصادي في الصين. شهدت مؤشرات السلع العالمية خلال الربع الثالث ارتفاعاً بنسبة 2% مقارنة بالربع الماضي. لم تشهد أسعار خام الحديد تغييراً يذكر مقارنة بالربع السابق عند 56 دولار للطن وذلك بعد الارتفاع الكبير الذي شهده خلال الربع الأول من العام الحالي. ارتفعت أسعار الألمونيوم بشكل متواضع بنسبة 1% مقارنة بالربع السابق عند 1,673 دولار للطن، في حين أن النحاس والرصاص شهدا ارتفاعاً بنسبة 13% و 19% على التوالي.

الشكل 1: أداء المعادن العالمية الأساسية



المصدر: بلومبيرغ

نتائج ضعيفة بسبب الموسمية

قمنا بمراجعة تقديراتنا لأرباح العام وبناءً على ذلك، توقعنا نتائج الربع الثالث للعام الحالي في ظل توقعنا بتأخر تحسن القطاع حتى العام 2018. نتوقع انخفاض كلا من الإيرادات بنسبة 8% على أساس سنوي والأرباح بنسبة 20% على أساس سنوي للشركات الواقعة تحت تغطيتنا.

جدول 1: تقديرات الربع الثالث من عام 2016 (مليون ريال، باستثناء ربحية السهم)

| الشركة   | الإيرادات         |                    |               | صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والإستهلاك |                    |               | صافي الدخل        |                    |               | ربحية السهم       |                    |               |
|----------|-------------------|--------------------|---------------|--|--------------------|---------------|-------------------|--------------------|---------------|-------------------|--------------------|---------------|
|          | الربع الثالث 2015 | الربع الثالث 2016* | التغير السنوي | الربع الثالث 2015  | الربع الثالث 2016* | التغير السنوي | الربع الثالث 2015 | الربع الثالث 2016* | التغير السنوي | الربع الثالث 2015 | الربع الثالث 2016* | التغير السنوي |
| الخزف    | 355               | 285                | -20%          | 109  | 65                 | -41%          | 63                | 1                  | -98%          | 1.25              | 0.02               | -98%          |
| بوان     | 546               | 570                | 4%            | 43   | 65                 | 51%           | 20                | 43                 | 114%          | 0.34              | 0.72               | 114%          |
| أسلاك    | 183               | 170                | -7%           | 28   | 40                 | 45%           | 21                | 32                 | 51%           | 0.48              | 0.73               | 51%           |
| زجاج     | 20                | 28                 | 38%           | 6  | 10                 | 74%           | 6                 | 9                  | 43%           | 0.21              | 0.30               | 43%           |
| أميانتيت | 677               | 580                | -14%          | 100  | 55                 | -45%          | 27                | 25                 | -8%           | 0.23              | 0.22               | -8%           |
| المجموع  | 1,781             | 1,633              | -8%           | 286  | 235                | -18%          | 137               | 110                | -20%          | 3                 | 2                  | -21%          |

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركات  
\*متوقعة

- ✓ أعلنت شركة الخزف السعودي عن أثر تسجيل مخصصات بمقدار 25 مليون ريال مما سيؤثر بشكل سلبي على المدى المتوسط، حيث أن انخفاض الإيرادات بات وشيكاً.
- ✓ من المتوقع أن تشهد شركة بوان أثراً إيجابياً وذلك بسبب انخفاض تكلفة المخزون في قطاع الصناعات المعدنية، مما سيعزز من أرباح الشركة للربع. في حين سيكون للعقود الجديدة مع شركة الكهرباء السعودية أثراً إيجابياً.
- ✓ نتوقع أن تعلن شركة أسلاك عن نمو جديد في الأرباح بسبب انخفاض تكلفة المخزون مما سيؤدي إلى اتساع الهوامش، على الرغم من ارتفاع أسعار الصلب والحديد خلال الربع.
- ✓ من المتوقع أن تتراجع أرباح شركة زجاج بسبب ضعف أداء قطاع زجاج الإمارات واستمرار مشاكل معدلات الاستخدام في قطاع العبوات الزجاجية مما سيقصص من الهوامش.
- ✓ من المتوقع تراجع أرباح شركة أميانتيت وذلك بسبب انخفاض أعداد المشاريع و تسجيل مخصصات قضائية.

التقييمات والخاتمة

كانت أسعار البترول أقل تذبذباً في هذا الربع، حيث تراجع المؤشر العام بنسبة 13% خلال الربع بسبب المخاوف الداخلية وتراجع مؤشر القطاع بنسبة 25% ليأتي أقل بنسبة 12% من أداء المؤشر العام. خلال هذا الربع، تراجع كل من شركة الخزف السعودية وشركة زجاج بنسبة 33% و 29% على التوالي. استمر مؤشر القطاع بالتداول بمكرر ربحية ثلاثي عشر شهر الماضية عند 14.1 مرة مقابل 13.1 مرة للمؤشر العام، مع احتمالية تراجع الأرباح بشكل كبير. بالإضافة إلى ذلك، ستوجه معظم الشركات عبء مع تراجع قطاع التشييد والبناء والقطاعات الفرعية بسبب تقلص التدفقات النقدية وتأخر المدفوعات. في مثل هذا السيناريو من الانخفاض المتوقع، قمنا بتعديل توصياتنا وخفض الأسعار المستهدفة. على الرغم من ذلك، إلا أن العائد لسعر السهم يعد مرتفعاً نظراً للتراجع الحاد الذي شهدت أسعار الأسهم على إثر التراجع الذي شهده المؤشر العام مؤخراً. قمنا برفع التوصية لبعض الشركات نظراً للعائد المرتفع على الرغم تخفيض الأسعار المستهدفة باستثناء أميانتيت، والتي نوصي لها بالبيع. نتوقع تحسن القطاع ابتداءً من عام 2018، حتى ذلك الحين نبقى على توصيتنا بالحياد للقطاع، إلا أن بعض الشركات توفر عوائد جيدة.

جدول 2: التصنيف والتقييم (مليون ريال)

| الشركة         | رمز التداول | السعر الحالي | القيمة السوقية | السعر السابق | السعر المستهدف | التصنيف | عائد الأرباح الموزعة | مكرر الربحية (السعر/الأرباح) |      | مكرر القيمة الدفترية (السعر/القيمة الدفترية) |      |
|----------------|-------------|--------------|----------------|--------------|----------------|---------|----------------------|------------------------------|------|--|------|
|                |             |              |                |              |                |         |                      | *2016                        | 2015 | *2016  | 2015 |
| الخزف          | 2040        | 24.57        | 1,229          | 42.00        | 32.00          | ↓ شراء  | لا ينطبق             | x12.3                        | x0.6 | x12.3  | x0.6 |
| بوان           | 1302        | 16.23        | 974            | 28.00        | 24.00          | ↓ شراء  | 7.4%                 | x5.9                         | x1.1 | x11.0  | x1.0 |
| أسلاك          | 1301        | 20.18        | 885            | 17.00        | 23.50          | ↑ شراء  | 9.9%                 | x7.8                         | x2.1 | x12.3  | x2.0 |
| زجاج           | 2150        | 15.25        | 458            | 23.00        | 21.00          | ↓ شراء  | 8.2%                 | x9.0                         | x1.2 | x10.2  | x1.1 |
| أميانتيت       | 2160        | 5.70         | 658            | 7.30         | 6.50           | ↓ بيع   | لا ينطبق             | x30.0                        | x0.4 | x6.6   | x0.4 |
| متوسط المجموعة |             |              |                |              |                |         |                      | x13.0                        | x1.1 | x8.9   | x1.0 |

المصدر: الرياض المالية  
\*متوقعة

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 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 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.