



إدارة البحوث
يزيد الصقبي

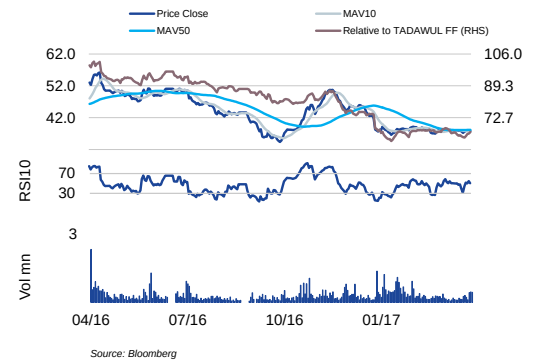
Tel +966 11 211 9398, alsaqaaby@alrajhi-capital.com

السعر المستهدف 31.00
السعر الحالي 29.50
5.05% أعلى من الحالي
بتاريخ 2018/05/06

التصنيف الحالي

تخفيض المراكز | المحافظة على المراكز | زيادة المراكز

الأداء



المؤشرات المالية

Period End (SAR)	12/17A	12/18E	12/19E
Revenue (mn)	906	782	877
Revenue Growth	-28%	-14%	12%
EBITDA	431	262	370
EBITDA Growth	-34%	-39%	41%
EPS	2.63	1.16	2.13
EPS Growth	-46%	-56%	83%
DPS	4.0	1.5	2.0
Dividend Yield	11.7%	4.8%	6.5%
P/E	13.1x	26.7x	14.6x

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية

أسمنت العربية

الربع الأول : ضعيفة بسبب خسومات الأسعار

أعلنت شركة الأسمنت العربية عن صافي خسارة للربع الأول 2018 بلغت 6.1 مليون ريال، وكانت أقل من تقديراتنا (89 مليون ريال) ومن متوسط تقديرات المحللين (83 مليون ريال)، نظرا لتسبب الشركات الجديدة التي دخلت في سوق المنطقة الغربية، في أحداث منافسة حادة نتج عنها قيام الشركة بمنح خسومات كبيرة في الأسعار. ونتيجة لذلك، فقد انخفض متوسط سعر البيع المحقق لشركة الأسمنت العربية، انخفاضاً حاداً ليصل إلى 123 ريال / طن (-32.6% على أساس سنوي، -34.4% على أساس ربعي)، بسبب منح الشركة خسومات كبيرة في الأسعار لعمالها للمحافظة على حصتها في السوق. وعلى أثر هذا التغير السلبي في سعر البيع المحقق، فربما تشهد الشركات المماثلة العاملة في المنطقة اتجاهاً مماثلاً خلال هذا الربع. وكان انخفاض نتائج الأسمنت العربية عن التقديرات، يعزى جزئياً أيضاً إلى عملياتها في الأردن (أسمنت قطرانة)، التي سجلت خسارة صافية بلغت 20.7 مليون ريال في الربع الأول 2018. وتحفظت الشركة بمخزون يبلغ 0.918 مليون طن كما في نهاية أبريل، ويمثل ذلك نسبة 27% من مبيعات الاثني عشر شهراً الأخيرة. وفي جانب المبيعات، فقد تمكنت أسمنت العربية من بيع 1.035 مليون طن في الربع الأول 2018 (-7% على أساس سنوي، +18.3% على أساس ربعي). وخلال الفترة المقبلة، فإننا نتوقع أن تستمر أسعار البيع المحققة المنخفضة خلال أرباع السنة القادمة أيضاً. بيد أننا نتوقع أن ترتفع أسعار البيع بشكل تدريجي خلال السنوات التالية نظراً لمشايخ الإنشاءات الضخمة في المنطقة الغربية ومخزون الشركة من الأسمنت المنخفض مقارنة بمخزونات الشركات الأخرى. اننا نعتقد أن معظم نقاط الضعف قد تم استيعابها في سعر السهم، وبناء عليه فقد أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها مع تحديد سعر مستهدف معدل للسهم يبلغ 31 ريال.

الإيرادات : انخفضت إيرادات الشركة بنسبة 26.6% على أساس سنوي لتصل إلى 199.7 مليون ريال، وكانت منخفضة عن تقديراتنا التي بلغت 258 مليون ريال. وقد باعت الشركة 1.03 مليون طن خلال هذا الربع ، بانخفاض بنسبة 7% على أساس سنوي (+18.3% على أساس ربعي)، مقارنة بمتوسط الانخفاض للقطاع الذي بلغ -11.2% على أساس سنوي. وكان الانخفاض في الإيرادات يعزى أساساً إلى خسومات الأسعار الكبيرة التي منحتها الشركة لعمالها، مما نتج عنه زيادة حصة الشركة من السوق في المنطقة الغربية خلال هذا الربع.

الربح الإجمالي و ربح التشغيل: انخفض الربح الإجمالي انخفاضاً حاداً ليصل إلى 12.8 مليون ريال (-88% على أساس سنوي، -89% على أساس ربعي)، بينما بلغ ربح التشغيل -6.1 مليون ريال، ويعزى ذلك إلى الأثر المزدوج المترتب على سعر البيع المحقق المنخفض وتكاليف الإنتاج المرتفعة للطن الواحد. وقد انخفض هامش الربح الإجمالي إلى 6.4% في الربع الأول 2018 من 42% في الربع الأول 2017، بينما بلغ هامش ربح التشغيل -3%، منخفضاً من 36.3% في الربع الأول 2017.

عمليات الشركة في الأردن: سجلت شركة قطرانة للأسمنت التابعة لأسمنت العربية في الأردن (مملوكة بنسبة 87% لشركة الأسمنت العربية)، خسارة صافية بلغت 20.7 مليون ريال في الربع الأول 2018 (حصة الأسمنت العربية : 18 مليون ريال) بسبب أوضاع السوق القاسية في البلاد. وقد انخفضت أسعار بيع الأسمنت بنسب تجاوزت 50% على أساس سنوي في الأردن، بسبب مستويات المخزون المرتفعة في السوق وتجاوز الطاقات الإنتاجية للطلب في السوق. ونتوقع أن يستمر هذا الوضع في أرباع السنة القادمة ومن ثم يبدأ في التحسن التدريجي في السنوات التالية. وفي الجانب الإيجابي، نذكر أن الطلب على الإسمنت في الأردن بدأ في الارتفاع، إذ ارتفعت أحجام المبيعات بنسبة 16% على أساس سنوي لتصل إلى 1.2

النظرة المستقبلية : رغم أن الشركة قد أعلنت عن خسارة صافية وعن انخفاض في الإيرادات للربع الأول 2018، فقد تمكنت من زيادة تدفقاتها النقدية إلى 63.5 مليون ريال (الربع الأول 2017 : 34.8 مليون ريال) كما استطاعت أيضاً رفع حصتها في السوق على أساس ربعي وعلى أساس سنوي. وبناء عليه، فإننا نعتقد أنه رغم أن الأداء الضعيف للشركة ربما يستمر خلال الأرباع القادمة من 2018، فإنها سوف تتمكن من تحسين أدائها في السنوات القادمة نظراً للمشاريع الحكومية الضخمة المتوقعة في المنطقة الغربية وتحسن الطلب على الأسمنت في الأردن. وترتبط مخاطر انخفاض سعر السهم باستمرار انخفاض متوسط سعر البيع المحقق في الأردن وتزايد حدة المنافسة في سوق المنطقة الغربية. أما مخاطر ارتفاع سعر السهم عن التقديرات، فإنها ترتبط بالفوائد المحتملة تحقيقها من المشاريع الحكومية الضخمة المتوقعة تنفيذها في المنطقة الغربية والانتعاش الذي يمكن حدوثه في وقت أسرع من التوقعات في السوق الأردني نظراً لتوقع خروج شركة منافسة من السوق.



توزيعات الأرباح: في 2017، قامت الشركة بتوزيع 4.0 ريالاً كأرباح أسهم عن السهم الواحد (2 ريال كتوزيعات أرباح استثنائية). وفي 2018، ونظراً لموقف السيولة النقدية الجيد للشركة، فإننا نتوقع أن تبلغ توزيعات أرباح الشركة 1.50 ريالاً للسهم الواحد مما يعني ضمناً عائد توزيعات أرباح يبلغ 5.1% عند مستوى السعر الحالي السائد في السوق.

التقييم: اننا نعتقد أن معظم نقاط الضعف قد تم استيعابها في سعر السهم، وبناء عليه فقد أبقينا على تقييمنا المحايد للسهم مع سعر مستهدف معدل لسهم الشركة وفقاً لطريقة التقييم المبنية على أوزان متساوية بين طريقتي التقييم (التدفقات النقدية المخصومة والتقييم النسبي) الذي يبلغ 31 ريالاً.

شكل 1: الملخص المالي لأداء شركة اسمنت العربية في الربع الاول 2018

(SAR mn)	Q1 2017	Q4 2017	Q1 2018	% chg y-o-y	%chg q-o-q	ARC Estimate
Revenue	272	248	200	-26.6%	-19.5%	258
Gross Profit	114	127	13	-88.8%	-89.9%	110
Gross Margin	42%	51%	6%	NA	NA	43%
Operating Profit	99	105	(6)	NA	NA	90
Net profit	103	100	(6)	NA	NA	89

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

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 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 (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 غرض 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 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 ويأثر 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 المائي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ وأسماهم المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي 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 مسؤولة 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 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 بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو استخدامها 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.

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 أقل 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 شهور.

"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 شهور.

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

يرجى ملاحظة أن 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: +966 211 11 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