



أدارة البحوث  
عبدالمك السالم

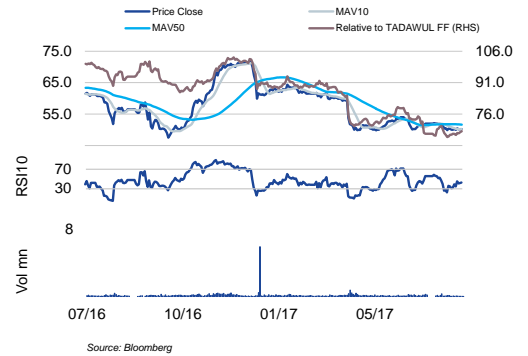
Tel +966 11 211 9353, AlsalemA@alrajhi-capital.com

السعر المستهدف 38.00  
السعر الحالي 44.45  
14.5% أقل من الحالي  
بتاريخ 01/11/2018

التصنيف الحالي

تخفيض المراكز | المحافظة على المراكز | زيادة المراكز

الأداء



الأرباح

Period End (SAR)	12/17A	12/18E	12/19E
Revenue (mn)	1,185	1,065	1,113
Revenue Growth	-33%	-10%	4%
EBITDA	682	560	547
EBITDA Growth	-41%	-18%	-2%
EPS	2.96	2.12	2.01
EPS Growth	-29%	-29%	-5%
DPS	4.0	1.5	1.75
Dividend Yield	9.3%	3.5%	4.1%

المصدر: بيانات الشركة الراجحي المالية

## أسمنت السعودية نتائج الربع الثالث: أفضل من تقديراتنا ؛ لكن من المحتمل أن يكون الأداء غير مستقر

أعلنت شركة الإسمنت السعودية عن تحقيق أرباح للربع الثالث بلغت 75 مليون ريال (-14% على أساس سنوي)، كانت أعلى من تقديراتنا التي بلغت 54 مليون ريال وأعلى أيضا من متوسط تقديرات المحللين الذي كان مماثلا. ويمكن أن يعزى هذا الفرق الى هوامش الربح الاجمالي التي كانت أفضل من التوقعات (47% مقابل 37% متوقع)، الذي يعزى أساسا الى تكلفة انتاج الطن التي كانت أقل من التوقعات. وربما تكون التكلفة للطن، وفقا لتقديراتنا، قد انخفضت بنسبة 26% على أساس سنوي وبنسبة 19% على أساس ربعي في الربع الثالث، مستفيدة من وفورات الحجم الكبير في ظل أحجام المبيعات الكبيرة جدا (1.74 مليون طن في الربع الثالث، +31% على أساس سنوي و +29% على أساس ربعي). اننا ننظر الى هذا المستوى من الانتاج على أنه كبير جدا وغير قابل للاستمرارية في المدى البعيد نظرا لأن أسمنت السعودية لا تزال تحتفظ بأكثر حجم من المخزون في السوق يبلغ 5.39 مليون طن من الكلنكر كما في سبتمبر 2018 ( ارتفع بمقدار 45 ألف طن عما كان عليه في الربع الثاني، ويمثل ذلك نسبة 98% من مبيعات الاثني عشر شهرا الأخيرة) كما أنها مستمرة في تراكم المخزون. وتبلغ قيمة المخزون حاليا 750 مليون ريال مما يعني ضمنا رأسمال عامل كبير، كما أن الذمم المدينة قد ارتفعت أيضا بمقدار 61 مليون ريال منذ ديسمبر 2017 ( 237 مليون ريال في ديسمبر 2017 ، + 32% على أساس سنوي)، وهذه العوامل من شأنها أن تدفع الشركة لزيادة حجم الدين أكثر، والبالغ فعليا الان 750 مليون ريال. ومن الأشياء الايجابية، أن شركة الأسمنت السعودية قد استطاعت زيادة حجم مبيعاتها على أساس سنوي (+24% على أساس سنوي) لمصلحة مبيعات الصادرات. فقد تمكنت أسمنت السعودية من بيع 41 ألف طن أخذت طريقها للصادرات في الربع الثالث، بينما شهدت انخفاضا طفيفا في حجم المبيعات على أساس ربعي (-6% على أساس ربعي). وفي الفترة القصيرة القادمة، نتوقع أن تظل أسعار البيع متذبذبة، نظرا للمنافسة الحادة وارتفاع مستويات المخزون في السوق، بالإضافة الى ارتفاع مستوى الذمم المدينة. وبسبب مستوى المخزون المرتفع للشركة، والانتاج المرتفع جدا والمشاكل المرتبطة بمستوى السيولة النقدية، فقد قمنا بتعديل وخفض سعرنا المستهدف للسهم الى 38.0 ريال. مما نتج عنه تصنيف "تخفيض المراكز" للسهم.

**النظرة المستقبلية:** في الفترة القادمة، نتوقع أن ينخفض صافي الربح بدرجة متوسطة في النصف الأخير من 2018 وخلال 2019. ويعزى ذلك الى حرب الأسعار المحتدمة في ظل ظروف السوق الضعيفة وتزايد تكاليف التشغيل وذلك نظرا لأن الشركة ربما تحتاج الى زيادة حجم الدين لدعم رأسمالها العامل. ورغمنا عن ذلك، فإننا نتوقع أن تستقر الأرباح من عام 2020 فصاعدا، مدعومة بالتحسن في مستويات فعالية التكلفة والارتفاع في المبيعات عن طريق الصادرات وذلك بفضل الموقع الاستراتيجي للشركة.

**رأس المال العامل ومستوى المديونية:** في رأينا، فإن الشركة ظلت تزيد رأس مالها العامل بمستوى كبير منذ يناير 2018، نظرا لزيادة مخزون الشركة بدرجة كبيرة بسبب عدم مقدرتها على بيع انتاجها بالكامل. لقد ارتفع المخزون بمقدار 42 مليون طن منذ ديسمبر 2017. وبالإضافة الى ذلك، فقد ظلت الذمم المدينة تسجل ارتفاعا حادا منذ ديسمبر 2017 (+ 61 مليون ريال في سبتمبر 2018، + 32% على أساس سنوي)، مما نتج عنه ارتفاع معدل دوران الذمم المدينة للشركة من 4.8 مرة في 2017، الى معدل دوران تقديري يبلغ 3.9 مرة للسنة المالية 2018. وقد تم توزيع أرباح أسهم بلغت 229 مليون ريال عن النصف الأول 2018. ونتج عن هذه العوامل مجتمعة، ارتفاع مستوى الدين بمقدار 200 مليون ريال منذ يناير 2018 ( 750 مليون ريال في الربع الثالث 2018، 550 مليون ريال في 2017)، مما أدى الى زيادة التكاليف المالية.

**التقييم:** بناء على المتوسط المرجح لطريقة التقييم التي تمزج بين طريقتين بأوزان متساوية هما طريقة التدفقات النقدية المخصومة وطريقة التقييم النسبي لمكرر الربح، فقد عدلنا سعرنا المستهدف للسهم الى 38.0 ريال ( السابق 43.0 ريال) مما يعني ضمنا تصنيفا يتضمن التوصية بخفض المراكز في سهم الشركة.

**توزيعات الأرباح:** وزعت شركة الإسمنت السعودية أرباح أسهم بمعدل 1.5 ريال للسهم في النصف الأول من 2018. ونظرا لوضعها من ناحية السيولة النقدية واحتياجاتها لرأس المال العامل، فإننا لا نعتقد أن الشركة سوف تتمكن من عمل توزيعات أرباح في النصف الثاني من 2018 ( سابقا 0.5 ريال للسهم للنصف الثاني)، مما يعني عائد توزيعات أرباح تقديري للسنة المالية 2019 بنسبة 4.6% بناء على سعرنا المستهدف للسهم.

الشكل 1 مختصر ارباح شركة اسمنت السعودية للربع الثالث 2018

(SAR mn)	Q3 2017	Q2 2018	Q3 2018	%chg y-o-y	%chg q-o-q	ARC Estimate
Revenue	250	246	240	-4.2%	-29.0%	232
Gross Profit	116	96	113	-2.1%	-49.7%	86
Gross Margin	46%	39%	47%	NA	NA	37%
Operating profit	94	64	81	-14.0%	-61.9%	60
Net Profit	87	58	75	-13.7%	29.9%	54

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 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 وآراء، 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 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 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 وبأن 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 المئتي 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 الممثلين 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 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 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 الملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10٪ فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى 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.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقاً للقيمة العادلة المقدرة 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 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 11 211 9449

بريد إلكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد إلكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

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