



تغطية بحثية أولية

في عام 2017، سجلت شركة أسمنت المنطقة الجنوبية إنخفاضاً في الإيرادات بنسبة 40.1% على أساس سنوي إلى 1,064 مليون ريال، بسبب إنخفاض حجم المبيعات وأسعار البيع. بينما سجلت إيرادات التشغيل للشركة 384 مليون ريال سعودي (إنخفاض بنسبة 56.3%)، في حين إنخفض صافي الربح بنسبة 57.8% على أساس سنوي إلى 370 مليون ريال سعودي خلال السنة المالية. وفي الربع الرابع من عام 2017، أعلنت الشركة إيرادات بقيمة 302 مليون ريال (إنخفاض بنسبة 15% على أساس سنوي، وارتفاعاً بنسبة 40% على أساس ربع سنوي). وبلغ مجمل الربح 137 (إنخفاض بنسبة 23% على أساس سنوي، وارتفاعاً بنسبة 111% على أساس ربع سنوي). بينما بلغ صافي الدخل 115 مليون ريال (إنخفاض بنسبة 24% على أساس سنوي، وارتفاعاً بنسبة 101% على أساس ربع سنوي).

إتسم قطاع الأسمنت في المملكة العربية السعودية بالضعف في عام 2017 بسبب المنافسة الشديدة وتباطؤ معدلات الطلب. كما كان لانخفاض في أسعار النفط الخام عالمياً تأثير سلبي على الأوضاع المالية الحكومية، مما أدى إلى تباطؤ في نشاط البناء. ولذا تأثرت الشركة بهذا الاتجاه السلبي و سجلت نتائج ضعيفة لعام 2017. ومع ذلك، إحتفظت الشركة بمركزها الرائد في السوق و سجلت هوامش أرباح مرتفعة. ومن الآن فصاعداً، نتوقع أن تشهد الشركة إنتعاشاً معتدلاً في تسليمات الأسمنت بسبب التوسع المالي وإلغاء تعريفه التصدير. ومع ذلك، فإننا نتوقع أن تستمر الضغوط على هوامش الشركة، نظراً لسياسة التسعير المتبعة لدى الشركة. وفي ضوء هذه العوامل، فإن توصيتنا الإستثمارية للشركة "محايدة"، بسعر مستهدف يبلغ 43.0 ريال سعودي للسهم الواحد.

إستراتيجية التسعير الجريئة ألحقت الضرر بهوامش التشغيل

تبنيت الشركة إستراتيجية تسعير قوية للإستحواذ على حصة سوقية في عام 2017، حيث إنخفض سعر الطن بنسبة 12% على أساس سنوي في الربع الرابع من عام 2017 إلى 203 ريال سعودي، وهو أعلى بكثير من متوسط القطاع بنسبة 2% والتي تبلغ 190 ريال للطن. ونتيجة لذلك، إرتفعت حصتها في السوق بمقدار 56 نقطة أساس سنوياً إلى 12.4%. في حين إنخفض هامش صافي الأرباح قبل خصم الفوائد والضرائب بمقدار 300 نقطة أساس إلى 41% في الربع الرابع من عام 2017. في حين سجلت الشركة أداء أفضل خلال الربع الرابع، والذي أظهر نتائج قوية بعد أربعة أشهر متتالية من الخسارة في حصتها السوقية. ونتوقع أن تحافظ الشركة على هذه الإستراتيجية حتى عام 2018، وبالتالي من المرجح أن تظل هوامش الربح دون المدى التاريخي. في محاولة لاستعادة الخسارة الأخيرة في حصتها في السوق، نتوقع أن تشهد الهوامش بعض الضغوط في عام 2018 (إنخفاض بنسبة 160 نقطة أساس إلى 34.5%).

إزالة التعريف على التصدير، من المرجح أن تنعش معدلات الطلب الدولي

إن قرار إزالة التعريف على التصدير بشكل كامل، والذي دخل حيز التنفيذ إعتباراً من 1 فبراير 2018، تشير إلى حدوث تغيير كبير لمنتجي الأسمنت في المملكة العربية السعودية. على الرغم من أن الرسوم الجمركية قد إنخفضت من 133 ريال للطن إلى 85 ريال للطن، فإن رفع الحظر على تصدير الأسمنت في عام 2017 لم يساعد على دعم التجارة. حيث بقيت الصادرات من المملكة العربية السعودية أقل من 10% من إجمالي الإنتاج، ولكن من المتوقع أن ترتفع إلى مستويات أعلى بكثير في المدى المتوسط، مع إستهداف العراق واليمن كوجهات للتصدير المحتملة. كما تتميز الشركة بوضع جيد، نظراً لقربها الجغرافي، والذي يمكنها من إستكشاف الفرص المتاحة في دول شرق أفريقيا.

تخفيض الإنتاج والأسعار التنافسية للحفاظ على مستويات المخزون

تبلغ نسبة المخزون الحالي للشركة إلى نسبة المبيعات لأخر 12 شهر 59%. أي أقل بكثير من متوسط القطاع البالغ 77%. على الرغم من أن قيود إنتاج الشركة أدت إلى إنخفاض في إستخدام طاقة الأسمنت بنسبة 19 نقطة مئوية إلى 57% في عام 2017، إلا أن التأثير على مستويات المخزون بقيت إيجابية إلى حد كبير. ونتوقع في هذا الصدد أن تحتفظ الشركة بمستويات مخزونها من خلال تخفيض معدلات الإنتاج وتقديم أسعار تنافسية. بالإضافة إلى ذلك، فإن الإنتعاش في مستويات الطلب بسبب الإصلاحات الإستراتيجية للحكومة سيعمل على منع تراكم المخزون.

على الرغم من الضغوط على الهوامش، من المحتمل الحفاظ على توزيعات الأرباح في نطاق المستويات التاريخية

في عام 2017، تقلص التدفق النقدي الحريسي أقل من النصف ليصل إلى 343 مليون ريال ويرجع ذلك في المقام الأول إلى إنخفاض هوامش الربح، في حين نتوقع حدوث تعافي على نحو متواضع في عام 2018 ليسجل 595 مليون ريال نتيجة لتحسن إدارة رأس المال العامل. هذا بالإضافة إلى إعلان توزيعات أرباح الأسهم بمبلغ 1.50 ريال للسهم عن النتائج المالية لعام 2017 مقابل 4.75 ريال للسهم في عام 2016، في حين نتوقع أن يتحسن معدل توزيع الأرباح في عام 2018 (65%)، بينما نظل أقل من المستويات القياسية في عام 2015 – 2016 (78%).

التقييم: قمنا بتقييم شركة أسمنت المنطقة الجنوبية باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى قيمة عادلة قدرها 43.0 ريال للسهم. وقد إعتبرنا المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 11.8%، بمعدل نمو دائم قدره 2.0%.

	2017	2018(م)	2019(م)	2020(م)	2021(م)
الإيرادات (مليار ريال)	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
الأرباح التشغيلية (مليار ريال)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
نصيب السهم من الأرباح (ريال)	2.7	2.7	2.9	3.4	4.0
هامش الربح التشغيلي (%)	36.1%	34.5%	35.1%	36.9%	40.4%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	0.2	0.2	0.2	0.2	0.14
العائد على حقوق الملكية (%)	11.7%	11.3%	11.9%	13.1%	14.7%
مضاعف الربحية	18.3	16.0	14.6	12.6	10.7
مضاعف القيمة الدفترية	2.1	1.8	1.7	1.7	1.6
القيمة السوقية / الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والاستهلاك	12.7	10.3	9.4	8.2	6.9

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، إدارة الأبحاث، شركة فالكم

23 إبريل 2018

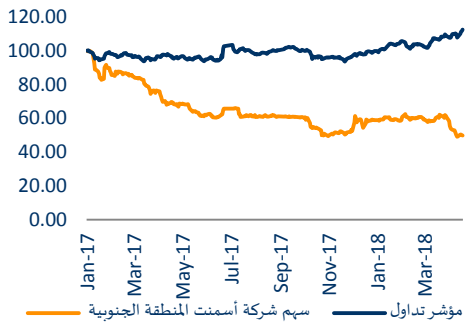
التوصية	محايد
سعر السهم الحالي (ريال)	40.9
السعر المستهدف (ريال)	43.0
نسبة الارتفاع / الهبوط	5.1%

في يوم 18 إبريل من عام 2018

البيانات الأساسية (مصدر المعلومات: بلومبرغ)

رأس المال السوقي (مليار ريال)	5.73
أعلى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	57.00
أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	39.60
إجمالي عدد الأسهم المتداولة (مليار)	140.00
نسبة التداول الحر للأسهم (%)	41.82%

أداء سهم شركة أسمنت المنطقة الجنوبية مقابل مؤشر تداول (المعاد تقديره)

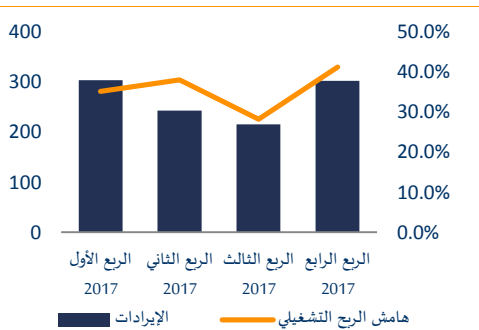


أداء السهم (%)	مطلق	نسبي
شهر واحد	-18.5%	-23.9%
6 شهور	-7.8%	-25.1%
12 شهر	-27.9%	-45.3%

الملاك الرئيسيين

صندوق الإستثمارات العامة	37.43%
المؤسسة العامة للتأمينات الإجتماعية	15.82%
عبد الله آل سعود	0.54%

المبيعات ربع السنوية (مليار ريال) و هامش الربح التشغيلي



مصدر المعلومات: وكالة بلومبرغ، إدارة الأبحاث، شركة فالكم: البيانات في يوم 18 إبريل 2018



23 إبريل 2018

تغطية بحثية أولية

ملخص التقييم

شرح منهجية التقييم والإفراضات

قمنا بتقييم شركة أسمنت المنطقة الجنوبية باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم و الذي يقدر بقيمة قدرها 43.0 ريال للسهم الواحد. وتم احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 11.8% مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0%. من الناحية النسبية، يتم تداول سهم شركة أسمنت المنطقة الجنوبية على مضاعف ربحية قدره 13.2 مرة (على أساس سنوي)، مما يمثل إنخفاضاً بنسبة 21.8% عن نظرائه في القطاع، وارتفاع بنسبة 9.2% عن مؤشر "تداول" لجميع الأسهم.

2021 (متوقع)	2020 (متوقع)	2019 (متوقع)	2018 (متوقع)	2017	مليون ريال
543	469	417	398	384	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب
(12)	(10)	(9)	(8)	(5)	الضرائب
204	202	199	196	187	الإهلاك والاستهلاك والإضعاف
(3)	(6)	57	113	(121)	التغير في رأس المال العامل
(67)	(76)	(83)	(104)	(109)	صافي النفقات الرأسمالية
664	578	581	595	337	صافي التدفقات النقدية للشركة
0.7	0.7	0.8	0.9		معدل الخصم
439	427	481	550		القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة
1,898					صافي القيمة الحالية (أ)
6,908					القيمة النهائية
4,572					القيمة الحالية للقيمة النهائية (ب)
2.0%					معدل النمو الدائم المفترض
11.8%					معدل الخصم

6,470	القيمة العادلة للشركة (أ) + (ب)	افتراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
		المعدل الخالي من المخاطر 2.8%
98	إجمالي النقدية	علاوة تحمل المخاطر 9.1%
548	إجمالي الدين	معدل المخاطرة السوقي 1.1x
-	حقوق الأقلية	تكلفة حقوق الملكية 12.5%
6,019	قيمة حقوق الملكية (مليون ريال)	
140	إجمالي الأسهم (مليون سهم)	تكلفة الدين بعد احتساب الضرائب 2.8%
43.0	السعر المستهدف للسهم (ريال)	الوزن النسبي لحقوق الملكية في هيكل رأس المال 92.5%
40.9	سعر السهم الحالي (في يوم 18 إبريل من عام 2018)	الوزن النسبي للدين في هيكل رأس المال 7.5%
5.1%	نسبة الارتفاع / الهبوط لسعر السهم الحالي	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال 11.8%

مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكم

المخاطر

المخاطر الصاعدة:

- سيؤدي ارتفاع الحصة السوقية في الفترات القادمة إلى دعم هوامش الربحية.
- ارتفاع مبيعات التصدير أعلى من التوقعات، سوف يقلل من الضغوط على مستويات المخزون وتحسين إمكانية تحقيق السعر.

المخاطر السلبية:

- تدهور التوترات السياسية الجغرافية في الشرق الأوسط والسياسات التجارية التقييدية قد تؤثر على المبيعات.
- التأخر في تنفيذ المشروعات المحيط بالمنطقة الجنوبية سيضعف من توقعات إنتعاش مستويات الطلب.

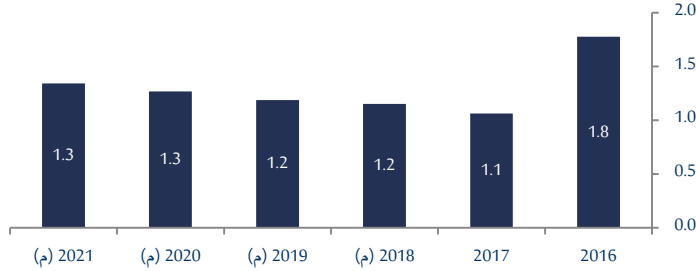


23 إبريل 2018

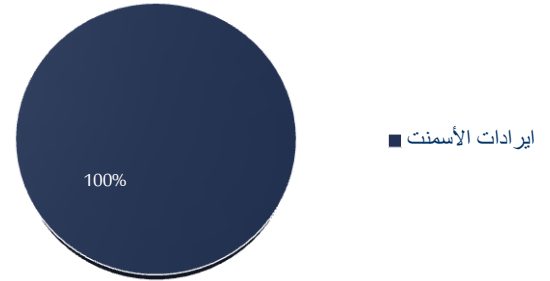
تغطية بحثية أولية

الرسومات البيانية الرئيسية

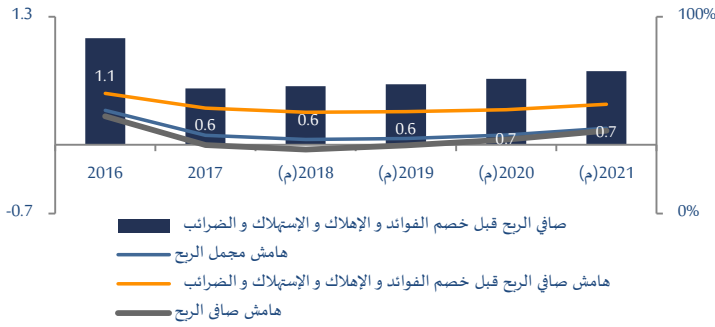
الإيرادات (مليار ريال)



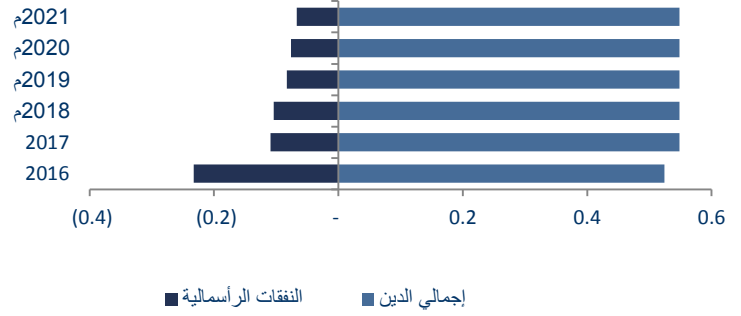
تقسيم الإيرادات (2017)



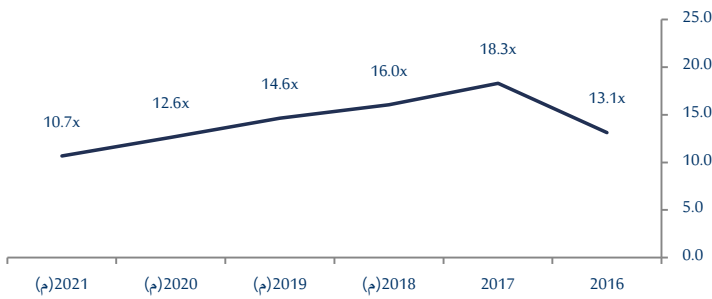
صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب وهوامش الربحية



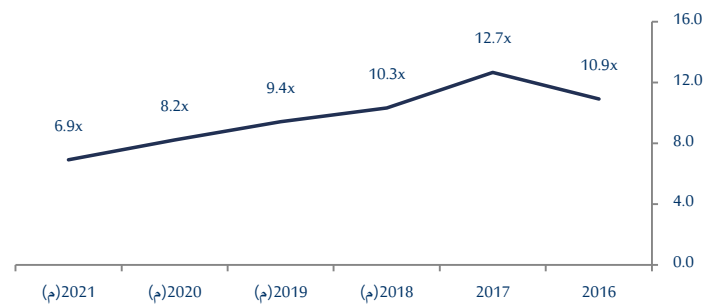
النفقات الرأسمالية وإجمالي الدين



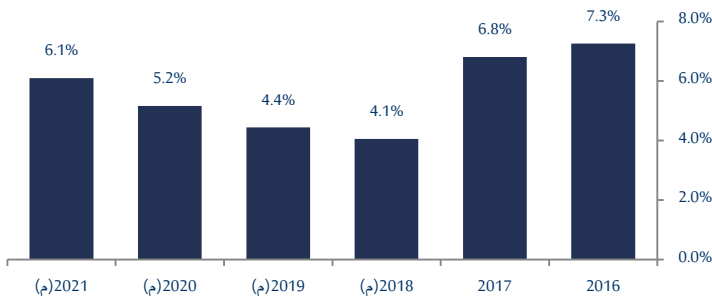
مضاعف الربحية



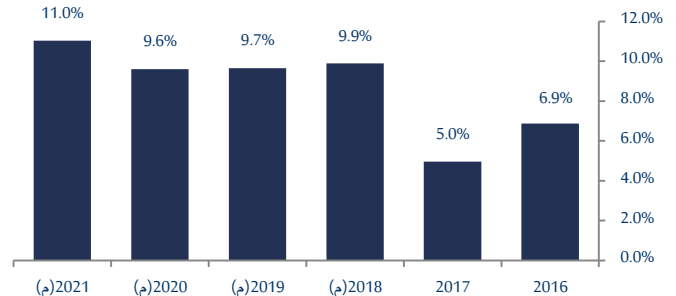
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب



عائد توزيعات أرباح الأسهم



العائد على التدفقات النقدية الحرة



مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكم



23 إبريل 2018

تغطية بحثية أولية

ملخص الميزانيات

معدلات النمو	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
الإيرادات	-40.1%	8.4%	3.0%	6.9%
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	-47.3%	4.0%	3.7%	8.8%
الربح التشغيلي	-56.3%	3.5%	4.8%	12.4%
صافي الربح قبل الضرائب	-57.7%	2.3%	9.5%	16.2%
صافي الربح	-57.8%	1.4%	9.5%	16.2%

النسب (%)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
هامش مجمل الربح	39.8%	37.6%	38.2%	40.0%
صافي الربح قبل خصم	53.7%	51.5%	51.9%	52.8%
هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	36.1%	34.5%	35.1%	36.9%
صافي هامش الربحية	34.8%	32.6%	34.6%	37.6%
العائد على حقوق المساهمين	11.7%	11.3%	11.9%	13.1%
العائد على رأس المال العامل	10.6%	10.6%	10.6%	11.4%
العائد على الأصول	8.9%	8.7%	9.2%	10.3%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	0.17	0.17	0.16	0.15
إجمالي الدين / صافي الربح قبل خصم	0.79	0.18	(0.36)	(0.77)
العائد على التدفقات النقدية الحرة	5.0%	9.9%	9.7%	9.6%
العائد الربحي	6.8%	4.1%	4.4%	5.2%

التقييم	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
مضاعف الربحية	18.3x	16.0x	14.6x	12.6x
مضاعف القيمة الدفترية	2.1x	1.8x	1.7x	1.7x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	12.7x	10.3x	9.4x	8.2x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	18.8x	15.4x	13.9x	11.7x
قيمة الشركة / الإيرادات	6.8x	5.3x	4.9x	4.3x

مضاعف الربحية (12 شهر)	تقييمات الشركات المماثلة في القطاع
10.1x	أسمنت اليمامة
12.6x	الاسمنت السعودي
8.6x	أسمنت الشرقية
8.7x	اسمنت القصيم
9.4x	أسمنت ينبع
6.4x	الاسمنت العربية
10.3x	أسمنت الجنوب
9.1x	وسيط القطاع
11.6x	مؤشر تداول

قائمة الدخل (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
الإيرادات	1,064	1,153	1,188	1,270
مجممل الربح	424	434	454	508
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	571	594	616	670
هامش الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	384	398	417	469
صافي الفائدة	(9)	(14)	3	19
أخرى	-	-	-	-
صافي الربح قبل الضرائب	375	384	420	488
الزكاة	5	8	9	10
الأقلية	-	-	-	-
صافي الربح	370	376	411	478
نصيب السهم من الأرباح	2.7	2.7	2.9	3.4
نصيب السهم من توزيعات الأرباح	1.5	1.7	1.9	2.2

الميزانية العمومية (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
النقدية	98	443	768	1,065
الأصول المتداولة (باستثناء النقدية)	709	600	548	566
الأصول الثابتة	3,344	3,252	3,136	3,010
الأصول غير الملموسة	-	-	-	-
إجمالي الأصول	4,157	4,300	4,458	4,646
الخصوم المتداولة	335	339	344	355
القروض طويلة الأجل	353	353	353	353
حقوق الملكية	3,172	3,312	3,464	3,642
إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	4,157	4,300	4,458	4,646

قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
التدفق النقدي التشغيلي	560	580	619	689
تغييرات رأس المال العامل	(121)	113	57	(6)
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	439	693	676	683
الإنفاق الرأسمالي	(109)	(104)	(83)	(76)
التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية	(109)	(104)	(83)	(76)
التغير في الديون	24	-	-	-
توزيعات الأرباح	(461)	(244)	(267)	(310)
التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية	(445)	(244)	(267)	(310)

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، فالكوم للأبحاث



23 إبريل 2018

تقرير حصة أجنبية التصنيف لدى فالكم للخدمات المالية

تعتمد شركة "فالكم للخدمات المالية" على منهجية للتقييم المالي يختص بها، كما تستند توصياتها الإستثمارية إلى البيانات الكمية والنوعية التي يجمعها المحللون الماليين. وعلاوةً على ذلك، يضع نظام التقييم المتبع الأسهم التي يغطيها بحثياً تحت أحد مجالات التوصية التالية بناءً على سعر إقفال السوق، وكذلك القيمة العادلة المفترضة وإمكانية الصعود أو الإنخفاض.

زيادة المراكز: القيمة العادلة تزيد على السعر الحالي بأكثر من 10%.

محايد: القيمة العادلة إما أكثر أو أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10%.

تخفيض المراكز: القيمة العادلة أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10%.

تحت المراجعة: لم يتم تحديد سعر مستهدف لسبب أو أكثر من الأسباب التالية: (1) إنتظار المزيد من المعلومات، (2) إنتظار البيانات المالية التفصيلية، (3) إنتظار تحديث المزيد من البيانات، (4) تغيير في أداء الشركة، (5) تغيير في ظروف السوق أو (6) أي سبب آخر من شركة فالكم للخدمات المالية، قسم إدارة البحوث.

فالكم للخدمات المالية

مراسلتنا على العنوان التالي:
صندوق بريد 884
الرياض 11421
المملكة العربية السعودية

الفاكس أو مراسلتنا على الرقم أدناه
فاكس: +966 11 2032546
الإيميل: addingvalue@falcom.com.sa

اتصل بنا على أرقام الهاتف أدناه
خدمة العملاء: 8004298888
لخدمات الأسهم: 920004711

إخلاء مسؤولية وتحذير من المخاطر:

لقد تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير من مصادر عامة مختلفة يُعتقد بأنه موثوق بها، وعلى الرغم من أن فالكم اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذا التقرير هي عادلة ومعقولة إلا أن فالكم لا تضمن دقة البيانات أو الأسعار أو المعلومات المقدمة، ولا تتعهد بأن المعلومات أو الأسعار الواردة في هذا التقرير هي صحيحة أو خالية من أي خطأ، كما أن هذا التقرير ليس المقصود منه أن يُفسر على أنه عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية وبناءً عليه فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة و/أو عدالة و/أو اكتمال المعلومات أو الأسعار التي يحتوي عليها هذا التقرير، كما أن فالكم تُخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو أي من محتوياته، ولن تكون فالكم مسؤولة في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير، والآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة فالكم كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار، ولا تُقدم فالكم أي ضمان بأن الأسعار أو النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متوافقة مع أية آراء أو تنبؤات أو توقعات أسعار واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير من أسعار متوقعة يُمثل نتيجة مُحتملة فقط ويمكن أن لا تتحقق نهائياً، كما أن هذه الآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي. وإضافة إلى ما سبق فإن أي قيمة أو سعر مذكور أو أي دخل من أي من الإستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و/أو تتأثر بالتغيرات دون أي إشعار سابق والإداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وبناءً على كل ما سبق بيانه فإن المستثمرين قد يحصلون على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. إن هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام فقط ولا يأخذ في الحسبان ظروف وأهداف ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين، ولذلك فإن هذا التقرير لا يستهدف تقديم مشورة في مجال الإستثمار ولا يأخذ بعين الإعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الإستثمارية الخاصة و/أو الإحتياجات الخاصة لمن يحصل على هذا التقرير، ولذلك ينبغي على المستثمر قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الإستثمار أن يحصل على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والاستثمارية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الإستثمار 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 وتوقعات الأسعار الواردة فيه محمية بموجب أنظمة وقوانين حقوق الملكية الفكرية وحقوق الطبع والنشر في المملكة العربية السعودية. جميع الحقوق محفوظة.

حصلت شركة فالكم على ترخيص من هيئة سوق المال السعودي رقم (06020-37) بتاريخ 2006/05/27 و بدأت بتقديم خدماتها للمستثمرين في السوق المالية السعودية بتاريخ 2007/02/19 برقم 1010226584 الصادر بتاريخ 1427/12/04 هجري.