

تغطية بحثية أولية

أفادت شركة الأسمنت السعودية "الأسمنت السعودي" عن نتائج الربع الرابع من عام 2017 والتي جاءت بالتوافق مع توقعات السوق من ناحية الإيرادات والأرباح. وقد أعلنت الشركة عن صافي ربح بلغ 107 مليون ريال (تراجع بنسبة 42.0 في المائة على أساس سنوي، وارتفاعاً بنسبة 23 في المائة على أساس ربع سنوي)، في حين إنخفضت إجمالي هامش الربحية بنسبة 44.0 في المائة في الربع الرابع من عام 2017 مقابل نسبة 56 في المائة في الربع الرابع من 2016، متأثرةً بارتفاع التكاليف المختلطة للطن. كما قامت شركة الأسمنت السعودي بتقييد إنتاجها بسبب ارتفاع مستويات المخزون، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع التكاليف. بالنسبة للسنة المالية 2017، إنخفضت الإيرادات بنسبة 33.4 في المائة على أساس سنوي إلى 1,184.5 مليون ريال، وتراجع صافي الدخل إلى نحو 453 مليون ريال بسبب ارتفاع التكاليف، بالإضافة إلى انخفاض حصة صافي نتائج الشركات الزميلة، و الإيرادات الأخرى. كما تراجعت مستويات الإستغلال بنسبة 37.6 في عام 2017 بسبب تخفيض مستويات الإنتاج.

تعد الإيجابيات الرئيسية لشركة الأسمنت السعودي إلى الوضع القوي في السوق بالإضافة إلى عائد توزيعات السهم. وتواجه هذه الصناعة تباطؤ في معدلات الطلب، وفائض في العرض، وإزالة الدعم على زيت الوقود الثقيل وعدم الإستقرار الإقليمي الذي يشكل ضغطاً على الأسعار وهوامش الربحية. ولم تظهر بعد أية علامات على إنتعاش لمستويات الطلب، بعد إعداد ميزانية عام 2018 التوسعية، والإعلان عن مشروعات ضخمة (500 مليار دولار لمدينة نيوم الجديدة)، وإزالة تعريفه التصدير، ومع ذلك، فإن الاستدامة طويلة الأجل لم تتحقق بعد. وبالتالي، ننصح بتقييم محايد مع سعر مستهدف بمبلغ 52.1 ريال للسهم.

يتوقع إنتعاش مستويات الطلب على نحو معتدل في الأسواق الإقليمية والدولية

شركة الأسمنت السعودي هي واحدة من الشركات الرائدة في صناعة الأسمنت في المملكة العربية السعودية، بحصة سوقية تصل إلى 11 في المائة. كما تقع الشركة في موقع إستراتيجي في المنطقة الشرقية، مما يتيح لها الوصول إلى الأسواق الرئيسية في الجبيل التي لديها مشاريع رئيسية مستمرة تتألف من 100 مصنع، ومحطة تحلية، وطرق، وسكك حديدية، ومصفاة للنفط، مما سيعزز الطلب الإقليمي على الأسمنت. وعلى الصعيد الدولي، ستستفيد شركة الأسمنت السعودي من إعفاء رسوم التصدير منذ شهر فبراير من عام 2018 حيث ستكون قادرة على إستئناف الصادرات إلى البحرين (تمثل نسبة 6 إلى 7 في المائة من مجموع الإرساليات تاريخياً). هذا وقد إنخفضت الصادرات إلى 1.9 في المائة من إجمالي الإرساليات في عام 2017، حيث أوقفت البحرين الواردات من المملكة العربية السعودية بسبب ارتفاع الأسعار.

ارتفاع توزيعات الأرباح تجعل من شركة الأسمنت السعودي رهان إستثماري جيد

أعلنت شركة الأسمنت السعودي عن توزيعات أرباح بمبلغ 612 مليون ريال لسنة 2017، مما يعني يمثل عائد توزيعات أرباح بنسبة 10.5 في المائة، على الرغم من إنخفاض التدفقات النقدية الحرة بنسبة 45.3 في المائة على أساس سنوي في عام 2017. وتتوقع بقاء معدل توزيعات الأرباح جذاباً للسنوات الأربع الماضية، على الرغم من بيئة التشغيل القاسية، والتي قد ساعدت على تعزيز مستويات الثقة لدى المستثمرين في الشركة. ويتداول حاليه سهم شركة الأسمنت السعودي مضاعف 1,014 ريال (مضاعف قيمة الشركة إلى إجمالي الأطنان المنتجة)، والذي يعد واحد من أعلى المستويات في القطاع، ويقارب ضعف أقرب نظرائها في القطاع شركة أسمنت الشرقية والذي يتداول على مضاعف 520 ريال (مضاعف قيمة الشركة إلى إجمالي الأطنان المنتجة). وبالرغم من أن تقييم السهم قد يبدو مرتفعاً، إلا أنه مدعوم من خلال الإستغلال الفعال لرؤوس الأموال كما هو موضح من خلال هوامشها المرتفعة، يتوقع أن يبلغ العائد على حقوق الملكية نسبة 16.0 في المائة في عام 2018.

توفر الميزانية التوسعية بعض الراحة، بينما لا تزال الغموض قائمة

تتوقع تعافي معتدل في مستويات الطلب على الأسمنت بعد الإعلان عن زيادة في الإنفاق الرأسمالي (205 مليار ريال سعودي في ميزانية 2018). قد يؤدي التقلب في أسعار النفط إلى الضغط على تمويل الحكومة، لذلك نحن نحافظ على موقف حذر تجاه إنتعاش مستويات الطلب. كما أن مستويات المخزون المرتفع للشركة (الأعلى في القطاع بمقدار 4.8 مليون طن) سوف تستمر في التحقق من الأسعار المحققة.

إزالة دعم الوقود يشكل الضغط على الهوامش في المدى القريب

شكلت المرحلة الأولى من إصلاحات الدعم الحكومية والتي قد بدأت في عام 2016 مسؤولة جزئياً عن الإنخفاض في هوامش الشركة (إنخفض هامش التشغيل في الشركة بنسبة 12 في المائة إلى 40 في المائة في العام المالي 2017). وستبدأ المرحلة الثانية في عام 2019 والتي ستزيد من أسعار وقود الهيدروفلوروكربون المستخدم في إنتاج الأسمنت، وبالتالي تؤثر على هوامش التشغيل للشركة.

التقييم: قمنا بتقييم شركة الأسمنت السعودية باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى قيمة عادلة قدرها 52.1 ريال سعودي للسهم. وقد اعتبرنا المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 9.3 في المائة، بمعدل نمو دائم قدره 2.0 في المائة.

2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
الإيرادات (مليار ريال)	1.2	1.3	1.4
الأرباح التشغيلية (مليار ريال)	0.5	0.5	0.5
نصيب السهم من الأرباح (ريال)	3.0	3.0	3.1
هامش الربح التشغيلي (%)	40.0%	37.3%	35.9%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	0.2	0.2	0.2
العائد على حقوق الملكية (%)	15.8%	15.7%	16.1%
مضاعف الربحية	16.0	17.0	16.3
مضاعف القيمة الدفترية	2.5	2.7	2.6
القيمة السوقية / الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والاستهلاك	11.3	12.1	11.0

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

16 مارس 2018

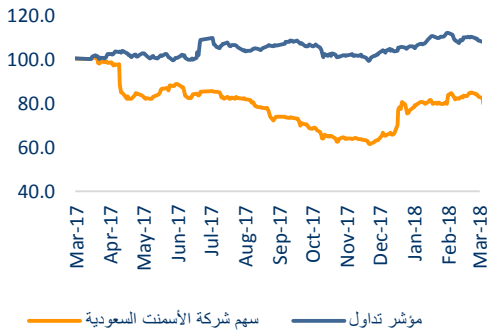
التوصية	محايد
سعر السهم الحالي (ريال)	51.8
السعر المستهدف (ريال)	52.1
نسبة الارتفاع / الهبوط	0.6%

في يوم 13 مارس من عام 2018

البيانات الأساسية (مصدر المعلومات: بلومبرغ)

رأس المال السوق (مليار ريال)	7.9
أعلى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	62.5
أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	37.2
إجمالي عدد الأسهم المتداولة (مليار)	153.0
نسبة التداول للرجل السهم (%)	89.1%

أداء سهم شركة الأسمنت السعودية مقابل مؤشر تداول (المعاد تقديره)

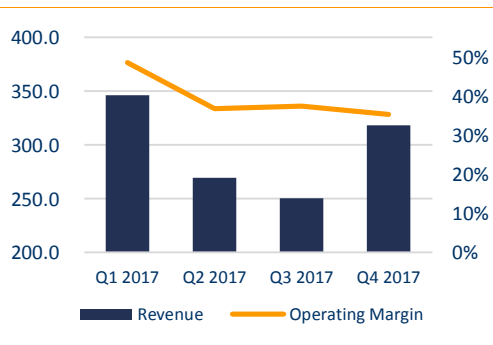


أداء السهم (%)	مطلق	نسبي
شهر واحد	3.1%	0.2%
6 شهور	17.8%	13.0%
12 شهر	(13.9%)	(26.9%)

الملاك الرئيسين

خالد عبدالرحمن صالح الراجحي	8.02%
المؤسسة العامة للتقاعد	5.62%
المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية	5.22%

المبيعات ربع السنوية (مليار ريال) وهامش الربح التشغيلي



مصدر المعلومات: وكالة بلومبرج، إدارة الأبحاث، شركة فالكم؛ البيانات في يوم 16 مارس 2018

شرح منهجية التقييم والإفتراضات

قمنا بتقييم شركة الأسمنت السعودي باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم و الذي يقدر بقيمة قدرها 52.1 ريال سعودي للسهم الواحد. وتم احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 9.3 في المائة مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0 في المائة. من الناحية النسبية، يتم تداول سهم شركة الأسمنت السعودي على مضاعف ربحية قدره 15.2 مرة (على أساس سنوي)، مما يمثل خصماً بنسبة 22.7 في المائة عن نظرائه في القطاع، وارتفاعاً بنسبة 5.8 في المائة إلى مؤشر "تداول" لجميع الأسهم.

2021 (متوقع)	2020 (متوقع)	2019 (متوقع)	2018 (متوقع)	2017	مليون ريال
508	498	490	477	474	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب
(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	الضرائب
231	229	228	189	208	الإهلاك والاستهلاك والإضعاف
(22)	(29)	(51)	(54)	(45)	التغير في رأس المال العامل
(60)	(57)	(55)	(51)	(51)	صافي النفقات الرأسمالية
645	629	600	549	575	صافي التدفقات النقدية للشركة
0.7	0.8	0.9	0.9		معدل الخصم
460	490	511	512		القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة
1,974					صافي القيمة الحالية (أ)
9,008					القيمة النهائية
6,428					القيمة الحالية للقيمة النهائية (ب)
2.0%					معدل النمو الدائم المفترض
9.3%					معدل الخصم

8,402	القيمة العادلة للشركة (أ) + (ب)	افتراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
		المعدل الخالي من المخاطر 2.9%
120	إجمالي النقدية	علاوة تحمل المخاطر 8.7%
550	إجمالي الدين	معدل المخاطرة السوقي 0.9x
-	حقوق الأقلية	تكلفة حقوق الملكية 10.5%
7,972	قيمة حقوق الملكية (مليون ريال)	
153	إجمالي الأسهم (مليون سهم)	تكلفة الدين بعد احتساب الضرائب 2.7%
52.1	السعر المستهدف للسهم (ريال)	الوزن النسبي لحقوق الملكية في هيكل رأس المال 84.0%
51.8	سعر السهم الحالي (في يوم 13 مارس من عام 2018)	الوزن النسبي للدين في هيكل رأس المال 16.0%
0.6%	نسبة الارتفاع / الهبوط لسعر السهم الحالي	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال 9.3%

مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكم

المخاطر

المخاطر الصاعدة:

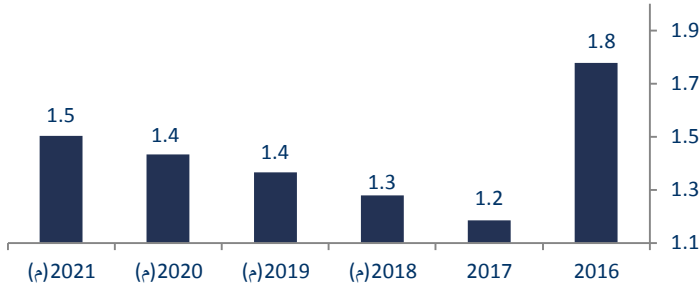
- تنفيذ مشروعات البنية التحتية ذات الميزانيات المرتفعة في وقت مبكر عن الوقت المخطط لها.
- يمكن لإدارة المخزون الحكيمة تخفيف تأثير الضغوط على الأسعار والهوامش كما هو متوقع.

المخاطر السلبية:

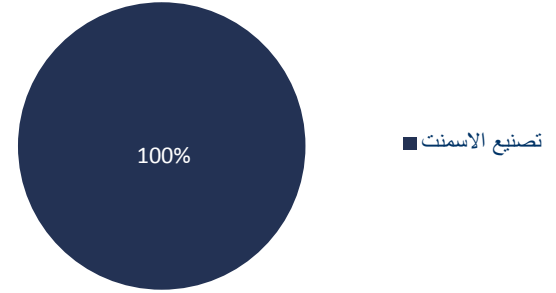
- تدهور التوترات السياسية الجغرافية في الشرق الأوسط والسياسات التجارية التقييدية قد تؤثر على المبيعات.
- منحت الحكومة السعودية 37 رخصة تصدير لشركات الأسمنت بعد رفع الحظر المفروض على صادرات الاسمنت في عام 2016. وقد تؤثر المنافسة الكثيفة في أسواق التصدير على مبيعات الصادرات وهوامشها.

الرسومات البيانية الرئيسية

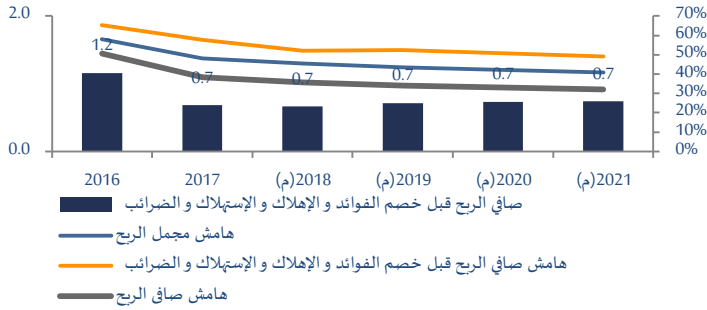
الإيرادات (مليار ريال)



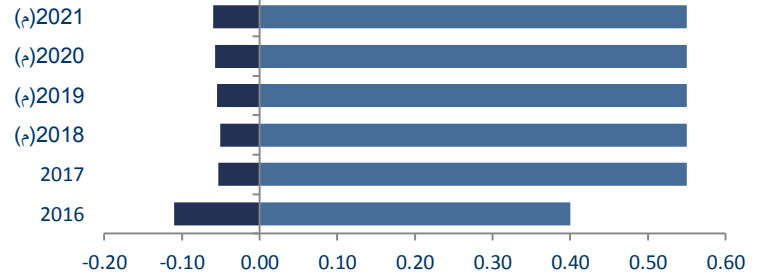
تقسيم الإيرادات (2017)



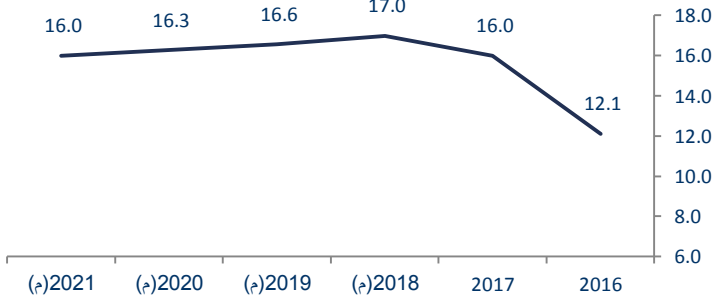
صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب وهوامش الربحية



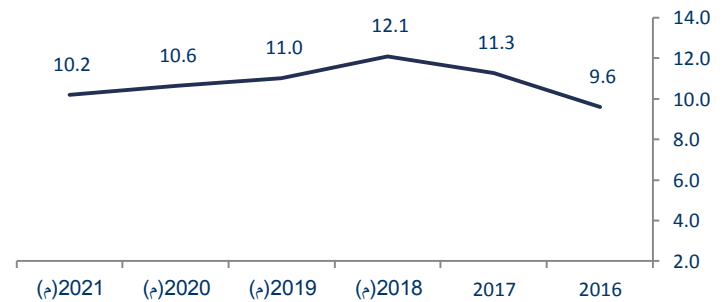
النفقات الرأسمالية وإجمالي الدين



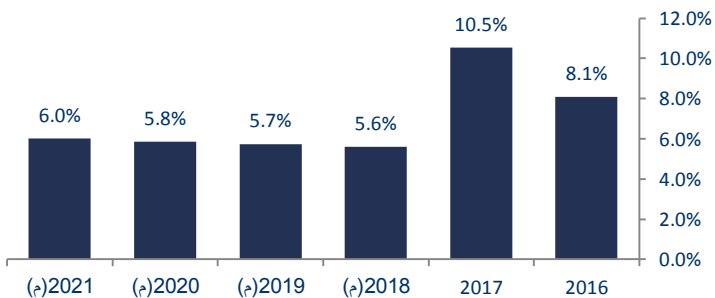
مضاعف الربحية



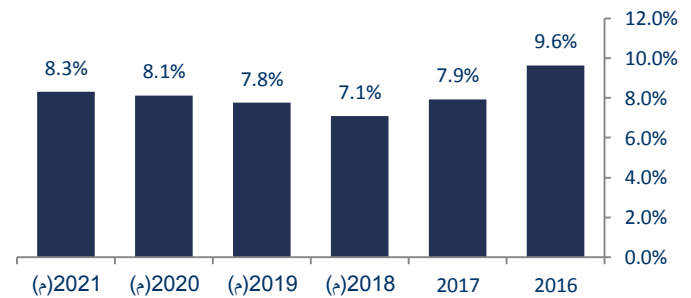
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب



العائد الربحي



العائد على التدفقات النقدية الحرة



ملخص الميزانيات

16 مارس 2018

معدل النمو	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
الإيرادات	(33.4%)	8.0%	6.8%	5.0%
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	(41.1%)	(2.3%)	7.7%	1.4%
الربح التشغيلي	(49.2%)	0.8%	2.6%	1.8%
صافي الربح قبل الضرائب	(49.7%)	0.4%	2.6%	1.8%
صافي الربح	(49.7%)	0.4%	2.6%	1.8%
النسب (%)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
هامش مجمل الربح	48.0%	45.4%	43.6%	42.2%
صافي الربح قبل خصم	57.6%	52.1%	52.5%	50.8%
هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	40.0%	37.3%	35.9%	34.8%
صافي هامش الربحية	38.3%	35.6%	34.2%	33.2%
العائد على حقوق المساهمين	15.8%	15.7%	16.0%	16.1%
العائد على رأس المال العامل	16.0%	16.0%	16.3%	16.5%
العائد على الأصول	11.5%	11.5%	11.6%	11.7%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	0.2	0.2	0.2	0.2
إجمالي الدين / صافي الربح قبل خصم	0.6	0.5	0.2	0.0
العائد على التدفقات النقدية الحرة	7.9%	7.1%	7.8%	8.1%
العائد الربحي	10.5%	5.6%	5.7%	5.8%
التقييم	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
مضاعف الربحية	16.0x	17.0x	16.6x	16.3x
مضاعف القيمة الدفترية	2.5x	2.7x	2.6x	2.6x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	11.3x	12.1x	11.0x	10.6x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	16.2x	16.9x	16.2x	15.5x
قيمة الشركة / الإيرادات	6.5x	6.3x	5.8x	5.4x
مضاعف الربحية	15.2x	12.1x	12.1x	12.1x
مضاعف القيمة الدفترية	19.9x	13.9x	13.9x	13.9x
مضاعف القيمة الدفترية	17.8x	10.7x	10.7x	10.7x
مضاعف القيمة الدفترية	21.9x	8.5x	8.5x	8.5x
مضاعف القيمة الدفترية	20.7x	10.3x	10.3x	10.3x
مضاعف القيمة الدفترية	17.5x	9.5x	9.5x	9.5x
مضاعف القيمة الدفترية	19.4x	9.6x	9.6x	9.6x
مضاعف القيمة الدفترية	19.7x	9.9x	9.9x	9.9x
مضاعف القيمة الدفترية	14.4x	10.8x	10.8x	10.8x

قائمة الدخل (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
الإيرادات	1,185	1,279	1,366	1,434
مجموع الربح	569	581	596	605
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	682	666	718	728
هامش الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	474	477	490	498
شركات شقيقة	1	1	1	1
صافي الفائدة	(13)	(15)	(15)	(15)
أخرى	3	3	3	3
صافي الربح قبل الضرائب	465	467	479	488
الأقلية	-	-	-	-
الزكاة	(12)	(12)	(12)	(12)
صافي الربح	453	455	467	476
نصيب السهم من الأرباح	3.0	3.0	3.1	3.1
نصيب السهم من توزيعات الأرباح	5.0	2.8	2.9	3.0
الميزانية العمومية (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
النقدية	120	227	373	541
الأصول المتداولة (باستثناء النقدية)	1,016	1,086	1,153	1,196
الأصول الثابتة	2,740	2,602	2,429	2,257
الأصول غير الملموسة	-	-	-	-
استثمارات في الشركات الزميلة والشركات المشتركة	60	59	57	56
إجمالي الأصول	3,936	3,975	4,013	4,051
الخصوم المتداولة	429	445	460	474
القروض قصيرة الأجل	550	550	550	550
القروض طويلة الأجل	-	-	-	-
حقوق الملكية	2,878	2,901	2,924	2,948
إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	3,936	3,975	4,013	4,051
قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	603	588	642	674
الإنفاق الرأسمالي	53	51	55	57
التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية	(52)	(49)	(52)	(55)
التغييرات في الديون	150	-	-	-
الأرباح	603	588	642	674
التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية	53	51	55	57

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة. إدارة الأبحاث شركة فالكم
(*) صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك

شرح منهجية 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 يتغطيتها 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 ادارة 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 هائياً، 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 والأداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وبناءً على كل ما سبق بيانه فإن المستثمرين قد يحصلون على نتائج 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 وبدأت بتقديم خدماتها للمستثمرين في السوق المالية السعودية بتاريخ 2007/02/19 برقم 1010226584 الصادر بتاريخ 1427/12/04 هجري.