

25 مارس ، 2015

احتماليه التباطؤ في النشاط

بعد ان اتضحت ملامح التحسن في نهاية عام 2014، الا ان المبيعات عادت للانخفاض مطلع عام 2015. بشكل عام، اتسم الطلب على قطاع الإسمنت في عام 2014 بالضعف. يعزى نمو المبيعات المحلية بمقدار 2% مقارنة بالفترة المماثلة من العام الماضي إلى الدعم قوي من الربع الأخير. والملاحظ في بداية الربع الرابع من العام 2014 تسارع رتم نشاط البناء إلا أنه عاد للانخفاض قبل نهاية عام 2014 مع وجود بوادر حملة تصحيحية اخرى للعمالة الغير نظامية. حيث ان استكمال العديد من المشاريع يتطلب وجود عمالة منخفضة التكاليف. وتكمن الايجابية في هذا الربع في استمرار استنزاف مستويات المخزون المرتفعة. كما نلاحظ في الأشهر القليلة الماضية أمر إيجابي آخر ألا وهو استمرار المحافظة على مستوى التسليمات المحلية فوق 5 ملايين طن شهرياً.

وكما هو متوقع، لم يكن هناك أي تأثير كبير على القطاع الإسمنت بسبب الانخفاض الحاد في أسعار النفط. ونشير مجدداً إلى ما ذكرناه سابقاً حول أن أثر الانخفاض الحاد في أسعار النفط سيظهر على القطاع فقط في حال قلصت الحكومة من مستوى الإنفاق على مشاريع البنية التحتية ومشاريع البناء الأخرى. ولا توجد أي مؤشرات على أن ميزانية عام 2015 ستسلك هذا النهج. فإن استمرار انخفاض أسعار النفط لعدة سنوات قد يؤدي في نهاية المطاف إلى تأخر بعض المشاريع إلا أننا لا نتوقع حدوث أي أثر جوهري على المدى القصير من انخفاض الأسعار بل نتوقع استقرار القطاع على المدى القصير.

جدول 1: الطاقة الإنتاجية لشركات الإسمنت والانتاج

الشركة	الطاقة الإنتاجية	الانتاج (الف طن)					
		الاسمنت			الكنترك		
		ديسمبر-2014	يناير-2015	فبراير-2015	ديسمبر-2014	يناير-2015	فبراير-2015
اسمنت اليمامة	6,300	473	507	480	573	550	369
اسمنت السعودية	11,000	766	733	652	697	770	709
اسمنت الشرقية	3,500	280	269	287	326	297	142
اسمنت القصيم	3,700	370	389	371	309	284	281
اسمنت ينبع	6,200	623	642	615	569	547	502
اسمنت العربية	3,700	531	516	483	319	289	319
اسمنت الجنوبية	8,900	767	769	719	670	574	515
اسمنت تبوك	1,500	144	121	100	118	107	43
اسمنت الرياض	5,200	292	304	251	282	203	211
أسمنت نجران	4,800	381	410	392	229	105	436
اسمنت المدينة	1,700	185	219	216	147	161	139
اسمنت الشمالية	2,000	182	190	178	261	265	199
اسمنت الجوف	1,700	122	160	138	147	143	130
اسمنت الصفوة	1,000	203	191	174	165	154	141
اسمنت حائل	1,700	139	122	131	168	173	152
الإجمالي	62,900	5,458	5,544	5,187	4,980	4,621	4,288

المصدر: اسمنت اليمامة

بعد ان لامس مخزون الكنترك أعلى مستوياته عند 21.5 مليون طن المسجلة في نهاية شهر ديسمبر بدأ يسلك طريقة للانخفاض حتى وصل إلى مستوى 20.9 مليون طن في نهاية شهر فبراير كنتيجة لخفض قطاع الاسمنت مستويات انتاجه و استمرار البيع من المخزون المتاح. و ارتفع إنتاج الإسمنت بنسبة 11% في شهر يناير مقارنة بالفترة المماثلة من العام الماضي و شهد أيضاً شهر فبراير ارتفاعاً قدره 8% مقارنة بالفترة المماثلة من العام الماضي. عموماً، لاحظنا توجه القطاع لتخفيض انتاج الاسمنت من مستوى 5.5 مليون طن في يناير الى 5.2 مليون طن في فبراير و يتم البيع من خلال المخزون المتوفر. لا نتوقع حدوث أي توقف أو تأخير في المشاريع الضخمة التي بدأت بالفعل إلا أن الخوف يكمن في المشاريع الصغيرة المتعلقة امرها بدرجة تأثرها من حملة تصحيح العمالة على المدى القصير.

جدول 2: مستويات المخزون (الف طن)

المخزون						الشركة
الكلنكر			الاسمنت			
فبراير-2015	يناير-2015	ديسمبر-2014	فبراير-2015	يناير-2015	ديسمبر-2014	
2,818	2,884	2,793	94	88	82	اسمنت اليمامة
3,431	3,332	3,240	145	189	190	اسمنت السعودية
913	1,039	1,000	40	28	29	اسمنت الشرقية
850	880	922	102	99	75	اسمنت القصيم
2,902	2,936	2,948	102	96	89	اسمنت ينبع
418	466	436	42	46	41	اسمنت العربية
1,655	1,826	1,936	76	88	71	اسمنت الجنوبية
505	542	532	8	33	41	اسمنت تبوك
1,520	1,539	1,614	47	59	22	اسمنت الرياض
2,695	2,624	2,902	64	70	58	أسمنت نجران
444	514	564	44	40	41	اسمنت المدينة
1,283	1,316	1,288	38	53	56	اسمنت الشمالية
648	646	664	52	52	31	اسمنت الجوف
68	78	90	36	20	20	اسمنت الصفوة
712	680	621	32	30	31	اسمنت حائل
20,861	21,301	21,550	922	991	877	الإجمالي

المصدر: اسمنت اليمامة

تملك شركة اسمنت السعودية أكبر مخزون للكلنكر عند 3.4 مليون طن و تتبعها شركة أسمنت ينبع عند 2.9 مليون طن. و أظهرت بيانات القطاع حدوث ارتفاع في مبيعات الاسمنت بنسب 12% و 10% في شهري يناير و فبراير على التوالي مقارنة بالفترة المماثلة من العام الماضي، لكن اتبع ذلك انخفاض متسلسل في واردات الكلنكر حيث منذ شهر يونيو 2014، شركة اسمنت العربية هي الشركة الوحيدة التي قامت باستيراد الكلنكر. و منذ نوفمبر من عام 2014 يتم استيراد الكلنكر من نفس الشركة لكن بأحجام صغيرة.

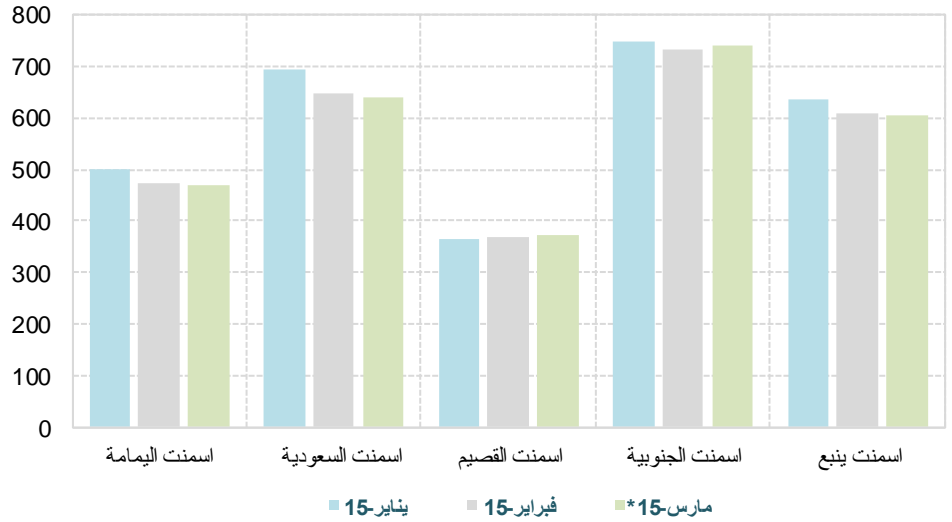
جدول 3: المبيعات والاستيراد لشركات الاسمنت السعودية (الف طن)

الاستيراد			المبيعات المحلية			الشركة
الكلنكر			الاسمنت			
فبراير-2015	يناير-2015	ديسمبر-2014	فبراير-2015	يناير-2015	ديسمبر-2014	
-	-	-	474	501	482	اسمنت اليمامة
-	-	-	649	692	749	اسمنت السعودية
-	-	-	265	259	273	اسمنت الشرقية
-	-	-	368	365	389	اسمنت القصيم
-	-	-	609	636	623	اسمنت ينبع
62	61	78	487	512	538	اسمنت العربية
-	-	-	731	750	769	اسمنت الجنوبية
-	-	-	125	130	133	اسمنت تبوك
-	-	-	256	258	310	اسمنت الرياض
-	-	-	398	399	401	أسمنت نجران
-	-	-	212	220	199	اسمنت المدينة
-	-	-	193	193	181	اسمنت الشمالية
-	-	-	138	138	135	اسمنت الجوف
-	-	-	158	191	208	اسمنت الصفوة
-	-	-	129	124	141	اسمنت حائل
62	61	78	5,192	5,368	5,531	الإجمالي

المصدر: اسمنت اليمامة

بالنظر إلى أحجام المبيعات، أثبتت شركة إسمنت الجنوبية استمرارها كأكبر منتج للإسمنت والكلنكر، تليها شركة إسمنت السعودية. تشير تقديراتنا إلى أن أحجام المبيعات لأسمنت الجنوبية سنبلغ 740 ألف طن في شهر مارس يليها إسمنت السعودية بـ 640 ألف طن ثم إسمنت ينبع بـ 605 ألف طن. تشير تقديراتنا السنوية إلى أن نمو المبيعات في الشركات التي تقوم بتغطيتها للربع الأول من عام 2015 سوف يكون ما بين 4% و 8% مقارنة بنفس الربع من العام الماضي. الشكل رقم 1 يوضح أحجام المبيعات الشهرية للشركات التي نقوم بتغطيتها.

شكل رقم 1: مبيعات يناير- فبراير- مارس 2015 (الف طن)



المصدر: بلومبيرغ
مترقعة*

تشير تقديراتنا إلى ارتفاع إجمالي إيرادات شركات الإسمنت التي نقوم بتغطيتها بنسبة طفيفة تبلغ 1% مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي. على الرغم من أن بيانات الشهرين الأخيرين تشير إلى زيادة الطلب على القطاع مقارنة بالفترة المماثلة من العام الماضي إلا أنه ما زال في الاتجاه التنازلي. حيث لا يمكننا استبعاد تكرار مشكلة نقص العمالة بسبب عودة حملة التصحيح. تشير تقديراتنا إلى أن تقود شركة أسمنت الجنوبية بزيادة 8% في الإيرادات مقارنة بالفترة المماثلة من العام الماضي و ارتفاع 15% في صافي الدخل. ما زالت شركة أسمنت الجنوبية تتفوق على أداء نظرائها في الأرباح القليلة الماضية مستغلة موقعها الجغرافي والتشغيل التجريبي للخط الانتاجي الثالث الجديد في تهامة. من الممكن أن تتأثر شركة إسمنت السعودية سلباً بانخفاض قدره 3% في الإيرادات مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي وانخفاض بمقدار 8% في صافي الدخل. من المتوقع أيضاً أن تشهد شركة أسمنت ينبع ارتفاع في المبيعات بمقدار 2% في حين أن الدخل الصافي قد يحقق نمواً بمقدار 6%.

جدول رقم 4: تقديرات الربع الأول من عام 2015 (مليون ريال، باستثناء ربحية السهم)

الشركة	الإيرادات		الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة			الدخل الصافي			ربحية السهم		
	الربع الأول 2015*	الربع الأول 2014	التغير السنوي	الربع الأول 2015*	الربع الأول 2014	التغير السنوي	الربع الأول 2015*	الربع الأول 2014	التغير السنوي	الربع الأول 2015*	الربع الأول 2014
اسمنت اليمامة	367	356	-3%	176	175	4%	178	175	2%	0.88	0.86
اسمنت السعودية	440	450	2%	224	205	5%	218	205	6%	1.38	1.30
اسمنت القصيم	273	281	3%	167	159	3%	160	159	1%	1.78	1.77
اسمنت الجنوبية	495	535	8%	260	221	16%	255	221	15%	1.82	1.58
اسمنت ينبع	535	519	-3%	281	286	-8%	264	286	-8%	1.73	1.87
المجموع	2,110	2,141	1%	1,108	1,073	3%	1,075	1,046	3%		

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركات
* مترقعة

تشير تقديراتنا بشكل عام إلى أن نمو متوسط هامش الربحية للربع الأول من العام الحالي لشركات الإسمنت التي نقوم بتغطيتها مقارنة بالربع المماثل من العام السابق. ومن المتوقع أن يرتفع هامش الدخل الإجمالي بمقدار 2% ليصبح 56% كما تشير تقديراتنا إلى ارتفاع هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة وهامش الدخل الصافي بمقدار 1%. و من ضمن شركات الإسمنت التي نقوم بتغطيتها، فإنه من المتوقع أن تحقق شركة إسمنت القصيم أعلى هامش دخل إجمالي وذلك بنسبة 62% و من ناحية أخرى، فإنه من المرجح أن تحقق شركتي إسمنت السعودية والجنوبية أقل هامش لصافي الدخل وذلك بمقدار 48%.

جدول رقم 5: تقديرات هوامش الربحية للربع الأول من عام 2015

الشركة	الدخل الإجمالي		الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة		الدخل الصافي	
	الربع الأول 2015 *	الربع الأول 2014	الربع الأول 2015 *	الربع الأول 2014	الربع الأول 2015 *	الربع الأول 2014
اسمنت اليمامة	53%	49%	49%	46%	50%	48%
اسمنت السعودية	52%	51%	50%	48%	48%	47%
اسمنت القصيم	62%	62%	59%	59%	57%	58%
اسمنت الجنوبية	51%	48%	49%	46%	48%	45%
اسمنت ينبع	60%	61%	54%	57%	51%	53%
المجموع	56%	54%	52%	51%	51%	50%

المصادر: الرياض المالية، تقارير الشركات

* متوقعة

نتوقع ان يصبح الطلب خلال عام 2015 افضل مما كان عليه في العام السابق. تشير مجدداً إلى أن مشاكل نقص العمالة تبرز كعامل مخاطرة محتمل على مشاريع البناء. ومن جانب إيجابي، نشاهد ان التدفق النظامي للعمالة المؤهلة بدأ يتعافى برتم متسارع. ومع وجود مخزون كافٍ يمكنه تلبية أي ارتفاع محتمل في الطلب خلال العام الحالي. كما تشير بعض التصريحات غير الرسمية إلى السماح مجدداً لشركات الإسمنت بتصدير منتجاتها. ومن هذا المنطلق نتوقع ان اكثر الشركات المستفيدة من هذا القرار هي الشركات المتواجدة في شرق و شمال المملكة.

قمنا بالإبقاء على أسعارنا المستهدفة و توصياتنا لجميع شركات القطاع التي تقع ضمن تغطيتنا بدون تغيير. نبقى على توصيتنا بالشراء لجميع أسهم القطاع الداخلة ضمن تغطيتنا باستثناء اسمنت القصيم. عند مقارنة شركات الاسمنت تحت التغطية نجد ان أسمنت اليمامة تتداول عند أقل مكرر ربحية لعام 2015 عند 11.9 مرة بينما تتداول اسمنت القصيم عند أعلى مكرر ربحية و البالغ 14.3 مرة. متوسط مكبرات الربحية للشركات تحت التغطية لعام 2015 تبلغ 12.7 في حين يبلغ مكرر القيمة الدفترية 3.6. تشير تقديراتنا إلى وصول مكبرات القيمة الدفترية في عام 2015 لكل من أسمنت اليمامة و ينبع عند مستوى جذاب يبلغ 2.3 مرة و 3.0 مرة على التوالي.

جدول رقم 6: التصنيف والتقييم (مليون ريال)

الشركة	رمز التداول	السعر الحالي	القيمة السوقية	السعر المستهدف	التصنيف	عدد الأرباح الموزعة	مكرر الربحية (السعر/الأرباح)		مكرر القيمة الدفترية (السعر/القيمة الدفترية)	
							2015 *	2014	2015 *	2014
اسمنت اليمامة	3020	45.90	9,295	66.00	شراء	6.5%	11.9x	13.9x	2.4x	2.3x
اسمنت السعودية	3030	91.75	14,038	136.00	شراء	7.6%	12.0x	13.1x	4.2x	4.1x
اسمنت القصيم	3040	91.50	8,235	104.00	احتفاظ	6.6%	14.3x	14.6x	4.1x	4.0x
اسمنت الجنوبية	3050	98.50	13,790	120.00	شراء	6.1%	12.5x	13.2x	4.7x	4.5x
اسمنت ينبع	3060	69.50	10,946	83.00	شراء	5.8%	13.0x	13.7x	3.1x	3.0x
متوسط المجموعة							12.7x	13.7x	3.7x	3.6x

المصدر: الرياض المالية

* متوقعة

غير مُصنّف	بيع	احتفاظ	شراء	شراء قوي
تحت المراجعة/ مقيد	سعر مبالغ فيه	إجمالي الإيرادات المتوقعة > 15%	إجمالي الإيرادات المتوقعة ≤ 15%	إجمالي الإيرادات المتوقعة ≤ 25%

المكتب الرئيسي

الرياض المالية
صندوق بريد 21116
الرياض 11475
المملكة العربية السعودية

الهاتف

800 124 0010

الموقع الإلكتروني

www.riyadcapital.com

البريد الإلكتروني

research@riyadcapital.com

بيان إخلاء المسؤولية

تم إعداد هذا المستند البحثي لاستخدام عملاء الرياض المالية، ولا يجوز إعادة توزيعه أو نقله، أو نشره، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو بأية طريقة، بدون موافقة كتابية صريحة من الرياض المالية. يشكل استلام هذا المستند البحثي، ومراجعته موافقة من جانبك على عدم إعادة توزيع أو نقل، أو نشر المحتويات، أو الآراء، أو الاستنتاجات، أو المعلومات الواردة في هذا المستند للآخرين قبل نشر تلك المعلومات بشكل عام من قبل الرياض المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذا المستند من مصادر عامة متنوعة نعتقد بأنها موثوقة، لكننا لا نضمن دقتها، ولا تقدم الرياض المالية أي تعهدات، أو ضمانات من أي نوع فيما يتعلق بالبيانات، والمعلومات المقدمة، ولا تتعهد الرياض المالية، بأن محتوى هذا المستند من المعلومات مستوف أو خال من أي خطأ. ولا يوفر هذا المستند البحثي سوى معلومات عامة، ولا تشكل أية معلومات، أو أي رأي معلن عرضاً، أو دعوة لتقديم عرض، أو شراء، أو بيع أي سندات، أو منتجات استثمارية أخرى متعلقة بتلك السندات أو الاستثمارات. ولا يقصد بهذا المستند تقديم استشارة استثمارية شخصية، كما أنه لا يضع في اعتباره أهداف استثمارية، أو وضع مالي، أو احتياجات خاصة بأي شخص بعينه قد يتلقى هذا المستند.

يجب على المستثمرين السعي للحصول على استشارة مالية، أو قانونية، أو ضريبية بشأن ملائمة الاستثمار في أي سندات، أو استثمارات، أو استراتيجيات استثمارية أخرى تمت مناقشتها، أو التوصية بها في هذا المستند، ويجب عليهم تفهم أن البيانات الخاصة بالتوقعات المستقبلية قد لا تتحقق، كما ينبغي أن يراعي المستثمرين أن الدخل المتوقع من تلك السندات، أو الاستثمارات الأخرى قد يتذبذب، إن وجد، وأن قيمة مثل تلك السندات، والاستثمارات قد ترتفع، أو تهبط. وبناء عليه، فقد يحصل المستثمرون على أموال أقل مما استثمروه بالفعل. وقد يكون للرياض المالية أو الموظفين لديها (بما في ذلك المحللين البحثيين) حصة مالية في سندات المُصدّر (المُصدّر)، أو الاستثمارات ذات الصلة. ولا تتحمل الرياض المالية مسؤولية أية خسارة، أو أضرار قد ينشأ، بشكل مباشر أو غير مباشر، عن أي استخدام للمعلومات الواردة في هذا المستند البحثي، وقد يخضع هذا المستند البحثي للتغير بدون إشعار مسبق.