



إدارة الأبحاث
عبدالمك السالم

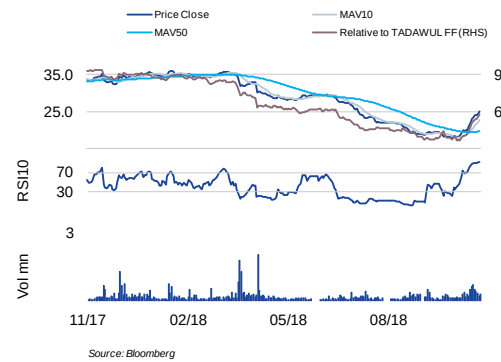
Tel +966 11 211 9353, AlsalemA@alrajhi-capital.com

السعر المستهدف 20.50
السعر الحالي 25.00
18.00 % أقل من الحالي
بتاريخ 2018/11/15

التصنيف الحالي

تخفيض المراكز | المحافظة على المراكز | زيادة المراكز

الأداء



المؤشرات المالية

Period End (SAR)	12/17A	12/18E	12/19E
Revenue (mn)	906	549	672
Revenue Growth	-28%	-39%	22%
EBITDA	431	126	157
EBITDA Growth	-34%	-71%	25%
EPS	2.63	-0.47	-0.19
EPS Growth	-46%	NA	61%
P/E	13.1x	-52.7x	-134.2x

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية

أسمنت العربية الربع الثالث : نتائج أفضل من المتوقع , انخفاض التكلفة غير مستدام

أعلنت شركة الأسمنت العربية عن تحقيق ربح صافي للربع الثالث 2018 بلغ 14.1 مليون ريال، مقارنة بتوقعاتنا وتوقعات المحللين بتحقيق خسارة صافية تبلغ 30.6 و 29.6 مليون ريال، على التوالي. ويمكن أن يعزى اختلاف نتائج الشركة عن التوقعات أساساً إلى التكاليف التي جاءت أقل من التوقعات. وبلغت الإيرادات 118 مليون ريال، وكانت أعلى من تقديراتنا التي بلغت 107 مليون ريال، مدعومة بدرجة كبيرة بمتوسط سعر البيع المحقق الذي كان مرتفعاً إذ بلغ 146 ريال/الطن (+16% على أساس سنوي، +13% على أساس ربعي) نظراً لأن الشركة تحاول حالياً إيقاف حدوث مزيد من الانخفاض في أسعار البيع، ولكن ذلك كان على حساب حصة الشركة في السوق إذ انخفضت بدرجة كبيرة لتصل إلى 5.1% في الربع الثالث 2018 (مقابل 7.1% في الربع الثالث 2017). وقد سجلت عمليات أسمنت العربية في الأردن (أسمنت قطرانة)، ربحاً صافياً فاق التقديرات بلغ 9 مليون ريال في الربع الثالث 2018 (الربع الثالث 2017: 25.425.4 مليون ريال، الربع الثاني 2018: -52.2 مليون ريال). وتحفظت الشركة بمخزون بلغ 2.05 مليون طن كما في نهاية سبتمبر، ويمثل ذلك نسبة 71% من مبيعات الإثني عشر شهراً الأخيرة. وفي جانب المبيعات، فقد تمكنت أسمنت العربية من بيع 469 ألف طن في الربع الثالث 2018 (-36% على أساس سنوي، -13% على أساس ربعي). وخلال الفترة المقبلة، فإننا نتوقع أن يستمر التذبذب في أسعار البيع المحققة خلال أرباع السنة القادمة أيضاً. بيد أننا نتوقع أن ترتفع التكاليف إلى مستوياتها السابقة، نظراً لأننا نعتقد أن المستويات الحالية غير مستدامة بسبب مستويات المخزون المرتفعة (+100 مليون ريال في الربع الثالث)، بينما لم يتم بيع كميات كبيرة من الانتاج. وفي رأينا، فإن النظرة المستقبلية للشركة لا تزال سلبية على خلفية استمرار انخفاض المبيعات وارتفاع مستوى تراكم المخزون في ظل عدم وجود مؤشرات ملموسة للانتعاش في السوق. بيد أن وجود بوادر انتعاش طفيف في السوق الأردني، من شأنه أن يعوض عن الانخفاض الكلي. ووفقاً لذلك، فإن تقديراتنا المعدلة، قد نتج عنها سعراً مستهدفاً للسهم يبلغ 20.5 ريال، مما يعني ضمناً احتمال انخفاض سعر السهم بنسبة 18% من مستوياته الحالية. وكان سهم الشركة قد حقق مكاسب بنسبة 35% تقريباً في الشهر السابق. هذا، وقد أبقينا على تصنيفنا للشركة متضمناً التوصية بخفض المراكز في سهمها.

الربح الاجمالي وربح التشغيل: بلغ الربح الاجمالي 42.7 مليون ريال (الربع الثاني 2018: 35.6 مليون ريال؛ الربع الثالث 2017: 55 مليون ريال)، بينما بلغ ربح التشغيل 26 مليون ريال، ويعزى ذلك إلى الانخفاض الكبير في التكلفة رغماً عن أن الكميات المباعة قد انخفضت على أساس سنوي وربعي. وقد ارتفع هامش الربح الاجمالي إلى 36.2% في الربع الثالث 2018 من 34% في الربع الثالث 2017، بينما بلغ هامش ربح التشغيل 22%، منخفضاً من 26% في الربع الثالث 2017.

التكاليف: اننا نعتقد أن تكلفة الانتاج لشركة أسمنت العربية للوحدة كما كانت عليه للربع الثالث، لن تكون مستدامة في المدى البعيد، إذ أنها تعتبر أقل كثيراً من متوسطات التكلفة للقطاع. وبالإضافة إلى ذلك، فقد تزامن مع ذلك في الفترة ذاتها، أن كان مستوى المخزون للشركة أعلى كثيراً من متوسطات المخزون للقطاع إذ ارتفع بأكثر مما قيمته 100 مليون ريال في الربع الثالث وحده، ونعتقد أن ذلك سوف يؤدي إلى زيادة التكاليف خلال أرباع السنة القادمة لتصبح في مستوى متوسط التكاليف في القطاع.

التقييم: في عدم وجود أي علامات للانتعاش في السوق، فإننا نتوقع أن يظل أداء الشركة منخفضاً في المديين القريب إلى المتوسط. وقد عدلنا تصنيفنا إلى تصنيف "يتضمن التوصية بخفض المراكز في سهم الشركة" مع تعديل للسعر المستهدف لسهم الشركة على أساس طريقة التقييم المبينة على أوزان متساوية بين طريقتي التدفقات النقدية المخصومة والتقييم النسبي) ليبلغ 20.5 ريال /السهم.

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

	Q3 2017	Q2 2018	Q3 2018	% chg q-o-q	% chg y-o-y	ARC Estimate
Revenue	163.0	107.8	117.9	9%	-28%	107
Gross Profit	55.4	-35.6	42.7	NA	-23%	(14)
Gross Margin	34%	-33%	36%	NA	NA	-13%
Operating Profit	43	(52.2)	25.9	NA	-40%	(29)
Net profit	29.5	(50.9)	14.4	NA	-51%	(30.6)

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 المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بداء 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 أي معدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقوماً 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 أفق 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 أفق الزماني. 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 11 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