



التوصية: فكر في الشراء

سعر السهم العادل 115 ريال			سعر السهم الحالي 58.5 ريال	
↓			↓	
أعلى من 132 ريال	بين 132-124 ريال	بين 123-106 ريال	بين 105-97 ريال	أقل من 97 ريال
بيع	فكر في البيع	انتظار	فكر في الشراء	شراء

الملخص الاستثماري

شركة الأسمنت السعودية شركة منتجة ومصدرة للأسمنت مقرها في المنطقة الشرقية بالمملكة العربية السعودية. وستصبح هذه الشركة بعد اكتمال مشروع التوسعة الضخمة الذي شارف العمل فيها على نهايته صاحبة أكبر طاقة إنتاجية في المملكة تصل إلى 11.8 مليون طن في السنة. ونعتقد أن سهم الشركة مقيم بأقل من قيمته العادلة (السعر المستهدف يقل عن السعر العادل للسهم حيث تم تعديله ليعكس الحالة النفسية للسوق).

إيجابيات الاستثمار

- تتبها الشركة لإحتكار لقب أكبر منتج للأسمنت في المملكة ومنطقة الخليج.
- تتمتع بسهولة الوصول إلى أسواق التصدير بفضل ميناء التصدير الخاص بها وقربها من دول الخليج الأخرى.
- القرب من مركز صناعة النفط والغاز والبتر وكيمياويات في المنطقة الشرقية والتي تشهد طفرة كبيرة.
- أقل الشركات تأثراً بقرار حظر تصدير الأسمنت الذي تم تطبيقه حوالي منتصف العام الجاري حيث استحوذت على معظم الطلب من دولة البحرين التي استتبت من القرار.
- تتمتع إدارة الشركة بسجل أداء متميز.
- خيار إغلاق أو خفض الإنتاج من خطوط الإنتاج القديمة يعني أن الشركة في وضع جيد في حالة حدوث انخفاض كبير في الطلب.
- تتمتع الشركة بمعدلات ربحية قوية.

سلبيات الاستثمار

- الاعتماد الكبير على القروض قصيرة الأجل لتمويل مشروع التوسعة لزيادة الطاقة الإنتاجية أثر كثيراً على وضع السيولة في الشركة.
- الزيادة الكبيرة في الطاقة الإنتاجية ستضعف معدلات دوران المبيعات والمخزون.
- الركود العالمي الذي يلوح في الأفق سيقال الطلب من أسواق التصدير وسيؤدي إلى زيادة حدة المنافسة.
- مثل غيرها من الشركات العاملة في قطاع الأسمنت تتعرض الشركة لمخاطر احتمال تدهور الأسعار ولا نستطيع الجزم بعدم اندلاع حرب أسعار.

شراء

السعر المستهدف*: 115 ريال
السعر الحالي: 58.5 ريال
السعر العادل: 143 ريال
*لفترة 12 شهر

تفاصيل السهم

5,967	القيمة السوقية (مليون ريال)
102	عدد السهم المصدرة المتداولة (مليون)
88	عدد الأسهم المتاحة للتداول (مليون)
6.45	إيرادات السهم (ريال)
5.0	الربح الموزع للسهم (ريال)
26.62	القيمة الدفترية للسهم (ريال)
137	أعلى سعر في 52 أسبوع (ريال)
55	أدنى سعر في 52 أسبوع (ريال)

سعر سهم شركة الأسمنت السعودية



المعايير الرئيسية للسهم

9.06	السعر للعائد (مكرر الربحية)
2.19	السعر/القيمة الدفترية
25.1	العائد على رأس المال (%)
17.8	العائد على إجمالي الموجودات (%)
64.0	الربح الكلي (%)
49.0	الربح التشغيلي (%)
0.9	معدل السيولة الفورية
0.75	درجة مخاطر السوق (معامل بيتا)
0.36	درجة مخاطر السهم (الانحراف المعياري)
10.80	عائد إيرادات السهم (%)
8.50	عائد أرباح السهم (%)



تحليل قطاع صناعة الأسمنت

السعودية أكبر منتج للأسمنت في منطقة الخليج بطاقة تصميمية تستصل إلى 46.5 مليون طن سنوياً بنهاية عام 2008، وكان الإنتاج الفعلي قد بلغ 26 مليون طن خلال فترة التسعة أشهر المنتهية في سبتمبر 2008. وتعتبر المملكة في الوقت الحالي صاحبة ثاني أكبر طاقة إنتاجية في الشرق الأوسط بعد إيران التي سيصل إنتاجها هذا العام 63 مليون طن وتأتي مصر في المركز الثالث بطاقة إنتاجية سنوية قدرها 38.5 طن.

المواد الخام

المادة الخام الرئيسية لصناعة الأسمنت هي الحجر الجيري وهو صخور رسوبية تشكل كربونات الكالسيوم نصفها تقريباً وتتمتع السعودية بمخزون هائل منها رغم الندرة النسبية في النوع عال النقاء الذي يستخدم في صناعة الأسمنت الأبيض. ويشكل الحجر الجيري بين 70 إلى 80 بالمائة من المواد الخام الداخلة في تصنيع الأسمنت.

أما الخامات الأخرى التي تستخدم في صناعة الأسمنت فتشمل الطين والرمل والجبس وخام الحديد التي تشكل مجتمعة ما يتراوح بين 20-30 بالمائة من المنتج النهائي، وجميعها متوفرة في الطبيعة وبكميات كبيرة في المملكة باستثناء خام الحديد الذي تلجأ معظم مصانع الأسمنت إلى تأمين حاجتها منه من مصانع الحديد التابعة لشركة سابك.

أوضاع وهيكل صناعة الأسمنت

خضعت صناعة الأسمنت في المملكة تاريخياً لسيطرة مجموعة محدودة من الشركات حيث ظلت ثمان شركات مدرجة في سوق الأسهم تستحوذ لعقود طويلة على معظم إيرادات هذه الصناعة التي بلغت 7,7 بليون ريال عام 2007 (لا تشمل إيرادات الشركات الخاصة)، إلا أن هذا الوضع أخذ في التغير بعد صدور تراخيص لعدد 6 شركات جديدة خلال السنوات الخمس الماضية شرع بعضها في الإنتاج الفعلي ومن المتوقع أن تدخل جميعها مرحلة الإنتاج بحلول عام 2010. ويتضمن الجدول أدناه جميع شركات الأسمنت العامة والخاصة مع طاقتها التصميمية.

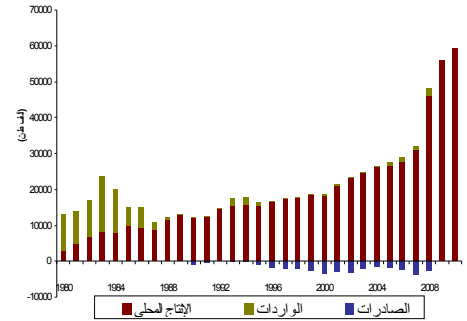
التوزيع الجغرافي لشركات الأسمنت وطاقاتها الإنتاجية

اسم الشركة	الموقع	المنطقة	نوع الشركة	الطاقة الإنتاجية عام 2008 (ألف طن)	الطاقة الإنتاجية عام 2010 (ألف طن)
أسمنت السعودية	الدمام	الشرقية	عامة	8,192	11,822
أسمنت ينبع	ينبع	الغربية	عامة	4,620	7,920
أسمنت العربية	جدة	الغربية	عامة	4,950	7,700
أسمنت اليمامة	الرياض	الوسطى	عامة	6,325	6,325
أسمنت الجنوب	أبها	الجنوبية	عامة	6,270	6,270
أسمنت الشرقية	الخرسانية	الشرقية	عامة	3,630	3,630
أسمنت القصيم	بريدة	الوسطى	عامة	3,520	3,520
أسمنت الرياض	الرياض	الوسطى	خاصة	1,650	3,300
أسمنت نجران	نجران	الجنوبية	خاصة	2,200	3,300
أسمنت تبوك	تبوك	الشمالية	عامة	1,320	2,970
أسمنت الشمالية	عرعر	الشمالية	خاصة	2,200	2,200
أسمنت الجوف ¹	طريف	الشمالية	خاصة	0	1,650
أسمنت المدينة	مرات	الوسطى	خاصة	1,650	1,650
أسمنت الصفوة ²	مكة	الغربية	خاصة	0	1,650
الإجمالي				46,527	63,906

¹ يتوقع أن يبدأ الإنتاج عام 2009.

² يتوقع أن يبدأ الإنتاج عام 2010.

الإنتاج والواردات والصادرات





وكانت وزارة البترول والثروة المعدنية قد أعلنت مؤخراً أنه سيتم إصدار فقط 7 رخص جديدة لمنح حق امتياز استخراج الحجر الجيري لمصانع الأسمنت الجديدة وأن اثنتان من الرخص السبعة تم تخصيصهما لمصانع في حائل والباحة بينما ستطرح الرخص الخمس المتبقية عبر مزاد تنافسي تمنح امتيازات المحاجر بموجبها لأفضل العروض وسيتم إلزام أصحاب العطاءات الفائزة بطرح 50 بالمائة من المشروع للاكتتاب بسعر التكلفة الفعلية دون علاوة إصدار. وبإكمال هذه المناقصة للرخص الجديدة سيبلغ عدد شركات الأسمنت في المملكة 21 شركة كحد أقصى، وقد تم فعلاً إخطار الشركات المؤهلة بتقديم عروضها لمحاجر الحجر الجيري في يوليو الماضي.

لقد وفقت وزارة البترول والثروة المعدنية في لجم المنافسة الضارة من خلال منحها تراخيص المحاجر بصورة متوازنة في جميع أنحاء المملكة وأمنت في نفس الوقت إمدادات الأسمنت في أي موقع تحتاج إليه عمليات تطوير البنية التحتية. ويوضح الرسمين البيانيين إلى اليمين كيف أن الطاقة الإنتاجية أخذت في الانتقال باتجاه الغرب حيث ستقام مدينة الملك عبد الله الاقتصادية وباتجاه الشمال الذي سيشهد ارتفاع وتيرة النشاط في مشاريع التعدين وإنشاء البنية التحتية. ويعزى التراجع الكبير في حصة المنطقة الوسطى إلى دخول معظم الطاقة الجديدة لهذه المنطقة مرحلة الإنتاج خلال عام 2007 (حيث ارتفع من حوالي 4,8 مليون طن إلى 8,3 مليون طن بنهاية العام) بينما ستشرع المصانع الجديدة في المناطق الأخرى الدخول في مرحلة الإنتاج لاحقاً.

وقد ظلت المنافسة شبه غائبة نتيجة لتفاهم ظل قائماً لسنوات حتى الآن بين شركات الأسمنت والجهات الحكومية ذات الصلة يتم بمقتضاه الاتفاق على حد أعلى لأسعار بيع الأسمنت يكون مقبولا للجميع ويلتزمون به. ومن الأسباب الأخرى التي ساهمت في تفادي المنافسة انتشار المصانع بطريقة متوازنة في جميع أنحاء المملكة حيث يركز كل منها على تلبية الطلب في منطقته فضلاً عن أن نقل الأسمنت مكلف جداً مما يصرف المنتجين عن التفكير في بيع منتجاتهم خارج مناطقهم.

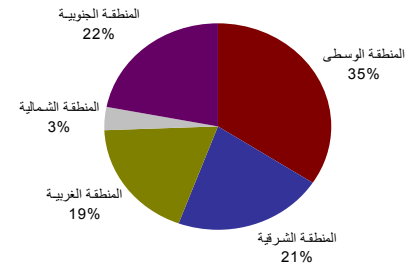
الإنتاج

حققت المملكة العربية السعودية الاكتفاء الذاتي من الأسمنت عام 1989 وصدرت أول شحنة إلى الخارج في العام التالي، وأعقب ذلك فترة استقرار تباطأ فيها نمو الإنتاج بشدة جاءت متزامنة مع تباطؤ الأداء الاقتصادي خلال حقبة التسعينات. ثم شرع الإنتاج يستجمع قواه مطلع هذا العقد استجابة للإشارات المبكرة للانتعاش الاقتصادي وبحلول عام 2006 شهد طفرة قوية نتيجة دخول الطاقات الإنتاجية الجديدة والسحب من المخزونات المتركمة.

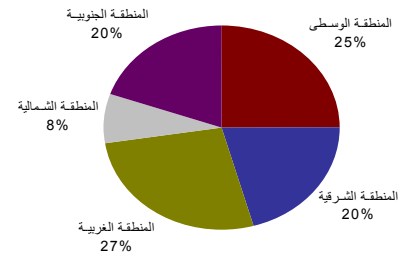
الإنتاج الفعلي للأسمنت خلال الفترة 2002 - 2008 (بالآلاف طن)

اسم الشركة	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (حتى الربع الثالث)
أسمنت الجنوب	3,692	3,799	4,214	4,561	4,600	4,613	3,915
أسمنت السعودية	4,483	4,555	4,705	5,003	4,966	5,289	4,101
أسمنت اليمامة	2,849	3,111	3,512	3,566	3,847	4,654	3,589
أسمنت ينبع	4,162	4,162	4,256	3,742	3,521	4,622	3,311
أسمنت الشرقية	2,461	2,699	2,374	2,493	3,229	3,482	2,447
أسمنت القصيم	1,799	1,984	2,169	2,226	2,231	3,464	2,491
أسمنت العربية	2,629	2,597	2,799	3,022	3,026	2,824	2,178
أسمنت الرياض	0	0	0	0	0	0	1,114
أسمنت تبوك	1,184	1,166	1,445	1,419	1,633	1,361	937
أسمنت نجران	0	0	0	0	0	0	636
أسمنت المدينة	0	0	0	0	0	0	829
أسمنت الشمال	0	0	0	0	0	0	207
الإجمالي (بالآلاف طن)	23,259	24,073	25,474	26,032	27,053	30,309	25,755
التغير السنوي	--	3.0%	5.8%	2.2%	3.9%	12.0%	--
¹ النصف الأول من العام							

توزيع الإنتاج حسب المناطق 2007



توزيع الإنتاج حسب المناطق 2010





سجل إنتاج الأسمنت الفعلي رقماً قياسياً عام 2007 حيث بلغ 30,3 مليون طن بزيادة قدرها 12 بالمائة عن العام السابق وهو إنتاج يفوق في الحقيقة الطاقة الإنتاجية التصميمية للمصانع التي لجأت إلى السحب من مخزون الكليinker المتراكم لديها من سنوات التباطؤ الاقتصادي، كما حققت الصادرات هي الأخرى أعلى مستوى على الإطلاق عام 2007 حيث بلغت الكمية المصدرة 3,57 مليون طن. وكانت هناك كمية قليلة من الواردات من الكليinker وبعض أنواع الأسمنت التي لا تنتج محلياً.

الطاقة الإنتاجية

يتوقع حدوث زيادة ضخمة في الطاقة الإنتاجية في المستقبل القريب حيث من المنتظر أن يقفز إجمالي الطاقة الإنتاجية السنوية للأسمنت إلى 64 مليون طن بحلول عام 2010 مقارنة بـ 23,8 مليون طن عام 2005.

لكن وتيرة الارتفاع في الطاقة الإنتاجية ستتباطأ بعد عام 2010 مما سيؤدي إلى استقرارها بعد عام 2012 عندما تكون الدفعة الثانية من مصانع الأسمنت الجديدة قد اكتملت (تم دعوة الشركات المؤهلة لتتقدم بعروضها للحصول على امتيازات المحاجر). أما بالنسبة للمرحلة الثانية من زيادة الطاقة الإنتاجية فقد تم سلفاً تسمية شركتي حائل والباحة ضمن الشركات السبع التي سوف تمنح تراخيص محاجر، ولا تزال الشركتان قيد التأسيس ومن المقرر أن يتراوح إنتاج كل منهما في حدود 3.3 مليون طن في العام وأن يدخل مرحلة الإنتاج الفعلي حوالي عام 2011 أو 2012.

وقد جاءت الزيادة الكبيرة الحالية في الطاقة الإنتاجية نتيجة لعمليات التحديث والتطوير التي أجريت على المصانع القائمة أصلاً وبسبب إنشاء شركات أسمنت جديدة. ونتوقع في ضوء الطفرة في قطاع التشييد التي يشهدها الاقتصاد السعودي حالياً أن تعمل معظم المصانع الجديدة بكامل طاقتها التصميمية أو أكثر (عادة ما تلجأ الشركات المتعاقدة إلى تصميم مصانع الأسمنت بطاقة إنتاجية تزيد بنسبة 10 إلى 15 بالمائة عن الحد المتفق عليه في العقد).

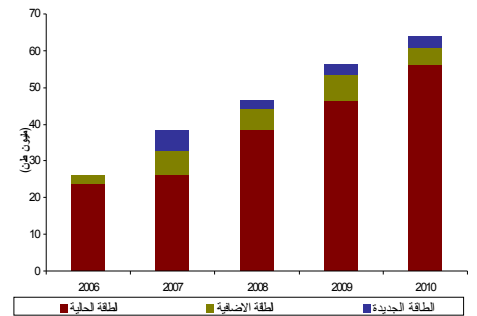
الأسعار

يعتبر الأسمنت سلعة إستراتيجية لا يمكن ترك تحديد سعرها لظروف السوق فقط، لذا نجد أن تحديد السقف الأعلى لسعره يتم بالتشاور بين شركات الأسمنت المدرجة في سوق الأسهم ووزارة التجارة والصناعة. وتشمل العوامل التي تؤخذ في الحسبان عند تحديد السقف السعري لمادة الأسمنت أنماط العرض والطلب التاريخية والحالية ومتطلبات حماية المستهلك وفي نفس الوقت مراعاة مصالح شركات الأسمنت. وبالطبع يتوقع من شركات الأسمنت عدم البيع بأعلى من ذلك السعر لكنها تستطيع البيع بأقل منه إذا رغبت، بينما لا توجد أي قيود على الأسعار التي يبيع بها الموزعون. ولم يتم تعديل الحد الأعلى لأسعار الأسمنت طيلة السنوات الثلاث الماضية باستثناء مرة واحدة خلال فترة الـ 12 شهراً الأخيرة عندما أوقفت وزارة التجارة والصناعة العمل بنظام تثبيت السعر ثم عادت للعمل به بعد فترة قصيرة.

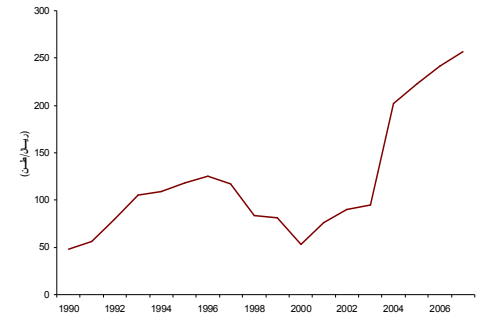
أثار الارتفاع المستمر في الطاقة الإنتاجية مخاوف في أوساط شركات الأسمنت من أن يؤدي ذلك إلى انهيار كبير في الأسعار غير أنها ظلت في اتجاه تصاعدي متذبذب خلال الـ 12 شهراً الماضية وذلك بسبب النقص في المعروض من الأسمنت نتيجة لقوة الطلب المحلي وزيادة حجم الصادرات (تفوق أسعار التصدير إلى الدول المجاورة السقف السعري لوزارة التجارة بنسبة 30 بالمائة).

وكانت أسعار الأسمنت المحلية قد ارتفعت فجأة وبشدة الصيف الماضي بسبب نقص المعروض، ولأول مرة منذ عدة سنوات ظهرت في المملكة سوق سوداء للأسمنت وغيره من مواد البناء (بلوكات الأسمنت والخرسانة الجاهزة). وقد كان ذلك النقص مفاجئاً وحاداً لدرجة لم يعد معها لمقاولي البناء خيار غير تمرير التكلفة العالية للأسمنت إلى عملائهم مما أدى إلى إبطاء أو تعليق العمل في بعض المشاريع إلى حين انخفاض الأسعار، مما اضطر الدولة للتدخل مرة أخرى لتعويض مقاولي المشروعات الحكومية.

زيادة هائلة في الطاقة الإنتاجية



متوسط أسعار الأسمنت التاريخية





وكان رد الفعل الأولي لوزارة التجارة والصناعة هو إلغاء نظام تثبيت الأسعار بناءً على الافتراض بأن شركات الأسمنت أبقت على الأسعار مرتفعة عمداً بالرغم من بدء الإنتاج في مشاريع التوسعة الجديدة. لكن لم ينتج عن ذلك الإجراء أي أثر بسبب انخراط الموزعين بشدة في تصدير الإنتاج الجديد إلى الخارج واستمرت الأسعار في الارتفاع مع لجوء بعض الموزعين إلى تخزين الأسمنت طمعاً في المزيد من ارتفاع الأسعار. ولم يكن حظ خفض الرسوم الجمركية على الأسمنت بهدف تشجيع الواردات بأحسن حالاً من حظ نظام تثبيت الأسعار.

ومع استمرار النقص في الأسمنت لجأت وزارة التجارة والصناعة إلى إعادة فرض سقف أعلى لأسعار تسليم الأسمنت في المصنع وذلك عند مستوى 250 ريال للطن، كما لجأت إلى حظر جميع صادرات الأسمنت ابتداءً من يونيو 2008، بالإضافة إلى التنسيق مع شركات الأسمنت لضمان إرسال شحنات عاجلة من الأسمنت إلى المنطقة الغربية حيث كان النقص على أشده. ونتيجة لذلك انخفضت أسعار الأسمنت بنسبة تقارب 40 بالمائة في يونيو من 440 ريال إلى 280 ريال للطن.

ومن شأن الزيادة الهائلة في الطاقة الإنتاجية قيد التنفيذ والتي تزامنت مع قرار حظر تصدير الأسمنت الذي اتخذ مؤخراً أن تخلق ضغطاً كبيراً باتجاه خفض أسعار الأسمنت خلال السنوات القادمة. وسوف تسعى الشركات ووزارة التجارة لتحديد مسار الأسعار، لكننا نستبعد أن يكون في مقدورهم منع انخفاضها، بل نتوقع أن تتراجع الأسعار في حدود 10 بالمائة في كل من عامي 2009 و 2010 ثم تتخفض تدريجياً خلال السنوات الثلاث التالية في حدود 5 بالمائة في العام بسبب تواصل الارتفاع في الإنتاج.

حظر التصدير

كانت صادرات الأسمنت في طريقها إلى تسجيل رقم قياسي لحظة تطبيق قرار حظر التصدير حيث بلغ عدد الشركات التي انخرطت في التصدير 8 من أصل 11 شركة أسمنت مقارنة بـ 4 شركات فقط عام 2006. ولم تكن أي من شركات الأسمنت في المنطقة الوسطى تصدّر الأسمنت قبل 3 سنوات بينما انخرطت أربعته في التصدير مطلع هذا العام. وقد شكلت الصادرات نسبة 12,3 بالمائة من إجمالي الإنتاج خلال النصف الأول من العام الحالي بينما لم تتعدى 11,8 بالمائة لعام 2007 بكامله.

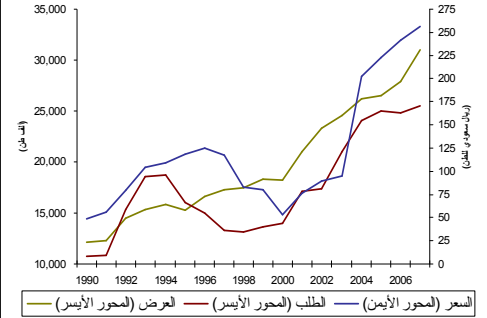
وقد تعرض قرار حظر التصدير لانتقادات شديدة من قبل شركات الأسمنت حيث يحتج العديد منها بأنه مرتبط باتفاقيات ملزمة مع مستوردين أجانب وأنها تخشى من فرض جزاءات عليها نتيجة لعدم وفائها بالتزاماتها التعاقدية كما تؤكد أن الهدف الأصلي من معظم توسعاتها الجديدة هو التصدير وأن الحظر سيؤدي بها إلى فقدان حصتها في الأسواق الخارجية وسيبعث برسالة مفادها أنهم ليسوا شركاء تجاريين موثوقين.

والآن بعد مضي ستة أشهر تقريباً من فرض الحظر بدأت علامات تراكم المخزون تظهر وخاصة في المنطقة الوسطى وذلك نتيجة لبدء منتجي الأسمنت من المناطق الأخرى توجيه فائض إنتاجهم إليها بسبب طفرة الإنشاءات القوية فيها، وهو تطور ينظر إليه منتجي الأسمنت في المنطقة بأنه إشارة مبكرة لعملية إغراق ستقود في النهاية إلى حرب أسعار في حال ظل قرار الحظر سارياً. ومن المعلوم أن مصانع الأسمنت تعوزها المرونة في تخفيض تكاليف إنتاجها نسبة للصعوبات الفنية المرتبطة بوقف الأفران وكذلك ارتفاع نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات. وفي رأينا أن رفع الحظر سيتم أوائل العام القادم.

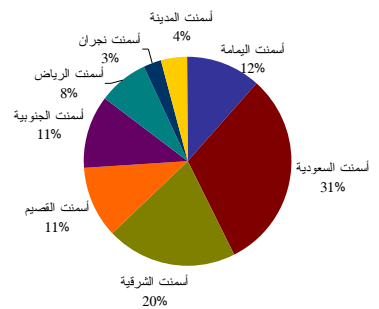
أوضاع الصناعة على المستوى الإقليمي

تعكف أكبر ثلاثة دول منتجة للأسمنت في الشرق الأوسط على تطوير طاقتها الإنتاجية بصورة متسارعة في الوقت الذي تعمل فيه دول أخرى في المنطقة على رفع الطاقات الإنتاجية لديها بصورة كبيرة. ومن المتوقع أن تبلغ الطاقة الإنتاجية التصميمية للمملكة

إنتاج ومبيعات وأسعار الأسمنت



صادرات الأسمنت خلال الثلاثة أرباع الأولى من عام (2008)





64 مليون طن بحلول عام 2010 وإلى 94 مليون طن بالنسبة لإيران وإلى 48 مليون طن بالنسبة لمصر. ومن بين 29 مصنعاً جديداً للأسمنت في منطقة الخليج تقوم الإمارات العربية المتحدة وحدها ببناء 14 مصنعاً يتوقع أن تقفز بطاقتها الإنتاجية السنوية الكلية من 19 مليون طن في الوقت الحالي إلى 50 مليون طن بنهاية 2009، بينما تنتزع بقية المصانع على السعودية والكويت وقطر وعمان.

الطاقة الإنتاجية الكبيرة وتداعياتها المحتملة على الأسعار أضحت تشكل مخاوف جدية لمنتجي الأسمنت في منطقة الخليج خاصة وأن مصر وإيران بدأتا تنظران إلى تلك الأسواق كمناطق تصدير مستهدفة حيث قامت مصر مؤخراً برفع الحظر على تصدير الأسمنت كما قررت إيران بإلغاء ضريبة الصادر المفروضة على الأسمنت والبالغ قيمتها 100 دولار للطن لجعل أسعارها أكثر قدرة على المنافسة. وقد ظلت كلا من الصين والهند وباكستان تستهدف منطقة الخليج كأسواق لصادراتها من الأسمنت.

الملامح المستقبلية

تواجه صناعة الأسمنت عدد من التحديات كما تتمتع بالعديد من الفرص، لكن في ضوء التباطؤ الاقتصادي العالمي الحاد وانعكاس الأزمة المالية والاقتصادية على دول المنطقة يبدو أن التحديات باتت تمثل تحدياً حقيقياً في الوقت الحالي، ومن أهم تلك التحديات:

- التأثيرات السلبية لأزمة الائتمان العالمية قد تؤدي إلى تعليق أو إلغاء بعض المشاريع الكبيرة.
- ستواجه المصانع السعودية التي تستهدف التصدير صعوبة كبيرة في تسويق إنتاجها في أسواق أوروبا أو الولايات المتحدة حيث يتوقع أن تدخل تلك الاقتصاديات في مرحلة طويلة من الانكماش.
- الشركات من الدول التي حظرت التصدير ستجد صعوبة في استرداد حصتها السوقية.
- المبادرة العالمية لتقليل انبعاث غاز ثاني أكسيد الكربون ستدفع منتجي الأسمنت إلى استخدام أنواع من الوقود أكثر تكلفة.
- يبدو أن هبوط أسعار الأسمنت أضحى في حكم المؤكد.
- لكن هناك بعض التطورات التي تعتبر إيجابية بالنسبة لمستقبل صناعة الأسمنت من ضمنها ما يلي:
- يبدو أن بعض الخطط لتطوير الطاقات الإنتاجية لن تمضي قدماً، حيث أن أوامر الشراء المؤكدة لدى مصنعي معدات مصانع الأسمنت تقل كثيراً عن الطاقات الإنتاجية التي من المزمع تنفيذها.
- هبوط أجور الشحن يساعد على خفض تكلفة التصدير.
- العراق وأفغانستان يشكلان سوق كبيرة لاستقبال الصادرات على المدى البعيد.

ونعتقد أن الفجوة بين العرض والطلب في السوق السعودي سوف تنقلص مع دخول العديد من المشاريع الإنشائية مرحلة التنفيذ. وسوف تترك الأزمة المالية والاقتصادية العالمية أثارها على المشاريع المزمع تنفيذها لكننا نعتقد أن معظم المشاريع قيد التنفيذ سوف تكتمل كما أن بقية المشاريع التي أمنت الجهات القائمة عليها التمويل اللازم سوف تمضي قدماً، هذا عدا أن من شأن الانخفاض الحاد في أسعار مواد البناء ذات الصلة مثال حديد التسليح أن يعمل على خفض تكلفة المشاريع الجديدة. كما نستبعد نشوب حرب أسعار بين شركات الاسمنت حيث يدرك منتجي الأسمنت جيداً أن تداعيات ذلك سوف تكون وخيمة على الجميع، لكنهم ربما ينفقون على قبول سقف أسعار أقل في



نهاية الأمر. وبغض النظر عن سلامتها من الناحية الاقتصادية، فقد لعبت سياسة تحديد أسعار الأسمنت هذه دوراً هاماً في الماضي في خدمة الأهداف الإستراتيجية للحكومة وقطاع صناعة الأسمنت على حد سواء لذا نرجح استمرارها مستقبلاً.

وسوف تستمر وزارة التجارة والصناعة في رصد أوضاع العرض والطلب على مادة الأسمنت ونرجح أن تلجأ لرفع الحظر المفروض على تصديره أوائل العام القادم (رغم أنها قد تلجأ لإعادة فرضه في حالة ارتفاع الأسعار بصورة حادة). وسوف يمكن النظام الجديد الخاص بإصدار رخص لتصدير الأسمنت الحكومة من التحكم في المعروض منه وبالتالي في أسعاره. ونعتقد أن عملية تصدير الأسمنت تعتبر حيوية لمستقبل هذه الصناعة وخصوصاً أن الدول الأخرى في المنطقة تعكف على تطوير طاقتها الإنتاجية.

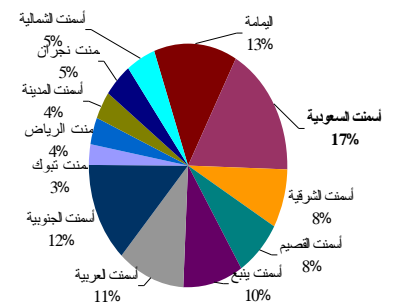
خلفية عن الشركة

أنشئت شركة الأسمنت السعودية عام 1955 كشركة مساهمة مغلقة هي ودخلت مرحلة الإنتاج الفعلي عام 1961 وتعمل في مجال صناعة الأسمنت وتسويقه. وتملك الشركة التي تتخذ من الدمام مقراً لها مصنعين للأسمنت أحدهما في الهفوف والآخر في عين دار. يبلغ رأسمال الشركة حالياً 1.02 بليون ريال سعودي مدفوعة بالكامل وموزعة على 102 مليون سهم بقيمة اسمية للسهم تبلغ 10 ريال. وكان رأسمال الشركة يبلغ 1.6 بليون ريال ولكن تم تخفيضه بحوالي 571 مليون عام 1997 وتم رد مبلغ التخفيض إلى المساهمين على مدى 6 سنوات أكتملت آخر دفعه منها في ديسمبر 2003. أكبر المساهمين في الشركة المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية بنسبة 8.5 بالمائة وخالد عبد الرحمن أراجحي بنسبة 7.9 بالمائة وصندوق التقاعد بنسبة 5 بالمائة.

الإنتاج

سنتصبح شركة الأسمنت السعودية صاحبة أكبر طاقة إنتاجية تصميمية في المملكة بعد اكتمال خطي الإنتاج الجديدين عام 2009. ويسير الإنتاج التجريبي الذي بدأ خلال الفصل الثاني من هذا العام بصورة مرضية حيث يتوقع أن يعمل أول خط بكامل طاقته هذا العام ثم ينضم إليه الخط الثاني عام 2009. وكانت الشركة قد سجلت أكبر إنتاج للأسمنت في المملكة العام الماضي عند مستوى 5,289,000 طن (أي 17.5 بالمائة من إجمالي إنتاج المملكة) كما وصل إنتاجها من الكلينكر لنفس العام إلى 4,820,000 طن بزيادة نسبتها 16 بالمائة عن الطاقة التصميمية وكان هذا أعلى إنتاج لها من الكلينكر في تاريخها. وقد لجأت الشركة إلى السحب من مخزون الكلينكر الذي تراكم لديها خلال الأعوام الماضية وذلك لتلبية الطلب المتزايد على الأسمنت محلياً وإقليمياً العام الماضي. وبلغ إجمالي إنتاج الشركة من الأسمنت خلال الفصول الثلاثة الأولى من عام 2008 حوالي 4,101,000 طن.

الطاقة التصميمية لإنتاج الكلينكر (2008)



تنتج الشركة 3 أنواع من الأسمنت هي: الأسمنت العادي (بورتلاند) والأسمنت المقاوم للأملاح وأسمنت آبار النفط، ويشكل الأسمنت العادي 65 بالمائة من الإنتاج بينما يشكل الأسمنت المقاوم للأملاح النسبة المتبقية أما أسمنت آبار النفط فينتج بكميات قليلة جداً (كان إنتاجه العام الماضي أقل من 300 طن). يباع حوالي 70 بالمائة من إنتاج الأسمنت بصورة سائبة بينما تباع نسبة الـ 30 بالمائة المتبقية معبأة في أكياس، أما صادرات الأسمنت فتباع سائبة. وتتمتع شركة الأسمنت السعودية بكميات وافرة من احتياطي الحجر الجيري حسب إفادة إدارة الشركة.

المنشآت الإنتاجية

تملك شركة الأسمنت السعودية مصنعين للأسمنت في منطقتي الهفوف وعين دار في المنطقة الشرقية تفصل بينهما 35 كيلومتر.

- مصنع الهفوف: يقع على بعد 120 كيلومتر جنوب الدمام وقد تأسس عام 1961



وهو المصنع الأصلي للشركة. ويجري حالياً التشغيل التجريبي لخطي الإنتاج الجديدين في هذا الموقع ومن المقرر أن يرفعاً الطاقة التصميمية للمصنع إلى 28,000 طن من الكلينكر يومياً أو 9 مليون طن في السنة.

- مصنع عين دار: تأسس عام 1981 بواسطة الشركة السعودية البحرينية للأسمنت كشركة تضامنية مستقلة والتي استحوذت عليها شركة الأسمنت السعودية عام 1991. ينتج المصنع حوالي 6,000 طن من الكلينكر يومياً أو 2 مليون طن في السنة.

حتى مطلع العام الجاري كان لشركة الأسمنت السعودية 10 أفران عاملة تبلغ طاقتها الإجمالية 13,825 طن من الكلينكر في اليوم (4,1 مليون طن سنوياً) وكان لها في نهاية العام الماضي 9 مطاحن عاملة بلغت طاقتها الإجمالية حوالي 6 مليون طن أسمنت في السنة.

تمتلك شركة الأسمنت السعودية مرافق تصدير خاصة بها في ميناء الملك عبد العزيز بالدمام مما يوفر لها مرونة كبيرة في التحكم في عملياتها التصديرية ويتيح لها ميزة جوهريّة على منافسيها. يتم نقل الأسمنت والكلينكر من مصنعي الشركة إلى محطة التصدير عن طريق السكك الحديدية سواء كان ذلك باستخدام الشبكة الوطنية أو الخط الحديدي الخاص بالشركة. وفي ضوء الزيادة الجديدة في الطاقة الإنتاجية وتنفيذاً لخططها لزيادة حجم الصادرات وقعت شركة الأسمنت السعودية مؤخراً عقداً لزيادة عدد العربات في أسطولها الحديدي من 105 إلى 210 حاوية حيث ترى الشركة أن النقل بالسكك الحديدية أكثر فعالية من النقل البري.

تلتزم شركة الأسمنت السعودية بكافة المعايير المتعلقة بضبط انبعاث الغبار والغازات المقررة من قبل الهيئة السعودية للإحصاء وحماية البيئة حيث عملت الشركة على ترقية وتطوير الأفران والمطاحن وغيرها من المعدات في المحجر بهدف ضمان عدم تجاوز الانبعاث المستويات المحددة محلياً ودولياً للحد من التلوث كما أنها أخذت في اعتبارها مبكراً استخدام أحدث التقنيات لحماية البيئة لدى تخطيطها لتنفيذ التوسعتين الخامسة والسادسة.

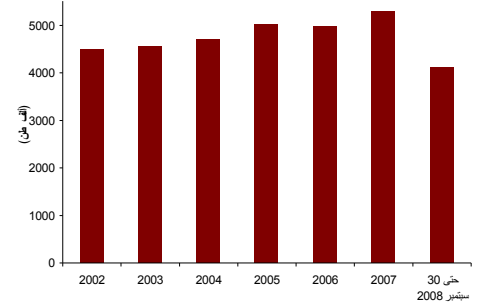
مشاريع التوسعة

شارف العمل في مشروع توسعة كبيرين (هما التوسعتين الخامسة والسادسة) بمصنع الهفوف على الاكتمال ويجري حالياً التشغيل التجريبي للمصانع. ويشتمل البرنامج الذي يعتقد أنه أكبر توسعة لإنتاج الأسمنت في العالم على تركيب خطي إنتاج جديدين (الخطين 7 و 8) تبلغ الطاقة الإنتاجية الإجمالية لكل منهما 10,000 طن من الكلينكر في اليوم، أي ما يعادل 6.6 مليون طن من الكلينكر أو 7 مليون طن من الأسمنت في العام. ويتوقع أن ترتفع الطاقة الإنتاجية التصميمية لشركة الأسمنت السعودية عند اكتمال تشغيل الخطين الجديدين بكامل طاقتها إلى 34,325 طن الكلينكر في اليوم (حوالي 11.3 مليون طن كلينكر أو 12 مليون طن أسمنت في السنة) مما يجعلها صاحبة أكبر طاقة إنتاجية في المملكة.

تولت شركة سينوما انترناشونال (Sinoma International) الصينية بناء خطي الإنتاج الجديدين وتطوير بعض المنشآت القائمة أصلاً بموجب عقد بلغت قيمته 2.2 بليون ريال وقد بدأت الشركة العمل في مطلع عام 2006، وقد نجحت في إطلاق التشغيل التجريبي قبل شهرين عن الموعد المحدد.

اشترط العقد على شركة سينوما توريد الماكينات والمعدات من مصانع أوربية شملت شركة كي إتش دي KHD وشركة بلوسويس Ploysius، وقد أفادت الإدارة أن تجربة شركة أسمنت السعودية السابقة مع تلك الشركات الأوربية كانت في غاية النجاح من حيث نوعية وجودة الأعمال التي أنجزتها. وقد تعاقدت سينوما من الباطن مع شركة كي إتش دي همبولدت ويداج KHD Humboldt Wedag الألمانية لتصميم وتصنيع مطاحن الكلينكر والإشراف على بناء الخطين الجديدين في الهفوف وإجراء التشغيل

إنتاج شركة أسمنت السعودية من الأسمنت





التجريبي لهما.

من المكونات الأخرى للمشروع توريد وتركيب سيور ناقلة للحجر الجيري ومحطة لتوليد الطاقة الكهربائية وخط أنابيب لنقل الزيت الخام (بين موقع المصنع ومنشآت أرامكو في أبيق) وآليات للمحاجر تبلغ تكلفتها مجتمعة حوالي 618 مليون ريال. كما يتم بناء مجمع سكني لاستقبال العاملين الجدد بتكلفة تبلغ 150 مليون ريال.

التسويق والتوزيع

تتمحور الإستراتيجية التسويقية لشركة الأسمنت السعودية حول زيادة حصة مبيعاتها في الأسواق المحلية والإقليمية. وتذهب حوالي نصف مبيعات الشركة إلى 4 عملاء رئيسيين بالرغم من عدم وجود عقود ملزمة طويلة الأجل معهم حيث ترى إدارة الشركة أن الالتزامات طويلة الأجل تتعارض مع مصالح الشركة والمشتريين على حد سواء نتيجة للدورات السعرية في صناعة الأسمنت.

معظم الزيادة الحالية في الطاقة الإنتاجية موجهة نحو التصدير حيث ترتبط الشركة بعلاقات جيدة مع الكثير من المناطق التي تستورد الأسمنت بسبب توجه الشركة نحو التصدير منذ بداية إنشائها. وعادة ما تنتج معظم الصادرات إلى دول الخليج المجاورة (بصفة رئيسية البحرين وقطر) كما أنه تم التصدير إلى دول أفريقية وأوربية في السابق.

تداعيات حظر التصدير

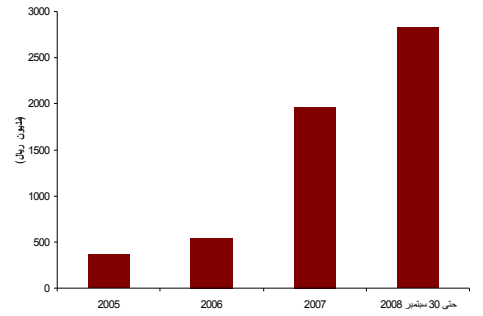
تعتبر شركة الأسمنت السعودية من أقل الشركات تأثراً بقرار حظر التصدير الساري حالياً حيث استمرت في تصدير الأسمنت إلى البحرين الدولة الوحيدة التي استثنيت من القرار بسبب وجود التزامات تجارية طويلة الأجل بين البلدين، وينص الاستثناء على تصدير 25,000 طن من الأسمنت إلى البحرين أسبوعياً (بحق لجميع شركات الأسمنت المنافسة للحصول على الحق في تصدير جزء من تلك الكمية)، لكن معظم تلك الكمية ذهب إلى شركة الأسمنت السعودية بفضل امتلاكها لميناء تصدير خاص بها. وقد استحوذت شركة الأسمنت السعودية على 33 بالمائة من إجمالي صادرات المملكة من الأسمنت عام 2007 ثم ارتفعت تلك النسبة إلى 40 بالمائة خلال الفصول الثلاثة الأولى من العام الجاري.

لكن حظر تصدير الأسمنت إلى خارج المملكة جاء متزامناً مع بدء التشغيل التجريبي للخطوط الجديدة مما أدى إلى تسارع تراكم المخزون من الكلينكر والأسمنت لدى الشركة حيث ارتفع إجمالي مخزون الكلينكر في نهاية سبتمبر إلى 497,000 طن مقارنة بـ 138,000 طن في نفس التاريخ من العام الماضي كما قفز مخزون الأسمنت من 65,000 طن إلى 212,000 طن خلال نفس الفترة. وسيشكل زيادة المخزون من الأسمنت تحدياً جدياً للشركة في حالة استمرار حظر التصدير لفترة أطول وذلك لأن فترة قابلية الأسمنت للتخزين قصيرة نسبياً.

الوضع التنافسي

حالياً ترسخ الشركة أقدامها كأكبر وأقوى شركة أسمنت في المملكة من حيث حجم الإنتاج والقدرة على التصدير حيث أنها تتمتع بميزة تنافسية على المنتجين الآخرين نتيجة لقربها من ميناء بحري كبير وامتلاكها لمحطة تصدير خاصة بها فضلاً عن استفادتها من موقعها في المنطقة الشرقية حيث يجري تنفيذ العديد من المشاريع الإنشائية في قطاع النفط عدا مشاريع توسعة المدن الصناعية في منطقة الجبيل. علاوة على ذلك توفر الطاقة الإنتاجية الكبيرة التي تملكها الشركة المرونة أثناء فترات تباطؤ السوق حيث تتمتع الشركة بخيار خفض أو إغلاق خطوط الإنتاج الأقدم (تنفي إدارة الشركة خروج بعض خطوط الإنتاج القديمة من الخدمة في الوقت الحالي).

الإتفاق الرأسمالي





الإدارة

يشرف على الشركة فريق إداري قوي ومجلس إدارة مكون من أحد عشر عضواً ينتمي معظم أعضائه إلى عائلات تجارية معروفة في المملكة العربية السعودية. يعتبر المدير العام للشركة محمد القرني من الأشخاص المتمرسين في صناعة الأسمنت السعودية وقد التحق بالعمل في الشركة منذ عام 1984 وتقلد منصبه الجديد كمدير عام في أبريل 2006 وهو يشرف في نفس الوقت على مشروع التوسعة الجديد. أما المدير المالي للشركة أسامة سيد أحمد الذي انضم حديثاً للطاقت الإدارية فيتمتع بخبرة تربو عن 25 عاماً في مجال المحاسبة والمراجعة والشؤون المالية.

يشكل السعوديون 59 بالمائة من إجمالي عدد العاملين في الشركة. تحرص الشركة على تزويد كادرها الفني بالتدريب على رأس العمل كما تتيح لكبار موظفيها فرص التدريب المهني في الخارج عبر شركات تدريب دولية متخصصة. وتتقيد الشركة بنصوص قانون حوكمة الشركات وهي حريصة على تطبيق أفضل الأساليب الإدارية.

حازت شركة الأسمنت السعودية على شهادة الآيزو 9001 في عام 1994 وظلت منذ ذلك الحين تحرص على تطوير نظامها للجودة ليتطابق مع نظام الآيزو 9001:2000. ويتوافق إنتاج الشركة من الأسمنت العادي (بورتلاند) والأسمنت المقاوم للكبريت مع المعايير الأمريكية والبريطانية فضلاً عن معايير هيئة المواصفات السعودية كما تتوافق جودة أسمنت آبار النفط مع مواصفات معهد البترول الأمريكي. جهزت الشركة معملها بأحدث تقنيات ضبط الجودة ومن بينها نظام يعمل بالكمبيوتر لأخذ العينات وتحليلها آلياً لتفادي الأخطاء البشرية.

حازت شركة الأسمنت السعودية على عدة جوائز على مر السنين شملت جائزة الملك عبد العزيز للمصنع المثالي (مرتين) وجائزة السعودة (مرتين) وجائزة أفضل شركة تصدير.

استثمارات الشركة

تمتلك شركة الأسمنت السعودية 36 بالمائة من شركة الأسمنت المتحدة البحرينية التي تقوم بنقل وتوزيع الأسمنت براً وبحراً في البحرين، كما تستحوذ على حصة نسبتها 33.3 بالمائة من شركة تصنيع منتجات الأسمنت وهي شركة سعودية مقرها في جدة يشترك في ملكيتها بالإضافة إلى شركة الأسمنت السعودية مجموعة من منتجي الأسمنت وهي متخصصة في تصنيع أكياس الورق لتعبئة الأسمنت. في الوقت الحالي لا تعد الشركة لاستثمارات جديدة حيث ينصب تركيزها على التوسعة الجارية في خطوطها الإنتاجية وتعتقد إدارة الشركة أن فرصاً جيدة ستكون سانحة خلال فترة التباطؤ التالية في صناعة الأسمنت وأنها ستكون في وضع جيد يتيح لها الاستفادة من تلك الفرص.

الإفصاح والشفافية

معايير الإفصاح والشفافية لدى الشركة جيدة حيث تتضمن التقارير السنوية التي تصدرها الشركة باللغتين العربية والإنجليزية كمية وافرة من المعلومات كما يحتوي موقع الشركة على شبكة الانترنت على معلومات كثيرة وإن كانت لا تعكس آخر التقارير المالية أو التطورات التي تجري في الشركة. وقد اجتمعنا مع إدارة الشركة في سياق الإعداد لهذا التقرير.

التحليل المالي للشركة

قفزت إيرادات مبيعات الأسمنت عام 2007 إلى 1.4 بليون ريال بزيادة 13.5 بالمائة نتيجة لزيادة حجم الصادرات (بنسبة 20.5 بالمائة) وارتفاع الأسعار. بلغت إيرادات الصادرات العام الماضي 268 مليون ريال بزيادة 32 بالمائة عن عام 2006 حيث شكلت صادرات الأسمنت حوالي 20 بالمائة من إجمالي مبيعات شركة الأسمنت



السعودية بينما لم تشكل مساهمة مبيعات الكليكر إلا نسبة ضئيلة بالرغم من تضاعف حجم صادراته العام الماضي عندما ارتفعت من 20.3 ألف طن إلى 40.3 ألف طن وذلك لأن أسعار الكليكر تقل كثيراً عن أسعار الأسمنت الجاهز. وتشكل المبيعات المحلية 80 بالمائة من إجمالي الإيرادات التشغيلية بينما تمثل مبيعات الصادرات النسبة المتبقية.

أنعكس تأثير قرار حظر تصدير الأسمنت على نمو المبيعات هذا العام حتى الآن حيث تراجعت مبيعات الشركة في نهاية الفصل الثالث إلى 3,968,000 طن بانخفاض قدره 0.7 بالمائة مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي. ويعود الانخفاض في حجم المبيعات في المقام الأول إلى تراجع الصادرات بنسبة 6.8 بالمائة حيث زادت المبيعات المحلية بنسبة 1 بالمائة خلال نفس الفترة. وتشكل المبيعات المحلية حوالي 80 بالمائة من إجمالي المبيعات.

ارتفعت إيرادات المبيعات بمتوسط 17 بالمائة خلال السنوات الخمس الماضية في حين ارتفعت التكاليف التشغيلية (باستثناء مصاريف الإهلاك) بنسبة 25.5 بالمائة خلال نفس الفترة ولكنها قفزت في العام الماضي وحده بنسبة 26.1 بالمائة. ويعود هذا الارتفاع في المقام الأول إلى تصاعد تكاليف بعض مدخلات الإنتاج المستوردة مثل مادة البوكسايت التي تستخدم لمعالجة نسبة السيلكا العالية في الحجر الجيري في محجر عين دار، وقد تضاعفت تكلفة استيراد البوكسايت ثلاث مرات خلال السنوات القليلة الماضية حتى بلغت 65 دولاراً للطن. ومن الأسباب الأخرى لارتفاع تكاليف التشغيل زيادة تكاليف الشحن وزيادة المصاريف العمومية والإدارية التي ارتفعت بنسبة 13.7 بالمائة عام 2007 وإن كانت قد بقيت مستقرة نسبياً كنسبة مئوية من إجمالي الإيرادات في حدود 5.2 بالمائة.

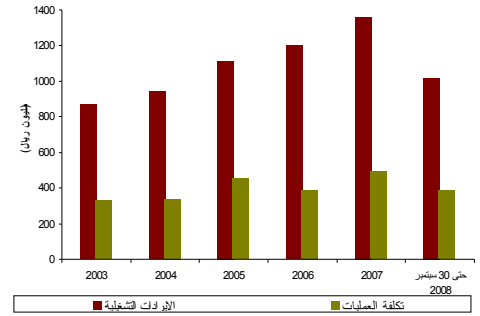
بلغت تكاليف التشغيل بدون مصاريف الإهلاك حوالي 494 مليون ريال وهي تمثل 36 بالمائة من إيرادات المبيعات وترتفع هذه النسبة إلى 54 بالمائة في حال أخذ مصاريف الإهلاك في الاعتبار، وتؤدي مصاريف الإهلاك وهي قيد دفترى غير نقدي إلى خفض الربح الإجمالي في حالة اعتبارها تكلفة تشغيلية. وقد حققت شركة الأسمنت السعودية بعد خصم مصاريف الإهلاك ربحاً إجمالياً جيداً بلغت نسبته 64 بالمائة وهو معدل يتسق مع متوسط أرباح الشركة خلال السنوات الماضية.

انخفض نمو الأرباح الصافية العام الماضي إلى 7.6 بالمائة مقارنة بنمو بنسبة 32 بالمائة للعام الذي سبقه ومتوسط نمو بنسبة 16.3 بالمائة للسنوات الخمس الماضية. ويعزى هذا الانخفاض إلى القفزة التي حدثت في تكاليف مدخلات الإنتاج الرئيسية وكذلك بسبب تراجع الإيرادات الاستثمارية المتحققة من الشركات التابعة والأدوات المالية الإسلامية (المربحة) بنسبة 24 بالمائة. وشكلت الإيرادات الاستثمارية 2.8 بالمائة من إجمالي الإيرادات عام 2007 مسجلة أدنى مستوى لها خلال السنوات الخمس الماضية. وبلغ إجمالي صافي الأرباح لفترة الشهور التسعة الأولى من عام 2008 حوالي 490 مليون ريال بانخفاض نسبته 5.5 بالمائة مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي نتيجة لانخفاض مبيعات الصادرات وارتفاع تكاليف مدخلات الإنتاج.

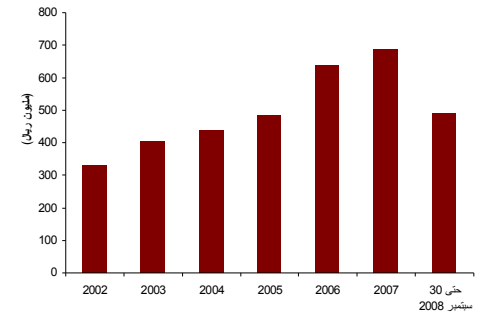
يشير معدل المبيعات إلى الأصول الثابتة إلى تحسن فعالية توظيف الشركة لمصنعها ومعداتها بمرور الزمن مسجلاً 1.4 مرة بنهاية عام 2007 ولكن معيار المبيعات إلى إجمالي الأصول وهو معيار أكثر دقة لقياس فعالية استغلال الأصول تراجع بصورة طفيفة حيث انخفض إلى 0.35 مرة بنهاية نفس الفترة. وتعتبر هذه النسب مقبولة إذا وضعنا في الاعتبار مشروع زيادة الطاقة الإنتاجية الجاري تنفيذه حالياً.

أما من حيث الربحية فنجد أن هامش الربح الصافي بقي ثابتاً خلال السنوات الخمس الماضية عند نسبة جيدة هي 50 بالمائة. كذلك جاءت معايير الربحية الأخرى عام 2007 قوية بمستوى مشابه حيث سجل العائد على متوسط الأصول 21 بالمائة وسجل كل من العائد على رأس المال والأسهم والعائد على رأس المال المستثمر نسبة 27 بالمائة لكل منهما. ولكن سيتراجع كلا المعيارين عندما تبدأ الشركة في تحمل أقساط الدين طويل الأجل الذي اقترضته لتمويل زيادة طاقتها الإنتاجية.

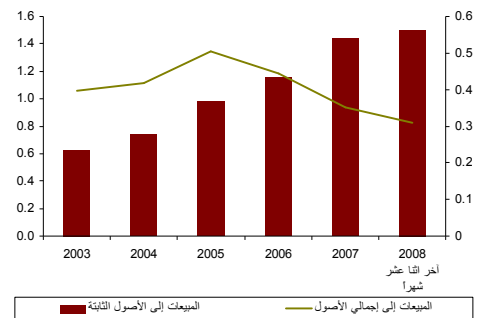
الإيرادات والمصروفات التشغيلية



صافي الربح



معايير الأداء





معايير الربحية (نسبة مئوية)

2008 الربع الثالث	2007	2006	2005	2004	
48.1	50.4	53.1	43.4	46.5	هامش الربح الصافي
17.0	20.9	25.9	21.7	19.7	العائد على الأصول
24.9	26.6	29.0	24.2	21.9	العائد على رأس المال
22.8	26.6	29.0	24.2	21.8	العائد على رأس المال المستثمر

١/ الانتاشر شهر المتنتية في الربع الثالث 2008

تعرض وضع السيولة لدى شركة الأسمنت السعودية لضغوط كبيرة طيلة العام الماضي وخلال الفصول الثلاث الأولى من العام الجاري نتيجة لانخفاض النقد وما في حكمه وزيادة الديون قصيرة الأجل والحسابات الدائنة. بلغت الديون قصيرة الأجل 977 مليون ريال بنهاية الفصل الثالث من عام 2008 مرتفعة بنسبة 40 بالمائة منذ نهاية العام الماضي أما الحسابات الدائنة فارتفعت بنسبة 231 بالمائة العام الماضي ثم ارتفعت مرة أخرى بنسبة 5.5 بالمائة خلال التسعة أشهر الأولى من العام الجاري.

هبط معدل السيولة الجارية بنهاية سبتمبر 2008 إلى 0.5 مقارنة بـ 0.9 في نهاية عام 2007 مما يشير إلى ضعف مقدرة الشركة على تسديد الديون قصيرة الأجل من مواردها الذاتية. كذلك كان معيار السيولة الفورية (مقياس للسيولة أكثر دقة) ورأس المال العامل في وضع أكثر ضعفاً حيث سجل 0.13 و -732 مليون ريال على التوالي في نهاية سبتمبر. ومع ذلك لا نعتقد أن السيولة تشكل هاجساً للشركة حيث لا تزال لديها حصص غير مستخدمة من قروض تمت المصادقة عليها وكذلك على التدفقات نقدية من العمليات التشغيلية والاحتياطات الأخرى.

يعود السبب في الزيادة الكبيرة في الديون قصيرة الأجل والحسابات الدائنة إلى مشروع التوسعة الضخم الجاري تنفيذه حالياً. وقد تراجع وضع السيولة لأن معظم ديون الشركة إسلامية قصيرة الأجل حيث تشتمل محفظة ديونها على قرض بقيمة 1.15 بليون ريال من بنك الرياض و 400 مليون ريال من البنك السعودي الفرنسي وكلاهما حسب صيغة التورق بالإضافة إلى قرض ثالث بقيمة 300 مليون ريال من الصندوق السعودي للتنمية الصناعية تمت المصادقة عليه العام الماضي وبدأت الشركة السحب منه في الفصل الثالث من هذا العام وهو أول قرض طويل الأجل تتحمله الشركة خلال 4 سنوات. وكانت شركة الأسمنت السعودية قد تقدمت بطلبين للحصول على تمويل من صندوق التنمية الصناعية ما زالت تنتظر المصادقة عليهما.

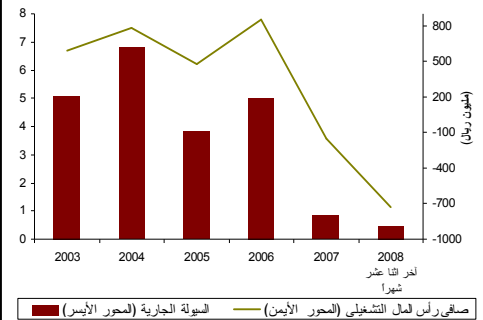
معايير المديونية (نسبة مئوية)

2008 الربع الثالث	2007	2006	2005	2004	
7.9	0.0	0.0	0.0	0.0	نسبة الدين طويل الأجل إلى إجمالي رأس المال
62.5	41.0	11.7	12.3	10.3	نسبة الدين إلى رأس مال الأسهم
61.5	70.9	89.5	89.0	90.7	نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي الموجودات
91.9	100.0	100.0	100.0	100.0	نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي رأس المال

١/ الانتاشر شهر المتنتية في الربع الثالث 2008

جاء أداء معايير النشاط لشركة الأسمنت السعودية متبايناً خلال عام 2007 حيث تسارع معدل دوران المخزون إلى 2.1 مرة بدلاً من 1.7 مرة نتيجة لزيادة حجم المبيعات (خاصة الصادرات) مما أدى إلى تناقص الفترة اللازمة لبيع المخزون من 212 يوماً إلى 171 يوماً (كانت فترة دوران المخزون عام 2004 حوالي 245 يوماً). ونتوقع أن يشهد أداء هذا المعيار مزيداً من التراجع في ظل الطاقة الإنتاجية الجديدة المرتقبة

معايير السيولة





خاصة وأن جزء من الكمية الجديدة المتوقعة كانت تستهدف التصدير للخارج في الأصل. ومن ناحية أخرى تراجع معدل دوران الحسابات الدائنة بدرجة طفيفة العام الماضي من 9.3 مرة إلى 8.7 مرة مما أدى إلى زيادة متوسط فترة تحصيل الديون من 39 يوماً إلى 42 يوماً. أما معدل دوران المبيعات إلى رأس المال التشغيلي فقد تراجع العام الماضي نتيجة لتزايد اعتماد الشركة على الديون قصيرة الأجل لتمويل الإنفاق الرأسمالي وهي سياسة أدت إلى الضغط على رأس المال التشغيلي.

معايير النشاط

2008 الربع الثالث	2007	2006	2005	2004	
1.9	2.1	1.7	2.0	1.5	معدل دوران المخزون (مرة)
190	171	212	185	245	عدد الأيام اللازمة لبيع المخزون
9.4	8.7	9.3	12.0	10.8	معدل دوران الحسابات الدائنة (مرة)
39	42	39	30	34	متوسط فترة التحصيل (يوم)
-1.9	-8.9	1.4	2.3	1.2	معدل دوران المبيعات إلى رأس المال التشغيلي

١/ الاثنا عشر شهراً المنتهية في الربع الثالث 2008

تعتبر كفاية رأس المال على المدى الطويل، مقيمة وفقاً لمعيار نسبة رأس المال إلى إجمالي الأصول، في مستوى جيد حيث كان رأس المال يعادل 62 بالمائة من إجمالي الموجودات في تاريخ 30 سبتمبر بالرغم من هبوطه من مستوى 90 بالمائة خلال السنوات الخمس الماضية. قفرت نسبة الدين إلى رأس المال الأسهم إلى 62.5 بالمائة من إجمالي حقوق المساهمين في 30 سبتمبر مقارنة بـ 10 بالمائة فقط عام 2004. من ناحية أخرى تراجعت نسبة رأس المال الأسهم إلى إجمالي رأس المال إلى 91.9 بالمائة منخفضة من 100 بالمائة نهاية العام الماضي نتيجة لبدء تحمل الشركة دين طويل الأجل لأول مرة منذ عام 2003.

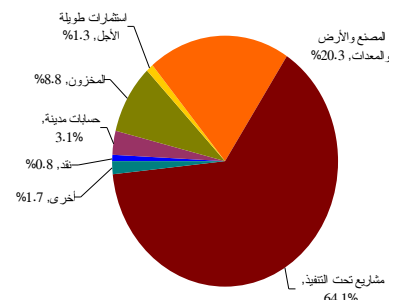
تعتبر شركة الأسمنت السعودية أكبر شركة أسمنت في المملكة من حيث حجم الأصول التي بلغ إجماليها في 30 سبتمبر 2008 حوالي 4.4 بليون ريال بزيادة قدرها 14.3 بالمائة عن مستواها في نهاية عام 2007. ونمت الأصول بمتوسط سنوي بلغ 26.4 بالمائة خلال فترة الـ 33 شهراً الماضية نتيجة للزيادة الكبيرة في الطاقة الإنتاجية مما أدى إلى ارتفاع قيمة المشاريع قيد التنفيذ من 361 مليون ريال عام 2005 إلى 2.8 بليون ريال في 30 سبتمبر 2008. وتشكل المشاريع قيد التنفيذ 64 بالمائة من إجمالي أصول شركة الأسمنت السعودية.

الأصول والمطلوبات وحقوق المساهمين (مليون ريال)

2008 الربع الثالث	2007	2006	2005	2004	
4,414	3,861	2,705	2,212	2,248	الأصول
1,698	1,122	283	242	210	المطلوبات
2,716	2,739	2,422	1,970	2,038	حقوق المساهمين

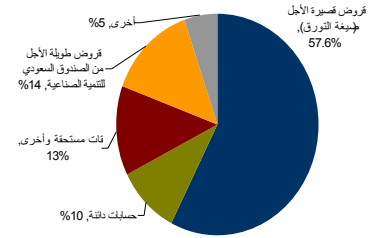
ارتفعت المطلوبات بنسبة 74 بالمائة خلال السنوات الخمس المنتهية في 30 سبتمبر 2008 بسبب الزيادة في الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل التي تحملتها الشركة لتمويل مشروع التوسعة. بلغ إجمالي المطلوبات في 30 سبتمبر حوالي 1.69 بليون ريال يمثل الدين قصير الأجل (الذي يتم تسديده خلال 12 شهراً) 57.6 بالمائة من إجماليها وهو ما يفسر تراجع وضع السيولة في الشركة. أما حقوق المساهمين التي تعتبر القيمة الصافية للشركة فبلغ إجماليها 2.72 بليون ريال بانخفاض نسبته 1 بالمائة عن العام الماضي.

هيكل الموجودات (الربع الثالث 2008)





هيكل المطلوبات (الربع الثالث 2008)



نتائج الفصول الثلاث الأولى من عام 2008

ظلت إيرادات المبيعات من العمليات التشغيلية للشهور التسعة الأولى من هذا العام مستقرة حيث بلغ إجماليها 1.02 بليون ريال مقابل 1.03 بليون ريال خلال نفس الفترة من العام الماضي بينما تراجعت مبيعات الفصل الثالث إلى 325 مليون ريال بانخفاض نسبته 7.1 بالمائة عن مستواها للفصل الثاني. كذلك تراجع صافي الدخل خلال الشهور التسعة الأولى من العام إلى 490 مليون ريال بانخفاض قدره 5 بالمائة تقريباً مقارنة بمستواه خلال نفس الفترة من العام الماضي بينما جاء صافي الدخل للفصل الثالث منخفضاً بنسبة 15.6 بالمائة عن الفصل الثاني. ويعود انخفاض النمو في المبيعات وصافي الدخل خلال هذه الفترة إلى عدة أسباب أهمها المنافسة بين شركات الأسمنت وارتفاع تكاليف مدخلات الإنتاج مثل البوكسايت والحظر المؤقت لتصدير الأسمنت.

بلغت القيمة الإجمالية لأصول شركة الأسمنت السعودية في 30 سبتمبر 2008 حوالي 4.4 بليون ريال بزيادة قدرها 32.4 بالمائة عن نفس الفترة من العام الماضي مما يجعل الشركة الأكبر في السعودية من حيث حجم الأصول. كما قفز إجمالي المطلوبات إلى 1.7 بليون ريال بارتفاع 123 بالمائة على أساس سنوي وبارتفاع 2 بالمائة فقط على أساس فصلي حيث شارفت فترة الإنفاق الضخم على مشروع التوسعة على نهايتها. أما حقوق المساهمين فقد بلغ إجماليها في 30 سبتمبر 2008 حوالي 2.7 بليون ريال بزيادة 15 بالمائة مقارنة بنفس الفترة من عام 2007 وذلك نتيجة للزيادة في الأرباح المستتقة.

تقييم سهم شركة الأسمنت السعودية

اعتمدنا في تقديرنا للقيمة العادلة لسهم شركة الأسمنت السعودية على دمج أسلوب خصم التدفقات النقدية مع أسلوب التقييم النسبي انطلاقاً من قناعتنا بأن أسلوب خصم التدفقات النقدية هو أفضل وسيلة لتحديد قيمة السهم كما أن أسلوب التقييم النسبي يتيح لنا أن نأخذ في الاعتبار الظروف السائدة في السوق بالنسبة للشركات النظيرة في نفس القطاع. وتم تخصيص وزن نسبي لكل من الأسلوبين بحيث تلقى أسلوب خصم التدفقات النقدية 70 بالمائة بينما تلقى أسلوب التقييم النسبي 30 بالمائة.

حسابات خصم التدفقات النقدية

سعر الفائدة عديم المخاطر: 3.09 بالمائة.

علاوة مخاطر الأسهم: 9.7 بالمائة.

معامل بيتا: 0.75 بالمائة.

معدل النمو النهائي: 3 بالمائة.

التدفقات النقدية المتوقعة: أخذين في الاعتبار الملامح المستقبلية للاقتصاد السعودي وزيادة عدد المشاريع العملاقة القائمة والمرتبقة والازدهار الذي يشهده قطاعي التشييد والتطوير العقاري ومعدل النمو السكاني السريع والزيادة الكبيرة في الطاقات الإنتاجية لشركة الأسمنت السعودية نتوقع أن يبلغ متوسط نمو صافي دخل الشركة خلال فترة السنوات الخمسة القادمة حوالي 5 بالمائة. لكن لحد كبير يتوقف نمو مبيعات شركات الأسمنت على حجم الإنتاج وأسعار مادة الأسمنت، وعادة ما يكون حجم الإنتاج مقيد بالطاقة التصميمية للمصنع (في حالة شركة الأسمنت السعودية تبلغ حوالي 11.8 مليون طن من الكلنكر سنوياً) التي لا يمكن تخطيها إلا في حدود ضيقة لا تتعدى 10 - 15 بالمائة (يصمم موردو معدات الأسمنت المصانع بطاقة تزيد قليلاً كإجراء احترازي من



جانبيهم). وبما أن شركة الأسمنت السعودية لا تخطط لإضافة خطوط إنتاج جديدة فإننا نتوقع أن يستقر إنتاجها عند نفس المستوى عقب العمل بكامل طاقتها التصنيعية حوالي عام 2010.

نتوقع انخفاض أسعار الأسمنت بنسبة 10 بالمائة عامي 2009 و 2010 ثم تراجعها بنسبة 5 بالمائة سنوياً حتى عام 2013 وذلك نتيجة للاستمرار في تزايد الطاقة الإنتاجية. ونتوقع أن تتحسن التكاليف التشغيلية لشركة الأسمنت السعودية نتيجة لتركيب خطوط إنتاج جديدة أكثر كفاءة مما سيمكّن الشركة من خفض إنتاجها من مصنع عين دار بصورة تدريجية بسبب تكلفته العالية، كما نفترض أن شركة الأسمنت السعودية ستكون قادرة على الحصول على المزيد من القروض من الصندوق السعودي للتنمية الصناعية. لذا فإن توقعاتنا بدخل الشركة للأعوام المالية 2008 إلى 2013 تمثل تقدير معقولاً لمقدرة الشركة على تحقيق الإيرادات مستقبلاً (أنظر ملخص التقييم الملحق مع التقرير).

وقد اخترنا أسلوب خصم التدفقات النقدية لحملة الأسهم باعتبارها المقياس الملائم للتوصل إلى التدفق النقدي الصافي الذي يعكس قيمة السهم من وجهة نظر المستثمر. ويمثل صافي التدفقات النقدية الحد الأقصى من النقد الذي يمكن توزيعه على حملة الأسهم دون التأثير على احتياجات الشركة الطبيعية من رأس المال التشغيلي. وقد توصلنا إلى صافي التدفقات النقدية المتوفرة لحملة الأسهم بتقدير قيمة الاستهلاكات والنفقات الرأسمالية وأقساط تسديد الدين والفروقات في رأس المال التشغيلي ثم إضافتها إلى أو خصمها من صافي الدخل حسب الحالة. وبما أنه لا توجد توسعات إضافية كبيرة لشركة الأسمنت السعودية لذا نتوقع أن تكون استثماراتها الرأسمالية محدودة ولا نتوقع أن تتحمل الشركة ديوناً إضافية. ونتوقع أن تتخفض حاجة الشركة لرأس المال التشغيلي خلال السنوات القادمة.

وحسب تقديرنا في جدوى فإن القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المتاحة لحملة الأسهم في شركة الأسمنت السعودية مستقبلاً خلال الفترة بين نوفمبر 2008 ونوفمبر 2014 تبلغ حوالي 5.7 بليون ريال. ولما كان من البديهي أن تستمر أعمال شركة أسمنت السعودية في تحقيق تدفقات نقدية لما بعد تلك الفترة، لذا تلجأ طريقة صافي التدفقات النقدية أيضاً إلى تقدير قيمة نهائية للشركة. وفي سياق تحديد معدل النمو المناسب للقيمة النهائية للتدفقات النقدية الصافية للشركة أخذنا في اعتبارنا العديد من العوامل أهمها مستوى النمو المتوقع في الاقتصاد ككل ومعدل التضخم المتوقع على المدى الطويل. وقررنا بناءً على هذه المعلومات أن معدل النمو المناسب للتدفقات النقدية النهائية لشركة الأسمنت السعودية هو 3 بالمائة.

وبإضافة القيمة الحالية للتدفقات النقدية النهائية إلى صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للفترة المشار إليها توصلنا إلى أن القيمة الإجمالية لشركة الأسمنت السعودية تبلغ اليوم 14.6 بليون ريال (بعد خصم الديون). وبناءً على ما تقدم نعتقد أن قيمة سهم الشركة في تاريخ إعداد هذا التقييم تبلغ 142.81 ريال.

التقييم حسب أسلوب التحليل النسبي

أسلوب التحليل النسبي أو تحليل الشركات النظيرة بقيم الشركة المعنية من خلال مقارنتها بشركات مساهمة عامة أخرى لها نفس الخصائص التشغيلية والمالية. ومن أهم المعايير المالية شائعة الاستخدام في هذه العملية معدل السعر إلى العائد (مكرر الربحية) ومعدل السعر إلى القيمة الدفترية. فإذا كان معدل الشركة أدنى من المعدل لدى الشركات النظيرة وكذلك أدنى من متوسط المعدل في القطاع ككل يشير ذلك إلى أن السعر مقيم بأقل من قيمته العادلة والعكس بالعكس. إن الأساس المنطقي لاستخدام مكرر الربحية هو أن قوة العائدات هي المحرك الرئيسي لقيمة الاستثمار أما معدل السعر إلى القيمة الدفترية فيقيس مدى استعداد المستثمرين لأن يدفعوا مقابل الوحدة من صافي أصول الشركة.

لقد استخدمنا تقديراتنا بإيرادات السهم والقيمة الدفترية للسهم لمدة سنة قادمة لمعرفة القيمة النسبية لشركة الأسمنت السعودية. وبناءً على متوسط مكرر الربحية لشركات



قطاع الأسمنت لسنة متقدمة ومتوسط السعر إلى القيمة الدفترية لسنة متأخرة توصلنا إلى أن السعر العادل هو 114.5 ريال. وقد اعتمد هذا التقييم على توقعاتنا بشأن أداء الشركة خلال عام 2009 والتي تعكس الظروف السائدة في السوق بالنسبة لمجموعة شركات الأسمنت. وقد اخترنا في تحليلنا كافة الشركات المدرجة في قطاع صناعة الأسمنت، كما يلي:

الشركة	سعر الإقفال	القيمة السوقية (بالمليون)	العائد على السهم (ريال)	مكرر الربحية المتأخر	مكرر الربحية المتقدم*	القيمة الدفترية	السعر/ القيمة الدفترية
أسمنت اليمامة	31.2	2,496	4.56	6.84	6.26	29.28	1.07
أسمنت العربية	35.6	4,806	4.82	7.37	6.25	20.72	1.72
أسمنت السعودية	58.5	5,967	6.45	9.06	8.66	26.62	2.20
أسمنت القصيم	88.7	3,994	12.76	6.95	7.15	36.27	2.45
أسمنت الجنوب	51.7	7,245	5.48	9.43	-	15.63	3.31
أسمنت ينبع	5	3,759	5.24	6.83	6.21	21.29	1.68
أسمنت الشرقية	5	3,388	5.48	7.19	7.83	21.82	1.81
أسمنت تبوك	39.4	1,827	2.09	9.72	-	11.52	1.76
متوسط القطاع			5.9	7.9	7.1	22.9	2.00
متوسط السوق			2.32	8.91	-	14.15	1.52

المصدر: تداول ووكالة رويترز

يتم تداول سهم شركة الأسمنت السعودية حالياً عند مكرر ربحية متقدم يبلغ 8.66 وهو يعتبر أعلى مكرر ربحية في قطاع الأسمنت مما يوحي بأن سعر السهم الحالي أعلى نسبياً من السعر العادل، أما إذا نظرنا إلى السهم من منظور السعر إلى القيمة الدفترية فنجد أنه أعلى من متوسط القطاع. وبناءً على تحليلنا لأداء الشركة في المستقبل فقد قدرنا إيرادات السهم لسنة قادمة عند 8.94 ريال كما قدرنا القيمة الدفترية للسهم لسنة قادمة عند 36.02 ريال.

وبتطبيق إيرادات سهم شركة الأسمنت السعودية المتوقع على متوسط مكرر الربحية المتقدم لشركات القطاع لمدة سنة نجد أن سعر سهم شركة الأسمنت السعودية يبلغ 63 ريال. وبتطبيق القيمة الدفترية المتوقعة لسهم شركة الأسمنت السعودية على متوسط القيمة الدفترية المتأخر لأسهم شركات القطاع لمدة سنة نجد أن سعر سهم شركة الأسمنت السعودية يبلغ 72 ريال. وبحساب متوسط النتيجتين نخلص إلى أن سعر سهم شركة الأسمنت السعودية يبلغ 67.5 ريال.

التوصية

بناءً على أسلوب التقييم المستخدم في التوصل إلى القيمة العادلة لسهم شركة الأسمنت السعودية والذي خصص وزن نسبي لأسلوب خصم التدفقات النقدية يبلغ 70 بالمائة ووزن نسبي لأسلوب التقييم النسبي يبلغ 30 بالمائة توصلنا إلى أن السعر العادل للشركة يبلغ 120.2 ريال. ومن أجل التوصل إلى سعر السهم المستهدف، نقوم بإعادة احتساب التدفقات النقدية لفترة 12 شهراً قادمة بعد تاريخ إجراء التقييم، ثم نلجأ لخصم القيمة المتأتية باستخدام سعر الخصم الحالي، ونترك القيمة العادلة كما هي حيث أنها تأخذ التطورات المستقبلية في الاعتبار بحكم آليتها. ونخلص مما تقدم إلى أن السعر المستهدف لسهم الشركة خلال فترة 12 شهراً قادمة يبلغ 114.5 ريال بينما يتداول سهم شركة الأسمنت السعودية حالياً عند مستوى 58.5 ريال، لذلك فإن توصيتنا بالنسبة لذلك السهم هي "ال شراء".

طريقة خصم التدفقات النقدية	سعر السهم (ريال)	الوزن	مساهمة كل أسلوب (ريال)
طريقة التقييم النسبي	67.5	30%	20.3
السعر العادل	114.5		



شريط جدوى للتوصية بالأسهم

سعر السهم العادل 115 ريال			سعر السهم الحالي 58.5 ريال	
↓			↓	
أعلى من 132 ريال	بين 132-124 ريال	بين 123-106 ريال	بين 105-97 ريال	أقل من 97 ريال
بيع	فكر في البيع	انتظار	فكر في الشراء	شراء

شريط التقييم الوارد على الصفحة الأولى من هذا التقرير هو أسلوب طوره جدوى لعرض توصياتها الاستثمارية بوضوح ودقة قدر المستطاع. ويعتمد الشريط على فكرة الإشارات المرورية حيث يشير اللون الأخضر إلى السماح بالسير (شراء السهم) ويشير الأصفر إلى إبطاء السرعة (الانتظار: لا شراء ولا بيع) بينما يشير الأحمر إلى التوقف كلية (بيع). ويقع السعر العادل للسهم في وسط المنطقة الصفراء. وكلما ابتعد السعر الحالي عن السعر العادل كلما ارتفعت درجة المغالاة في سعر السهم أو درجة جاذبيته (يعتمد ذلك على ما إذا كان السعر الحالي إلى يمين السعر العادل أو إلى يساره). وقد استخدمنا 5 ألوان في شريط التوصية حيث تشير الألوان على جانبي اللون الأصفر إلى متى ينبغي على المستثمر أن يفكر في شراء السهم أو متى يفكر في بيعه. ويقع النطاق السعري لكل خيار من تلك الخيارات داخل القطاع الملون. وقد تم ضبط النطاقات السعرية تلك آخذين في الحسبان درجة تذبذب سعر السهم حسب الانحراف المعياري (باستخدام معدل التباين إلى الوسط الحسابي للسهم)، أي كلما ارتفعت درجة تذبذب سعر السهم كلما اتسعت النطاقات السعرية.



مصفوفة تقييم أداء الشركة

يصنف الجدول أدناه مستوى الأداء في شركة "الأسمنت السعودية" وقد ضمنا فيه ما نعتقد أنها العوامل الرئيسية التي تحقق النجاح في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة (قطاع الأسمنت). ويشير اللون الأخضر إلى أداء إيجابي والأصفر إلى أداء متعادل والأحمر إلى أداء سلبي.

عناصر التقييم	ماذا بقيس	وضعية شركة الأسمنت السعودية	التقييم
القيمة المقدرة الإدارة	القيمة الحقيقية للسهم في السوق مدى الكفاءة والفعالية التي تدار بها الشركة	سعر السهم مقيم بأقل من قيمته العادلة . يضم الطاقم التنفيذي إداريين متمرسين في صناعة الأسمنت مما انعكس على انطلاق التشغيل التجريبي للتوسعة قبل الموعد المحدد.	
الوضع التنافسي في القطاع	وضعية الشركة بالنسبة للشركات الأخرى في القطاع	يوفر ميناء التصدير الخاص الذي تملكه الشركة ميزة كبيرة على الشركات المنافسة. منتجات الشركة معروفة في الأسواق.	
تقنية التصنيع	مستوى جودة وفعالية المصنع والمعدات والماتنة ودرجة الموثوقية.	تتولى شركة صينية تنفيذ مشروعات التوسعة، لكن معظم الأجهزة والمعدات اللازمة تم استيرادها من شركات أوروبية معروفة، أما المصانع القائمة فتعمل بصورة جيدة.	
حق امتياز استخدام المحجر	كفاية المواد الخام على المدى الطويل وتشمل الحجر الجيري والرمل والطين وخام الحديد	تتمتع الشركة بمخزون وافر من الحجر الجيري إلا أن نوعية المادة الخام في محجر عين دار ليست بالجودة المطلوبة.	
التسويق والتوزيع	مدى اعتماد الدخل على عقود بيع طويلة الأجل أو اتفاقيات توزيع	يتم بيع حوالي 50 بالمائة من المبيعات المحلية إلى 4 عملاء، لكن كما جرت العادة في صناعة الأسمنت، لا تلتزم الشركات بعقود ملزمة طويلة الأجل.	
الموقع	قرب الشركة من الأسواق التي تشهد أعمال تشييد ضخمة وكذلك من موانئ التصدير.	مقر الشركة ومصانعها في وسط مجمعات صناعة النفط والبتروكيماويات في المنطقة الشرقية بالإضافة إلى قربها من موانئ وأسواق التصدير في دول الخليج الأخرى.	
فرص النمو والتوسع	المشاريع أو الخطط المستقبلية التي تعدها الشركة للمحافظة على زخم النمو محليا أو خارجيا.	أسمنت في منطقة الشرق الأوسط ، وتظل عمليات الاستحواذ والاندماج خيارا للشركة للنمو في المستقبل متى ما سحلت الفرصة.	
حماية البيئة	مدى الالتزام بمتطلبات مكافحة التلوث	الشركة ملتزمة بسياسات المحافظة على البيئة، وقد قامت بتطوير معدات الحد من انبعاث الغبار في المنشآت القديمة كما جلبت أحدث تقنيات مكافحة التلوث لخطوط الإنتاج الجديدة.	
قضايا العمالة	السعودية ومشكلة تسرب العمالة ومواضيع إصدار التأشيرات	ليست للشركة مشاكل فيما يتعلق بالعمالة، وتبلغ نسبة السعودة فيها 60 بالمائة وتعكف الشركة حاليا على تهيئة العمالة اللازمة لاستيفاء حاجة التوسعة من الأيدي العاملة.	
الإفصاح والشفافية	سياسة الشركة فيما يتعلق بتقديم المعلومات التي يطلبها المستثمرون	مستويات الإفصاح والشفافية جيدة ومستوفية للمعايير، وتعكف الشركة على إكمال إعداد كتيبات إرشادية عن قواعد الحوكمة والممارسات الإدارية السليمة بما فيها قواعد الإفصاح والشفافية.	
الربحية	المحصلة النهائية للعمليات التجارية للشركة مستخدمة جميع الموارد المتاحة لها	تتمتع الشركة بمعدلات ربحية قوية حيث يبلغ هامش الربح الإجمالي لديها 64 بالمائة (بعد استبعاد الاستهلاك) ويبلغ هامش صافي الأرباح 50.4 بالمائة.	
النشاط	مدى فعالية الإدارة في استغلال موجودات الشركة	تباطأ معدل دوران المخزون لسببين هما حظر التصدير ودخول خطوط جديدة مرحلة الإنتاج. كذلك تراجع نسبة المبيعات إلى رأس المال التشغيلي نتيجة للارتفاع الكبير في المطلوبات قصيرة الأجل.	
الأداء	الكفاءة في زيادة حجم المبيعات	هبطت المبيعات كنسبة مئوية من الأصول الثابتة وإجمالي الأصول بشدة وذلك نتيجة للإنفاق الرأسمالي الضخم.	
السيولة	قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات الجارية وقصيرة الأجل في الوقت المناسب	بانخفاض معياري السيولة الجارية والسيولة الفورية كليهما إلى أقل من 1 تتعرض السيولة لدى الشركة إلى ضغط كبير.	
التغطية	القدرة على التعامل مع المشاكل المالية على المدى الطويل وحلها	معايير تغطية الديون جيدة، حيث تحملت الشركة أول دين طويل الأجل خلال الفصل الثالث من عام 2008، ولا يزال لديها طلب قرض آخرين بانتظار موافقة الصندوق السعودي للتنمية الصناعية.	
معدل المديونية	كفاية رأس المال ومقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها على المدى الطويل واستغلال الفرص لحظة ظهورها	يشكل الدين طويل الأجل 8 بالمائة من إجمالي رأس المال ويمثل رأس مال الأسهم 84 بالمائة من إجمالي الأصول، لذا تتمتع الشركة بوضع مريح من حيث المديونية.	



أسلوب خصم التدفقات النقدية

يتم تحديد القيمة العادلة للسهم حسب أسلوب خصم التدفقات النقدية على مرحلتين؛ يتم في المرحلة الأولى تقدير صافي التدفقات النقدية المتوقع أن تحققها الشركة خلال فترة زمنية قادمة مع الأخذ في الاعتبار أوضاع الشركة ومركزها المالي وأحوال القطاع الذي تنشط فيه ومعطيات الاقتصاد. ثم ينتقل الأسلوب في الشق الثاني منه إلى تحديد المعدل المناسب الذي يستخدم في خصم التدفقات النقدية المستقبلية للتوصل إلى قيمة الشركة الحالية وهو ما يطلق عليه أيضاً معدل العائد المطلوب على الاستثمار أو تكلفة رأس المال.

بعبارة أخرى يتم تقدير قيمة الشركة الحالية من خلال تقدير التدفقات النقدية التي يتوقع أن تحققها الشركة مستقبلاً ومن ثم خصم تلك التدفقات حتى تاريخ التقييم باستخدام معدل خصم يعكس المخاطر المتوقعة. وتتضمن هذه العملية إجراء تحليل دقيق لتقدير إيرادات الشركة ونفقاتها الرأسمالية ومعدلات استهلاك موجوداتها واحتياجاتها من رأس المال التشغيلي وحاجتها للاقتراض.

كيفية إجراء حسابات التقييم

تحديد معدل الخصم المستخدم في تقدير القيمة الحالية: استخدمنا نموذج تسعير الأصول المالية في تقدير تكلفة رأسمال شركة الأسمنت السعودية والذي يتطلب استخدام سعر فائدة يخلو من المخاطر وعلاوة على مخاطر الأسهم طويلة الأجل ومعامل البيتا الخاص بالشركة.

- **سعر الفائدة عديم المخاطر:** يستخدم سعر الفائدة عديم المخاطر لقياس تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار. وبما أن تحليل صافي التدفق النقدي بُني على أساس فترة زمنية قادمة فإن سعر الفائدة المناسب الذي يخلو من المخاطر هو سعر الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل. وقد استخدمنا في هذا الصدد معدل الفائدة على سندات التنمية الحكومية بأجل 10 سنوات والتي تصدرها مؤسسة النقد بالريال السعودي والتي بلغ عائدتها السنوي 3.09 بالمائة في تاريخ التقييم.
 - **علاوة مخاطر الأسهم:** نستخدم متوسط الوسطين الحسابي والهندسي في تقدير العائد التاريخي لمؤشر سوق الأسهم (تداول) ثم نستبعد منه العائد على سندات مؤسسة النقد بأجل 10 سنوات للحصول على علاوة مخاطر الأسهم. وقد بلغ العائد التاريخي لسوق الأسهم منذ إنشائه في 1980 وحتى 26 نوفمبر 2008 ما يعادل 14.42 بالمائة حسب الوسط الحسابي بينما بلغ 11.07 بالمائة حسب الوسط الهندسي، وبالتالي نجد أن متوسط الأسلوبين يبلغ 12.74 بالمائة ويمثل ذلك عائد السوق التاريخي الذي نستخدمه في تقييمنا للأسهم السعودية. عليه، تبلغ علاوة مخاطر الأسهم بالنسبة لسهم شركة الأسمنت السعودية 9.66 بالمائة.
 - **معامل بيتا:** معامل بيتا هو معيار لقياس المخاطر المتأصلة في العائدات الاستثمارية للشركة. وتبلغ قيمة معامل بيتا لمؤشر سوق الأسهم السعودي "تاسي" 1,0 في جميع الأحوال. ويشير معامل بيتا الخاص بالشركة الذي يقل عن 1,0 ، كما في حالة شركة الأسمنت السعودية (0.75)، إلى أن اتجاه سعر السهم يميل إلى أن يكون أقل تذبذباً (صعوداً أو نزولاً) من مؤشر "تاسي" (في هذه الحالة بنسبة 25 بالمائة). وبتطبيق معامل بيتا على علاوة مخاطر السهم نحصل على علاوة المخاطر المعدلة حسب معامل بيتا والتي تبلغ حوالي 7.20 بالمائة بالنسبة لسهم شركة الأسمنت السعودية.
- بناءً على ما تقدم تكون محصلة نموذج تسعير الأصول المالية هي أن معدل التكلفة الإجمالية لرأسمال سهم شركة الأسمنت السعودية تبلغ حوالي 10.28 بالمائة وهي نتيجة تم الحصول عليها بإضافة علاوة المخاطر المعدلة إلى سعر الفائدة الخالي من المخاطر.



ملخص التقييم باستخدام أسلوب خصم التدفقات النقدية

(بالآلاف ريال)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
صافي الربح	721,852	911,669	993,035	928,189	892,637	892,733	848,023
+الاستهلاك	174,387	220,149	239,765	224,131	215,560	215,584	204,804
-الانفاق الرأسمالي	(189,737)	(113,842)	(62,613)	(65,744)	(69,031)	(72,482)	(76,107)
الزيادة/النقصان في رأس المال التشغيلي	432,900	146,808	(357,344)	62,877	66,021	69,322	72,788
+الزيادة في الدين طويل الأجل	300,000	300,000	-	-	-	-	-
نسبة صافي التدفقات النقدية إلى المساهمين	1,439,403	1,464,784	812,843	1,149,454	1,105,187	1,105,156	1,049,508
تقدير معدل خصم التدفقات النقدية							
سعر الفائدة عديم المخاطر	3.09%						
عائد سوق الأسهم	12.74%						
معامل بيتا	0.75						
معدل خصم التدفقات النقدية	10.28%						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
القيمة المخصصة للتدفقات النقدية	1,427,336	1,317,055	662,710	849,758	740,843	671,739	637,915
إجمالي القيمة المخصصة	5,669,441						
قيمة التدفقات النقدية النهائية							
القيمة في السنة الخامسة	1,105,156						
النمو إلى ما لانهاية	3.00%						
القيمة الحالية للتدفقات النقدية النهائية	9,498,504						
القيمة الإجمالية للنشاط (بالآلاف ريال)	15,167,483						
تسديد الديون	(600,000)						
القيمة الإجمالية للنشاط (بالآلاف ريال)	14,567,483						
الأسهم المتداولة	102,000,000						
قيمة السهم (بالريال السعودي) في 26/11/2008	142.82						
سعر الإقفال (بالريال السعودي)	58.50						



القوائم المالية

قائمة المركز المالي

للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر						
2008 حتى 30 سبتمبر	2007	2006	2005	2004	2003	الموجودات
الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال	موجودات متداولة:
36,641	271,981	688,549	289,831	603,377	387,641	نقد وما يعادله
137,453	162,315	149,652	107,530	78,930	94,773	مدينون، صافي مخزون (أسمنت: جاهز وتحت التصنيع)
386,553	249,271	213,442	242,926	217,742	236,886	مصرفات دفعت مقدماً وحسابات قبض أخرى
73,697	198,729	15,013	10,747	10,970	9,940	
634,344	882,296	1,066,656	651,034	911,019	729,240	مجموع الموجودات المتداولة
55,876	59,722	55,310	49,182	50,303	47,656	استثمارات طويلة الأجل
895,483	948,683	1,036,414	1,138,753	1,266,852	1,381,925	صافي قيمة المصنع والأرض والمعدات
2,827,806	1,970,033	542,177	360,821	-	-	مشاريع تحت الدراسة والتنفيذ
-	-	4,024	360,821	20,128	28,180	صافي فائض التملك
3,779,165	2,978,438	1,637,925	1,560,832	1,337,283	1,457,761	مجموع الموجودات الثابتة
4,413,509	3,860,734	2,704,581	2,211,866	2,248,302	2,187,001	مجموع الموجودات الكلية
-	-	-	-	-	-	المطلوبات وحقوق المساهمين
977,380	694,621	-	-	-	-	قروض إسلامية بصيغة التورق
168,004	177,747	53,646	41,150	17,710	19,119	دائنون
220,810	162,808	158,989	129,102	116,259	124,368	مصرفات مستحقة ومطلوبات أخرى
1,366,194	1,035,176	212,635	170,252	133,969	143,487	مجموع المطلوبات المتداولة
-	-	-	-	-	-	ديون طويلة الأجل من الصندوق السعودي للتنمية الصناعية
240,000	-	-	-	-	18,000	مخصص مكافأة نهاية الخدمة للموظفين
91,313	86,976	70,631	71,988	75,999	75,682	
1,697,507	1,122,152	283,266	242,240	209,968	237,169	إجمالي المطلوبات
-	-	-	-	-	-	حقوق المساهمين
1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	1,020,000	رأس المال
510,000	510,000	510,000	473,345	424,916	381,166	احتياطي نظامي
70,000	70,000	70,000	70,000	70,000	70,000	احتياطي اتفاقي
1,116,002	1,138,582	821,585	406,281	523,418	478,666	أرباح مستبقة
2,716,002	2,738,582	2,421,585	1,969,626	2,038,334	1,949,832	مجموع حقوق المساهمين
4,413,509	3,860,734	2,704,581	2,211,866	2,248,302	2,187,001	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين



قائمة الدخل

للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر						
حتى 30 سبتمبر 2008	2007	2006	2005	2004	2003	
ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	
1,018,077	1,361,950	1,200,235	1,116,342	940,454	866,897	إيرادات النشاط
(384,221)	(494,399)	(392,151)	(454,816)	(338,610)	(327,410)	مصاريف النشاط /1
633,856	867,551	808,084	661,526	601,844	539,487	مجمل ربح النشاط
(71,347)	(74,191)	(62,757)	(57,539)	(59,268)	(59,518)	مصاريف إدارية و عمومية
(80,395)	(120,569)	(132,061)	(132,759)	(132,245)	(104,133)	الاستهلاك
482,114	672,791	613,266	471,228	410,331	375,836	صافي ربح النشاط
(2,703)	(5,259)	(11,021)	(8,162)	(938)	(926)	إطفاء فائض التملك وأخرى
23,058	38,393	50,259	36,904	45,204	40,430	إيرادات أخرى
502,469	705,925	652,504	499,970	454,597	415,340	الربح قبل الزكاة
(12,849)	(19,528)	(14,745)	(15,898)	(17,095)	(12,802)	مخصص الزكاة
489,620	686,397	637,759	484,072	437,502	402,538	الربح الصافي
102,000	102,000	102,000	102,000	102,000	102,000	عدد الأسهم القائمة
4.80	6.73	6.25	4.75	4.29	3.95	ربح السهم بالريال السعودي
1/مصاريف النشاط معدلة حسب الإهلاك والإطفاء						

1/ مصاريف النشاط معدلة حسب الإهلاك والإطفاء

قائمة التدفقات النقدية

للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر					
حتى 30 سبتمبر 2008	2007	2006	2005	2004	2003
ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال
585,666	681,245	774,488	536,371	591,414	473,364
(859,775)	(807,224)	(783,271)	(317,571)	6,179	9,252
38,769	(323,411)	(176,499)	(532,346)	(381,857)	(363,861)
36,641	271,981	74,549	289,831	603,377	387,641



معايير التحليل المالي

2008 آخر أربعة فصول	2007	2006	2005	2004	2003	معايير السيولة
ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	
0.5	0.9	5.0	3.8	6.8	5.1	معدل السيولة الجارية
0.1	0.4	3.9	2.3	5.1	3.4	معدل السيولة الفورية
(731.9)	(152.9)	854.0	480.8	777.1	585.8	صافي رأس المال التشغيلي (بملايين الريالات السعودية)
-	-	-	-	-	-	معايير النشاط
-	-	-	-	-	-	معدلات الدوران:
(1.8)	(8.9)	1.4	2.3	1.2	1.5	معدل دوران المبيعات إلى رأس المال التشغيلي
1.9	2.1	1.7	2.0	1.5	1.8	معدل دوران المخزون
9.4	8.7	9.3	12.0	10.8	7.2	معدل دوران الحسابات الدائنة
39	41.8	39.1	30.5	33.7	51.0	متوسط فترة التحصيل
190	170.8	212.4	184.8	245.0	206.4	الفترة اللازمة لبيع المخزون
معايير الأداء (معدلات استخدام الأصول)						
1.5	1.4	1.2	1.0	0.7	0.6	معدل المبيعات إلى الأصول الثابتة
0.31	0.35	0.44	0.50	0.42	0.40	معدل المبيعات إلى إجمالي الأصول
معايير الربحية (للسهم الواحد)						
62.3%	63.7%	67.3%	59.3%	64.0%	62.2%	الربح الإجمالي
55.3%	58.3%	62.1%	54.1%	57.7%	55.4%	الأرباح التشغيلية قبل الاستهلاك
47.4%	49.4%	51.1%	42.2%	43.6%	43.4%	الأرباح التشغيلية بعد الاستهلاك
49.4%	51.8%	54.4%	44.8%	48.3%	47.9%	الأرباح قبل خصم الضريبة
48.1%	50.4%	53.1%	43.4%	46.5%	46.4%	صافي الأرباح
						العائد على:
14.9%	17.8%	23.6%	21.9%	19.5%	18.4%	إجمالي الأصول
24.2%	25.1%	26.3%	24.6%	21.5%	20.6%	رأس مال الأسهم
22.8%	26.6%	29.0%	24.2%	21.8%	27.5%	الاستثمار
17.0%	20.9%	25.9%	21.7%	19.7%	22.6%	متوسط الأصول
24.9%	26.6%	29.0%	24.2%	21.9%	27.7%	متوسط رأس مال الأسهم
22.8%	26.6%	29.0%	24.2%	21.8%	27.5%	رأس المال المستثمر
معايير المديونية (قائمة المركز المالي)						
-	-	-	-	-	-	نسبة الدين طويل الأجل إلى إجمالي رأس المال
7.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	نسبة الدين إلى إجمالي رأس المال
62.5%	41.0%	11.7%	12.3%	10.3%	12.2%	نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي الأصول
61.5%	70.9%	89.5%	89.0%	90.7%	89.2%	نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي رأس المال
91.9%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	99.1%	نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي رأس المال



ملخص نتائج أعمال الشركة الفصلية حتى الربع الثالث 2008

الميزانية العمومية في :	الربع الثالث 2007	الربع الرابع 2007	الربع الأول 2008	الربع الثاني 2008	الربع الثالث 2008
	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال
موجودات متداولة	436,509	633,025	587,871	256,586	247,791
مخزونات	219,042	249,271	272,056	349,954	386,553
استثمارات	52,668	59,722	63,413	63,610	55,876
موجودات ثابتة	2,676,561	2,918,716	3,365,754	3,562,694	3,723,289
إجمالي الموجودات	3,332,112	3,860,734	4,289,094	4,232,844	4,413,509
مطلوبات متداولة	676,522	1,035,176	1,799,407	1,570,501	1,366,194
مطلوبات غير متداولة	-	-	-	-	240,000
مطلوبات أخرى	85,493	86,976	90,008	91,070	91,313
حقوق المساهمين	2,570,097	2,738,582	2,399,679	2,571,273	2,716,002
إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	3,332,112	3,860,734	4,289,094	4,232,844	4,413,509

قائمة الدخل للفترة المنتهية في :	الربع الثالث 2007	الربع الرابع 2007	الربع الأول 2008	الربع الثاني 2008	الربع الثالث 2008
	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال
المبيعات	338,298	333,487	342,691	350,165	325,221
تكلفة المبيعات /1	161,842	145,498	152,403	161,440	150,773
إجمالي الربح	176,456	187,989	190,288	188,725	174,448
إيرادات أخرى	7,268	9,489	10,484	11,551	1,385
إجمالي الإيرادات	183,724	197,478	200,772	200,276	175,833
مصروفات الإدارة والتسويق	17,794	22,537	23,144	23,295	24,908
مصروفات أخرى	2,408	208	-	1,067	1,998
إجمالي المصروفات	20,202	22,745	23,144	24,362	26,906
إجمالي الربح قبل الزكاة	163,522	174,733	177,628	175,914	148,927
مستحقات الزكاة	4,088	6,248	4,331	4,320	4,198
صافي الربح	159,434	168,485	173,297	171,594	144,729

1/شاملة الاستهلاك



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:
براد بورلاند
رئيس الدائرة الاقتصادية
jadwaresearch@jadwa.com

أو معد التقرير

قاسم عبدالكريم
مدير بحوث ودراسات الأسهم
gabdulkarim@jadwa.com

الإدارة العامة:
الهاتف 1111-1279 966+
الفاكس 1571-1279 966+
صندوق البريد 60677، الرياض 11555
المملكة العربية السعودية
www.jadwa.com

إخلاء المسؤولية

المعلومات الواردة في هذا البحث (وبشار إليه فيما بعد بـ "البحث") تم الحصول عليها من مصادر متعددة ويعتقد بأنها معلومات موثوق بها ودقيقة، وليس من شأن جدوى للاستثمار تأكيد أن هذه المعلومات دقيقة أو خالية من الأخطاء. ولا يجوز إعادة نسخ أو إعادة توزيع أو إرسال هذا البحث بطريقة مباشرة أو غير مباشرة لأي شخص آخر أو نشره كلياً أو جزئياً لأي غرض من الأغراض دون الموافقة الخطية المسبقة من جدوى للاستثمار.

المعلومات والآراء والترتيبات أو التوصيات الواردة في هذا البحث تم تقديمها فقط بغرض الإطلاع. ولا يعتبر هذا البحث مشورة لبيع أو دعوة لشراء أي أوراق مالية، ولا يستهدف استيفاء أي أغراض استثمارية أو مالية أو يهدف إلى تأمين احتياجات خاصة لأي مستثمر يمكن أن يطلع على هذا البحث. الشركة التي يتناولها هذا البحث ليست بالضرورة متوافقة مع الضوابط الشرعية التي تضعها شركة جدوى للاستثمار.

لا تضمن جدوى للاستثمار أو مديريها أو موظفيها أو الشركات التابعة لها أو تتعهد صراحة أو ضمناً بدقة أو صحة أو منفعة أي معلومات وردت في هذا البحث أو تتحمل بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أي مسؤولية قانونية ناتجة عن ذلك. ليس الهدف من هذا البحث أن يستخدم أو يعتبر مشورة أو خيار أو أي إجراء آخر يمكن أن يتحقق مستقبلاً. يجب على المستثمر البحث عن رأي مستقل قبل اتخاذ أي إجراء استثماري. كما يجب أن يعي المستثمر أن دخل الاستثمارات يخضع للتقلبات السوقية حيث يمكن أن يتغير السعر في أي وقت.

يعتبر أي إجراء استثماري يتخذه المستثمر بناءً على هذا البحث سواءً أن كان كلياً أو جزئياً هو مسؤوليته الكاملة وحده. من الوارد أن يكون لجدوى للاستثمار أو مديريها أو موظفيها أو الشركات التابعة لها مصلحة مادية مرتبطة بالأوراق المالية المشار إليها.

تحتفظ جدوى للاستثمار بجميع الحقوق المرتبطة بهذا البحث. يمكن تحديث أو تغيير هذا البحث في أي وقت ودون إشعار خطي مسبق.