

شركة أسمنت أليمامة السعودية أساس متين



جدوى للإستثمار
Jadwa Investment

بحوث ودراسات الأسهم

16 أغسطس 2008

التوصية: فكر في الشراء

سعر السهم الحالي		سعر السهم العادل	
ريال 62.5		ريال 73	
أقل من	بين	بين	أعلى من
ريال 61	ريال 67-61	ريال 79-68	ريال 85
شراء	فكر في الشراء	انتظار	بيع
	فكر في البيع		

الملخص الاستثماري

اليمامة شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق الأسهم السعودي تتخصص في إنتاج مادة الأسمنت، وقد أكملت مؤخراً توسعة كبيرة في حجم عملياتها جعلتها صاحبة أكبر طاقة إنتاجية على مستوى المملكة بنهاية عام 2007. وتعتبر اليمامة واحدة من شركات الأسمنت الأكثر ربحية ونعتقد أن سهم الشركة مقوم بأقل من قيمته العادلة بصورة طفيفة.

إيجابيات الاستثمار

- موقع متميز يتيح لإنتاجها سهولة النفاذ إلى الأسواق بفضل تواجدها في قلب أحد أكبر مراكز الحركة المعمارية في المملكة.
- باعتبارها من أوائل الشركات التي أكملت مشروع توسعة الطاقة الإنتاجية فإن اليمامة في وضع يؤهلها للانتعاش لفترة أطول من غيرها من الطفرة الإنشائية الحالية.
- إمكانية مواصلة النمو من خلال الاستثمار في شركات الأسمنت الجديدة أو التوسع في الصناعات التكميلية
- معدلات ربحية اليمامة من أعلى المعدلات في قطاع صناعة الأسمنت وفي السوق ككل.
- طاقم تنفيذي جديد نشط يتمتع أفراداه بخبرة سابقة في كبريات شركات المساهمة السعودية.
- خطوط إنتاج موردة من قبل شركات عالمية تتميز آلياتها بجودة التصميم والكفاءة؛ قابلة لتوريبينات الطاقة والأفران للتشغيل المزدوج بواسطة الغاز الطبيعي والزيت الخام يعزز من كفاءة وتكلفة العمليات الإنتاجية.
- وضع الشركة من حيث معدلات المديونية وكفاءة رأس المال يعتبر جيداً.

سلبيات الاستثمار

- تتعرض الحصة السوقية لشركة اليمامة للتقلص نتيجة المنافسة من الشركات الجديدة والشركات القائمة التي لجأت لبيع إنتاجها في أسواق المنطقة الوسطى بسبب حظر صادرات الأسمنت.
- التوسعة في الطاقة الإنتاجية أدت لتباطؤ معدلات دوران المخزون والمبيعات.
- قرب عمليات الشركة من المناطق السكنية يفرض عليها الالتزام الشديد بالسياسات البيئية.
- مثل غيرها من الشركات العاملة في قطاع الأسمنت تواجه اليمامة مخاطر احتمال انهيار الأسعار ولا نستطيع الجزم بعدم اندلاع حرب أسعار.

تفاصيل السهم

8,437	القيمة السوقية (مليون ريال)
135	عدد السهم المصدر المتداولة (مليون)
122	عدد الأسهم المتاحة للتداول (مليون)
5.79	إيرادات السهم (ريال)
3.0	الربح الموزع للسهم (ريال)
17.52	القيمة الدفترية للسهم (ريال)
106	أعلى سعر في 52 أسبوع (ريال)
60.25	أدنى سعر في 52 أسبوع (ريال)

سعر سهم شركة اليمامة



المعايير الرئيسية للسهم

10.82	السعر للعائد (مكرر الربحية)
3.07	السعر/القيمة الدفترية
30.9	العائد على رأس المال (%)
20.3	العائد على إجمالي الموجودات (%)
71.9	الربح الكلي (%)
61.5	الربح التشغيلي (%)
0.9	معدل السيولة الفورية
0.85	درجة مخاطر السوق (معامل بيتا)
0.37	درجة مخاطر السهم (الانحراف المعياري)
9.23	عائد إيرادات السهم (%)
3.18	عائد أرباح السهم (%)



تحليل قطاع صناعة الأسمنت

شهدت خمسينات القرن الماضي انشاء أول مصنع للأسمنت في المملكة في مدينة جدة، واليوم تعتبر السعودية أكبر منتج للأسمنت في منطقة الخليج من حيث الطاقة التصنيعية التي بلغت حوالي 38 مليون طن عام 2007 (كان الإنتاج الفعلي العام الماضي في حدود 30.3 مليون طن)، كما تأتي في المركز الثالث من حيث حجم الإنتاج على مستوى الشرق الأوسط بعد إيران التي بلغ إنتاجها عام 2007 ما يقارب 55 مليون طن ومصر التي أنتجت العام الماضي حوالي 38 مليون.

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 وتركيبية 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 التصنيعية.

التوزيع الجغرافي لشركات الأسمنت وطاقاتها الإنتاجية

اسم الشركة	الموقع	المنطقة	نوع الشركة	الطاقة الإنتاجية عام 2008 (ألف طن)	الطاقة الإنتاجية عام 2010 (ألف طن) ¹
أسمنت السعودية	الدمام	الشرقية	عامة	7,862	8,540
أسمنت ينبع	ينبع	الغربية	عامة	4,620	7,920
أسمنت العربية	جدة	الغربية	عامة	4,950	6,440
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 ²	عرعر	الشمالية	خاصة	2,200	2,200
أسمنت الجوف ³	طريف	الشمالية	خاصة	-	1,665
أسمنت المدينة	مرات	الوسطى	خاصة	1,650	1,650
أسمنت الصفوة ⁴	مكة	الغربية	خاصة	-	1,650
الإجمالي				46,197	59,380

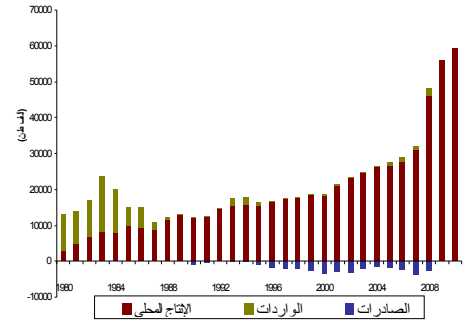
¹نهاية المرحلة الأولى من التوسعة الجارية مشتملة على الخطوط الإنتاجية التي توقفت عن العمل في شركتي أسمنت السعودية وأسمنت العربية.

²يتوقع أن يبدأ الإنتاج عام 2008.

³يتوقع أن يبدأ الإنتاج عام 2009.

⁴يتوقع أن يبدأ الإنتاج عام 2010.

الإنتاج والواردات والصادرات





وكانت وزارة البترول والثروة المعدنية قد أعلنت مؤخرا 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 بموجبه 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 فعلا 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 ستسرع 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 مقبولاً 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 منطقتها فضلاً عن أن نقل الأسمنت مكلف جداً مما يصرف المنتجين عن التفكير في بيع منتجاتهم خارج مناطقهم.

الإنتاج

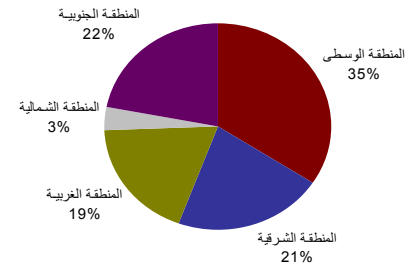
حققت المملكة العربية السعودية الاكتفاء الذاتي من الأسمنت عام 1989 وصدرت أول شحنة إلى الخارج في العام التالي، وأعقب ذلك فترة استقرار تباطأ فيها نمو الإنتاج بشدة جاءت متزامنة مع تباطؤ الأداء الاقتصادي خلال حقبة التسعينات. ثم شرع الإنتاج يستجمع قواه مطلع هذا العقد استجابة للإشارات المبكرة للانتعاش الاقتصادي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

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

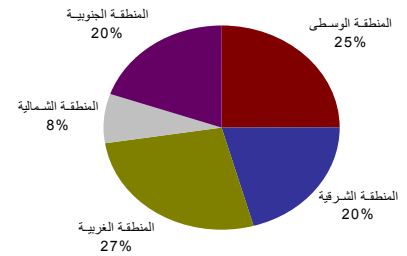
اسم الشركة	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 ¹
أسمنت اليمامة	2,849	3,111	3,512	3,566	3,847	4,654	2,775
أسمنت السعودية	4,483	4,555	4,705	5,003	4,966	5,289	2,807
أسمنت الشرقية	2,461	2,699	2,374	2,493	3,229	3,482	1,860
أسمنت القصيم	1,799	1,984	2,169	2,226	2,231	3,464	1,822
أسمنت ينبع	4,162	4,162	4,256	3,742	3,521	4,622	2,291
أسمنت العربية	2,629	2,597	2,799	3,022	3,026	2,824	1,522
أسمنت الجنوب	3,692	3,799	4,214	4,561	4,600	4,613	2,809
أسمنت تبوك	1,184	1,166	1,445	1,419	1,633	1,361	746
أسمنت الرياض	--	--	--	--	--	--	826
أسمنت نجران	--	--	--	--	--	--	573
أسمنت المدينة	--	--	--	--	--	--	493
الإجمالي (بالآلاف طن)	23,259	24,073	25,474	26,032	27,053	30,309	18,524
معدل النمو	--	1.73%	3.08%	2.86%	3.07%	4.51%	--
التغير السنوي	--	3.50%	5.80%	2.20%	3.90%	12.00%	--

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 الكلينكر 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 الكلينكر وبعض أنواع الأسمنت التي لا تُنتج محلياً.

الطاقة الإنتاجية

يتوقع حدوث زيادة ضخمة في الطاقة الإنتاجية في المستقبل القريب حيث من المنتظر أن يفوز إجمالي الطاقة الإنتاجية السنوية للأسمنت إلى 69,9 مليون طن بحلول عام 2013 مقارنة بـ 23,8 مليون طن عام 2005. وكانت الطاقة الإنتاجية قد ارتفعت العام الماضي بأكثر من 12 مليون طن ويتوقع أن تضاف إليها زيادة أخرى في حدود 7,8 مليون طن هذا العام، لكن وتيرة الارتفاع في الطاقة الإنتاجية ستتباطأ بعد عام 2010 مما سيؤدي إلى استقرارها بعد عام 2013 عندما تكون الدفعة الثانية من مصانع الأسمنت الجديدة قد اكتملت (تم دعوة الشركات المؤهلة لتقديم بعروضها للحصول على امتيازات المحاجر). أما بالنسبة للمرحلة الثانية من زيادة الطاقة الإنتاجية فقد افترضنا أن كل واحد من المصانع السبعة سيعمل بطاقة تصميمية تبلغ 1,5 مليون طن في العام وأن إجمالي الطاقة الإنتاجية التي ستضاف إلى الإنتاج الكلي ستبلغ 3,5 مليون طن سنوياً خلال الفترة من 2011 إلى 2013.

وقد جاءت الزيادة الكبيرة الحالية في الطاقة الإنتاجية نتيجة لعمليات التحديث والتطوير التي أجريت على المصانع القائمة أصلاً وبسبب إنشاء شركات أسمنت جديدة. وتتوقع 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).

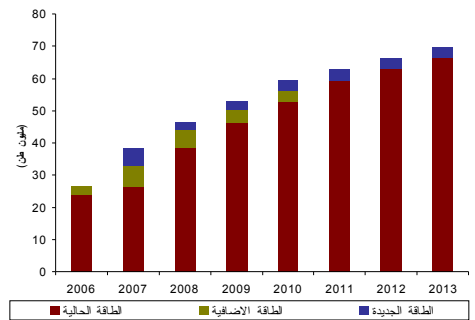
الأسعار

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.

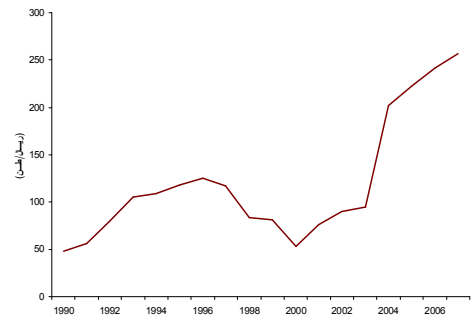
أثار الارتفاع المستمر في الطاقة الإنتاجية مخاوف في أوساط شركات الأسمنت من أن يؤدي ذلك إلى انهيار كبير في الأسعار غير أنها ظلت في اتجاه تصاعدي متذبذب خلال الـ 12 شهراً الماضية وذلك بسبب النقص في المعروض من الأسمنت نتيجة لقوة الطلب المحلي وزيادة حجم الصادرات (تفوق أسعار التصدير إلى الدول المجاورة السقف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

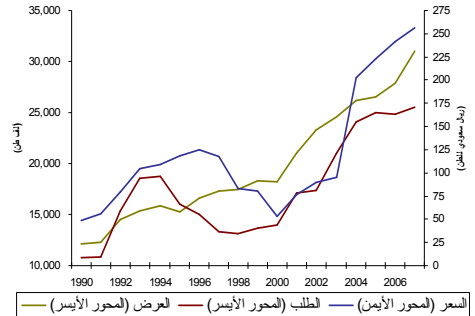
زيادة هائلة في الطاقة الإنتاجية



متوسط أسعار الأسمنت التاريخية



إنتاج ومبيعات وأسعار الأسمنت





وكان رد الفعل الأولي لوزارة التجارة والصناعة هو إلغاء نظام تثبيت الأسعار بناءً على الافتراض بأن شركات الأسمنت أبقّت على الأسعار مرتفعة عمداً بالرغم من بدء الإنتاج في مشاريع التوسعة الجديدة. لكن لم ينتج عن ذلك إجراء 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 أتخذ مؤخراً أن تخلق ضغوطاً كبيرة 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 تظل الأسعار مستقرة طيلة الفترة المتبقية من عام 2008 ومعظم عام 2009 ثم تتخفّف تدريجياً خلال السنوات الثلاث التالية ضمن نطاق ضيق يتراوح بين 3 إلى 5 بالمائة في العام.

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 أربعها 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.

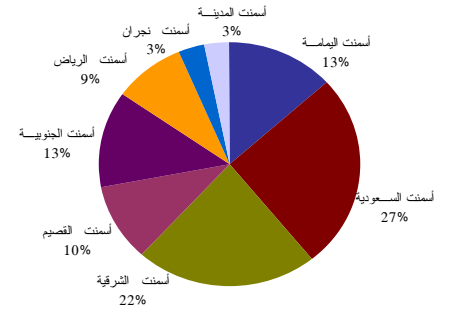
وقد تعرض قرار حظر التصدير لانتقادات شديدة من قبل شركات الأسمنت حيث يحتج العديد منها بأنه مرتبط باتفاقيات ملزمة مع مستوردين أجانب وأنها تخشى من فرض جزاءات عليها نتيجة لعدم وفائها بالتزاماتها التعاقدية كما تؤكد أن الهدف الأصلي من معظم توسعاتها الجديدة هو التصدير وأن الحظر سيؤدي بها إلى فقدان حصتها في الأسواق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

والآن بعد مضي شهرين 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 ستفقد 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 نعتقد أنه سيتم رفع الحظر قبل نهاية العام الحالي.

الملاحح المستقبلية

ونعتقد أن المعطيات الأساسية لصناعة الأسمنت تظل قوية وأن الفجوة بين العرض والطلب سوف يتم جسرهما بمجرد أن تدخل المشاريع الجديدة المخطط لها حيز التنفيذ (ومن شأن انخفاض أسعار مواد البناء الأخرى أن يسرع من ذلك). ونستبعد نشوب حرب أسعار حيث يدرك منتجي الأسمنت جيداً أن تداعيات ذلك سوف تكون وخيمة

صادرات الأسمنت خلال النصف الأول من العام (2008)





على الجميع، لكنهم ربما يتفقون 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 قبل نهاية العام الجاري (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

أسمنت اليمامة شركة مساهمة عامة يبلغ رأسمالها المصرح به 1,35 بليون ريال وهو مدفوع بالكامل، وتتنشط في مجال صناعة وتجارة الأسمنت ويبلغ عدد أسهمها المصدرة 135 مليون سهم منها 122 مليون سهم معوم يتم تداولها في السوق بصورة حرة. وتعتبر الشركة التي تم إنشاؤها في عام 1961 أول شركة أسمنت في المنطقة الوسطى والثالثة على مستوى المملكة ويتواجد مصنعها ومكاتبها الرئيسية في الرياض.

الإنتاج

أكملت الشركة العام الماضي توسعة كبيرة أدت إلى رفع طاقتها التصنيعية إلى 6 مليون طن كلينكر بزيادة قدرها 3 مليون طن مما حولها لأكبر شركة أسمنت من حيث الطاقة التصنيعية في المملكة بنهاية عام 2007. إلا أن الطاقة الإنتاجية لشركة الأسمنت السعودي سوف تتخطى الطاقة الإنتاجية لأسمنت اليمامة عندما تكتمل توسعة الأولى هذا العام، بل ومن المتوقع أن تتراجع الطاقة الإنتاجية لأسمنت اليمامة إلى المركز الرابع بحلول عام 2010. ولدى الشركة أفكار قيد النظر لتعزيز طاقتها الإنتاجية من خلال إعادة تنظيم عمليات الإنتاج القائمة (لارتقاء بكفاءة المطاحن وخطوط الإنتاج القديمة).

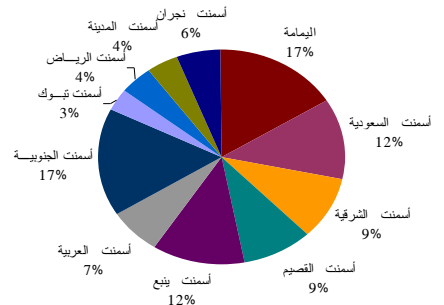
يستخدم الكلينكر في تصنيع نوعين من الأسمنت في مصنع اليمامة بالرياض هما الأسمنت العادي (بورتلاند) والأسمنت المقاوم. وقد شكل الاسمنت العادي الذي بلغ إنتاجه 3,8 مليون طن عام 2007 ما نسبته 81,4 بالمائة من إجمالي الإنتاج بينما شكل الأسمنت المقاوم النسبة المتبقية. ويتم بيع حوالي 60 بالمائة من إنتاج الشركة من الأسمنت العادي في هيئة سائبة عند مستوى سعري يبلغ 250 ريال للطن في المتوسط، وتباع نسبة الـ 40 بالمائة المتبقية في شكل أسمنت معبأ في أكياس زنة 50 كيلوجرام يبلغ سعر الطن منها 260 ريال. أما الأسمنت المقاوم فيباع بسعر 270 ريال للطن سواء كان سائباً أو معبأ. وقد ظلت الأسعار ثابتة عند تلك المستويات طيلة السنوات الثلاث الماضية.

تتولى معامل ضبط الجودة التأكد من أن جميع منتجات الشركة مطابقة للمواصفات العالمية، وقد حصلت الشركة في هذا الخصوص على شهادة من "معهد ضبط الجودة النوعية" التابع للمجلس الكندي للمعايير تقديراً لتطورها أول نظام لضبط الجودة باللغة العربية وهي شهادة تعتبرها الشركة موازية لشهادة الأيزو 9001.

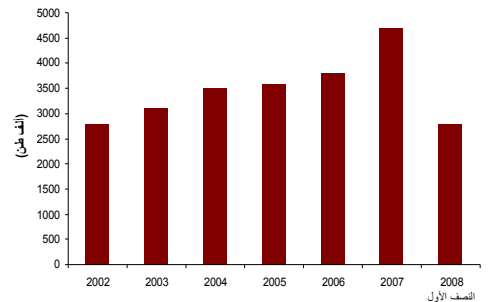
تشكيلة المنتجات

ارتفع إنتاج الشركة إلى 4,65 مليون طن عام 2007 بزيادة قدرها 21 بالمائة وذلك نتيجة لتدشين خط الإنتاج السابع في مطلع العام (بدأ التشغيل التجريبي لذلك الخط خلال الربع الأول من عام 2007 وتم التسليم النهائي في الربع الأول من العام الحالي). وقد بلغ الإنتاج خلال النصف الأول من هذا العام (2008) حوالي 2,75 مليون طن وهي كمية تسعى الشركة لمضاعفتها بنهاية العام الحالي حيث أن الإنتاج في جميع الخطوط

الطاقات التصنيعية من الكلنكر (نهاية 2007)



إنتاج اليمامة من الأسمنت





يقترّب من العمل بطاقته القصوى. وتعزى الزيادة في الإنتاج خلال السنوات القليلة الماضية جزئياً إلى السحب من الكميات الكبيرة من مخزون الكليكر الذي تراكم خلال فترة أواخر التسعينات وأوائل هذا العقد التي شهد الاقتصاد السعودي فيها تباطؤاً في النمو.

تتوفر في محجر شركة اليمامة كميات ضخمة من الحجر الجيري تكفي لتشغيل المصنع لحوالي 70 سنة قادمة، وتؤوّل ملكية الأراضي التي يقع فيها المحجر بالكامل إلى الشركة.

ونتيجة لتوسع مدينة الرياض وتمدها حتى مشارف مصنع اليمامة فقد أنشأت الشركة نظاماً فعالاً لترشيح الهواء يهدف إلى معالجة آثار الغبار كما أن التحول إلى استخدام الغاز الطبيعي لتشغيل المنشآت في المصنع منذ عام 2005 من شأنه المساعدة في خفض انبعاث غاز ثاني أكسيد الكربون.

المنشآت الإنتاجية

تشغل الشركة حالياً 7 خطوط إنتاج تم توريدها وتركيبها جميعاً بواسطة بوليسوس آيه جي الألمانية وهي شركة مقاولات هندسية رائدة في مجال معدات صناعة الأسمنت والتعدين، وقد تولت هذه الشركة تنفيذ عملية التوسعة الأخيرة التي بلغت طاقتها الإنتاجية 3,3 مليون طن تم تركيبها بموجب عقد تسليم مفتاح بلغت قيمته 1,5 بليون ريال، وقد شاركت شركة " جاما أندستري أريبيبا" التركية في تنفيذ الجزء الخاص بالأعمال المدنية من العقد. وقد بدأ الإنتاج التجريبي للمصنع خلال الربع الأول من العام الماضي. وعلى الرغم من تحول معظم شركات الأسمنت إلى الصين لشراء حاجتها من المعدات بأسعار أقل إلا أن اليمامة فضلت التعامل مع بوليسوس بسبب كفاءة وجودة معداتها وخدمات ما بعد البيع.

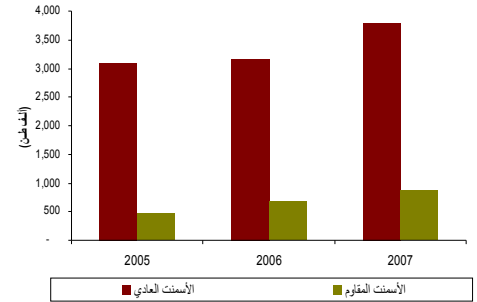
ولا نتوقع أن تلجأ الشركة إلى الانخراط في عمليات أخرى لتطوير الطاقة الإنتاجية في المستقبل المنظور حيث اختتمت للتو توسعة كبيرة في طاقتها الإنتاجية رغم أنها تتدارس فكرة تعزيزها بما يعادل 15-20 بالمائة من خلال إعادة تنظيم عمليات خطوط الإنتاج القائمة.

كذلك أكملت الشركة مؤخراً عملية تحديث وتطوير التوربينات الكهربائية بتكلفة تراوحت في حدود 500 مليون ريال وهو مشروع أتاح للشركة تعزيز طاقة التوليد الكهربائي باستخدام النفط الخام والغاز الطبيعي كليهما في تشغيل التوربينات الكهربائية. وبالإمكان أيضاً استخدام الغاز الطبيعي في تشغيل كافة خطوط الإنتاج لكنه يستخدم حالياً في خط الإنتاج السابع فقط حيث أن الإمدادات من شركة أرامكو لا تكفي لتشغيل جميع المنشآت. ويتم استخدام الطاقة الكهربائية من التوربينات في كافة العمليات التشغيلية باستثناء الأفران.

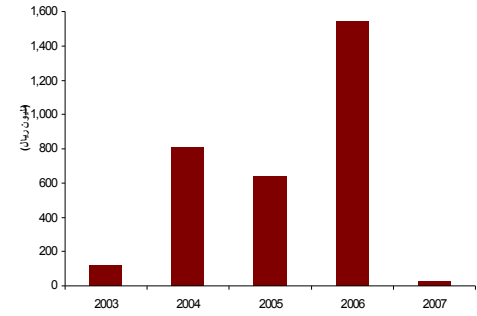
استثمارات شركة اليمامة

المبلغ (ألف ريال)	الحصة (نسبة مئوية)	نوع الشركة	الاستثمار
13,585	33,3	شركة شقيقة	شركة منتجات الأسمنت المحدودة - جدة
60,000	5,0	شركة شقيقة	شركة أسمنت حائل
112,500	5,6	أوراق مالية	شركة التصنيع وخدمات الطاقة
94,609	1,2	أوراق مالية	شركة الصحراء للبتر وكيميائيات
26,000	0,3	أوراق مالية	شركة كيان للبتر وكيميائيات
14,190	6,7	أوراق مالية	الشركة الكويتية - السودانية القابضة
64,250	5,0	أوراق مالية	شركة الدرع العربي للتأمين
11,250	6,0	أوراق مالية	شركة كفاءة للحديد والصلب
396,384			الإجمالي

إنتاج اليمامة حسب نوع الأسمنت



الإففاق على المشاريع





لشركة اليمامة استثمارات في 8 شركات أخرى تقارب قيمتها 400 مليون ريال منها شركة واحدة شقيقة هي "شركة منتجات صناعة الأسمنت" بينما الاستثمارات الأخرى هي عبارة عن حصص أقلية في شركات أخرى. وتمتلك اليمامة 33 بالمائة في شركة "منتجات صناعة الأسمنت" التي تنتج أكياس الورق التي يعبا فيها الأسمنت والتي تبلغ طاقتها الإنتاجية 30 مليون كيس في السنة وتعمل بما يقارب طاقتها القصوى حالياً، وقد صادق مجلس إدارة اليمامة مؤخراً على الدخول كشريك مؤسس في شركة أسمنت حائل من خلال استثمار مبلغ 60 مليون ريال في رأس مال الشركة التي لا تزال قيد التأسيس.

إدارة الشركة

تمت إعادة هيكلة إدارة الشركة بتعيين عدد من التنفيذيين الشباب هذا العام بهدف تعزيز عمليات الشركة. ويرأس مجلس إدارة الشركة الأمير فيصل بن محمد بن سعود الكبير بينما يشغل شقيقه الأمير سلطان بن محمد بن سعود الكبير منصب العضو المنتدب والمدير العام لأسمنت اليمامة والذي يتزأس أيضاً مجلس إدارة شركة المراعي التي تعتبر من أفضل الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي من حيث كفاءة العمليات الإدارية، وهو يمتلك حوالي 10 بالمائة من أسهم اليمامة بينما تمتلك المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية حوالي 6 بالمائة.

تم تعيين مدير تنفيذي جديد للشركة هو جهاد الرشيد في يناير 2008 ليحل محل سعود الدبلان الذي تقلد هذا المنصب طيلة الـ 14 عاماً الماضية. وكان الأستاذ جهاد الرشيد قد أمضى 25 عاماً بخدمة شركة سابك قبل التحاقه بشركة اليمامة وكان آخر منصب شغله فيها هو المدير العام للإمدادات. وقد انضم إلى الطاقم التنفيذي أيضاً الأستاذ منير السهلي الذي يشغل حالياً منصب مدير عام إدارة التمويل وتقنية المعلومات، وكان قد أمضى 10 سنوات في سابك ثم 4 سنوات في شركة المراعي كمدير لتمويل العمليات قبل التحاقه بأسمنت اليمامة.

يبلغ عدد منسوبي الشركة 1100 موظف يعمل 1000 منهم في المصنع بينما يعمل المائة الباقون في مقر الشركة الرئيسي في البطحاء بمدينة الرياض، ويمثل السعوديون 67 بالمائة (النسبة المفروضة على الشركات الصناعية هي 30 بالمائة). للشركة مركز تدريب داخل المصنع يقوم بتدريب الموظفين الجدد فضلاً عن تطوير مهارات الموظفين على رأس العمل، وقد استفادت الشركة من وجودها في مدينة كبيرة مثل الرياض ولذلك فهي لا تعاني كثيراً من مشكلة تسرب العاملين السعوديين كما هو الحال في بعض مصانع الأسمنت البعيدة عن المدن.

الوضع التنافسي

ظلت شركة أسمنت اليمامة تسيطر على سوق الأسمنت في المنطقة الوسطى لعدة عقود ولا تزال تعتبر من كبار منتجي الأسمنت في المملكة. وكانت أسمنت اليمامة من أوائل الشركات التي استبقت الطفرة الحالية في السوق المحلي فعمدت إلى رفع طاقتها الإنتاجية مما جعلها تملك أكبر طاقة إنتاجية في المملكة بنهاية عام 2007، لكن يتوقع باكتمال الجولة الحالية من التوسعات في الطاقات الإنتاجية التي تنتظم جميع شركات الأسمنت أن تتراجع اليمامة إلى المركز الرابع من حيث الطاقة الإنتاجية في المملكة بحلول عام 2010. أما من حيث الإنتاج الفعلي فقد احتلت الشركة ثاني أكبر منتج للأسمنت في المملكة العام الماضي.

وفي ضوء مضاعفة شركة أسمنت القصيم لإنتاجها ودخول شركتين أخريين (أسمنت الرياض وأسمنت المدينة) مرحلة الإنتاج عام 2007 فربما يتعذر على أسمنت اليمامة المحافظة على تفوقها في المنطقة الوسطى، حيث تشكل الطاقة الإنتاجية للمصنعين الجديدين مجتمعين 32 بالمائة من الطاقة الإنتاجية الإجمالية للمنطقة الوسطى، هذا فضلاً عن أن أحد المصنعين قد شرع فعلاً في تنفيذ خطة مضاعفة طاقته الإنتاجية بحلول عام 2010. وقد نتج عن عدم تبني الشركة لإستراتيجية توسع طموحة خلال العشرين عاماً الماضية خلق فراغ شجع اللاعبين الجدد على ملئه.



لكن تتوفر لأسمنت اليمامة عدة خيارات تتيح لها مواصلة النمو في المستقبل تشمل النمو غير العضوي عبر الدخول في صفقات اندماج واستحواذ أو إقامة مصانع أسمنت في أسواق أخرى في المنطقة أو حتى الدخول في صناعات تكميلية مثل حديد التسليح. في هذا الصدد تجري الإدارة حالياً مراجعة شاملة للوضع التنافسي للشركة كما تدرس وضع استراتيجيات جديدة للتعامل مع العملاء بهدف تعزيز وزيادة المبيعات. أيضاً صادق مجلس إدارة الشركة مؤخراً على الدخول كشريك مؤسس في شركة أسمنت حائل وهي شركة مساهمة تحت التأسيس بتملك حصة تبلغ 5 بالمائة أي ما يعادل 60 مليون ريال سعودي من رأس المال المقترح البالغ 1200 مليون ريال. والشركة هي إحدى اثنتين أكدت وزارة البترول على منحهما تراخيص لمحاجر الحجر الجيري ضمن التراخيص السبعة الجديدة المتوقع إصدارها.

التسويق والتوزيع

تتلخص إستراتيجية التسويق القائمة لشركة أسمنت اليمامة في السيطرة على سوق الأسمنت في المنطقة الوسطى، وشأنها شأن بقية المنتجين يلعب الموزعون دوراً هاماً في شبكة التوزيع الخاصة بها. ويتم توزيع كافة مبيعات الشركة من موقع المصنع في الرياض حيث يستطيع كافة العملاء الشراء مباشرة حسب الأسعار المتفق عليها المحددة.

وخالفاً للموزعين نجد أن شركات الأسمنت مقيدة بسقف أسعار الأسمنت المتفق عليه مع وزارة التجارة والصناعة ولذلك يعتبر الموزعون هم المسؤولون عن كثير من الارتفاعات الحادة الأخيرة في أسعار مادة الأسمنت والشح في الكميات المعروضة (نتيجة لتصديرهم إلى الخارج عوضاً عن استيفاء حاجة السوق المحلي) لكن يبدو أن شركات الأسمنت هي المتضرر الأكبر من الحظر المفروض على تصدير الأسمنت بغرض خفض أسعاره وتوفره في السوق. وتدرس شركة اليمامة حالياً طريقة جديدة للتوزيع تستطيع من خلالها عقد اتفاقيات مع شركات النقل لتقوم الأخيرة بالبيع مباشرة إلى المستخدمين النهائيين وهي طريقة إذا تم تنفيذها فستتيح لشركات الأسمنت إحكام قبضتها على السوق واحتكار فرص التصدير وبالتالي تقليل المضاربة في الأسعار من قبل الموزعين.

لم تنظر اليمامة إلى التصدير كجزء من إستراتيجيتها التسويقية في السابق وكان الهدف الرئيسي من الشحنات المحدودة التي صدرتها هو التخلص من المخزون الضخم من الكلينكر الذي تراكم لدى الشركة أثناء فترة الركود الأخير التي عانت منها صناعة الأسمنت. وعقب تصديرها 203,000 طن من الكلينكر عام 2002 لم تنفذ اليمامة أي عملية أخرى حتى عام 2006 عندما صدرت 77,000 طن من الأسمنت ثم قفزت صادراتها إلى 339,000 طن عام 2007 ثم تحولت خلال النصف الأول من هذا العام إلى ثالث أكبر مصدر للأسمنت حيث بلغ حجم شحناتها 303,000 طن بحلول شهر يوليو وكانت دول مجلس التعاون والعراق هي السوق الرئيسية لصادراتها.

الإفصاح والشفافية

أوضح تقرير مجلس الإدارة الأخير لمساهمي الشركة أنها تعكف حالياً على تطبيق الأحكام الواردة في دليل نظام حوكمة الشركات الذي أعدته هيئة سوق المال السعودية كما أنها تقوم حالياً بوضع مسودة دليل الحوكمة في الشركة. ومن الأحكام التي تنتظر البت فيها شروط الاختيار لعضوية مجلس الإدارة وتضارب المصالح والإفصاح عن المعلومات والشفافية والمسئولية الاجتماعية. ويتمشى تقرير الشركة وحساباتها مع المعايير المتعارف عليها، وقد أبدت إدارة الشركة مستوى ربيعاً من الإفصاح والشفافية خلال اجتماعنا معها.



التحليل المالي للشركة

ارتفعت الإيرادات التشغيلية للشركة من مبيعات من الأسمنت بواقع 25 بالمائة عام 2007 لتبلغ 1,2 بليون ريال نتيجة لدخول الخطوط الجديدة مرحلة الإنتاج مسجلة بذلك أعلى معدل ارتفاع سنوي للإيرادات منذ عام 2002، بينما ارتفعت التكاليف التشغيلية لكن بوتيرة أقل نتيجة للكفاءة التشغيلية العالية في خط الإنتاج السابع الجديد. وباستبعاد بند الاستهلاك من التكاليف التشغيلية (الذي تجيز المعايير المحاسبية السعودية دمجها ضمن بنود تكاليف التشغيل) نجد أن التكاليف التشغيلية تترجع إلى 333 مليون ريال مقارنة بـ 417 مليون ريال شاملة الاستهلاك. وبناءً على ذلك نجد أن التكاليف التشغيلية المعدلة تبلغ فقط 28 بالمائة من إجمالي إيرادات المبيعات مقارنة بـ 35 بالمائة قبل تعديلها مما يعمل على إظهار هامش الأرباح التشغيلية بأقل من حجمه الحقيقي، لذا نجد أن الأرباح التشغيلية لشركة اليمامة تبدو أكثر إيجابية عند مستوى 72 بالمائة من المبيعات بعد استبعاد الاستهلاك.

لكن فحص معدل المبيعات إلى الأصول غير المتداولة خلال السنوات الخمس الماضية يشير إلى أن فعالية شركة أسمنت اليمامة في توظيف مصانعها ومعداتها آخذة في التراجع ويعزى ذلك إلى الإنفاق الرأسمالي الضخم على تطوير وتنمية الطاقة الإنتاجية للشركة، لكن من شأن ذلك المعدل أن يتحسن باعتبار انتهاء مرحلة الإنفاق على المشاريع ودخول الخطوط الجديدة مرحلة الإنتاج. لكن معدل المبيعات إلى إجمالي الأصول، وهو معيار أكثر دقة لقياس مدى الكفاءة في استخدام الأصول، شرع يتحسن بصورة طفيفة عاكسا انتهاء مرحلة الإنفاق على مشروع زيادة الطاقة الإنتاجية وعدم تخصيص أي موارد إضافية لمشاريع جديدة.

وقد ارتفع صافي دخل الشركة إلى 731 مليون ريال عام 2007 بزيادة قدرها 22 بالمائة حيث فاق النمو في إيرادات المبيعات النمو في التكاليف وكانت تلك الزيادة في الدخل هي الأعلى منذ عام 2004 (بلغت آنذاك 40 بالمائة) وهي تعود بصفة أساسية إلى بيع الشركة حصتها في المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي. وقد جاء الدخل من الاستثمارات ضئيلاً خلال عام 2007 حيث لم يتعدى 2 بالمائة من إجمالي الإيرادات. ومن ناحية أخرى تناقصت مصاريف البيع والمصاريف العامة والإدارية بصورة مضطربة كنسبة من إيرادات المبيعات خلال السنوات الخمس الماضية حيث شكلت 3,4 بالمائة من إجمالي المصروفات مما يعكس تحسناً في ضبط الإنفاق وزيادة في فعالية تسيير الأعمال.

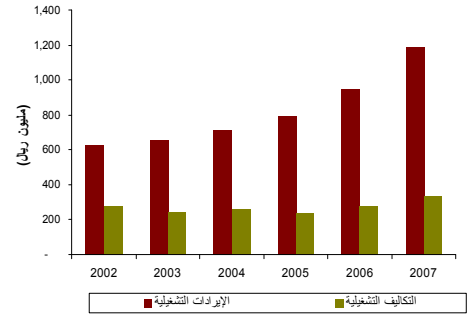
معايير الربحية (نسبة مئوية)

2007	2006	2005	2004	2003	
61.7	63.3	63.3	76.1	59.5	هامش الربح الصافي
21.7	20.6	21.5	31.4	27.2	العائد على رأس المال
34.0	34.2	34.3	44.7	38.1	العائد على الأصول
26.8	24.4	26.1	41.3	38.1	العائد على رأس المال الاستثماري

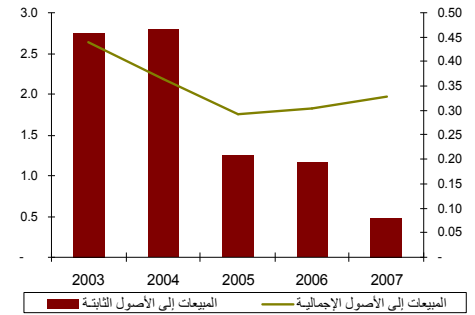
ومن حيث الربحية ظل هامش الربح الصافي ثابت نسبياً خلال السنوات القليلة الماضية عند نسبة جيدة للغاية تبلغ 62 بالمائة. وبنفس القدر كانت المعايير الأخرى للربحية خلال عام 2007 ممتازة حيث حقق العائد على متوسط الأصول نسبة 34 بالمائة وحقق العائد على رأس المال المستثمر نسبة بلغت 26,8 بالمائة بينما حقق العائد على متوسط رأسمال الأسهم ما نسبته 22 بالمائة. ويعكس الارتفاع الحاد في جميع تلك المعايير في عام 2004 الإيرادات الاستثنائية الناجمة عن بيع الشركة لحصتها في المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي، كما أشرنا آنفاً.

أما فيما يخص بوضع السيولة لدى شركة أسمنت اليمامة فقد تعرض لضغوط كبيرة العام الماضي نتيجة لتضافر عدة عوامل أهمها تزايد التزامات سداد القروض قصيرة الأجل وثانيها الزيادة الكبيرة في الحسابات الدائنة للموردين والتي ارتفعت العام الماضي وحده بنسبة 235 بالمائة نتيجة للنفقات التي تحملتها الشركة لإنشاء المصنع الجديد فضلاً عن المخصص الكبير من الأرباح المستحقة للمساهمين للعام الماضي. وفي نهاية

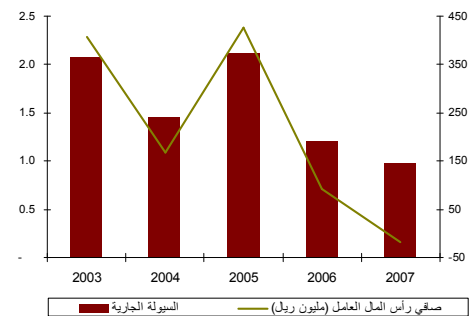
الإيرادات والتكاليف التشغيلية



معايير كفاءة الأداء



سيولة الشركة





عام 2007 جاءت السيولة الجارية للشركة عند معدل محايد بلغ 1:1، بينما شهد كلا من معدل السيولة الفورية (وهو معيار أكثر دقة لقياس السيولة) وصافي رأس المال العامل مستويات ضعيفة بلغت أقل من 1 (0,9) للأول وعجز يبلغ 18,8 مليون ريال للثاني.

لكن حسب النتائج المالية النصف سنوية للشركة التي أعلنتها في 30 يونيو 2008 فقد استعادت السيولة الفورية قوتها محققة معدلاً بلغ 2,4 مرة وارتفع صافي رأس المال التشغيلي إلى 417 مليون ريال وهو ما يعكس المبالغ التي تم دفعها كأرباح مستحقة للمساهمين عن العام السابق 2007 والتي بلغت 405 مليون ريال.

أما معايير النشاط فقد جاء أداءها متبايناً خلال 2007 حيث انخفض معدل دوران المخزون الذي يقيس متوسط عدد مرات بيع المخزون خلال السنة إلى 8,7 مرة مقارنة بـ 13,1 مرة العام الماضي ومن ثم ارتفع عدد الأيام اللازمة لبيع المخزون إلى 42 يوماً مقارنة بـ 28 يوماً العام الماضي وذلك نتيجة للزيادة الكبيرة في الإنتاج والمنافسة الجديدة في المنطقة الوسطى. وعلى الرغم من ذلك الانخفاض في مستوى الأداء إلا أنه يظل جيداً إذا ما قورن بخمس سنوات مضت حيث كانت الشركة تحتاج إلى 182 يوماً لبيع المخزون. كذلك تحسّن معدل دوران الحسابات الدائنة مرتفعاً من 4,7 مرة إلى 5,2 مرة وهو ما يعني أن الشركة أصبحت تحصل الحسابات الدائنة في 70 يوماً بدلاً من 78 يوماً العام الماضي.

معايير النشاط

2007	2006	2005	2004	2003	
8.7	13.1	5.7	3.0	2.0	معدل دوران المخزون (مرة)
42.0	27.9	63.6	122.2	181.9	الأيام المطلوبة لتصرف المخزون
5.2	4.7	4.6	4.2	4.3	معدل دوران الإيرادات (مرة)
70.2	77.5	78.9	86.2	85.6	الأيام المطلوبة لتحصيل الإيرادات

جاء معدل الدين إلى إجمالي رأس المال بالنسبة لشركة أسمنت اليمامة للعام 2007 مريحاً ومتناقصاً وبلغت نسبته حوالي 52,4 بالمائة كما أن معدل رأس مال الأسهم إلى إجمالي رأس المال جاء قوياً هو الآخر عند نسبة 83,7 بالمائة ونتوقع أن يستمر في التحسن بفضل انتظام الشركة في سداد ديونها خلال السنوات القادمة.

معايير المديونية (نسبة مئوية)

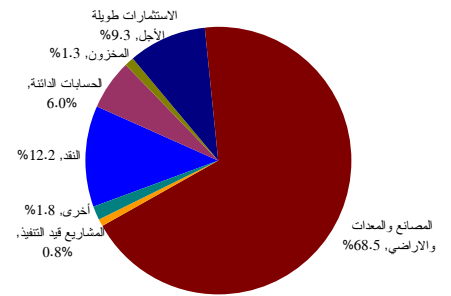
2007	2006	2005	2004	2003	
52.4	61.3	71.7	45.5	38.3	معدل الدين إلى رأس مال الأسهم (حقوق المساهمين)
83.7	73.4	69.0	87.1	100.0	معدل رأس مال الأسهم إلى رأس المال الإجمالي

تعتبر اليمامة ثاني أكبر شركة أسمنت من حيث حجم الأصول التي بلغ إجماليها حوالي 3,6 بليون ريال عام 2007 حيث نمت أصولها بمتوسط سنوي قدره 25 بالمائة خلال السنوات الخمس الماضية نتيجة لمشاريع التوسعة الرأسمالية وتحديداً الزيادة الحادة في بند المصنع والمباني والمعدات الذي قفز من 824 مليون ريال عام 2006 إلى 2,47 بليون ريال عام 2007 بحيث أصبحت تشكل 68,5 بالمائة من إجمالي قيمة أصول الشركة.

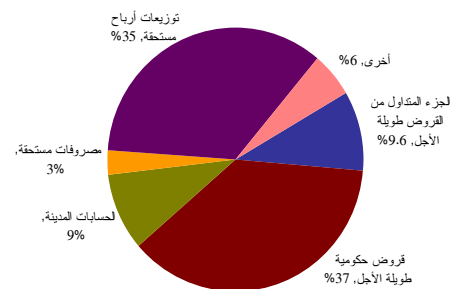
الأصول و المطلوبات وحقوق المساهمين (مليون ريال)

2007	2006	2005	2004	2003	
3,604	3,128	2,706	1,960	1,489	إجمالي الموجودات
1,239	1,189	1,130	613	412	إجمالي المطلوبات
2,365	1,939	1,576	1,347	1,077	إجمالي حقوق المساهمين

بنود الموجودات



بنود المطلوبات





نتائج أعمال الشركة خلال النصف الأول من عام 2008

أعلنت مؤخراً النتائج المالية لشركة أسمنت اليمامة للنصف الثاني من عام 2008 التي كشفت أن الشركة لم تتأثر سلباً بوقف تصدير الأسمنت بنفس القدر الذي تأثرت به الشركات الأخرى التي تعتمد بدرجة أكبر على التصدير، وهو أمر متوقع. بلغ إجمالي إيرادات المبيعات من العمليات التشغيلية 717 مليون ريال خلال النصف الأول من العام الحالي بزيادة نسبتها 23 بالمائة مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي وزيادة 19 بالمائة مقارنة بالستة أشهر السابقة، وقد ارتفعت الإيرادات خلال الربع الماضي وحده إلى 379 مليون ريال بزيادة نسبتها 12 بالمائة مقارنة بالربع المنتهي في 31 مارس 2008. أما صافي الدخل خلال النصف الأول من العام فقد بلغ 425 مليون ريال بزيادة نسبتها 13 بالمائة مقارنة بنفس الفترة من عام 2007 وزيادة نسبتها 20 بالمائة مقارنة بالستة أشهر السابقة ويعزى ذلك للاستمرار في زيادة الإنتاج والكفاءة التشغيلية للمصنع الجديد. وقد بلغ صافي الدخل خلال الربع المنتهي في 30 يونيو 2008 حوالي 228 مليون ريال بزيادة نسبتها 12,5 بالمائة.

بلغ حجم أصول الشركة بتاريخ 30 يونيو 2008 حوالي 3,54 بليون ريال بزيادة 9 بالمائة مقارنة بحجمها لنفس الفترة من العام الماضي وبانخفاض نسبته 2 بالمائة مقارنة بحجمها في نهاية عام 2007 بسبب عدم تخصيص أي اعتمادات مالية لمشاريع جديدة. وبلغت مطلوبات الشركة 793 مليون ريال بانخفاض نسبته 16,6 بالمائة على أساس سنوي و 36 بالمائة على أساس نصف سنوي وذلك بسبب توزيع أرباح على المساهمين بقيمة 405 مليون ريال في أبريل. أما حقوق المساهمين فقد بلغت 2,75 بليون ريال مرتفعة بنسبة 16 بالمائة على أساس سنوي ونصف سنوي على حد سواء.

تقييم سهم شركة اليمامة

اعتمدنا في تقديرنا للقيمة العادلة لسهم "اليمامة" 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.

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 تنتشط 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 اليمامة والذي يتطلب استخدام سعر فائدة



يخلو من المخاطر وعلاوة على مخاطر الأسهم طويلة الأجل تم تقديرها بناء على العائد التاريخي لسوق الأسهم السعودي ومعامل البيتا الخاص بالشركة.

- **سعر الفائدة عديم المخاطر:** بما 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 الفائدة على سندات التنمية الحكومية بأجل 10 سنوات والتي تصدرها مؤسسة النقد بالريال السعودي والتي بلغ عائدتها السنوي 5,44 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 وحتى 13 أغسطس 2008 ما يعادل 16,03 بالمائة حسب الوسط الحسابي بينما بلغ 11,07 بالمائة حسب الوسط الهندسي، وبالتالي نجد أن متوسط الأسلوبين يبلغ 13,55 بالمائة ويمثل ذلك عائد السوق التاريخي الذي نستخدمه في تقييمنا للأسهم السعودية. عليه، تبلغ علاوة مخاطر الأسهم بالنسبة لسهم شركة اليمامة 8,11 بالمائة.
- **معامل بيتا:** معامل بيتا هو معيار لقياس المخاطر المتأصلة في العائدات الاستثمارية للشركة منسوبة إلى مخاطر السوق يتم التوصل إليه من خلال التحليل الإحصائي لمعامل الانحدار. وتبلغ قيمة معامل بيتا لمؤشر سوق الأسهم السعودي "ناسي" 1,0 في جميع الأحوال بينما يتحرك معامل الشركة حول معامل السوق صعوداً أو نزولاً. ويشير معامل بيتا الخاص بالشركة الذي يقل عن 1,0، كما في حالة شركة "اليمامة" (0,85)، إلى أن اتجاه سعر السهم يميل إلى أن يكون أقل تذبذباً من مؤشر السوق بنسبة 15 بالمائة. وتطبيق معامل بيتا على علاوة مخاطر السهم نحصل على علاوة المخاطر المعدلة حسب معامل بيتا والتي تبلغ حوالي 7 بالمائة بالنسبة لسهم شركة اليمامة.

بناءً على ما تقدم تكون محصلة نموذج تسعير الأصول المالية هي أن معدل التكلفة الإجمالية لرأس المال سهم شركة اليمامة تبلغ حوالي 12,36 بالمائة وهي نتيجة تم الحصول عليها بإضافة علاوة المخاطر المعدلة إلى سعر الفائدة الخالي من المخاطر.

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 لأسمنت اليمامة نتوقع أن يبلغ متوسط نمو صافي دخل الشركة خلال فترة السنوات الخمسة القادمة حوالي 8 بالمائة، لكن لحد كبير يتوقف نمو مبيعات شركات الأسمنت على حجم الإنتاج وأسعار مادة الأسمنت، وعادة ما يكون حجم الإنتاج مقيد بالطاقة التصميمية للمصنع التي لا يمكن تخطيها إلا في حدود ضيقة لا تتعدى 10 - 15 بالمائة (يصمم موردي معدات الأسمنت المصانع بطاقة تزيد قليلاً كإجراء احترازي من جانبهم). وبما أن اليمامة لا تخطط لإضافة خطوط إنتاج جديدة فإننا نتوقع أن يستقر إنتاجها عند نفس المستوى عقب العمل بكامل طاقتها التصميمية حوالي عام 2010. ويبدو أن أسعار الأسمنت قد استقرت الآن نتيجة الحظر على استيراده وربما تشهد بعض التراجع في حدود 3 - 5 بالمائة خلال السنوات القادمة. ونتوقع أن تتحسن التكاليف التشغيلية لمصنع اليمامة نتيجة تركيب خطوط إنتاج جديدة أكثر كفاءة، 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 اليمامة لذا نتوقع أن تكون استثماراتها الرأسمالية محدودة ولا نتوقع أن تتحمل الشركة ديوناً إضافية. ونتوقع أن تتخفف حاجة الشركة لرأس المال التشغيلي خلال السنوات القادمة.

وحسب تقديرنا في جدوى فإن القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المتاحة لحملة الأسهم في اليمامة مستقبلاً بين عامي 2008 و 2013 تبلغ حوالي 4,4 بليون ريال. ولما كان من البديهي أن تستمر أعمال شركة اليمامة 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 بناء على هذه المعلومات أن معدل النمو المناسب للتدفقات النقدية النهائية لشركة "اليمامة" هو 3 بالمائة.

وبإضافة القيمة الحالية للتدفقات النقدية النهائية إلى صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للفترة المشار إليها توصلنا إلى أن القيمة الإجمالية لشركة اليمامة تبلغ اليوم 10,1 بليون ريال. وبناء على ما تقدم نعتقد أن قيمة سهم الشركة في تاريخ إعداد هذا التقييم تبلغ 75,1 ريال.

التقييم حسب أسلوب التحليل النسبي

أسلوب التحليل النسبي أو تحليل الشركات النظيرة يقيّم 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.

الشركة	سعر الإقبال	القيمة السوقية (بالمليون)	العائد على السهم (ريال)	مكرر الربحية المتأخر	مكرر الربحية المتقدم*	القيمة الدفترية	السعر/ القيمة الدفترية
أسمنت اليمامة	62.5	8,438	5.77	10.8	9.4	20.33	3.1
أسمنت العربية	66.5	5,320	5.04	13.2	12.3	29.67	2.2
أسمنت السعودية	95.0	9,690	6.6	14.4	12.0	25.2	3.8
أسمنت القصيم	132.5	5,962	13.66	9.7	10.3	36.75	3.6
أسمنت الجنوب	67.0	9,380	5.83	11.5	-	17.56	3.8
أسمنت ينبع	63.3	6,641	5.78	10.9	9.0	20.13	3.1
أسمنت الشرقية	66.3	5,698	6.31	10.5	11.3	21.69	3.1
أسمنت تبوك	34.0	3,060	2.44	13.9	-	12.76	2.7
متوسط القطاع			6.01	11.9	10.7	23.0	3.2
متوسط سوق الأسهم			2.25	19.4	-	13.33	3.27

المصدر: تداول ووكالة رويترز

لقد استخدمنا تقديراتنا بإيرادات السهم والقيمة الدفترية للسهم لمدة سنة قادمة لمعرفة القيمة النسبية لشركة اليمامة. وبناءً على متوسط مكرر الربحية لشركات قطاع الأسمنت لسنة متقدمة ومتوسط السعر إلى القيمة الدفترية لسنة متأخرة توصلنا إلى أن السعر العادل هو 67,1 ريال بحيث يفوق سعر السوق الحالي الذي يبلغ 62,5 ريال. وقد



اعتمد هذا التقييم على توقعاتنا بشأن أداء الشركة خلال عامي 2008 و2009 والتي تعكس الظروف السائدة في السوق بالنسبة لمجموعة شركات الأسمنت. وقد اخترنا في تحليلنا كافة الشركات المدرجة في قطاع صناعة الأسمنت، كما يلي:

يتم تداول سهم شركة اليمامة حالياً عند مكرر ربحية متقدم يبلغ 9,37 وهو يعتبر ثاني أقل مكرر ربحية في قطاع الأسمنت مما يوحي بأن سعر السهم الحالي أقل نسبياً من السعر العادل، وكذلك الحال إذا نظرنا إلى السهم من منظور السعر إلى القيمة الدفترية حيث نجده يقل بصورة طفيفة عن متوسط القطاع. وبناءً على تحليلنا لأداء الشركة في المستقبل فقد قدرنا إيرادات السهم لسنة قادمة عند 6,96 ريال كما قدرنا القيمة الدفترية للسهم لسنة قادمة عند 18,79 ريال. وبتطبيق تلك المعدلات على متوسط مكرر الربحية المتقدم ومتوسط السعر إلى القيمة الدفترية المتأخر لقطاع الأسمنت وتخصيص وزن نسبي يبلغ 50 بالمائة لكل من المعدلين توصلنا إلى أن السعر المستهدف لسهم شركة اليمامة خلال فترة 12 شهراً يتراوح في حدود 67,1 ريال.

التوصية

بناءً على أسلوب التقييم المستخدم في التوصل إلى القيمة العادلة لسهم شركة اليمامة والذي خصص وزن نسبي لأسلوب خصم التدفقات النقدية يبلغ 70 بالمائة ووزن نسبي لأسلوب التقييم النسبي يبلغ 30 بالمائة توصلنا إلى أن السعر المستهدف لسهم الشركة خلال فترة 12 شهراً يبلغ 72,7 ريال. وفي اعتقادنا أن سهم اليمامة مقيم دون مستوى سعره العادل حيث يبلغ سعره حالياً 62,5 ريال ولذلك فإن توصيتنا بالنسبة لذلك السهم هي "التفكير في الشراء".

مساهمة كل أسلوب (ريال)	الوزن	سعر السهم (ريال)	
52.6	70%	75.1	طريقة خصم التدفقات النقدية
20.1	30%	67.1	طريقة التقييم النسبي
72.7			السعر العادل



شريط جدوى للتوصية بالأسهم

		سعر السهم العادل 73 ريال	سعر السهم الحالي 62,5 ريال		
		↓	↓		
أعلى من 85 ريال	بين 85-80 ريال	بين 79-68 ريال	بين 67-61 ريال	أقل من 61 ريال	
بيع	فكر في البيع	انتظار	فكر في الشراء	شراء	

شريط التقييم الوارد على الصفحة الأولى من هذا التقرير هو أسلوب طورته 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 سعري 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 أداء شركة أسمنت اليمامة حسب العوامل الرئيسية التي نعتقد أنها تحدد مدى نجاح الشركة في القطاع الذي تنتمي إليه (قطاع صناعة الأسمنت). ويشير اللون الأخضر إلى أداء إيجابي والأصفر إلى أداء محايد والأحمر إلى أداء سلبي.

عصر التقييم	ماذا يقيس	وضعية أسمنت اليمامة	التقييم
التقييم	القيمة الحقيقية للسهم في السوق	سعر السهم مقيم بأقل من قيمته العادلة.	
الإدارة	مدى الكفاءة والفعالية التي تدار بها الشركة	فريق جديد نشيط في الإدارة العليا يتمتع أفرادها بخبرة كبيرة مكتسبة من سنوات عملهم في شركات مساهمة عامة مرموقة.	
الوضع التنافسي	وضعية الشركة بالنسبة للشركات الأخرى في القطاع	تظل اليمامة من أكبر منتجي الأسمنت في المنطقة الوسطى على الرغم من أن حصتها السوقية في تناقص، كما أن ترتيبها على مستوى المملكة بات عرضة للتهديد في ضوء تنامي الطاقة الإنتاجية لمنافسيها.	
تقنية التصنيع	مستوى فعالية المصنع والمعدات وماتنتهما ودرجة كفاءتهما.	جميع خطوط الإنتاج موردة بواسطة شركات عالمية رائدة. المقدره على استخدام الغاز الطبيعي كوقود تجعل من تكلفة التصنيع أكثر كفاءة.	
حق امتياز استخدام المحجر	كفاية المواد الخام على المدى الطويل وتشمل الحجر الجيري والرمل والطين وخام الحديد	يتوفر للشركة محجر لاستخراج الحجر الجيري يكفي لعقود طويلة قادمة، كما أنها تملك الأراضي التي يقوم عليها المصنع والمحجر.	
التسويق والتوزيع	مدى اعتماد الدخل على عقود بيع طويلة الأجل أو اتفاقيات توزيع	للشركة علاقات قائمة مع عملاء وموزعين لفترة طويلة من الزمن دون عقود ملزمة لأي من الطرفين وتقوم الشركة حالياً بمراجعة إستراتيجيتها التوزيعية.	
الموقع	قرب الشركة من الأسواق التي تشهد أعمال تشييد ضخمة وكذلك من موانئ التصدير.	يقع مصنع اليمامة في وسط أكثر مراكز التشييد والبناء نشاطاً في المملكة ولكنه بعيد عن منافذ التصدير.	
إمكانيات التوسع	ما هي المشاريع أو الخطط المستقبلية باعتبارها من أوائل الشركات التي نفذت زيادة كبيرة في الطاقة الإنتاجية فان اليمامة ستنتفع لفترة أطول من غيرها من الطفرة الإنتاجية الحالية. ولا تفكر الشركة حالياً في زيادة إضافية في الطاقة الإنتاجية ولكنها تنظر إلى فرص أخرى للتوسع.		
حماية البيئة	مدى الالتزام بمتطلبات مكافحة التلوث	قامت الشركة بجهود كبيرة لتقليل التلوث بالغبار والانبعاثات الغازية ويفرض عليها موقعها الالتزام الشديد بالسياسات البيئية.	
قضايا العمالة السعودة ومشكلة تسرب العمالة ومواضيع إصدار التأشيرات		يُفوق عدد العاملين السعوديين في اليمامة نسبة السعودة المطلوبة كما أن موقع الشركة في منطقة ذات ثقل سكاني يساعدها في الحصول على العمالة بسهولة.	
الإفصاح والشفافية	سياسة الشركة فيما يتعلق بتقديم المعلومات التي يطلبها المستثمرون	توفر القوائم المالية السنوية التي تنتشرها الشركة معلومات كافية عن عمليات الشركة كما يحتوي موقعها على شبكة الانترنت على إحصائيات قيمة. وكانت إدارة الشركة منفتحة ومتعاونة أثناء جمعنا للمعلومات الخاصة بإعداد هذا التقرير.	
الربحية	النتيجة النهائية للعمليات التجارية للشركة مستخدمة جميع الموارد المتاحة لها	تتميز الشركة بتحقيق أرباح تشغيلية عالية بلغت 72 بالمائة (بعد استبعاد الاستهلاك) وأرباح صافية بنسبة 62 بالمائة في عام 2007 وهي ضمن أعلى معدلات الربحية مقارنة بالشركات الأخرى في نفس القطاع وفي السوق ككل.	
النشاط	مدى فعالية الإدارة في استغلال أصول الشركة	تباطأت معظم معايير النشاط العام الماضي نتيجة لزيادة الإنتاج وتناقص السيولة مما يعكس ضعفاً في فعالية استغلال الأصول.	
الأداء	الكفاءة في زيادة حجم المبيعات	تراجعت المبيعات كنسبة مئوية من الأصول المتداولة نتيجة للإفراق الرأسمالي الضخم على المصنع والمعدات ولكن وضعها كنسبة من إجمالي الأصول جاء أفضل بصورة طفيفة.	
السيولة	قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات الجارية وقصيرة الأجل في الوقت المناسب	فاقت الخصومات المتداولة الأصول المتداولة مما أدى إلى إضعاف وضع السيولة في الشركة في نهاية 2007، ولكنه عاد وتحسن بدرجة كبيرة خلال النصف الأول من عام 2008.	
التغطية	القدرة على التعامل مع المشاكل المالية على المدى الطويل وحلها	لم تتطرق التقارير المالية للشركة لرسوم التمويل التي تعالجها الشركة ضمن الأصول الرأسمالية ونعتقد أنها ليست كبيرة بحيث تؤثر في مقدره الشركة على الوفاء بالتزاماتها.	
معدل المديونية	كفاية رأس المال ومقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها على المدى الطويل واستغلال الفرص لحظة ظهورها	يعتبر وضع الشركة من حيث معدل المديونية مريحاً حيث يمثل الدين طويل الأجل 16 بالمائة من إجمالي رأس المال بينما يمثل رأسمال الأسهم 84 بالمائة منه.	



ملخص التقييم باستخدام أسلوب خصم التدفقات النقدية

2013	2012	2011	2010	2009	2008	(بالآلاف ريال)	
1,037,013	1,103,286	1,172,493	1,102,393	1,026,184	853,408	صافي الربح	
115,851	110,334	105,080	100,077	95,311	90,772	الاستهلاك	
(157,621)	(150,115)	(142,967)	(136,159)	(129,675)	(123,500)	الانفاق الرأسمالي	
39,848	37,950	36,143	34,422	32,783	(74,767)	الزيادة/النقصان في رأس المال التشغيلي	
-	-	-	-	-	-	الزيادة في الدين طويل الأجل	
1,035,091	1,101,455	1,170,750	1,100,732	1,024,603	745,914	صافي التدفقات النقدية إلى المساهمين	
						تقدير معدل خصم التدفقات النقدية	
						5.4%	سعر الفائدة عديم المخاطر
						13.5%	عائد السوق
						0.85	معامل بيتا
						12.36%	معدل خصم التدفقات النقدية
2013	2012	2011	2010	2009	2008		
552,840	661,003	789,436	833,970	872,248	713,492	التدفقات النقدية المخصصة	
						4,422,989	إجمالي التدفقات النقدية المخصصة
						1,035,091	التدفقات النقدية النهائية
						3.0%	القيمة في السنة الخامسة
						6,082,900	نسبة النمو المفترض إلى ما لانهاية
						10,505,427	القيمة الحالية للتدفقات النهائية
						(362,000)	القيمة الإجمالية للشركة (بالآلاف ريال)
						10,143,427	الديون المستحقة
						135,000,000	القيمة الإجمالية للشركة بعد خصم الدين (بالآلاف ريال)
						75.14	الأسهم المتداولة
						62.5	قيمة السهم (بالريال السعودي) في 2008/8/13
							السعر الحالي



القوائم المالية

قائمة المركز المالي

للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر					
2007	2006	2005	2004	2003	
الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال	الموجودات
موجودات متداولة:					
440,785	259,698	564,983	294,246	517,911	نقد وما يعادله
217,096	239,068	164,406	177,632	158,775	مدينون، صافي
47,105	29,527	13,269	69,048	107,282	مخزون (أسمنت: جاهز وتحت التصنيع)
7,341	10,478	60,700	499	1,109	مصروفات دفعت مقدماً وحسابات قبض أخرى
712,327	538,771	803,358	541,425	785,077	مجموع الموجودات المتداولة
336,384	203,703	61,726	311,303	331,694	لستثمارات طويلة الأجل
2,469,997	823,957	635,976	255,319	237,803	صافي قيمة المصنع والأرض والمعدات
28,304	1,542,737	1,166,519	812,649	116,502	مشاريع تحت الدراسة والتنفيذ
57,311	18,694	38,616	39,400	17,698	مصروفات مؤجلة
2,891,996	2,589,091	1,902,837	1,418,671	703,697	مجموع الموجودات الثابتة
3,604,323	3,127,862	2,706,196	1,960,096	1,488,774	مجموع الموجودات الكلية
المطلوبات وحقوق المساهمين					
119,000	60,000	-	-	-	لحصة الحالية من القروض طويلة الأجل
117,648	35,227	26,012	20,950	19,308	دائنون
36,074	32,409	41,626	46,231	54,303	مصروفات مستحقة ومطلوبات أخرى
433,676	300,828	290,682	288,275	285,076	أرباح الأسهم المستحقة
24,022	17,743	19,479	17,561	18,450	مخصص الزكاة
730,420	446,207	377,799	373,017	377,137	مجموع المطلوبات المتداولة
-	-	-	-	-	ديون حكومية طويلة الأجل
462,247	701,247	709,760	200,000	-	مخصص مكافأة نهاية الخدمة للموظفين وتعويضاتهم
46,274	41,650	42,327	39,852	34,838	ومخصصات أخرى
1,238,941	1,189,104	1,129,886	612,869	411,975	إجمالي المطلوبات
حقوق المساهمين					
1,350,000	1,350,000	450,000	450,000	450,000	رأس المال
133,258	60,116	300,535	300,535	300,535	احتياطي قانوني
707,935	457,935	807,401	557,401	307,401	إحتياطي عام
37,905	37,018	18,375	39,292	18,863	أرباح مستيقة
136,283	33,687	-	-	-	إيرادات استثمارية غير متحققة
2,365,381	1,938,756	1,576,311	1,347,228	1,076,799	مجموع حقوق المساهمين
3,604,322	3,127,860	2,706,197	1,960,097	1,488,774	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين



قائمة الدخل

للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر					
2007	2006	2005	2004	2003	
ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	
1,185,502	950,121	791,087	712,641	653,119	إيرادات النشاط
(333,171)	(279,786)	(236,146)	(263,321)	(241,576)	مصاريف النشاط
852,331	670,335	554,941	449,320	411,543	مجمّل ربح النشاط
(40,009)	(36,057)	(39,892)	(36,011)	(32,069)	مصاريف إدارية وعمومية
(83,549)	(38,774)	(13,288)	(13,017)	(12,408)	الاستهلاك
728,773	595,504	501,761	400,292	367,066	الربح قبل الزكاة
22,658	21,655	15,122	157,936	39,230	إيرادات أخرى
751,431	617,159	516,883	558,228	406,296	الربح قبل الزكاة
(20,000)	(16,000)	(16,000)	(16,000)	(18,000)	مخصص الزكاة
731,431	601,159	500,883	542,228	388,296	الربح الصافي
135,000	135,000	135,000	135,000	135,000	عدد الأسهم - بالآلاف
5.42	4.45	3.71	4.02	2.88	ربح السهم بالريال السعودي

قائمة التدفقات النقدية

للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر					
2007	2006	2005	2004	2003	
ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	
919,434	599,263	534,000	431,980	424,168	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية
(286,196)	(696,181)	(505,430)	588,844	(131,577)	صافي النقد من الأنشطة التشغيلية
(452,151)	(208,368)	(242,167)	(66,800)	(267,593)	صافي النقد المستخدم في أنشطة استثمارية
440,785	259,697	564,983	294,246	517,911	صافي النقد المستخدم في أنشطة تمويلية
					صافي النقد وما يعادله في نهاية العام



معايير التحليل المالي

للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر					
2007	2006	2005	2004	2003	
معايير السيولة					
1.0	1.2	2.1	1.5	2.1	معدل السيولة الجارية
0.9	1.1	1.9	1.3	1.8	معدل السيولة الفورية
(18.1)	92.6	425.6	168.4	407.9	صافي رأس المال التشغيلي (بملايين الريالات السعودية)
معايير النشاط					
معدلات الدوران:					
(65.5)	10.3	1.9	4.2	1.6	معدل دوران المبيعات إلى رأس المال التشغيلي
8.7	13.1	5.7	3.0	2.0	معدل دوران المخزون
5.2	4.7	4.6	4.2	4.3	معدل دوران الحسابات الدائنة
70.2	77.5	78.9	86.2	85.6	متوسط فترة التحصيل
42.0	27.9	63.6	122.2	181.9	الفترة اللازمة لبيع المخزون
معايير الأداء (معدلات استخدام الأصول)					
0.48	1.15	1.24	2.79	2.75	معدل المبيعات إلى الأصول الثابتة
0.33	0.30	0.29	0.36	0.44	معدل المبيعات إلى إجمالي الأصول
معايير الربحية (للسهم الواحد)					
71.9	70.6	70.1	63.0	63.0	الربح الإجمالي (%)
68.5	66.8	65.1	58.0	58.1	الأرباح التشغيلية قبل الاستهلاك (%)
61.5	62.7	63.4	56.2	56.2	الأرباح التشغيلية بعد الاستهلاك (%)
63.4	65.0	65.3	78.3	62.2	الأرباح قبل خصم الضريبة (%)
61.7	63.3	63.3	76.1	59.5	صافي الأرباح (%)
العائد على:					
20.3	19.2	18.5	27.7	26.1	إجمالي الأصول (%)
30.9	31.0	31.8	40.2	36.1	رأس مال الأسهم (%)
26.8	24.4	26.1	41.3	38.1	إجمالي رأس المال (%)
21.7	20.6	21.5	31.4	27.2	متوسط الأصول (%)
34.0	34.2	34.3	44.7	38.1	متوسط رأس مال الأسهم (%)
26.8	24.4	26.1	41.3	38.1	متوسط إجمالي رأس المال (%)
معايير المديونية (قائمة المركز المالي)					
16.1	26.1	30.5	12.6	0.0	نسبة الدين طويل الأجل إلى إجمالي رأس المال (%)
52.4	61.3	71.7	45.5	38.3	نسبة الدين إلى رأس مال الأسهم (%)
65.6	62.0	58.2	68.7	72.3	نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي الأصول (%)
83.7	73.4	69.0	87.1	100.0	نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي رأس المال (%)



ملخص نتائج أعمال الشركة عن النصف الأول 2008

الميزانية العمومية في:	الربع الثالث 2007 ألف ريال	الربع الرابع 2007 ألف ريال	الربع الأول 2008 ألف ريال	الربع الثاني 2008 ألف ريال
موجودات متداولة	572,615	665,223	882,126	648,114
مخزونات	33,461	50,216	53,828	39,676
استثمارات	282,931	336,384	306,910	344,017
موجودات ثابتة	2,435,382	2,498,301	2,512,700	2,486,583
موجودات أخرى	24,037	57,311	23,608	20,774
إجمالي الموجودات	3,348,426	3,607,435	3,779,172	3,539,164
مطلوبات متداولة	125,998	205,003	723,527	271,070
مطلوبات غير متداولة	581,247	581,247	476,019	476,019
مطلوبات أخرى	45,334	46,274	48,834	46,375
حقوق المساهمين	2,595,847	2,774,911	2,530,792	2,745,700
إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	3,348,426	3,607,435	3,779,172	3,539,164

قائمة الدخل للفترة المنتهية في:	الربع الثالث 2007 ألف ريال	الربع الرابع 2007 ألف ريال	الربع الأول 2008 ألف ريال	الربع الثاني 2008 ألف ريال
المبيعات	338,771	264,782	338,762	378,616
تكلفة المبيعات	98,667	128,119	126,066	138,801
إجمالي الربح	240,104	136,663	212,696	239,815
إيرادات أخرى	2,782	3,819	6,156	11,593
إجمالي الإيرادات	242,886	140,482	218,852	251,408
مصروفات الإدارة والتسويق	5,281	6,233	9,248	11,566
الإستهلاك	2,176	2,113	3,260	3,293
مصروفات أخرى	2,001	1,525	3,872	3,750
إجمالي المصروفات	9,458	9,871	16,380	18,609
إجمالي الربح قبل الزكاة	233,428	130,611	202,472	232,799
مستحقات الزكاة	5,000	5,000	5,000	5,000
صافي الربح	228,428	125,611	197,472	227,799



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 (ويشار 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.