

يناير

٢٠٢٥

الجزيرة كابيتال

ALJAZIRA CAPITAL الجزيرة للأسواق المالية



التأثير المحتمل لارتفاع أسعار اللقيم على قطاعي البتروكيماويات والأسمنت

تقرير خاص | يناير ٢٠٢٥

رئيس قسم الأبحاث - الأوراق المالية

جاسم الجبران

+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٢٤٨

j.aljabran@aljaziracapital.com.sa



أرامكو السعودية ترفع أسعار المواد الأولية والوقود مجدداً: تطور مهم في عملية التحول الاستراتيجي في إصلاحات إستهلاك الطاقة

أبلغت شركة أرامكو السعودية عدة شركات للبتر وكيموايات والأسمت وبعض الشركات الأخرى برفع أسعار بعض المواد الأولية ومنتجات الوقود، اعتباراً من ١ يناير ٢٠٢٥. تعدّ هذه الزيادة هي الثانية على التوالي في أسعار المواد الأولية والوقود. يعكس القرار تطور مهم في برنامج تعديل أسعار الطاقة في المملكة الذي يعتبر أساسياً في رؤية السعودية ٢٠٣٠، بهدف تحديث الاقتصاد وضمان الاستدامة طويلة المدى، كما يسعى البرنامج إلى المزيد من تخصيص الموارد وتحسين الكفاءة ومواءمة أسعار الطاقة المحلية مع المعايير العالمية. تهدف هذه الجهود إلى تشجيع الصناعات على اعتماد التقنيات الموفرة للطاقة وتقليل الهدر ودعم القدرة التنافسية في الأسواق العالمية، حيث تم تحقيق بعض التقدم في مختلف القطاعات. على سبيل المثال، انضمت عدة شركات أسمنت في المملكة بالفعل إلى "برنامج تنافسية القطاع الصناعي"، والذي يمكن أن يساعد في رفع الكفاءة وتسهيل تحول استخدامات الطاقة من الوقود التقليدي إلى بدائل أكثر كفاءة مثل الغاز الطبيعي و بدائل الوقود المشتقة الأخرى، مما يؤدي إلى تحسن استخدام الطاقة ومعايير الانبعاثات. أيضاً، يشجع تعديل الأسعار الشركات على إعادة النظر في العمليات ذات الاستخدام الكبير للطاقة وتعزيز الابتكار والكفاءة مع الحد من العبء المالي على الميزانية الوطنية الناتج عن دعم أسعار الطاقة.

يعتبر الرفع الأخير في أسعار المواد الأولية والوقود في يناير ٢٠٢٥ تطور مهم في مسار تعديل أسعار الطاقة. تهدف هذه التغييرات إلى تحقيق فوائد اقتصادية طويلة الأجل، لكن التأثيرات المباشرة عبر القطاعات متفاوتة، مما يشكل تحديات وفرص مختلفة. ارتفعت أسعار الميثان من ١,٧٥ دولار أمريكي إلى ٢,١٥ دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية (ارتفاع ٢٣٪) وأسعار الإيثان من ٢,٥ دولار أمريكي إلى ٣,٠ دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية (ارتفاع ٢٠٪)، فيما استقرت أسعار المواد الأولية للغازات البترولية السائلة (البروبان والبيوتان) حول مستواها دون تغيير. بالنسبة لشركات الأسمت، ارتفعت أسعار زيت الوقود الثقيل ٣٨٠ من ٨,٣ دولار إلى ١٢,٢ دولار للبرميل (ارتفاع ٤٧٪) وأسعار النفط العربي الخفيف من ١٤,٩ دولار أمريكي إلى ١٨,٨ دولار أمريكي للبرميل (ارتفاع ٢٦٪). سينعكس تأثير ارتفاع الأسعار في النتائج المالية اعتباراً من الربع الأول ٢٠٢٥. بالنسبة لشركات البتر وكيموايات ضمن تغطيتنا، نتوقع أن يكون لارتفاع تكاليف المواد الأولية تأثير سلبي بقيمة ١,٨٣٧ مليون ريال سعودي وانكماش هامش إجمالي الربح ضمن نطاق ٨٠ إلى ٢١٤ نقطة أساس. من المتوقع أن يؤثر ارتفاع التكاليف سلباً بنحو ٧ - ١٥٪ على صافي الربح المتوقع لعام ٢٠٢٥. من المرجح أن يؤثر ارتفاع الأسعار على شركات الأسمت ضمن تغطيتنا بقيمة ٤٥٠ مليون ريال سعودي نتيجة ارتفاع متوسط تكلفة الطن بنحو ٧,٦٪. يبدو أن استمرار التأثير على قطاع الأسمت سيكون أكثر منه على قطاع البتر وكيموايات بغض النظر عن دورة الأعمال. لذلك، قد يتطلب من شركات الأسمت اتخاذ إجراءات فورية لتخفيف آثار ارتفاع التكاليف، مثل زيادة أسعار البيع أو التحول إلى مصادر طاقة أكثر كفاءة على المدى البعيد.

إضافة إلى ذلك، رفعت أرامكو أيضاً أسعار الديزل بنسبة ٤٤٪ إلى ١,٦٦ ريال سعودي للتر من ١,١٥ ريال سعودي للتر اعتباراً من ١ يناير ٢٠٢٥. أبقى أرامكو أسعار البنزين دون تغيير عند ٢,١٨ ريال سعودي للتر أوكتان ٩١ وعند ٢,٣٣ ريال سعودي للتر أوكتان ٩٥. سيؤثر ارتفاع أسعار الديزل على الشركات العاملة في قطاع المستهلكين التي تعتمد على الديزل كوقود لنقل السلع. من المتوقع أن تكون شركتي المراعي و نادك الأكثر تأثراً بهذا الارتفاع. تتوقع المراعي أن يؤدي ارتفاع أسعار الديزل إلى إضافة ٢٠٠ مليون ريال سعودي إلى التكاليف في ٢٠٢٥ مقابل ١٥٠ مليون ريال سعودي مقارنة بمبلغ في ٢٠٢٤. فيما تتوقع نادك ارتفاع تكاليف التشغيل بنحو ١,٥٪. على الرغم من ارتفاع تكاليف النقل نسبياً بالنسبة لشركات الأمار وأمريكانا وهرفي وجاهز، من المتوقع أن يكون تأثير ارتفاع الأسعار عليها محدوداً حيث تعمل سيارات التوصيل لديها بالبنزين وليس بالديزل. يتوقع أيضاً أن يؤثر ارتفاع أسعار الديزل أيضاً على قطاعات أخرى مثل النقل والخدمات اللوجستية والقطاع الصناعي والمرافق العامة. في المقابل، قد لا تتأثر شركتا الدريس وساسكو إيجاباً على الرغم من ارتفاع أسعار بيع الديزل حيث أنهما تعتمدان على هوامش ربح ثابتة.

الجدول ١. الارتفاع المتوقع في أسعار اللقيم

اللقيم	قبل	بعد	التغيير
الميثان	١,٧٥ دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية	٢,١٥ دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية	+٢٣٪
الإيثان	٢,٥ دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية	٣,٠ دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية	+٢٠٪
البروبان والبيوتان	خصم ٢٠٪ على الاستلام من سطح السفينة اليابانية	خصم ٢٠٪ على الاستلام من سطح السفينة اليابانية	لا تغيير
زيت الوقود الثقيل (HFO-380)	٨,٣ دولار أمريكي للبرميل	١٢,٢ دولار أمريكي للبرميل	+٤٧٪
العربي الخفيف	١٤,٩ دولار أمريكي للبرميل	١٨,٨ دولار أمريكي للبرميل	+٢٦٪

المصدر: إدارة الأبحاث في الجزيرة كابيتال



التأثير على قطاع البتروكيماويات

مزيج المواد الأولية يحدد مدى تأثير تكاليف المواد الأولية الثابتة: سيعتمد تأثير ارتفاع أسعار اللقيم على نوع المادة الأولية التي تستخدمها كل شركة. سترتفع تكلفة المبيعات في الشركات التي يمثل فيها الميثان والإيثان النسبة الأعلى من المواد الأولية، حيث نتوقع ارتفاع أسعار الميثان والإيثان بنسب ٢٣٪ و ٢٠٪ على التوالي. سوف ينعكس تأثير ارتفاع أسعار اللقيم بشكل أكبر على تكاليف الإنتاج للشركات التي تتعرض أكثر للمواد الأولية ذات التكلفة الثابتة (الميثان والإيثان) مثل سابك للمغذيات الزراعية (١٠٠٪ ميثان) وسبكيم (٤٥٪ ميثان و ١٤٪ إيثان) وسابك (١٨٪ ميثان و ٢٢٪ إيثان) وينساب (٤٢٪ إيثان)، فيما ستتأثر الشركات التي تتعرض للمواد الأولية ذات التكلفة المتغيرة (البروبان ١٠٠٪) بشكل أقل من ارتفاع أسعار اللقيم الأخيرة من قبل أرامكو مثل المتقدمة واللجين، حيث تعتمد على أسعار السوق.

الجدول ٢. استخدام شركات البتروكيماويات السعودية ضمن تغطيتنا للمواد الأولية

الشركة	الميثان	الإيثان	البروبان	البوتان	الناثقا
المتقدمة	-	-	١٠٠٪	-	-
اللجين	-	-	١٠٠٪	-	-
كيان	-	٢١٪	-	٧٩٪	-
ينساب	-	٤٢٪	٥٨٪	-	-
سابك	١٨٪	٣٢٪	١٣٪	٦٪	٣٠٪
سابك للمغذيات الزراعية	١٠٠٪	-	-	-	-
سبكيم	٤٥٪	١٤٪	٣٦٪	٥٪	-
تصنيع	-	٢١٪	٧٩٪	-	-

المصدر: إدارة الأبحاث في الجزيرة كابيتال

من المتوقع ارتفاع التكاليف للشركات الواقعة ضمن تغطيتنا بقيمة إجمالية قدرها ١,٨ مليار ريال سعودي: نتوقع ارتفاع تكاليف مبيعات سابك للمغذيات الزراعية وينساب عن العام ٢٠٢٣ بنسب ٢,٧٪ و ٢,٦٪ على التوالي، وذلك بسبب التعرض لتكلفة المواد الأولية الثابتة عند ١٠٠٪ لشركة سابك للمغذيات الزراعية و ٤٢٪ لشركة ينساب، ثم سبكيم بارتفاع ٢,٠٪ ثم التصنيع بارتفاع ١,٨٥٪ وكيان بارتفاع ١,٣٪ وسابك بارتفاع ١,٠٪. بالرغم من ذلك، سيكون التأثير الأكبر من حيث القيمة على شركة سابك بقيمة مطلقة ١,٩٥ مليون ريال سعودي ثم شركة سابك للمغذيات الزراعية بقيمة ٢٢٨ مليون ريال سعودي. نتوقع ارتفاع إجمالي تكاليف المبيعات بنسبة ١,٢٪ أو ما يعادل ١,٨٣٧ مليون ريال سعودي للشركات الواقعة ضمن تغطيتنا. على الرغم من ذلك، من المتوقع أن يكون هناك بعض التأخير في ظهور الأثر الكامل على التكاليف بسبب المخزون الحالي منخفض التكلفة، فيما نتوقع أن يبدأ هذا الأثر بالظهور في نتائج الشركات اعتباراً من نهاية الربع الأول ٢٠٢٥ وما بعد.

تأثر ربحية الشركات بما يتناسب مع صافي الربح: سيؤثر ارتفاع التكاليف المذكور أعلاه بقيمة ١,٨٣٧ مليون ريال سعودي على صافي الربح المتوقع لعام ٢٠٢٥ بنحو ٧-١٥٪ وستزداد خسائر كيان بنسبة ١٨٪ بسبب تأثير ارتفاع تكاليف المواد الأولية. من بين الشركات الاربعة، من المتوقع أن يكون صافي ربح شركات ينساب وسابك والتصنيع الأكثر تأثراً بنسب ١٥٪ و ١٣٪ و ١٣٪ على التوالي بسبب انخفاض الربحية مقارنة بغيرها من الشركات. بالتالي، يكون تأثير التكلفة الثابتة الأعلى لينساب وسابك والتصنيع نظراً لانخفاض الهامش الحالي. في المقابل، يتوقع أن تشهد سابك للمغذيات الزراعية أعلى زيادة في تكلفة المبيعات، فيما يكون التأثير على صافي الربح لعام ٢٠٢٥ الأدنى بنسبة ٧٪ بسبب ارتفاع هوامش الشركة. نقارن التأثير على صافي الربح المتوقع لعام ٢٠٢٥ مقابل صافي الربح للعام ٢٠٢٢ حيث يعتبر ٢٠٢٢ عام طبيعي نسبياً مقارنة بالعام ٢٠٢٣. يشير تحليلنا للتأثير على صافي الربح لعام ٢٠٢٢ إلى تأثير بنسبة تتراوح بين ٢٪ إلى ٢٩٪ وتأثير أقل على جميع الشركات باستثناء ينساب. بالتالي، سيكون التأثير على صافي الربح لعام ٢٠٢٥ أكبر على قطاع البتروكيماويات مقارنة بعام ٢٠٢٢ بسبب انخفاض الهوامش حالياً.

الجدول ٣. التأثير المتوقع على تكاليف المبيعات وصافي الربح

الشركة	التأثير المتوقع كنسبة مئوية من تكاليف المبيعات	التأثير المطلق (مليون ريال سعودي)	التأثير التقريبي على صافي الربح لعام ٢٠٢٢ (%)	التأثير على صافي الربح المتوقع لعام ٢٠٢٥
المتقدمة	-	-	-	-
اللجين	-	-	-	-
كيان	١,٣٪	١١٧	غ/ذ	غ/ذ
ينساب	٢,٦٪	١١٩	٢٩-٪	١٥-٪
سابك	١,٠٪	١,١٩٥	٧-٪	١٣-٪
سابك للمغذيات الزراعية	٣,٧٪	٢٣٨	٢-٪	٧-٪
سبكيم	٢,٠٪	١٠٩	٣-٪	١٠-٪
التصنيع	١,٩٪	٥٩	١١-٪	١٣-٪

المصدر: إعلانات الشركة، إدارة الأبحاث في الجزيرة كابيتال



ستؤدي التكاليف الإضافية للمواد الأولية إلى انخفاض إجمالي الأرباح بنسبة ١٢٪؛ وانكماش هامش إجمالي الربح للشركات الواقعة ضمن تغطيتنا بنحو ٨٠ - ٢١٤ نقطة أساس. يشير تقييمنا بعد المراجعة لتوقعات عام ٢٠٢٥ إلى انخفاض هامش إجمالي الربح للشركات الواقعة ضمن تغطيتنا ما بين ٨٠ - ٢١٤ نقطة أساس. من المتوقع أن تسجل سبائك للمغذيات الزراعية أكبر تراجع في هامش إجمالي الربح بمقدار ٢١٤ نقطة أساس من ٤٠,١٪ إلى ٣٧,٩٪. نتيجة اعتماد الشركة على مادة الميثان بشكل كامل، كما يتوقع أن تتأثر ينساب (تتعرض للمواد الأولية ذات التكلفة الثابتة بنسبة ٤٢٪) وسبكيك (تتعرض للمواد الأولية ذات التكلفة الثابتة بنسبة ٥٩٪) بمقدار ١٧٥ و ١٤٣ نقطة أساس في هامش إجمالي الربح على التوالي. من المرجح أن تشهد سبائك تأثيراً أقل نسبياً يبلغ ٨٠ نقطة أساس، على الرغم من الاعتماد على المواد الأولية ذات التكلفة الثابتة بنسبة ٥٠٪. كما ستأثر كيان بمقدار ١١٧ نقطة أساس بسبب الاعتماد القليل على المواد الأولية ذات التكلفة الثابتة بنسبة ٢١٪. فيما سيكون التأثير الأقل للمتقدمة واللقين. تم تخفيض إجمالي صافي ربح الشركات الواقعة ضمن تغطيتنا بنحو ١٢٪، مع تخفيض صافي ربح ينساب بنسبة ١٥٪ وزيادة في خسائر كيان بنسبة ١٨٪. وفقاً لتقديرات ربحية السهم المعدلة، يشير ارتفاع مكرر الربحية المتوقع للعام ٢٠٢٥ إلى تأثير محتمل على تقييم أسعار الأسهم في نطاق ٧-١٨٪، وسيكون التأثير الأكبر لشركة ينساب بنسبة ١٨٪ ثم سبائك بنسبة ١٥٪ والتصنيع بنسبة ١٤٪ وسبكيك بنسبة ١١٪ وسبائك للمغذيات الزراعية بنسبة ٧٪.

الجدول ٤. مراجعة التقديرات

الشركة	هامش إجمالي الربح المتوقع لعام ٢٠٢٥		صافي الربح المتوقع لعام ٢٠٢٥		التغير %	مكرر الربحية المتوقع للعام ٢٠٢٥	
	قبل	بعد	قبل	بعد		قبل	بعد
المتقدمة	١٣,٩٨	١٣,٩٨	٧٤,٣	٧٤,٣	-	١١١,٩	١١١,٩
اللقين	١٨,٥٢	١٨,٥٢	١٦٩,٠	١٦٩,٠	-	١١,١	١١,١
كيان	٦,٤٣	٥,٢٥	(٦٤٨,٥)	(٧٦٥,٨)	ع/ذ	سالب	سالب
ينساب	٢٠,٣٥	١٨,٥٩	٧٩٢,٩	٦٧٣,٦	-١٥%	٣٠,٩	٢٦,٢
سبائك	٢١,٠١	٢٠,٢١	٩,٤١٨,٥	٨,٢٢٣,٩	-١٣%	٢٤,٤	٢١,٣
سبائك للمغذيات الزراعية	٤٠,٠٨	٣٧,٩٥	٣,٥٣٩,٣	٣,٣٠١,٢	-٧%	١٥,٨	١٤,٧
سبكيك	٢٥,٩٣	٢٤,٤٩	١,٠٨٦,٤	٩٧٧,٤	-١٠%	١٨,١	١٦,٢
التصنيع	١٣,٨٦	١٢,٤٥	٤٧٠,٩	٤١١,٦	-١٣%	١٦,٣	١٤,٢
المجموع			١٤,٩٠٣	١٣,٠٦٥	-١٣%		

المصدر: إدارة الأبحاث في الجزيرة كابيتال

ارتفاعات كبيرة في أسعار المواد الأولية، وتوقعات بزيادة أقل حدة في المستقبل و توقعات بإعتماد آلية تسعير طويلة المدى تستند إلى معايير محددة: استمر انخفاض السعر الجديد للإيثان عند ٣,٠ دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية مقابل متوسط أسعار الإيثان في الولايات المتحدة عند ٣,٢١ دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية لكن تقلصت هذه الفجوة مع ارتفاعين متتاليين. بالمثل، تم تقليص الفجوة بين أسعار الميثان المحلية ومتوسط سعر الميثان هنري الأمريكي البالغة ٢,٥٢ دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية. مع ذلك، تشهد حالياً الأسعار العالمية للإيثان في الولايات المتحدة البالغة ٣,٦٠ دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية والميثان هنري الأمريكي عند ٤,١ دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية ارتفاعاً بسبب قيود سلاسل الإمداد والعوامل الموسمية والجيوسياسية. لذا، نتوقع أن يكون هناك مجال محدود لزيادة أسعار الإيثان والميثان في السنوات القادمة. و نعتقد أن زيادة أسعار الإيثان والميثان بنسبة تتراوح ما بين ١٠-٢٠٪ في العام المقبل قد تُقارب الأسعار العالمية، مما قد يدفع الحكومة إلى تطوير آلية تسعير مُعيارية لربط الأسعار بالمعايير التي تحافظ على ديناميكية الأسعار مع مراعاة تقلبات السوق العالمية. بالإضافة إلى أن أسعار البروبان في المملكة العربية السعودية، حتى بعد خصم ٢٠٪، كانت أعلى من أسعار البروبان في الولايات المتحدة خلال العامين الماضيين. لذلك، نتوقع أن تُغيّر المملكة العربية السعودية أسعارها المرجعية ليتم ربطها بالأسعار في الولايات المتحدة لتصبح أكثر تنافسية.

أي تحسّن إيجابي في أسعار المواد الأولية العالمية سيكون له دور كبير في التخفيف من تأثير ارتفاع أسعار المواد الأولية محلياً؛ يعود ارتفاع أسعار المواد الأولية حالياً إلى قيود سلاسل الإمداد الناتجة عن عوامل جيوسياسية. تبذل إدارة ترامب الجديدة جهودها لحل هذه الصراعات الجيوسياسية في روسيا وأوروبا. ومن المرجح حدوث تغيير في قطاع البتروكيماويات في حال نجحت إدارة ترامب في مساعيها، حيث سيؤدي ارتفاع المعروض إلى انخفاض أسعار المواد الأولية، ودعم فروق أسعار المنتجات البتروكيماوية والربحية. كما يساعد هذا التطور الإيجابي شركات البتروكيماويات السعودية في التخفيف من تأثير ارتفاع أسعار المواد الأولية محلياً. بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن يُساعد تخفيف تكاليف الشحن ومبادرات تحسين التكلفة إلى التخفيف من أثر ارتفاع تكلفة المواد الأولية.

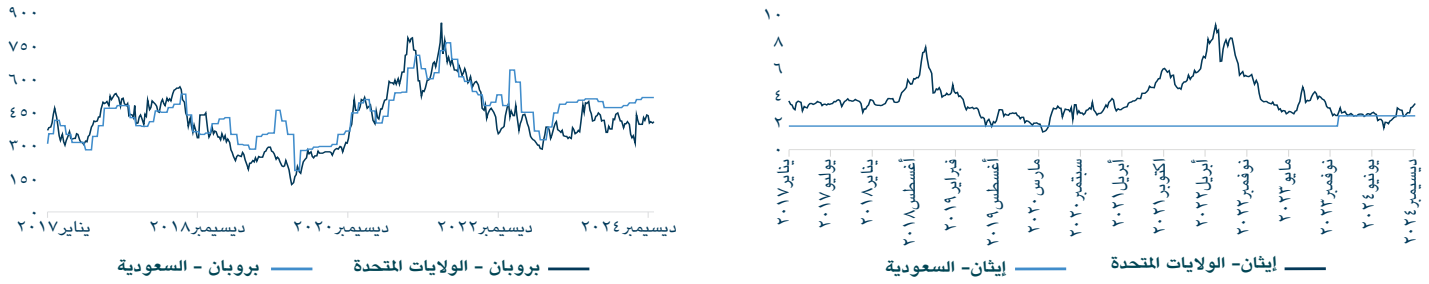
الجدول ٥. مقارنة أسعار اللقيم في السعودية والولايات المتحدة

الفارق	السعر		اللقيم
	الولايات المتحدة	المملكة العربية السعودية	
٠,٣٧	**٢,٥٢	*٢,١٥	الميثان (دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية)
٠,٢١	**٣,٢١	*٣,٠٠	الإيثان (دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية)
١٠٦-	٤٠٢	٥٠٨	البروبان (دولار أمريكي للطن)

المصدر: أرقام، إدارة الأبحاث في الجزيرة كابيتال. * السعر بعد الزيادة ** متوسط الأسعار اعتباراً من يناير ٢٠٢٣



الشكل ١. اتجاه السعر التاريخي للإيثان (دولار أمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية) والبروبان (دولار أمريكي / للطن)

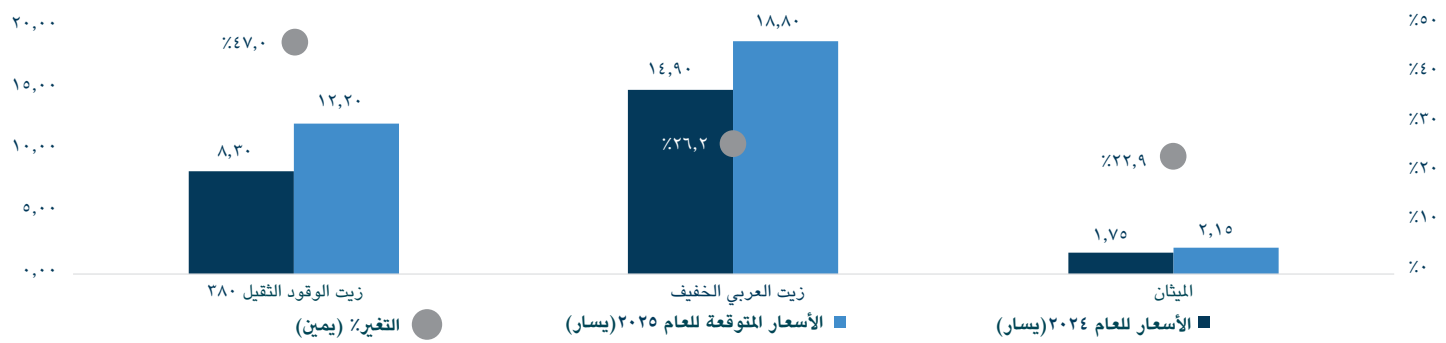


المصدر: أرقام، إدارة الأبحاث في الجزيرة كابيتال، أسعار البروبان بخصم ٢٠٪ على الاستلام من سطح السفينة اليابانية

الأثر على قطاع الأسمنت

من المتوقع أن يؤدي رفع أرامكو السعودية لأسعار الطاقة وخصوصاً زيت الوقود الثقيل و٣٨٠ والنفط الخام العربي الخفيف والميثان إلى ارتفاع متوسط تكلفة الطن لشركات الأسمنت.

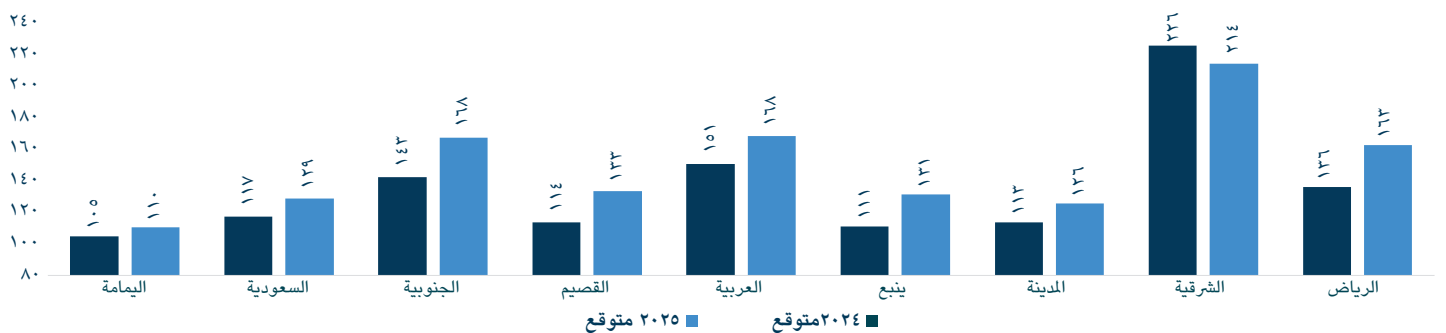
الشكل ٢. أسعار الطاقة في ٢٠٢٤ و ٢٠٢٥ (دولار أمريكي)



المصدر: إدارة الأبحاث في الجزيرة كابيتال، ملاحظة: تكون أسعار زيت الوقود الثقيل والنفط الخام العربي الخفيف بالدولار الأمريكي للبرميل، فيما يكون سعر الميثان بالدولار الأمريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية

من المتوقع أن يكون التأثير الإجمالي الحالي أقل بالمقارنة مع تأثيرات عام ٢٠٢٤، وسيتم تأثر صافي ربح كل شركة على تركيبة الوقود ونماذج أعمالها؛ ارتفاع المخزون لدى الشركات قد يؤدي إلى انخفاض التأثير الفعلي في ٢٠٢٥: بناءً على الزيادة في أسعار الطاقة، نتوقع ارتفاع متوسط تكلفة الطن بنسبة ٧,٥٪ (أو ١٠,٣ ريال سعودي للطن) ليصل إلى ١٤٩ ريال سعودي للطن في قطاع الأسمنت خلال ٢٠٢٥، مقارنةً بتقديرنا السابق. سينعكس ارتفاع تكلفة الطن على ارتفاع تكلفة المبيعات إلى ٤٥٠ مليون ريال سعودي وفق توقعاتنا المتعلقة بحجم المبيعات لعام ٢٠٢٥، حيث تُعد التأثيرات أقل بالمقارنة مع تأثير ارتفاع تكلفة الطن في ٢٠٢٤. تشير تقديراتنا الأولية إلى تراجع أرباح شركات الأسمنت ضمن تغطيتنا لعام ٢٠٢٥ بنسبة ١٧,٧٪ إلى ٢,٠ مليار ريال سعودي من ٢,٤٣ مليار ريال سعودي. وسيكون التأثير المنخفض نتيجة لتأثير الزيادات الأقل نسبياً في أسعار الطاقة، واستمرار برنامج تنافسية القطاع الصناعي الذي أدى إلى التخفيف الجزئي من ارتفاع أسعار الطاقة من خلال تحسين كفاءة الطاقة، إضافة إلى ذلك، قد يؤدي المستوى المرتفع الحالي للمخزون الذي يغطي حوالي ٩٤٪ من حجم المبيعات السنوية إلى انخفاض التأثير الفعلي عن توقعاتنا لعام ٢٠٢٥.

الشكل ٣. تكلفة الطن لشركات الأسمنت (ريال سعودي / للطن)



المصدر: إدارة الأبحاث في الجزيرة كابيتال، ملاحظة: من المتوقع انخفاض تكلفة مبيعات أسمنت الشرقية في العام ٢٠٢٥ بسبب اختلاف مزيج المنتجات

سيتمتع التأثير على صافي الربح في معظمه على مصدر الطاقة الذي تستخدمه الشركة. من المتوقع أن يكون لارتفاع زيت الوقود الثقيل ٣٨٠ التأثير السلبي الأكبر على صافي ربح الشركات، فيما يعتبر الميثان الأرخص والأكثر كفاءة. وفقاً لتقديرنا الأولية لمبيعات العام ٢٠٢٥، نتوقع أن يسجل صافي ربح أسمنت العربية وأسمنت الجنوبية وأسمنت ينبع أكبر انخفاض بنسب ٣٧٪ (أقل بنحو ٥٩ مليون ريال سعودي) و٣٥٪ (أقل بنحو ٥٨ مليون ريال سعودي) و٣١٪ (أقل بنحو ٥٤ مليون ريال سعودي) على التوالي، وذلك يعود إلى الاستهلاك الكبير للوقود الثقيل، ثم أسمنت الرياض بانخفاض ١٨٪ تأثير بنحو ٥٠ مليون ريال سعودي، وأسمنت السعودية بانخفاض ١٧,٠٪ بنحو ٧٤ مليون ريال سعودي، التي تستهلك الغاز العربي الخفيف. من المتوقع أن يكون الانخفاض في صافي الربح الأقل لدى أسمنت الشرقية بانخفاض ٧٪ بحدود ١٧ مليون ريال سعودي وأسمنت اليمامة بانخفاض ٧٪ عند ٣٠ مليون ريال سعودي، بسبب استخدامهما غاز الميثان بنسبة ١٠٠٪.





الجدول ٦. استخدام شركات الأسمنت السعودية الواقعة ضمن تغطيتنا للقيم

الشركة	الميثان	الوقود الثقيل HFO 380	العربي الخفيف	استهلاك زيت الوقود الثقيل ٣٨٠
أسمنت اليمامة	✓	-	-	٪٠
أسمنت المدينة	-	✓	-	٪١٠٠
أسمنت السعودية	✓	-	✓	٪٠
أسمنت الجنوبية	-	✓	✓	٪٦١
أسمنت الرياض	-	✓	✓	٪٣٧
أسمنت العربية	-	✓	-	٪١٠٠
أسمنت الشرقية	✓	-	-	٪٠
أسمنت ينبع	-	✓	-	٪١٠٠
أسمنت القصيم	-	-	✓	٪٠

المصدر: تقارير الشركات، إدارة الأبحاث في شركة الجزيرة كابيتال

الجدول ٧. تخفيض تقديرات الهوامش وصافي الربح

الشركة	هامش إجمالي الربح المتوقع لعام ٢٠٢٥ (%)			صافي الربح المتوقع لعام ٢٠٢٥ (مليون ريال سعودي)			مكرر الربحية المتوقع للعام ٢٠٢٥	
	قبل	بعد	الفارق (نقطة أساس)	قبل	بعد	الفارق %	قبل	التغير %
أسمنت اليمامة	٤٥,٦	٤٣,٢	-٢,٤	٤١٧	٣٨٧	-٣٠,٣	١٧,٣	٧,٨
أسمنت المدينة	٣٦,٨	٣٢,٤	-٤,٤	١٥٤	١٣٢	-٢٢,٣	١٦,٦	١٦,٦
أسمنت السعودية	٤٠,٦	٣٥,٨	-٤,٨	٤٣٣	٣٦٠	-٧٣,٠	١٤,٧	٢٠,٥
أسمنت الجنوبية	٢٧,٩	٢١,١	-٦,٨	١٦٧	١٠٩	-٥٨,٠	٢٧,٤	٥٣,٩
أسمنت الرياض	٣٩,٠	٣٣,٠	-٦,٠	٢٧٦	٢٢٦	-٥٠,٠	١٣,٦	٢٢,٢
أسمنت العربية	٢٦,١	١٨,٧	-٧,٤	١٥٩	١٠٠	-٥٩,٠	١٥,٨	٥٩,٣
أسمنت الشرقية	٢٩,٢	٢٧,٧	-١,٥	٢٤٣	٢٢٦	-١٧,٠	١٢,٣	٧,٦
أسمنت ينبع	٢٦,٦	٢٠,٥	-٦,١	١٧٦	١٢٢	-٥٤,٠	٢١,١	٤٤,٦
أسمنت القصيم	٢٩,٨	٢٣,٣	-٦,٥	٤٠٢	٣٣٨	-٦٤,٠	١٤,٤	١٨,٨
المتوسط	٣٣,٥	٢٨,٤	-٥,١	٢,٤٢٧	١,٩٩٩	-٤٢٧,٠	١٧,٧	

المصدر: تقارير الشركات، إدارة الأبحاث في شركة الجزيرة كابيتال

وفقاً لتقديرات ربحية السهم المعدلة، يشير ارتفاع مكرر الربحية المتوقع للعام ٢٠٢٥ إلى تأثير محتمل على تقييم أسعار الأسهم في نطاق واسع، وسيكون التأثير الأكبر لأسمنت العربية ثم أسمنت الجنوبية وأسمنت ينبع. في المقابل، نتوقع أن تكون الأسهم الأقل تأثراً لكل من أسمنت المنطقة الشرقية بنسبة ٧,٦٪ وأسمنت اليمامة بنسبة ٧,٨٪.

قد تكون زيادة أسعار البيع الإجراء الفوري للتخفيف من تأثير أسعار الطاقة: يعد رفع أسعار بيع الأسمنت من الحلول الفعالة لمواجهة زيادة تكاليف الإنتاج على المدى القريب، في حين أن التحول إلى مصادر أكثر كفاءة للطاقة من خلال تحديث خطوط الإنتاج يتطلب وقت أطول ومزيد من النفقات الرأسمالية. استناداً إلى تقديراتنا السابقة، كانت تقديراتنا لشركات الأسمنت السعودية تحت تغطيتنا تشير إلى متوسط سعر بيع بنحو ٢٠١,٥ ريال سعودي للطن. وفقاً لتقديراتنا، يجب أن يبلغ متوسط أسعار البيع لشركات الأسمنت الواقعة ضمن تغطيتنا ٢١٢,٥ ريال سعودي للطن لتخفيف تأثير ارتفاع أسعار الطاقة بشكل كامل. نعتقد أن متوسط أسعار البيع يمكن أن يرتفع قليلاً عن تقديراتنا السابقة للتخفيف من تأثير زيادة أسعار الوقود، لكن استدامة نقل هذه الزيادة إلى المستهلك بشكل كامل سيكون غير مؤكد نظراً لارتفاع مستويات المخزون والضغط التنافسي الناتج عن الفائض في الطاقة الإنتاجية في القطاع مما قد يعيد حرب الأسعار. وفقاً لتحليلنا، يعتبر متوسط سعر البيع لأسمنت اليمامة وأسمنت المنطقة الشرقية الأقرب إلى نقطة التعادل، ويتطلب زيادة ٤,٨ و ٦,٣ ريال سعودي للطن لإلغاء تأثير ارتفاع أسعار الطاقة، فيما يتطلب زيادة ١٠,٩ ريال سعودي للطن بالمتوسط لشركات الأسمنت الواقعة ضمن تغطيتنا، لإلغاء تأثير ارتفاع أسعار الطاقة كلياً.

الجدول ٨. متوسط أسعار البيع المتوقع للعام ٢٠٢٥ ومتوسط أسعار البيع المطلوب للتخفيف من تأثير ارتفاع أسعار الطاقة (ريال سعودي للطن)

الشركة	متوسط أسعار البيع المتوقع ٢٠٢٥	متوسط أسعار البيع لمقابلة تأثير ارتفاع أسعار الطاقة	الفارق
أسمنت اليمامة	١٩٤,٣	١٩٩,١	٤,٨
أسمنت المدينة	١٨٥,٦	١٩٣,٧	٨,١
أسمنت السعودية	٢٠٠,٨	٢١٠,٣	٩,٥
أسمنت الجنوبية	٢١٢,٥	٢٢٧,٠	١٤,٦
أسمنت الرياض	١٩٥,٤	٢١٠,١	١٤,٧
أسمنت العربية	١٧٥,٨	١٩٤,٩	١٩,١
أسمنت المنطقة الشرقية	٣١٠,٣	٣١٦,٦	٦,٣
اسمنت ينبع	١٦٥,٣	١٧٥,٥	١٠,٢
أسمنت القصيم	١٧٢,٩	١٨٥,٠	١١,١
المتوسط	٢٠١,٥	٢١٢,٥	١٠,٩

المصدر: تقارير الشركات، إدارة الأبحاث في شركة الجزيرة كابيتال



من المحتمل أن تستمر أسعار الوقود السائل في الارتفاع بقوة، بينما يرجح أن يكون ارتفاع أسعار الغاز الطبيعي محدوداً؛ كما ذكرنا سابقاً، نتوقع أن يكون أي ارتفاع مستقبلي في أسعار الغاز الطبيعي محدوداً وبنسبة تتراوح بين ١٠٪-٢٠٪، مع التوجه مستقبلاً لوضع آلية تسعير طويلة الأجل تعتمد على المعايير المرجعية. بالرغم من ذلك، لا تزال أسعار زيت الوقود الثقيل والخام العربي الخفيف بعد الزيادات الأخيرة تباع بخضم كبير مقارنة بالأسعار المرجعية العالمية. بالتالي، نتوقع إمكانية حدوث ارتفاع كبير في أسعار هذه المواد خلال السنوات المقبلة.

نتوقع أن تتجه صناعة الأسمت السعودية نحو استخدام الغاز الطبيعي كمصدر للطاقة؛ قد يعزز الرفع الحالي لأسعار الطاقة إلى دعم الجهود الجارية لتحقيق ذلك: بالنسبة لشركات الأسمت السعودية، من المفيد على المدى الطويل التحول من زيت الوقود الثقيل إلى خيارات طاقة أكثر كفاءة في الإنتاج وصديقة للبيئة مثل الميثان. لكن يتطلب ذلك نفقات رأسمالية لتحديث خطوط الإنتاج لتكون قادرة على استهلاك مصادر أخرى للطاقة. تشير تحليلاتنا إلى أن تكلفة التحول إلى الميثان كمصدر للطاقة تتراوح ما بين ٦٠-٧٠ مليون ريال سعودي. انضم العديد من منتجي الأسمت في المملكة إلى "مبادرة تنافسية القطاع الصناعي" التي تقوم بها وزارة الصناعة والموارد الطبيعية. من المتوقع أن تساعد هذه المبادرة شركات الأسمت على رفع الكفاءة وتسهيل الانتقال إلى مصادر الطاقة البديلة. ساعدت هذه المبادرة فعلياً شركات القطاع على تقليل تأثير ارتفاع أسعار الطاقة في العام ٢٠٢٤. قد يؤدي التخفيف من التأثير إلى تشجيع الشركات على تخصيص رأس المال لتحويل الطاقة. أيضاً، يتوافق التحول إلى غاز الميثان بشكل جيد مع التحول الاستراتيجي المخطط للمملكة إلى الغاز الطبيعي كمصدر للطاقة بدعم من توسع أرامكو المخطط لإنتاج الغاز الطبيعي. لذلك، قد يؤدي الدعم الكامل من الحكومة والفوائد طويلة المدى من مصادر الطاقة الأكثر كفاءة ونظافة، والارتفاعين المتتاليين في أسعار الطاقة إلى جانب الارتفاعات المستقبلية المحتملة في أسعار الوقود الثقيل، إلى تسارع جهود التحول في مجال الطاقة على مستوى القطاع. نتوقع أن يتحول قطاع الأسمت السعودي بالكامل إلى غاز الميثان بحلول العام ٢٠٢٧.





تعد شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) الذراع الاستثماري لبنك الجزيرة، وهي شركة سعودية مساهمة مغلقة متخصصة في أعمال الأوراق المالية، ملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع تعاملاتها. تعمل الجزيرة كابيتال تحت إشراف هيئة سوق المال السعودية. لقد تم ترخيص الشركة من قبل هيئة سوق المال لتقديم خدمات التعامل في أعمال الأوراق المالية بصفة أصيل و وكيل والتعهد بالتغطية وخدمات الإدارة والحفظ والترتيب وتقديم المشورة. إن الجزيرة كابيتال استثمارية لقصة نجاح طويلة في سوق الأسهم السعودية حافظت خلالها لسنوات عدة على الريادة والتي نطمح بمواصلتها عن طريق التطوير المستمر لخدماتنا، ومن خلال فتح آفاق تداول جديدة لعملائنا الكرام للوصول لأسواق الأوراق المالية الإقليمية والعالمية.

١. زيادة المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أقل من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والأسهم المصنفة "زيادة المراكز" يتوقع أن يرتفع سعرها بأكثر من ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٢. تخفيض المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أعلى من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والأسهم المصنفة "تخفيض المراكز" يتوقع أن ينخفض سعرها بأكثر من ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٣. محايد: يعني أن السهم يتم تداوله في نطاق قريب من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والسهم المصنّف "محايد" يمكن أن يتراوح سعره زائد أو ناقص ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٤. التوقف عن التغطية (SR/RH): يعني أن التصنيف معلق بانتظار مزيد من التحليل بسبب وجود تغيير جوهري في أداء الشركة التشغيلي/المالي، أو تغيير ظروف السوق أو أية أسباب أخرى خاصة بشركة الجزيرة للأسواق المالية.

إفصاحات وإقرارات وإخلاء المسؤولية

إن الغاية من إعداد هذا التقرير هي تقديم صورة عامة عن الشركة أو القطاع الاقتصادي أو الموضوع الاقتصادي محل البحث، وليس الهدف تقديم توصية ببيع أو شراء أو الاحتفاظ بأية أوراق مالية أو أصول أخرى. بناءً على ما سبق، لا يأخذ هذا التقرير بعين الاعتبار الظروف المالية الخاصة بكل مستثمر ومدى قابليته/رغبته بتحمل المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى، وبالتالي قد لا يكون مناسباً لجميع العملاء باختلاف أوضاعهم المالية وقدرتهم ورغبتهم في تحمل المخاطر. يفضل عموماً أن يقوم المستثمر بأخذ المشورة من عدة جهات ومصادر متعددة عندما يتعلق الأمر بالقرارات الاستثمارية وأن يدرس تأثير هذه القرارات على وضعه المالي والقانوني والضريبي وغيره قبل الدخول بهذه الاستثمارات أو تصفيتها جزئياً أو كلياً. إن أسواق الأسهم والسندات والمنتجات الاقتصادية الجزئية والكليّة ذات طبيعة متغيرة وقد تشهد تقلبات مفاجئة بدون سابق إنذار، لذلك قد يتعرض المستثمر في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى لمخاطر وتقلبات غير متوقعة. جميع المعلومات والآراء والتوقعات والقيم العادلة أو الأسعار المستهدفة الواردة في التقرير مستقاة من مصادر تعتقد شركة الجزيرة للأسواق المالية بأنها موثوقة، لكن لم تقم شركة الجزيرة للأسواق المالية بتفنيده هذه المعلومات بشكل مستقل، لذلك قد يحدث أن تكون هذه المعلومات مختصرة وغير كاملة، وبناءً عليه تعتبر شركة الجزيرة للأسواق المالية غير مسؤولة عن مدى دقة أو صحة المعلومات والتوقعات المبينة عليها الواردة في التقرير ولا تتحمل أية مسؤولية عن أية خسارة مادية أو معنوية قد تحدث بسبب استخدام هذا التقرير أو أجزاء منه. لا تقدم شركة الجزيرة للأسواق المالية أية ضمانات بخصوص التوقعات أو الأسعار العادلة أو الأسعار المستهدفة أو الأرقام الواردة بالتقرير وجميع التوقعات والبيانات والأرقام والقيم العادلة والأسعار المستهدفة قابلة للتغيير أو التعديل بدون إشعار مسبق. الأداء السابق لأي استثمار لا يعتبر مؤشراً للأداء المستقبلي. تقديرات السعر العادل أو السعر المستهدف والتوقعات والتصريحات بخصوص الآفاق المستقبلية الواردة بالتقرير قد لا تحصل فعلياً. قد ترتفع أو تنخفض قيمة الأسهم أو الأصول المالية الأخرى أو العائد منها. أي تغير في أسعار العملات قد يكون له أثر إيجابي أو سلبي على قيمة/عائد السهم أو الأوراق المالية الواردة في التقرير. قد يحصل المستثمر على مبلغ أقل من المبلغ الأصلي المستثمر في حالات معينة. بعض الأسهم أو الأوراق المالية قد تكون بطبيعتها قليلة السيولة / التداول أو تصبح كذلك بشكل غير متوقع في ظروف معينة وهو ما قد يزيد المخاطرة على المستثمر. قد تطبق رسوم على الاستثمارات في الأسهم. تم إعداد هذا التقرير من قبل موظفين متخصصين في شركة الجزيرة للأسواق المالية، وهم يتعهدون بأنهم وزوجاتهم وأولادهم لا يمتلكون أسهماً أو أوراق مالية أخرى يتضمنها هذا التقرير بشكل مباشر وقت إصدار هذا التقرير، لكن كاتبو هذا التقرير و/أو زوجاتهم وأولادهم قد يمتلكون أوراق مالية / حصص في الصناديق المفتوحة للجمهور المستثمرة في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير كجزء من محفظة متنوعة والتي تدار من قبل طرف ثالث. تم إعداد هذا التقرير بشكل منفصل ومستقل من قبل إدارة الأبحاث في شركة الجزيرة للأسواق المالية ولم يتم إطلاع أي أطراف داخلية أو خارجية قد يكون لها مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في محتويات هذا التقرير قبل النشر، ما عدا أولئك الذين يسمح لهم مركزهم الوظيفي بذلك، و/أو الأطراف الرابعة الذين التزموا باتفاقية الحفاظ على سرية المعلومات مع الجزيرة كابيتال. قد تملك الجزيرة كابيتال و/أو الشركات التابعة لها حصصاً في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير بشكل مباشر، أو بشكل غير مباشر عن طريق صناديق استثمارية تديرها و/أو ضمن صناديق استثمارية تدار من قبل أطراف ثالثة. قد تكون إدارة المصرفية الاستثمارية للجزيرة كابيتال في طور المباحثات للحصول أو حصلت فعلاً على صفقة أو صفقات من قبل الشركات موضوع هذا التقرير. قد يكون أحد أعضاء مجلس الإدارة في شركة الجزيرة للأسواق المالية أو أحد مدراءها التنفيذيين، أو أكثر من فرد واحد، عضو / أعضاء في مجلس إدارة أو الإدارة التنفيذية في إحدى الشركات المذكورة في هذا التقرير أو الشركات التابعة لها. لا يسمح بنسخ هذا التقرير أو أي جزء منه للتوزيع لأي جهة سواء داخل أو خارج المملكة العربية السعودية بدون الحصول على إذن خطي مسبق من شركة الجزيرة للأسواق المالية. على الأفراد والجهات المتلقية لهذا التقرير الالتزام بهذه القيود، والقبول بهذا التقرير يعني قبول الالتزام بالقيود السابقة.