



إدارة البحوث
مؤرخ خان ، محلل استثمار
Tel: +966 1 211 9248, khamn@alrajhi-capital.com

معادن

ارتفاع الإيرادات يمكن أن يدعم السعر

لقد شرعت شركة التعدين العربية السعودية (معادن) المتخصصة أساساً في تعدين الذهب، في إنجاز خطة توسعة تستغرق ثلاث سنوات. وبينما ستقفز ديون الشركة هذا العام نتيجة لهذا التوسع، فإننا نعتقد أنه ينبغي على المستثمرين أن ينظروا إلى مستقبل الشركة القريب خلال الستة أشهر القادمة أي إلى عام 2011 الذي نتوقع أن تقفز الإيرادات خلاله خمسة أضعاف عقب بدء الإنتاج في مشروع الفوسفات. وبعد الفوسفات سيبدأ إنتاج الألمونيوم وبنهاية عام 2013 نتوقع أن تصبح معادن إحدى الشركات الرائدة على مستوى العالم التي تتنوع نشاطاتها بين التعدين وإنتاج المعادن. وسوف تضيق معادن قيمة إلى مساهميتها وتستحق أن يتم تداول سهمها عند مضاعف قيمة الشركة/ رأس المال المستثمر أعلى من 0.6 مرات. وقد حددنا سعراً مستهدفاً للسهم الشركة يبلغ 23.7 ريالاً مما يشير ضمناً إلى إمكانية ارتفاع سهم الشركة بنسبة 20% وأجرينا هذه التغطية للشركة بتصنيفها على أساس زيادة المراكز في أسهمها.

احتياطات الذهب يتوقع أن تظهر ارتفاعاً غير مسبوق: تملك معادن احتياطات محتملة من الذهب تبلغ 9.22 مليون أوقية كما اكتشفت منجمين جديدين بنوعية جيدة مما يجعل الشركة تتوقع الوصول بإنتاجها من الذهب إلى ثلاثة أضعاف بحلول عام 2015م. ونتوقع أن يتم تشغيل بعض هذه المناجم الجديدة بحلول النصف الثاني 2013 مما سينتج عنه زيادة الإيرادات بشكل كبير. وبناءً عليه، يتوقع أن تتمتع الشركة بهوامش أرباح كبيرة نظراً لارتفاع أسعار الذهب.

مشروع الفوسفات محرك أساسي جديد: سوف يبدأ تشغيل مشروع شركة معادن للفوسفات بحلول الربع الرابع 2010م. وبعد دخول مرحلة التشغيل الكامل لهذا المشروع، سوف تصبح معادن أكبر مورد لأسمدة الفوسفات الثاني وتستهدف الاستحواذ على حصة تتراوح بين 15% و 20% من إجمالي السوق العالمي لهذا المنتج. إننا نعتقد أن إيرادات الشركة سوف ترتفع بحوالي خمسة أضعاف في عام 2011 عندما تبدأ معادن في قيد هذه الإيرادات في حساباتها.

مشروع الألمونيوم يعود إلى مساره مرة أخرى: بعد خروج شركة ريو تانتو من هذا المشروع في أواخر 2008 على إثر الأزمة المالية العالمية، أصبحت طموحات معادن في مشروع الألمونيوم في خطر. غير أن دخول شركة الكو في هذا المشروع أعاده إلى مساره الصحيح. وفي يونيو 2010، أعلنت الشركة رسمياً أنها قد بدأت في تشييد طاحونة اللقافة والمصهر وأن العمليات التشغيلية سوف تبدأ بنهاية 2013م. ونذكر هنا أيضاً أنه بعد مرحلة التشغيل لهذا المشروع، سوف تصبح معادن واحدة من أكبر الشركات العالمية المتكاملة والمنتجة للألمونيوم بأخص الأسعار.

الدعم الحكومي سوف يفيد معادن: إننا نعتقد أن الحكومة، في إطار مجهوداتها الرامية إلى تنويع الاقتصاد الوطني وعدم التركيز على المنتجات الهيدروكربونية فقط، سوف توفر دعماً جيداً لهذه الصناعة. وفي هذا الصدد، فإن وكالة الوزارة للموارد المعدنية تساعد في نشاطات استكشاف الذهب كما أنها تقوم حالياً بتشديد خط سكة حديد خاص بنقل المعادن من موقع منجم الجلاميد إلى مصنع الفوسفات في رأس الزور مما يعتبر دليلاً على حقيقة حرص الدولة على إنجاز هذا المشروع.

التقييم: معادن سوف تضيق قيمة إلى رأس مالها المستثمر: لقد صنفنا معادن في قائمة الشركات التي نوصي بزيادة المراكز في أسهمها مع سعر مستهدف يبلغ 23.7 ريالاً للسهم ويشير ذلك ضمناً إلى إمكانية ارتفاع سعر السهم بنسبة 20%. وقد توصلنا إلى السعر المستهدف بإعطاء وزن بنسبة 70% للتقييم بطريقة الربح الاقتصادي المحسوب ونسبة 30% لطريقة تحليل المضاعفات المقارنة. وحسب توقعاتنا، سيبدأ سعر سهم معادن في الارتفاع المستمر مع اقتراب موعد انطلاق مشروع الفوسفات وبالتالي فإننا ننظر إليه كاستثمار جيد للمدى البعيد. إن الجزء الأكبر من قيمة معادن يكمن في رأس المال الذي تم توظيفه بالفعل وليس في عائداتها الاقتصادية المستقبلية. إن نسبة قيمة الشركة/ رأس المال المستثمر لشركة معادن تبلغ 0.6 مرة بينما تبلغ نسبة السعر/ القيمة الدفترية 1.0 مرة بيد أننا نعتقد أن رأس مال الشركة قد تم استثماره بشكل حصيف في أصول يرجى منها تحقيق نمو قوي في الإيرادات وعائد اقتصادي جيد في المستقبل. علاوة على ذلك، فإننا نتوقع أن تساعد عوامل الشفافية واحتمال أن تحظى الشركة بقبول واسع في أوساط المستثمرين العالميين، في تحريك سعر السهم.

هذه ترجمة للتقرير الصادر باللغة الإنجليزية في 1 أغسطس 2010

US\$26.30mn	%35.8	US\$4.78bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية
122.1% أعلى من الحالي	23.67	السعر المستهدف
5.2% أعلى من الحالي	20.40	السعر المتفق عليه
بتاريخ 1/8/2010	19.40	السعر الحالي

زيادة المراكز	الحفاظ على المراكز	تخفيض المراكز
---------------	--------------------	---------------

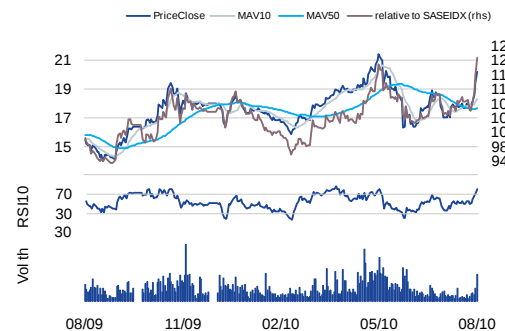
مواضيع رئيسية

مستقيدة من الثروات المعدنية الضخمة للمملكة، فقد دخلت شركة معادن في مشروعين جديدين: مشروع الفوسفات الذي سيبدأ في عام 2010م ومشروع الألمونيوم الذي سيبدأ في عام 2013-2014م. إننا نعتقد أن معادن سوف تستغل توفر المواد الخام منخفضة التكلفة كما سوف تستفيد أيضاً من الدعم الحكومي لتسجيل قصة نجاح في المدى البعيد.

استنتاجات

لقد صنفنا شركة معادن بالتوصية بزيادة المراكز فيها. إننا نعتقد أن مبيعات الشركة سوف تزداد بقوة في عام 2010 مع بدء الإنتاج في مصنعها الخاص بالفوسفات. ويتوقع أن يؤدي الإفصاح الجيد والشفافية إلى رفع سعر سهم الشركة الذي نرى أنه يمثل استثماراً جيداً في المدى البعيد.

الأداء



الأرباح

آخر المدة - SAR	12/12E	12/11E	12/10E	12/09
المبيعات - SARmn	5,280	3,586	729	634
نمو المبيعات	%47.3	%391.8	%14.9	%37.9
EBITDA - SARmn	2,604	1,623	238	221
نمو EBITDA	%60.5	%581.0	%8.0	%531.7
الربح الموزع للسهم	0.97	0.79	0.14	0.44
نمو ربحية السهم	%22.7	%457.6	-%67.6	%43.5

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



ملخص

مجموعة معادن: خطط توسعية طموحة

تشهد معادن توسعاً طموحاً وتقوم حالياً بتنفيذ مشاريع تقرب قيمتها من 18 بليون دولار. إن معادن تقوم بتنويع نشاطاتها ولكنها ليست مضطرة إلى ذلك، وبينما نتوقع البدء في تشغيل منجمين جديدين للذهب في عام 2013 فإن الفوسفات والألمونيوم سوف يحرران النمو من الآن فصاعداً كما سوف يسيطران على الإيرادات قريباً. وبناءً عليه، فإنه يتوقع أن تسهم معادن إسهاماً كبيراً في عملية تنويع اقتصاد المملكة العربية السعودية.

مشاريع الذهب سوف تستمر في تألقها

على عكس التوقعات فإن مشروع معادن الخاص بالذهب قد كتب له الوجود ليستمر إذ تم مؤخراً استكشاف 9 ملايين أوقية من احتياطات الذهب في منطقة الدرع العربي في المنطقة الشمالية من المملكة العربية السعودية. ويسير أداء معادن بشكل جيد في الاستمرار في أعمال الاستكشاف وفي الوصول إلى مواقع جديدة لاستكشافات الذهب المحتملة. إن قوة أسعار الذهب سوف تدعم الإيرادات.

مشروع معادن للفوسفات : الخطوة الكبيرة التالية

سوف يبدأ مشروع الفوسفات في الربع الرابع 2010. ومع الدعم الحكومي القوي وارتفاع الطلب العالمي على الأسمدة فإننا نتوقع أن ينمو هذا النشاط بشكل مضطرد. وبوصفها منتجا متكاملًا للفوسفات فإن ربحيتها سوف تكون قوية. علاوة على ذلك، فإن ارتباطها بشركة سابك سوف يساعد على زيادة المبيعات.

مشروع معادن للألمونيوم : عودة إلى المسار الصحيح

لدى معادن مشروع مشترك مع شركة الكو لأعمال الألمونيوم. بتكلفة تقدر بحوالي 40 بليون ريال. ومرة أخرى ، فإن استفادة الشركة من الدعم الحكومي ، ستجعل منها المورد الأقل تكلفة على نطاق العالم للألمونيوم الأساسي. إن سوق الألمونيوم يشهد انخفاضاً حالياً. ومع ذلك، فإننا نعتقد أنه في الوقت الذي تبدأ فيه معادن تشغيلها لمشروع الألمونيوم ، فإن أوضاع السوق سوف تتحسن.

الأداء المالي لشركة معادن : نمو قوي للمبيعات

يتوقع أن يتغير هيكل إيرادات معادن تغييراً جذرياً كما نتوقع أن يسهم الفوسفات بنسبة 78% من المبيعات في 2011. وتبدو النظرة المستقبلية لهوامش الأرباح مواتية ونتوقع أن يرتفع هامش EBITDA في العام القادم. غير أن صافي هامش الربح لن يرتفع بنفس المعدل بسبب تكاليف الاستهلاك والتكاليف المالية المرتفعة. ونتوقع كذلك أن يرتفع مستوى المديونية في 2010 بسبب الاستثمارات المرتفعة ولكنه يتوقع أن ينخفض إلى مستوى معقول في عامي 2011-2012. أما دوران الأصول فإنه يبدو منخفضاً بسبب ارتفاع حجم المشاريع قيد الإنشاء غير أن معدل دوران الأصول الأساسية في نشاط الذهب جيد جداً. وأخيراً ، فإن نتائج الربع الثاني قد أظهرت نمواً جيداً وهوامش مستقرة.

التقييم : طريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد DEP وطريقة تحليل المضاعفات المقارنة

إن الطريقة الرئيسية التي استخدمناها لتقييم معادن هي طريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد (DEP) (إن الجزء الأكبر من القيمة العادلة لشركة معادن يكمن في رأس المال المستثمر وليس في الربح الاقتصادي المحسوم. ومع ذلك، فلا نزال نعتقد أن معادن تستحق أن يتم تداول سهمها عند مكرر قيمة شركة /ربح مستثمر يربو على 0.6 مرة. إن القيمة العادلة للسهم معادن التي توصلنا لها وفقاً لطريقة الربح الاقتصادي المحسوم هي 27.9 ريال. وبناءً على المكررات الإجمالية لقيمة الشركة/ EBITDA للشركات المقارنة فإن القيمة العادلة للسهم ستكون 13.8 ريالاً. لقد حددنا سعراً مستهدفاً يبلغ 23.7 ريالاً بناءً على إعطاء وزن بنسبة 70% / 30% لطريقتي التقييم المختلفتين المذكورتين أعلاه.

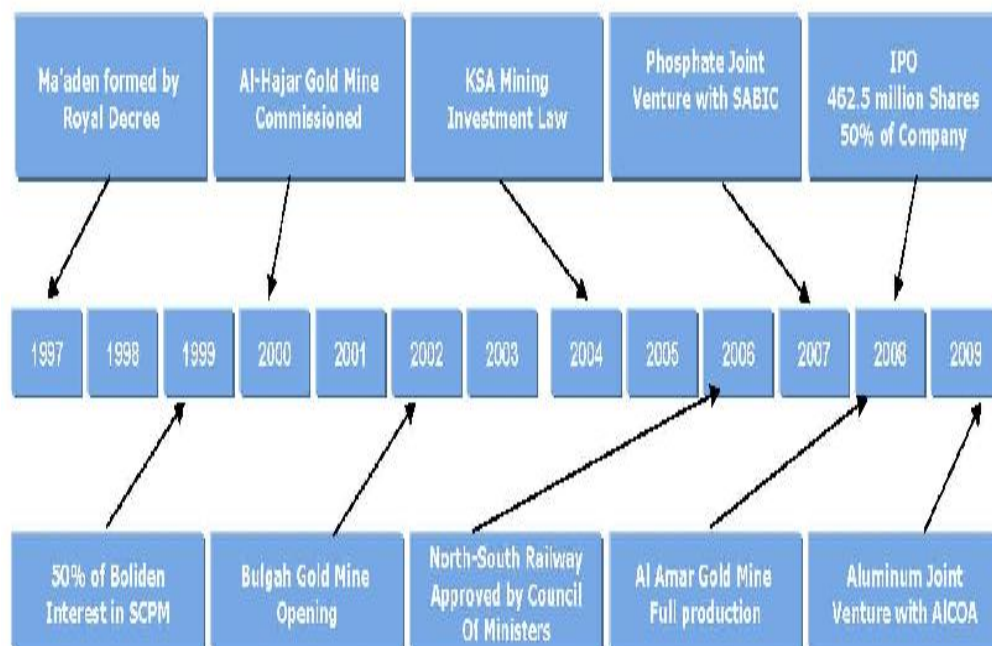
البيانات المالية

ملخص الشركة					معلومات السهم			التقييم
تم تأسيس شركة معادن(شركة التعدين العربية السعودية) في عام 1997 بواسطة حكومة المملكة العربية السعودية لتسهيل تنمية المعادن غير البترولية في المملكة ولتنويع النشاطات الاقتصادية وتقليل اعتماد الاقتصاد على القطاعات غير النفطية. ويملك صندوق الاستثمارات العامة 50% من أسهم معادن. وفي يوليو 2008 تم تسجيل الشركة في سوق الأسهم السعودي. وتتركز نشاطات معادن أساسا في استكشاف الذهب كما تخطط للدخول في أعمال الفوسفات والالمنيوم في عامي 2011 و2013 على التوالي.					القيمة السوقية (SAR/US\$)			آخر المدة
					52 أسبوع متوسط الحجم اليومي في			12/12E
					متوسط حجم التداول اليومي (US\$)			12/11E
					الأسهم المتداولة			12/10E
					الأسهم الحرة (مقدرة)			12/09
					bn4.78 / bn17.95			
					13.95 - 21.45			
					26.30mn			
					925.0mn			
					%35.8			

مجموعة معادن خطط توسعية طموحة

تشهد معادن توسعا طموحا بتنفيذها حاليا لمشاريع تقرب قيمتها من 18 بليون دولار بالاستثمار في المشاريع القائمة حاليا والمشاريع الجديدة. وبحلول عام 2014 ، سوف تكون الشركة قد أدخلت بنجاح مشروعين جديدين في المملكة العربية السعودية وهما مشروعا الفوسفات والالمنيوم. إن شركة معادن للفوسفات هي مشروع مشترك بين شركة التعدين العربية السعودية (معادن) وشركة سابك (70% : 30%). وتهدف هذه الشركة إلى الاستحواذ على حصة تتراوح نسبتها بين 15 و 20% من إجمالي سوق الأسمدة العالمي الذي تبلغ قيمته 25 بليون دولار أمريكي. وبعد اكتماله، سوف يصبح مصنع الفوسفات الخاص بالشركة أكبر مصنع لإنتاج سماد فوسفات الأمونيوم الثاني في العالم. أما المشروع الطموح الآخر لشركة معادن فهو مصنع الالمنيوم الذي تبلغ تكلفته التقديرية 10.5 بليون دولار والذي يتوقع أن يصبح أكبر مصنع متكامل تماما في العالم لإنتاج الالمنيوم والذي يوفر الالمنيوم الأساسي والالومينا ومنتجات الالمنيوم بأدنى تكلفة. ويتكون المشروع من مصهر وطاحونة لافاه (مصنع تصفيح) وقد حدد له أن يبدأ عملياته التشغيلية في 2013 بينما ستطلق أعمال المنجم والمصفاة في عام 2014م.

1. مراحل تطور شركة معادن منذ تأسيسها





معادن تعمل على تنويع نشاطاتها، ولكنها ليست مضطرة لذلك

نشاط الذهب سينمو أيضاً

ظلت أحجام مبيعات معادن من الذهب تسجل انخفاضاً بسبب حدوث تأخير في عمليات استكشاف واستغلال المناجم الجديدة كما أن اثنين من المناجم الحالية سيتوقفان عن التشغيل في عامي 2010 و 2011 على التوالي. ورغم ذلك، ووفقاً لمعلومات الشركة، فقد تم مؤخراً استكشاف 9 مليون أوقية من احتياطي الذهب في منطقة الدرع العربي في المنطقة الشمالية من المملكة العربية السعودية (المصدر: العرض التوضيحي الذي قدمته معادن للمستثمرين في لندن في يونيو 2010). ولا تزال الشركة مستمرة بشكل جيد في مشاريع الذهب التقليدية الخاصة بها. وقد افترضنا أنه في عام 2013 سيبدأ تشغيل منجمين جديدين مما سيؤدي إلى زيادة الإيرادات من نشاطات معادن في مجال الذهب. ونتوقع حدوث قفزة جيدة بنسبة 24% في إيرادات الذهب لتصل إلى 959 مليون ريال في 2013. وتعتقد الشركة أن بوسعها تحقيق إيرادات قريبة من مبلغ 1.8 بليون ريال بحلول عام 2015 استناداً إلى سعر افتراضي يبلغ 1,000 دولار لأونصة الذهب الواحدة.

مشروع الفوسفات والألمنيوم سيؤديان إلى زيادة النمو من الآن فصاعداً

تتوقع معادن أن يبدأ مشروع الفوسفات في الربع الأول 2010 غير أننا نتوقع أن تبدأ الإيرادات في التدفق بداية من الربع الأول 2011. ونتوقع أن تتحقق نسبة 78% من الإيرادات من مشروع الفوسفات في عام 2011 ونسبة 82% في عام 2012 عندما يتم تشغيل مشروع الفوسفات بالكامل. لقد أبرمت معادن اتفاقية مع سابك تتولى بموجبها الأخيرة توزيع إنتاج قسم الفوسفات. ومع الأخذ في الاعتبار شبكة التوزيع القوية لسابك في قارة آسيا وخاصة في كل من الصين والهند وباكستان، فإن معادن تعتقد أنه يمكنها تحقيق حصة جيدة (15%-20%) من الطلب العالمي.

وتملك شركة معادن مشروعاً طموحاً آخر وهو مشروع الألمونيوم الذي سيبدأ عملياته التشغيلية بنهاية عام 2013. وسوف يستفيد هذا المشروع من حصة الغاز المخصصة له من شركة أرامكو السعودية بأسعار رخيصة وكذلك من مزايا أن تصبح معادن أكبر شركة موردة للألمنيوم الرخيص في العالم. وكانت معادن قد أصدرت بياناً صحفياً في الآونة الأخيرة أعلنت فيه عن إنشاء مصهر وطاحونة لفافا (مصنع للتصفية) في المرحلة الأولى من مشروع الألمونيوم.

إن شركة معادن لديها حصص استثمارية في شركتين عالميتين كبيرتين لتحقيق مشروعاتها الطموحة: إحداهما شركة سابك لمشروع الفوسفات وشركة الكوا لمشروع الألمونيوم. وتملك سابك حصة تبلغ 30% في مشروع الفوسفات بينما تملك الكوا 25% من مشروع الألمونيوم الخاص بشركة معادن. ومعروف أن شركة سابك لديها حضور عالمي من خلال مكاتبها الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وإفريقيا وآسيا. وسوف تتولى سابك القيام بترتيبات التسويق لمنتجات مشروع الفوسفات حيث ستقوم الشركة بتوزيع منتجاتها عبر مكاتبها المنتشرة في جميع أنحاء العالم. إن عملية التوزيع تعتبر عاملاً هاماً يساعد في ضمان نجاح أعمال الشركة. إن شركة معادن مهيأة أيضاً للاستفادة من خبرات وتجارب الكوا التقنية في مجال أعمال الألمونيوم.

مساهم كبير في "نشاط تنويع الاقتصاد" في المملكة العربية السعودية

تعتبر معادن لاعباً هاماً في نمو النشاط الصناعي والنشاط غير النفطي في المملكة العربية السعودية وسوف يساعد نجاحها في تمهيد الطريق لخطط المملكة الرامية لتنويع النشاط الاقتصادي وتقليل الاعتماد على إيرادات المنتجات الهيدروكربونية. وتحظى معادن بدعم حكومي ضخم في مشروع الذهب. على سبيل المثال، فقد تولت وكالة الوزارة للموارد المعدنية المراحل الأولى لاستكشاف الذهب كما تولت أجهزة حكومية أخرى إنشاء مشروع سكة حديد الشمال الجنوب لنقل خام الفوسفات من موقع الجلاميد إلى مصنع رأس الزور وكذلك إنشاء ميناء بحري في رأس الزور في المنطقة الشرقية لتسهيل الصادرات، وكل ذلك يصب في اتجاه دعم الشركة. وقد قدمت الحكومة، من خلال مؤسساتها المالية، تمويلاً هاماً كما قامت بتدبير الأموال للشركة والتي نعتقد أنها سوف تفيد معادن خلال سنوات قليلة.

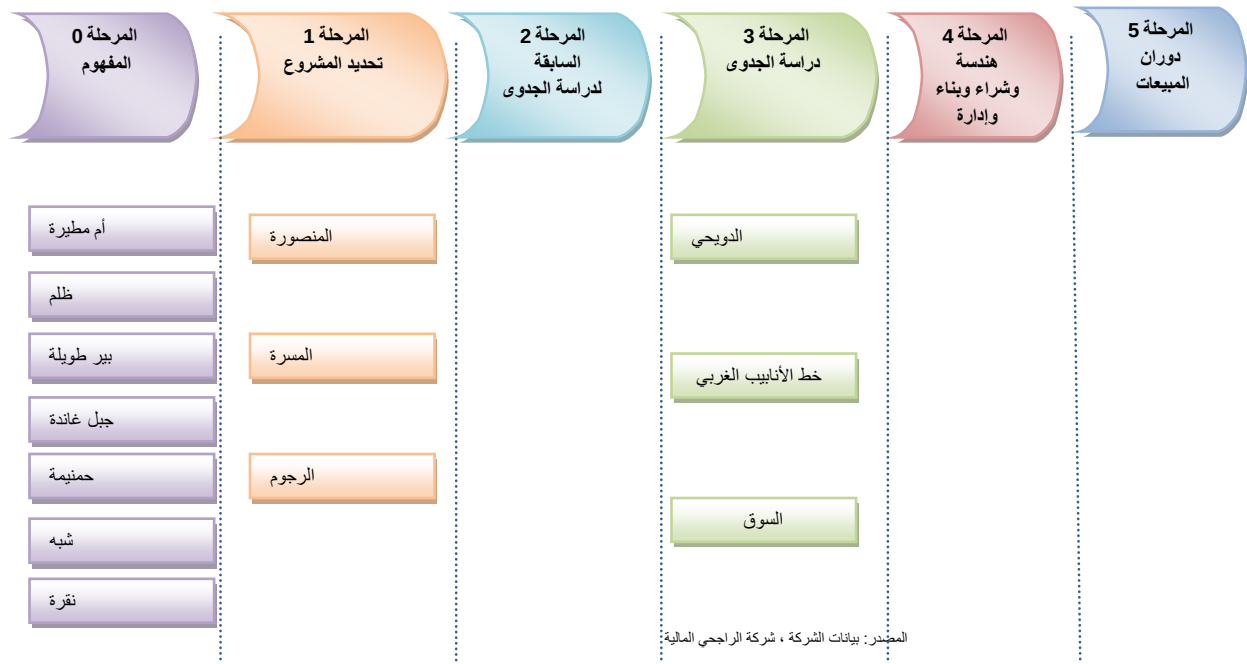


مشروع الذهب لشركة معادن سوف يستمر في التألق

بخلاف توقعات السوق ، فإن مشروع معادن للذهب قد وجد ليستمر

ظلت أحجام مبيعات معادن من الذهب تسجل انخفاضاً بسبب حدوث تأخير في عمليات استكشاف واستغلال المناجم الجديدة كما أن منجمي الشركة الحاليين سيتوقفان عن التشغيل في عامي 2010 و 2011 على التوالي. ورغم ذلك، ووفقاً لمعلومات الشركة، فقد تم مؤخراً استكشاف 9 مليون أوقية من احتياطي الذهب في منطقة الدرع العربي في المنطقة الشمالية من المملكة العربية السعودية. ولا تزال الشركة مستمرة بشكل جيد في مشاريع الذهب التقليدية الخاصة بها وإيجاد مواقع جديدة لاستكشافات الذهب المحتملة في منطقة الدرع العربي. وقد تم تقسيم منطقة الدرع العربي إلى منطقتين : منطقة الذهب العربية الوسطى ومنطقة الدرع الشمالية، التي تملك معادن ترخيص بالاستكشاف فيها. وقد تم تحديد موارد الذهب المستكشفة في كل من الدويحي والسوق والمنصورة والمسرة والرجوم.

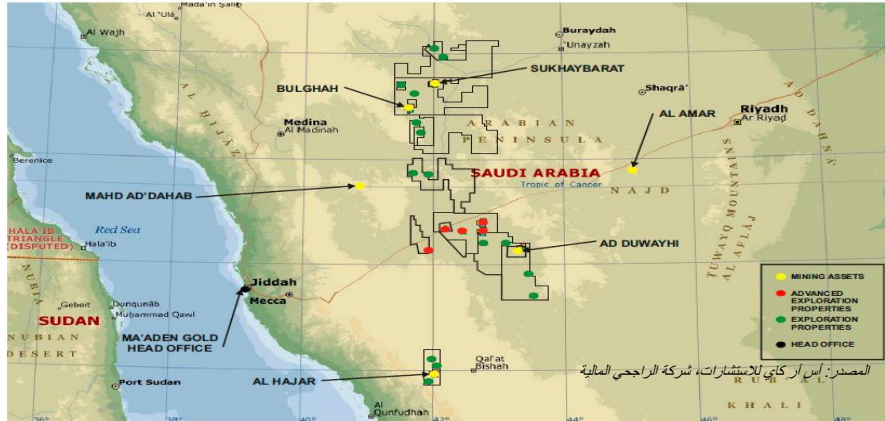
2. تفاصيل استكشاف المناجم المقترحة للعائدة لشركة معادن



يوضح الشكل السابق أن معادن قد حددت وتقوم حالياً بتطوير منجمين يحتمل وجود الذهب فيهما وهما بالتحديد : منجم الدويحي ومنجم السوق، وسيتم إنشاء خط أنابيب بطول 500 كلم بغرض تزويدهما بالمياه الكافية لعمليات التنقيب. وسوف يتم نقل مياه الصرف الصحي المعالجة من مدينة الطائف إلى مواقع التعدين. ولم تفصح معادن عن تكلفة إنشاء خط الأنابيب ولكننا افترضنا أن العمل في خط الأنابيب سيبدأ هذا العام وعلى الأرجح بحلول الربع الثالث من 2010. وبالإضافة إلى المنجمين المذكورين، فإن هنالك ثلاثة مناجم أخرى في طور التحديد حالياً من قبل الشركة.

لقد عكس الارتفاع في إيرادات الذهب خلال السنوات القليلة الماضية أساساً الارتفاع الذي حدث في أسعار الذهب التي قفزت بنسبة 70% منذ مستهل عام 2007 ويتم تداوله حالياً بسعر يتجاوز 1,100 دولاراً للأونصة الواحدة. وقد أفادت سياسة معادن المتمثلة في بيع الذهب في السوق الفورية في بورصة لندن للمعادن الشركة أيضاً إذ ظل سعر هذا المعدن النفيس يسجل ارتفاعاً مستمراً. وقد استمرت الشركة في استثمار مبالغ ضخمة لاستكشاف مناجم جديدة محتملة. وذكرت معادن أنها قد أنفقت حوالي 73 مليون دولار على عمليات التنقيب عن الذهب خلال الفترة من 2001 إلى 2009. وكما ذكرنا آنفاً، فقد أدى هذا الاستثمار في عمليات الاستكشاف إلى اكتشاف 9 مليون أوقية ذهب بتكلفة لعمليات الاستكشاف بلغت 8 دولارات للأونصة الواحدة. وبالمقارنة، فإن متوسط تكلفة الاستكشاف على المستوى العالمي تبلغ 40 دولاراً للأونصة الواحدة (معدلة للتضخم، المصدر : مجموعة معادن)

3. مواقع مناجم الذهب العائدة لشركة معادن

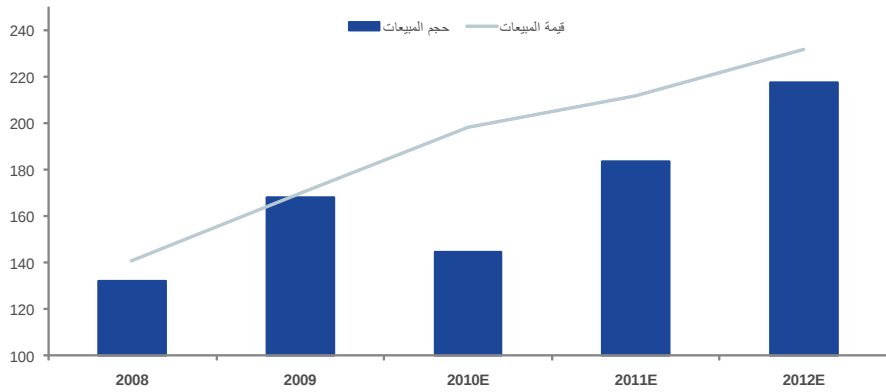


المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية

ارتفاع أسعار الذهب سوف يزيد الإيرادات

خلال الفترة من 2008 حتى تاريخه، ارتفعت أسعار الذهب من 650 دولاراً إلى 1100 دولاراً للأونصة بسبب حالة عدم التيقن في سوقي العقارات والأسهم في جميع أنحاء العالم إذ يعتبر الذهب ملاذاً آمناً في ظل هذه الظروف غير الآمنة. وقد سجل سعر الذهب ارتفاعاً متوسطاً في الربع الأول 2010 وأغلق الربع عند مستوى 1,115.5 دولاراً للأونصة في بورصة لندن لتحديد أسعار الذهب مقارنة بسعر 1,087.5 دولاراً في نهاية الربع الرابع 2009. وخلال الربع الثاني 2010 ظل الذهب واحداً من أقل السلع تذبذباً بمتوسط تذبذب بلغت نسبته 17.2% لعام 2010 حتى تاريخه، منخفضاً عن نسبة 24.0% في السنة السابقة (المصدر: بلومبرج). هذا، ونتوقع أن تظل أسعار الذهب في مستوى أعلى من سعر 1,100 دولاراً للأونصة، على الأقل حتى الربع الرابع 2010.

4. مشروع معادن الخاص بالذهب : تقديرات الإيرادات



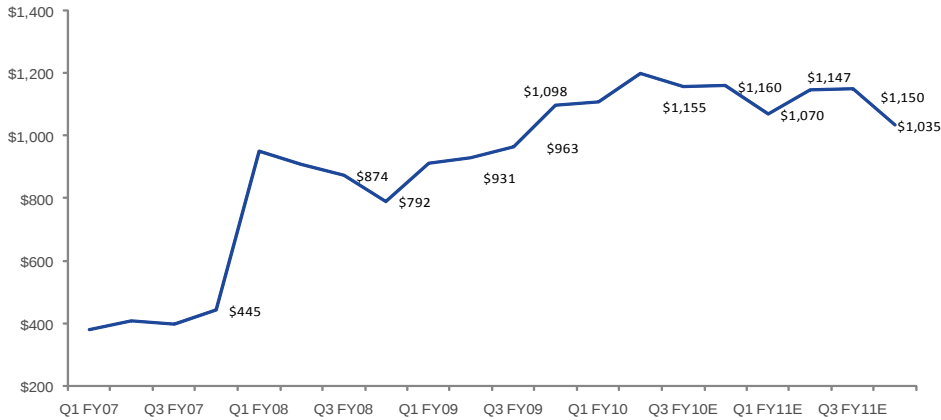
المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية

يتوقع أن تسجل مبيعات الذهب ارتفاعاً كبيراً بعد بدء تشغيل المنجمين الجديدين في العمل نهاية عام 2012.

لقد أدى الارتفاع في أسعار الذهب إلى زيادة ربحية مناجم شركة معادن الموجودة حالياً. ووفقاً لمعلومات الشركة فإن منجم الصخيرات الذي تم إيقاف تشغيله بسبب انخفاض درجته (0.4 جرام/طن) ومحتوياته من الذهب، يجري استغلاله الآن للإنتاج مرة أخرى. وتتمتع الشركة بهوامش أرباح كلية في عمليات إنتاج الذهب إذ تعززت هذه الهوامش بتملك معادن لمنجمين بدرجة ممتازة وهما بالتحديد منجم مهد الذهب (8.7 جرام / طن) ومنجم الأمار (9.9 جرام/الطن). وتبلغ التكلفة النقدية لكل طن منتج من هذه المناجم حوالي 370 دولاراً مقارنة بالمتوسط لهذه الصناعة الذي يبلغ 500 دولاراً للطن.



5. اتجاهات أسعار الذهب السابقة والمستقبلية



المصدر: بلومبيرج، الراجحي المالية

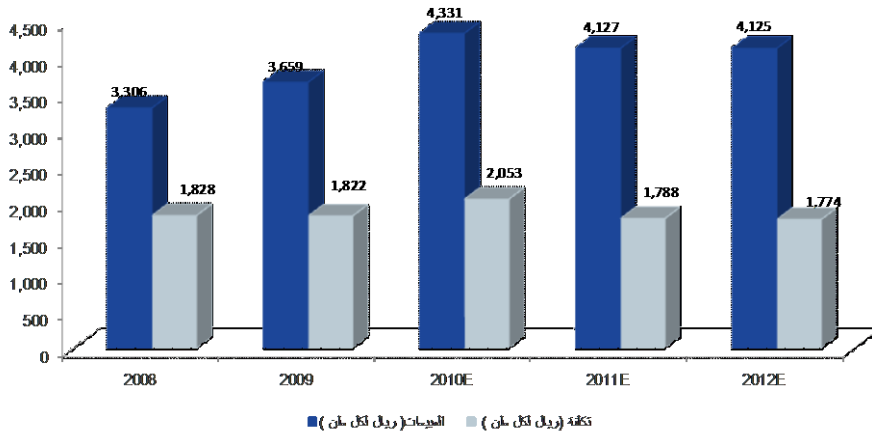
يتم تداول الذهب حالياً قرب أعلى
مستوى له في تاريخه بسبب جاذبيته
النسبية في ظل بيئة الاقتصاد غير
الأمنة حالياً

تقديرات الإيرادات والتكلفة

لقد افترضنا حدوث انخفاض في حجم المبيعات الإجمالية من الذهب في عام 2010 لأننا نتوقع عدم بدء الإنتاج من أي منجم رئيسي خلال هذا العام. ومع ذلك فإننا نتوقع ارتفاعاً طفيفاً في أحجام المبيعات من الذهب في 2011 يليه ارتفاع آخر في حجم المبيعات في عام 2012 عندما يبدأ تشغيل المناجم الجديدة. وتشير تقديراتنا إلى أن تكلفة المبيعات ستخفّض عندما يبدأ تشغيل منجمي الدويحي والسوق اللذان يتميزان بتصنيفهما الجيد. وبناءً عليه، فإننا نتوقع أن يزداد هامش الربح الإجمالي من نشاطات إنتاج الذهب من 49% في عام 2009 إلى 57% في عام 2012م.

البدء في تشغيل مناجم ذات درجات
عالية يتوقع أن يرفع هامش الربح
الإجمالي للذهب.

6. مبيعات معادن من الذهب والتكلفة للطن الواحد



المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية

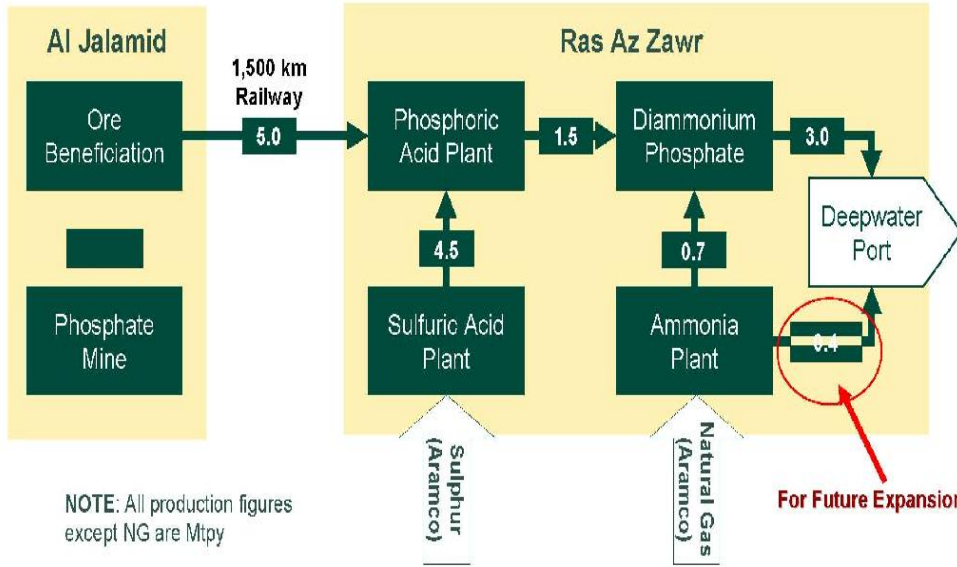
مشروع معادن للفوسفات : الخطوة الكبيرة التالية

مشروع الفوسفات سيبدأ في الربع الرابع 2010

تم تأسيس شركة معادن للفوسفات في عام 2007 كمشروع مشترك مع شركة سابك (70% معادن ، 30% سابك) بهدف استكشاف خام الفوسفات في المنطقة الشمالية من المملكة العربية السعودية وإنتاج الفوسفات الثانائي. وسوف تصبح شركة معادن للفوسفات منتجا متكاملًا للفوسفات الثانائي ولخامات الفوسفات التي سيتم نقلها من موقع الجلاميد في شمال المملكة إلى المصنع في رأس الزور بالقرب من مدينة الجبيل في المنطقة الشرقية من المملكة العربية السعودية.

هيكل مصنع الفوسفات الثانائي

7. مصنع شركة معادن للفوسفات لإنتاج الفوسفات الثانائي



المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية

تتكون رأس الزور من مجمع كيميائي لإنتاج حامض الكبريتيك وحامض الفوسفوريك والأمونيا والفوسفات الثانائي. وسوف يستخدم مصنع حامض الكبريتيك الذي تبلغ طاقته 4.5 مليون طن في العام، لإنتاج حامض الفوسفوريك. وتبلغ الطاقة الإنتاجية السنوية لمصنع حامض الفوسفوريك 1.5 مليون طن وسوف يستخدم معظم إنتاجه لإنتاج الفوسفات الثانائي. وسوف يستغل مصنع الأمونيا الذي تبلغ طاقته 0.7 مليون طن لإنتاج الفوسفات الثانائي أما الفائض من إنتاج الأمونيا فسوف يتم بيعه بعد تغطية متطلبات الإنتاج. وسوف تبلغ الطاقة الإنتاجية لمصنع الفوسفات الثانائي 2.93 مليون طن وسوف يتكون من مصنعين مستقلين لكل منهما خط إنتاج. ولتسهيل العملية، فقد تم تشييد خط سكة حديد الشمال الجنوب بطول 1500 كم ليقوم بنقل خام الفوسفات ولأغراض الإنتاج. وحسب الخطة الموضوعية، فإنه يتوقع الانتهاء من خط سكة الحديد المذكور في سبتمبر 2010 مما يمكن معادن من استغلال النقل بالسكة الحديد لتسيير عملياتها. وبالإضافة إلى ذلك، يجري العمل الآن في بناء ميناء رأس الزور بواسطة المؤسسة العامة للموانئ السعودية (المملوكة للدولة) بتكلفة تقديرية تبلغ 2.2 بليون ريال. ووفقاً لمؤسسة الموانئ، فإن أعمال التشييد تجرى وفقاً للجدول الزمني وستبدأ العمليات التشغيلية التجريبية في أغسطس 2010 ويتوقع أن تستقبل الميناء أول شحنة لها في ديسمبر 2010. وتستطيع هذه الميناء مناولة 6 مليون طن من الفوسفات الثانائي و 440,000 طن من الأمونيا و 1.0 مليون طن من الصودا الكاوية و 315,000 طن من الألومينا سنوياً.

نتوقع اكتمال خط السكة حديد لنقل خام
الفوسفات في الربع الرابع 2010

لقد بدأت شركة معادن إنتاجها التجريبي لمصنع الفوسفات. ونتوقع أن تبدأ شركة معادن للفوسفات إنتاجها بنهاية هذا العام. بيد أننا لا نتوقع أن يبدأ المشروع مرحلة التشغيل قبل حلول عام 2011. وبناءً عليه، فقد افترضنا أن تبلغ نسبة استغلال طاقة المشروع الإنتاجية 55% في عام 2011. وقد توقعنا أن يصل المشروع إلى طاقته الإنتاجية الكاملة ابتداءً من عام 2012.

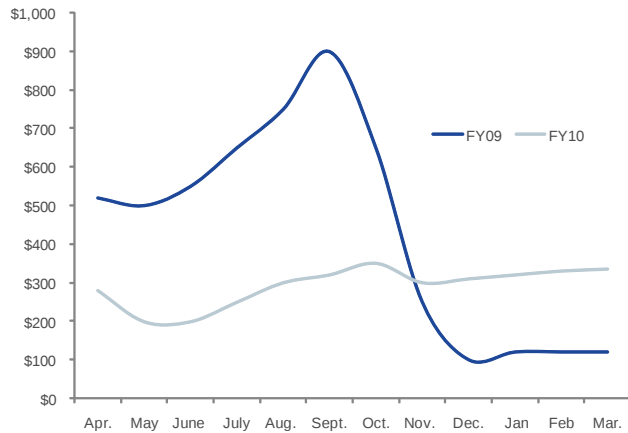
نتوقع أن تبدأ شركة معادن للفوسفات
إنتاجها بنهاية 2010

الطلب العالمي للأسمدة يشهد ارتفاعاً: يعتبر ذلك بشير خير لمعادن

وفقاً لبيانات من رابطة صناعة الأسمدة العالمية (IFA)، فقد تأثر استهلاك الأسمدة بدرجة كبيرة بالركود المالي والاقتصادي إذا هبط الاستهلاك بنسبة 6.7% في عام 2009 مما كان عليه في 2008 ليصل إلى 156 طن متري من العناصر المغذية للزراعة (N+P2O5+K2O) أي (نتروجين+فوسفات + بوتاس). وقد تراجع المعروض من الأسمدة نوع P و K كثيراً جداً عن حجم الاستهلاك في عام 2009 إذ انخفض بنسبة 10.5% و 19.8% على التوالي. وقد انخفض المعروض من الأسمدة القائمة على النتروجين بنسبة أقل من الاستهلاك بلغت 1.5%. وسجل الطلب ارتفاعاً في جنوب القارة الآسيوية وأوروبا الشرقية وآسيا الوسطى. وكان الطلب مستقراً في إفريقيا ولكنه انخفض في جميع المناطق الأخرى. ويتوقع حدوث انتعاش بطيء للطلب في عام 2011 فصاعداً ويتوقع أن يأتي معظمه خلال الخمس سنوات القادمة أساساً من القارة الآسيوية. وسوف تستفيد شركة معادن من علاقتها مع سابك في توزيع الأسمدة حيث سوف تتولى الأخيرة ترتيبات التسويق لمنتجات معادن من الأسمدة. وفي هذا الصدد فإن سابك لديها حضور قوي في قارة آسيا.

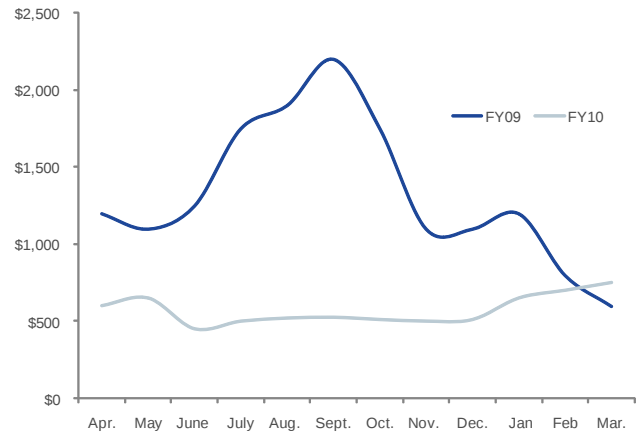


8.1 الأمونيا - مقارنة الأسعار



المصدر: فورتيكون

8.2 حامض الفوسفوريك - مقارنة الأسعار



المصدر: فورتيكون

في عام 2009، شهدت الأسعار العالمية للأمونيا وحامض الفوسفوريك تذبذباً كبيراً. وفي الآونة الأخيرة، ظلت الأسعار مستقرة إذ بلغ سعر طن الأمونيا أكثر من 350 دولاراً وبلغ سعر الطن من حامض الفوسفوريك أكثر من 700 دولاراً. إننا نتوقع أن تظل الأسعار مستقرة وفي نطاق محدود إذ أن بعض البلدان، مثل الهند، التي تسيطر على الطلب على الأسمدة الفوسفاتية (31% إجمالي الواردات في عام 2008) لديها نظام محدد لدعم الأسمدة. ويعني ذلك، أنه في حالة حدوث أي تذبذب كبير في الأسعار، فإن الهند سوف تتوقف عن شراء هذه المادة الخام مما سيقود إلى انخفاض في الأسعار. وسوف تكون قارة آسيا سوقاً مهماً لمنتجات شركة معادن كما أن قربها من هذه البلدان سيمثل ميزة نسبية لها.

الأسمدة الفوسفاتية وأسمدة البوتاس : إحصائيات عالمية

إن الفوسفات الثنائي والبوتاس المورياتي (MOP) يمثلان أهم أنواع الأسمدة في سوق الأسمدة. وفي عام 2008 كانت منطقة شرق آسيا (أهمها الصين) أكبر منتج للفوسفات الثنائي بطاقة إنتاجية بلغت 8.4 مليون طن تلتها الولايات المتحدة الأمريكية بطاقة إنتاجية بلغت 7.2 مليون طن ثم جنوب آسيا (أهمها الهند) بطاقة إنتاجية بلغت 3.8 مليون طن. وتعتبر منطقة جنوب آسيا (أهمها الهند) أكبر مستهلك للفوسفات الثنائي إذ يبلغ استهلاكها 9.7 مليون طن وهذا ما يجعلها أيضاً أكبر مستورد لهذه المادة إذ يبلغ حجم وارداتها 5.9 مليون طن.

الهند والصين هما أكبر مستهلكين
للأسمدة الفوسفاتية

9. الأسمدة: إحصائيات

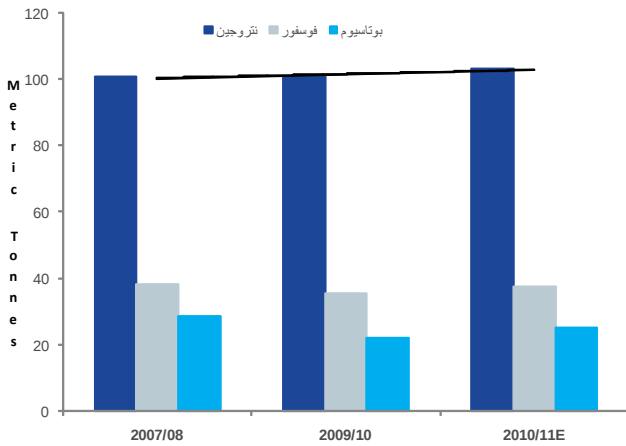
أنواع الأسمدة	المستهلكون الرئيسيون	المنتجون الرئيسيون	المستوردون الرئيسيون
الأمونيا	1- شرق آسيا (43.9%) أهمها الصين 2- أوروبا الشرقية (16.5%) 3- جنوب آسيا (12.5%) أهمها الهند وبنغلادش	1- شرق آسيا (43.2%) أهمها الصين 2- أمريكا الشمالية (15.2%) 3- جنوب آسيا (12.9%) أهمها الهند	1- أمريكا الشمالية (45.7%) 2- غرب أوروبا (12.8%) 3- شرق آسيا (16.5%) أهمها الهند
الفوسفات الصخري	1- شرق آسيا (36%) أهمها الصين 2- أهمها المغرب، السنغال وجنوب إفريقيا 3- أمريكا الشمالية (18.3%)	1- شرق آسيا (37.5%) أهمها الصين 2- أمريكا الشمالية (20%) أهمها الولايات المتحدة 3- أهمها المغرب والسنغال وجنوب إفريقيا	1- جنوب آسيا (17.6%) أهمها الهند 2- أوروبا الغربية (16.6%) 3- شرق آسيا (16%) أهمها الصين
حامض الفسفوريك	1- شرق آسيا (32.1%) أهمها الصين 2- أمريكا الشمالية (25.8%) أهمها الولايات المتحدة 3- أهمها المغرب والسنغال وجنوب إفريقيا	1- شرق آسيا (31.8%) أهمها الصين 2- أمريكا الشمالية (25.0%) أهمها الولايات المتحدة 3- جنوب آسيا (10.3%) أهمها الهند	1- جنوب آسيا (53.6%) أهمها الهند 2- أوروبا الغربية (19.3%) 3- جنوب آسيا (10.3%) أهمها الهند

المصدر : بيانات الشركة ، الراجحي المالية

سوق الفوسفات متركز بدرجة عالية ويستفيد منه المنتجون أصحاب المنتجات المتكاملة

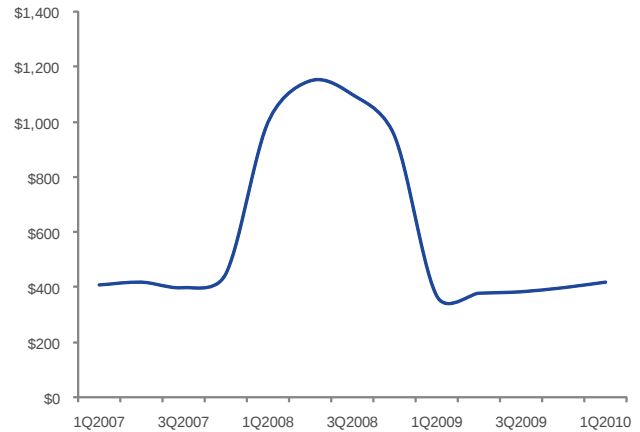
إن سوق الفوسفات العالمي يتسم بالتركيز العالي جداً على دول معينة إذ تستأثر كل من شمال إفريقيا (أهمها المغرب) والولايات المتحدة الأمريكية وروسيا والصين بنسبة 85% من احتياطات الفوسفات الصخرية العالمية. إننا نعتقد أن شركة معادن، كونها منتج يتمتع بوحدة إنتاجية متكاملة، سوف تجذب كمية ضخمة من الطلب نظراً لانخفاض تكلفة منتجاتها. واستناداً إلى بحثنا، فإن المنتجين الذين ليس لديهم وحدات إنتاج متكاملة يحققون في المتوسط عائداً يبلغ 45 دولاراً للطن مقارنة بعائد المنتجين الذين لديهم وحدات إنتاجية متكاملة الذي يبلغ 150 دولاراً للطن. ونظراً لتداول الفوسفات الصخري الذي يشكل أحد مدخلات الإنتاج الأساسية لإنتاج الفوسفات الثنائي، بسعر مرتفع نسبياً يربو على 100 دولاراً للطن مقارنة بالمتوسط للسنوات السابقة الذي بلغ 30 دولاراً للطن، فإن ذلك يعطي ميزة نسبية للمنتجين المتكاملين. وبناءً عليه، فإننا نتوقع أن تكون ربحية معادن جيدة.

10.1 استهلاك الأسمدة العالمي



المصدر : المنظمة العالمية للأسمدة

10.2 اتجاه أسعار DAP



المصدر : المنظمة العالمية للأسمدة

التوقعات المستقبلية للأسمدة إيجابية :

ظلت أسعار الأسمدة العالمية تشهد ارتفاعاً تدريجياً منذ 2004 وكان العامل المحرك لها هو الطلب على الحبوب الغذائية بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الطاقة ورسوم الشحن. وكان العامل الداعم لهذا الطلب هو تصاعد أسعار السلع الغذائية الذي يعكس الحاجة لتلبية متطلبات أعداد السكان المتزايدة باستمرار كما أننا نتوقع استمرار نمو معدل الاستهلاك. وقد ظل الاستهلاك العالمي مستقراً خلال الثلاث سنوات الماضية وحسب الاتحاد العالمي لمنتجي الأسمدة، فإنه طالما ظلت المقومات الأساسية للسوق الزراعي إيجابية، فإن الطلب على النيتروجين وعناصر الفوسفور سوف يستمر في النمو. إننا نعتقد أن تحقيق معادن للأرباح والتدفقات النقدية سوف يزداد بشكل كبير في عام 2011م. ويعزى ذلك بدرجة كبيرة إلى تأثير ارتفاع أسعار الأسمدة مفروناً بالمستوى العالي لاستغلال الطاقة الإنتاجية في النصف الثاني من 2011. وتشير تقديراتنا إلى أن متوسط سعر الطن للفوسفات الثنائي سوف يصل إلى 348 دولاراً في 2011. وبالنسبة للامونيا، فإننا نقدر متوسط سعر الطن بحوالي 379 دولاراً في 2011. وحسب تقديراتنا أيضاً فإن إيرادات معادن من الفوسفات ستصل إلى 2.74 بليون ريال في عام 2011. علاوة على ذلك، فإن تقديراتنا تشير إلى أن هامش الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء لمشروع الفوسفات سيبلغ 1.51 بليون ريال وأن صافي الربح سيبلغ 580 مليون ريال.

الشراكة مع سابك ستكون أهم عامل في تحقيق المبيعات :

لقد أبرمت شركة معادن عقداً مع سابك تقوم بموجبه الأخيرة ببيع 77% من إنتاج الفوسفات الثنائي من خلال مكاتبها في أرجاء العالم المختلفة، بينما تقوم معادن بتسويق النسبة المتبقية. وسوف تقوم كلا الشركتين بتقاضي رسوم تسويق من شركة معادن للفوسفات نظير هذه الخدمة. وسوف تكون سابك مسؤولة أيضاً عن بيع الفائض من الأمونيا المتبقى بعد إنتاج الفوسفات الثنائي. وسوف تكون هذه الترتيبات طوال الخمسة عشر عاماً الأولى. ويتوقع أن تستفيد معادن من ارتباطها الوثيق بشبكة سابك العالمية في مجالي المبيعات والتسويق وكذلك قنوات توزيع منتجاتها. إننا نعتقد أن إستراتيجية شركة معادن للفوسفات القائمة على الاعتماد على سابك التي تملك شبكة توزيع قوية في بلدان الاقتصادات النامية، وبخاصة الصين والهند، تعتبر إستراتيجية سليمة. وفي هذا الصدد فإن الأسواق الرئيسية الأخرى التي تم تحديدها هي باكستان وتايوان وكوريا. وسوف تأخذ سابك كل فائض حامض الفوسفوريك المنتج في مشروع الفوسفات لاستخدامه في عملياتها داخل المملكة العربية السعودية في السنوات الأولى من عمر المشروع. وبعد 15 عاماً، سوف تقوم سابك ومعادن على حد سواء ببيع الفوسفات الثنائي والأمونيا وفقاً للنسبة المئوية لملكية كل واحدة منهما في شركة معادن للفوسفات.

نتوقع أن يكون ارتباط معادن بسابك أهم عامل في نجاح مشروع معادن للفوسفات.



مشروع الألمونيوم لشركة معادن عودة إلى المسار الصحيح

إلى جانب مشروع الذهب والفسفات اللذان سيبدأ تشغيلهما هذا العام، فإن مشروع معادن الآخر هو مشروع الألمونيوم. إن شركة معادن تخطط لتصبح منتجاً متكاملًا يجمع بين الاستكشاف والتنقيب وتصنيع المعادن، بإنفاق رأس مالي يقدر بحوالي 40 بليون ريال. وقد بدأ العمل في مشروع الألمونيوم في وقت سابق كمشروع مشترك بين شركة ريو تينتو وشركة معادن - غير أن الأزمة الاقتصادية اضطرت ريو تينتو للانسحاب من المشروع ومن ثم تحول المشروع إلى شركة الكوا. وفي شهر ديسمبر 2009 أعلنت الشركتان عن دخولهما في مشروع مشترك لتطوير صناعة الألمونيوم على مستوى عالمي ومتكاملة تماماً في المملكة العربية السعودية. وسيعمل المشروع المشترك في مراحله الأولى على تطوير مجمع صناعي متكامل يتكون من منجم بوكسيت في البعثة ومعمل تكرير للألمونيوم ومصهر للألمونيوم ومعمل دلفنة في رأس الزور. ويشتمل مشروع الألمونيوم على تطوير وتصميم والأعمال الإنشائية والأعمال اللاحقة لموقعي المشروع المتكاملين وهما :

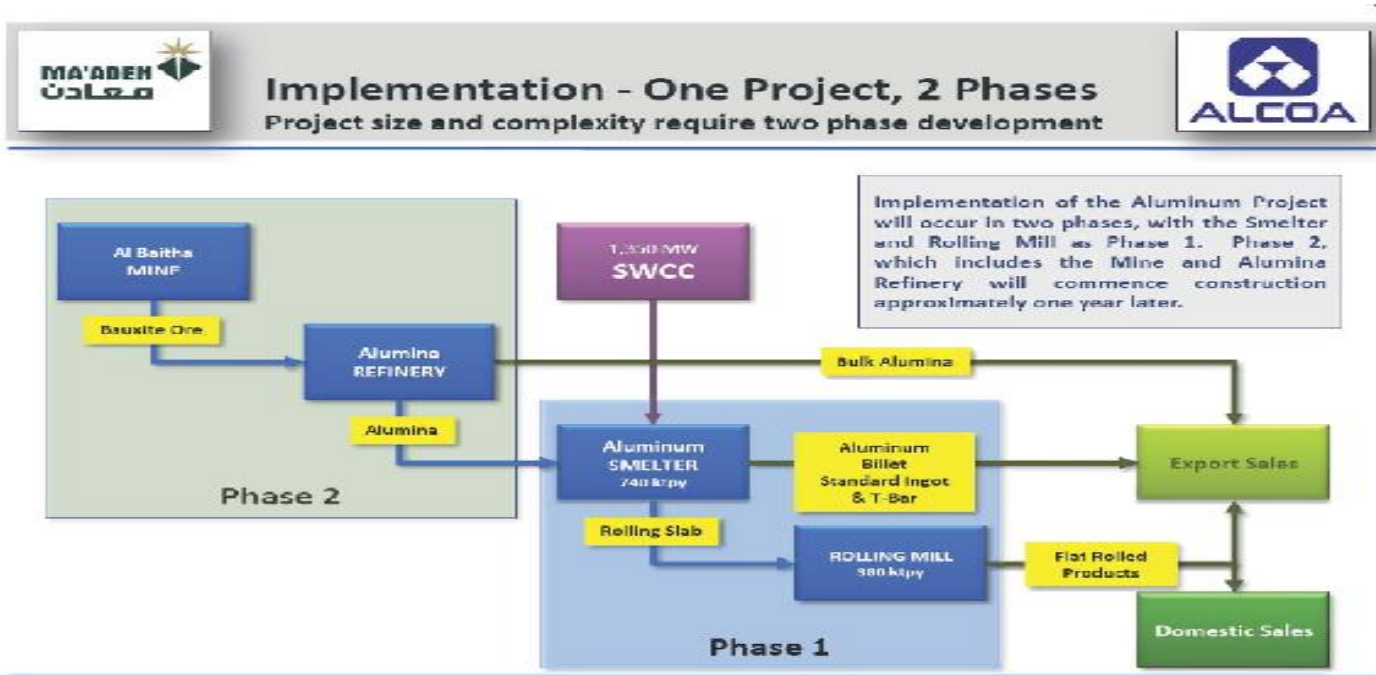
- مرافق تعدين في الزبيرة تتكون من منجم بوكسيت ومرافق لمعالجة المعدن الخام.
- مرافق مجمع الألمونيوم في رأس الزور يتكون من معمل تكرير الألمونيوم ومصهر للألمونيوم ومحطة طاقة كهربائية خاصة بهذه المرافق.

وفي 20 يونيو 2010 أعلنت الشركتان في بيان صحفي عن انطلاق العمل في تشييد المصهر ومعمل الدلفنة. ويجري عمل الإنشاءات حالياً وفقاً للجدول الزمني المحدد وسوف يبدأ تشغيل المصهر ومعمل الدلفنة في عام 2013، بينما يتوقع أن يكتمل العمل في المنجم ومعمل التكرير في عام 2014. وسوف تكون هذه الشركة بمثابة المركز الإقليمي المحوري لصناعة الألمونيوم الحديثة في المملكة كما ستكون معامل الدلفنة الأولى من نوعها في الشرق الأوسط وواحدة من الأكثر تقدماً من الناحية التقنية على الصعيد العالمي.

مشروع الألمنيوم سيكون الأقل تكلفة على مستوى العالم في إنتاج الألمونيوم الأساسي :

سوف يكون مشروع شركة معادن للألمنيوم من بين أكثر المشاريع المتقدمة تقنياً وذات الفعالية في التكلفة على مستوى العالم. وسوف يملك هذا المشروع أيضاً أول مصنع متكامل تماماً في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي إذ يشتمل على منجم للبوكسيت ومعمل تكرير للألومينا ومعمل للدلفنة. وتقوم الحكومة حالياً بإنشاء محطة للطاقة الكهربائية بطاقة توليد تبلغ 2,400 ميجاوات ومحطة للمياه بطاقة إنتاجية تبلغ 1.025 مليون متر مكعب في اليوم وسيتم من هذه السعة تخصيص 1,350 ميجاوات من الكهرباء و 25,000 متراً مكعباً من المياه لمشروع الألمونيوم وحده. وتمثل الطاقة نسبة تتراوح بين 30% و 35% من تكلفة إنتاج الألمونيوم وسوف يستفيد المشروع من مصادر الطاقة الرخيصة التي توفرها الحكومة. ويشار هنا إلى أن مصاهر الألمونيوم في المناطق ذات تكلفة الطاقة المرتفعة قد أصبحت أقل تنافسية. وليس هناك معامل للدلفنة في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي ويتم استيراد ألواح الألمنيوم من الأسواق الأخرى مثل الولايات المتحدة الأمريكية وكوريا وأوروبا والبرازيل. وسوف يغطي إنتاج المشروع حاجة السوق المحلي وأسواق المنطقة من رقائق الألمونيوم وبخاصة لتصنيع العلب المعدنية للمشروبات .

11. مصنع شركة معادن للألمنيوم : المرحلة الأولى



المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية

أسعار الألمونيوم في ظروف السوق الحالية : تعاني من الانخفاض

مع ذلك، فإننا نعتقد أنه عندما تبدأ معادن تشغيل مصنعها الخاص بالألمونيوم ، سوف تتحسن الأوضاع بعد سلسلة من الارتفاع خلال الأربع سنوات الماضية، فقد أدى حدوث تصحيح فني حاد خلال السنة أشهر المنصرمة، مقروناً بعجز في السيولة في الأسواق وارتفاع في المخزونات، إلى هبوط أسعار المعادن (معدن الذهب) ولكن هناك احتمالات لارتفاع الأسعار في المدى القريب. على سبيل المثال، فقد طرأ تصحيح على أسعار الألمونيوم بعد أن وصلت إلى مستوى 3,200 دولاراً للطن في أغسطس 2008 وتقف الآن قريبة من مستوى 2000 دولاراً للطن. إن عام 2013 الذي يتوقع أن تبدأ فيه معادن إنتاجها من الألمونيوم لا يزال بعيداً غير أن الأوضاع في المدى القريب تظل صعبة. فمستويات المخزون تشهد تصاعداً مما اضطر المنتجين في أنحاء العالم المختلفة إلى خفض الإنتاج. وفي هذا الصدد، فقد ظلت الصين من البداية تتصدر إنتاج والطلب على المعادن. وتبعاً لذلك، فقد ارتفعت حصة الصين من الطلب على المعادن في عام 2009 مقارنة بعام 2008 حتى مع انخفاض الطلب العالمي بما فيه الطلب من الصين، بنسبة تراوحت بين 10% و 20% (المصدر : بلومبرج).

لقد برزت بعض المخاوف حول تحديد أسعار المعادن بعد التشدد في السياسة الائتمانية وأسعار الفائدة في الصين. وربما تكون نتيجة ذلك تهذبة معدلات التضخم المتصاعدة والمضاربات في العقارات الصينية والتي قد تؤدي بدورها إلى انخفاض في الطلب على المعادن. وسوف تظل الصين لاعباً أساسياً في الاستهلاك العالمي من الألمونيوم بنسبة تصل إلى 35.6% من الإنتاج العالمي الذي يأتي من الاقتصاديات الكبيرة ذات النمو الأسرع (المصدر : بلومبرج) وإذا أخذنا في الاعتبار بعض المخاوف المحذرة حول التضخم والتشدد في السياسات الائتمانية في الصين وعجزات الميزانية في الدول الأوروبية... الخ فإننا نعتقد أن الأوضاع المستقبلية للمعادن تستوجب الحذر. وعلى كل، فإنه يبدو من غير المحتمل أن يتأثر سعر سهم معادن بدرجة كبيرة نتيجة لتحركات أسعار الألمونيوم في الوقت الراهن. ووفقاً للشركة ، فإنه بعد البدء في إنتاج الألمونيوم بنهاية 2013 ، فإن تكلفة الإنتاج للشركة سوف تقل عن 1,100 دولار للطن مما يعني تحقيقها لهامش ربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء بنسبة 50% على أساس سعر الألمونيوم الحالي الذي يبلغ 2,200 دولاراً للطن. إن الطاقة الرخيصة ستمثل ميزة كبيرة لشركة معادن ويبدو أن إدارة الشركة مرتاحة لمستوى أسعار المعادن الحالية.

لقد كنا متحفظين في تقديراتنا لإيرادات الألمونيوم :

لقد افترضنا استغلالاً للطاقة الإنتاجية لمشروع الألمونيوم بنسبة 50% في عام 2014 وسعراً أدنى من السعر المتوسط ، يبلغ 2000 دولاراً للطن الألمونيوم. وعندما توفر الشركة تفاصيل إضافية فسوف نعدل توقعاتنا لمشروع الألمونيوم. ولا نرى أن هناك تأثيراً كبيراً من نشاطات الألمونيوم على سعر سهم الشركة في الأمد القريب. ومن شأن أي أخبار إيجابية أن تؤدي إلى ارتفاع قصير الأجل في سعر السهم ولكننا نعتقد أن المحفز الأساسي لسعر سهم الشركة لفترة عام كامل سيكون هو أداء مشروع الفوسفات.



لأداء المالي لشركة معادن : نمو قوي في الإيرادات

هيكل الإيرادات يشهد تغيراً

تتحقق إيرادات معادن في الوقت الراهن بكاملها من مبيعات الذهب. ولكن ابتداءً من عام 2011، عندما يحين موعد تشغيل مشروع الفوسفات، فإن نشاطات الشركة سيسيطر عليها الفوسفات. وبالنسبة لعام 2010 تشير توقعاتنا إلى زيادة الإيرادات بنسبة 15% لتصل إلى 729 مليون ريال كما نتوقع ارتفاع إيرادات 2011 بحوالي 400% لتتجاوز 3.6 بليون ريال .

12. أنشطة عمل معادن – التوقعات موزعة حسب القطاعات

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
المبيعات					
الذهب	672	791	897	1,117	1,340
الفوسفات	0	2,747	4,326	4,379	4,662
الألمنيوم	0	0	0	0	3,638
EBITDA					
الذهب	214	319	440	563	685
الفوسفات		1,303	2,164	2,243	2,084
الألمنيوم					1,580
هامش EBITDA					
الذهب	31.9%	40.3%	49.0%	50.4%	51.1%
الفوسفات		47.4%	50.0%	51.2%	44.7%
الألمنيوم					43.4%

المصدر : توقعات الراجحي
المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية

الفوسفات : إيرادات بنسبة 78% في 2011

بناءً على تقديرنا لعامي 2011 و 2012 فإن مشروع الفوسفات لن يصل إلى مرحلة التشغيل الكامل إلا في 2012 ، وبناءً عليه، فإن تقديرنا لاستغلال الطاقة الإنتاجية بلغت 55% لعام 2011 و 20% لعام 2012. ونتوقع أن يسهم الفوسفات بنسبة 78% من إيرادات معادن أي بأكثر من 2.7 بليون ريال في 2011 ، ترتفع إلى 83% من إجمالي المبيعات لتصل إلى 4.3 بليون ريال في 2012.

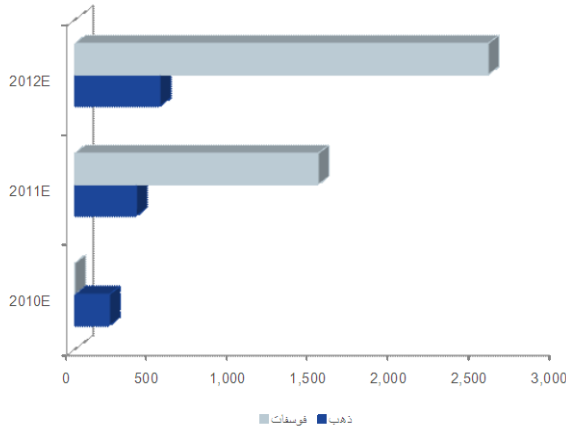
نظرة إيجابية لهوامش الربح

نتوقع أن تحقق معادن هامش EBITDA جيدة ابتداءً من 2011 مستفيدة من البدء في مشروع الفوسفات. ونتوقع أن تنخفض EBITDA من 34.8% في عام 2009 إلى 32.6% في 2010 بسبب ارتفاع تكاليف التشغيل. وتشير تقديرنا إلى أن مصروفات المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية وكذلك تكاليف الاستكشاف ستترفع بنسبة 8% في 2010 نظراً لتسريع نشاطات استكشاف الذهب. ورغمًا عن ذلك فإننا نتوقع أن يرتفع هامش EBITDA بشكل حاد بنسبة 45.3% في عام 2011 نتيجة لارتفاع بيع الفوسفات الجيدة.

ورغمًا عن ما ذكرنا آنفاً، فإننا لا نتوقع أن يرتفع صافي ربح معادن بمعدل مواز. وسبب ذلك هو أن الشركة سوف تبدأ في تحميل تكاليف مالية ورسوم تأسيس أخرى يتم قيدها حالياً في الميزانية، على بيان الدخل فور البدء في تشغيل مشروع الفوسفات. إننا نتوقع أن يرتفع صافي هامش الربح بشكل طفيف من 16.1% (معدل لاستيعاب دخل متحقق لمر واحدة من الكوا) في عام 2009 إلى 18.0% في عام 2010. وبعد تلك السنة ، فإننا نتوقع أن يرتفع صافي هامش الربح إلى 20.4% في عام 2011، قبل أن ينخفض إلى 17.0% في عام 2012 نظراً لارتفاع رسوم الاستهلاك بسبب تكوين معادن لمصروفات رأسمالية ضخمة وتبعاً تبعاً لارتفاع رسوم التمويل بسبب ارتفاع مستويات الدين. ومع ذلك، وبعد دخول مشروع الألمونيوم مرحلة التشغيل، فإننا نتوقع أن يعاود هامش صافي الربح ارتفاعه ليصل إلى 20% أو أعلى من ذلك.

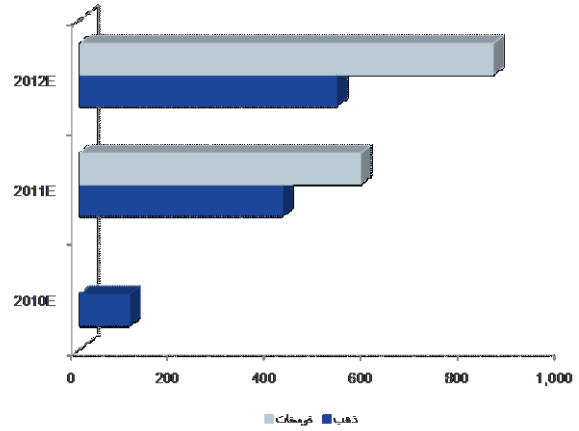


13.1 معادن : تفاصيل EBITDA



المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية

13.2 معادن : تفاصيل صافي الربح



المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية

الدين مرتفع ولكن الوسائل المعادلة للنقد مرتفعة أيضاً :

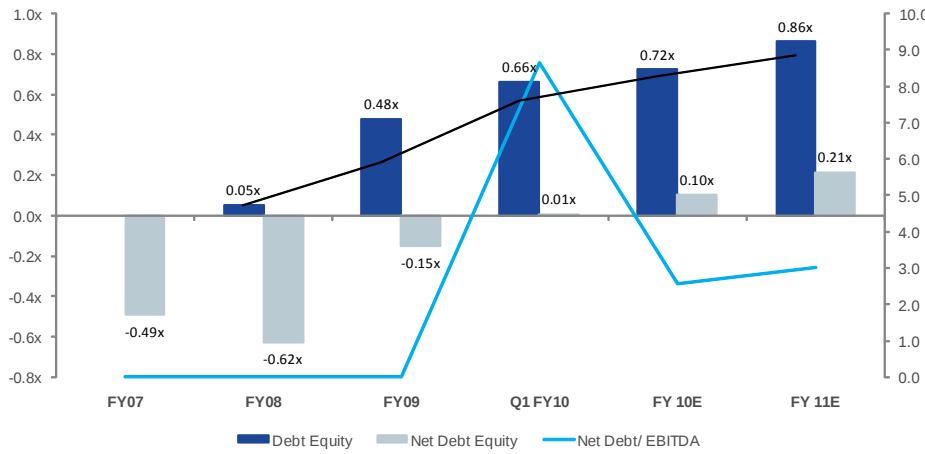
وفقاً لتقديراتنا، فقد بلغ الدين الإجمالي لمعادن 12.1 بليون ريال في الميزانية كما في الربع الثاني 2010، مرتفعاً من 11.8 بليون ريال في الربع الأول 2010. وقد تم جمع مبلغ هذا الدين لتمويل المشاريع الجديدة للشركة في مجالي الفوسفات والألمونيوم. وقد ساهم صندوق الاستثمارات العامة (الذي يملك 50% من معادن) بمبلغ 3.16 بليون ريال من إجمالي هذا الدين والمبلغ المتبقي هو عبارة عن قروض بصيغ إسلامية من بنوك تجارية ومؤسسات تمويلية. والمساهم الرئيسي الآخر هو صندوق التنمية الصناعية السعودي والذي ظل أيضاً يقدم أموالاً لمعادن لمشاريعها الجديدة. وتملك معادن تسهيلات قروض غير مستغلة بمبلغ 600 مليون ريال من صندوق التنمية الصناعية. وجميع هذه القروض هي قروض طويلة الأجل بفترة سداد تصل إلى عشر سنوات تبدأ من الربع الرابع 2011. إن تكاليف التمويل الخاصة بهذه القروض منخفضة أيضاً وتتراوح بين معدل سعر الفائدة على القروض بين مصارف لندن (LIBOR) زائداً نسبة 0.5% والـ LIBOR زائداً 1.15% سنوياً.

ولا بد من التنويه هنا إلى أن مبلغ هذا الدين قد تم جمعه على مستوى الشركات التابعة لمعادن. وتملك معادن أيضاً وسائل معادلة للنقد ضخمة جداً بلغت 12 بليون ريال في نهاية الربع الثاني 2012 وهي ترتبط بالشركة الأم. ونتيجة لذلك، وفي نهاية الربع الثاني، فقد كان المبلغ المتبقي من صافي الدين الموحد لمعادن صغيراً بلغ 141 مليون ريال. إن حقيقة أن معادن لديها مستويات مرتفعة من النقدية يؤدي إلى رفع مدفوعاتها من الزكاة (الزكاة في السعودية هي المقابل للضرائب) حتى وإن كان لديها حتى الآن دين صاف.

إننا نعتقد أن معادن سوف تستغل النقد المتوفر لديها لتمويل جزء من مشروع الألمونيوم. وسوف يزداد الدين الإجمالي أيضاً إذ وافق مجلس الإدارة مؤخراً على قرض مقداره 4.5 بليون دولار لتمويل مشروع الألمونيوم. ونتيجة للحصول على هذا الدين الإضافي وخطط الإنفاق المرتفعة للمدى القريب، فإننا نتوقع أن تقفز نسبة صافي الدين EBITDA/ للشركة إلى مستوى مرتفع يبلغ 7.9 مرة في عام 2010. بيد أن الأرباح التي ستتحقق من مشروع الفوسفات يتوقع أن تعزز مستوى EBITDA بشكل مضطرد وبالتالي، فإن نسبة صافي الربح / EBITDA يتوقع أن تنخفض إلى مستوى أفضل يبلغ 2.6 مرة في عامي 2011 و 2012.

إننا نتوقع أن تشمل الميزانية على دين إجمالي ودين صاف كبير حتى عام 2014 عندما يبدأ تشغيل مشروع الألمونيوم. وبعد هذا التاريخ سوف تبدأ معادن في تحقيق كميات كافية من النقد لتبدأ في تسديد ديونها.

14. معادن : مستوى المديونية



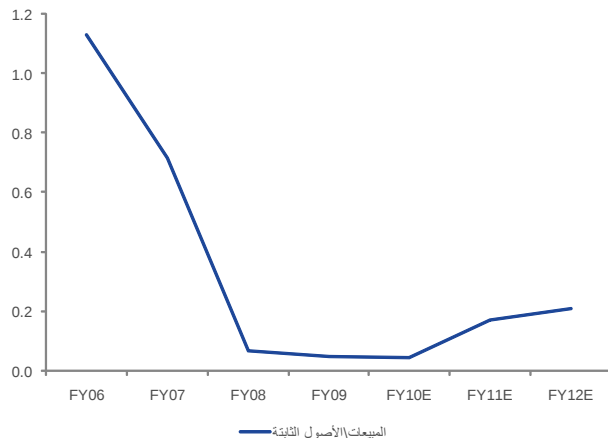
ملاحظة: الدين/حقوق الملكية و صافي الدين/حقوق الملكية في المحور الأيسر ، صافي الدين/EBITDA في المحور الأيمن في هذا الشكل المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية

دوران الأصول الأساسية أفضل مما يبدو :

كان العائد على حقوق المساهمين لمعادن منخفضاً في 2009 بنسبة بلغت 2.4% ونتوقع أن تنخفض هذه النسبة أكثر في 2010. ولكن، مع بدء تشغيل مشروع الفوسفات في 2011 ، فإننا نتوقع أن يرتفع العائد على حقوق المساهمين إلى 4.2% في 2011 ثم إلى 4.9% في 2012. إن العائد على حقوق المساهمين المنخفض يعكس دوران الأصول المنخفض. وإذا تم حسابه ببساطة بأنه يعني المبيعات منسوبة إلى إجمالي الأصول، فإن دوران الأصول لم يتجاوز 0.02 مرة . إننا نتوقع أن يرتفع دوران الأصول إلى 0.09 مرة في عام 2011. ومن الوهلة الأولى تبدو هذه الأرقام منخفضة للغاية وكأنها سبب للمخاوف .

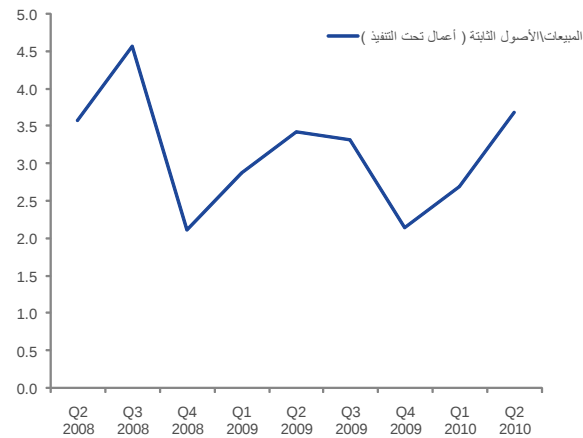
بيد أننا نعتقد أن رقم معدل دوران الأصول الأساسية مضلل جداً، وذلك لسببين . السبب الأول هو أن الأصول الإجمالية قد قضت عليها الأرصدة النقدية المرتفعة حالياً لمعادن. ويعني ذلك أنه سيكون منطقياً أكثر مقارنة المبيعات بالأصول الثابتة. ثانياً : تمثل الأعمال تحت التنفيذ، التي تشمل المشاريع الجديدة، نسبة عالية تبلغ 95% من إجمالي الأصول الثابتة. إن الأعمال تحت التنفيذ لا تحقق أي مبيعات. ومع ذلك، وفور ارتفاع مبيعات معادن عقب بدء تشغيل مشروعها الجديد فسوف ترتفع نسبة المبيعات إلى الأصول الثابتة ونسبة العائد على حقوق المساهمين. وفي المدى البعيد، نتوقع أن يرتفع العائد على حقوق المساهمين إلى 5.0% في عام 2012 وإلى 7.9% في عام 2014 .

15.1 معادن : نسبة المبيعات إلى الأصول الثابتة



المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية

15.2 معادن: نسبة المبيعات إلى الأصول الثابتة مستثنى منها الأعمال تحت التنفيذ



المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية

إن انخفاض معدل دوران الأصول الأساسية وارتفاعه للأعمال تحت التنفيذ يعكس الاستثمارات الضخمة التي دخلت فيها معادن خلال السنتين الأخيرتين للتحضير لمشاريع أعمالها الجديدة. وإذا رجعنا إلى الوراء في عام 2007 ، قبل البدء في تشغيل هذه المشاريع، فقد كانت معادن تحقق إيرادات بلغت 244 مليون ريال من أصول ثابتة بلغت 341 مليون ريال ونتج عن ذلك تحقيق معدل دوران أصول



ثابتة بلغ 0.7 مرة. وفي الربع الثاني 2010 تشير تقدير اتنا إلى أن نسبة المبيعات إلى الأصول الثابتة ، بعد استبعاد الأعمال قيد التنفيذ ، قد بلغت 3.7 مرة. وعلى هذا الأساس يمكن أن نخلص إلى أن معدل دوران الأصول في مشروع الذهب الخاص بمعادن يعتبر جيداً ، وبالنسبة للمستقبل فإننا نتوقع أن يتحسن معدل دوران الأصول بشكل كبير في مشاريع معادن الجديدة مع التوسع في المبيعات. ويتوقع أن يسهم ذلك في تحسين العائد على حقوق المساهمين للشركة .

دفع أرباح عن الأسهم سوف يجعل السهم جذاباً :

لم تدفع معادن أرباحاً عن الأسهم منذ تسجيلها في سوق الأسهم في 2008 . وقد تسبب ذلك في تقليل جاذبية سهم الشركة لفئة معينة من المساهمين. وربما تنجح معادن في زيادة قبولها لدى المساهمين إذا قررت مكافأة مساهميها بتوزيع أرباح أسهم عليهم. غير أننا نرى أنه من غير المرجح القيام بذلك في الأمد القريب نظراً لمتطلبات الإنفاق الرأسمالي الضخمة لمشروع الألومنيوم (40 بليون ريال على مدى فترة خمس سنوات).

نتائج الربع الثاني 2010 : نمو جيد جداً وهوامش ربح مستقرة :

نشرت معادن مؤخراً نتائجها للربع الثاني 2010 . وقد تجاوزت النتائج توقعاتنا لنمو الأرباح غير أن هامش EBITDA كان أدنى قليلاً من أرقام الربع الأول بسبب الارتفاع في تكاليف المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية. ونتوقع الآن حدوث ارتفاع بنسبة 28.5% في صافي الربح المعدل (لا يشمل ذلك رسوم لمرة واحدة بلغت 301 مليون ريال تم استلامها من شركة الكوا في 2009) لعام 2010 . وقد قمنا بتحديث تقديرات للأرباح والقيمة العادلة لتعكس نتائج الربع الثاني. ونعرض في ما يلي تعليقاتنا التفصيلية على هذه النتائج. ملحوظة : نظراً لعدم تأثير أعمال الذهب نسبياً بفترات موسمية معينة، فقد اعتبرنا أن المقارنات للربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق وللربع مقارنة بالربع السابق تنطبق على شركة معادن.

نمو مرتفع للمبيعات :

بعد أن ارتفعت بنسبة 14% للربع الأول مقارنة بالربع السابق له، فقد ارتفعت الإيرادات بنسبة 29% للربع الثاني مقارنة بالربع السابق له ومقارنة بتقدير اتنا للنمو بنسبة 9.7% على أساس الربع مقارنة بسابقه وبنسبة 11.9% على أساس الربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق. وبالنسبة لنمو المبيعات على أساس هذا الربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق فإنها تبدو جيدة جداً نظراً لأن المبيعات في الربع الثاني 2009 قد دعمتها أحجام المبيعات الكبيرة. وفي هذا الربع أيضاً كان نمو الإيرادات مدعوماً بالزيادة في أحجام المبيعات وكذلك بتأثير ارتفاع أسعار الذهب . وكان متوسط سعر البيع للربع الثاني 1,107 دولاراً للاونصة وبارتفاع بنسبة 28% عن سعر البيع للربع الثاني 2009 الذي بلغ 931 دولاراً. وقد دعم نمو المبيعات أيضاً تحقيق إيرادات بلغت 24 مليون ريال نتجت عن مبيعات الزنك الذي يعتبر منتجاً ثانوياً لعمليات استكشاف الذهب.

هامش الربح الإجمالي مرتفع ولكن هامش EBITDA منخفض :

بلغ هامش الربح الإجمالي لشركة معادن 56% في الربع الثاني 2010 مقارنة بحوالي 52% في الربع الأول 2010 و 53% في الربع الثاني 2009 مدفوعاً بالارتفاع في أسعار الذهب. إننا نعتقد أن هذا الهامش سوف يستقر في هذا المستوى على مدى ربعي العام القادمين وأنه سوف يرتفع فقط بعد تدشين العمل في مشروع الفوسفات. وبالمقارنة، فقد انخفض هامش EBITDA من 32.8% في الربع الأول 2010 إلى 30.4% في الربع الثاني بسبب ارتفاع بنسبة 64% في مصروفات المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية وتكاليف الاستكشاف عما كانت عليه في الربع الأول. إننا نتوقع ارتفاع تكاليف الاستكشاف خلال الأرباع القادمة نظراً لاستمرار أعمال الاستكشاف في مناجم الشركة المحتملة. وقد ارتفعت هامش التشغيل وهوامش صافي الربح في الربع الثاني مقارنة بالربع الأول 2009 بسبب انخفاض معدل الاستهلاك. وقد بلغ هامش ربح التشغيل 19.9% بينما بلغ هامش صافي الربح 15.9% .

نسبة الإنفاق الرأسمالي/ المبيعات منخفضة للربع، ونتوقع ارتفاعها مرة أخرى :

من غير المتوقع، مع الأخذ في الاعتبار المشاريع الاستثمارية الضخمة للشركة الجارية حالياً، فقد انخفضت نسبة الإنفاق الرأسمالي/ المبيعات لشركة معادن من 661% في الربع الأول إلى 310% في الربع الثاني. وبينما يظل هذا المستوى مرتفعاً جداً وفقاً للمعايير المتعارف عليها، فإننا مع ذلك نتوقع أن ترتفع هذه النسبة مرة أخرى خلال الأرباع القادمة. إن الإنفاق الرأسمالي سوف يظل هاماً خلال السنتين القادمتين نظراً لاستمرار أعمال الإنشاءات في مشروع الألومنيوم بصفة خاصة .



16. نتائج معادن الربعية

	Q2 2010	Q2 2010	Q1 2010	Q2 2009	
توقعات بحوث					
ملاحظة	الراجحي المالية	تغير %	فعلي	فعلي	فعلي (SAR mn)
ارتفعت الإيرادات بنسبة 20% فوق تقدير اتنا مدفوعة بارتفاع أحجام المبيعات وأسعار البيع	164	11.9%	197	153	176
أعلى من تقدير اتنا نتيجة لارتفاع جيد بنسبة 28.7% للربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق في أسعار بيع الذهب	95	17.5%	110	81	93
أدنى من توقعاتنا بمقدار 1.3 نقطة مئوية نظراً لارتفاع تكاليف الإنتاج	58%		55.6%	52.5%	53.0%
كما كان متوقفاً فقد ارتفعت مصروفات البيع والمصروفات العمومية والإدارية بسبب ارتفاع تكاليف التشغيل	(48)	47.4%	(31)	(10)	(21)
هامش EBITDA مستقر منذ العام السابق غير أنه انخفض على أساس الربع مقارنة بالربع السابق بسبب الارتفاع في تكاليف الاستكشاف	57	12.0%	60	50	54
هامش EBITDA مستقر منذ العام السابق غير أنه انخفض على أساس الربع مقارنة بالربع السابق بسبب الارتفاع في تكاليف الاستكشاف	32	15.2%	21	34	25
أعلى من تقدير اتنا بسبب انخفاض في مصروفات الاستهلاك كما ذكر أعلاه	25	35.1%	39	17	29
مخصص الزكاة منخفض بمقدار الثلث عن نفس الربع من العام السابق. ومع ذلك يظل معدل الزكاة مرتفعاً جداً عند نسبة 54% من صافي الربح قبل الزكاة . ولا نزال نتساءل حول بقاء معدل الزكاة مرتفعاً جداً رغم أن ارتفاع رصيد النقد الإجمالي للشركة يبدو هو السبب الرئيسي	67	NA	63	53	(8)
أعلى بنسبة 51% من الربع الأول ولكنه أقل من تقدير اتنا إذ توقعنا مقدار زكاة منخفض للربع الثاني. وقد أسهم في ذلك أيضاً انخفاض الربح من الاستثمار	45	NA	31	21	(7)
كان الإنفاق الرأسمالي منخفضاً بشكل غير متوقع في الربع الثاني. وبناءً عليه فإننا نتوقع ارتفاعاً في المصروفات الرأسمالية للأرباح المتبقية من العام نتيجة للاستثمار في مشروع الألومنيوم	(838)		(611)	(1,015)	(2,671)
نتوقع أن تكون نسبة المصروفات الرأسمالية/المبيعات مرتفعة في الأرباح التالية ويعزى ذلك أساساً لإنشاء مصهر الألومنيوم.	512%		310%	661%	1515%
إن التراجع بين وضع صافي النقد والدين بمقدار بسيط يعكس الاستثمار الضخم، ونتوقع أن يرتفع صافي الدين خلال المدى القريب	(543)		141	(1,283)	(5,726)
نسبة صافي الدين / EBITDA منخفضة حالياً وجيدة ولكنها سوف ترتفع بشكل مضطرب قبل أن تنخفض مرة أخرى	(2.4)		0.6	(6.4)	(26.7)

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

ملخص التوقعات والفرص المالية :

مع النمو القوي للإيرادات والأرباح مدعوماً بأسعار بيع الذهب المرتفعة، فإننا نتوقع أن تستمر معادن في أدائها الجيد في عملياتها الرئيسية الخاصة بالذهب. ويتوقع أن يبدأ نشاط إنتاج الفوسفات في عام 2011 ثم ينمو بشكل مضطرب ليمثل نسبة 76% من المبيعات في ذلك العام. وعقب ذلك يتوقع أن يبدأ نشاط إنتاج الألومنيوم في عام 2014. وكنيجة للاستثمار في هذه العمليات الجديدة، فإن معدل المديونية لمعادن يتوقع أن يتراجع من وضع صافي نقدي في العام الماضي إلى وضع دين صاف، إذ يتوقع أن تبلغ نسبة صافي الدين / EBITDA 7.9 مرة بنهاية 2010. ومع ذلك، فإننا نعتقد أن التدفقات النقدية القوية من أعمال الفوسفات يمكن أن تخفض وبشكل سريع نسبة صافي الدين / EBITDA إلى مستوى معقول يتراوح بين 2.5 و 3 مرة. وعند اكتمال منظومة العمل في الثلاثة نشاطات بنهاية 2013، فإننا نتوقع أن تصبح معادن واحدة من الشركات العالمية الرائدة ذات الأنشطة المتنوعة والمتكاملة بدءاً من التعدين وانتهاءً بتصنيع المعادن وأن تصبح شركة قوية ذات أنشطة متنوعة على مستوى المنطقة.



التقييم : طريقة الربح الاقتصادي المحسوم وطريقة تحليل المضاعفات المقارنة

ملخص لمنهجيتنا:

إن طريقتنا الرئيسية لتقييم شركة معادن هي طريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد (DEP) والتي تسمى أحياناً طريقة القيمة الاقتصادية المضافة المحسومة للمدى البعيد (EVA). وهذه الطريقة تختلف اختلافاً طفيفاً عن طريقة التدفقات النقدية المحسومة ولكنها مساوية لها من ناحية حسابية. وفي النماذج التي أعدناها نقوم بعمل توقعات صريحة لقائمة الدخل والميزانية والتدفق النقدي حتى عام 2012. بعد ذلك نفترض حدوث تناقص مستمر في العائد على رأس المال المستثمر، أي العائد الإضافي، نزولاً حتى الوصول إلى تكلفة رأس المال خلال فترة تصل إلى 40 عاماً من نهاية فترة تقديرنا الصريحة. إن هذه الطريقة تساعد على تجنب مشكلة شائعة في طريقة نماذج المدى الطويل وهي بالتحديد أن المحلل عادة ما يتوقف عن عمل التوقعات عند نقطة عشوائية في وقت تكون فيه الشركة المعنية بالتحليل لا تزال تحقق عائدات عالية. أما من ناحية النظرية المالية فإن هذا يعتبر مستحيلاً كما أن العائدات الإضافية سوف تختفي في نهاية المطاف من خلال المنافسة أو الأنظمة أو بأي طرق أخرى.

إن تقييماتنا القائمة على طريقة الربح الاقتصادي المحسوم حساسة للعديد من العوامل بما فيها نمو الإيرادات المقترض وهامش EBITDA ونسبة الإنفاق الرأسمالي/ المبيعات في عام 2021، أي السنة الأخيرة للتوقعات الصريحة. وهناك متغير هام آخر وهو مدة الفترة المفترضة للميزة التنافسية للشركة، أي الفترة التي تحقق خلالها الشركة عائدات أعلى من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. إن عملية تحديد طول فترة الميزة التنافسية هي بطبيعة الحال عملية غير موضوعية. وفي الحالة التي نحن بصددتها افترضنا فترة 30 عاماً لشركة معادن على أساس أن نشاطات معادن الجديدة سوف توفر تدفقات نقدية إيجابية حتى ذلك التاريخ بينما سيحتاج المنافسون للعديد من السنوات لمنافسة معادن بشكل فعال.

ولكن وكما هو الحال مع أي طريقة قائمة على التدفق النقدي المحسوم، فإن العامل الذي يكون تقييم الربح الاقتصادي المحسوم أكثر حساسية له هو المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) وقد افترضنا نسبة WACC عند مستوى 81% تقريبا لشركة معادن والتي تستند من ناحية على الفائدة المنخفضة نسبياً على الدين. وحسب تقديرنا فإن معادن تدفع سعر فائدة فعلي يبلغ 4.25% على الدين الإجمالي. ونعزى هذا السعر المنخفض إلى حقيقة أن جزءاً هاماً من ديون معادن تأتي من صندوق الاستثمارات العامة وهي تحسب على أساس سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن مضافاً إليه 0.5%.

إن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بدوره حساس جداً لهيكل رأس المال في نهاية فترة التقديرات المفترضة ومرة أخرى فإن تقدير هيكل رأس المال النهائي يعتبر عملية غير موضوعية. لقد افترضنا نسبة دين نهائي/ (الدين + رأس المال) تبلغ 36% لشركة معادن وهي قريبة من مستوى الدين للربح الثاني 2010.

بالإضافة إلى الطريقة المذكورة، فقد استخدمنا طريقة تحليل المضاعفات المقارنة بغرض تقييم شركة معادن مقارنة بالشركات الرئيسية الأخرى في المنطقة. ووفقاً لهذه الطريقة، فإننا نستخدم مقارنات لبعض معايير التقييم، أهمها مضاعفات قيمة الشركة / EBITDA - شركات أخرى ذات أنماط أعمال مماثلة لتقدير القيمة العادلة. وبما أن معادن سوف تتحول إلى شركة ذات نشاطات متنوعة في مجال إنتاج المعادن والأسمدة والتعدين بحلول عام 2014، فقد أجرينا تقييماً لكل قطاع من قطاعات الأعمال على حده. إننا نعتقد أن المحرك الرئيسي لسعر السهم سيكون هو نشاط الأسمدة ونشاط الذهب اللذان سيشكلان 76% و 24% على التوالي من إيرادات معادن في 2011 وفقاً لتقديرنا. وقد استبعدنا نشاط الألمونيوم الخاص بمعادن من المقارنة مع نظيراتها من الشركات لأننا لم نرى تأثيراً لهذا النشاط على سعر السهم بعد. وقد أخذنا متوسطاً مرجحاً للطريقتين المستخدمتين باعتباره سعراً مستهدفاً لنا وذلك بإعطاء وزن بنسبة 70% لطريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد ونسبة 30% لطريقة تحليل المضاعفات المقارنة. وفي رأينا فإننا نعتبر أن طريقة المضاعفات المقارنة تمثل مؤشراً جيداً للأداء ولتحديد السعر واقعياً.

إننا نتوقع أن يستمر المحرك الأساسي لسعر سهم معادن هو انطلاقة مشروع الفوسفات والتقدم المتوقع في مشروع الألمونيوم. وتمضي الشركة قدماً في الإلقاء بالبيانات الصحفية من وقت لآخر من أجل إحاطة المستثمرين علماً بسير العمل في تنويع نشاطاتها. إن الإفصاح عن المعلومات بالشكل الجيد من شأنه الإبقاء على رغبة المساهمين ودعمهم لخطط الشركة.

ونقدم في ما يلي تحليلاً تفصيلياً للقيمة العادلة لسهم الشركة.

القيمة العادلة لسهم معادن :

كما ذكرنا آنفاً، فقد استخدمنا طريقتين للتقييم هما : طريقة القيمة الاقتصادية المضافة المحسومة طويلة الأجل وطريقة تحليل المضاعفات المقارنة. وبالنسبة لطريقة تحليل المضاعفات استخدمنا مضاعفات قيمة الشركة / EBITDA للقطاعين الرئيسيين في الشركة وهما الذهب والفوسفات. وقد استبعدنا نشاط الألمونيوم من التقييم المقارن نظراً لأن العمليات التشغيلية لن تبدأ حتى أواخر 2013 أو 2014.

طريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد :

في طريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد لتقدير القيمة العادلة لسهم معادن، استخدمنا متوسطاً مرجحاً لتكلفة رأس المال بنسبة 8.1%. وقمنا بحساب هذا المتوسط المرجح وفقاً لما هو مبين في الجدول التالي.



17. معادن: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

4.0%	العائد الخالي من المخاطر
8.0%	عائد السوق المتوقع - العائد الخالي من المخاطر
0.9	قيمة بيتا المعدلة
11.5%	تكلفة رأس مال الأسهم
4.3%	تكلفة الدين قبل الضرائب
51.3%	معدل الضرائب الفعلي
2.1%	تكلفة الدين بعد الضرائب
36.0%	الدين المستهدف (الدين + رأس المال)
8.1%	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
	المصدر: بلومبرج، الراجحي المالية

إننا نعتقد أن الجزء الأكبر من قيمة شركة معادن يكمن في رأس المال المستثمر، أي تمويل الدين ورأس مال الأسهم الذي تم توظيفه بالفعل وليس في العائدات الاقتصادية المستقبلية. إن الربح الاقتصادي المحسوم، أي القيمة الحالية للعائدات الاقتصادية المستقبلية أو العائدات التي تتجاوز تكلفة رأس المال، يمثل جزءاً يسيراً فقط (حوالي 8%) من القيمة العادلة لشركة معادن التي تبلغ 29.5 بليون ريال حسب تقديراتنا. (الربح الاقتصادي المحسوم موضح في الجدول التالي على أنه يعني "إجمالي رأس المال المستثمر/ القيمة المفقودة". ومن القيمة العادلة التقديرية للشركة، طرحنا صافي الدين وتقديرات مصالح الأقلية للوصول إلى القيمة العادلة التقديرية لرأس مال الأسهم التي تبلغ 25.8 بليون ريال. وعلى هذا الأساس، قمنا بتقدير القيمة العادلة للسهم الواحد لشركة معادن عند 27.9 ريالاً، كما هو موضح في الجدول التالي.

18. تقييم معادن: الربح الاقتصادي المحسوم

تقييم معادن: طريقة الربح الاقتصادي المحسوم

2,320	إجمالي القيمة المكتسبة (القيمة المفقودة)
27,148	رأس المال المستثمر الافتتاحي
29,467	إجمالي قيمة الشركة
	ناقصاً:
-1,882	قيمة الدين (2010 - أرقام تقديرية)
-1,782	حقوق الأقلية (2010 - أرقام تقديرية)
25,803	رأس مال الأسهم
925	إجمالي عدد الأسهم
SAR 27.9	القيمة العادلة للسهم

المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية

بينما يمكن اعتبار تقديرنا للقيمة الحالية للعائدات الاقتصادية المستقبلية الإجمالية لمعادن متوسطة فقط (3.3 بليون ريال)، فإنها إيجابية. وبعبارة أخرى، فإننا نعتقد أن معادن قد استثمرت رأس مالها بشكل حصيف في أصول يتوقع أن تحقق عائدات تربو على تكلفة رأس المال. وعلى هذا الأساس، فإنه لأمر مثير للاستغراب إلى حد ما أن شركة معادن تتداول عند نسبة قيمة شركة/ رأس مال مستثمر (يبلغ 0.6 مرة. إن هذه النسبة تشير ضمناً، من منظور سوق الأسهم، إلى أن معادن مهيأة لتكبد خسائر اقتصادية كبيرة في المستقبل أو بدلاً عن ذلك أنها قد استثمرت بشكل مبالغ فيه في أصول إنتاجية تساوي في الوقت الراهن أقل بكثير مما دفعته الشركة نظير هذه الأصول. إننا لا نقبل أيًا من هذين الاحتمالين. وعلى أية حال، فإننا نعتقد أن القيمة السوقية لشركة معادن تستحق أن تكون أعلى من 0.6 مرة من رأس مالها المستثمر. وعند مستوى سعرنا المستهدف الذي يبلغ 23.6 ريالاً للسهم، فإن نسبة قيمة الشركة/ رأس المال المستثمر ستكون 0.8 مرة وهي لا تزال تمثل انخفاضاً عن رأس المال المستثمر.

طريقة المضاعفات المقارنة :

أجرينا تقييماً لنشاط الذهب في معادن ونشاط الفوسفات المتوقع البدء فيه في وقت لاحق، منفصلين عن بعضها بمقارنتهما بالمشاريع المماثلة لهما. وبالنسبة لشركة معادن للذهب، استخدمنا ثلاث شركات عالمية منافسة هي: ريو تينتو وبي إتش بي بيليتون وانجلو أميركان نظراً لطبيعة أعمال هذه الشركات وهي التعدين. وبالنسبة للفوسفات، فقد اخترنا شركتين من شركات الأسمدة في المنطقة وهما سافكو والأردنية للفوسفات كمؤشرات قياسية معيارية. إن هذه الشركات أصغر حجماً من معادن ولكننا نعتقد أنه يمكن مقارنتهما بسهولة نظراً لطبيعة أعمالهما وتواجدتهما في نفس المنطقة. وبينما نجد أن شركة الفوسفات الأردنية هي منافس مباشر لمشروع الفوسفات في معادن، فإن سافكو تأتي بعدها مباشرة بسبب عملها في مجال فوسفات البورينا. ويوضح الجدول التالي أرقام السوق ومكررات التقييم للشركات المذكورة مقارنة بشركة معادن للفوسفات.



19. مشروع معادن للذهب: تحليل النسب المقارن مع شركات أخرى

الشركات	المنطقة	القيمة السوقية (Mn \$)	قيمة الشركة (Mn \$)	قيمة الشركة/EBITDA	رموز بلومبرج
بي انتش بي بيليتون	عالمية	186,827	195,412	7.9x	BLT LN Equity
ريو نتتو	عالمية	117,001	137,404	5.6x	RIO LN Equity
انجلو اميريكان	عالمية	51,568	64,559	5.7x	AAL LN Equity
اجمالي النسب للموق				6.6x	
المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية					

20. شركة معادن للفوسفات: تحليل النسب المقارن

الشركات	المنطقة	القيمة السوقية (Mn \$)	قيمة الشركة (Mn \$)	القيمة السوقية/EBITDA	رموز بلومبرج
شركة الفوسفات الاردنية	الشرق الاوسط	1,499	1,326	8.3x	JOPH JR Equity
سافكو	الشرق الاوسط	9,116	8,233	12.3x	SAFCO AB Equity
اجمالي النسب				11.5x	
المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية					

استناداً إلى مضاعفات متوسط قيمة الشركة / EBITDA للشركات المقارنة، فقد توصلنا إلى أن السعر العادل لسهم معادن يبلغ 13.8 ريال. وقد خصصنا وزناً بنسبة 30% لهذه الطريقة على أساس أن معادن ظلت تتوسع وليس من المناسب مقارنتها بالشركات الأكثر نضجاً التي ظلت تعمل لفترة طويلة. علاوة على ذلك، فإن تقييم الشركات المماثلة لا يشمل إجمالي الاستثمار المخطط لمعادن في نشاط الألمونيوم الذي يبلغ 40 بليون ريال والذي نعتقد أنه سوف يزيد القيمة العادلة للسهم.

21. معادن : تحليل النسب المقارن

شركة معادن للذهب	الوحدة	قيمة الشركة	الملكية	معادن: التقييم
شركة معادن للفوسفات	1,407 SAR mn	100%	قيمة الشركة لمعادن	
اجمالي قيمة الشركة	16,492 SAR mn	70%	1,407	
ناقصاً : صافي الدين	12,951		11,544	
	141 SAR mn			
قيمة راس مال الاسهم	12,810 SAR Mn			
اجمالي عدد الاسهم	925 mn			
قيمة السهم/ريال	13.85 SAR			
المصدر : بيانات الشركات ، الراجحي المالية				

لقد حددنا سعرنا المستهدف لشركة معادن عند 23.7 ريالاً. وقد توصلنا لهذا السعر المستهدف بإعطاء وزن بنسبة 70% لطريقة القيمة الاقتصادية المضافة للمدى البعيد (27.9 قيمة عادلة للسهم) و30% لطريقة المضاعفات المقارنة (13.8 قيمة عادلة للسهم). إننا نعتقد أن الفجوة الكبيرة بين هاتين الطريقتين يمكن أن تعزى إلى حد كبير إلى حقيقة أن شركة معادن تقوم حالياً بتنفيذ خطط توسعة طموحة تشتمل على استثمار ضخمة.

الشفافية في الأعمال سوف تساعد معادن :

يجدر بنا أن نضيف أن شركة معادن تُعد واحدة من شركات قليلة في المملكة العربية السعودية تتميز بشفافيتها ولديها معدل إفصاح جيد كما أنها تسعى جاهدة لتحقيق أفضل ممارسة عالمية في إعداد التقارير المالية. وقد خصصت الشركة قسمًا خاصًا بعلاقات العملاء ونحن نعتقد أن هذا القسم سيُعالج إعجاب المستثمرين ويعكس لهم صورة جيدة عن الشركة ومن شأنه أن يساعد في رفع سعر سهم الشركة. ويتم عمل التقارير المالية باللغتين العربية والإنجليزية ويشتمل على تفاصيل جيدة ووافية لكافة بنود الميزانية وبيان الدخل. إن مثل هذه الشفافية، في رأينا، سوف تخدم الشركة كثيراً في المدى البعيد. إننا نعتقد أن الشركة ينبغي عليها أن تبذل أقصى ما في وسعها لتصبح شفافة أكثر وتوفر تفاصيل محدثة للاحتياجات والاحتياطات المحتملة في مناجمها. بالإضافة إلى ذلك، ينبغي على الشركة أن تحاول توفير معلومات أكثر حول هياكل التكلفة لقطاعات أعمالها المختلفة.



12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة الدخل - SARmn
5,280	3,586	729	634	460	المبيعات
(2,241)	(1,623)	(318)	(296)	(233)	تكلفة المبيعات
3,039	1,963	411	338	227	الربح الإجمالي
					الرسوم الحكومية
(925)	(611)	(285)	(262)	(321)	المصاريف الإدارية والتسويقية
2,114	1,352	126	76	(94)	ربح العمليات
					مصاريف نقدية تشغيلية
(2,676)	(1,963)	(491)	(414)	(425)	EBITDA
2,604	1,623	238	221	35	استهلاك و اطفاء
(490)	(270)	(112)	(144)	(129)	ربح العمليات
2,114	1,352	126	76	(94)	صافي المصاريف الماليه
(391)	52	158	314	290	ربح/خسارة تحويل العملات الأجنبية
-	-	-	-	(0)	مخصصات
					الإيرادات الأخرى
-	-	1	302	4	مصاريف أخرى
1,723	1,404	260	663	195	الدخل قبل الزكاة والضريبة
(345)	(281)	(134)	(264)	-	الضريبة / الزكاة
(483)	(393)	4	5	6	حقوق الأقلية
896	730	131	404	202	صافي الربح
-	-	-	-	-	مجموع الأرباح موزعة
					تحويل إلى الاحتياطي
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	
925.0	925.0	925.0	925.0	925.0	عدد الأسهم المعمله
2.020	1.507	0.258	0.588	0.490	التدفق النقدي للسهم - SAR
0.968	0.789	0.142	0.437	0.304	الربح الموزع للسهم - SAR
0	0	0	0	0	الربح الموزع للسهم - SAR
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النمو
%47.3	%391.8	%14.9	%37.9	%88.5	نمو المبيعات
%54.8	%377.7	%21.4	%49.3	%162.5	نمو الربح الإجمالي
%60.5	%581.0	%8.0	%531.7	%114.8	نمو EBITDA
%56.3	%971.1	%65.6		%198.9	نمو ربح العمليات
%22.7	%457.6	-%67.6	%100.4	-%9.3	نمو صافي الربح
%22.7	%457.6	-%67.6	%43.5	-%72.6	نمو ربحية السهم
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	الهوامش
%57.6	%54.7	%56.4	%53.4	%49.3	هامش الربح الإجمالي
%49.3	%45.3	%32.7	%34.8	%7.6	للفوائد
%40.0	%37.7	%17.3	%12.0	-%20.5	هامش ربح العمليات
%32.6	%39.2	%35.7	%104.5	%42.4	هامش الدخل قبل الضريبة والزكاة
%17.0	%20.4	%18.0	%63.7	%43.8	هامش صافي الربح
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب الأخرى
%5.0	%3.7	%0.4	%0.3	-%0.5	العائد على رأس المال التشغيلي
%4.6	%3.4	%0.2	%0.3	-%1.7	العائد على رأس المال الموظف
%5.0	%4.3	%0.8	%2.5	%1.9	العائد على حقوق الملاك
%20.0	%20.0	%51.3	%39.8	%0.0	نسبة الضريبة / الزكاة
%87.1	%113.5	%475.7	%1748.2	%1689.4	انفاق رأس المال المبيعات
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة الأرباح الموزعه
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	مقاييس التقييم
20.9	25.6	142.7	46.3	66.4	P/E (x)
10.0	13.4	78.2	34.4	41.3	P/CF (x)
1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	P/B (x)
3.5	5.2	25.6	29.5	29.1	قيمة الشركة/المبيعات
7.2	11.5	78.4	84.7	383.3	قيمة الشركة/EBITDA
8.8	13.8	148.0	245.0	NA	قيمة الشركة/EBIT
0.4	0.5	0.6	0.7	1.1	قيمة الشركة /رأس المال الموظف
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة العائد

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

ارتفاع الإيرادات في 2011 سوف يساعد في دعم الربحية

سوف يزداد هامش الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء خلال السنوات القادمة غير أن تكاليف التمويل ستكون عائقاً أمام نمو صافي الربح



12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	المركز المالي - SARmn
13,211	12,700	11,474	11,519	11,335	النقد وما يعادله
2,425	1,043	212	53	114	ذمم تجارية
2,904	2,186	256	206	167	مخزون
492	492	492	383	910	الأصول المتداولة الأخرى
18,983	16,373	12,385	12,131	12,430	مجموع الأصول المتداولة
25,407	21,296	17,496	14,144	7,053	مجموع الأصول الثابتة
-	-	-	-	-	إجمالي الاستثمارات
-	-	-	-	-	الشهرة
3,502	3,502	3,502	2,936	1,810	الأصول غير الملموسة الأخرى
18	18	18	19	66	مجموع الأصول الأخرى
28,927	24,817	21,016	17,098	8,929	مجموع الأصول طويلة الأجل
47,910	41,189	33,401	29,230	21,358	مجموع الأصول
-	-	-	-	-	الدين قصير الأجل
-	-	-	-	-	الالتزامات التجارية
-	-	-	-	-	أرباح دالته
-	-	-	-	-	الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
5,680	4,508	1,370	1,906	3,573	مجموع الخصوم قصيرة الأجل
21,053	16,882	13,356	8,783	820	مجموع الخصوم طويلة الأجل
-	-	-	-	-	الالتزامات الأخرى طويلة الأجل
184	184	184	176	139	مخصصات
21,237	17,066	13,540	8,959	959	مجموع الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
2,654	2,171	1,778	1,782	639	حقوق الأقلية
9,250	9,250	9,250	9,250	9,250	رأس المال المدفوع
9,089	8,193	7,463	7,332	6,938	إجمالي الاحتياطيات
18,339	17,443	16,713	16,582	16,188	إجمالي حقوق المساهمين
20,993	19,615	18,491	18,365	16,827	مجموع حقوق المساهمين
47,910	41,189	33,401	29,230	21,358	مجموع حقوق المساهمين والخصوم
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
7,842	4,182	1,882	(2,736)	(10,515)	صافي الدين - SARmn
3.01	2.58	7.90	(12.41)	(301.14)	صافي الدين / EBITDA
%37.4	%21.3	%10.2	-%14.9	-%62.5	صافي الدين/حقوق المساهمين
6.7	(31.3)	(1.5)	(0.7)	(0.1)	صافي مصروفات التمويل / EBITDA
19.83	18.86	18.07	17.93	17.50	القيمة الدفترية للسهم - SAR
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة التدفق النقدي - SARmn
1,723	1,404	260	663	195	صافي الربح قبل خصم الضريبة والزيادة وحقوق الأقلية
490	270	112	144	129	استهلاك و اطفاء
(929)	377	(467)	(848)	2,669	التغير في رأس المال العامل
(345)	(281)	(388)	(523)	(263)	التدفقات النقدية الأخرى
940	1,771	(482)	(564)	2,730	صافي النقد من الأنشطة التشغيلية
(4,601)	(4,071)	(3,468)	(11,091)	(7,774)	انفاق رأس المال
-	-	22	(1,854)	494	استثمارات جديدة
-	-	(691)	(1,721)	(700)	أخرى
(4,601)	(4,071)	(4,136)	(14,667)	(7,980)	صافي النقدية المستخدمة في الأنشطة الاستثمارية
(3,661)	(2,300)	(4,618)	(15,231)	(5,250)	صافي النقد التشغيلي
-	-	-	-	-	توزيعات أرباح مدفوعة
-	-	-	-	11,750	عوائد بيع الأسهم
-	-	-	-	-	تأثير تحويل العملة على النقد
-	-	(0)	(498)	1,140	الأخرى
4,171	3,526	4,573	15,416	13,890	صافي النقد من الأنشطة التمويلية
511	1,226	(46)	185	8,640	صافي التغير في النقدية وشبه النقدية
12,700	11,474	11,519	11,335	2,695	النقدية وشبه النقدية في بداية الفترة
13,211	12,700	11,474	11,519	11,335	النقدية وشبه النقدية في نهاية السنة
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
%87.1	%113.5	%475.7	%1748.2	%1689.4	انفاق رأس المال المبيعات

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

إخلاء من المسؤولية

أعيت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكنها لا تضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة. أو أنها تصلح لأي غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضا أو دعوة لتقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات ويأثر سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المئتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسئولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بأداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة الراجحي المالية، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكون مسئولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات وإرادة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وشركة الراجحي المالية لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كليا أو جزئيا بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقيما في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حينما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفا للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

الإفصاح عن معلومات إضافية:

1. شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تعقيبتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 15٪ فوق السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 5٪ دون سعر السهم الحالي و 15٪ فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 5٪ دون مستوى السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: يوصي محللوننا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 6-9 شهور. وبعبارة أخرى، فهم يتوقعون أن يصل سعر سهم معين إلى المستوى المستهدف خلال تلك الفترة.

"القيمة العادلة" Fair value: نحن نقدر القيمة العادلة لكل سهم من الأسهم التي نقوم بتعقيبتها. وهذا يتم في العادة بإتباع أساليب مقبولة عن نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعني، مثال ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التكاليف النقدية المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقا للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلا لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدرة لذلك السهم، ونشرح الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

يرجى ملاحظة أن تحقيق أي سعر مستهدف يخضع لأوضاع السوق بوجه عام والاتجاهات الاقتصادية وغيرها من العوامل الخارجية، أو إذا كانت الأرباح أو الأداء التشغيلي للشركة المعنية يتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

للاتصال

د. صالح السحبياتي

مدير إدارة البحوث

هاتف: +966 1 2119434

alsuhaibanis@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية، شركة تابعة لمصرف الراجحي تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37