



US\$18.96mn	%35.8	US\$5.33bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية
27.9% أعلى من الحالي	28.53	السعر المستهدف
2.5% أعلى من الحالي	22.15	السعر المتفق عليه
بتاريخ 23/10/2010	21.60	السعر الحالي

إدارة البحوث

مزر خان ، محلل استثمار

Tel +966 1 211 9248, khamn@alrajhi-capital.com

معادن

انخفاض المبيعات أصبح مشكلة

على النقيض من توقعاتنا ، فقد جاءت نتائج معادن للربع الثالث مخيبة للآمال. فبينما كنا ننتظر النتائج حتى تتضح الصورة تماما، فقد أصبحنا الآن قلقين حول الفرص والتوقعات المستقبلية لمشروعها الخاص بإنتاج الذهب. وسنظل متفائلين حول مشاريع معادن الجديدة ، ونعني بهما مشروع الفوسفات ومشروع الألمونيوم. وفي الوقت الراهن سوف نبقى على تقييمنا لشركة معادن وهو التوصية بزيادة المراكز في أسهمها عند سعر مستهدف يبلغ 28.5 ريالاً. غير أننا ربما نخفض توقعاتنا لمشروع الذهب مما قد يؤدي إلى خفض سعرنا المستهدف.

الأرباح مقارنة بتوقعاتنا	أعلى	متوافقة	أقل
الأثر المتوقع:			
توقعات الأرباح	مرتفعة	لا تتغير	انخفضت
توقعات توزيعات الأرباح	ارتفعت	لا تتغير	انخفضت
التوصية	رفع التصنيف	لا تتغير	خفض التصنيف
النظرة للمدى البعيد	أقوى	مؤكدة	أضعف

- **خفض الإيرادات بسبب انخفاض إنتاج الذهب :** أعلنت معادن عن انخفاض في الإيرادات على أساس هذا الربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق بنسبة 2.6% وكان ذلك يعزى لانخفاض في إنتاج الذهب بأكثر مما كان متوقعا خلال الربع. فبينما توقعنا انخفاضا بنسبة 5.5% في إنتاج الذهب عن الربع الثالث 2009 ، إذ كان عام 2009 هو العام الذي بلغ فيه إنتاج الذهب أعلى مستوى له على الإطلاق ، فقد جاء هذا الانخفاض حادا جدا بشكل مفاجئ.

- **لربح الإجمالي/الربح التشغيلي :** كنا قد توقعنا أن تستفيد معادن من الارتفاع القوي الأخير في أسعار الذهب . وبدلاً من ذلك فقد انخفض الربح الإجمالي بنسبة 2.8% إلى 84 مليون ريال ، من 86.4 مليون ريال في الربع الثالث من العام الماضي. وقد أعلنت معادن عن خسارة تشغيلية بلغت 2.5 مليون ريال لأول مرة منذ الربع الرابع 2008. أننا أيضا قلقون حول الانخفاض في هامش الربح الإجمالي من 62% في الربع الثالث 2009 إلى 53% في الربع الثالث 2010 مما يشير إلى أن تكاليف إنتاج الذهب قد ارتفعت أيضا. أننا نفترض أحد أمرين: فإما أن الشركة تعاني من ارتفاع التكاليف وتحاول الآن قساري جهودها لضبطها أو أنها قد تكبدت تكاليف معينة تتعلق بالمشاريع الجديدة.

- **صافي الربح :** سجلت معادن خسارة صافية بلغت 0.2 مليون ريال لأول مرة منذ الربع الثاني 2009 عندما أدت مصاريف الزكاة الضخمة إلى تحقيق خسائر. ووفقا لشركة معادن ، فقد انخفض صافي الربح للربع الثالث نتيجة للتكاليف الإدارية الإضافية لمشروع الفوسفات بالإضافة إلى عائدات دخل المراجعة التي جاءت أقل من المتوقع. ملحوظة : تدفع معادن زكاة ليس على الربح قبل الزكاة ولكن على النقد والاستثمارات قصيرة الأجل التي بلغت 11.9 بليون ريال في الربع الثالث.

- **ملخص:** إن نقاشنا الرئيسي حول تقييم معادن لا يزال كما هو. أننا نعتقد أن نسبة قيمة الشركة إلى رأس المال المستثمر التي تبلغ أقل من 1.0 مرة لا تزال تتضمن إمكانية لارتفاع القيمة العادلة لمعادن. لقد ارتفع سعر سهم معادن خلال الثلاثة أشهر المنصرمة نتيجة للأخبار المتواترة حول المشاريع الجديدة وارتفاع أسعار الذهب بالإضافة إلى اعتزامها تشييد خط إنتاجها الجديد للفوسفات في ديسمبر. إننا نعتقد أن توجه معادن للاستثمار في مشروعين جديدين سوف يسيطران على أدائها المالي بدءاً من 2011 كان توجهها صحيحاً. أما بالنسبة للذهب ، فإننا نرى أن الشركة يلزمها توفير مستويات جيدة من الإفصاح حول احتياطاتها من الذهب وهذا من شأنه مساعدة المستثمرين على فهم مشروعها الخاص بالذهب بشكل أفضل.

التصنيف الحالي

زيادة المراكز

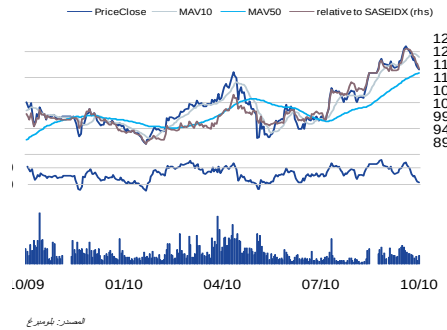
المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

لمحة موجزة

إن هذه اللوحة الموجزة عبارة عن التفسير الأولي من قبل المحلل للنتائج المعلنة أو للأثر المترتب عن حدث رئيسي . ولا يتم في هذا التقرير تغيير تصنيفنا الاستثماري وتقديرنا للإيرادات . وإذا حدثت أي تغييرات رسمية لتصنيفنا الاستثماري أو تقديرنا للإيرادات فسوف تتم في تقرير لاحق ، ربما يكون مختلفاً عن وجهات النظر الأولية التي يعبر عنها في هذا التقرير.

الأداء



الأرباح

آخر المدة (SAR)	12/09	12/10E	12/11E	12/12E
المبيعات (mn)	634	765	3,620	5,276
نمو المبيعات	37.9%	20.6%	373.0%	45.7%
EBITDA (mn)	221	259	1,646	2,600
نمو EBITDA	531.7%	17.5%	535.4%	57.9%
الربح الموزع للسهم	0.44	0.15	0.80	0.97
نمو ربحية السهم	43.5%	-65.9%	438.8%	21.2%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم

السعر السوقي/الأرباح



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي 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 أساساً في استكشاف الذهب كما تخطط للدخول في أعمال الفوسفات والألمنيوم في عامي 2011 و2013 على التوالي.					القيمة السوقية (SAR/US\$) 19.98bn / 5.33bn نطاق السعر ل 52 أسبوع 15.85 - 23.45 متوسط حجم التداول اليومي (US\$) 18.96mn الأسهم المتداولة 925.0mn الأسهم الحرة (مقدرة) %35.8					آخر المدة 12/12E 12/11E 12/10E 12/09				
الإداء :					المبيعات (SARmn) 634 765 3,620 5,276					EBITDA (SARmn) 221 259 1,646 2,600				
المطلق					صافي الربح (SARmn) 399 133 1,129 1,368					الربح الموزع للسهم (SAR) 0.44 0.15 0.80 0.97				
مقارنة بالمؤشر					الربح الموزع للسهم (SAR) - - - -					نمو ربحية السهم %43.5 %65.9 %438.8 %21.2				
الملاك الرئيسيين:					قيمة الشركة/EBITDA 88.0 92.4 16.2 11.9					P/E (x) 49.5 145.2 26.9 22.2				
صندوق الاستثمارات العامة					P/B (x) 1.2 1.2 1.1 1.1					نسبة العائد %0.0 %0.0 %0.0 %0.0				
المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية					المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية									
المصدر: ب. لوم برج، الراجحي المالية														

معادن: ملخص الربع الثالث 2010

الربع الثالث 2009	الربع الثاني 2010	الربع الثالث 2010	توقعات الراجحي المالية للربع الثالث 2010	التغيير من % سنة إلى سنة	التغيير % من ربع إلى ربع
الإيرادات	164	197	159	205	-2.6%
الربح الإجمالي	101	110	84	120	-16.8%
ربح العمليات	8	39	-3	42	na
صافي الربح	49	31	-0.2	44	na
مصاريف المبيعات والمصاريف العمومية والإدارية	-55	-50	-59	-49	19.5%
الزكاة	-18	-34	-34	-37	1.5%
هامش الربح الإجمالي	62%	56%	53%	58%	
هامش ربح العمليات	5%	20%	-2%	20%	
هامش صافي الربح	30%	16%	0%	21%	
القروض الإجمالية	8.8	12.1	14.2	12.6	
النقد	14.5	12.0	11.9	11.7	

المصدر: معلومات الشركة

الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

إخلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة أو أنها تصلح لأي غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل 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 المتأتي 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 المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحوث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بإداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة الراجحي المالية، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكون مسؤولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات 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، حيثما 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 تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملزمة 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 شهرا.

"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 شهرا.

"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 شهرا.

2. تعريفات:

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

"القيمة العادلة" Fair value: نحن نقدر القيمة العادلة لكل سهم من الأسهم التي نقوم بتغطيتها. وهذا يتم في العادة باتباع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعني، مثل 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 السهم 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 السحيباني

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