



US\$16.30mn	%35.8	US\$5.60bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية
25.9% أعلى من الحالي	28.53	السعر المستهدف
1.6% أعلى من الحالي	22.15	السعر المتوقع عليه
بتاريخ 11/10/2010	23.30	السعر الحالي

إدارة البحوث

مؤهر خان ، محلل استثمار

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

معادن

توقع نتائج قوية للربع الثالث

لا يزال سهم معادن يمثل أحد أسهمنا المفضلة في سوق الأسهم السعودي. إننا نعتقد أن الارتفاع الكبير الذي حدث مؤخراً في سعر السهم كان سببه توقعات حدوث نتائج قوية للربع الثالث مما يعكس الارتفاع الكبير في أسعار الذهب خلال الربع الحالي. إننا نتوقع أن يؤدي احتمال تدشين العمل في مشروع الفوسفات في وقته المحدد واستمرار سير العمل بشكل جيد في عمليات إنشاء مصنع الألمونيوم إلى العمل كمعامل محفزة لأداء سعر سهم معادن. وقد أبقينا على تصنيفنا لسهم الشركة كما هو مع التوصية بزيادة المراكز فيه وتعديل سعر السهم المستهدف ليصبح 28.5 ريال للسهم مما يعني ضمناً احتمال ارتفاع سعر السهم بنسبة 30% تقريباً. لقد أجرينا تعديلاً على توقعاتنا لتعكس الارتفاع الحالي في أسعار الذهب.

ارتفاع سعر الذهب في الربع الثالث سيرفع الإيرادات: لقد ظل سعر الذهب يلامس مستويات جديدة من الارتفاع بسبب حالة الشكوك وعدم التيقن في أسواق الأسهم العالمية. لقد أصبحت نظرة المستثمرين للذهب تزداد يوماً بعد يوم على أنه أصبح البديل للاستثمارات الخطرة مثل الأسهم والعملات. لقد ارتفع سعر الذهب بنسبة 7% منذ بداية الربع الثالث ليصل إلى مستواه الحالي الذي يزيد عن 1,300 دولار للأونصة والذي لا يزال يعتبر أعلى مستوى له على الإطلاق. كما أن متوسط سعر الذهب للربع الثالث كان أعلى بنسبة 27% عن المتوسط للربع الثالث 2009. ويتوقع أن يعود هذا الارتفاع بالفائدة على شركة معادن كما أننا نفترض أن الشركة ستكون محفزة أكثر لزيادة إنتاجها من أجل الاستفادة من تحسن الأسعار.

مشروع الفوسفات يتوقع أن يصبح محركاً رئيسياً: سوف يبدأ تشغيل مشروع معادن لإنتاج الفوسفات بنهاية هذا العام وسوف تصبح الشركة أكبر منتج في العالم لسداد الألمونيوم الثاني. وتعتزم الشركة الاستحواذ على نسبة تتراوح بين 15% و 20% من إجمالي سوق سداد الألمونيوم الثاني العالمي.. وقد تداولت وسائل الإعلام تقارير حول بدء الشركة في إنتاج تجريبي لاختبار جودة الفوسفات المنتج. إننا نتوقع أن يكتب النجاح الكامل لمشروع الشركة الخاص بإنتاج الفوسفات إذ أنها سوف تستفيد من قربها للأسواق الآسيوية الكبيرة مثل السوقين الصيني والهندي، وبخاصة الهند بحسبانها أكبر مستورد على مستوى العالم للفوسفات الثاني.

التقدم في مشروع الألمونيوم ربما يحفز الارتفاع : بالرغم من أننا لا نتوقع أن تبدأ معادن في إنتاج الألمونيوم قبل نهاية 2013 ، فإن التوقعات حول المشروع ربما تؤدي إلى حدوث ارتفاعات في سوق الأسهم السعودي الذي يسيطر عليه صغار المستثمرين وتحركه الأخبار المتداولة . ومن ناحية المقومات الأساسية فإننا نعتقد أن المشروع يحظى بإمكانات محتملة ضخمة حيث إننا نتوقع أن تصبح معادن أرخص منتج للألمونيوم في العالم. ويتوقع أن تحقق معادن هذا المركز باستغلالها لميزة رئيسية تجعلها أفضل من منافسيها العالميين ألا وهي حصولها على إمدادات الطاقة الرخيصة من شركة أرامكو السعودية والشركة السعودية للكهرباء.

الدعم الحكومي هو السند الرئيسي لمعادن : في مساعيها الرامية لتنويع الاقتصاد السعودي بعيداً عن الاعتماد على المنتجات الهيدروكربونية ، فإننا نتوقع أن تهتم الحكومة اهتماماً كبيراً بنجاح مشاريع معادن. إننا نرى أن الدعم الحكومي يمثل أمراً جوهرياً لمشاريع معادن في مجالي الفوسفات والألمونيوم كما أنه يعتبر سبباً رئيساً وراء توقع نمو إيراداتها بواقع خمسة إلى سبعة أضعاف خلال الثلاث سنوات التالية.

التقييم : لا تزال معادن متداولة بأقل من رأس مالها المستثمر : لا يزال سهم معادن يمثل واحداً من أسهمنا المفضلة في سوق الأسهم السعودي. وقد ارتفع هذا السهم بنسبة 15% تقريباً منذ أن شرعنا في تغطيتنا لهذه الشركة (انظر تقريرنا بعنوان "نمو الإيرادات يتوقع أن يحرك سعر السهم" الصادر في 2 أغسطس) وقد صنفنا معادن ضمن الشركات التي نوصي بزيادة المراكز في أسهمها مع سعر مستهدف يبلغ 28.5 ريال للسهم مما يشير ضمناً إلى إمكانية ارتفاع سعر السهم بنسبة 30.7%. ونشير هنا إلى أن معادن تتداول عند نسبة شركة إلى رأس مال مستثمر تبلغ 0.8 مرة ، مما يشير إلى أن سوق الأسهم يتوقع أن تتخفف رسملة معادن في السوق بمرور الزمن. وفي حقيقة الأمر ، فإننا نعتقد أن معادن قد استثمرت رأس مالها بشكل حصيف في أصول ستحقق نمواً جيداً في المبيعات وعائدات اقتصادية جيدة في المستقبل.

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

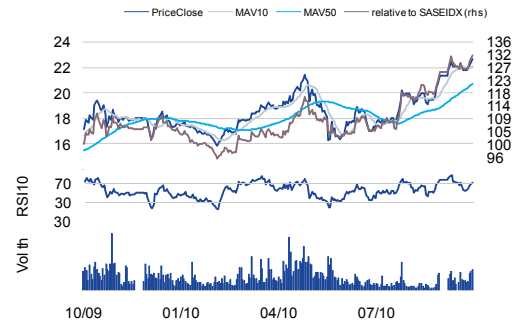
مواضيع رئيسية

مستفيدة 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. 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	5,276	3,620	765	634
نمو المبيعات	45.7%	373.0%	20.6%	37.9%
EBITDA - SARmn	2,600	1,646	259	221
نمو EBITDA	57.9%	535.4%	17.5%	531.7%
الربح الموزع للسهم	0.97	0.80	0.15	0.44
نمو ربحية السهم	21.2%	438.8%	-65.9%	43.5%

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 و 2013 على التوالي.					القيمة السوقية (SAR/US\$) 52 أسبوع متوسط الحجم اليومي في متوسط حجم التداول اليومي (US\$) الأسهم المتداولة الأسهم الحرة (مقدرة)					آخر المدة 12/12E 12/11E 12/10E 12/09				
					21.00bn / 5.60bn 15.85 - 22.65 16.30mn 925.0mn %35.8					المبيعات - SARmn 634 765 3,620 5,276 EBITDA - SARmn 221 259 1,646 2,600 صافي الربح - SARmn 399 133 1,129 1,368 الربح الموزع للسهم - SAR 0.44 0.15 0.80 0.97 الربح الموزع للسهم - SAR - - - - نمو ربحية السهم %43.5 %65.9 %438.8 %21.2 قيمة الشركة/EBITDA 92.4 96.2 16.8 12.2 P/E (x) 51.9 152.3 28.3 23.3 P/B (x) 1.3 1.3 1.2 1.1 نسبة العائد %0.0 %0.0 %0.0 %0.0				
					الأداء : 3 أشهر 12 شهر 3 أشهر 12 شهر 3 أشهر 12 شهر					الملاك الرئيسيين: صندوق الاستثمارات العامة المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية المصدر: بلومبرج المالية الراجحي				
					المطابق 6.1% 30.2% 35.6% مقارنة بالمؤشر 4.3% 25.4% 34.4%					المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية				

نتائج معادن للربع الثالث ارتفاع سعر الذهب يعزز المبيعات

حتى الوقت الراهن لا تزال معادن تنتج الذهب فقط. وقد ارتفعت إيرادات معادن من الذهب بنسبة 11.9% في الربع الثاني 2010 مقارنة بنفس الربع من العام السابق بسبب الارتفاع في حجم المبيعات والأسعار على حد سواء. ونتوقع أن تحقق الشركة إنتاجاً مماثلاً للربع الثالث أيضاً. وقد ظلت أسعار الذهب تسجل مستويات جديدة من الارتفاع في ظل حالة عدم التيقن في أسواق الأسهم والمخاوف من احتمال حدوث ركود مزدوج. وقد ظلت أسعار الذهب ترتفع بشكل مستمر على مدى العام المنصرم مدعومة بالطلب من الهند والصين بالإضافة إلى البدء في منتجات استثمارية جديدة مثل صناديق المؤشرات للذهب على النطاق العالمي. وفي النموذج الخاص بنا ، فقد افترضنا في البداية سعراً للذهب يبلغ 1,155 دولاراً للأونصة للربع الثالث مقابل متوسط السعر المتداول للذهب الذي يبلغ 1,222 دولاراً للأونصة للربع الثالث 2010 حتى تاريخه (في وقت كتابة هذا التقرير في أواخر سبتمبر). وبناءً عليه ، فقد قمنا بتعديل افتراضنا لمتوسط سعر الذهب في الربع الثالث إلى 1,210 دولاراً للأونصة. وسوف ينتج عن هذا الافتراض تحقيق إيرادات تبلغ 205 مليون ريال للربع الثالث مقابل تقديراتنا السابقة التي بلغت 184 مليون ريال. وبالنسبة لعام 2010 ، فإننا نتوقع أن تنمو الإيرادات بنسبة 20.6% لتصل إلى 765 مليون ريال. أما تقديراتنا الحالية لصافي الربح لعام 2010 فإنها تبلغ 137 مليون ريال مقابل توقعاتنا السابقة التي بلغت 130 مليون ريال.

1. معادن : النتائج التقديرية للربع الثالث

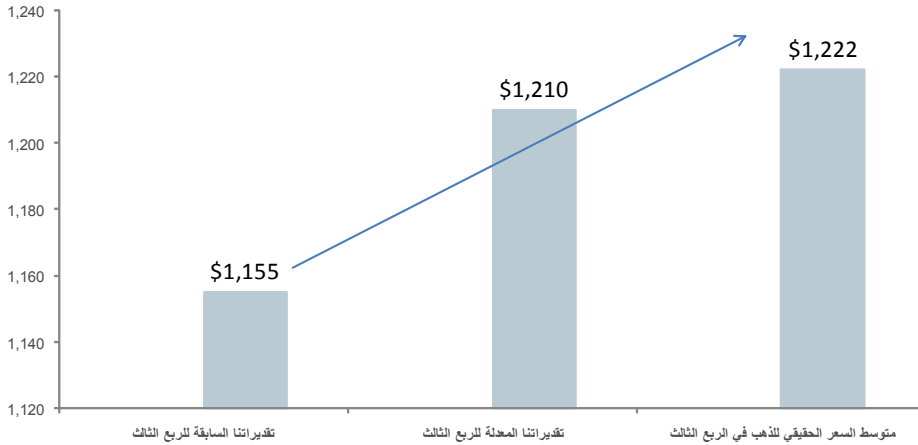
	الربع الثالث 2009	الربع الثاني 2010	الربع الثالث 2010	التعليق
(بملايين الريالات)				
الإيرادات	164	197	205	يتوقع أن تزداد الإيرادات مدفوعة بأحجام المبيعات العالية وأسعار مبيعات الذهب المرتفعة بشكل حاد.
الربح الإجمالي	101	110	120	يتوقع أن تؤدي أسعار الذهب المرتفعة إلى رفع هامش الربح الإجمالي.
هامش الربح الإجمالي	61.7%	55.6%	58.5%	يتوقع أن يتحسن هامش الربح الإجمالي بشكل كبير في هذا الربع من العام مقارنة بالربع السابق بسبب الارتفاع في أسعار الذهب.
تكاليف المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية وتكاليف الأ	(10)	(31)	(33)	نتوقع أن ترتفع هذه التكاليف بسبب الارتفاع في تكاليف الاستكشاف والتي تعكس أساساً الارتفاع في نشاطات الحفر.
هامش الربح قبل خصم تكاليف التمويل والضرائب	57	60	71	يتوقع أن يرتفع EBITDA إذ يتوقع أن تؤدي المبيعات المرتفعة إلى موازنة القفزة في تكاليف المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية وتكاليف الاستكشاف.
EBITDA هامش	34.7%	30.4%	34.5%	نتوقع انخفاض هامش EBITDA بسبب الارتفاع في تكاليف الاستكشاف
الاستهلاك والإطفاء	(48)	(21)	(29)	يصعب تقدير الاستهلاك لشركة معادن بسبب عدم إمكانية تحديد البلى (النقص التدريجي في قيمة الأصول بسبب الاستخدام أو التقادم) في معادنها.
صافي ربح التشغيل	8	39	42	يتوقع أن يرتفع صافي ربح التشغيل على أساس الفترة مقارنة بنفس الفترة من العام السابق نظراً لانخفاض تكاليف الاستهلاك.
الدخل من الاستثمار ، أخرى	48	63	79	لا ينطبق
صافي الربح قبل الزكاة	(18)	(34)	(37)	كما ذكر أعلاه
الزكاة ومصالح الأقلية	49	31	44	يتوقع أن يظل معدل الزكاة مرتفعاً بسبب ارتفاع النقد الإجمالي في الميزانية رغمًا عن صعوبة تقديره بدقة.
صافي الربح قبل الزكاة	(2,946)	(611)	(915)	يتم تحديد صافي الربح جزئياً بمستوى الزكاة ، وعليه فإنه يصعب أيضاً تقديره بشكل دقيق.
المصروفات الرأسمالية/المبيعات (%)	1801%	310%	446%	نتوقع أن ترتفع المصروفات الرأسمالية على أساس الربع مقارنة بنفس الربع من العام الماضي بسبب بدء الاستثمار في مشروع الألمنيوم، ومع ذلك سوف تكون هذه المصروفات منخفضة مقارنة بنفس الفترة من العام السابق عندما كان الاستثمار في الفوسفات عالياً جداً.
صافي الدين	(4,125)	141	922	نتوقع أن تكون نسبة المصروفات الرأسمالية/المبيعات مرتفعة خلال الأرباع القادمة من العام ويعزى ذلك أساساً إلى إنشاء مصهر الألمنيوم.
صافي الدين/EBITDA	(18.1)	0.6	3.3	إن التحول من وضعية نقد صافي إلى دين صافي يعكس وجود استثمار ضخم ، إننا نتوقع أن يرتفع صافي الدين في المدى القريب.
				نسبة صافي الدين/EBITDA كانت منخفضة وجيدة ولكننا نتوقع ارتفاعها بشكل مطرد قبل أن تنخفض مرة أخرى.

المصدر: بيانات الشركة ، الراجحي المالية

لا تستطيع معادن زيادة إنتاجها من الذهب بشكل كبير حتى عام 2013 نظراً لأن منجمي الشركة الجديدين (في موقعي الضوحي والسوق) لا يتوقع لهما بدء الإنتاج قبل سنتين. ومع ذلك، فإننا نعتقد أن سعر الذهب القوي الحالي سوف يغري الشركة لزيادة نشاطات الحفر في منجمها الكائن بالصخيرات الذي كان قد توقف عن التشغيل بسبب تدني درجته (0.4 جرام/طن) وانخفاض نسبة كمية الذهب في الخام، ولكنه أصبح الآن مجدياً من الناحية التجارية بعد أن ارتفعت أسعار الذهب ولامست مستويات قياسية جديدة.

ارتفع متوسط سعر الذهب في الربع الثالث
بنسبة 6% تقريباً فوق تقدير أتنا السابقة

2. سعر الذهب في الربع الثالث (التقديري مقابل الفعلي، بالدولار



المصدر: بلومبيرج، الراجحي المالية

التوقعات المستقبلية الفوسفات والألمونيوم في المسار الصحيح

بدء مشروع الفوسفات سيكون هو المحرك الرئيسي

لقد أدت تأكيدات إدارة الشركة حول بدء العمليات التشغيلية لمشروع الفوسفات بنهاية ديسمبر 2010 إلى تعزيز المعنويات بخصوص معادن. وقد بدأت الشركة بالفعل الإنتاج التجريبي لمصنعها الخاص بالفوسفات. ونتوقع أن تبدأ شركة معادن للفوسفات الإنتاج بنهاية هذا العام، غير أننا افترضنا أن يصل المشروع إلى طاقته التشغيلية القصوى فقط بنهاية 2011. كما تشير تقدير أتنا إلى بلوغ نسبة استغلال الطاقة الإنتاجية 80% في عام 2012. وتُعَوِّل الشركة على الطلب الضخم من الاقتصادات الآسيوية الناشئة وأهمها الصين والهند حيث تعتبر الهند أكبر مستورد لسماد الفوسفات الثاني في العالم. وتهدف معادن لأن تصبح أكبر منتج لسماد الفوسفات الثاني على المستوى العالمي إذ يتوقع أن يمثل إنتاجها نسبة تتراوح بين 18-20% من إجمالي سوق صادرات هذا المنتج.

بدء الإنتاج التجاري للفوسفات في توقيته
الصحيح يعتبر محركاً أساسياً

التقدم المستمر لمشروع الألمونيوم أمر هام جداً

هناك مشروع طموح آخر بدأ بتشكيل لشركة معادن وهو مشروع إنتاج الألمنيوم الذي يتوقع تشييده بنهاية 2013 ونتوقع له أن يصبح أكبر مشاريع الشركة. وفي 20 يونيو 2010، أعلنت شركة معادن وشريكها شركة الكوا في نشرة صحفية عن بدء العمل لإنشاء مصهر للألمنيوم وطاحونة للدرفلة. ويسير العمل في إنشاء مرافق المصنع حسب الخطة المرسومة ويتوقع أن يبدأ المصهر وطاحونة الدرفلة عملياتهما التشغيلية في 2013 بينما يتوقع أن يبدأ تشغيل المنجم والمصفاة في 2014. إن شركة معادن للألمنيوم سوف تصبح مركز الجذب على مستوى المنطقة لصناعة الألمونيوم الجديدة في المملكة كما ستصبح طواحين الدرفلة الخاصة بها الأولى من نوعها في منطقة الشرق الأوسط وواحدة من أكثر طواحين الدرفلة تقدماً من ناحية التقنية على المستوى العالمي.

بدأ مشروع الألمونيوم يأخذ شكله الطبيعي
بصورة سلسلة. هذا التقدم المستمر سيحفز
المساهمين

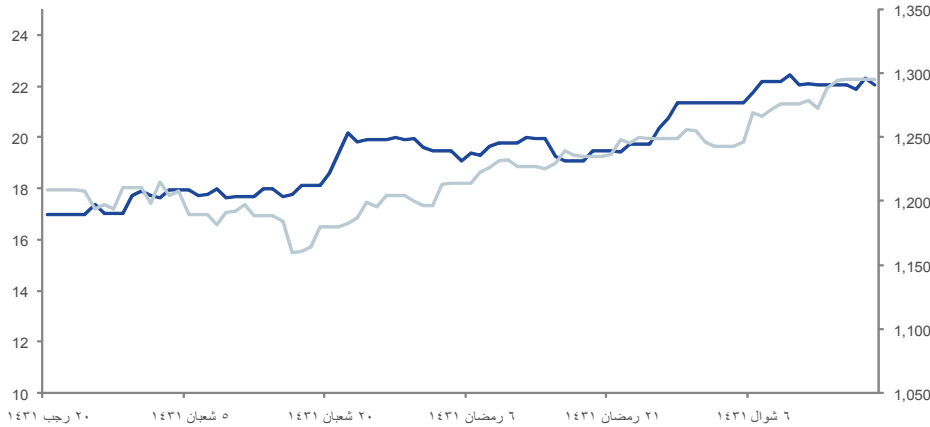
إننا نعتقد أن التقدم المستمر في مشروع الألمنيوم سيكون محفزاً رئيسياً لرفع سعر سهم الشركة. إن شركة معادن تبدو متفائلة حول هذا المشروع. وكانت الشركة قد أعلنت مؤخراً أنه عندما يحين وقت بدء العمل في هذا المشروع، فإنها تتوقع أن يكون سعر الألمنيوم قد وصل إلى حوالي 2,800 دولاراً للطن، مرتفعاً عن سعره الحالي الذي يبلغ 2,300 دولار للطن. وكانت أسعار الألمنيوم قد سجلت ارتفاعاً خلال النصف الثاني من 2010 حتى تاريخه علماً بأن الجزء الرئيسي من الطلب يأتي من قطاع صناعة السيارات. لقد ظلت شركة معادن تتحدث حول هذا المشروع منذ وقت مبكر قبل تنفيذه ونحن نعتقد إن اقتراضاتها معقولة.

التوقعات المستقبلية لسعر السهم سعر السهم يتوقع أن يرتفع أكثر

توقعات نتائج الربع الثالث سوف ترفع سعر السهم

ظل سعر سهم معادن يسجل ارتفاعاً باستمرار وظل يتبع مسار الأسعار العالمية خلال هذا الربع. وتعمل التوقعات التي تشير إلى تحقيق نتائج ضخمة في الربع الثالث على رفع سعر السهم حالياً وزيادة رغبة المستثمرين في الشركة. لقد بلغ معدل الارتباط بين أسعار الذهب وسعر سهم معادن 0.8 مرة خلال هذا الربع مما يشير إلى أن المستثمرين يتابعون أسعار الذهب من أجل عمل توقعاتهم لسعر سهم معادن. إننا نتوقع أن تظل أسعار الذهب قوية مع المحافظة أيضاً على معدل الارتباط العالي بين أسعار الذهب وسعر سهم معادن.

3. سعر الذهب مقابل سعر سهم معادن



المصدر: بلومبرج والراجحي المالية.

الارتباط بين سعر الذهب وسهم شركة معادن بلغ نسبة عالية في الربع الثالث ما يقارب 0.8

التقييم

خصصنا وزناً بنسبة 100% للربح الاقتصادي المحسوم

عند بداية تغطيتنا لشركة معادن في أغسطس، كنا قد قدرنا سعراً مستهدفاً لسهم الشركة بلغ 23.7 ريالاً. وقد استند هذا السعر المستهدف على متوسط مرجح لتقديرين مختلفين للقيمة العادلة، مع إعطاء وزن بنسبة 70% لطريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد و 30% لطريقة تحليل المضاعفات المقارنة. أما الآن، فقد عدلنا سعرنا المستهدف ليصبح 100% على أساس القيمة العادلة بطريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد لقيمة عادلة تبلغ 28.5 ريالاً. إننا نعتقد أن شركة مثل شركة معادن، لا تزال بادئة لتوها في مشروعات استثمارية ضخمة يستفيدان من ميزة نسبية رئيسية تتمثل في أسعار المواد الخام الأولية (النفط) المنخفضة بفضل الدعم الحكومي، لا يمكن مقارنتها بسهولة بالشركات الراسخة في بقاع العالم الأخرى. ونتيجة لذلك، فإن سعرنا المعدل للسعر المستهدف لسهم معادن يبلغ 28.5 ريال مما يشير ضمناً إلى إمكانية ارتفاع سعر السهم بحوالي 30%.

4. تقييم معادن: طريقة الربح الاقتصادي المحسوم

2,862	إجمالي القيمة المتوقعة (المستهلكة)
27,148	رأس المال المستثمر الافتتاحي
30,010	إجمالي قيمة الشركة
	نقاصاً:
-1,834	قيمة الدين (2010 تقديرية)
-1,782	مصالح الأقلية (2010 تقديرية)
26,393	قيمة الأسهم
925	عدد الأسهم (بالملايين)
SAR 28.5	القيمة العادلة للسهم

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية

تقييمنا العادل للسعر يعتمد الآن كلياً على الربح الاقتصادي المحسوم بنسبة 100%



12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة الدخل - SARmn
5,276	3,620	765	634	460	المبيعات
(2,242)	(1,631)	(328)	(281)	(233)	تكلفة المبيعات
3,034	1,989	438	353	227	الربح الإجمالي
					الرسوم الحكومية
(933)	(617)	(298)	(277)	(321)	المصاريف الإدارية والتسويقية
2,101	1,372	140	76	(94)	ربح العمليات
					مصاريف نقدية تشغيلية
(2,677)	(1,974)	(506)	(414)	(425)	EBITDA
2,600	1,646	259	221	35	استهلاك و إطفاء
(499)	(274)	(120)	(144)	(129)	ربح العمليات
2,101	1,372	140	76	(94)	صافي المصاريف المالية
(391)	52	158	314	290	ربح/خسارة تحويل العملات الأجنبية
-	-	-	-	(0)	مخصصات
					الإيرادات الأخرى
-	-	1	302	4	مصاريف أخرى
1,710	1,424	274	663	195	الدخل قبل الزكاة والضريبة
(342)	(295)	(140)	(264)	-	الضريبة / الزكاة
(470)	(387)	4	5	6	حقوق الأقلية
899	741	138	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 المعجلة
2.018	1.517	0.273	0.588	0.490	التدفق النقدي للسهم - SAR
0.971	0.801	0.149	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
%45.7	%373.0	%20.6	%37.9	%88.5	نمو المبيعات
%52.5	%354.5	%24.0	%55.7	%162.5	نمو الربح الإجمالي
%57.9	%535.4	%17.5	%531.7	%114.8	نمو EBITDA
%53.1	%883.5	%83.0		%198.9	نمو ربح العمليات
%21.2	%438.8	-%65.9	%100.4	-%9.3	نمو صافي الربح
%21.2	%438.8	-%65.9	%43.5	-%72.6	نمو ربحية السهم

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	الهوامش
%57.5	%54.9	%57.2	%55.6	%49.3	هامش الربح الإجمالي
%49.3	%45.5	%33.9	%34.8	%7.6	للفوائد
%39.8	%37.9	%18.2	%12.0	-%20.5	هامش ربح العمليات
%32.4	%39.3	%35.8	%104.5	%42.4	هامش الدخل قبل الضريبة والركاء
%17.0	%20.5	%18.0	%63.7	%43.8	هامش صافي الربح

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب الأخرى
%5.0	%3.8	%0.4	%0.3	-%0.5	العائد على رأس المال التشغيلي
%4.6	%3.4	%0.3	%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	%20.7	%51.3	%39.8	%0.0	نسبة الضريبة / الزكاة
%87.4	%115.1	%457.1	%1748.2	%1689.4	انفاق رأس المال المبيعات
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة الأرباح الموزعة

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	مقاييس التقييم
23.3	28.3	152.3	51.9	74.5	P/E (x)
11.2	14.9	82.8	38.5	46.3	P/CF (x)
1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	P/B (x)
6.0	7.7	32.6	32.1	17.5	قيمة الشركة/المبيعات
12.2	16.8	96.2	92.4	230.4	قيمة الشركة/EBITDA
15.1	20.2	178.7	267.2	NA	قيمة الشركة/EBIT
0.8	0.8	0.8	0.8	0.6	قيمة الشركة /رأس المال الموظف
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة العائد

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

نتوقع أن تظل نسبة المصروفات الرأسمالية/المبيعات مرتفعة جداً حتى اكتمال مشروع الألمونيوم

سوف تنخفض نسبة قيمة الشركة/EBITDA بشكل حاد فور بدء تشغيل مصنع الفوسفات



12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	المركز المالي - SARmn
13,097	12,610	11,522	11,519	11,335	النقد وما يعادله
2,423	1,054	225	53	114	ذمم تجارية
2,902	2,211	276	206	167	مخزون
492	492	492	383	910	الأصول المتداولة الأخرى
18,865	16,319	12,466	12,131	12,430	مجموع الأصول المتداولة
25,522	21,412	17,519	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
29,043	24,932	21,039	17,098	8,929	مجموع الأصول طويلة الأجل
47,908	41,251	33,505	29,230	21,358	مجموع الأصول
-	-	-	-	-	الدين قصير الأجل
-	-	-	-	-	الالتزامات التجارية
-	-	-	-	-	أرباح داتنه
-	-	-	-	-	الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
5,676	4,558	1,467	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
2,635	2,166	1,778	1,782	639	حقوق الأقلية
9,250	9,250	9,250	9,250	9,250	رأس المال المدفوع
9,110	8,211	7,470	7,332	6,938	إجمالي الاحتياطات
18,360	17,461	16,720	16,582	16,188	أجمالي حقوق المساهمين
20,995	19,627	18,498	18,365	16,827	مجموع حقوق المساهمين
47,908	41,251	33,505	29,230	21,358	مجموع حقوق المساهمين والخصوم
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
7,956	4,272	1,834	(2,736)	(10,515)	صافي الدين - SARmn
3.06	2.59	7.08	(12.41)	(301.14)	صافي الدين / EBITDA
%37.9	%21.8	%9.9	-%14.9	-%62.5	صافي الدين/حقوق المساهمين
6.6	(31.9)	(1.6)	(0.7)	(0.1)	صافي مصروفات التمويل / EBITDA
19.85	18.88	18.08	17.93	17.50	القيمة الدفترية للسهم - SAR
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة التدفق النقدي - SARmn
1,710	1,424	274	663	195	صافي الربح قبل خصم الضريبة والزيادة وحقوق الأقلية
499	274	120	144	129	استهلاك و اطفاء
(942)	327	(403)	(848)	2,669	التغير في رأس المال العامل
(342)	(295)	(395)	(523)	(263)	التدفقات النقدية الأخرى
924	1,730	(404)	(564)	2,730	صافي النقد من الأنشطة التشغيلية
(4,609)	(4,167)	(3,498)	(11,091)	(7,774)	انفاق رأس المال
-	-	22	(1,854)	494	استثمارات جديدة
-	-	(691)	(1,721)	(700)	أخرى
(4,609)	(4,167)	(4,167)	(14,667)	(7,980)	صافي النقدية المستخدمة في الأنشطة الاستثمارية
(3,685)	(2,437)	(4,571)	(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
486	1,089	2	185	8,640	صافي التغير في النقدية وشبه النقدية
12,610	11,522	11,519	11,335	2,695	النقدية وشبه النقدية في بداية الفترة
13,097	12,610	11,522	11,519	11,335	النقدية وشبه النقدية في نهاية السنة
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
%87.4	%115.1	%457.1	%1748.2	%1689.4	انفاق رأس المال المبيعات

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

سوف تقفز نسبة صافي الدين
EBITDA/ هذا العام ثم تنخفض بعد
ذلك بعد الارتفاع في هامش EBITDA
في 2011

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 (صرحية 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 عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم 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 وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للتراجع 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 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 واردة 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، ويتوقع 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، ويتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: يوصى 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 بتغطيتها. وهذا يتم في العادة باتباع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعني، مثال ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التدفقات 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