



إدارة البحوث

British K. Devassy, CFA

Tel +966 11 2119370, devassy@alrajhi-capital.com

شركة معادن

استمرار المؤشرات الجيدة

جاءت إيرادات شركة معادن للربع الأول 2018، متوافقة بشكل عام مع توقعاتنا. أما الأرباح فقد جاءت أعلى من تقديراتنا ومن متوسط توقعات المحللين، ويعزى ذلك بدرجة كبيرة إلى الارتفاع الذي جاء أقل من التوقعات في تكاليف الطاقة في قطاع الألمونيوم، والزيادة في حجم مبيعات الألومينا بالإضافة إلى انخفاض رسوم التمويل الخاصة بنشاطات إعادة الهيكلة. ورغم أن الإنتاج في مصنعها للذات بدأ مرحلة الإنتاج التجريبي (وعد الشمال للفوسفات ومصنع إعادة التدوير MRC) يسجل ارتفاعا الان، فإن الوضع المالي للمصنعين يشير إلى أنهما لا يزالان يسجلان خسائر (الشكل 5). وبعد الاعلان عن أرباح الربع لأول، فقد قمنا بتعديل تقديراتنا، ويعزى ذلك أساسا إلى تحسن أسعار الألمونيوم، ارتفاع حجم مبيعات صادرات الألومينا ومستويات الكفاءة التشغيلية الأفضل. ونتيجة لذلك، فقد رفعا سعرنا المستهدف لسهم معادن إلى 47.6 ريال من السعر السابق الذي كان يبلغ 43.5 ريال للسهم (تقييم رئيسي عند 40 ريال للسهم بناء على طريقة تقييم تميز بأوزان متساوية بين طريقة التدفق النقدي المخصوم وطريقة التقييم النسبي- قيمة شركة/EBITDA تبلغ 13.9 مرة بحلول 2022+ قيمة تقديرية تبلغ 7.6 ريال للسهم للمصنع الثالث ومناجم الذهب بمنصورة ومسرة) ولكننا أبقينا على تصنيفنا بدون تغيير(متضمنًا التوصية بخفض المراكز في سهم الشركة).

تفاصيل إضافية : أعلنت معادن عن تحقيق إيرادات للربع الأول بلغت 3,564 مليون ريال وكانت متوافقة بشكل عام مع تقديراتنا التي بلغت 3,473 مليون ريال (متوسط تقديرات المحللين : 3,432 مليون ريال). وكانت أحجام المبيعات للذهب، الفوسفات، والألمونيوم متوافقة بدرجة كبيرة مع تقديراتنا. بيد أن حجم مبيعات مصنع وعد الشمال للألمونيا، جاء أعلى من توقعاتنا نظرا لأن الشركة قد استهلكت كمية من الألمونيا محليا أقل من تقديراتنا، وقد تم خفض ذلك جزئيا بحجم المبيعات الذي جاء أقل من التوقعات في شركة معادن للفوسفات. علاوة على ذلك، فقد باعت الشركة 63 ألف طن من الألومينا الفائضة خلال الربع، مسجلة أول حادثة من نوعها خلال أرباح السنة الأربعة الأخيرة. وبالإضافة إلى ذلك، فقد أدت مستويات كفاءة الإنتاج الأفضل المدعومة بتكاليف الطاقة التي كانت أقل من التوقعات في قطاع الألمونيوم، ومصروفات المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية المنخفضة، إلى أن تتجاوز الأرباح التشغيلية التقديرات. كذلك، فقد انخفضت رسوم التمويل بنسبة 31% على أساس ربعي لتصل إلى 343 مليون ريال (أقل من تقديراتنا التي بلغت 502 مليون ريال)، ومن المحتمل أن يكون ذلك بسبب نشاطات إعادة هيكلة الدين خلال هذا الربع. ونتيجة لذلك، فقد ارتفع صافي الربح إلى 638 مليون ريال، أعلى بكثير من تقديراتنا التي بلغت 304 مليون ريال (متوسط تقديرات المحللين : 350 مليون ريال).

الشكل 1 مختصر ارباح معادن للربع الاول 2018

(SAR mn)	Q1 2017	Q4 2018	Q1 2018	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est	Comments
Revenue	2,708	3,222	3,564	31.6%	10.6%	3,473	Largely in-line with our estimate.
Gross profit	926	1,165	1,412	52.6%	21.2%	1,158	Beat our estimate, mostly due to higher-than-expected production efficiencies and lower power costs at its Aluminium segment.
Gross margin	34.2%	36.2%	39.6%			33.3%	
Operating profit	722	347	1,172	62.3%	237.4%	865	Lower-than-expected SG&A expenses further led to beat at the operating level.
Operating margin	27%	11%	33%			25%	
Net financial costs	(341)	(496)	(343)	0.7%	-30.9%	(502)	Declined sequentially on account of restructuring of its debt.
Net profit	276	(105)	638	131.5%	NM	304	Higher operating profit along with lower financial charges pushed Q1 net profit above our estimate (SAR304mn) and consensus (SAR350mn)
Net margin	10%	-3%	18%			9%	

Source: Company data, Al Rajhi Capital

وبيضا بلغت قيمة EBITDA للربع الأول 1.9 مليار ريال، فقد بلغ الدفق النقدي التشغيلي 0.5 مليار ريال فقط بسبب الذمم المدينة. فخلال الربع، قفز إجمالي الذمم المدينة إلى 2.4 مليار ريال (ارتفاع بنسبة 21% تقريبا على أساس ربعي) من 2.0 مليار ريال تم الاعلان عنها في الربع الرابع 2017 حيث تجاوز عدد أيام تحصيل الذمم المدينة شهرين من اجلها المحددة للتحصيل. ويعزى ذلك إلى أننا نعتقد أن المنتجات يتم بيعها عن طريق المشروع المشترك (سابك والكوا)

السعر المستهدف 47.60
السعر الحالي 56.40
بتاريخ 28/5/2018
15.5%-أعلى من الحالي

التصنيف الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

الأداء



الأرباح

(SARmn)	2017	2018e	2019e
Revenue	12,086	16,448	18,701
Y-o-Y	27.7%	36.1%	13.7%
Gross profit	3,932	5,840	6,562
Gross margin	32.5%	35.5%	35.1%
Net profit	715	1,997	1,834
Y-o-Y	NM	179.4%	-8.2%
Net margin	5.9%	12.1%	9.8%
EPS (SAR)	0.61	1.71	1.57
EBITDA	5,248	8,055	8,336
EV/EBITDA	21.0x	14.1x	13.6x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est
Gold ('000 ounce)	71	70	78	114	118	66.2%	3.5%	115
Phosphate								
Ammonium phosphate fertilizer ('000 tons)	721	668	744	726	753	4.4%	3.7%	720
Ammonia ('000 tons)	600	555	620	549	599	-0.2%	9.1%	602
MPC	314	256	313	316	370	17.8%	17.1%	313
WAS	286	299	307	233	229	-19.9%	-1.7%	289
Aluminium								
Alumina ('000 tons)	369	349	363	374	389	5.4%	4.0%	378
Primary aluminium ('000 tons)	228	219	240	229	233	2.2%	1.7%	231

Source: Company data, Al Rajhi Capital

الشكل 3 مختصر بيانات المبيعات لمعادن في الربع الاول 2018

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est
Gold ('000 ounce)	70	69	79	115	118	67.7%	2.6%	115
Phosphate								
Ammonium phosphate fertilizer ('000 tons)	637	733	770	667	728	14.3%	9.1%	720
Ammonia ('000 tons)	467	393	490	311	354	-24.2%	13.8%	333
MPC	152	111	179	149	125	-17.8%	-16.1%	162
WAS	315	282	311	162	229	-27.3%	41.4%	171
Aluminium								
Alumina ('000 tons)	30	0	0	0	63	110.0%	NA	0
Primary aluminium ('000 tons) - external	176	NA	NA	174	163	-7.4%	-6.3%	173

Source: Company data, Al Rajhi Capital. NA: The company did not report external sales volume for Q2 2017 and Q3 2017.

لا تزال الخسائر مستمرة في المصانع التي في مرحلة الانتاج التجريبي. ووفقا لتقدير اتنا الموضحة أدناه، فإن المصنعين اللذين في مرحلة الانتاج التجريبي (وعد الشمال للفوسفات ومصنع اعادة التدوير MRC) لا يزالان يسجلا خسائر في الربع الأول. وعندما تسجل الشركات الأصول باعتبارها اعمالا رأسمالية تحت التنفيذ، فإن التكاليف تستحق للقيمة الدفترية للأصول بينما تعمل الإيرادات على خفض الأصول. وعليه، فإذا ارتفعت المشاريع قيد التنفيذ بدون أي مصروفات رأسمالية، فإن ذلك يعني أن الشركة تحقق خسائر (بعد التعديل لاستيعاب والتوافق مع عمليات التحويل لأصول). وفي هذه الحالة، فإن الخسائر المجمعة من مشروع مصنع اعادة التدوير ومصنع وعد الشمال للفوسفات) تبلغ 161 مليون ريال.

التقييم والمخاطر: لقد قمنا بتعديل ورفع القيمة العادلة (للشركات القائمة) إلى 40.0 ريال للسهم (من 36 ريال للسهم) بناء على طريقة تجمع بأوزان متساوية بين طريقة التدفق النقدي المخصوم وطريقة التقييم النسبي. وبالنسبة لطريقة التقييم النسبي، فقد طبقنا مكرر تقييم نهائي بنسبة قيمة شركة / EBITDA تبلغ 13.9 (لقيمة EBITDA التقديرية حتى 2022)، والتي توصلنا اليها باستخدام متوسط مرجح لقيمة شركة / EBITDA للشركات المماثلة (الأوزان بناء على أوزان قطاعات الأعمال). وقد طبقنا عامل تعديل يبلغ 1.5 مرة (لا يتغير) لمتوسط مكرر التقييم قيمة شركة / EBITDA للشركات المماثلة. وقد قمنا بتعديل ورفع سعرنا المستهدف إلى 47.6 ريال (40.0 ريال للسهم +7.6 ريال للمشاريع المستقبلية). وعند مستوى سعرنا المستهدف للسهم الذي يبلغ 47.6 ريال، فإن سهم الشركة يتداول حاليا عند مكرر قيمة شركة / EBITDA يبلغ 12.9 مرة و 12.4 مرة لتقدير اتنا لقيمة EBITDA لعامي 2018 و 2019، على التوالي.

الشكل 4 منهجية التقييم النسبي

Ma'aden business segments	2022 Gross margin contribution	Target Peer EV/EBITDA multiple
Gold	11%	9.4x
Phosphate	48%	11.0x
Aluminium	41%	7.2x
Relevant peer EV/EBITDA multiple (x)		9.3x
Adjustment factor for lower WACC, debt and Tax		1.5x
Fair EV/EBITDA EV/EBITDA multiple		13.9x

Source: Company data, Al Rajhi Capital

الشكل 2 مختصر الطاقة الانتاجية لمعادن في الربع الاول 2018



الشكل 5 التدفق النقدي المخصوم - مجموع تقييم الأجزاء للأعمال الأساسية

Segment	(SAR/sh)
Equit value of Gold + Ind base metals	11.8
Equity value of Phosphate	14.9
Equity value of Aluminum	7.5
Others	-0.2
Group level cash	5.2
Value of associates and non-core assets	0.9
Fair value per share - Core operations	40.1

Source: Company data, Al Rajhi Capital

الشكل 7 منهجية التقييم للمشروع الجديد

Valuation for new projects	
Gold	
Fair value of existing mines per share (SAR)	11.8
Total mineral reserves for mines under ops (mt)	183,210
Mansourah / Massarah mineral reserves (mt)	90,500
Fair value of new gold mines per share (SAR)	5.9
Uncertainty discount	25%
Implied value of new gold mines per share (SAR)	4.4
Phosphate	
Fair value of existing operations per share (SAR)	14.9
Current Phosphate concentrate capacity ('000 tonnes)	10,320
P3 capacity ('000 tonnes)	3,000
Fair value of P3 per share (SAR)	4.3
Uncertainty discount	25%
Implied value of P3 per share (SAR)	3.2

Source: Company data, Al Rajhi Capital

الشكل 8 مختصر التقييم

Valuation Summary	(SAR/sh)
Core operations	
Sum of the parts (DCF)	40.1
Group DCF	40.0
Relative valuation	40.0
Average fair value per share - Core	40.0
Estimated values of future projects	7.6
Final Target Price	47.6

Source: Company data, Al Rajhi Capital



Income statement (SARmn)	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E	12/20E
Revenue	9,464	12,086	16,448	18,701	18,892
Cost of Goods Sold	(7,443)	(8,154)	(10,608)	(12,140)	(12,370)
Gross Profit	2,021	3,932	5,840	6,562	6,522
SG&A Costs	(735)	(913)	(1,069)	(1,216)	(1,228)
Other expenses	(673)	(585)	(150)	(161)	(162)
EBITDA	3,426	5,248	8,055	8,336	8,224
D&A	(2,813)	(2,813)	(3,433)	(3,151)	(3,092)
Operating profit	613	2,435	4,621	5,185	5,132
Finance cost	(890)	(1,616)	(2,228)	(3,014)	(2,841)
Other expenses (net)	189	114	216	236	246
Profit before tax	(89)	933	2,610	2,407	2,537
Tax	(59)	(149)	(251)	(241)	(254)
Minority interest	137	(70)	(362)	(332)	(350)
Net profit	(11)	715	1,997	1,834	1,933

Per share data	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E	12/20E
Adjusted shares o/s (mn)	1,168	1,168	1,168	1,168	1,168
EPS	(0.01)	0.61	1.71	1.57	1.65
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CFO per share	1.83	2.58	4.01	3.71	4.42

Growth	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E	12/20E
Revenue growth	-13.6%	27.7%	36.1%	13.7%	1.0%
EBITDA growth	162.3%	53.2%	53.5%	3.5%	-1.3%
Operating profit growth	-53.0%	297.5%	89.8%	12.2%	-1.0%
Net profit growth	NM	NM	179.4%	-8.2%	5.4%
EPS growth	NM	NM	179.4%	-8.2%	5.4%

Margins	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E	12/20E
Gross profit margin	21.4%	32.5%	35.5%	35.1%	34.5%
EBITDA margin	36.2%	43.4%	49.0%	44.6%	43.5%
Operating margin	6.5%	20.1%	28.1%	27.7%	27.2%
Pretax profit margin	-0.9%	7.7%	15.9%	12.9%	13.4%
Net profit margin	-0.1%	5.9%	12.1%	9.8%	10.2%

Other Ratios	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E	12/20E
ROCE	0.7%	2.7%	5.1%	5.8%	5.7%
ROA	0.0%	0.8%	2.1%	1.9%	2.1%
ROE	0.0%	2.1%	5.6%	4.8%	4.8%
Effective Tax Rate	-65.5%	15.9%	9.6%	10.0%	10.0%
Capex / Sales	85.2%	24.3%	8.7%	4.6%	4.1%
Dividend Payout Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Valuation measure	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E	12/20E
P/E (x)	NM	84.8x	32.8x	35.7x	33.9x
P/CF (x)	21.3x	20.1x	14.0x	15.1x	12.7x
P/B (x)	1.4x	1.8x	1.8x	1.7x	1.6x
EV/Sales (x)	10.8x	9.1x	6.9x	6.1x	6.0x
EV/EBITDA (x)	29.9x	21.0x	14.1x	13.6x	13.8x
EV/EBIT (x)	167.3x	45.2x	24.6x	21.9x	22.1x
Div yield (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Source: Company data, Al Rajhi Capital

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 لاستخدام 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 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 المسنولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محطلي 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 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 مقوما 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.

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 الملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرا المستهدف يزيد على 10٪ فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني حدود 6-9 أشهر.

"المحافظة على المراكز" Neutral: تتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 10٪ دون سعر السهم الحالي و 10٪ فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهرا.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرا المستهدف أكثر من 10٪ دون مستوى السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهرا.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر تطبيقا 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

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 2119449

بريد إلكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد إلكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

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