



9 فبراير 2018

تغطية بحثية أولية

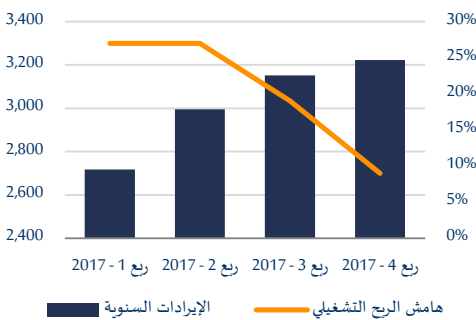
| محايد   | التوصية                                     |
|---------|---|
| 50.9    | سعر السهم الحالي (ريال)                     |
| 46.5    | السعر المستهدف (ريال)                       |
| (8.7%)  | نسبة الارتفاع / الهبوط                      |
|         | في يوم 8 فبراير من عام 2018                 |
|         | البيانات الأساسية (مصدر المعلومات: بلومبرغ) |
| 59.5    | رأس المال السوقي (مليار ريال)               |
| 57.1    | أعلى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)               |
| 39.0    | أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)               |
| 1,168.5 | إجمالي عدد الأسهم المتداولة (مليار)         |
| 34.5    | نسبة التداول الحر للأسهم                    |

شركة معادن مقابل مؤشر تداول (المعادن تقديره)



| أداء السهم (%)                      | مطلق   | نسبي   |
|-------------------------------------|--------|--------|
| شهر واحد                            | (3.0%) | (4.3%) |
| 6 شهور                              | 5.6%   | 2.0%   |
| 12 شهر                              | 23.1%  | 16.9%  |
| الملاك الرئيسيين                    |        | %      |
| صندوق الا ستثمارات العامة           | 49.99  |        |
| المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعيه | 7.98   |        |
| المؤسسة العامة للتقاعد              | 7.45   |        |

المبيعات ربع السنوية (مليار ريال) وهامش الربح التشغيلي



مصدر المعلومات: وكالة بلومبرج، إدارة الأبحاث، شركة فالكوم: البيانات في يوم 8 فبراير، 2018

في السنة المالية 2017، ارتفعت إيرادات شركة "التعدين العربية السعودية – معادن" بنسبة 27.7 في المائة على أساس سنوي لتصل إلى 12.1 مليار ريال سعودي، بدعم من ارتفاع أسعار البيع وزيادة معدلات الإنتاج، في حين بلغت الأرباح 714.8 مليون ريال سعودي مقارنة بخسائر بلغت 10.7 مليون ريال سعودي في السابق عام. في حين أن البنود غير المتكررة المتكبدة في الربع الأخير قد أدت إلى تراجع النتائج. وبسبب الزيادة في مصروفات التمويل وإضمحلال القيمة، جاءت النتائج المالية الخاصة بالشركة دون مستوى توقعات السوق بشكل كبير، مما أثار الشكوك حول قدرتها على رفع مستوى أداؤها التشغيلي. وعلى الجانب الآخر، فإن الإقتصاد العالمي القوي والارتفاع في معدلات الإنتاج يوفر للشركة فرصة كبيرة لنمو مستوى الإيرادات. وبالنظر إلى الارتفاع الكبير في سعر السهم قبل إعلان النتائج المالية، نعتقد أنه سيكون من الحكمة الاعتماد على سياسة الترقب والانتظار لفترة من الوقت حتى تظهر تحسناً ملموساً في أداؤها التشغيلي. و بالنظر إلى جميع العوامل السابقة، نوصي بتصنيف محايد لسهم الشركة و بسعر مستهدف يبلغ 46.5 ريال سعودي للسهم الواحد.

نتائج الربع الرابع من عام 2017 ضعيفة بسبب تكبد الشركة بمصروفات غير متكررة في الربع الرابع من عام 2017، سجلت إيرادات الشركة ارتفاعاً بنسبة 36 في المائة على أساس سنوي، ومع ذلك، فقد تأثر صافي الربح بشكل سلبي بسبب خسائر الإضمحلال في القيمة البالغة 446 مليون ريال سعودي من القيمة العادلة لأصول شركة "معادن للردفلة"، بالإضافة إلى ارتفاع مصروفات التمويل البالغة 518 مليون ريال سعودي. كما أدى الأداء الضعيف في الربع الرابع من عام 2017 إلى تراجع الأداء السنوي دون مستوى توقعات السوق.

الاتجاه السعودي في أسعار السلع الأساسية

ارتفعت أسعار فوسفات الأمونيوم والألمونيوم والنحاس بشكل خاص في الربع الرابع من عام 2017 بسبب تعطل عمليات الإنتاج نتيجة للسياسات البيئية الصارمة التي أدخلتها الحكومة الصينية. كما استفادت مستويات الأسعار من ارتفاع معدلات الطلب بسبب حالة التفاؤل بشأن التوقعات الإقتصادية العالمية وإنخفاض قيمة الدولار الأمريكي. ومع ذلك، أظهرت أسعار الذهب ضعفاً في الربع الأخير. و نعتقد أن الإقتصاد العالمي يقوم على قواعد قوية في صالح أسعار السلع الأساسية؛ إلا أن الإضطرابات التي شهدتها الأسواق مؤخراً من شأنها أن تؤثر سلباً على مستويات أسعار السلع الأساسية.

إستمرار عمليات زيادة معدلات الإنتاج على نحو جيد، بينما لا تزال الشكوك قائمة

تواصل الشركة زيادة معدلات الإنتاج، و قد تحقق زيادة ملحوظة في المستويات الإنتاجية من الذهب (إنتاج 332 ألف أوقية، زيادة بنسبة 47 في المائة مقارنة بعام 2016) و الأمونيا (إنتاج 2,343 ألف طن، بزيادة 91 في المائة مقارنة بعام 2016). في حين ارتفع إنتاج الألمنيوم الأولي بنسبة 4.8 في المائة مقابل عام 2016 إلى 916 ألف طن، كما ارتفع إنتاج أسمدة فوسفات الأمونيوم بنسبة 5.0 مقابل عام 2016 إلى 2,859 ألف طن، و ارتفع إنتاج الألومينا بنسبة 4 في المائة مقابل عام 2016 إلى 1,484 ألف طن. و علاوة على ذلك، صرحت الشركة أن إنتاج أسمدة فوسفات الأمونيوم من مصنع وعد الشمال يستمر في الارتفاع، كما أن تطور المشروعات الجديدة في الذهب و الفوسفات يسير بشكل جيد. كما تجري الشركة حالياً محادثات مع شركة "الكوا" لتقييم جدوى التوسع المحتمل لقدرة الصهر (600 ألف طن متر مكعب في السنة). وقد تم الانتهاء من عمليات التوسع في الطاقة المخطط لها. و مع ذلك، أثار الأداء التشغيلي الأخير يثير الشكوك حول نمو صافي الدخل في المستقبل في حالة تكبد الشركة لإضمحلال في القيمة أو أية رسوم أخرى.

التقييم: قمنا بتقييم شركة "معادن" باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى قيمة عادلة قدرها 46.5 ريال سعودي للسهم، و قد إعتبرنا المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 6.8 في المائة، بمعدل نمو دائم قدره 2.0 في المائة.

|   | 2017  | 2018(م) | 2019(م) | 2020(م) |
|---|-------|---------|---------|---------|
| الإيرادات (مليار ريال)                                      | 12.1  | 14.4    | 17.1    | 17.1    |
| الأرباح التشغيلية (مليار ريال)                              | 2.4   | 3.6     | 3.8     | 3.6     |
| نصيب السهم من الأرباح (ريال)                                | 0.6   | 1.9     | 2.1     | 2.0     |
| هامش الربح التشغيلي (%)                                     | 20.1% | 25.1%   | 22.4%   | 21.2%   |
| إجمالي الدين / حقوق الملكية                                 | 1.6   | 1.4     | 1.2     | 1.1     |
| العائد على حقوق الملكية (%)                                 | 2.3%  | 6.5%    | 6.8%    | 6.2%    |
| مضاعف الربحية   | 84.8  | 27.6    | 24.9    | 26.0    |
| مضاعف القيمة الدفترية                                       | 1.8   | 1.6     | 1.5     | 1.5     |
| القيمة السوقية / الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك و الاستهلاك | 22.5  | 16.6    | 15.1    | 14.5    |

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، إدارة الأبحاث، شركة فالكوم



## شرح منهجية التقييم و الافتراضات

قمنا بتقييم شركة "معادن" باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم و الذي يقدر بقيمة 46.5 ريال سعودي للسهم الواحد. و تم احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 6.8 في المائة مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0 في المائة. أما من الناحية النسبية، يتم تداول سهم شركة "معادن" على مضاعف لقيمة الشركة الى صافي الربح قبل خصم الفوائد و الضرائب و الإهلاك و الإستهلاك قدره 16.6 مرة (على أساس سنوي)، مما يمثل زيادة بنسبة 78.2 في المائة عن نظرائه في القطاع، و يرتفع قرابة 43.1 في المائة إلى مؤشر "تداول" لجميع الأسهم.

| 2021 (متوقع) | 2020 (متوقع) | 2019 (متوقع) | 2018 (متوقع) | 2017    | مليون ريال                                   |
|--------------|--------------|--------------|--------------|---------|--|
| 3,354        | 3,630        | 3,836        | 3,605        | 2,435   | صافي الربح قبل خصم الفوائد و الضرائب         |
| (461)        | (492)        | (512)        | (463)        | (149)   | الضرائب                                      |
| 3,721        | 3,589        | 3,448        | 3,294        | 2,850   | الإهلاك و الاستهلاك و الإضمحلال              |
| 62           | 323          | (196)        | 469          | (905)   | التغير في رأس المال العامل                   |
| (1,029)      | (1,023)      | (1,021)      | (1,291)      | (2,939) | صافي النفقات الرأسمالية                      |
| 5,647        | 6,027        | 5,555        | 5,614        | 1,292   | صافي التدفقات النقدية للشركة                 |
| 0.8          | 0.8          | 0.9          | 0.9          |         | معدل الخصم                                   |
| 4,370        | 4,981        | 4,903        | 5,292        |         | القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة |
| 19,546       |              |              |              |         | صافي القيمة الحالية (أ)                      |
| 92,854       |              |              |              |         | القيمة الحالية للقيمة الهائلة (ب)            |
| 2.0%         |              |              |              |         | معدل النمو الدائم المفترض                    |
| 6.8%         |              |              |              |         | معدل الخصم                                   |

| 1,12,400 | القيمة العادلة للشركة (أ) + (ب)                | افتراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال           |
|----------|--|--|
|          |  | المعدل الخالي من المخاطر 2.8%                      |
| 4,352    | إجمالي النقدية                                 | علاوة تحمل المخاطر 10.2%                           |
| 53,958   | إجمالي الدين                                   | معدل المخاطرة السوقية 1.1x                         |
| 8,432    | حقوق الأقلية                                   | تكلفة حقوق الملكية 13.6%                           |
| 54,361   | قيمة حقوق الملكية (مليون ريال)                 |  |
| 1,168    | إجمالي الأسهم (مليون سهم)                      | تكلفة الدين بعد احتساب الضرائب 2.5%                |
| 46.52    | السعر المستهدف للسهم (ريال)                    | الوزن النسبي لحقوق الملكية في هيكل رأس المال 39.0% |
| 50.9     | سعر السهم الحالي (في يوم 8 فبراير من عام 2018) | الوزن النسبي للدين في هيكل رأس المال 61.0%         |
| (8.7%)   | نسبة الارتفاع / الهبوط لسعر السهم الحالي       | المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال 6.8%               |

مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكوم

## المخاطر

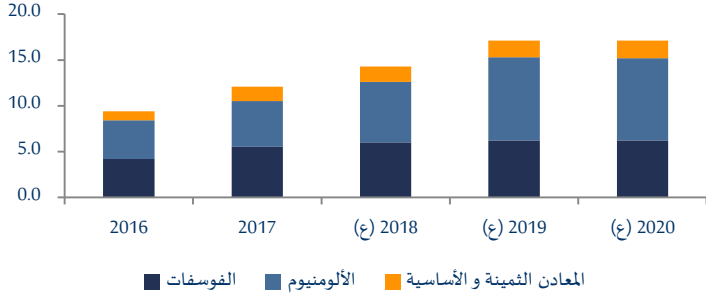
## المخاطر الصاعدة:

- يمكن أن يؤدي الأداء التشغيلي الأفضل من المتوقع إلى إعادة تقييم جوهرية للسهم.
- يمكن أن ترتفع أسعار السلع الأساسية بشكل أسرع مما كان متوقعاً لدعم مستويات الإيرادات و أرباح الشركة.
- قد يؤدي الطلب الأفضل من المتوقع إلى زيادة الأرباح بشكل مفاجئ.

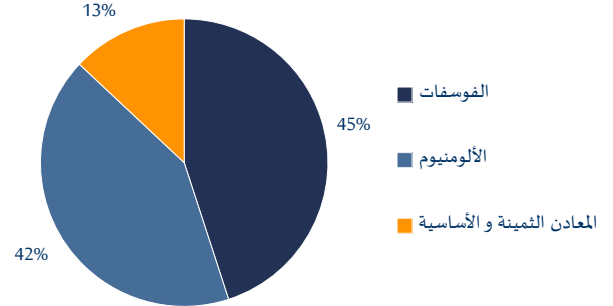
## المخاطر السلبية:

- يؤثر الإقتصاد العالمي الأضعف من المتوقع سلباً على مستويات أسعار السلع الأساسية.
- الإضمحلال و البنود غير المتكررة يمكن أن تؤثر على تقييم الشركة.
- إن عدم إمكانية تمرير زيادة أسعار المواد الخام للمستهلكين سيشكل ضغطاً على هوامش التشغيل.

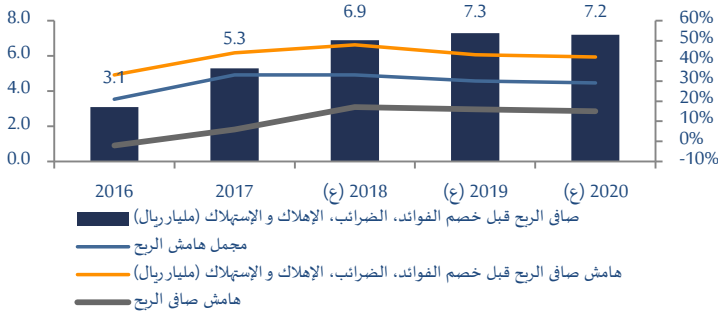
الإيرادات (مليار ريال)



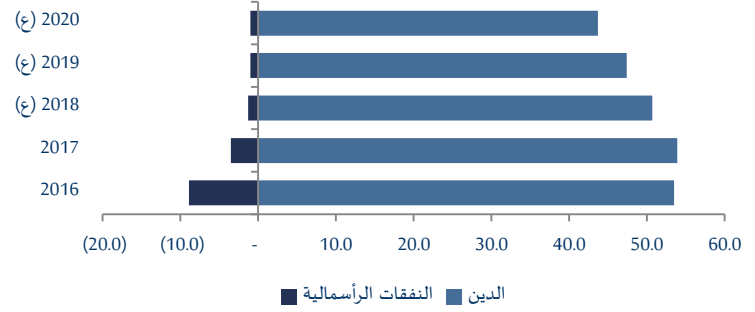
تقسيم الإيرادات (2017)



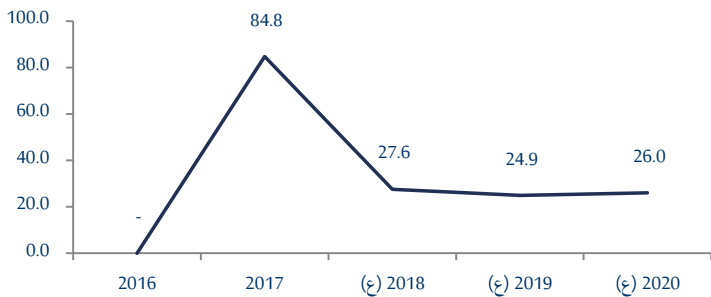
وهامش الربحية صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب



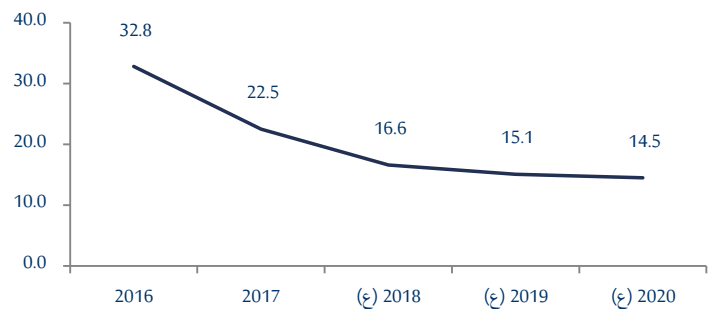
النفقات الرأسمالية وإجمالي الدين



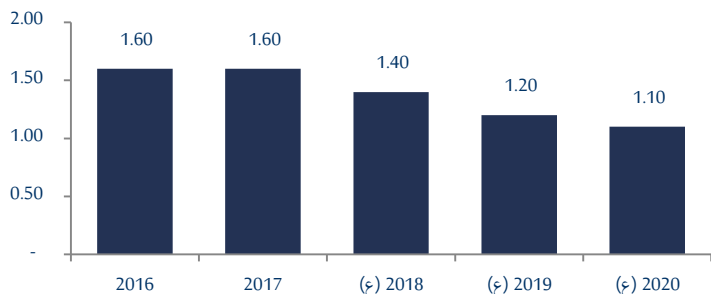
مضاعف الربحية



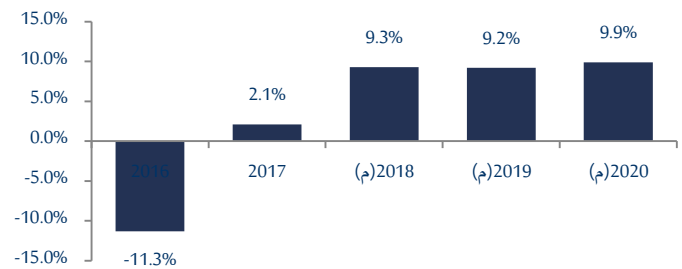
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب



مضاعف الدين / حقوق الملكية



العائد على التدفقات النقدية الحرة





9 فبراير 2018

تغطية بحثية أولية

## ملخص الميزانيات

| معدلات النمو |         |         |        | قائمة الدخل (مليون ريال) |               |               |               |
|--------------|---------|---------|--------|--------------------------|---------------|---------------|---------------|
| (م)2020      | (م)2019 | (م)2018 | 2017   | (م)2020                  | (م)2019       | (م)2018       | 2017          |
| 0.3%         | 18.9%   | 19.0%   | 27.7%  | 17,145                   | 17,102        | 14,387        | 12,086        |
| (0.9%)       | 5.6%    | 30.6%   | 68.8%  | 5,013                    | 5,215         | 4,766         | 3,932         |
| (5.4%)       | 6.4%    | 48.1%   | 297.5% | 7,219                    | 7,283         | 6,900         | 5,285         |
| (3.9%)       | 10.5%   | 210.3%  | -      | 3,630                    | 3,836         | 3,605         | 2,435         |
| (3.9%)       | 10.5%   | 210.1%  | -      | 144                      | 128           | 114           | 102           |
| (م)2020      | (م)2019 | (م)2018 | 2017   | (م)2020                  | (م)2019       | (م)2018       | 2017          |
| 29.2%        | 30.5%   | 33.1%   | 32.5%  | (721)                    | (782)         | (836)         | (1,616)       |
| 42.1%        | 42.6%   | 48.0%   | 43.7%  | 20                       | 17            | 12            | 13            |
| 21.2%        | 22.4%   | 25.1%   | 20.1%  | 3,073                    | 3,199         | 2,895         | 933           |
| 15.1%        | 15.7%   | 16.9%   | 6.5%   | (492)                    | (512)         | (463)         | (149)         |
| 6.2%         | 6.8%    | 6.5%    | 2.3%   | 246                      | 252           | 237           | 70            |
| 4.3%         | 4.5%    | 4.1%    | 2.8%   | 2,335                    | 2,435         | 2,195         | 715           |
| 2.8%         | 2.8%    | 2.6%    | 0.8%   | 2.0                      | 2.1           | 1.9           | 0.6           |
| 1.1x         | 1.2x    | 1.4x    | 1.6x   | -                        | -             | -             | -             |
| 4.9x         | 5.5x    | 6.5x    | 9.4x   | (م)2020                  | (م)2019       | (م)2018       | 2017          |
| 9.9%         | 9.2%    | 9.3%    | 2.1%   | 8,477                    | 7,135         | 6,078         | 4,352         |
| 0.0%         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%   | 8,871                    | 9,016         | 8,001         | 7,832         |
|              |         |         |        | 72,937                   | 75,507        | 77,942        | 79,958        |
|              |         |         |        | 370                      | 367           | 358           | 346           |
|              |         |         |        | 1,320                    | 1,176         | 1,048         | 934           |
|              |         |         |        | <b>93,670</b>            | <b>94,895</b> | <b>95,123</b> | <b>95,117</b> |
|              |         |         |        | 5,830                    | 5,658         | 4,917         | 4,285         |
|              |         |         |        | 3,209                    | 3,209         | 3,209         | 3,230         |
|              |         |         |        | 40,536                   | 44,203        | 47,517        | 50,728        |
|              |         |         |        | 41,614                   | 39,481        | 37,253        | 34,530        |
|              |         |         |        | <b>93,670</b>            | <b>94,895</b> | <b>95,123</b> | <b>95,117</b> |
|              |         |         |        | (م)2020                  | (م)2019       | (م)2018       | 2017          |
|              |         |         |        | 6,309                    | 6,252         | 5,825         | 3,868         |
|              |         |         |        | 316                      | (273)         | 248           | (850)         |
|              |         |         |        | 6,625                    | 5,978         | 6,072         | 3,018         |
|              |         |         |        | (1,023)                  | (1,021)       | (1,291)       | (2,939)       |
|              |         |         |        | (1,167)                  | (1,149)       | (1,405)       | (3,972)       |
|              |         |         |        | (3,667)                  | (3,313)       | (3,232)       | 287           |
|              |         |         |        | -                        | -             | -             | -             |
|              |         |         |        | (4,116)                  | (3,773)       | (2,941)       | 926           |

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، إدارة الأبحاث لشركة فالكوم  
(\* صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك)



## شرح منهجية التصنيف لدى فالكوم للخدمات المالية

تعتمد شركة "فالكوم للخدمات المالية" على منهجية للتقييم المالي يختص بها، كما تستند توصياتها الإستثمارية إلى البيانات الكمية والنوعية التي يجمعها المحللون الماليين. وعلاوةً على ذلك، يضع نظام التقييم المتبع الأسهم التي يتغطيتها بحثياً تحت أحد مجالات التوصية التالية بناءً على سعر إقبال السوق، وكذلك القيمة العادلة المفترضة وإمكانية الصعود أو الإنخفاض.

زيادة المراكز: القيمة العادلة تزيد على السعر الحالي بأكثر من 10%.

محايد: القيمة العادلة إما أكثر أو أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10%.

تخفيض المراكز: القيمة العادلة أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10%.

تحت المراجعة: لم يتم تحديد سعر مستهدف لسبب أو أكثر من الأسباب التالية: (1) إنتظار المزيد من المعلومات، (2) إنتظار البيانات المالية التفصيلية، (3) إنتظار تحديث المزيد من البيانات، (4) تغيير في أداء الشركة، (5) تغيير في ظروف السوق أو (6) أي سبب آخر من شركة فالكوم للخدمات المالية، قسم ادارة البحوث.

## فالكوم للخدمات المالية

مراسلتنا على العنوان التالي:  
صندوق بريد 884  
الرياض 11421  
المملكة العربية السعودية

الفاكس أو مراسلتنا على الرقم أدناه  
فاكس: +966 11 2032546  
الإيميل: addingvalue@falcom.com.sa

اتصل بنا على أرقام الهاتف أدناه  
خدمة العملاء: 8004298888  
لخدمات الأسهم: 920004711

## إخلاء مسؤولية وتحذير من المخاطر:

لقد تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير من مصادر عامة مختلفة يُعتقد بأنه موثوق بها، وعلى الرغم من أن فالكوم اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذا التقرير هي عادلة ومعقولة إلا أن فالكوم لا تضمن دقة البيانات أو الأسعار أو المعلومات المقدمة، ولا تتعهد بأن المعلومات أو الأسعار الواردة في هذا التقرير هي صحيحة أو خالية من أي خطأ، كما أن هذا التقرير ليس المقصود منه أن يُفسر على أنه عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية وبناءً عليه فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة و/أو عدالة و/أو اكتمال المعلومات أو الأسعار التي يحتوي عليها هذا التقرير، كما أن فالكوم تُخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو أي من محتوياته، ولن تكون فالكوم مسؤولة في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير، والآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة فالكوم كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار، ولا تُقدم فالكوم أي ضمان بأن الأسعار أو النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متوافقة مع أية آراء أو تنبؤات أو توقعات أسعار واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير من أسعار متوقعة يُمثل نتيجة مُحتملة فقط ويمكن أن لا تتحقق نهائياً، كما أن هذه الآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكيد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي. وإضافة إلى ما سبق فإن أي قيمة أو سعر مذكور أو أي دخل من أي من الإستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تنقلب و/أو تتأثر بالتغيرات دون أي إشعار سابق والأداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وبناءً على كل ما سبق بيانه فإن المستثمرين قد يحصلون على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. إن هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام فقط ولا يأخذ في الحسبان ظروف وأهداف ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين، ولذلك فإن هذا التقرير لا يستهدف تقديم مشورة في مجال الإستثمار ولا يأخذ بعين الإعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الإستثمارية الخاصة و/أو الإحتياجات الخاصة لمن يحصل على هذا التقرير، ولذلك ينبغي على المستثمر قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الإستثمار أن يحصل على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والإستثمارية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الإستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائماً لجميع الأشخاص. لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كلياً أو جزئياً، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار الواردة فيه محمية بموجب أنظمة وقوانين حقوق الملكية الفكرية وحقوق الطبع والنشر في المملكة العربية السعودية. جميع الحقوق محفوظة.

حصلت شركة فالكوم على ترخيص من هيئة سوق المال السعودي رقم (06020-37) بتاريخ 2006/05/27 و بدأت بتقديم خدماتها للمستثمرين في السوق المالية السعودية بتاريخ 2007/02/19 برقم 1010226584 الصادر بتاريخ 1427/12/04 هجري.