



إدارة البحوث

British K. Devassy, CFA

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

48.50
11.8% أقل من الحالي
24/01/2019 بتاريخ

السعر المستهدف
السعر الحالي

التصنيف الحالي

زيادة المراكز

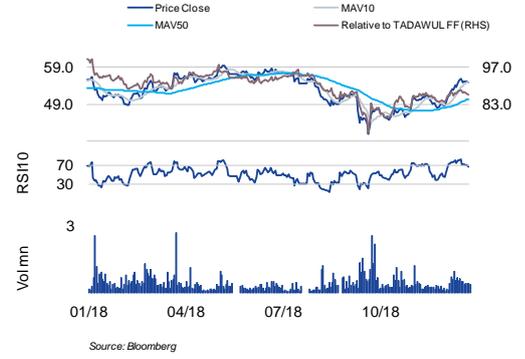
المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

الشركة السعودية للتعدين (معادن) الربع الرابع : تكاليف أعلى من التوقعات

بينما جاءت إيرادات الربع الرابع لشركة معادن متوافقة مع التقديرات مما يشير ضمنا الى استقرار حجم الانتاج والمبيعات للربع الثاني، فقد كانت تكاليف المبيعات أعلى من توقعاتنا بنسبة 10%. ويمكن أن يعزى ذلك الى ارتفاع التكاليف النقدية وبعض التكاليف المعينة المرتبطة بالمصانع الجديدة التي انطلقت عمليات تشغيلها التجارية في شهر ديسمبر. وقد كان هناك خفض في قيمة الاصول بلغ 281 مليون ريال في قطاع انتاج ألواح المحركات بالشركة ولكن تم التعويض عن ذلك بأعلى من هذا المبلغ نتيجة لعكس قيمة خضف الأصول في شركة سامابكو التي شهدت تحسنا في عملياتها التشغيلية. ورغمما عن البدء في عمليات التشغيل التجاري للمصانع الجديدة في معادن، فان تكاليف الفائدة لم ترتفع بالمستوى الذي كان متوقعا. وكنا قد توقعنا ارتفاع تكاليف الفائدة نظرا لأن تكاليف الفائدة المرتبطة بشركة معادن للدرفلة وشركة وعد الشمال للفوسفات، قد تمت رسملتها سابقا. ولا يزال رأس المال العامل مستمرا في الارتفاع اذ ارتفع بنسبة 37% على أساس سنوي. ونظرا لاكتمال مشروع الشركة الثاني للفوسفات مؤخرا ومشروع شركة معادن للدرفلة، فان وضوح الرؤية في الأداء التشغيلي وبعض المؤشرات الأخرى، من المرجح أن يكون أفضل. وتقوم الشركة حاليا بإنشاء المرحلة الأولى لمصنع الأمونيا - 3. واجمالا، يمكن القول أن نتائج الشركة للربع الثالث كانت أقل من التوقعات، ولكن من الناحية التشغيلية لا تزال الشركة في وضع جيد المدى البعيد. هذا، ويبلغ سعرنا المستهدف الجديد لسهم الشركة 48.5 ريال.

الأداء



الأرباح

(SARmn)	2017	2018	2019e
Revenue	12,086	14,171	18,914
Y-o-Y	27.7%	17.3%	34.2%
Gross profit	3,932	5,102	6,671
Gross margin	32.5%	36.0%	35.3%
Net profit	715	1,848	2,425
Y-o-Y	NM	158.5%	31.2%
Net margin	5.9%	13.0%	12.8%
EPS (SAR)	0.61	1.58	2.08
EBITDA	5,248	7,403	9,761
EV/EBITDA	21.0x	14.2x	10.8x

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

الشكل 1 مختصر ارباح معادن للربع الرابع 2018

	Q4 2017	Q3 2018	Q4 2018	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est	Comments
Revenue (SAR mn)	3,222	3,396	3,797	18%	12%	3,779	Production is healthy and inline with our expectations
Gross Prof.	1,165	1,265	1,106	-5%	-13%	1,354	Cost of sales was up 10% above our expectation
Gross marg.	36.2%	37.3%	29.1%			35.8%	
Op profit	292	973	832	185%	-14%	1,055	Higher cost of sales along with impairment at Automotive sheets more than offset impairment reversal at SAMAPCO.
Op margin	9%	29%	22%			28%	
Net profit	(160)	415	277	NM	-33%	348	We did not see full realization of interest costs which could have resulted in further lower net income
Net margin	-5%	12%	7%			9%	

Source: Company data, Al Rajhi Capital

التقييم والمخاطر: لقد ظلت نظرتنا ايجابية حول فرص النمو المدى البعيد لشركة معادن ، اخذين في الاعتبار النتائج الايجابية المحتمل تحقيقها من مشاريعها المستقبلية، التي ربما تستغرق عدة سنوات لتوحي ثمارها بالكامل. ونتوقع كذلك أن تظل أسعار السلع بدون تغيير في معظمها في المدى القريب. وقد قمنا بخفض تقديراتنا المستقبلية بعمل توقعات بمستوى تدريجي أكبر لمعدل تشغيل مشروع وعد الشمال-2 للفوسفات. ويبلغ تقديرنا للقيمة العادلة (للشركات القائمة) في الوقت الراهن 41.9 ريال للسهم بناء على طريقة تجمع بأوزان متساوية بين طريقة التدفق النقدي المخصوم وطريقة التقييم النسبي. وقد طبقنا مكرر تقييم نهائي بنسبة قيمة شركة /EBITDA تبلغ 13.1 مرة (لقيمة EBITDA التقديرية حتى 2025)، والتي توصلنا اليها باستخدام متوسط مرجح لقيمة شركة /EBITDA للشركات المماثلة (الأوزان بناء على أوزان قطاعات الأعمال). كذلك طبقنا عامل تعديل يبلغ 1.5 مرة (لا يتغير) لمتوسط مكرر التقييم قيمة شركة /EBITDA للشركات المماثلة للأخذ في الاعتبار الفرق في الضرائب وانخفاض المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة معادن ، مقارنة بالشركات المماثلة. وكانت تقديرنا للقيمة النهائية بناء على متوسط مكرر التقييم للشركات النظيرة لفترة نهائية (السنة النهائية 2025) مما يعني ضمنا أن الشركة سوف تتمكن من ممارسة نشاط التعدين عند المستوى الحالي حتى بعد السنة النهائية. كما قمنا أيضا بإضافة الأرقام التقديرية للمشاريع المستقبلية عند مستوى 6.6 ريال/السهم. وبناء على رسمة الشركة في السوق/الانتاج السنوي، فان مشروع الفوسفات الثالث (الذي أرست الشركة من أجله عقد تصميم وشراء وتشبيد EPC بقيمة تبلغ 3.35 مليار ريال على شركة ديلم Daelim لتشبيد مصنع للأمونيا بطاقة تبلغ 1.1 مليون طن سنويا) يمكن أن يضيف حوالي 3.8 ريال/السهم الى سعر السهم. أما المشاريع الجديدة المرتبطة بتعدين الذهب مثل مشاريع منصورة /مسرة التي لا تزال في مرحلة دراسة الجدوى، وربما تضيف حتى 2.8 ريال/السهم باستخدام ذات المعيار. وعليه، فقد توصلنا الى سعرنا المستهدف للسهم عند 48.5 ريال (41.9 ريال للسهم +6.6 ريال للمشاريع المستقبلية). وعند مستوى سعرنا المستهدف للسهم الذي يبلغ 48.5 ريال، فان سهم الشركة يتداول حاليا عند مكرر قيمة شركة /EBITDA يبلغ 10.7 مرة بناء على تقديرنا لقيمة EBITDA لعام 2019.

ويمكن أن تعزى المخاطر الرئيسية التي ربما تؤدي الى ارتفاع سعر السهم عن ال تقديرات، الى ارتفاع حجم المبيعات، أسعار السلع و حدوث تكاليف نقدية وتكاليف مواد أقل من التوقعات (الكبريت، الفحم)، بينما يمكن أن تمثل أسعار السلع الضعيفة، التكاليف النقدية بأعلى من التوقعات، أسعار المدخلات الرئيسية، ارتفاع سعر الاقراض بين البنوك السعودية (السايبور)، وتأخير الجداول الزمنية للإنتاج، المخاطر الرئيسية التي يمكن أن تتسبب في انخفاض سعر السهم عن التقديرات



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، كلياً أو جزئياً، 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 وآراء، 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 عرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي ورد في هذه الوثيقة يشكل عرضاً 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 ويأثر 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 المئتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ وأسماهم المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المتولين 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 ببدء 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 خسائر 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 كلياً أو جزئياً 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 مواطناً أو مقيماً 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 مخالفاً 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: سعرنا المستهدف يزيد على 10% فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع 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 10% دون سعر السهم الحالي و 10% فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

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

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقاً للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلاً 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