



US\$27.37mn	%35.6	US\$5.43bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية
28.26% أعلى من الحالي	28.22	السعر المستهدف
8.9% أعلى من الحالي	23.96	السعر المتفق عليه
بتاريخ 28/2/2011	22.00	السعر الحالي

إدارة الحوثة  
مزر خان ، محلل استثمار  
Tel 966 12119248, khamn@alrajhi-capital.com

## معادن

### الزكاة المرتفعة تقضي على معظم الأرباح

يأتي هذا التقرير عقب تعليقنا المختصر بتاريخ 17 يناير 2011، وبينما حققت معادن نتائج تشغيلية للربع الرابع 2011 كانت أفضل مما كان متوقعا، فقد أدت أعباء الزكاة المرتفعة إلى خسائر صافية للربع الثاني على التوالي. ومالم تحاول معادن خفض احتياطياتها النقدية، فسوف تستمر في دفع مبالغ عالية للزكاة. ويعني ذلك أن الشركة ربما تتكبد خسائر خلال أرباع السنة القادمة حتى يتم انطلاق مشروع الفوسفات ويرتفع مستوى المبيعات والأرباح. ومع ذلك، فإننا لا نزال متفائلين حول خطط الشركة طويلة المدى لتنويع أنشطتها وقد أبقينا على تصنيفنا للشركة الذي يتضمن التوصية بزيادة المراكز في أسهم الشركة وكذلك على سعرنا المستهدف عند 28.2 ريال مما يشير ضمنا إلى إمكانية ارتفاع سعر السهم بنسبة 28%.

**الإيرادات ونتائج التشغيل كانت أفضل:** كما ذكرنا في تعليقنا المختصر المشار إليها أعلاه، فقد حققت معادن إيرادات للربع الرابع بلغت 196 مليون ريال وهي تمثل زيادة كبيرة جدا بنسبة 46% للربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق. وتعتبر هذه الإيرادات هي الأعلى لشركة معادن لأي ربع من الأرباح. وقد نتج عن هذه الإيرادات تحقيق الشركة لأعلى أرباح إجمالية على الإطلاق بلغت 120 مليون ريال وهامش ربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء بلغ 57 مليون ريال وربح تشغيل بلغ 36 مليون ريال. وقد دعم هذه النتائج التشغيلية الارتفاع القوي في أسعار الذهب خلال الربع الرابع 2010. فقد بلغ متوسط السعر المحقق للذهب لشركة معادن لهذا الربع 1,385 دولارا للأوقية. وقد تمكنت الشركة أيضا من بيع بعض المنتجات الثانوية للذهب مثل البوكسيت منخفض الدرجة والزنك بقيمة بلغت 6.9 مليون ريال و5.7 مليون ريال على التوالي، مما أسهم في زيادة الهوامش خلال الربع الرابع. وقد حققت معادن هامش EBITDA بلغت نسبته 18.5% في الربع الرابع مقارنة بنسبة 7.5% تم تحقيقها في الربع الرابع 2009.

**إدارة الشركة للنقد مثيرة للفتور:** بينما كانت النتائج التشغيلية ممتازة، فقد أعلنت الشركة عن خسارة صافية بلغت 64 مليون ريال وكان ذلك يعزى أساسا لتوزيع مبالغ عالية كزكاة. فقد بلغت الزكاة التي تم دفعها في الربع الرابع 107 مليون ريال، بارتفاع بنسبة عالية جدا بلغت 500% عن رسوم الزكاة للربع الثالث 2009. وقد قضت هذه الزكاة المرتفعة على كل الأرباح التي تم تحقيقها خلال عام 2010 بكامله. وكانت الشركة قد سددت خلال 2010 زكاة إجمالية بلغت 207 مليون ريال تشكل نسبة 29% من إيراداتها للعام. إن السبب وراء ارتفاع الزكاة هو حقيقة أن الشركة تحتفظ بمستويات عالية من الأرصدة النقدية، وهو أمر نعتقد أنه غريب جدا ونشير هنا إلى أن معادن قد حققت عائدا بلغ 171 مليون ريال فقط كأرباح استثمارية للسنة بكاملها من استثماراتها النقدية وهو مبلغ يقل عن مبلغ الزكاة الذي دفعته الشركة.

**الميزانية سوف تتضمن ديونا عالية من الآن فصاعدا:** كما أشرنا في بداية تعليقنا لشركة معادن في الثاني من أغسطس 2010 وفي تقاريرنا اللاحقة، فمن الآن فصاعدا سوف تدخل معادن في ديون إجمالية كبيرة بهدف تمويل مشروعها الخاص بالفوسفات (المزمع انطلاقه قريبا) ومشروعها الطموح الخاص بالآلمونيوم. وقد بلغ الدين الإجمالي في الميزانية 13.5 بليون ريال في نهاية الربع الرابع 2010، ونتوقع أن يرتفع هذا الدين إلى 17.8 بليون ريال بنهاية 2011. ولكن نظرا لاحتياطياتها النقدية الكبيرة، فإن صافي الدين منخفض جدا ويقف عند مستوى 1.7 بليون ريال. ونظرا لأن هامش EBITDA لمعادن يتضمن فقط أرباحا من مشروع الذهب، فقد كانت نسبة صافي الدين/ EBITDA للربع الرابع 2010 مرتفعة بوضوح إذ تبلغ 7.8 مرات. إننا نتوقع أن تنخفض هذه النسبة بشكل حاد جدا بعد إطلاق مشروع الفوسفات، لتصل إلى 4.4 مرة بنهاية 2011.

**الملخص:** إننا لا نعتبر النتائج المالية لشركة معادن ذات مغزى هام قبل انطلاق مشروع الفوسفات الخاص بها. إننا نعتقد أن الشركة سوف تبذل قصارى جهدها لتحقيق أرباح صافية خلال أرباع السنة القادمة القليلة، ويعزى ذلك في الأساس إلى ارتفاع مبالغ الزكاة التي تدفعها الشركة. ومع ذلك، فإننا نعتقد أن العديد من المستثمرين ينظرون بطريقة صحيحة إلى ما وراء الوضع الحالي للشركة ويركزون على الفرص المستقبلية طويلة الأجل للشركة التي تبدو مشرقة. هذا، وقد أبقينا على تصنيفنا للشركة كما هو والذي يتضمن التوصية بزيادة المراكز في أسهم الشركة.

هذا التقرير عبارة عن ترجمة لتقرير صدر في الأصل باللغة الإنجليزية وتم نشره بتاريخ 6 فبراير. وقد تم تحديث التقييمات لأقرب سعر إقفال.

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

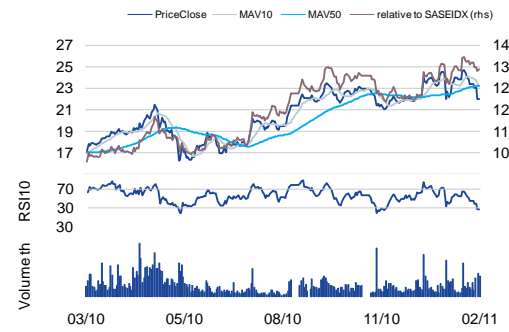
#### مواضيع رئيسية

مستفيدة من الثروات المعدنية الضخمة للمملكة، فقد دخلت شركة معادن في مشروعين جديدين: مشروع الفوسفات الذي سيبدأ في عام 2011م ومشروع الألمنيوم الذي سيبدأ في عام 2013م. إننا نعتقد أن معادن سوف تستغل توفر المواد الخام منخفضة التكلفة كما سوف تستفيد أيضا من الدعم الحكومي لتسجيل قصة نجاح في المدى البعيد.

#### استنتاجات

لقد صنفتنا شركة معادن بالتوصية بزيادة المراكز فيها. إننا نعتقد أن مبيعات الشركة سوف تزداد بقوة في عام 2011م مع بدء الإنتاج في مصنعها الخاص بالفوسفات. ويتوقع أن يؤدي الإفصاح الجيد والشفافية إلى رفع سعر سهم الشركة الذي نرى أنه يمثل استثمارا جيدا في المدى البعيد.

#### ال أداء



#### الأرباح

الفترة المنتهية في - SAR	12/10	12/11E	12/11E	12/12E	12/13E
المبيعات - mn	707	1,313	4,355	4,964	
نمو المبيعات	11.4%	85.8%	231.8%	14.0%	
EBITDA - mn	186	523	2,184	2,595	
نمو EBITDA	2.0%	180.6%	317.8%	18.8%	
الربح الموزع للسهم	0.01-	0.06	0.84	0.96	
نمو ربحية السهم	-103.2%		1284.3%	13.7%	

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

#### التقييم



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



التقييم				معلومات السهم		ملخص الشركة
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	20.35bn / 5.43bn	القيمة السوقية (SAR/US\$)	تم تأسيس شركة معادن (شركة التعدين العربية السعودية) في عام 1997 بواسطة حكومة المملكة العربية السعودية لتسهيل تنمية المعادن غير البترولية في المملكة والتنوع 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 أساسا في استكشاف الذهب كما تخطط للدخول في أعمال الفوسفات والألمنيوم في عامي 2011 و 2013 على التوالي.
4,964	4,355	1,313	707	16.30 - 24.65	متوسط الحجم اليومي في 52 أسبوع	
2,595	2,184	523	186	27.37mn	متوسط حجم التداول اليومي (US\$)	
887	781	56	(13)	925.0mn	الأسهم المتداولة	
0.96	0.84	0.06	0.01-	%35.6	الأسهم الحرة (مقدرة)	
-	-	-	-	شهر	الإداء:	
%13.7	%1284.3	na	-%103.2	12 شهر	المطلق	
12.4	14.4	55.4	134.0	%31	مقارنة بال مؤشر	
22.9	26.1	360.9	na	%38.7	الملاك الرئيسيين:	
1.1	1.2	1.2	1.2	%50	صندوق الاستثمارات العامة	
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%7.7	المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية	
المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية				المصدر: ب. لوم برج، الراجحي المالية		

## معادن: إنتاج الشركة من الذهب في مستوى ثابت الربع الرابع 2010: النتائج التشغيلية ممتازة

أعلنت معادن عن نمو في المبيعات بنسبة 46%، من 134 مليون في الربع الرابع 2009 إلى 196 مليون ريال في الربع الرابع 2010. وقد نما الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء بنسبة 45% ليصل إلى 57 مليون ريال بينما نما ربح التشغيل بنسبة 259% ليصل إلى 36 مليون ريال خلال نفس الفترة. وقد كانت هذه النتائج أفضل من نتائج الربعين السابقين إذ بذلت الشركة مجهودات كبيرة للسيطرة على التكاليف كما زادت نشاطات الحفر. علاوة على ذلك، فقد ساعدت أسعار الذهب المرتفعة ومبيعات البوكسيت منخفض الدرجة والزنك الشركة في تحقيق نتائج تشغيلية أفضل من توقعاتنا. إننا نعتقد أن معادن سوف تهدف إلى الإبقاء على مستوى إنتاجها من الذهب ثابتا من أجل إطالة العمر الافتراضي لمناجمها. وكانت معادن قد أنتجت في 2010 وقامت ببيع كميات أعلى بقليل من مستوى 140,000 أونصة من الذهب. إننا نعتقد أنه، ما لم يتم تشغيل مناجم جديدة، فإن هذه الكمية سوف تمثل الطاقة الإنتاجية الأمثل من الذهب لمعادن.

كانت النتائج التشغيلية لشركة معادن ممتازة على أثر أسعار الذهب المرتفعة

### 1. معادن: نتائج الربع الرابع 2010

التعليقات	Q4 2010		Q4 2010	Q3 2010	Q4 2009	مليون ريال
	توقعات الراجحي	التغيير السنوي %				
كانت الإيرادات أعلى كثيرا من توقعاتنا نظرا لارتفاع سعر الذهب في الربع الرابع بالإضافة إلى بيع كميات من المعادن الأخرى مثل البوكسيت منخفض الدرجة والزنك.	180	46.2%	196	159	134	الإيرادات
كان الربح الإجمالي جيدا نظرا لارتفاع أسعار الذهب في الربع الرابع بالإضافة إلى بيع كميات من المنتجات الثانوية.	99	65.3%	120	84	72	الربح الإجمالي
كما ورد في تقديرنا، فقد ارتفع هامش الربح الإجمالي بدرجة كبيرة في هذا الربع مقارنة بالربع السابق بسبب ارتفاع أسعار الذهب.	55.1%		61.0%	52.7%	54.0%	هامش الربح الإجمالي (%)
كانت تكاليف المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية منخفضة بشكل غير عادي، ونتوقع أن ترتفع خلال الأرباع القادمة لسبب أساسي وهو زيادة نشاطات الحفر وزيادة التكاليف الثابتة المرتبطة بالمشاريع الجديدة.	-62	-18%	-59	-84	-72	تكاليف المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية
ارتفع EBITDA بدرجة كبيرة نظرا للسيطرة على تكاليف التمويل والمصروفات العمومية والإدارية وتثبيت أسعار الذهب المرتفعة في رفع الهامش.	34	26.8%	57	19	45	EBITDA
كما ذكر أعلاه.	19.1%		28.8%	12.1%	33.3%	هامش EBITDA (%)
يصعب توقع أرقام الاستهلاك لشركة معادن بسبب صعوبة تحديد تاريخ الضروب لمناجم الشركة.	-20	-41.4%	-20	-22	-35	الاستهلاك والإطفاء
ارتفع ربح التشغيل على أساس الربع مقارنة بنصف الربع من العام السابق ويعزى ذلك أساسا للقاعدة المنخفضة في الربع الرابع 2009.	14	259.7%	36	-2	10	الربح التشغيلي
لا ينطبق.	50	-88.6%	40	33	350	صافي الربح قبل خصم الزكاة وحقوق الأقلية
تمثل الزكاة المرتفعة مشكلة كبيرة للشركة حيث أنها تعمل على تآكل أرباحها.	-30	499.7%	-107	-34	-18	الزكاة
نظرا للمبالغ الكبيرة المدفوعة للزكاة، فقد أعلنت الشركة عن خسارة صافية في الربع الرابع.	20		-64	0	334	صافي الربح
نتوقع ارتفاعا في المصروفات الرأسمالية لأرباع السنة المتبقية نتيجة للاستثمار في مشروع الألمونيوم.	-820	15.4%	-1,787	-731	-1,549	الإنتفاق الرأسمالي
نتوقع ارتفاع نسبة المصروفات المالية/المبيعات خلال الأرباع القادمة ويعزى ذلك أساسا إلى إنشاء مصهر الألمونيوم.	456.0%		459.0%	310.0%	962.0%	نسبة الإنتفاق الرأسمالي/المبيعات (%)
إن التحول من وضعية التقيد الصافي إلى وضعية دين منخفض يعكس حجم الاستثمار الضخم، إننا نتوقع أن يرتفع صافي الدين في المدى القريب.	1,537		1,762	141	-2,736	صافي الدين
سوف ترتفع هذه النسبة بشكل مضطرب قبل أن تنهبط مرة أخرى بعد تشغيل مشروع الفوسفات.	11.2		7.8	1.8	-15.3	نسبة صافي الدين/EBITDA

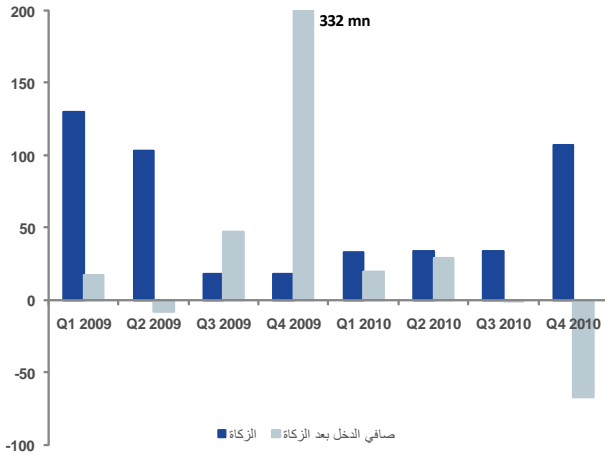
المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



## الزكاة التي تدفعها الشركة مرتفعة بدون سبب منطقي

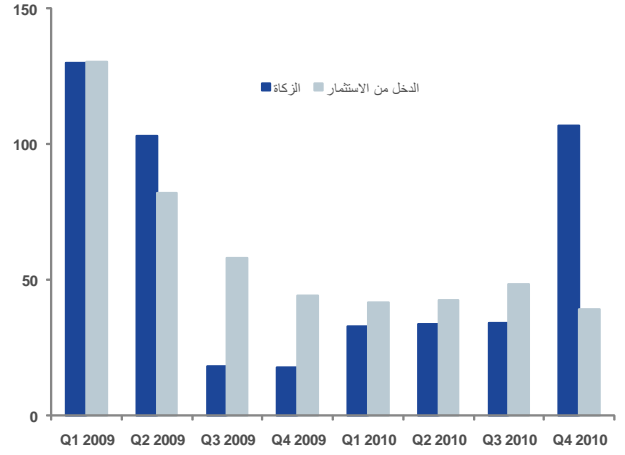
رغم أن تحقيقها لنتائج تشغيلية ممتازة، فقد سجلت الشركة خسارة صافية بلغت 64 مليون ريال، ويعزى ذلك أساساً إلى مدفوعات الزكاة المرتفعة. ومن المعروف أن الشركات في المملكة تدفع زكاة إما عن أرباحها الصافية أو إذا كانت مستويات نقديتها مرتفعة عن قاعدة رأسمالها. ونظراً لأن معادن تحتفظ بأرصدة نقدية إجمالية مرتفعة، فقد ظلت تدفع رسوم زكاة مرتفعة جداً لفترة سنتين. وقد أدت رسوم الزكاة المرتفعة هذه إلى تآكل صافي الربحية بدرجة كبيرة. وبما أن الربح الاستثماري المتحقق من نقدية الشركة الإجمالية لم يكن يتجاوز المبالغ المدفوعة للزكاة، فإننا لا نرى أن هناك سبباً منطقياً لاحتفاظ الشركة بأرصدة نقدية مرتفعة. إننا نعتقد أنه سيكون من الأفضل لمعادن استخدام أرصدها النقدية في إنفاق رأسمالي.

### 2. الزكاة مقابل صافي الربح



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

### 1. الزكاة مقابل الدخل من الاستثمار



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

## 2011: ننظر إلى النصف الثاني

إننا نعتقد أن الأداء المالي لمعادن سوف يكون مماثلاً للأداء المالي للربع الرابع وذلك من خلال الربيعين القادمين على الأقل حتى يحين موعد تشغيل مشروع الفوسفات. وقد افترضنا بصورة متحفظة أن معادن سوف لن تحقق إيرادات وأرباح من مشروع الفوسفات حتى الربع الرابع 2011، وإذا أخذنا في الاعتبار اتجاه مدفوعات الزكاة المرتفعة، فإننا نعتقد أن معادن سوف تتكبد خسائر صافية في الأرباع من الأول إلى الثالث. بيد أنه إذا تمكنت الشركة من بدء عملياتها التشغيلية في الفوسفات بحلول الربع الثاني 2011 كما تم إعلان ذلك في وسائل الإعلام، فإن وضعها المالي سوف يبدو أفضل كثيراً.

إننا نعتقد أن انطلاق مشروع الفوسفات  
سوف يغير الوضع المالي للشركة

لقد بلغت تقديراتنا للإيرادات 1.31 بليون ريال في 2011، بارتفاع بنسبة 85% عن تقديرات 2010. إن هذه الإيرادات مستمدة أساساً من إيرادات مشروع الفوسفات الذي أدخلناه في تقديراتنا ابتداءً من الربع الرابع 2011 فصاعداً. وقد افترضنا أن نسبة استغلال الطاقة الإنتاجية للفوسفات في الربع الرابع ستبلغ 10%. ويجب أن نشير هنا أيضاً إلى أننا قد عدلنا تقديراتنا لرسوم الزكاة برفعها للثلاثة الأرباع الأولى.

### اكتمال ترتيبات تمويل مشروع الألمونيوم بقيمة 15 بليون ريال

بينما لا نتوقع تشغيل مشروع الألمونيوم حتى نهاية 2013، فقد استطاعت الشركة تدبير التمويل لمشروع الألمونيوم بتكلفة تبلغ 15.1 بليون ريال، حسب ما ورد في تقرير الشركة للربع الرابع. وقد وافق اتحاد (كونسورتيوم) مكون من مؤسسات تمويل وصندوق الاستثمارات العامة السعودي على هذه التسهيلات. ويشير ذلك إلى أن المشروع يسير سيراً حسناً وأن الشركة لديها كميات وافرة من النقدية للمضي قدماً في تنفيذ المرحلة الأولى من إنشاء المشروع. والجدير بالذكر أن إجمالي تكلفة مشروع الألمونيوم تبلغ 40 بليون ريال وملكيته مقسمة بنسبة (75%) لشركة معادن و(25%) لشركة الكوا.

اكتمال حوالي 40% من ترتيبات  
التمويل لمشروع الألمونيوم

### 3. ملخص التوقعات للربع الأول من 2011 و السنة المنتهية 2011

مليون ريال	الفعلية 2010Q1	المتوقعة 2011Q1	التغيير السنوي %	الفعلية FY2010	المتوقعة FY2011	التغيير السنوي %
الإيرادات	153	184	20.0%	707	1,313	86.0%
الربح الإجمالي	81	104	30.0%	394	725	84.0%
EBITDA	50	56	10.0%	166	523	215.0%
هامش EBITDA (%)	33%	30%		24%	40%	
الربح التشغيلي	17	22	34.0%	69	315	354.0%
صافي الربح	21	-37		-33	56	
هامش صافي الربح	13%				4%	

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	قائمة الدخل - SARmn
4,964	4,355	1,313	707	634	المبيعات
(2,075)	(1,893)	(588)	(312)	(306)	تكلفة المبيعات
2,888	2,462	725	394	328	الربح الإجمالي
(877)	(773)	(409)	(304)	(253)	الرسوم الحكومية
2,012	1,688	315	90	75	المصاريف الإدارية والتسويقية
					ربح العمليات
(2,369)	(2,171)	(790)	(520)	(452)	مصاريف نقدية تشغيلية
2,595	2,184	523	186	183	EBITDA
(583)	(495)	(207)	(97)	(108)	استهلاك و اطفاء
2,012	1,688	315	90	75	ربح العمليات
(760)	(570)	70	171	314	صافي المصاريف الماليه
					ربح/خسارة تحويل العملات الأجنبية
-	-	-	-	-	مخصصات
					الإيرادات الأخرى
-	-	-	1	302	مصاريف أخرى
1,109	976	242	189	659	الدخل قبل الزكاة والضريبة
(222)	(195)	(186)	(207)	(269)	الضريبة / الزكاة
-	-	-	5	5	حقوق الأقلية
887	781	56	(13)	395	صافي الربح
-	-	-	-	-	مجموع الأرباح موزعة
					تحويل إلى الاحتياطي
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	
925.0	925.0	925.0	925.0	925.0	عدد الأسهم المعمله
1.589	1.379	0.285	0.085	0.538	التدفق النقدي للسهم - SAR
0.959	0.844	0.061	(0.014)	0.427	الربح الموزع للسهم - SAR
0	0	0	0	0	الربح الموزع للسهم - SAR
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	النمو
%14.0	%231.8	%85.8	%11.4	%37.9	نمو المبيعات
%17.3	%239.7	%83.9	%20.1	%44.8	نمو الربح الإجمالي
%18.8	%317.8	%180.6	%2.0	%683.9	نمو EBITDA
%19.1	%435.2	%251.9	%19.4		نمو ربح العمليات
%13.7	%1284.3		-%103.2	%173.5	نمو صافي الربح
%13.7	%1284.3		-%103.2	%95.9	نمو ربحية السهم
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	الهوامش
%58.2	%56.5	%55.2	%55.8	%51.7	هامش الربح الإجمالي
%52.3	%50.1	%39.8	%26.4	%28.8	للفوائد
%40.5	%38.8	%24.0	%12.7	%11.8	هامش ربح العمليات
%22.3	%22.4	%18.5	%26.8	%103.8	هامش الدخل قبل الضريبة والذكاة
%17.9	%17.9	%4.3	-%1.8	%62.2	هامش صافي الربح
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	النسب الأخرى
%4.4	%4.1	%0.9	%0.3	%0.3	العائد على رأس المال التشغيلي
%3.9	%3.7	%0.2	%0.0	%0.3	العائد على رأس المال الموظف
%5.0	%4.6	%0.3	-%0.1	%2.4	العائد على حقوق الملاك
%20.0	%20.0	%76.7	%109.5	%40.8	نسبة الضريبة / الزكاة
%44.3	%65.1	%272.5	%586.5	%1129.4	انفاق رأس المال المبيعات
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة الأرباح الموزعه
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	مقاييس التقييم
22.9	26.1	360.9	na	51.5	P/E (x)
13.8	15.9	77.2	258.9	40.9	P/CF (x)
1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	P/B (x)
6.5	7.2	22.1	35.3	31.5	قيمة الشركة/المبيعات
12.4	14.4	55.4	134.0	109.5	قيمة الشركة/EBITDA
15.9	18.6	91.8	278.5	266.4	قيمة الشركة/EBIT
0.7	0.8	0.8	0.8	0.7	قيمة الشركة لرأس المال الموظف
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة العائد

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

ارتفاع الإيرادات في 2011 والأعوام  
التالية سوف يساعد في زيادة الربحية

يتوقع أن يرتفع EBITDA خلال  
الأعوام القليلة التالية، غير أن التكاليف  
المالية ستكون عقبة أمام نمو صافي  
الربح

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



12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	Balance Sheet - SARmn
16,135	13,415	12,041	11,755	11,519	النقد وما يعادله
2,234	1,960	372	30	53	ذمم تجارية
2,532	2,395	1,239	332	206	مخزون
372	372	372	372	383	الأصول المتداولة الأخرى
<b>21,272</b>	<b>18,142</b>	<b>14,024</b>	<b>12,489</b>	<b>12,131</b>	مجموع الأصول المتداولة
27,644	26,030	23,689	20,319	14,144	مجموع الأصول الثابتة
-	-	-	-	-	إجمالي الاستثمارات
-	-	-	-	-	الشهرة
2,016	2,016	2,018	2,017	2,936	الأصول غير الملموسة الأخرى
86	86	86	86	19	مجموع الأصول الأخرى
<b>29,746</b>	<b>28,132</b>	<b>25,793</b>	<b>22,422</b>	<b>17,098</b>	مجموع الأصول طويلة الأجل
<b>51,018</b>	<b>46,274</b>	<b>39,817</b>	<b>34,911</b>	<b>29,230</b>	مجموع الأصول
-	-	-	-	-	الدين قصير الأجل
2,631	2,395	1,859	831	621	Accounts Payable
2,234	2,177	929	1,401	969	Accrued Expenses
-	-	-	-	-	أرباح داتته
55	55	55	55	45	Other Current Liabilities
<b>5,126</b>	<b>4,834</b>	<b>3,050</b>	<b>2,494</b>	<b>1,906</b>	مجموع الخصوم قصيرة الأجل
25,268	21,703	17,809	13,517	8,783	مجموع الخصوم طويلة الأجل
-	-	2	1	-	الالتزامات الأخرى طويلة الأجل
196	196	196	196	176	مخصصات
<b>25,463</b>	<b>21,899</b>	<b>18,007</b>	<b>13,714</b>	<b>8,959</b>	مجموع الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
2,134	2,134	2,134	2,134	1,782	حقوق الأقلية
9,250	9,250	9,250	9,250	9,250	رأس المال المدفوع
9,044	8,156	7,376	7,319	7,332	إجمالي الاحتياطيات
<b>18,294</b>	<b>17,406</b>	<b>16,626</b>	<b>16,569</b>	<b>16,582</b>	أجمالي حقوق المساهمين
<b>20,428</b>	<b>19,541</b>	<b>18,760</b>	<b>18,704</b>	<b>18,365</b>	مجموع حقوق المساهمين
<b>51,018</b>	<b>46,274</b>	<b>39,817</b>	<b>34,911</b>	<b>29,230</b>	مجموع حقوق المساهمين والخصوم

سوف يظل مستوى الدين العام مرتفعا  
من الآن فصاعدا

12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	النسب
9,133	8,288	5,768	1,762	(2,736)	صافي الدين - SARmn
3.52	3.80	11.04	9.46	14.98-	صافي الدين / EBITDA
%44.7	%42.4	%30.7	%9.4	-%14.9	صافي الدين/حقوق المساهمين
3.4	3.8	(7.5)	(1.1)	(0.6)	صافي مصروفات التمويل / EBITDA
19.78	18.82	17.97	17.91	17.93	القيمة التقديرية للسهم - SAR

صافي الدين/EBITDA سوف يرتفع  
هذا العام، ولكنه سوف ينخفض بعد ذلك  
إلى مستوى عادي في 2012 والسنوات  
التالية

12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	قائمة التدفق النقدي - SARmn
<b>1,109</b>	<b>976</b>	<b>242</b>	<b>189</b>	<b>659</b>	صافي الربح قبل خصم الضريبة والذكاه وحقوق الأقلية
583	495	207	97	108	استهلاك واطفاء
(118)	(959)	(693)	415	(310)	التغير في رأس المال العامل
(222)	(195)	(186)	(394)	(319)	التدفقات النقدية الأخرى
<b>1,352</b>	<b>316</b>	<b>(429)</b>	<b>307</b>	<b>138</b>	صافي النقد من الأنشطة التشغيلية
(2,197)	(2,836)	(3,577)	(4,144)	(7,166)	انفاق رأس المال
-	-	-	(256)	7,576	استثمارات جديدة
-	-	-	(1,209)	(1,136)	أخرى
<b>(2,197)</b>	<b>(2,836)</b>	<b>(3,577)</b>	<b>(5,609)</b>	<b>(726)</b>	صافي النقدية المستخدمة في الأنشطة الاستثمارية
<b>(845)</b>	<b>(2,520)</b>	<b>(4,006)</b>	<b>(5,302)</b>	<b>(588)</b>	صافي النقد التشغيلي
-	-	-	-	-	توزيعات أرباح مدفوعة
-	-	-	-	-	عوائد بيع الأسهم
-	-	-	-	-	تأثير تحويل العملة على النقد
-	-	-	823	(7,160)	الأخرى
<b>3,564</b>	<b>3,894</b>	<b>4,292</b>	<b>5,557</b>	<b>803</b>	صافي النقد من الأنشطة التمويلية
2,719	1,375	286	256	215	صافي التغير في النقدية وشبه النقدية
13,415	12,041	11,755	11,519	11,335	النقدية وشبه النقدية في بداية الفترة
<b>16,135</b>	<b>13,415</b>	<b>12,041</b>	<b>11,775</b>	<b>11,550</b>	النقدية وشبه النقدية في نهاية السنة

12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	النسب
%44.3	%65.1	%272.5	%586.5	%1129.4	انفاق رأس المال المبيعات

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



## 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 والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وراء، 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 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 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 ويأخذ سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للانخفاض 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 المسئولين 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 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 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.

### 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 المنترمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 15% 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 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، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

#### 2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: يوصى محللونا 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 عن نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعنى، مثل ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التصفقات النقدية المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقا للقيمة العادلة المقترحة للسهم المعنى، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلا 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 المقترحة لذلك السهم، ونشر 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 ادارة 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