

علاق التعدين

تعد مشاريع معادن القادمة حافزاً للنمو

أتى تقييمنا البالغ 156.1 مليار ريال (42.30 ريال للسهم) على أساس التدفقات النقدية المخصومة. تعتبر الشركة أكثر فعالية من حيث التكلفة بسبب سلسلة القيمة المتكاملة رأسياً. تعمل الشركة من خلال ثلاثة قطاعات رئيسية، مما يميز مزيج الإيرادات على أنه متنوع ويقلل من مخاطر تقلب أسعار السلع. في العام السابق، حققت الشركة نتائج تاريخية حيث أنها كانت في ذروة دورة أسعار السلع. سيكون للانخفاض الكبير في أسعار الفوسفات والألمنيوم في بداية هذا العام تأثير سلبي كبير على ربحية الشركة في عام 2023. على المدى الطويل، تعمل الشركة على مشاريع توسعية كبيرة من المتوقع أن يبدأ تشغيلها في غضون الأعوام الخمس المقبلة.

صعود قطاع التعدين في المملكة العربية السعودية

المملكة العربية السعودية غنية بالموارد المعدنية، بما في ذلك الذهب والنحاس والفوسفات والبوكسيت. تعمل الحكومة على تعزيز قطاع التعدين كجزء من خطة رؤية 2030 لتنويع الاقتصاد بعيداً عن النفط. من المتوقع أن يساهم قطاع التعدين بـ 240 مليار دولار في الناتج المحلي الإجمالي بحلول عام 2030. ويجري حالياً تطوير مشاريع التعدين على نطاق واسع في البلاد، بما في ذلك مشروع منطقة الذهب العربي الوسطى، والتوسع في منجم مهد الذهب، ومجمع الفوسفات 3. من المتوقع أن تؤدي هذه التطورات إلى زيادة كبيرة في قدرة التعدين في البلاد.

خطط النمو الطموحة لمعادن

معادن هي أكبر شركة تعدين في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وواحدة من أكبر 15 شركة تعدين عالمية. تهدف معادن إلى تقييم واستكشاف وتطوير الذهب والمعادن الأساسية والمعادن الوفيرة في المملكة لتصبح الركيزة الثالثة لاقتصاد المملكة. تهدف معادن إلى زيادة الدخل قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك بمقدار 8 إلى 10 أضعاف بحلول عام 2040.

من المتوقع انخفاض صافي دخل شركة معادن بشكل حاد في عام 2023 قبل أن يبدأ بالتعافي

شهدت معادن ارتفاعاً كبيراً في صافي دخلها في الأعوام الثلاث السابقة وذلك بسبب الزيادة في الطلب العالمي على السلع مما أدى إلى ارتفاع أسعار المنتجات، بالإضافة إلى انخفاض التكاليف من خلال التحسينات التشغيلية والتوسع في عملياتها في السنوات الأخيرة أيضاً ساهمت في صافي دخلها. للمضي قدماً، نتوقع أن يشهد صافي الدخل لشركة معادن انخفاضاً في عام 2023 على خلفية الانخفاض الكبير في أسعار فوسفات الألمونيوم الثنائي والألمونيوم الفورية، وبعد ذلك، تشير توقعنا للنمو في الأحجام المباعة إلى دفع صافي الدخل إلى الأعلى، لتصل إلى 10.1 مليار ريال عام 2028.

جدول 1: الملخص المالي والنسب الرئيسية (2022-2026)

2026*	2025*	2024*	2023*	2022	
					قائمة الدخل (مليون ريال)
34,961	33,482	30,293	29,488	40,277	المبيعات
11,953	10,890	8,817	6,368	16,249	الدخل الإجمالي
9,139	8,096	6,043	3,614	13,537	الدخل التشغيلي
6,938	5,889	3,991	1,811	9,319	صافي الدخل
					النسب الرئيسية
34%	33%	29%	22%	40%	الهامش الإجمالي
26%	24%	20%	12%	34%	الهامش التشغيلي
20%	18%	13%	6%	23%	الهامش الصافي

المصدر: الرياض المالية
* متوقعة

التوصية	حياد
السعر المستهدف خلال 12 شهر	42.00 ريال

السعر في 24 يوليو (ريال)	42.80
التغير	(%1.9)
عائد الأرباح الموزعة	%0.0
إجمالي العوائد المتوقعة	(%1.9)

بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً (ريال)	36.8/57.8
القيمة السوقية (مليون ريال)	158,008
الأسهل المتداولة (مليون سهم)	3,692
الأسهل المتاحة للتداول (الأسهل الحرة)	%33
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهر)	3,320,904
رمز بلومبيرغ	MAADEN AB

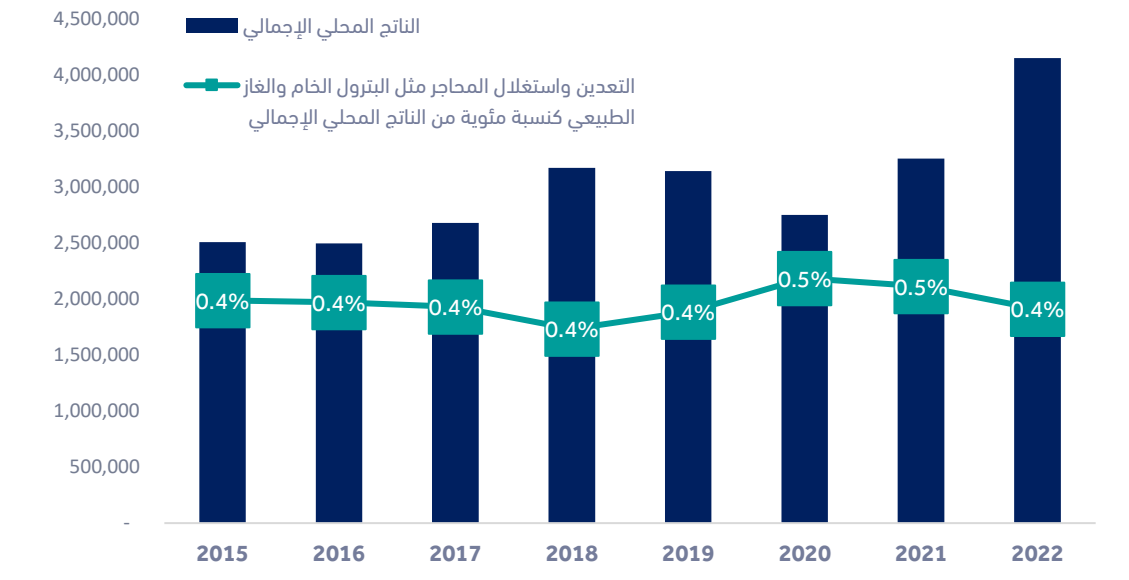
■ نظرة عامة على قطاع التعدين

أظهر قطاع التعدين في المملكة وعدًا كبيرًا ليكون محرك رئيسي للنمو والتنويع الاقتصادي، بدعم من مبادرة رؤية 2030 الطموحة في البلاد. تتمتع المملكة العربية السعودية بوفرة في الموارد المعدنية الغير مستغلة، بما في ذلك الذهب والنحاس والفوسفات واليوكسيت، مما يجعل قطاع التعدين جزءًا أساسيًا من طموحات البلاد طويلة الأجل للتنويع الاقتصادي بعيدًا عن الاعتماد على النفط. أدت التطورات الأخيرة، مثل إنشاء شركة التعدين العربية السعودية (معادن) والإعلان عن العديد من مشاريع التعدين الضخمة، إلى دفع القطاع إلى الأمام، وجذب الاستثمارات المحلية والدولية.

تستهدف المملكة 240 مليار ريال من إيرادات التعدين بحلول عام 2030

تهدف خطة الإصلاح الاقتصادي لرؤية المملكة العربية السعودية 2030 إلى تنويع الاقتصاد بعيدًا عن النفط. يعد قطاع التعدين ركيزة أساسية لخطة رؤية 2030. تعتزم المملكة تكثيف حملتها لجذب 176 مليار ريال إضافي إلى صناعة التعدين وتوسيع مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي ليصل إلى 240 مليار ريال على الأقل وخلق أكثر من 219 ألف فرصة عمل بحلول عام 2030. وهذا يوفر فرصًا كبيرة للنمو في هذا القطاع.

شكل 1: مساهمة قطاع التعدين للناتج المحلي الإجمالي (مليون ريال - %)



المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، الرياض المالية

الثروة المعدنية غير المستغلة في المملكة العربية السعودية

نظرًا لكونها تقع على كثر ضخم من الموارد المعدنية، حيث يقدر بأن تتجاوز الموارد الجيولوجية السعودية 1.3 تريليون دولار وتم العثور على أكثر من 48 معدنًا، تنعم المملكة باحتياطيات معدنية قوية لا تزال غير مستكشفة. يجري الآن تطوير مشاريع تعدين واسعة النطاق في الدولة، بما في ذلك مشروع منطقة الذهب العربية الوسطى، والتوسع في منجم مهد الذهب، ومجمع الفوسفات 3 بالقرب من المدن الصناعية في وعد الشمال ورأس الخير. من المتوقع أن ترتفع قدرة التعدين في البلاد بشكل كبير نتيجة لهذه التطورات.

جدول 2: الثروة الغير مستغلة في المملكة العربية السعودية

مستوى الثقة				
%90	%50	%10		
18	36	70	مليار دولار	خام الحديد
N/A	38	41	مليار دولار	نيوبيوم
9	11	14	مليار دولار	البوكسيت
102	233	321	مليار دولار	فوسفات
46	101	229	مليار دولار	ذهب
N/A	22	70	مليار دولار	اليورانيوم
7	23	222	مليار دولار	نحاس
3	39	138	مليار دولار	الزنك
N/A	6	37	مليار دولار	فضة

المصدر: وزارة الصناعة والثروة المعدنية، الرياض المالية

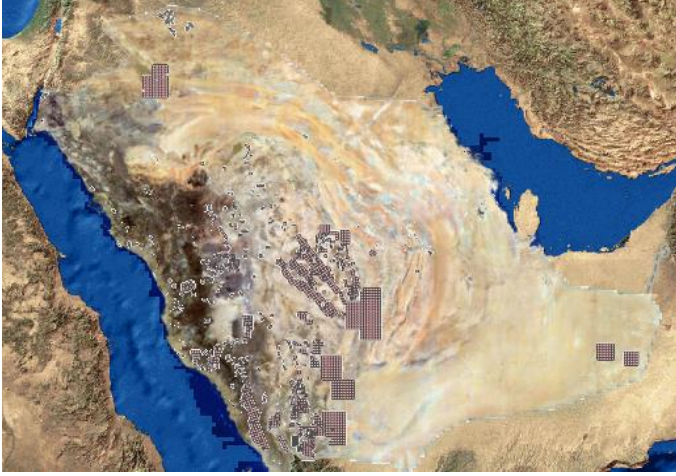
التنقيب عن المعادن في ازدياد في المملكة العربية السعودية

حصلت المعادن الأساسية والمعادن الثمينة وغيرها من المعادن على تصاريح تعدين جديدة. بالإضافة إلى ذلك، وضعت الحكومة عددًا من السياسات، بما في ذلك الإعفاءات الضريبية والإجراءات التنظيمية المبسطة، للمساعدة في نمو القطاع. وفقًا لوزارة الصناعة والثروة المعدنية أنه في يناير 2023، أصدرت 46 رخصة تعدين إضافية، مما بشأنه ارتفع الإجمالي إلى 2,230 مقابل 1,990 في يناير 2022. وقد يؤدي ذلك إلى تطوير مناجم واكتشافات جديدة. إذا تم العثور على رواسب معدنية كبيرة، فإن صناعة التعدين سوف تتوسع نتيجة لذلك. كشفت المملكة مؤخرًا عن ست فرص تعدين جديدة:

- **موقع الريدانية بالرياض:** يغطي مساحة تزيد عن 78 كم مربعًا به رواسب من الزنك وخامات الفضة.
- **موقع أم حديد بالرياض:** يمتد على مساحة تزيد عن 246 كم مربع ويحتوي على رواسب من الفضة والرصاص والزنك والنحاس.
- **موقع جبل الإدساس بالرياض:** يمتد على مساحة 121 كم مربع ويحتوي على رواسب غنية بخام الحديد.
- **بئر عمق في المدينة المنورة:** يمتد الموقع على مساحة 187 كم مربع، وهو غني بالنحاس والزنك.
- **جبل الصحابية بمنطقة عسير:** يمتد الموقع على مساحة 283 كم مربع ويحتوي على رواسب الزنك والرصاص والنحاس والحديد.
- **موقع المهاد بعسير:** يمتد على 139 كلم مربع ويحتوي الموقع على النحاس والزنك والذهب.

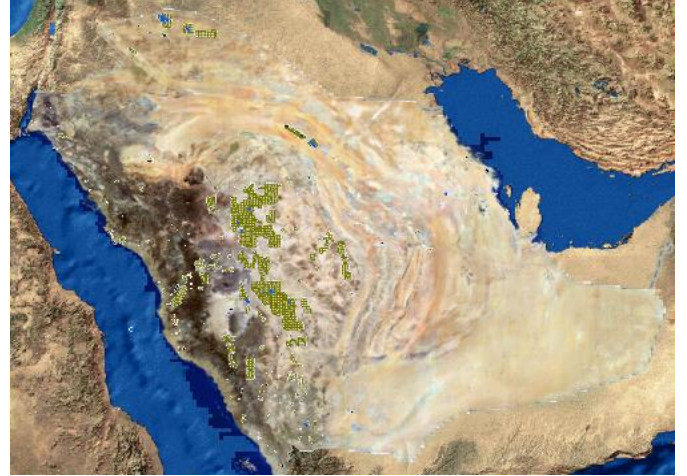
ومع ذلك، منحت المملكة رخصتي استكشاف رئيسيتين العام السابق. في شهر أكتوبر 2022، مُنح التحالف الكندي-السعودي لشركة باريك ومعادن رخصة استكشاف أم الدم. قبل ذلك، في شهر سبتمبر 2022، تم الإعلان عن فوز الاتحاد البريطاني السعودي لشركة Moxico Resources وشركة عجلان وإخوانه للتعدين برخصة التنقيب في موقع خنايقوية.

شكل 3: مواقع التعدين في المملكة العربية السعودية



المصدر: هيئة المساحة الجيولوجية السعودية، الرياض المالية

شكل 2: تراخيص التعدين في المملكة العربية السعودية



المصدر: هيئة المساحة الجيولوجية السعودية، الرياض المالية

تمثل منطقة الدرع العربي التي تقع في المنطقة الغربية من المملكة إمكانات كبيرة غير مستغلة لقطاع التعدين. حيث أنها غنية بمجموعة متنوعة من الرواسب المعدنية، بما في ذلك الذهب والزنك والنحاس والفسفات، ويُعتقد أن الدرع له خصائص جيولوجية مماثلة لمنطقة المنشأ في شرق إفريقيا وغيرها من المناطق الغنية بالمعادن.

شكل 4: الدرع العربي



المصدر: هيئة المساحة الجيولوجية السعودية، الرياض المالية

مبادرة الحكومة لتطوير القدرات المحلية

يوجد حاليًا نقص في الخبرة المحلية في مجال التعدين والمعادن في قطاع التعدين السعودي. غالبية شركات التعدين في المملكة هي مشاريع مشتركة مع شركات أجنبية. لدعم صناعة التعدين، تريد الحكومة تطوير الخبرة الفنية المحلية ومعدات التعدين/القدرات التكنولوجية والمهارات الفنية. قد يشجع هذا مشاريع التعدين المحلية الجديدة ويزيد من فرص العمل في قطاع التعدين المحلي.

تستعد للنمو حيث تستثمر الحكومة في البنية التحتية

تعتمد الحكومة القيام باستثمارات كبيرة في الإسكان والنقل والبنية التحتية، مما سيزيد من الطلب على المواد الخام بما في ذلك الإسمنت والطين والألمنيوم والركام. نتيجةً لذلك، ستشهد شركات التعدين التي تنتج مواد البناء والمعادن الصناعية نموًا. كما سيتم تسهيل مشاريع تصدير الخامات واسعة النطاق من خلال الاستثمارات في البنية التحتية للموانئ والسكك الحديدية.

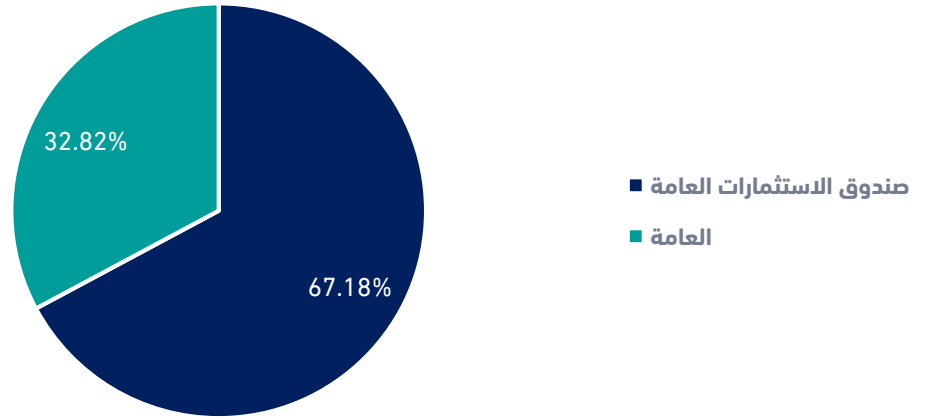
■ نظرة عامة على شركة معادن

الشركة الوطنية للتعدين في المملكة هي شركة التعدين العربية السعودية (معادن)، والتي تم طرحها للتداول العام منذ عام 2008. تأسست في عام 1997 بموجب مرسوم ملكي بهدف تطوير صناعة التعدين في المملكة، وتمتلك صندوق الاستثمارات العامة حاليًا ما نسبته 67% من الشركة. كما إنها تعد أكبر شركة تعدين ومعادن مطروحة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. وفقًا لهدف الشركة الاستراتيجي، الذي يتماشى مع رؤية المملكة العربية السعودية 2030، سيصبح قطاع التعدين الركيزة الثالثة للاقتصاد السعودي.

هيكل المساهمين

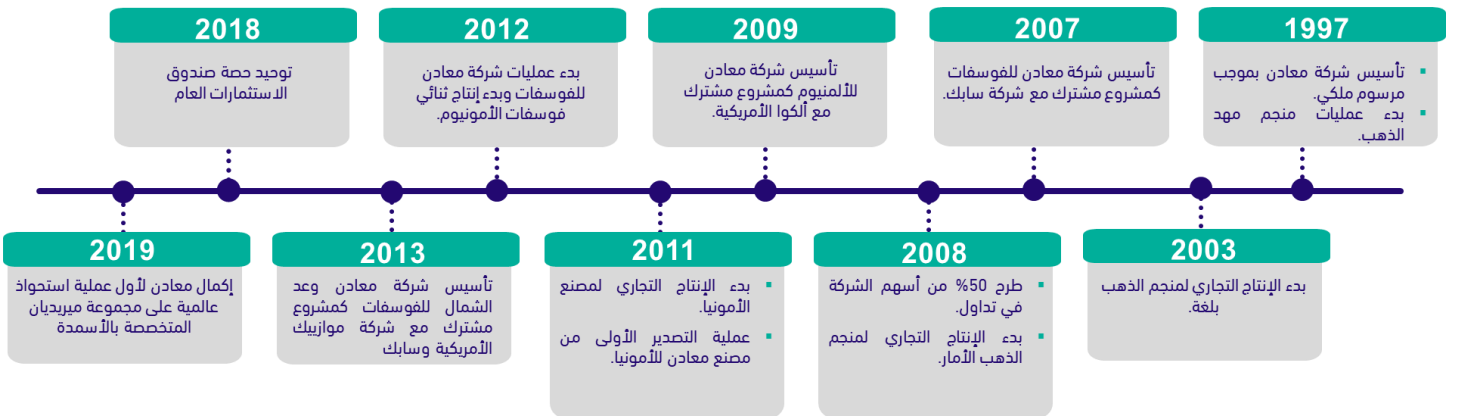
كانت معادن مملوكة بالكامل للحكومة السعودية حتى يوليو 2008، عندما تم طرح 50% من أسهم الشركة في السوق المالية السعودية. لاحقًا، في يونيو 2018، قام صندوق الاستثمارات العامة السعودي بتوحيد مصلحة الحكومة في معادن من خلال الاستحواذ على الأسهم المملوكة لمؤسستين حكوميتين أخريين (المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية المؤسسة العامة للتقاعد سابقًا). ونتيجة لذلك، يمتلك صندوق الاستثمارات العامة حاليًا 67.18% من أسهم شركة معادن مع طرح 32.82% من الأسهم المتبقية للتداول الحر.

شكل 5: هيكل المساهمين



المصدر: تداول، الرياض المالية

شكل 6: الجدول الزمني لشركة معادن



المصدر: معادن، الرياض المالية

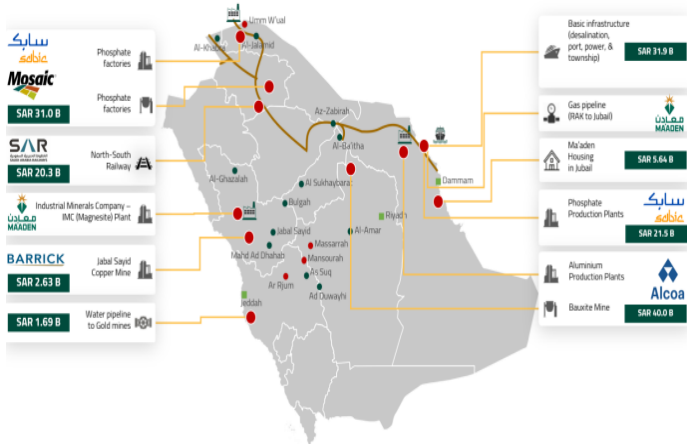
■ نظرة عامة على العمليات

معادن هي أكبر شركة تعدين في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وتتمحور عملياتها وأعمالها في خمس وحدات أعمال استراتيجية:

- **الاستكشاف:** يعتمد توسعها الاستراتيجي على التنقيب عن المعادن. إن تحديد وتقييم الموارد المعدنية الجديدة يحافظ على عملياتها وينوعها. معادن لديها تصاريح استكشاف معتمدة من الحكومة وتستخدم أحدث التقنيات للعثور على رواسب معدنية جديدة. عززت شركة معادن ميزانية الاستكشاف إلى 66.7 مليون دولار في عام 2019، مع التركيز على الحفر واستكشاف فرص جديدة. تقوم الشركة بتوسيع نطاق الاستكشاف، وتبدأ الدراسات الجيولوجية للمناطق المرخصة لها وتسريع الاستكشاف. تستخدم معادن المسوحات الجيوكيميائية الإقليمية المحمولة جواً وبيانات الاستشعار عن بعد لتقييم رواسب الاستكشاف.
 - **الفوسفات:** تقوم الشركة بتعدين صخور الفوسفات في شمال المملكة العربية السعودية وتحويله إلى أسمدة مثل: الأسمدة فوسفات الأمونيوم الثنائي وفوسفات أحادي الأمونيوم والنيتروجين والأسمدة الفوسفاتية والبوتاسية. وهي الآن واحدة من أكبر منتجي الفوسفات في العالم.
 - تمتلك الشركة منشأتين رئيسيتين لإنتاج الفوسفات: منجم الجلاميد ومصنع إثراءه في المنطقة الشمالية من المملكة العربية السعودية ومجمع وعد الشمال لإنتاج الأسمدة في المنطقة الشمالية من المملكة العربية السعودية.
 - تمتلك معادن شبكة تسويق وتوزيع عالمية تسمح لها ببيع منتجات الأسمدة للعملاء في جميع أنحاء العالم.
 - تلتزم الشركة بالتنمية المستدامة ولديها عدد من المبادرات للحد من تأثيرها البيئي.
 - **الألمنيوم:** تمتلك الشركة أكثر مجمعات الألمنيوم كفاءة وتكاملاً في العالم، والتي تشمل منجم للبوكسيت ومصفاة لتكرير الألومينا ومصهر وصهر ومصنع للدرفلة. يقع المجمع في مدينة رأس الخير الصناعية في المنطقة الشرقية من المملكة العربية السعودية. يعتمد إنتاج معادن للألمنيوم على البوكسيت، وهو المادة الخام للألومينا. ثم يتم صهر الألومينا لإنتاج الألمنيوم. يستخدم المجمع الغاز الطبيعي لتوليد الكهرباء ومياه البحر لتحلية المياه. تُباع منتجات معادن للألمنيوم في الأسواق المحلية والعالمية.
 - **الذهب والمعادن الأساسية:** للشركة ستة مناجم ذهب ومنجم واحد للنحاس. في عام 2019، أنتجت معادن 263 ألف أوقية من الذهب و28 ألف أوقية من الفضة و62 ألف أوقية من النحاس و132 ألف رطل من الزنك. تلتزم معادن بممارسات التعدين المستدامة وتستخدم مياه الصرف الصحي المعالجة من مدينة الطائف لتشغيل مناجمها.
 - مناجم الذهب: تقع مناجم الذهب التابعة لمعادن في منطقة الذهب العربي الوسطى، وهي منطقة جيولوجية واسعة تمتد من ساحل البحر الأحمر إلى وسط المملكة العربية السعودية. تعد المنطقة موطن لعدد من رواسب الذهب، بما في ذلك منجم مهد الذهب، وهو من أقدم وأكبر مناجم الذهب في العالم.
 - منجم النحاس: يقع منجم النحاس التابع لمعادن في جبل سعيد بالمنطقة الغربية من المملكة العربية السعودية. المنجم هو عملية تحت الأرض وينتج النحاس المركز.
- تقوم معادن بتوسيع عملياتها في مجال الذهب والمعادن الأساسية ولديها عدد من المشاريع الجديدة في طور الإعداد. وتشمل هذه المشاريع مشروع الذهب المنصورة - مسرة ومشروع توسعة النحاس في جبل سيد.

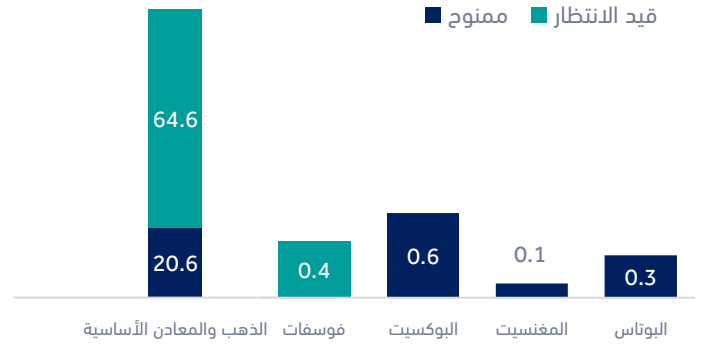
المعادن الصناعية: شركة معادن للمعادن الصناعية هي شركة تابعة مملوكة بالكامل لشركة معادن والتي تعتبر متخصصة في استخراج وتقييم الاحتياطيات المعدنية الصناعية الضخمة في المملكة. تستخدم هذه المعادن في مجموعة واسعة من المنتجات، من البناء إلى السيراميك والطلاء والبلاستيك. تشمل عمليات الشركة منجم المغنسيوم في زرقاء ومنجم للكاولين والبوكسيت منخفض الجودة في المنطقة الوسطى من رواسب الزبيرة، ومصنع معالجة في المدينة الصناعية بالمدينة المنورة.

شكل 8: العمليات الرئيسية في المملكة العربية السعودية



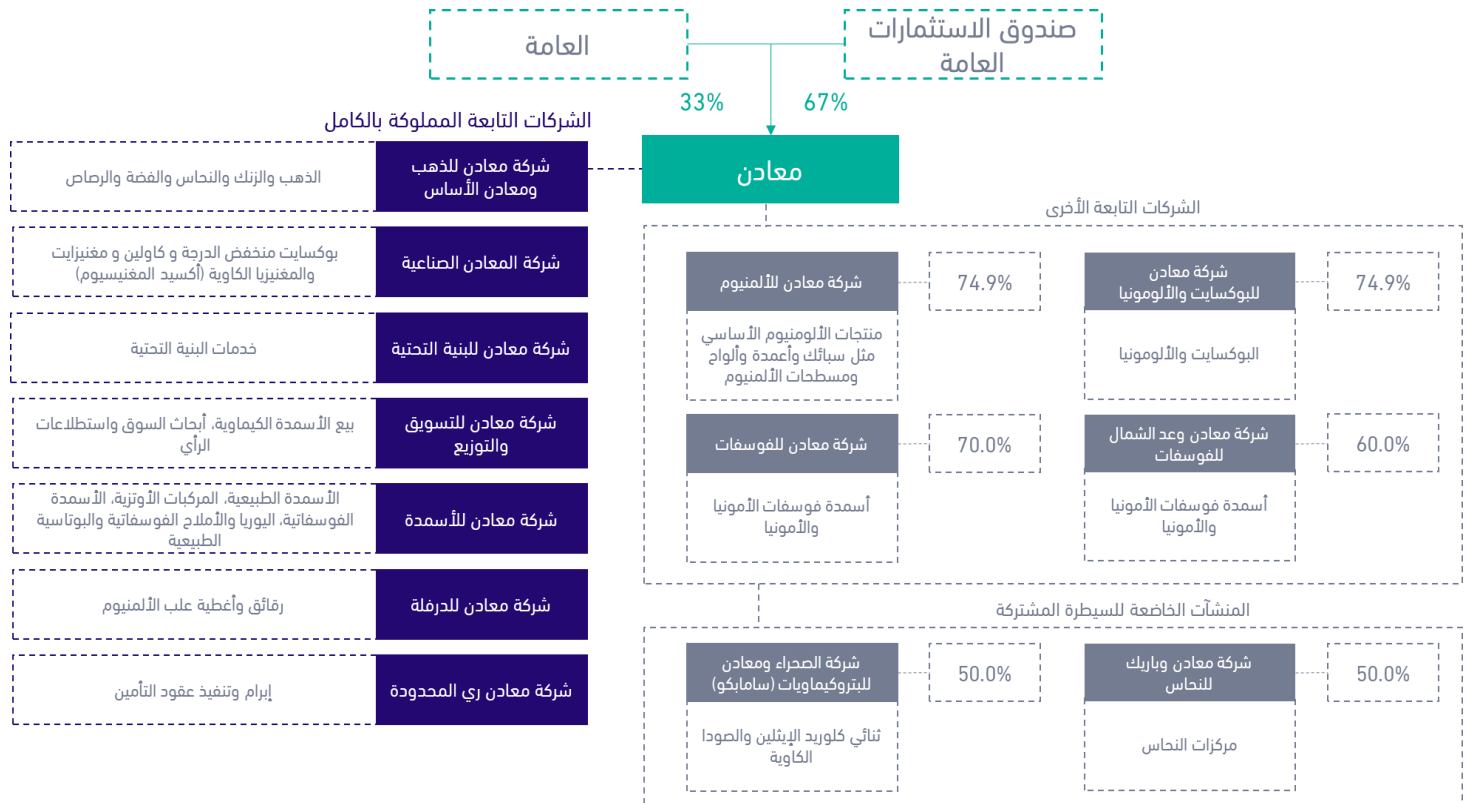
المصدر: معادن، الرياض المالية

شكل 7: تراخيص الاستكشاف



المصدر: معادن، الرياض المالية

شكل 9: العمليات والشركات التابعة لشركة معادن

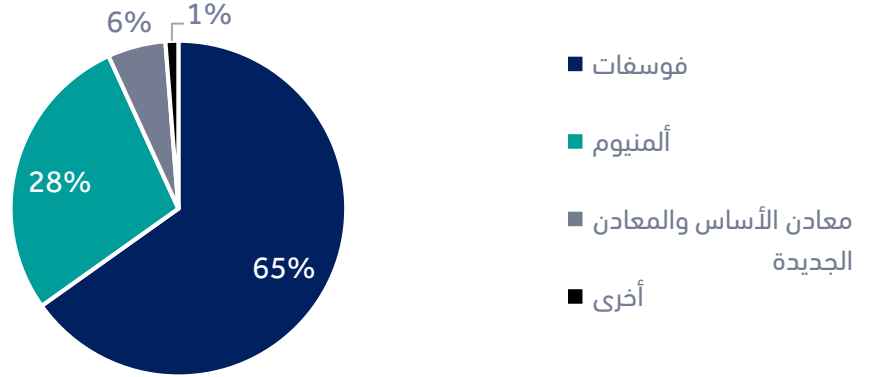


المصدر: معادن، الرياض المالية

مزيج المنتجات المتنوعة جيدًا يقلل من المخاطر

معادن لديها مزيج متنوع من المنتجات. تأتي إيرادات الشركة من مجموعة متنوعة من المصادر. يساعد تدفق الإيرادات المتنوع هذا على تقليل اعتمادها على سلعة واحدة أو سوق واحد مما يجعل الشركة أقل عرضة لتقلبات الأسعار والاندكماش الاقتصادي. إن المخاطر على الشركة منخفضة مقارنة بالشركات التي تركز بشكل أكبر على سلعة واحدة أو سوق واحد.

شكل 10: توزيع الإيرادات حسب القطاعات (2022)



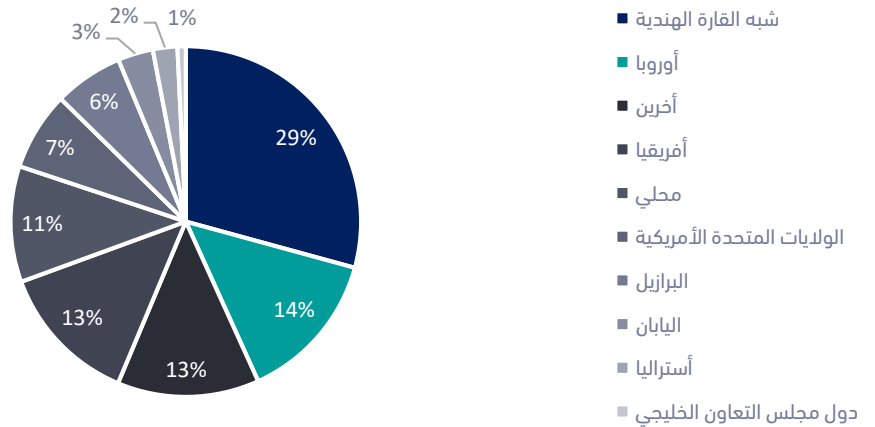
المصدر: معادن، الرياض المالية

على الرغم من أن الرسم البياني أعلاه يوضح أن الفوسفات هو المساهم الرئيسي بنسبة 65% من إجمالي الإيرادات، إلا أن هذا يرجع إلى انخفاض الإيرادات من قطاع الألومنيوم في عام 2022 بسبب أسعار الألومنيوم غير المواتية. ساهم الألومنيوم في المتوسط بنسبة 40% من إجمالي الإيرادات بين عامي 2017-2021. يوضح التوسع في منجم مهد الذهب ومشروع منطقة الذهب العربية الوسطى، والذي يشمل ثلاثة مناجم، إن الشركة تركز بشدة على مشاريع الذهب.

الوصول العالمي لشركة معادن

تعمل الشركة في أكثر من 20 دولة. في عام 2022، جاءت نسبة 60% من الإيرادات من المملكة العربية السعودية وما نسبته 40% المتبقية من دول أخرى. تعتبر عمليات معادن الدولية جزءًا أساسيًا من إستراتيجيتها للنمو حيث تتطلع إلى توسيع عملياتها في الأسواق النامية الرئيسية، مثل إفريقيا وأمريكا الجنوبية. تتمتع الشركة بوضع جيد للاستفادة من الطلب العالمي على المعادن والفلزات. تساعد شراكات معادن ومبادرات الاستدامة أيضًا في وضع الشركة في مكانة ناجحة على المدى الطويل.

شكل 11: توزيع الإيرادات حسب الدول (2022)



المصدر: معادن، الرياض المالية

■ استراتيجية معادن

تعد شركة معادن أكبر شركة تعدين في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وهي حالياً من بين أكبر 15 شركة تعدين عالمية على أساس القيمة السوقية. مع الرؤية لتكون الركيزة الثالثة للاقتصاد السعودي ورائد التعدين السعودي، تتمثل إستراتيجية معادن في تقييم واستكشاف وتطوير الثروة الطبيعية الوفيرة في المملكة من الذهب والمعادن الأساسية والمعادن الإستراتيجية الأخرى. سيكمل هذا الجهد المركز الموارد الموجودة في الفوسفات والبوكسيت قيد التطوير بالفعل، وسيؤدي إلى النمو ويطيل عمر المناجم الحالية.

معادن لديها خطة طموحة طويلة الأجل لزيادة الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين بما يقارب 8 إلى 10 مرات بحلول عام 2040، وتستند إستراتيجية تطوير الشركة على الركائز الإستراتيجية الأربعة التالية:

الركيزة 1: التركيز على القيمة

التركيز على الأعمال التمهيديّة من خلال تنويع محفظة منتجات الشركة نحو منتجات ذات قيمة عالية وتعزيز العلاقة الوثيقة مع العملاء وتعزيز مكانة الشركة في مجال سلسلة القيمة.

الركيزة 2: الاستفادة من موارد المملكة العربية السعودية

زيادة القدرات الإنتاجية في سلاسل القيمة الحالية ومواصلة الاستثمار في التنقيب عن المعادن الوافرة في المملكة العربية السعودية وتعدينها، لتنمية أعمال الشركة وإضافة معادن جديدة إلى محفظتها.

الركيزة 3: القيادة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات

أن تصبح نموذجاً محلياً يُحتذى به في مجال المعايير البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات، والمساهمة في تحقيق أهداف الاستدامة في المملكة، بعد اتباع نهج متوازن يركز على المبادرات ذات التأثير الإيجابي على الأعمال.

- تحقيق الحياد الكربوني بحلول عام 2050، تماشياً مع طموح المملكة العربية السعودية لتحقيق صافي انبعاثات صفرية بحلول عام 2060
- زيادة نسبة النساء والمواطنين السعوديين في القوى العاملة.
- العمل مع الموردين الذين يستوفون المتطلبات في مجال المعايير البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات.

الركيزة 4: زيادة الإنتاجية

زيادة الإنتاجية من خلال اعتماد التكنولوجيا الجديدة والابتكار في العمليات والاستثمار في الموظفين لتعظيم القيمة.

■ المزايا التنافسية

تتمتع الشركة بالعديد من المزايا التي نتج عنها مكانة قوية في صناعة التعدين العالمية. فيما يلي ملخص للمزايا التنافسية للشركة.

- **منتجات متنوعة:** تنتج شركة معادن مجموعة متنوعة من المنتجات، بما في ذلك المعادن الثمينة وغير الثمينة. نتيجة لذلك، تكون الشركة أقل عرضة للتقلبات في الطلب على منتج واحد لأنها يمكن أن تخدم مجموعة متنوعة من العملاء والأسواق.
 - **احتياطيات كبيرة:** تمتلك معادن احتياطيات كبيرة من المعادن، بما في ذلك البوكسيت والفوسفات والذهب والنحاس. وبالتالي، تتمتع الشركة بميزة تنافسية طويلة الأجل حيث لا داعي للقلق بشأن نفاد الموارد قريباً.
 - **سلسلة القيمة المتكاملة:** تمتلك الشركة سلسلة قيمة متكاملة رأسياً، مما يعني أن لديها سيطرة كاملة على جميع مراحل الإنتاج، من التعدين إلى المعالجة والتكرير والبيع. وهذا يمكنها من زيادة الكفاءة وتحسين العمليات.
 - **تنافسية من حيث التكلفة:** تمتلك معادن مرافق إنتاج منخفضة التكلفة، مما يسمح لها بالإنتاج بتكلفة أقل من منافسيها. يمنح هذا الشركة ميزة تسعير ويجعلها لاعباً منافساً من حيث التكلفة في صناعة التعدين العالمية.
 - **الوصول إلى الموارد الطبيعية الوفيرة:** معادن قادرة على التنقيب عن المعادن الثمينة وغير المعدنية في المملكة العربية السعودية بتكلفة منخفضة نسبياً ومخاطر أقل مقارنة بالأعمال الأخرى التي يجب أن تستورد موادها الخام.
 - **دعم حكومي قوي:** تقدم الحكومة أنظمة مواتية وبنية تحتية وتمويل لتشجيع التوسع في القطاع. وهذا يساعد الشركة في الحفاظ على مكانة جيدة في قطاع التعدين على مستوى العالم. بالإضافة إلى ذلك، فهي تستفيد من إطار تنظيمي مستقر وقوانين ضريبية إيجابية لشركات التعدين. يُقارن هذا بشكل إيجابي مع الشركات التي تعمل في دول ذات أطر تنظيمية أكثر تعقيداً أو ضرائب أكبر.
 - **شراكات وتحالفات قوية:** أنشأت معادن مشاريع مشتركة وتحالفات إستراتيجية مع مستثمرين أجانب وشركات تعدين، مما مكنها من الوصول إلى المعرفة والموارد التي قد يكون الحصول عليها بشكل مستقل أمراً صعباً أو مكلفاً.
 - **العمليات المستدامة:** أدرجت معادن ممارسات مستدامة في عملياتها، والتي يمكن أن تدعم الصيانة طويلة الأجل للميزة التنافسية. وهذا يستلزم الحد من النفايات، واستخدام طاقة ومياه أقل، والالتزام بالقوانين البيئية.
- بالإضافة إلى ما سبق، تستثمر معادن أيضاً بشكل كبير في البحث والتطوير. تقوم الشركة بتطوير تقنيات جديدة لتحسين عمليات الإنتاج وتقليل تأثيرها البيئي. هذا الاستثمار في البحث والتطوير هو ميزة تنافسية أخرى ستساعد معادن على البقاء على خطوة واحدة من منافسيها في الأعوام القادمة.

■ المخاطر الرئيسية

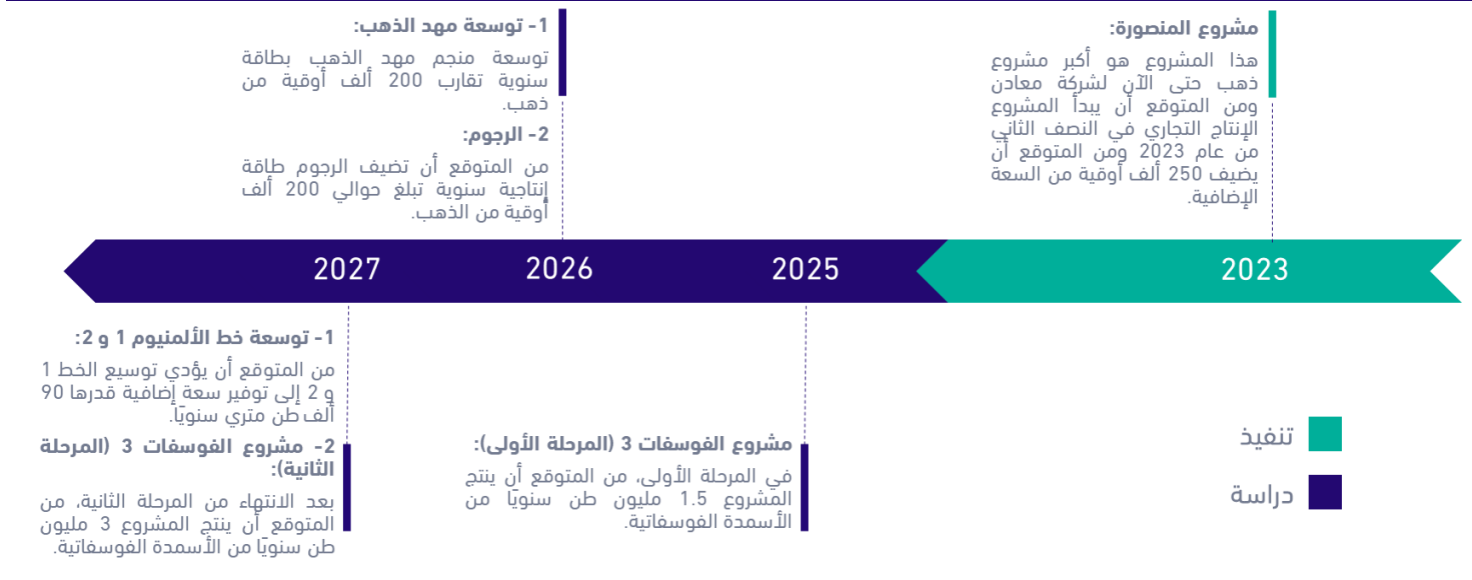
على الرغم من أن الشركة تتمتع بالعديد من المزايا التنافسية، إلا أنها تخضع لبعض المخاطر الرئيسية التي قد تؤثر على عملياتها وأدائها المالي. فيما يلي بعض المخاطر الرئيسية التي قد تواجهها شركة معادن:

- **التقلبات في الاقتصاد العالمي:** قد يكون للتباطؤ أو الركود في النشاط الاقتصادي العالمي تأثير على الطلب على المعادن والعناصر المعدنية التي تنتجها معادن حيث تعتمد صناعة التعدين على الحالة العامة للاقتصاد العالمي.
- **تقلب أسعار السلع:** تتأثر إيرادات شركة معادن وأرباحها بأسعار السلع الأساسية. تنتج معادن مجموعة واسعة من المعادن والعناصر المعدنية. تتمتع هذه المعادن بتقلبات أعلى في الأسعار، مما يعني أن التغيرات في العرض والطلب عالمياً لهذه المعادن يمكن أن يؤثر على إيرادات شركة معادن وربحيتها.
- **مخاطر التشغيل:** تعمل شركة معادن في صناعة خطرة وقد تؤثر النكسات التشغيلية مثل تعطل المعدات والحوادث والمشاكل البيئية على قدرة شركة معادن على تصنيع وتسويق معادنها.
- **المخاطر التنظيمية:** تخضع معادن لمجموعة متنوعة من الأنظمة، في كل من المملكة العربية السعودية والدول الأخرى التي تعمل فيها. قد تؤدي التغييرات في هذه اللوائح إلى زيادة صعوبة أو تكلفة التشغيل لدى الشركة أو قد يقلل الطلب على منتجاتها.
- **المخاطر المالية:** لدى معادن قدر كبير من الديون، والذي يمكن أن يصبح عبئاً في حالة انخفاض أسعار السلع أو في حالة ظهور ظروف أخرى غير متوقعة. بالإضافة إلى ذلك، خلال فترات ارتفاع أسعار الفائدة، تعتمد غالبية محفظة الديون الحالية (86% من إجمالي الدين في نهاية عام 2022) على معدلات متغيرة، مما يزيد من مخاطر الائتمان.
- **مخاطر المنافسة:** تواجه شركة معادن منافسة من شركات تعدين أخرى في المملكة العربية السعودية وحول العالم. قد تؤدي هذه المنافسة إلى انخفاض أسعار منتجات الشركة، مما قد يضر بأرباحها وعائداتها.
- **مخاطر العملات الأجنبية:** تعمل شركة معادن في عدة دول وتخضع لتقلبات أسعار العملات بين الريال السعودي والعملات الأخرى. ومع ذلك، فإن غالبية عقود الشركة بالدولار الأمريكي، مما يجعل مخاطر تقلب العملة محدودة بالنسبة للشركة.

التحليل والتنبؤ المالي

من الجدير بالذكر أنه في نموذجنا المالي وتحليلنا لشركة معادن، فقد افترضنا أن الأسعار ستظل عند سعرها الفوري في المستقبل، حيث قمنا ببناء توقعاتنا المستقبلية على أحجام المبيعات، والذي تقوده بشكل أساسي المشاريع التوسعية للشركة. نعلم أن الإيرادات تتأثر بتقلبات الأسعار إلا أنه من الصعب التنبؤ بالأسعار. تقوم معادن حالياً بتنفيذ العديد من المشاريع الجديدة التي من المتوقع أن تزيد من تنوع مصادر إيراداتها وزيادة طاقتها الإنتاجية لمنتجاتها القائمة.

شكل 12: الجدول الزمني لشركة معادن



المصدر: معادن، الرياض المالية

خفض إنتاج الألمنيوم وزيادة إنتاج الذهب لعام 2023

اقتربت إرشادات الإدارة لمستوى إنتاج فوسفات الأمونيوم الثنائي من مستوى إنتاجه في العام السابق 2022. ومع ذلك، تتوقع الإدارة انخفاضاً في إنتاج الألمنيوم من مستوى 952 ألف طن متري في عام 2022 إلى ما بين 780 ألف طن متري و940 ألف طن متري ل عام 2023. من ناحية أخرى، تتوقع الإدارة زيادة إنتاج الذهب من 335 ألف أوقية في العام السابق إلى ما بين 360 ألف أوقية و420 ألف أوقية، حيث سيصبح مشروع المنصورة جاهزاً للعمل في النصف الثاني من عام 2023.

جدول 3: إرشادات الإنتاج لعام 2023

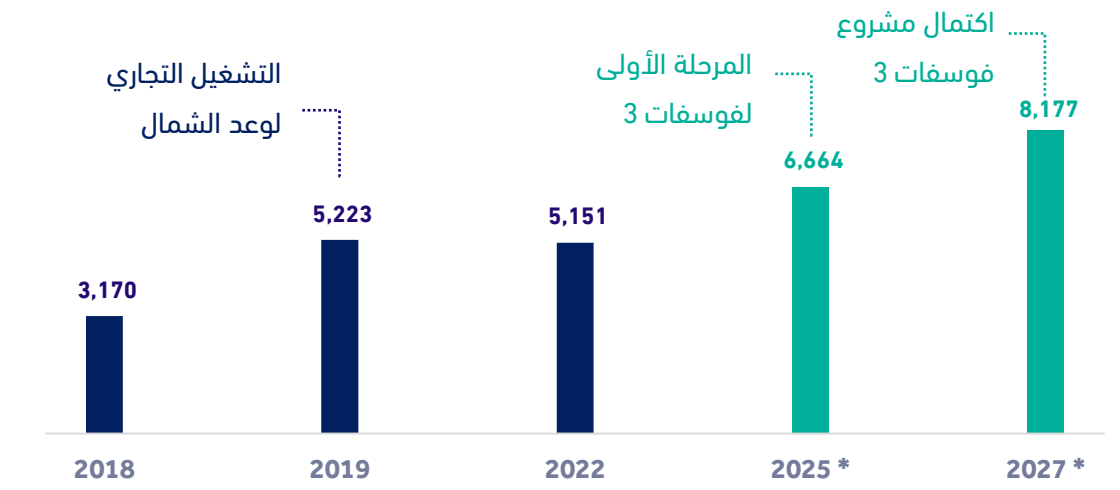
توقعات الإنتاج لعام 2023	الحد الأدنى	الحد الأعلى	العام 2022
فوسفات الأمونيوم الثنائي	4,900	5,600	5,151
الألمونيوم	3,100	3,500	3,205
الألومينا	1,600	1,825	1,745
الألمنيوم	780	940	952
المنتج المدرفل المسطح	290	340	309
الذهب	360	420	335

المصدر: معادن، الرياض المالية

قطاع الفوسفات

زيادة الطاقة الإنتاجية لفوسفات الأمونيوم الثنائي من 6 مليون إلى 9 مليون طن سنويًا في عام 2027
يعد هذا القطاع هو الأكبر مساهمًا في الإيرادات، ويمثل ما نسبته 65% من إجمالي الإيرادات. تُصنف شركة معادن حاليًا من بين أكبر منتجي الفوسفات في العالم بقدرة إنتاجية تبلغ 6 مليون طن سنويًا لإنتاج الأسمدة الفوسفاتية. مشروع الفوسفات 3 هو أحد مبادرات الشركة قيد العمل. من المتوقع أن تكون المرحلة الأولى من المشروع في عام 2025 والانتهاج منها في عام 2027. ومن المتوقع أن يضيف المشروع في مرحلة التشغيل الأولى 1.5 مليون طن سنويًا من الطاقة الإنتاجية الإضافية للشركة وما مجموعه 3 مليون طن سنويًا عند اكتمال المشروع. ومن المتوقع أن تبلغ الطاقة الإنتاجية الإجمالية في عام 2027 ما يصل إلى 9 مليون طن سنويًا.

شكل 13: مستوى إنتاج فوسفات الأمونيوم الثنائي (ألف طن في السنة)



المصدر: معادن، الرياض المالية
* متوقعة

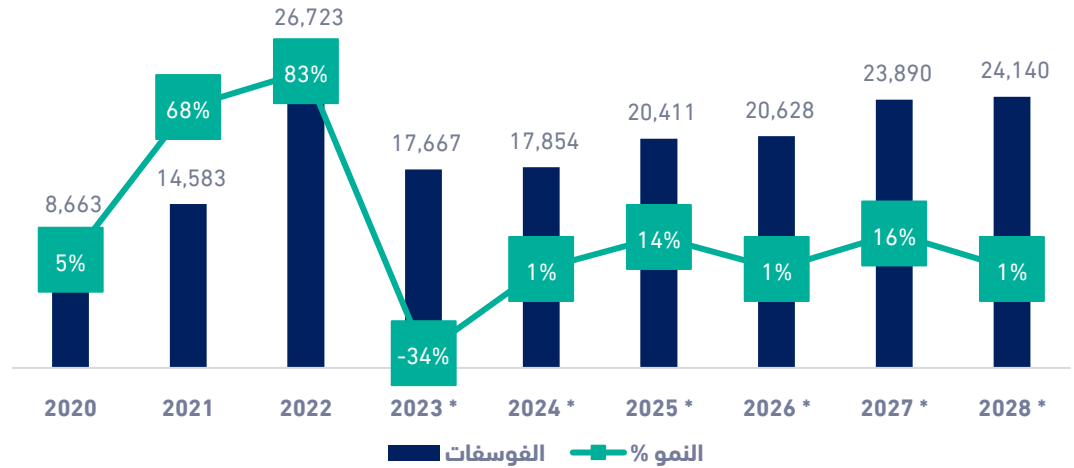
أسعار فوسفات الأمونيوم الثنائي شديدة التقلب

على مدى السنوات الثلاث السابقة، ارتفع سعر فوسفات الأمونيوم الثنائي بشكل مطرد. حيث ارتفع متوسط سعر فوسفات الأمونيوم الثنائي من 400 دولار للطن في عام 2020 إلى 600 دولار للطن في عام 2022. ومن الأسباب الرئيسية هي إغلاق العديد من مصانع الأسمدة في الولايات المتحدة وأوروبا وكذلك الحرب التجارية بين الولايات المتحدة والصين، والتي أدت إلى إبطاء تجارة الأسمدة. وفقًا لرابطة صناعة الأسمدة الدولية (IFA)، كان الانخفاض في أسعار فوسفات الأمونيوم الثنائي في عام 2023 ناتجًا بشكل أساسي عن زيادة العرض مدفوعة بإنتاج أعلى من الصين وروسيا، أكبر منتجي الأسمدة في العالم، إلى جانب تباطؤ النمو العالمي، والذي أدى إلى انخفاض الطلب على الأسمدة من المستخدمين الصناعيين والتجارين.

نمو قطاع الفوسفات بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 6.4% بين 2024-2028

أما بالنسبة للأمونيوم، فقد ارتفع الإنتاج من 1.8 مليون طن في عام 2021 إلى 3.2 مليون طن في عام 2022 حيث دعم مصنع الأمونيوم الجديد في رأس الخير الإنتاج لعام 2022 مقارنة بعام 2021. وسيدعم هذا التوسع في إنتاج الأمونيوم خطة الشركة لزيادة إنتاج فوسفات الأمونيوم الثنائي في السنين القادمة. من الآن فصاعدًا، نتوقع أن تنخفض إيرادات القطاع في عام 2023 بنسبة 34% على أساس سنوي نتيجة الانخفاض الكبير في الأسعار الفورية لفوسفات الأمونيوم الثنائي. بعد ذلك، ستبدأ في الاستفادة من النمو في فوسفات الأمونيوم الثنائي وكذلك ارتفاع معدل استخدام للأمونيوم والبوكسايت منخفض الدرجة لينمو بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 6.4% بين 2024-2028.

شكل 14: إيرادات قطاع الفوسفات (مليون ريال - %)



المصدر: معادن، الرياض المالية
* متوقعة

زيادة إنتاج فوسفات الألمونيوم الثنائي يدعم نمو هامش

بلغ هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين أعلى مستوى له عند 58% في عام 2022، مدعوماً بأسعار السلع المواتية المقترنة بأحجام مبيعات أكبر. تتمتع الشركة بقدراتها الدفاعية، فهي تنتج الألمونيوم وفوسفات الألمونيوم الثنائي في الوقت ذاته. وهذا يؤدي إلى حماية الهوامش من تأثير التغير في أسعار المواد الأولية. على الرغم من أننا نتوقع حدوث تحسن في معدل استخدام الألمونيوم، إلا أن ضغط أسعار السلع الأساسية لهذا العام سيدفع الهامش إلى مستوى 45% في عام 2023. ومن هنا فصاعدًا، نتوقع ارتفاعًا في قدرة فوسفات الألمونيوم الثنائي وتحسن الإنتاج ومعدل الاستخدام في الألمونيوم والبوكسيت منخفض الدرجة سوف يدفع الهامش إلى الأعلى ليصل إلى مستوى 55% في عام 2028.

جدول 4: تفصيل الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء لقطاع الفوسفات

2028*	2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	2022	2021	2020	قائمة الدخل (مليون ريال)
24,140	23,890	20,628	20,411	17,854	17,667	26,723	14,583	8,663	إجمالي المبيعات
(3,107)	(3,042)	(3,002)	(2,965)	(2,949)	(2,967)	(2,819)	(2,804)	(2,439)	الاستهلاك في تكلفة المبيعات
(9,656)	(9,914)	(8,870)	(9,083)	(8,213)	(8,392)	(9,912)	(6,927)	(5,650)	التكاليف المباشرة
11,378	10,933	8,755	8,363	6,692	6,309	13,992	4,852	574	إجمالي الدخل
47%	46%	42%	41%	37%	36%	52%	33%	7%	هامش الإجمالي (%)
(1,321)	(1,308)	(1,295)	(1,283)	(1,270)	(1,257)	(1,227)	(808)	(745)	التكاليف الغير مباشرة
3,107	3,042	3,002	2,965	2,949	2,967	2,819	2,804	2,439	الاستهلاك في تكلفة المبيعات
13,163	12,667	10,462	10,046	8,371	8,018	15,584	6,848	2,267	الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء
55%	53%	51%	49%	47%	45%	58%	47%	26%	هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء (%)

المصدر: معادن، الرياض المالية * متوقعة

قطاع الألمنيوم

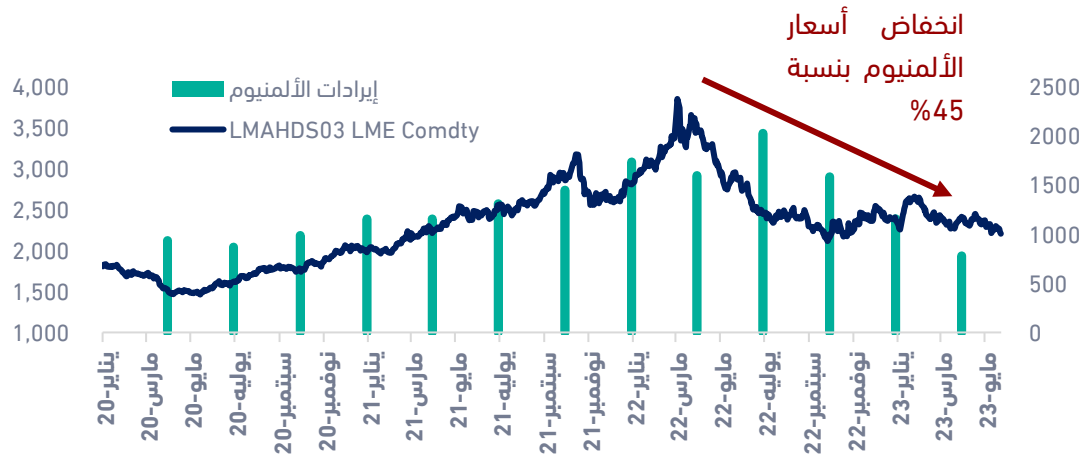
سينخفض إنتاج الألمنيوم الأولي في عام 2023

تعد شركة معادن أيضًا موردًا رئيسيًا للألمنيوم في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. يعتبر قطاع الألمنيوم ثاني أكبر مساهم في الإيرادات، ويمثل ما نسبته 28% من إجمالي الإيرادات. لدى الشركة خطط للتوسع في الخطتين 1 و2، والتي من المتوقع أن تضيف حوالي 90 ألف طن متري سنويًا في عام 2027. بالإضافة إلى ذلك، ستدعم القدرة الإنتاجية العالية للألومينا الشركة على زيادة إنتاجها من الألمنيوم في المستقبل. ومع ذلك، فإننا نتوقع انخفاض الإنتاج في عام 2023 (بما يتماشى مع التوجيهات) بسبب برنامج (pot relining program) والمنتوقع العودة إلى طاقتها الكاملة في النصف الثاني من 2023، وفقًا لإدارة. بعد ذلك، نتوقع أن ينتعش الإنتاج تدريجيًا وأن يصل إلى 1,100 ألف طن متري سنويًا في عام 2028.

تأثر نتائج شركة معادن بانخفاض أسعار الألومنيوم

كانت أسعار الألومنيوم في اتجاه هابط في عام 2023، حيث انخفضت من 3,740 دولارًا للطن في شهر يناير إلى 2,205 دولارًا للطن في شهر يونيو 2023. وهناك عدد من العوامل التي ساهمت في الانخفاض، بما في ذلك زيادة العرض نتيجة لزيادة الاستثمار في المصاهر الجديدة وإعادة تشغيل الطاقة الخاملة، وضعف الطلب نتيجة التباطؤ في الاقتصاد العالمي، بالإضافة إلى ارتفاع مستويات المخزون حيث لم يتمكن المنتجون من بيع كل إنتاجهم مما أدى إلى الضغط على الأسعار. ومع ذلك، يمكن أن تبدأ الأسعار في الانتعاش في النصف الثاني من عام 2023 إذا تحسن الطلب. أثر انخفاض الأسعار خلال عام 2023 بشكل كبير على نتائج شركة معادن في الربع الأول من عام 2023. سجلت الشركة انخفاضًا في الإيرادات بنسبة 32.6%. كما أتى الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء سلبي بقيمة بلغت (281) مليون ريال. نعتقد أن الإدارة تتخذ خطوات للتخفيف من تأثير الانخفاض في الأسعار. ومع ذلك، من السابق لأوانه التنبؤ بمدى نجاح هذه التدابير.

شكل 15: أسعار الألومنيوم مقابل إيرادات الألومنيوم (مليون ريال - دولار أمريكي)

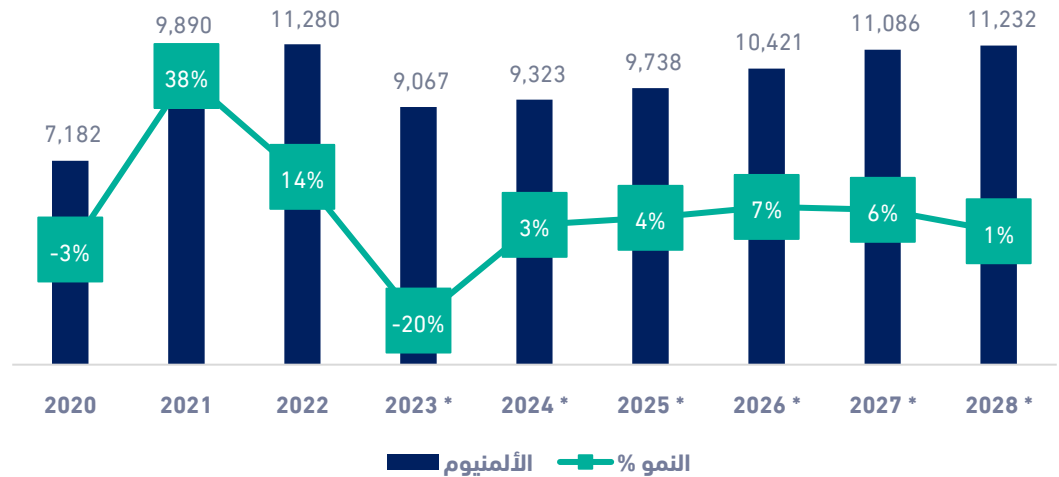


المصدر: معادن، الرياض المالية

نمو قطاع الألومنيوم بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 4.4% بين 2024-2028

نتيجة لانخفاض أسعار الألومنيوم إلى جانب استمرار الاضطرابات في جانب العرض، نتوقع أن تنخفض إيرادات القطاع بنسبة 20% في عام 2023 لتصل إلى 9.1 مليار ريال، بانخفاض عن مستوى 11.3 مليار ريال. بعد ذلك، نتوقع أن تتحسن معدلات الاستخدام تدريجيًا إلى جانب تحسين السعة نتيجة للتوسع في الخط 1 والخط 2 والذي من المتوقع أن يؤثر بشكل إيجابي على قطاع الألومنيوم في عام 2027. لذلك، ستنمو إيرادات القطاع بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 4.4% للفترة 2024-2028.

شكل 16: إيرادات قطاع الألومنيوم (مليون ريال - %)



المصدر: معادن، الرياض المالية
*متوقعة

بواجه قطاع الألمنيوم تحديات في عام 2023

يتأثر هذا القطاع بالانخفاض الحاد في أسعار بيع الألمنيوم، مما سيضغط على هوامش القطاع خلال العام الحالي. نتيجة لذلك، نتوقع أن تكون الدخل قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك تحت الضغط في عام 2023، لتصل إلى 346 مليون ريال مقارنة بـ 2,845 مليون ريال في عام 2022 بسبب انخفاض سعر البيع إلى جانب ارتفاع أسعار المواد الخام. نتوقع أن يكون إجمالي الربح سلبياً في عام 2023. وفي المستقبل، نتوقع توسعاً تدريجياً للهوامش (بسبب الزيادة الإيجابية في تكاليف المدخلات) من 4% ليصل إلى 24% في عام 2024 ثم إلى 31% في عام 2028. من الجدير بالذكر أنه في الربع الأول من عام 2023، قامت الشركة بدفع رسوم مرافق صناعية قديمة لمرة واحدة تبلغ حوالي 479 مليون ريال.

جدول 5: تفصيل الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء لقطاع الألمنيوم

2028*	2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	2022	2021	2020	قائمة الدخل (مليون ريال)
11,232	11,086	10,421	9,738	9,323	9,067	11,280	9,890	7,182	إجمالي المبيعات
(1,859)	(1,821)	(1,797)	(1,775)	(1,765)	(1,776)	(1,719)	(1,693)	(1,703)	الاستهلاك في تكلفة المبيعات
(7,189)	(7,206)	(6,878)	(6,622)	(6,526)	(8,161)	(7,879)	(4,772)	(4,542)	التكاليف المباشرة
2,184	2,059	1,746	1,342	1,032	(869)	1,681	3,425	937	إجمالي الدخل
19%	19%	17%	14%	11%	-10%	15%	35%	13%	الهوامش الإجمالي (%)
(561)	(561)	(561)	(561)	(561)	(561)	(556)	(392)	(412)	التكاليف الغير مباشرة
1,859	1,821	1,797	1,775	1,765	1,776	1,719	1,693	1,703	الاستهلاك في تكلفة المبيعات
3,482	3,319	2,982	2,555	2,236	346	2,845	4,725	2,228	الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء
31%	30%	29%	26%	24%	4%	25%	48%	31%	هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء (%)

المصدر: معادن، الرياض المالية * متوقعة

قطاع معادن الأساس والمعادن الجديدة

تستهدف معادن إنتاج 1 مليون أوقية من الذهب على المدى الطويل

حصل هذا القطاع على نصيب الأسد من المشاريع القادمة حيث ترى الإدارة أنه محرك رئيسي لطموحات نمو الشركة في المستقبل. من المتوقع أن يزيد مشروع المنصورة طاقته الإنتاجية بحوالي 250 ألف أوقية عندما يبدأ الإنتاج التجاري الأولي في النصف الثاني من عام 2023 والتوسع في مشروع مهد الذهب والرجوم 200 ألف أوقية لكل منهما في عام 2026. الشركة لديها طموحات كبيرة من خلال استهداف إنتاج 1 مليون أوقية على المدى الطويل. نحن متفائلون بهذا القطاع، خاصة في ظل الكنز المدفون تحت المملكة، بالإضافة إلى تركيز الإدارة على زيادة الطاقة الإنتاجية للذهب.

حركة سعرية مواتية للذهب

خلال السنوات الثلاث السابقة، أظهرت أسعار الذهب تقلبات كبيرة، حيث وصل السعر إلى أعلى مستوى عند ما يقارب 2,075 دولارًا للأوقية في أغسطس 2022 بعد مستواها المنخفض في عام 2021 عند ما يقارب 1,600 دولار للأوقية. وقد تأثرت شركة معادن بشكل إيجابي بهذه الزيادة في أسعار الذهب حيث تعتبر الشركة منتج إقليمي رئيسي للذهب. نحن نرى أن هذا القطاع يمثل شريحة مهمة في توفير مزيج مثالي من الإيرادات حيث أنه خلال السنوات الثلاث السابقة كان هناك ارتباط سلبي مع قطاع الفوسفات والألمنيوم.

شكل 17: أسعار الذهب (دولار أمريكي)

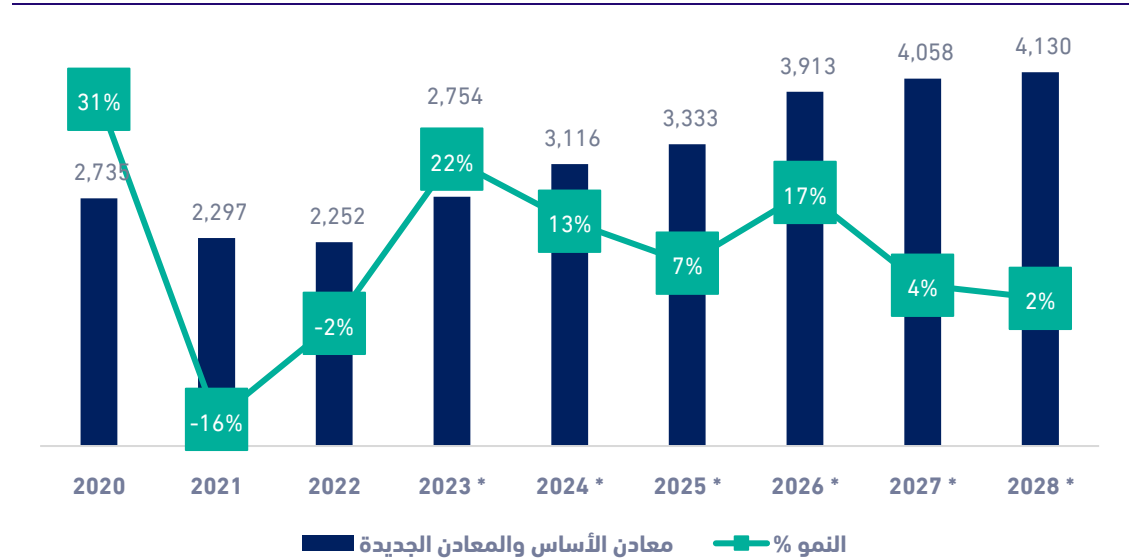


المصدر: معادن، الرياض المالية

نمو قطاع المعادن الأساسية بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 8.4% بين 2024-2028

لدى الشركة خطط طموحة لتعزيز الطاقة الإنتاجية لقطاع الذهب للوصول إلى هدف 1 مليون أوقية حيث أن المشاريع المتعلقة بالذهب تستحوذ على الحصة الأكبر من المشاريع القادمة والمخطط لها. بالنسبة لعام 2023، نتوقع أن نرى قفزة في الإنتاج حيث من المتوقع أن يبدأ مشروع المنصورة - مسرة إنتاجه التجاري الأولي في النصف الثاني من عام 2023 بإنتاج متوقع يبلغ 250 ألف أوقية سنويًا. بعد ذلك، نتوقع أن ينمو القطاع من هذه المشاريع بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 8.4% للفترة بين 2024 و2028. وبافتراض الأسعار الثابتة، نتوقع أن يتحسن الإنتاج تدريجيًا مدفوعًا بتحسين معدل الاستخدام خلال السنوات القادمة، مما يؤدي إلى تحقيق نمو مستقر للقطاع.

شكل 18: إيرادات قطاع معادن الأساس والمعادن الجديدة (مليون ريال - %)



المصدر: معادن، الرياض المالية
* متوقعة

توقعات بتحسّن الهوامش

تاريخياً، حافظ القطاع على هوامش صحية ومستقرة. يرجع الانخفاض في الهوامش في عام 2022 إلى زيادة تكاليف التعدين والحفر والصيانة. من ناحية أخرى، أدى ارتفاع المصاريف العامة والإدارية بالإضافة إلى تكاليف الاستكشاف إلى انخفاض هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك. للمضي قدماً، نتوقع أن تتحسن الهوامش في المستقبل حيث ستؤدي الزيادة في حجم المبيعات إلى توسيع هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإهلاك واستقرارها حول مستوى 40% في عام 2028.

جدول 6: تفصيل الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء لقطاع المعادن الأساس والمعادن الجديدة

2028*	2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	2022	2021	2020	قائمة الدخل (مليون ريال)
4,130	4,058	3,913	3,333	3,116	2,754	2,252	2,297	2,735	إجمالي المبيعات
(536)	(525)	(518)	(511)	(509)	(512)	(576)	(409)	(574)	الاستهلاك في تكلفة المبيعات
(2,086)	(2,049)	(1,957)	(1,650)	(1,527)	(1,326)	(1,085)	(1,009)	(1,104)	التكاليف المباشرة
1,509	1,484	1,439	1,172	1,080	916	592	878	1,057	إجمالي الدخل
37%	37%	37%	35%	35%	33%	26%	38%	39%	الهوامش الإجمالي (%)
(405)	(403)	(401)	(399)	(397)	(395)	(395)	(225)	(293)	التكاليف الغير مباشرة
536	525	518	511	509	512	576	409	574	الاستهلاك في تكلفة المبيعات
1,639	1,605	1,555	1,284	1,192	1,032	772	1,062	1,338	الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء
40%	40%	40%	39%	38%	37%	34%	46%	49%	هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء (%)

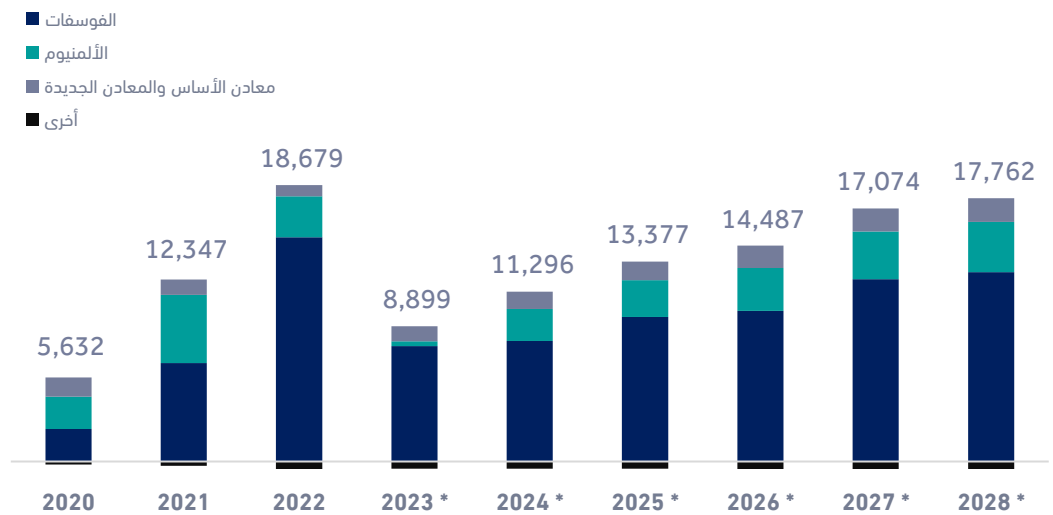
المصدر: معادن، الرياض المالية * متوقعة

إجمالي الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء

نمو الدخل قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء بمعدل نمو سنوي مركب 14.8% بين 2024 و2028

نتوقع أن يسجل قطاع الألمنيوم انخفاضاً في الدخل قبل خصم الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء بنسبة 88% على أساس سنوي في عام 2023. كما سيسجل أكبر مساهم في الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء، قطاع الفوسفات، انخفاضاً قوياً بنسبة 49% على أساس سنوي في عام 2023. من ناحية أخرى، سيسجل قطاع الذهب زيادة بنسبة 34% على أساس سنوي في عام 2023 مدفوعة بأحجام أكبر وأسعار مواتية. من الآن فصاعداً، نتوقع أن تسجل الشركة معدل نمو سنوي مركب قدره 14.8% في الدخل قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك بين عامي 2024 و2028.

شكل 19: إجمالي الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء (مليون ريال)



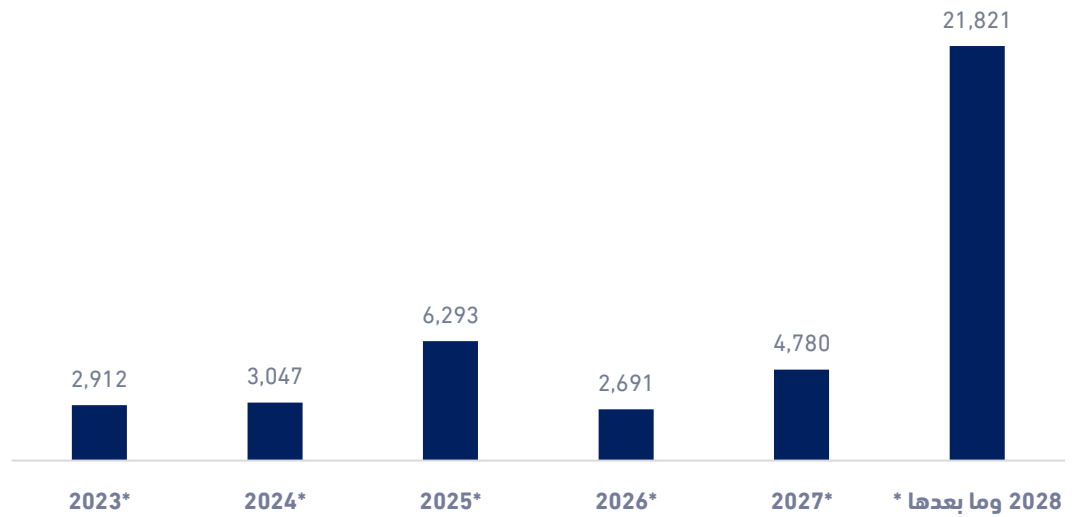
المصدر: معادن، الرياض المالية
* متوقعة

إجمالي هيكل الديون

ملف استحقاق دين صحي

هيكل ديون شركة معادن سليم نسبيًا. لدى الشركة عبء ديون يمكن إدارته بقيمة 41.2 مليار ريال، وهو ما يعادل 2.2 مرة من الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء. كما أن الدين منظم بشكل جيد. غالبية الديون طويلة الأجل ومستحقة في عام 2028. وهذا يعني أن الشركة لديها الوقت الكافي لسداد ديونها ولا تواجه أي قيود سيولة وشبكة. إن غالبية الدين مقوم بالريال، مما يقلل من مخاطر الصرف الأجنبي للشركة. بالإضافة إلى ذلك، فإن غالبية ديونها مضمونة من قبل حكومة المملكة العربية السعودية، مما يوفر سبب إضافي من الأمان للمقرضين.

شكل 20: ملف استحقاق الديون (مليون ريال)



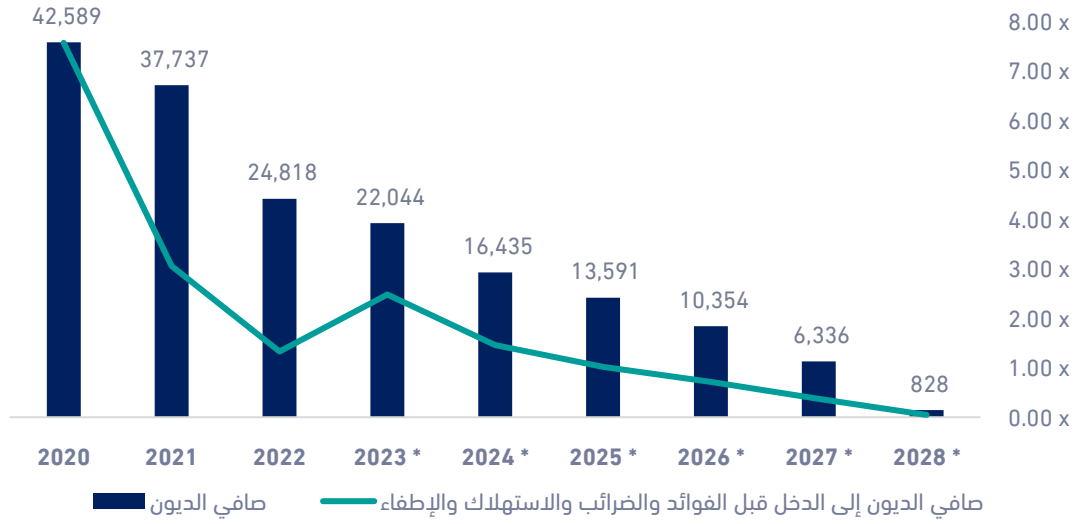
المصدر: معادن، الرياض المالية
*متوقعة

على الرغم من أن غالبية الديون مستحقة في عام 2028 وما بعده، إلا أن الشركة قد تواجه بعض التحديات في تحسين وضعها المالي في السنوات المقبلة بسبب أسعار السلع، مما قد يضع بعض الضغط على التدفقات النقدية.

تقليص المديونية

اعتبارًا من عام 2022، بلغ إجمالي الدين ما قيمته 41.2 مليار ريال. تعمل الشركة على تقليل عبء ديونها ولكن الارتفاع الأخير في أسعار الفائدة قد يجعل هذا الأمر أكثر صعوبة. حاليًا، يمثل حوالي 86% من إجمالي الدين على أسعار الفائدة المتغيرة. نتوقع أن يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى ضغوط على صافي دخل شركة معادن خلال الفترة القادمة. ومع ذلك، فإن التدفق النقدي الجيد سيساعد الشركة على الاستمرار في تقليص الديون في ميزانيتها العمومية، مما سيمكن الشركة من تقليل تكاليف التمويل للسنوات القادمة. لذلك، نتوقع أن يرتفع صافي الدين إلى الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء لعام 2023 نتيجة لانخفاض الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء، ولكن بعد ذلك سيكون هناك تحسن تدريجي بحيث يصل صافي الدين إلى الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء إلى 0.05 مرة في عام 2028.

شكل 21: صافي الدين وصافي الدين إلى الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء (مليون ريال)



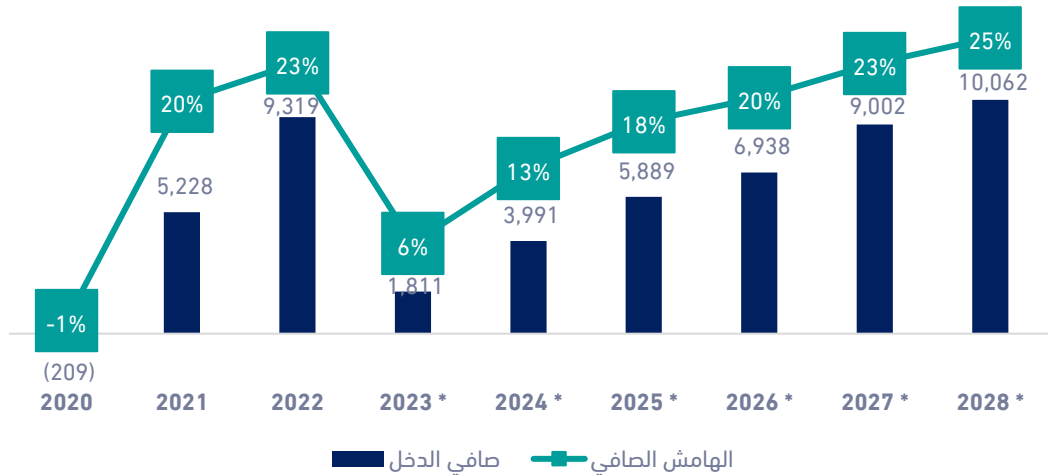
المصدر: معادن، الرياض المالية
* متوقعة

إجمالي صافي دخل

من المتوقع انخفاض صافي دخل شركة معادن بشكل حاد في عام 2023 قبل أن يبدأ بالتعافي

شهدت شركة معادن نموًا في صافي أرباحها بشكل ملحوظ في السنوات الثلاث السابقة. بلغ صافي خسارة الشركة في عام 2020 ما قيمته 0.2 مليار ريال. ارتفع هذا إلى صافي ربح يبلغ 5.2 مليار ريال في عام 2021 ثم إلى 9.3 مليار ريال في عام 2022. وهناك عدد من العوامل التي ساهمت في هذا الارتفاع في صافي الدخل. أولًا، ارتفع الطلب العالمي على السلع الأساسية في السنوات الأخيرة، مما أدى إلى ارتفاع أسعار منتجات معادن. ثانيًا، تمكنت الشركة من خفض تكاليفها من خلال التحسينات التشغيلية وتحقيق الكفاءة. ثالثًا، وسعت شركة معادن عملياتها في السنوات الأخيرة، مما ساهم أيضًا في صافي الدخل. بالنظر إلى المستقبل، من الجدير بالملاحظة مرة أخرى أننا نبني توقعاتنا بناءً على حجم المبيعات فقط وليس على أسعار السلع. لذلك، نتوقع أن يشهد صافي الدخل لشركة معادن انخفاضًا على خلفية الانخفاض الكبير في أسعار فوسفات الألمنيوم الثنائي وأسعار الألمنيوم الفورية في عام 2023. وبعد ذلك، ستؤدي توقعاتنا لنمو الأحجام المباع إلى دفع صافي الدخل إلى 10.1 مليار ريال في عام 2028.

شكل 22: صافي الدخل والهامش الصافي



المصدر: معادن، الرياض المالية
* متوقعة

■ التقييم

قمنا بتقييم شركة معادن باستخدام طريقة التدفقات النقدية المخصومة. تتمثل المخاطر الرئيسية في تقييمنا على التغيرات في أسعار السلع. لم نقم بتضمين توقعات أسعار السلع المستقبلية في توقعاتنا المالية. وبالتالي، قد يكون تقييمنا حساسًا للتغيرات في أسعار السلع الأساسية. سنقوم بتحديث السعر المستهدف بشكل دوري بناءً على تغير السعر الفوري للسلع. بشكل عام، نعتقد أن شركة معادن تدار بشكل جيد وتتمتع بسجل حافل من الربحية والنمو وهي آفاق واعدة لتحقيق نمو قوي. نعتقد أن قيمة السهم الحالية عادلة إلى حد ما. نبدأ تغطيتنا بسعرنا المستهدف عند 42.0 ريال للسهم، وتوصيتنا بالحياد.

تقييم التدفقات النقدية المخصومة بقيمة 156.1 مليار ريال (42.3 ريال للسهم)

باستخدام تحليل التدفقات النقدية المخصومة، فإننا نقدر أن القيمة الجوهرية لشركة معادن تبلغ 42.3 ريال للسهم الواحد. هذا يعتمد على الافتراضات التالية:

- نمو التدفق النقدي الحر للشركة بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 14.7% خلال السنوات الخمس القادمة.
- القيمة النهائية للشركة هي 18 ضعف التدفق النقدي الحر في عام 2028 باستخدام معدل نمو نهائي طويل الأجل بنسبة 3.00%.
- معدل خالي من المخاطر عند 4.55%، علاوة مخاطر حقوق الملكية عند 5.12% وبيتا 1.37 لنصل إلى تكلفة حقوق الملكية عند 11.6%. تكلفة ديون شركة معادن 5%.
- وزن حقوق الملكية والديون بنسبة 57% و43%، على التوالي، نتج عنه تكلفة متوسط مرجح لتكلفة رأس المال بنسبة 8.7%.

جدول 7: تقييم التدفقات النقدية المخصومة

2028 *	2027 *	2026 *	2025 *	2024 *	ألف ريال
17,761,653	17,073,667	14,486,724	13,376,893	11,296,384	الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء
(260,775)	(1,029,124)	(457,815)	(795,438)	(223,020)	يخصم: التغير في رأس المال العامل الصافي
296	10,687	3,601	7,881	(9,109)	يضاف: البنود الغير نقدية
(4,720,349)	(4,781,355)	(4,317,487)	(4,134,818)	(3,680,360)	يخصم: الإنفاق الرأسمالي
12,780,825	11,273,875	9,715,023	8,454,518	7,383,895	التدفقات النقدية الحرة
231,851,786					القيمة النهائية
244,632,611	11,273,875	9,715,023	8,454,518	7,383,895	إجمالي التدفقات النقدية الحرة
0.66	0.72	0.78	0.85	0.92	معدل الخصم
161,364,763	8,081,811	7,568,685	7,158,246	6,794,294.93	التدفقات النقدية المخصومة

3.00%

معدل النمو طويل الأجل

190,967,800

قيمة المنشأة

(25,765,855)

صافي الديون

1,290,577

الاستثمارات في المشاريع المشتركة

(10,343,338)

حقوق الأقلية

156,149,184

قيمة حقوق المساهمين

3,691,773

عدد الأسهم

42.30

القيمة العادلة للسهم (ريال)

المصدر: معادن، الرياض المالية
* متوقعة

القوائم المالية

فيما يلي ملخص بيان الدخل والمركز المالي وبيان التدفق النقدي لشركة معادن:

جدول 8: ملخص القوائم المالية لشركة معادن (2021-2028)

2028*	2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	2022	2021	
قائمة الدخل (مليون ريال)								
39,503	39,034	34,961	33,482	30,293	29,488	40,277	26,769	الإيرادات
15,083	14,489	11,953	10,890	8,817	6,368	16,249	9,155	الدخل الإجمالي
12,228	11,654	9,139	8,096	6,043	3,614	13,537	7,414	الدخل التشغيلي
10,062	9,002	6,938	5,889	3,991	1,811	9,319	5,228	صافي الدخل
قائمة المركز المالي (مليون ريال)								
59,164	53,193	47,039	40,158	36,292	31,716	31,134	21,439	إجمالي الأصول المتداولة
78,167	78,033	77,734	77,926	78,268	79,114	80,452	81,899	إجمالي الأصول الغير متداولة
15,250	15,135	14,465	12,046	15,086	12,259	12,963	12,790	إجمالي المطلوبات المتداولة
43,051	42,530	41,609	40,431	36,732	40,439	42,584	46,579	إجمالي المطلوبات غير المتداولة
79,030	73,560	68,699	65,607	62,743	58,132	56,040	43,969	إجمالي حقوق الملكية
137,331	131,225	124,773	118,084	114,560	110,830	111,586	103,338	إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية
التدفق النقدي (مليون ريال)								
17,944	16,025	14,102	12,699	11,266	8,461	15,936	9,416	التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية
(4,609)	(5,032)	(2,651)	(4,387)	(625)	(414)	(11,282)	(3,769)	التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية
(7,628)	(6,792)	(3,641)	(6,094)	(2,904)	(4,699)	(6,483)	(1,800)	التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية
النمو (%)								
1%	12%	4%	11%	3%	-27%	50%	44%	الإيرادات
4%	21%	10%	24%	38%	-61%	77%	257%	الدخل الإجمالي
12%	30%	18%	48%	120%	-81%	78%	N/A	صافي الدخل
الهوامش (%)								
38%	37%	34%	33%	29%	22%	40%	34%	الهامش الإجمالي
45%	44%	41%	40%	37%	30%	46%	46%	هامش الـ EBITDA
25%	23%	20%	18%	13%	6%	23%	20%	الهامش الصافي
النسب الرئيسية								
3.88	3.51	3.25	3.33	2.41	2.59	2.40	1.68	نسبة التداول
3.25	2.88	2.64	2.61	1.86	1.87	1.87	1.14	نسبة التداول السريع
7%	7%	6%	5%	4%	2%	9%	5%	العائد على الأصول
13%	13%	10%	9%	7%	3%	19%	13%	العائد على حقوق الملكية
نسب العمليات التشغيلية (بالأيام)								
142.92	137.14	139.29	136.12	143.84	123.29	104.10	132.25	أيام بيع المخزون
36.28	34.60	44.47	52.14	71.79	107.73	49.87	16.62	أيام تحصيل البيع
65.00	62.80	64.24	63.23	67.31	66.10	58.52	75.47	أيام تحصيل الاستحقاقات
114.20	108.93	119.51	125.03	148.32	164.91	95.45	73.40	دورة تحويل النقد
179.20	171.73	183.75	188.26	215.63	231.02	153.97	148.87	دورة العمليات
للسهم الواحد (ريال)								
3.15	2.82	2.17	1.84	1.25	0.57	3.29	1.76	ربحية السهم
21.41	19.93	18.61	17.77	17.00	15.75	15.18	11.91	القيمة الدفترية

المصدر: معادن، الرياض المالية
* متوقعة

تصنيف السهم

غير مُصنّف	بيع	حياد	شراء
تحت المراجعة/ مقيد	إجمالي العوائد المتوقعة أقل من -15%	إجمالي العوائد المتوقعة بين -15% و 15%	إجمالي العوائد المتوقعة أكبر من 15%

* تعتبر نسب العوائد تقديرية، حيث تعتمد التوصيات على عوامل أخرى أيضاً

لإبداء أي ملحوظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال research@riyadcapital.com

بيان إخلاء المسؤولية

الرياض المالية شركة مساهمة مقفلة، رأس المال المدفوع 500 مليون ريال سعودي تعمل بموجب ترخيص من هيئة السوق المالية برقم (07070-37) وسجل تجاري رقم 1010239234، الإدارة العامة: واحة غرناطة 2414 حي الشهداء، الوحدة رقم 69 الرياض 13241-7279، المملكة العربية السعودية، الهاتف: 920012299.

قد تتعامل الرياض المالية مع الشركة وتتلقي تعويضات من الشركة مقابل الخدمات المقدمة إليها. قد تقوم الرياض المالية بدور المستشار أو متعهد التغطية فيما يتعلق بالطرح المقترح للأوراق المالية من قبل الشركة. تم تقديم هذا المستند إليك لمعلوماتك فقط ولا يجوز إعادة إنتاجه أو إعادة توزيعه أو نقله إلى أي شخص آخر، لا يجوز توزيع هذه الوثيقة بشكل مباشر أو غير مباشر على أي سلطة قضائية حيث يكون القيام بذلك غير قانوني.

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنها موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر 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 التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، ولن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء، ومسؤولين، وموظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو أحد أو أكثر من الشركات التابعة أو عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير. الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء أو تنبؤات أو توقعات واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي. القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و/أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وفقاً لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف، وأهداف، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ. قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الاستثمار 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 والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.