

السعر المستهدف: 82.0 ريال/السهم
السعر الحالي: 71.55 ريال/السهم
نسبة التغير: +14.6% (+عائد التوزيعات: ~4%)
التوصية: زيادة المراكز

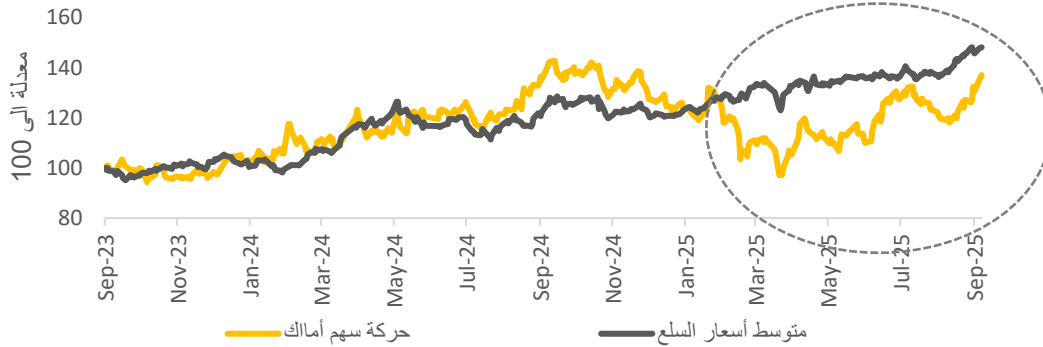
شركة المصانع الكبرى للتعدين (أماك)

ارتفع سهم أماك 6% منذ بداية العام مقابل ارتفاع نحو 21% في أسعار المعادن الأساسية: شراء

- تأخرت حركة سهم أماك عن حركة ارتفاع أسعار السلع الأساسية؛ من المرجح حدوث انتعاش بفضل عودة التشغيل للوضع الطبيعي بعد الإغلاق بالربع الأول من عام 2025، كذلك الهوامش القوية ونمو الأرباح القوي.
- نتوقع أن تصل الإيرادات إلى مستوى قياسي يبلغ مليار ريال في عام 2025، مدفوعة بأسعار السلع الأساسية القوية وزيادة الإنتاج وتوسع الهامش؛ كما نتوقع نمو الأرباح بمعدل نمو سنوي مركب قدره 11.6% خلال 2024-2028م.
- بعد مراجعة تقديراتنا، قمنا برفع السعر المستهدف (ديسمبر 2026) للسهم إلى 82 ريال/السهم، استناداً إلى مزيج متساوٍ من أساليب تقييم مضاعف EV/EBITDA ومكرر الربحية، وقمنا بمراجعة التصنيف إلى زيادة المراكز.

فرصة مواتية لتحسن سعر السهم في ظل قوة أسعار السلع: على الرغم من الارتباط التاريخي بين سعر سهم أماك والمتوسط المرجح لأسعار منتجاتها، فقد ظهر تباين ملحوظ في أوائل عام 2025. فبينما ارتفعت أسعار السلع الأساسية، وخاصة الذهب (+44% منذ بداية العام)، والفضة (+53%)، والنحاس (+14%)، بشكل مطرد هذا العام، شهد سعر سهم أماك تقلبات (+6% منذ بداية العام) وتأخرًا عن حركة السلع، بدءًا من فبراير 2025. ويبدو أن الانخفاض الحاد في سعر سهم أماك من فبراير إلى أوائل أبريل 2025 منفصل عن الارتفاع المستمر في أسعار السلع الأساسية، ويعزى ذلك على الأرجح إلى تباطؤ وتيرة إنتاج منجم معيض (الذي بدأ التشغيل التجاري في سبتمبر 2024)، بالإضافة إلى إغلاقه المخطط له لمدة 5 أسابيع في الربع الأول 2025. ومع ذلك، ومع عودة العمليات إلى طبيعتها، واستمرار ارتفاع أسعار السلع الأساسية، فإن فجوة التقييم الحالية تشير إلى إمكانية ارتفاع سعر سهم أماك مع بدء السوق في تسعير تحسن الإنتاج والأساسيات القوية وأسعار السلع المرتفعة.

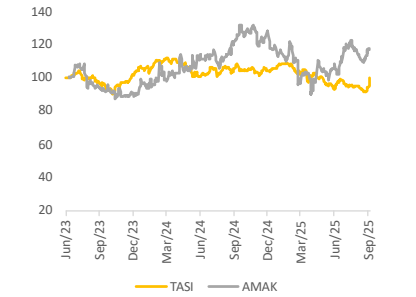
شكل 1: حركة سعر سهم أماك مقابل اتجاه متوسط سعر المنتجات المرجح



بيانات السهم	
رمز الشركة	1322
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	6,440
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	15.8
نسبة الاسهم الحرة	58.3%
نسبة المستثمرين الأجانب	10.3%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.23%

المصدر: بلومبرغ

تحركات سهم أماك مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

المصدر: بلومبرغ، جي آي بي كابيتال

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

م 2026	م 2025	2024	2023	2022	(مليون ريال سعودي)
1,036	1,026	781	488	583	الإيرادات
1%	31%	60%	-16%	-1%	معدل نمو الإيرادات
423	430	288	123	208	اجمالي الدخل
41%	42%	37%	25%	36%	هامش إجمالي الدخل
582	595	398	193	253	EBITDA
280	286	178	55	126	صافي الربح
27%	28%	23%	11%	22%	هامش صافي الربح
3.1	3.2	2.0	0.7	2.0	ربحية السهم (ريال)
10.5x	10.3x	15.4x	31.8x	24.2x	EV/EBITDA
23.0x	22.5x	35.5x	97.8x	35.3x	مكرر الربحية

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

من المتوقع أن تحافظ أسعار المعادن الثمينة على قوتها هذا العام قبل أن تعود إلى وضعها الطبيعي تدريجياً بحلول عام 2027: شهدت أسعار الذهب ارتفاعاً ملحوظاً، بنسبة 44% تقريباً منذ بداية العام، لتصل إلى مستويات قياسية جديدة، مدفوعاً بضعف الدولار الأمريكي، والتوترات الجيوسياسية، والطلب الاستثماري القوي. وفي المستقبل، وبينما لا تزال الخلفية الاقتصادية الكلية المتمثلة في انخفاض أسعار الفائدة وتقلبات حركة التجارة داعمة، نعتقد أن هذا الارتفاع قد بلغ حده الأقصى. ونتوقع أن تبقى الأسعار ضمن نطاق سعري محدد على المدى القريب مع تراجع علاوة المخاطرة، وتراجع طلب المستثمرين. بناءً على ذلك وعلى أساس متحفظ للغاية، نتوقع أن يبلغ متوسط سعر الذهب حوالي 3,378 دولاراً أمريكياً للأونصة في عام 2025 تقريباً، قبل أن يعود إلى مستوياته الطبيعية عند حوالي 3,330 دولاراً أمريكياً للأونصة (بانخفاض 11% عن السعر الفوري الحالي) في عام 2026م، ثم إلى حوالي 3,000 دولار أمريكي للأونصة (بانخفاض 20% عن السعر الفوري) في عام 2027م.

بالتزامن مع ذلك، ارتفعت أسعار الفضة بنسبة تقارب 53% منذ بداية العام، مسجلة أعلى مستوى لها في 14 عاماً، مدفوعاً بعوامل مشابهة لتأثير الذهب، بالإضافة إلى الطلب الصناعي القوي والاضطرابات المحتملة. نعتقد أن هذا الارتفاع الإضافي سيكون محدوداً خلال العامين المقبلين نظراً للتحديات الكبيرة، حيث لا تزال مخاطر التعريفات الجمركية وعدم اليقين السياسي غير مسعرة. بناءً على ذلك، نفترض أن متوسط أسعار الفضة سيبلغ 36.8 دولاراً أمريكياً للأونصة في عام 2025، ثم ينخفض إلى 35.3 دولاراً أمريكياً للأونصة بحلول عام 2027، مع عودة نسبة الذهب إلى الفضة إلى متوسطها التاريخي.

نتوقع أن يبقى النحاس داعماً، بينما نتوقع أن تتخلف أسعار الزنك: اكتسبت أسعار النحاس زخماً صاعداً (+14% منذ بداية العام)، مدفوعاً بضعف الدولار الأمريكي والطلب القوي على المنتجات النهائية، لا سيما في الصين. وبالنظر إلى المستقبل، من المتوقع أن تستمر هذه المعنويات الإيجابية في النصف الثاني من عام 2025، بدعم من تخفيضات أسعار الفائدة المتوقعة من جانب الاحتياطي الفيدرالي، وتحسن المؤشرات الاقتصادية، وتقلص المعروض عقب تعليق العمليات في منجم جراسبرج العملاق التابع لشركة فرييبورت ماكوران في إندونيسيا. وبناءً على ذلك، وعلى أساس متحفظ، نفترض أن يبلغ متوسط سعر النحاس حوالي 9,616 دولاراً أمريكياً للطن المتر في عام 2025، قبل أن يعود إلى مستواه الطبيعي عند حوالي 9,334 دولار أمريكي للطن المتر بحلول عام 2027 (أقل بنسبة 6% من السعر الفوري الحالي)، مدفوعاً بعودة السعر إلى متوسطه لخمس سنوات، مما يعوض الطلب المتزايد الناتج عن الانتقال الطاقوي.

ومع ذلك، لا تزال توقعات الزنك تواجه تحديات (-3% منذ بداية العام حتى الآن)، حيث من المتوقع أن تبقى الأسعار مستقرة وسط مخاوف مستمرة من فائض المعروض. ومن المتوقع أن يتجاوز فائض السوق المتوقع، المدفوع بنمو إنتاج المناجم والمكرر، المكاسب المتواضعة في الطلب. نظراً لعدم وجود محفز واضح لانتعاش الطلب، نعتقد أن فرص نمو الزنك محدودة، حيث تعكس مراكز المستثمرين بشكل متزايد نظرة سلبية للسوق. بناءً على ذلك، نتوقع أن يبلغ متوسط أسعار الزنك 2,755 دولاراً أمريكياً للطن المتر في عام 2025 و2,695 دولاراً أمريكياً للطن المتر في عام 2026 (أي أقل بنسبة 7% من السعر الفوري الحالي).

زيادة الطاقة الإنتاجية تدعم سعر السهم: نتوقع أن تظل توقعات حجم أعمال أمك قوية في النصف الثاني من عام 2025 وما بعده، مدفوعة بزيادة إنتاج منجم معيوض، الذي بدأ الإنتاج التجاري في سبتمبر 2024 وزاد إجمالي طاقته الإنتاجية من المعادن الأساسية بنسبة 50% ليصل إلى 1.2 مليون طن سنوياً (نمو بنسبة 80% في الإنتاج السنوي للزنك و40% في الإنتاج السنوي للنحاس). ومع ذلك، لن يعكس إنتاج عام 2025 الإمكانيات الكاملة لشركة أمك نظراً لإغلاق أعمال الصيانة المقرر لمدة خمسة أسابيع في كل من منجمي المصانع ومعيوض في الربع الأول من عام 2025، ومرحلة زيادة الإنتاج التدريجية. بالتالي، نتوقع أن ينمو حجم مبيعات منتجاتها بمعدل نمو سنوي مركب يتراوح بين 2% و4% خلال 2025-2028م، مدفوعاً بتحسين أنشطة التعدين تحت الأرض، ومعدلات الاستخراج الجيدة، ودرجات الجودة الأفضل للمنتجات، مع إمكانية تحقيق نمو إضافي من مناجم جديدة (تم التقدم بطلب للحصول على رخصتي تعدين في منجمي كتيبة ونهام) ومشاريع قيد الإعداد في المناجم الحالية (حفر بالقرب من منجمي المصانع وجبل قيان).

التوقعات المالية: بعد تحديث أسعار السلع، ومراجعة توقعاتنا لأحجام المبيعات، نتوقع أن يتجاوز إيرادات شركة أمك المليار ريال في عام 2025، ونتوقع أن تحافظ على معدلات التشغيل السنوية (مما يعني معدل نمو سنوي مركب بنسبة 7.5% خلال الفترة 2024-2028م) بعد ذلك، حيث من المرجح أن يعوض ارتفاع الإنتاج عودة أسعار السلع إلى مستوياتها الطبيعية. علاوة على ذلك، من المتوقع أن تؤدي أسعار السلع المرتفعة، إلى جانب هيكل التكلفة المستقر (حوالي 50% تكاليف ثابتة)، إلى هوامش أفضل هذا العام، قبل أن تبدأ في العودة إلى مستوياتها الطبيعية بعد ذلك عند انخفاض أسعار السلع لمستوياتها الطبيعية. على الرغم من أنها ستظل قوية مقارنة بالمتوسط التاريخي. وبالتالي، نتوقع أن يرتفع هامش الربح الإجمالي إلى 42% في عام 2025 (37% في عام 2024) قبل أن يعود إلى 39% بحلول عام 2027م. وبشكل عام، نتوقع الآن أن يرتفع كل من الأرباح قبل الفوائد والضرائب، والإهلاك والإطفاء (EBITDA) وصافي الربح بمعدل نمو سنوي مركب قدره 10.3% و11.6% على التوالي، خلال الفترة 2024-2028م.

جدول 2: المقاييس المالية الرئيسية

2027م	2026م	2025م	2024	
متوسط الأسعار				
2,743	2,695	2,755	2,779	الزنك (دولار أمريكي)
9,334	9,521	9,616	9,148	النحاس (دولار أمريكي)
3,000	3,333	3,529	2,390	الذهب (دولار أمريكي)
35.3	36.9	36.8	28.3	الفضة (دولار أمريكي)
البيانات المالية				
1,021	1,036	1,026	781	الإيرادات
401	423	430	288	اجمالي الدخل
39.3%	40.8%	41.9%	36.9%	هامش إجمالي الدخل %
568	582	595	398	EBITDA
55.6%	56.2%	58.0%	50.9%	هامش EBITDA %
264	280	286	178	صافي الربح
25.8%	27.0%	27.8%	22.8%	هامش صافي الربح %

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

التقييم والمخاطر: تُقيّم شركة أمك باستخدام مزيج متساوٍ من طريقة تقييم مضاعف قيمة المنشأة/الأرباح قبل الفوائد، الضرائب، الإهلاك والإطفاء (EV/EBITDA) وتقييم مكرر الربحية. لتقييم EV/EBITDA، نستخدم مضاعف يبلغ 13 مرة على أساس الأرباح قبل الفوائد، الضرائب، الإهلاك والإطفاء لعام 2026 (المُعدّل بعد خصم 5-16% من سعر السوق الفوري لأسعار السلع). يعكس مضاعفنا المُستهدف علاوةً بنحو 42% على المضاعف المُرجح لتظيراتها من شركات التعدين العالمية (9.2 مرة)، ويعود ذلك أساساً إلى انخفاض معدلات الضرائب في السعودية (معدل فعلي بنحو 18% مقارنةً بـ 30-40% عالمياً)، وهامش قوي للأرباح قبل الفوائد، الضرائب، الإهلاك والإطفاء (56% مقارنةً بتظيراتها البالغ نحو 48%)، وإمكانات نمو عالية. بالنسبة لتقييم مكرر الربحية، نتبع نهجاً مُثابلاً ونُطبق مكرراً بنحو 26 مرة على ربحية السهم المُتوقعة لعام 2026م.

ونتيجةً لذلك، قمنا برفع سعرنا المُستهدف (نهاية ديسمبر 2026) إلى 82 ريالاً للسهم. (62 ريالاً سابقاً)، باستخدام ترجيح متساوٍ لطرق تقييم قيمة المنشأة/الأرباح قبل الفوائد، الضرائب، الإهلاك والإطفاء ومكرر الربحية، ورفعنا تصنيفنا إلى "زيادة المراكز"، مما يعني ارتفاعاً بنسبة 14.6% على الرغم من الافتراضات المتحفظة لأسعار السلع الأساسية ونمو الحجم. مع ذلك، من المهم الإشارة إلى بعض المخاطر التي تواجهها شركة أمك، مثل اختلاف عمر المناجم الحالية عن التوقعات، والتغيرات في تركيبة مزيج المعادن، وانهايار أسعار السلع، والمخاطر الجيوسياسية، وغيرها.

إخلاء مسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل جي آي بي كابيتال، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء جي آي بي كابيتال ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من جي آي بي كابيتال. 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 جي آي بي كابيتال. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وحي جي آي بي كابيتال 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 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 وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون لحي جي آي بي كابيتال أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحث) 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 جي آي بي كابيتال أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بأداء 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 جي آي بي كابيتال، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكون مسؤولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وحي جي آي بي كابيتال 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 لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقيماً 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 مخالفاً للقانون أو يتطلب من جي آي بي كابيتال أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

الأنشطة الرئيسية لشركة جي آي بي كابيتال هي التعامل والحفظ والإدارة والترتيب وتقديم المشورة بموجب ترخيص هيئة السوق المالية رقم 37-07078.

نستخدم نظام تصنيف يعتمد على الاتجاه السعودي المحتمل، بعد عام واحد من اليوم، بناءً على نماذج التقييم الخاصة بنا. بالنسبة لتصنيفات "زيادة المراكز"، فإن سعرنا المستهدف هو أعلى من 10% من السعر الحالي، أما بالنسبة إلى "تخفيض المراكز"، فإن الإنخفاض المقدر هو أقل من 10%. وبالنسبة للعائدات التي تتراوح بين +10%/-، لدينا تصنيف محايد.

تواصلوا معنا لأي استفسارات

إدارة أبحاث الأسهم

جي آي بي كابيتال

B1، غرناطة بزنس

الطريق الدائري الشرقي، صندوق بريد 89589، الرياض 11692

www.gibcapital.com