

السعر المستهدف: 62 ريال/السهم
السعر الحالي: 57.8 ريال/السهم
نسبة التغير: +7.3% (+عائد التوزيعات: 3.5%)
التوصية: محايد

شركة المصانع الكبرى للتعدين (أماك)

رفع السعر المستهدف إلى 62 ريال/السهم مع تحسن أسعار السلع

- من المتوقع أن تظل أسعار النحاس والمعادن الثمينة جيدة في عام 2024 مدفوعة بتحركات أفضل الصناعة، في حين من المرجح أن تظل أسعار الزنك تحت السيطرة.
- سيبدأ مصنع معيوض عملياته بشكل كامل في الربع الثاني من عام 2024 مما قد يؤدي إلى رفع الإيرادات وتوسع الهامش.
- بعد تحديث أسعار السلع، قمنا برفع السعر المستهدف إلى 62 ريال/السهم (56 ريال/السهم سابقاً) مع تصنيف محايد.

أداء ضعيف للمعادن في عام 2023 يمهد لأداء أفضل لعام 2024: التوقعات للنحاس في عام 2024 تظهر صحية، وتنبع إلى حد كبير من مخاوف العرض بسبب (1) الاضطرابات الناتجة عن إغلاق منجم كوبري بنما التابع لشركة فيرست كوانتوم (2) تخفيضات توجيه الإنتاج من شركات التعدين الكبرى. ومن المتوقع أن يستمر إغلاق منجم كوبري (الذي يمثل حوالي 1% من إمدادات النحاس العالمية) حتى الانتخابات الرئاسية في بنما في مايو 2024. بناءً على حساباتنا، سيؤدي هذا إلى خسارة في إمدادات النحاس تبلغ حوالي 30 ألف طن في عام 2023 وحوالي 155 ألف طن في عام 2024. على الرغم من أنه من غير المتوقع أن تؤدي أي من هذه الأحداث إلى تحويل سوق النحاس من الفائض إلى العجز قريباً، إلا أن تشديد العرض قد يؤدي إلى خفض الفائض، الذي بدوره سيؤدي إلى سوق أكثر توازناً. ويعد هذا التعديل حاسماً في دعم أسعار النحاس على المدى القصير (الأسعار الحالية أعلى بنسبة 4% من متوسط أسعار الربع الرابع من عام 2023). من المتوقع أن يشهد الطلب على الزنك نمواً متواضعاً خارج الصين، بينما من المتوقع أن يظل الطلب الصيني ضعيفاً. الأسعار الحالية للزنك أعلى بنسبة 6% من متوسط الربع الرابع من العام 2023 (وأعلى من تقديراتنا السابقة). ومع ذلك، فإن ظروف زيادة العرض قد تبقى نمو أسعار الزنك تحت السيطرة في عام 2024 (مقابل انخفاض بنسبة 23% على أساس سنوي في عام 2023). وفي الوقت نفسه، من المرجح أن تستمر أسعار المعادن الثمينة في الحفاظ على صحتها، مدفوعة بتخفيضات أسعار الفائدة والتوترات الجيوسياسية المستمرة.

مصنع معيوض يسير حسب الخطة لبدء العمليات التجارية في الربع الأول من عام 2024: أعلنت الشركة مؤخرًا أنها بدأت اختبار الاستعداد التشغيلي لمصنع معيوض، والذي سيمتد إلى الربع الأول من عام 2024، مما يشير إلى تأخير عن جدول الإنجاز الأولي المحدد لنهاية عام 2023. ومع ذلك، تظل الشركة ملتزمة ببدء الإنتاج التجاري الأول خلال الربع الأول من عام 2024، مع بدء العمليات الكاملة في الربع الثاني من عام 2024. بعد التشغيل الكامل من المتوقع أن تزيد قدرات إنتاج الزنك والنحاس في أماك بنسبة 80% و 50% على التوالي.

التغيير في التوقعات: استنادًا إلى التطورات الأخيرة في قطاع الصناعة، قمنا بتعديل توقعاتنا لأسعار السلع الأساسية صعودًا في حدود 1-6% (جدول 2) وبالتالي، تشير توقعاتنا الجديدة إلى ارتفاع طفيف في نمو الإيرادات. وقد أدى الارتفاع المتوقع في الإيرادات نتيجة لارتفاع أسعار السلع الأساسية، إلى جانب هيكل التكلفة المستقر للشركة، إلى إجراء مراجعة تصاعدية في إجمالي هامش الربح المتوقع لعام 2024.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

2022	2023 م	2024 م	2025 م	2026 م	(مليون ريال سعودي)
583	490	761	817	794	الإيرادات
-1%	-16%	55%	7%	-3%	معدل نمو الإيرادات
208	121	250	283	275	اجمالي الدخل
36%	25%	33%	35%	35%	هامش إجمالي الدخل
253	191	357	390	367	EBITDA
126	61	177	208	203	صافي الربح
22%	12%	23%	25%	26%	هامش صافي الربح
1.4	0.7	2.0	2.3	2.3	ربحية السهم (ريال)
18.3x	24.3x	13.0x	11.9x	12.7x	EV/EBITDA
41.2x	85.6x	29.4x	25.1x	25.6x	مكرر الربحية*

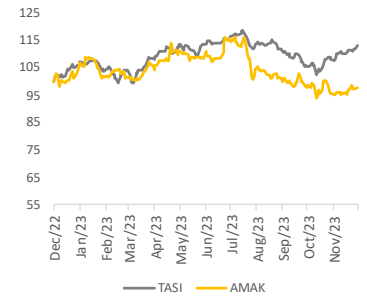
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال، معدلة لتعكس منحة الأسهم لعام 2022

بيانات السهم

1322	رمز الشركة
5,202	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
14.4	م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)
56.5%	نسبة الاسهم الحرة
6.8%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.20%	حجم الاسهم الحرة في تاسي

المصدر: بلومبرغ

تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

Abdulaziz Alawwad

+966-11-834 8486

Abdulaziz.alawwad@gibcapital.com

ونتيجة لذلك، قمنا بزيادة هامش الربح الإجمالي المقدر لدينا بمقدار +2 نقطة مئوية ليصل إلى 33% تقريبًا في عام 2024. بالإضافة إلى ذلك، من المتوقع أيضًا أن يؤدي بدء العمليات في مصنع معيوض إلى التآزر مما ينتج عنه اقتصاديات الحجم، الذي بدوره يوفر المزيد من الدعم لهوامش الربح الإجمالي والتشغيلي. بشكل عام، نتوقع أن يرتفع صافي الربح وEBITDA بمعدل نمو سنوي مركب قدره 8% و 10% على التوالي خلال الفترة 2022-2026.

جدول 2: التغيير في التقديرات

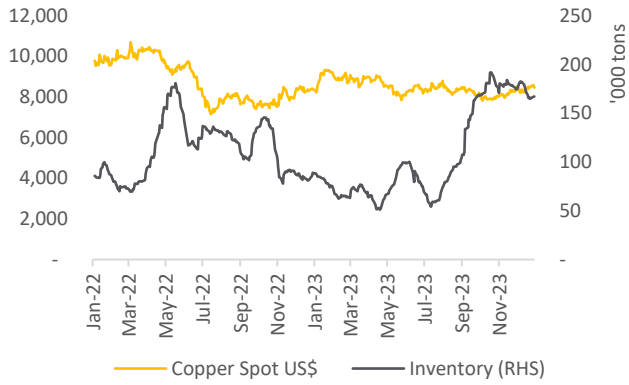
التغيير %		التقديرات الجديدة		التقديرات السابقة		السعر الحالي	
2025م	2024م	2025م	2024م	2025م	2024م		
الأسعار							
-3%	6%	2,682	2,657	2,756	2,515	2,658	الزنك (دولار امريكي)
3%	1%	9,300	8,802	9,053	8,699	8,559	النحاس (دولار امريكي)
8%	5%	2,048	2,126	1,900	2,027	2,063	الذهب (دولار امريكي)
6%	3%	25	25	24	24	24	الفضة (دولار امريكي)
البيانات المالية							
2%	2%	817	761	800	748		الإيرادات
6%	10%	283	250	266	228		اجمالي الدخل
		34.60%	32.80%	33.30%	30.50%		هامش اجمالي الدخل
8%	8%	390	357	362	331		EBITDA
		47.70%	46.90%	45.30%	44.20%		هامش EBITDA
6%	11%	208	177	196	160		صافي الربح
		25.40%	23.30%	24.50%	21.40%		هامش صافي الربح

المصدر: بلومبرغ، جي آي بي كابيتال.

التقييم والمخاطر: نتوقع تحسنًا إيجابيًا في أداء الشركة في عام 2024، مدفوعًا بتحسين أسعار السلع الأساسية وارتفاع الأرباح بعد بدء التشغيل التجاري في مصنع معيوض. مع انخفاض معدلات الضرائب الفعلية (10-12%) من الأرباح قبل الضرائب) عن نظيراتها العالمية (30-40%) وإمكانات النمو العالية، مما يبرر استخدام ضعفين مكرر EV/EBITDA مقارنة بنظيراتها العالمية. شهد نظراء أمك العالميون في مجال التعدين إعادة تقييم مضاعفات تقييمهم في الأشهر الأخيرة بسبب تطورات الصناعة المذكورة أعلاه. ونتيجة لذلك، قمنا بمراجعة سعرنا المستهدف صعودًا إلى 62 ريال/السهم (السعر المستهدف السابق 56 ريال/السهم)، باستخدام متوسط التدفقات النقدية المخصومة وEV/EBITDA (حوالي 15 ضعف EBITDA في 2024)، وقمنا بترقية تصنيفنا إلى محايد.

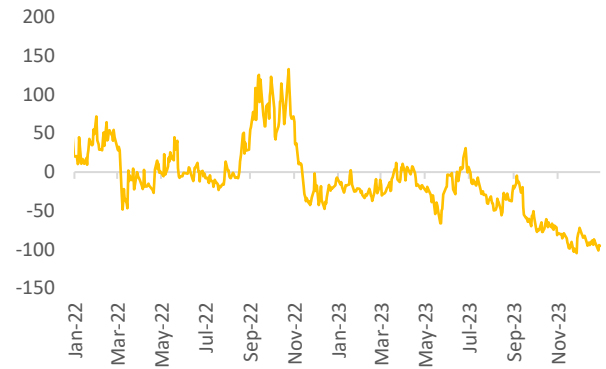
ومع ذلك، من المهم ملاحظة بعض المخاطر التي تواجهها الشركة مثل اختلاف عمر المناجم الحالية عن التوقعات، التغييرات في تكوين مزيج المعادن، انهيار أسعار السلع الأساسية والمخاطر الجيوسياسية.

شكل 1: أسعار النحاس في بورصة لندن للمعادن مقابل مستوى المخزون



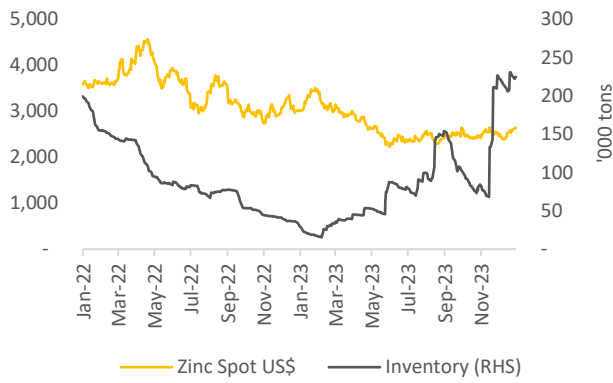
المصدر: بلومبرغ، جي آي بي كابيٽال

شكل 2: هامش أسعار النحاس في بورصة لندن للمعادن (السعر الفوري - 3 أشهر) - دولار أمريكي/طن



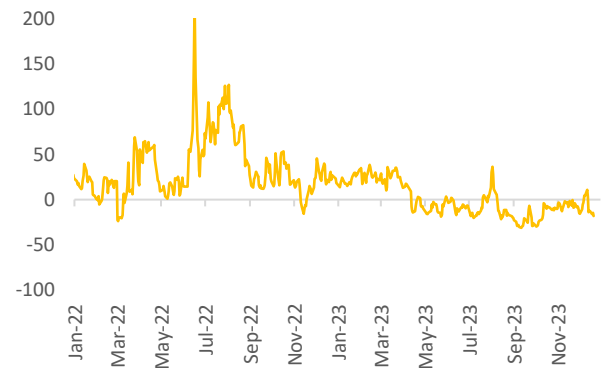
المصدر: بلومبرغ، جي آي بي كابيٽال

شكل 3: أسعار الزنك في بورصة لندن للمعادن مقابل مستوى المخزون



المصدر: بلومبرغ، جي آي بي كابيٽال

شكل 4: هامش أسعار الزنك في بورصة لندن للمعادن (فورية - 3 شهور) - دولار أمريكي/طن



المصدر: بلومبرغ، جي آي بي كابيٽال

شكل 5: أسعار الذهب



المصدر: بلومبرغ، جي آي بي كابيٽال

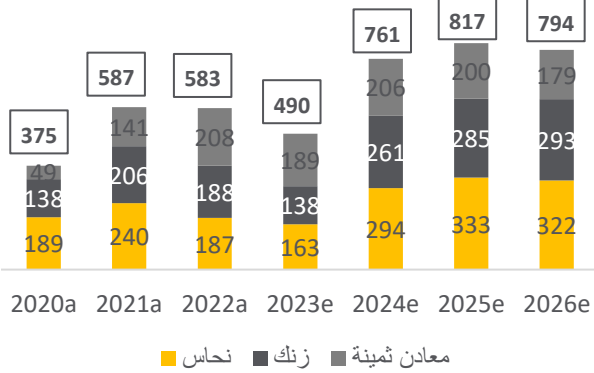
شكل 6: أسعار الفضة



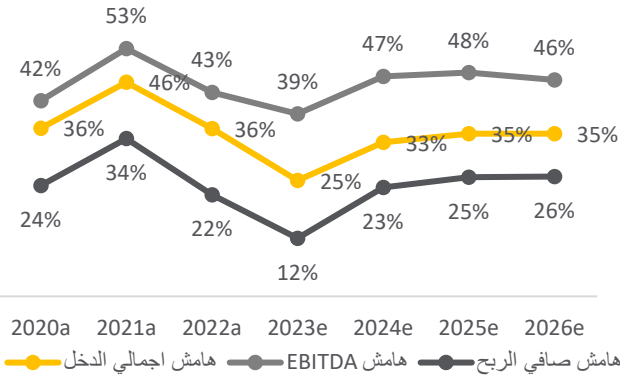
المصدر: بلومبرغ، جي آي بي كابيٽال

التحليل المالي والرسوم البيانية

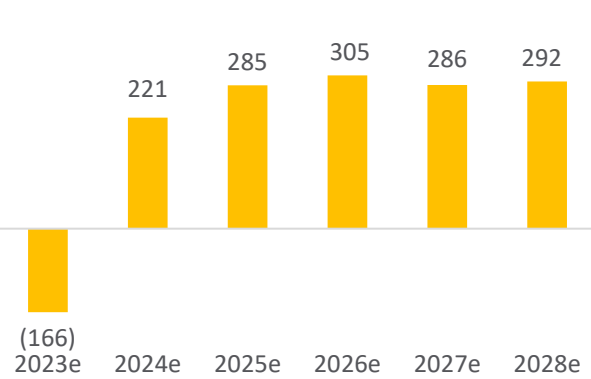
الشكل 7: خليط الإيرادات



المصدر: بيانات الشركة ، جي آي بي كابيتال
الشكل 9: الهوامش

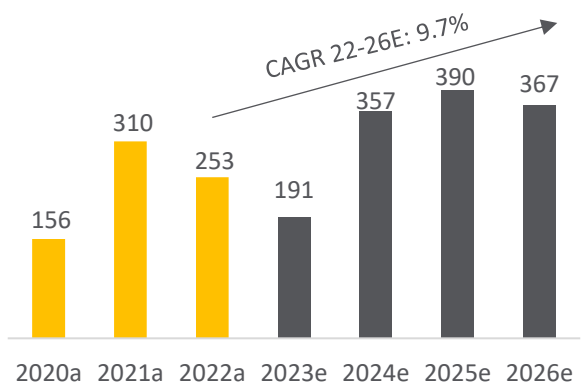


المصدر: بيانات الشركة ، جي آي بي كابيتال
الشكل 11: التدفق النقدي الحر

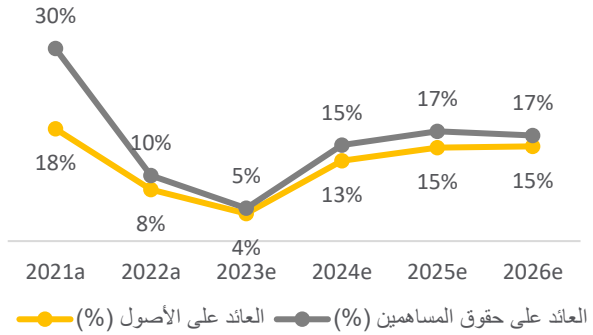


المصدر: بيانات الشركة ، جي آي بي كابيتال

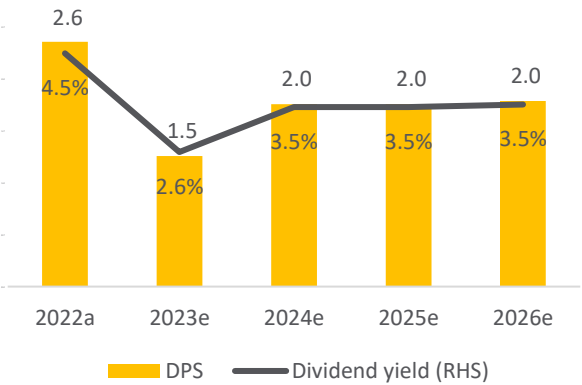
الشكل 8: EBITDA (مليون ريال)



المصدر: بيانات الشركة ، جي آي بي كابيتال
الشكل 10: العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين



المصدر: بيانات الشركة ، جي آي بي كابيتال
الشكل 12: التوزيعات، العائد على التوزيعات



المصدر: بيانات الشركة ، جي آي بي كابيتال

جدول 3: ملخص البيانات المالية الأساسية (مليون ريال سعودي)

2026م	2025م	2024م	2023م	2022	قائمة الدخل
794	817	761	490	583	الإيرادات
-3%	7%	55%	-16%	-1%	معدل نمو الإيرادات
519	534	511	369	374	تكلفة تقديم الخدمات
275	283	250	121	208	إجمالي الدخل
35%	35%	33%	25%	36%	هامش إجمالي الدخل
23	24	22	15	25	مصاريف البيع والتسويق
36	37	38	42	40	مصاريف إدارية
216	223	190	65	144	الدخل من العمليات التشغيلية
27%	27%	25%	13%	25%	هامش الربح التشغيلي
1	3	3	8	12	مصاريف تمويلية
203	208	177	61	126	صافي الربح
26%	25%	23%	12%	22%	هامش صافي الربح
-2%	17%	191%	-52%	-36%	نمو صافي الربح
2.3	2.3	2.0	0.7	1.4	ربحية السهم
2.0	2.0	2.0	1.5	2.6	توزيعات السهم
90%	87%	102%	222%	185%	معدل توزيع الأرباح
367	390	357	191	253	EBITDA
(196)	(64)	49	97	(174)	صافي الدين (بدون عقد الإيجار)

2026م	2025م	2024م	2023م	2022	قائمة المركز المالي
114	117	112	91	83	المخزون
196	202	188	141	162	ذمم مدينة تجارية
159	163	152	137	147	مصاريف مدفوعة مقدما
665	620	491	379	773	نقد وما في حكمه
665	620	491	379	773	الموجودات المتداولة
4	5	6	7	9	موجودات حقوق استخدام
656	754	866	983	737	ممتلكات ومعدات
689	788	901	1,019	775	الموجودات الغير متداولة
1,354	1,407	1,393	1,399	1,548	إجمالي الموجودات
92	115	106	144	179	الالتزامات المتداولة
47	97	118	83	149	الالتزامات الغير متداولة
1,216	1,196	1,168	1,171	1,220	حقوق المساهمين
1,354	1,407	1,393	1,399	1,548	إجمالي الالتزامات وحقوق المساهمين
21.3	21.0	20.5	20.5	21.4	القيمة الدفترية للسهم

2026م	2025م	2024م	2023م	2022	قائمة التدفقات النقدية
366	347	277	211	140	صافي النقد المحصل من الأنشطة التشغيلية
-52	-53	-49	-371	-146	صافي النقد المحصل من الأنشطة الاستثمارية
-255	-195	-199	-211	313	صافي النقد المحصل من الأنشطة التمويلية
60	98	30	-371	307	إجمالي صافي النقد

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

جدول 4: النسب الرئيسية

النسب الرئيسية	2022	2023م	2024م	2025م	2026م
نسب الكفاءة والربحية					
العائد على الأصول	8.2%	4.3%	12.7%	14.7%	15.0%
العائد على حقوق الملكية	10.4%	5.2%	15.1%	17.4%	16.7%
المبيعات/الأصول	37.6%	35.1%	54.6%	58.1%	58.6%
هامش EBITDA	43.5%	38.9%	46.9%	47.7%	46.2%
هامش الربح	21.7%	12.4%	23.3%	25.4%	25.6%
نسب السيولة					
نسبة التداول	4.3	2.6	4.6	5.4	7.2
نسبة الدين إلى حقوق الملكية	17%	9%	5%	5%	8%
عدد أيام الحسابات المدينة	102	105	90	90	90
عدد أيام المخزون	81	90	80	80	80
عدد أيام الحسابات الدائنة	26	26	30	30	30
نسب المديونية					
الدين إلى EBITDA (من دون تكاليف الإجار)	-0.7	0.5	0.1	-0.2	-0.5
معدل الديون للأصول	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
التقييم					
مكرر الربحية	41.2	85.6	29.4	25.1	25.6
مكرر القيمة الدفترية	2.7	2.8	2.8	2.8	2.7
قيمة الشركة/EBITDA	18.3	24.3	13.0	11.9	12.7
العائد على التدفقات النقدية الحرة	-0.1%	-3.2%	4.2%	5.5%	5.9%
معدل توزيع الأرباح	4.5%	2.6%	3.5%	3.5%	3.5%

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

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 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 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 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