

| | |
|------------|----------------------------|
| حياد | التوصية |
| 14.00 ريال | السعر المستهدف خلال 12 شهر |

| إجمالي العوائد المتوقعة | |
|-------------------------|--------------------------------|
| 13.95 | السعر في 15 نوفمبر 2016 (ريال) |
| %0.4 | العائد المتوقع لسعر السهم |
| %3.6 | عائد الأرباح الموزعة |
| %4.0 | إجمالي العوائد المتوقعة |

| بيانات السوق | |
|--------------|--|
| 10.75/15.60 | أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً (ريال) |
| 20,925 | القيمة السوقية (مليون ريال) |
| 1,500 | الأسهم المتداولة (مليون سهم) |
| %74.0 | الأسهم المتاحة للتداول (الأسماء الحرة) |
| 49,711,383 | متوسط حجم التداول اليومي (12 شهراً) |

| اداء السهم السنوي | |
|-------------------|---------------|
| 120 | نطاق الارتفاع |
| 100 | نطاق الانخفاض |
| 80 | نطاق الارتفاع |
| 60 | نطاق الانخفاض |
| 40 | نطاق الارتفاع |
| 30 | نطاق الانخفاض |



المصدر: بلومبيرغ



تقديرات عام 2016 (مليون ريال)

| | |
|--------|-------------------------|
| 2,572 | صافي دخل العمولات |
| 3,270 | الدخل التشغيلي الإجمالي |
| 1,374 | صافي الدخل |
| 73,128 | المحفظة الإقراضية |
| 81,272 | الودائع |

بيانات النسب الرئيسية

| 31 ديسمبر | *2017 | *2016 | 2015 | 31 ديسمبر | *2017 | *2016 | 2015 | 31 ديسمبر (مليون ريال) |
|-------------------------------|-------|-------|-------|--------------------------------|-------|-------|-------|--------------------------------|
| هامش صافي الفائدة | %2.6 | %2.7 | %2.8 | هامش دخل العمولات الخاصة | 2,975 | 2,572 | 2,279 | صافي دخل العمولات الخاصة |
| العائد على متوسط حقوق الملكية | %9.2 | %7.4 | %8.1 | مخصصات لخسائر الإنماء | 424 | 271 | 196 | مخصصات لخسائر الإنماء |
| العائد على متوسط الأصول | %1.5 | %1.4 | %1.7 | صافي الدخل | 1,754 | 1,374 | 1,470 | صافي الدخل |
| معدل كفاية رأس المال | %17.0 | %18.6 | %22.9 | ربحية السهم (ريال) | 1.17 | 0.92 | 0.98 | ربحية السهم (ريال) |
| مكرر القيمة الدفترية | x1.1 | x1.1 | x1.1 | التوزيعات النقدية للسهم (ريال) | 0.60 | 0.50 | 0.50 | التوزيعات النقدية للسهم (ريال) |

* متوسطة

آخر المنضمين، التركيز على النمو

يزاول مصرف الإنماء، آخر المصارف انضماماً إلى قطاع المصارف السعودية، نشاطه بشكل يتوافق مع الشريعة الإسلامية. بدأ العمل بالصرف في عام 2009 بعد طرح أولي ناجح في عام 2008، حيث تتكون شبكة الإنماء الحالية من 70 فرعاً و 1,288 جهاز صراف آلي في المملكة. يبلغ رأس مال الصرف 15 مليار ريال حيث يعد من بين الأكبر في القطاع، إلا أن ذلك يعد سلحاً ذو حدين في بعض الأوقات. شهد كلاً من محفظة الودائع والتمويل نمواً بوتيرة مرتفعة منذ التأسيس، إلا أنه من المتوقع أن تشهد الوديعة استقراراً في المستقبل. يتدالى السهم عند مكرر قيمة دفترية متوقعة لعام 2017 يبلغ 1.1 مرة، مما يعد جيداً بالمقارنة مع كثير من المنافسين، حيث أنه من الممكن أن يعود ذلك إلى القيمة الإضافية التي يشعر بها المستثمرون في أسهم البنوك ذات التصنيف الإسلامي. يشير تقييمنا المبني على مكرر القيمة الدفترية إلى سعر مستهدف يبلغ 14.00 ريال للسهم. يتدالى السهم بالقرب من السعر المستهدف لذلك نقوم بذلك تقييمه باعتماد التغطية مع التوصية بالحياد.

معدل التمويل إلى الودائع عند 90%

شهد حجم التمويل ارتفاعاً كبيراً هذا العام حيث ارتفع بمقدار 13 مليار ريال خلال التسعة أشهر الأولى بالإضافة إلى توقعاتنا له بالنمو بنسبة 30% كاملاً العام مقارنة بالعام الماضي. على الرغم من ذلك إلا أننا نتوقع بأن تشهد وتيرة النمو استقراراً ببطء من عام 2017 نظراً لارتفاع حجم التمويل. مع الاستثناء المقدم من ساما، تخطى مصرف الإنماء الحد المسموح به في معدل التمويل إلى الودائع ما بين عام 2010 وعام 2013 في ظل احتياجه لبعض الوقت لبلوغ مستوى متوازن ما بين التمويل والودائع. تراجع المعدل دون مستوى 90% بنهائية الربع الثالث، حيث أن الاستثناء المقدم من قبل ساما لم يعد قائماً. قمنا بالتحفظ في تقييراتنا بشأن التمويل غير العامل والمخصصات المتعلقة به. من المتوقع أن يرتفع التمويل غير العامل من مستوى 0.7% من إجمالي التمويل في عام 2015 إلى 1.1% في العام الحالي. كذلك فإنه من المتوقع أن ترتفع المخصصات من مستوى 1.3% في عام 2015 إلى 1.9% في عام 2016.

ارتفاع الودائع ذات التكلفة لهذا العام

شكل الارتفاع الذي شهدته الودائع لهذا العام أمراً مفاجئاً نظراً لمواجهة الكثير من المنافسين تحديات بشأن المحافظة على ودائعهم. على الرغم من ذلك إلا أن حصة الودائع الآجلة شهدت ارتفاعاً خلال العام الحالي مقارنة بمستوياتها السابقة في ظل تغير تركيبة الودائع بشكل عام في القطاع بالإضافة إلى قيام المصارف بتقييم عوائد مرتفعة من أجل جذب المزيد من الودائع. ارتفعت حصة الودائع الآجلة من أدنى مستوياتها عند 31% إلى 44% في عام 2015، لترتفع بعد ذلك إلى 48% بنهائية الربع الثالث من العام الحالي.

تراجع هامش صافي عائد التمويل والاستثمار بشكل تدريجي

على الرغم من ارتفاع العائد على الأصول من مستوى 3.1% في نهاية عام 2015 إلى 3.6% في عام 2016 إلا أن تكلفة التمويل قد ارتفعت بوتيرة أسرع ليتراجع بذلك هامش صافي التمويل والاستثمار إلى مستوى 2.7% في عام 2013 (بلغ 3.3% في عام 2013). نتوقع بأن يواصل الهامش تراجعه بمقدار 10 نقاط أساس خلال العامين القادمين. المصرف بحاجة إلى استبدال الودائع الآجلة ذو التكلفة المرتفعة، والتي جمعها خلال العام الحالي، بودائع جارية من أجل المحافظة على هامش صافي التمويل والاستثمار.

قاعدة رأس المال مرتفعة بالإضافة إلى الأسهم الحرة

يساعد رأس المال الكبير لمصرف الإنماء البالغ 15 مليار ريال في عملية التمويل. إلا أنه نتيجة لذلك فإن العائد على حقوق الملكية يعد دون متوسط القطاع ولكنه في ارتفاع (بلغ 8% في 2015). شهد معدل كفاية رأس المال تراجعاً، حيث أنه من المتوقع أن يأتي دون مستوى 19% بنهائية العام الحالي على أن يسفل ما بين 15% و 16% في المستقبل. يصنف سهم المصرف من ضمن الأكثر تداولاً في السوق، حيث يعد حجم الأسهم الحرة كبيراً (بلغ متوسط أحجام التداول اليومي 50 مليون سهم، أي بنسبة 21% من متوسط المؤشر خلال 12 شهراً). لذلك فإنه من غير المفاجئ أن يتدالى السهم بالقرب من السعر المستهدف عند 14.00 ريال، نوصي بالحياد عند مستوى الأسعار الحالي.

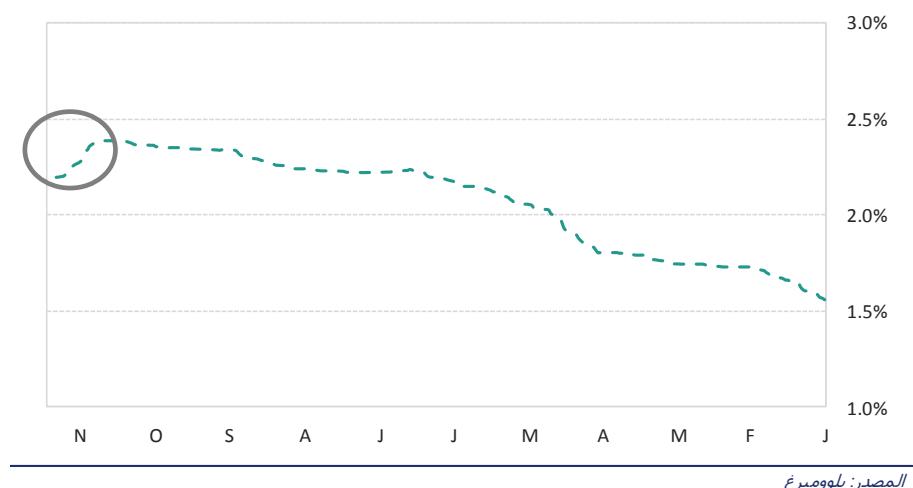
إعادة التغطية
نقوم بإعادة التغطية مصرف الإنماء مع التوصية بالحياد وبسعر مستهدف يبلغ 14.00 ريال للسهم.

نظرة على القطاع

تراجع حاد في معدل سايبور

شهدت البنوك السعودية بنهاية الثالث تراجعاً طفيفاً في محفظة القروض والودائع بنسبة 1.0% و 0.2% على التوالي مقارنة بالربع الماضي. حافظت البنوك على وتيرة نمو القروض على أساس سنوي حيث ارتفعت بنسبة 7% بينما تراجعت الودائع بنسبة 3% في ظل استمرار الضغط على السيولة خلال الربع. أنت أرباح البنوك دون التوقعات حيث تراجعت بنسبة 5% مقارنة بالعام الماضي وبنسبة 14% مقارنة بالربع الماضي، على إثر ارتفاع عمليات تجنب المخصصات التي تحدث عادة خلال النصف الثاني من العام. خالفت مستويات جودة الأصول ومعدلات التغطية التوقعات ببقائها عند مستويات جيدة، حيث واصلت القروض غير العاملة تشكيلها لما نسبته 1.2% من صافي القروض. يعكس المعدل المعروض بين البنوك السعودية (سايبور) لمدة ثلاثة أشهر حجم الضغط الذي تعرضت له السيولة لهذا العام، حيث أنه شهد ارتفاعاً بمقابل 80 نقطة أساس حتى نهاية شهر أكتوبر. على الرغم من ذلك إلا أن التطورات التي حصلت مؤخراً، والذي كان لها دور في تخفيف الضغط، أدت إلى تراجع كبير في المعدل.

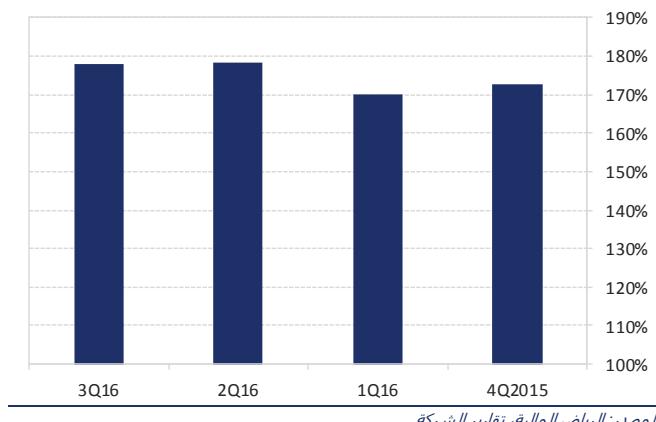
شكل 1: معدل سايبور لمدة 3 أشهر



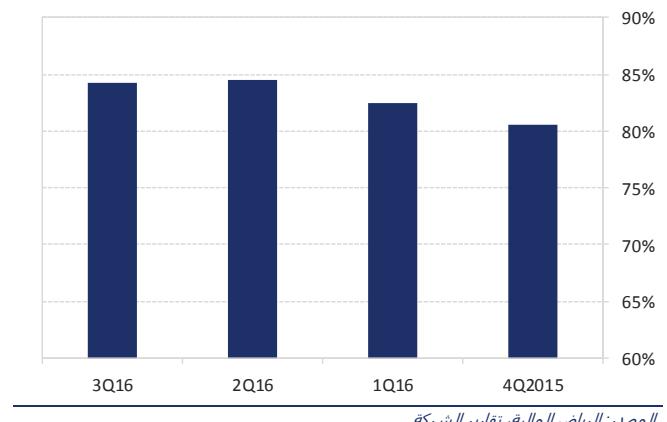
قدمت تصريحات وزير المالية، التي أشارت إلى استئناف دفع مستحقات المتعاقدين مع الحكومة، بعض الأمل لقطاع المصارف نظراً لتعريضها لقطاع التشييد والبناء بما يقارب 114 مليار ريال، أي ما نسبته 8% من إجمالي القروض. نتيجةً لذلك، فإن المخاوف بشأن الضغط على الودائع وجودة الأصول بدأت بالالاشيء بعض الشيء. بالإضافة إلى التصريحات الإيجابية كان هناك الطرح الناجح للسندات السعودية الدولية والتي بلغت قيمتها 17.5 مليار دولار، مما يعد حدثاً مهماً نظراً لحجم الطرح بالإضافة إلى العوائد المغربية عليه. على إثر التدفق المتوقع لسيولة بهذا الحجم إلى النظام المصرفي تراجع معدل سايبور لمدة ثلاثة أشهر بمقابل 22 نقطة أساس منذ الإعلان إلى مستوى 2.17%， مما يوحي بتراجع الضغط على السيولة.

من المتوقع أن يشهد معدل سايبور المزيد من التراجع بعد الأخذ بعين الاعتبار الأخبار الصادرة مؤخراً عن خطط مجلس الشؤون الاقتصادية والتطوير لتنمية المستحقات المؤجل دفعها لقطاع الخاص بنهاية العام الحالي. من المحتمل أن يؤثر ذلك بشكل إيجابي على عدة قطاعات، من ضمنها قطاع التشييد والبناء، مما سيخفف من التحديات التي يواجهها القطاع المصرفي. استجاب السوق بشكل إيجابي لهذه الأخبار حيث شهد كلًّا من المؤشر العام ومؤشر قطاع المصارف ارتفاعاً بنسبة 19% و 26% على التوالي منذ الإعلان عن طرح السندات في تاريخ 19 أكتوبر.

شكل 3: معدل تغطية القروض غير العاملة في القطاع



شكل 2: معدل القروض إلى الودائع للقطاع



بنهاية شهر سبتمبر تراجعت القروض بوتيرة أسرع من وتيرة تراجع الودائع بالمقارنة مع الربع الماضي، مما يعطي القطاع مساحة أكبر للتوسيع في الإقراض خلال الربع الرابع. تراجع معدل القروض إلى الودائع للقطاع بشكل طفيف خلال الربع الثالث إلى مستوى 84% مقابل 85% في الربع الماضي، ليكون بذلك التراجع الأول لهذا العام. من جانب جودة الأصول فقد حافظت البنوك على مستويات القروض غير العاملة عند 1.2% من صافي القروض، مرتقبة بنسبة 9% مقارنة بالعام الماضي وبنسبة 3% مقارنة بالربع الماضي. ومن جانب آخر، استقر معدل تغطية القروض غير العاملة عند مستوى 178% في ظل ارتفاع المخصصات بوتيرة مماثلة. تشكل تسوية مستحقات القطاع الخاص عاملًا يساعد في تخفيف المخاوف بشأن جودة محفظة البنوك الإقراضية في ظل تمكن الشركات التي واجهت تحديات سابقاً من سداد مستحقات البنوك. على الرغم من ذلك إلا أن زيادة مستوى تجنب المخصصات خلال الربع الرابع لن يكون مفاجئاً لنا.

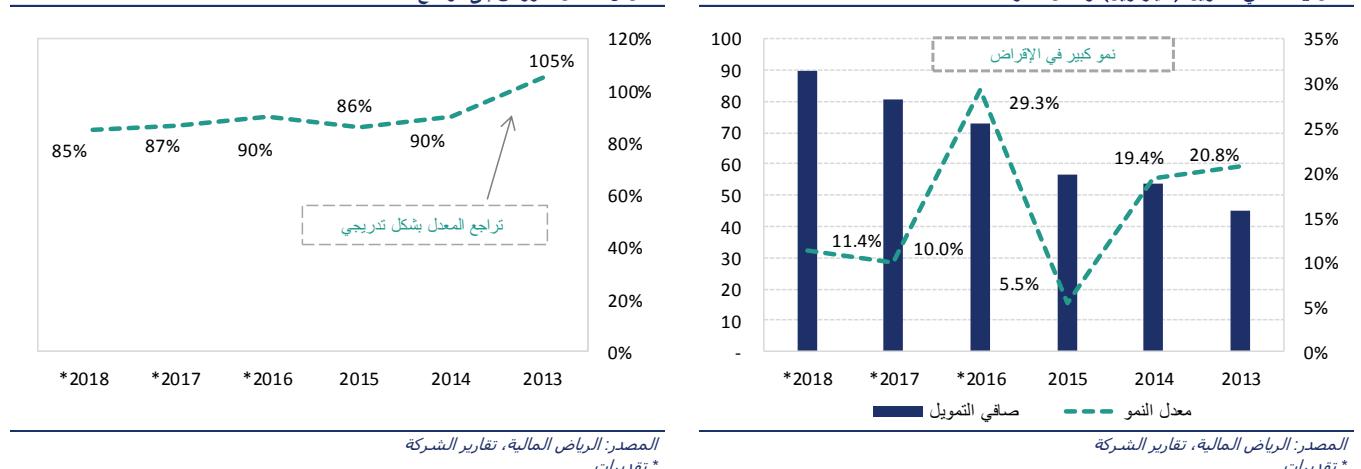
المؤشرات الرئيسية والنظرة المستقبلية

تباطؤ نمو القروض نظراً لحجمها المتزايد

بدأ مصرف الإنماء أعماله في عام 2009 بمحفظة تمويل يبلغ حجمها 1.1 مليار ريال، ليشهد بعد ذلك المصرف نمواً كبيراً ويصل صافي التمويل مستوى 69 مليار ريال بنهاية شهر سبتمبر. على الرغم من ذلك، ونظراً لارتفاع حجم التمويل، فإن وتيرة نمو صافي التمويل شهدت تباطؤاً من مستوى 21% في عام 2013 إلى 6% العام الماضي (مما كان من غير المتوقع). توقع بأن يبلغ معدل النمو مستوى 30% لهذا العام نظراً لقوة الطلب على التمويل من قبل قطاع الشركات والأفراد على إثر شح السيولة. تشير تقديراتنا إلى تراجع المعدل المتوسط للنمو إلى 12% ما بين عامي 2017 و 2019 مع تخطي صافي التمويل مستوى 100 مليار ريال في عام 2019. من الجدير بالذكر أن مصرف الإنماء يد في مرحلة نمو، لذلك فمن الطبيعي أن يبلغ معدل نمو التمويل مستويات أعلى من المنافسين. يدل ارتفاع صافي التمويل بنسبة 13 مليار ريال خلال التسعة أشهر الأولى من العام الحالي على النمو الكبير الذي يشهده المصرف.

بدأ مصرف الإنماء العام الحالي بمعدل تمويل إلى ودائع يبلغ 86%， ليترتفع إلى 90% بنهاية الربع الماضي مع محافظة المصرف على المعدل عند الحد المسموح به خلال الربع الثالث حيث توقع بأن يستمر ذلك في الربع الرابع أيضاً. كان معدل التمويل إلى الودائع فوق مستوى 100% ما بين عامي 2010 و 2013 نظراً لكون المصرف جديداً وبحاجة لبعض الوقت من أجل بلوغ مستوى متوازناً ما بين التمويل والودائع. لذلك تم استثناء المصرف من الحد المسموح به آنذاك، إلا أن مرحلة الاستثناء قد انتهت. توقع بأن يتراجع معدل التمويل إلى الودائع إلى متوسط يبلغ 85% خلال الثلاثة أعوام القادمة.

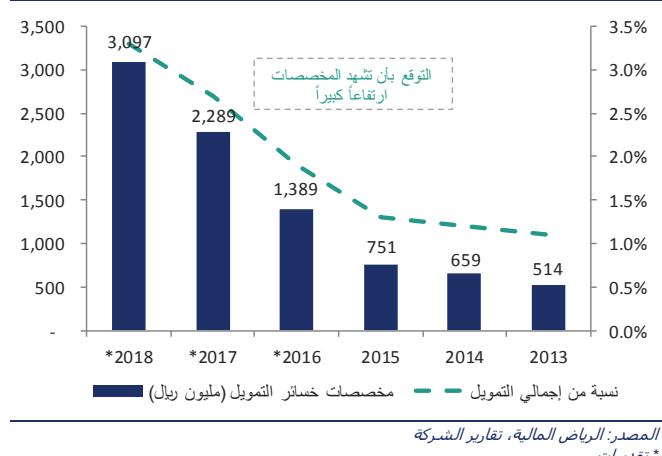
شكل 4: صافي التمويل (مليار ريال) ومعدل النمو



أدى ارتفاع الودائع بوتيرة مماثلة لنمو التمويل في الأعوام القليلة الماضية إلى الحفاظ على معدل التمويل إلى الودائع دون الارتفاع بشكل كبير، بالرغم من ذلك إلا أنها نلاحظ تحولاً في تركيبة الودائع نحو تلك التي تحمل فائدة من أجل مواصلة مستويات النمو نظراً لأوضاع السيولة في القطاع.

نظراً للبطء الاقتصادي، والذي ينتج عنه تارياً ارتفاعات في مستويات القروض غير العاملة، فقد قمنا باتباع نهج حذر في توقعاتنا لكل من التمويل غير العامل والمخصصات لدى مصرف الإنماء. خلال العام الحالي كان هنالك إشارات على مواجهة قطاع التشيد لتحديات نظراً لصعوبة الحصول على مشاريع جديدة بالإضافة إلى صعوبة استكمال المشاريع القائمة. قمنا بتقدير ارتفاعاً في القروض غير العامل والمخصصات لجميع البنوك التي تقع تحت تعطيتنا. نعتقد بأن يشهد التمويل غير العامل ارتفاعاً من مستوى 429 مليون ريال (تمثل ما نسبته 0.7% من إجمالي القروض) خلال عام 2015 إلى 820 مليون ريال (تمثل ما نسبته 1.1% من إجمالي القروض) بنهاية العام الحالي وإلى مليار ريال بنهاية عام 2017. بلغ حجم التمويل غير العامل مستوى 481 مليون ريال بنهاية شهر سبتمبر، إلا أنها نعتقد بأن يكون هنالك ارتفاع في التمويل غير العامل خلال الربع الرابع نظراً للأوضاع الاقتصادية، مما يدفعنا لإتباع النهج الحذر.

شكل 7: مخصصات الخاضق قيمة التمويل كنسبة من إجمالي التمويل



شكل 6: التمويل غير العامل كنسبة من إجمالي التمويل

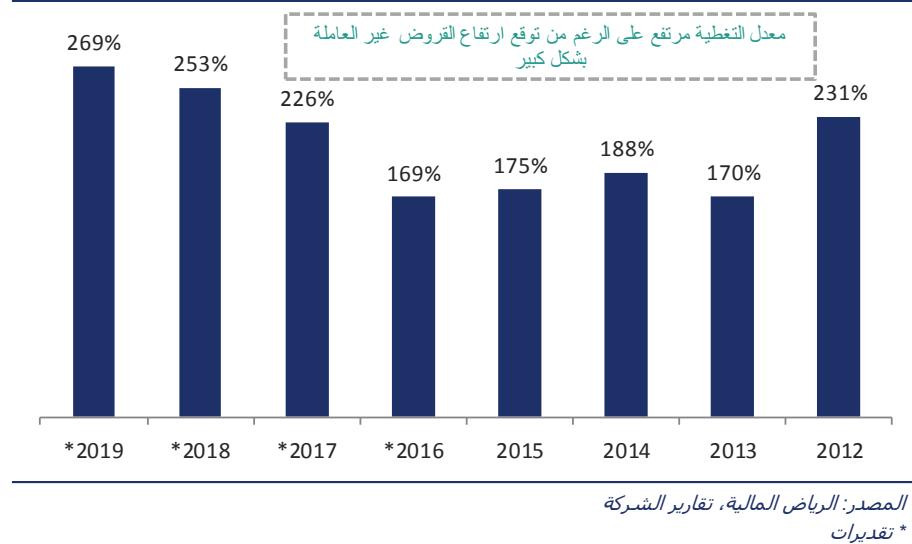


اتبعنا نهج حذر أيضاً في تقديراتنا للمخصصات. في حين أن مخصص انخفاض قيمة التمويل قد ارتفع من مستوى 514 مليون ريال في عام 2013 إلى 751 مليون ريال العام الماضي، فيما بلغ مستوى 830 مليون ريال بنهاية شهر سبتمبر الماضي، فإننا نتوقع بأن يبلغ مستوى 1.39 مليار ريال بنهاية العام الحالي. تم رفع معدل المخصص إلى إجمالي التمويل من مستوى 1.3% في عام 2015 إلى 1.9% خلال العام الحالي. نتوقع كذلك بأن يستمر الارتفاع في عام 2017 ليبلغ المخصص مستوى 2.29 مليار ريال. نعتقد بأنه من الأفضل إتباع الحذر وتغيير مستويات مرتفعة للمخصصات نظراً لاحتمالية تأثير التباطؤ الاقتصادي على الشركات وقدرتها على سداد دفعات المصارف.

تحسين معدل التغطية ابتداءً من عام 2017

تشير تقديراتنا إلى ارتفاع مستوى التمويل غير العامل بشكل كبير بنهاية العام الحالي والأعوام القادمة، إلا أن معدل التغطية يهدى عند مستويات مرتفعة. على الرغم من تراجع المعدل من تراجع المعدل من 188% في عام 2014 إلى 175% في عام 2015، ونتوقع أن يواصل تراجعه لمستوى 169% بنهاية العام الحالي، إلا أننا نعتقد بأن يتحلى مستوى 200% في عام 2017. نتيجة لذلك، فإنه بإمكان المصرف أن يستوعب أي خسارة في محفظة التمويل.

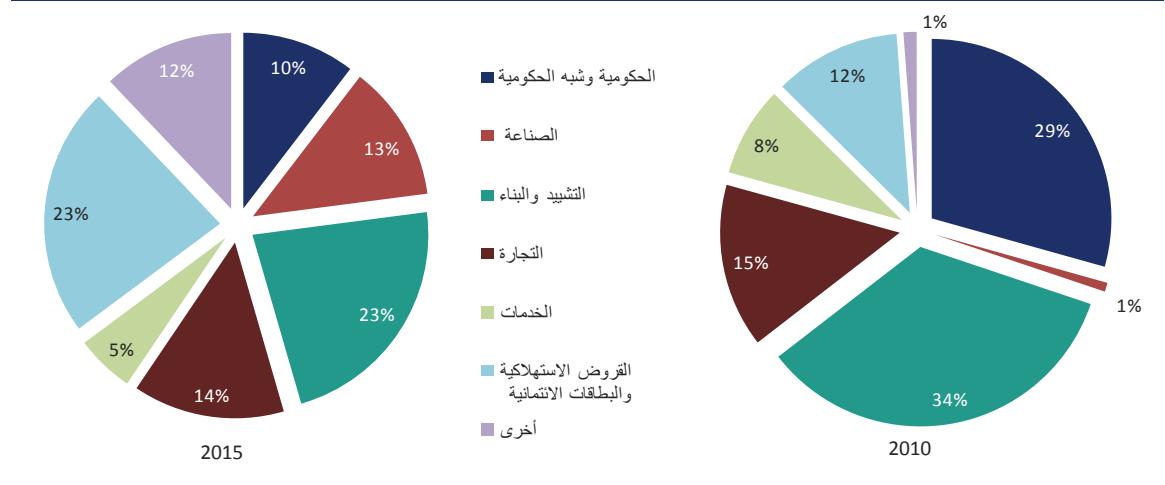
شكل 8: معدل تغطية التمويل غير العامل



إيجابية تنوع المحفظة التمويلية

شهدت المحفظة التمويلية لمصرف الإنماء تنوعاً ما بين عامي 2010 و 2015 لتصل إلى تركيبة أكثر توازناً. تراجعت حصة القطاع الحكومي وشبيه الحكومي من المحفظة من 29% إلى 10% في حين تراجعت حصة قطاع التشييد والبناء من 34% إلى 23%. يعد مستوى 23% مرتفعاً نظراً إلى الظروف الاقتصادية التي تعرض فيها قطاع التشييد لتحديات كبيرة. على الرغم من ذلك، إلا أن تصنيف هذا القطاع يشمل التمويل العقاري أيضاً، وذلك وفقاً لإدارة المصرف. ارتفاع حصة التمويل الاستهلاكي من 12% إلى 23% يعد نقلة نوعية، حيث أنها تشير إلى توجه المصرف نحو موازنة المحفظة التمويلية ما بين قطاعي الشركات والأفراد.

الشكل 9: مقارنة تركيبة التمويل ما بين عام 2010 وعام 2015



المصدر: تقارير الشركة

ارتفاع ملحوظ للودائع هذا العام

شهدت الودائع نمواً مماثلاً للنمو الكبير الذي شهدته التمويل منذ بدء المصرف للعمل. ارتفعت الودائع من مستوى 8.3 مليار ريال في عام 2010 إلى 65.5 مليار ريال العام الماضي و 77.3 مليار ريال بنهاء شهر سبتمبر. يتوقع بأن تواصل الودائع ارتفاعها إلى 121.4 مليار ريال في عام 2019. بلغ معدل النمو مستوى 39% في عام 2014 ليتراجع بعدها إلى 10% العام الماضي، إلا أنه من المتوقع أن يرتفع إلى مستوى 24% في العام الحالي. لكل من العامين 2017 و 2018 تتوقع بأن تباطأ وتيرة النمو نظراً لارتفاع حجم الودائع بالإضافة إلى محاولة المصرف الحد من ارتفاع الودائع الأجلة التي ترتفع من تكلفة التمويل.

شكل 10: الودائع (مليار ريال) ومعدل النمو



المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة

* تقديرات

يعد نمو الودائع لهذا العام مذهلاً نظراً لمواجهة العديد من المنافسين لتحديات المحافظة على ودائعهم. على الرغم من ذلك إلا أن هناك نمواً في حصة الودائع الأجلة خلال العام الحالي مقارنة بمستوياتها السابقة في ظل التحول الحاصل في القطاع نحوها بالإضافة إلى تقديم المصادر عوائد مرتفعة لجذب السيولة. شهدت حصة الودائع الأجلة ارتفاعاً من مستوى 31% إلى 44% في عام 2015 و 48% بنهاء الربع الثالث من العام الحالي. وفي الوقت ذاته، تراجعت حصة الودائع الجارية (التي لا تحمل فائدة) إلى مستوى 52% من إجمالي الودائع في الربع الحالي وذلك مقابل 55% في بداية العام الحالي.

ارتفاع معدلات الفائدة يدعم الدخل

شهد دخل التمويل الإجمالي ارتفاعاً على إثر ارتفاع أنشطة التمويل والاستثمار، حيث بلغ معدل النمو 38% في عام 2012 و 11% في عام 2015. تشير تقديراتنا للعام إلى بلوغ معدل النمو مستوى 33% مقارنة بالعام الماضي على إثر ارتفاع التمويل بشكل كبير بالإضافة إلى ارتفاع معدل سايبور. على الرغم من ذلك إلا أنها تتوقع بأن تتراجع التغيرة لما بين 11% و 17% ابتداءً من عام 2017 نتيجةً لاستقرار معدلات الفائدة وتباطؤ نمو التمويل. شهدت تكلفة التمويل ارتفاعاً كبيراً وذلك على الرغم من توقعنا بأن يشهد صافي الدخل التمويل والاستثمار ارتفاعاً من 2.3 مليار ريال في عام 2015 إلى 2.6 مليار ريال للعام الحالي. من المتوقع كذلك أن ينمو العائد على استثمارات العملاء الأجلة (الذي يتم دفعه لأصحاب الودائع الأجلة) من مستوى 269 مليون ريال العام الماضي إلى 807 مليون ريال بنهاية العام الحالي.

شكل 11: تراجع صافي الدخل في 2016



المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة

* تقديرات

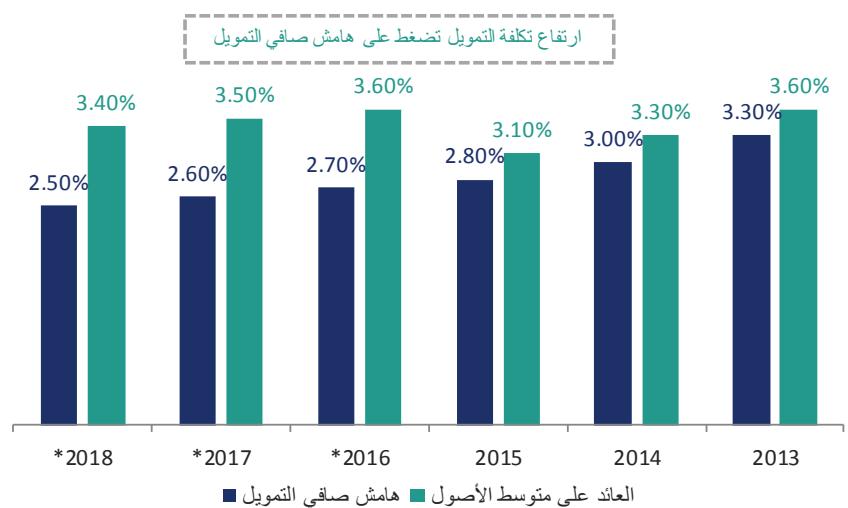
شكل الدخل غير التشغيلي تحدياً للقطاع خلال العام الحالي. كان أداء كلاً من دخل الأتعاب المصرفي ودخل تحويل العملات بالإضافة دخل المتاجرة والاستثمارات المتاحة للبيع ضعيفاً نتيجةً للبطء الاقتصادي. تراجع الدخل غير التشغيلي الربعي لمصرف الإنماء إلى 164 مليون ريال خلال الربع الثالث مقابل 216 مليون ريال في الربع الثاني، مما يدفعنا إلى التوقع بأن يبلغ الدخل غير التشغيلي لمجمل العام الحالي مستوى 698 مليون ريال (مقابل 784 مليون ريال في عام 2015). في ظل ارتفاع المخصصات وتراجع الدخل غير التشغيلي فإننا تتوقع بأن يشهد صافي الدخل في العام الحالي تراجعاً بنسبة 7% مقارنة بالعام الماضي ليبلغ 1.37 مليار ريال، إلا أنه من المتوقع أن يرتفع إلى مستوى 1.75 مليار ريال في عام 2017 و 2.05 مليار ريال في عام 2018.

تراجع تدريجي لهامش صافي دخل التمويل والاستثمار

ارتفاع معدل سايبور بشكل كبير لأكثر من عام على إثر الضغط على السيولة، حيث بلغ أعلى مستوياته مؤخراً عند 2.39% ليتراجع بعدها دون ذلك. كان لهذه الارتفاعات أثر إيجابي على مصرف الإنماء في ظل التوقع بارتفاع متوسط العائد على الأصول من 3.1% في عام 2015 إلى 3.6% للعام الحالي. على الرغم من ذلك إلا أنها تتوقع بأن يتراجع هامش صافي دخل التمويل والاستثمار بمقدار 10 نقاط أساس مقارنة بالعام الماضي ليبلغ 2.7% بنهاية العام الحالي وذلك على إثر ارتفاع تكلفة التمويل بشكل كبير. بلغ هامش صافي دخل التمويل والاستثمار للمصرف مستويات مرتفعة سابقاً (3.3% في عام 2013) إلا أنه في تراجع بشكل متواصل في كل عام مع قرب انتهاء مرحلة النمو.

بالمضي قدماً تتوقع أن يتراجع متوسط العائد على الأصول بمقدار 10 نقاط أساس في كل من عام 2017 وعام 2018 بالإضافة إلى تراجع هامش صافي دخل التمويل والاستثمار بوتيرة مماثلة مع استقرار معدلات الفائدة. المصرف بحاجة إلى استبدل الودائع الأجلة ذات التكلفة المرتفعة، والتي ارتفعت خلال العام الحالي، بودائع جارية من أجل حماية الهامش من التراجع.

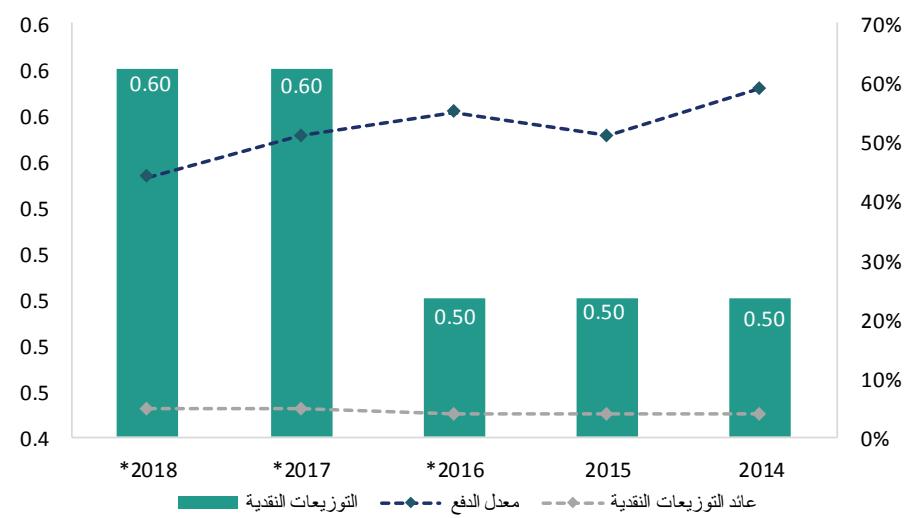
شكل 12: هامش صافي دخل التمويل والاستثمار والعائد على متوسط الأصول



عائد توزيع أرباح طبيعي

قام مصرف الإنماء بتوزيع أرباح لأول مرة في عام 2014 بمقابل 0.50 ريال للسهم، حيث أنتظراً توزيعاً مماثلاً للعام الحالي على أن يرتفع إلى 0.60 ريال للسهم في عام 2017. يبلغ عائد توزيعات الأرباح المتوقع لعام 2016 مستوى 4%. يعد سهم المصرف من أكثر الأسهم نشاطاً نظراً لكمية الأسهم الحرة الكبيرة.

شكل 13: عائد توزيعات الأرباح



التقييم والتوصية

نواصل تفضيلنا استخدام نموذج التقييم المبني على مكرر القيمة الدفترية لتقييم البنوك التي تقع تحت تنظيتنا. بالنظر إلى القيمة الدفترية المستقرة، نعتقد بأن هذا التقييم هو الأمثل من حيث إظهار القيمة الحقيقية للشركات المالية. كما يظهر في الجدول رقم 1 أدناه، قمنا بالوصول إلى مكرر القيمة الدفترية العادل لمصرف الإنماء بحساب 10.5% كعائد على حقوق الملكية طويل الأجل، و 10.3% تكلفة حقوق الملكية، و 5.4% معدل نمو طويل الأجل. يعد العائد على حقوق الملكية متذبذباً بالمقارنة مع المنافسين نظراً لحجم رأس المال الكبير. بذلك نصل إلى معدل نمو مبني على العائد على حقوق الملكية الذي يبلغ 10.5% و معدل الأرباح المتبقية على المدى الطويل والذي يبلغ 51.0%.

جدول 1: التقييم بناءً على مكرر القيمة الدفترية

| *2018 | *2017 | *2016 | 2015 | | الافتراضات |
|--------------|-------|-------|-------|---|---|
| 13.78 | 13.15 | 12.63 | 12.23 | القيمة الدفترية للسهم (ريال) | |
| %10.5 | | | | العائد على حقوق الملكية على المدى البعيد | العائد الحالي من المخاطرة |
| %5.4 | | | | نسبة النمو على المدى البعيد (لما بعد 5 سنوات) | نسبة المخاطرة للاستثمار |
| %10.3 | | | | تكلفة حقوق الملكية | بيتاً |
| x1.04 | | | | مكرر القيمة الدفترية المناسب | تكلفة حقوق الملكية |
| 13.68 | | | | السعر المستهدف للسهم | معدل الأرباح المتبقية على المدى الطويل |

المصدر: الرياض المالية

* تقديرات

يبلغ مكرر القيمة الدفترية المستهدف لمصرف الإنماء 1.04 مرة حيث قمنا بتطبيقه لتقديراتنا للقيمة الدفترية المتوقعة للسهم في عام 2017 والبالغة 13.15 ريال لنصل إلى قيمة عادلة للسهم تبلغ 13.68 ريال.

كوسيلة للتأكد قمنا بإجراء التقييم بالاعتماد على مكرر الربحية لمصرف بحساب مكرر ربحية مستهدف يبلغ 11.0 مرة (مقارنة بمتوسط القطاع البالغ 10.0 مرات). يبلغ متوسط تقديراتنا لربحية السهم للأعوام ما بين 2016 و 2019 مستوى 1.25 ريال، لنصل بذلك إلى قيمة عادلة للسهم تبلغ 13.72 ريال.

جدول 2: التقييم بناءً على مكرر الربحية

| *2019 | *2018 | *2017 | *2016 | | |
|--------------|-------|-------|-------|---|--|
| 1.53 | 1.37 | 1.17 | 0.92 | ربحية السهم | |
| x11.0 | | | | مكرر الربحية المستهدف | |
| 1.25 | | | | متوسط ربحية السهم المتوقعة للفترة (2018-2016) | |
| 13.72 | | | | السعر المستهدف للسهم | |

المصدر: الرياض المالية

* تقديرات

نقوم بإعادة التغطية على مصرف الإنماء بسعر مستهدف خلال 12 شهر يبلغ 14.00 ريال للسهم والذي يمثل مكرر قيمة الدفترية يبلغ 1.1 مرة و مكرر ربحية يبلغ 12.0 مرة لمجمل تقديراتنا للقيمة الدفترية وأرباح عام 2017. نظراً لتناول السهم بالقرب من السعر المستهدف، نوصي بالحياد. من الطبيعي أن يتداول سهم مصرف الإنماء بالقرب من السعر المستهدف كونه من أكثر الأسهم تداولاً في السوق نظراً لتقديم السيولة عاملاً مساعداً في طريقة تحديد القيمة العادلة للسهم.

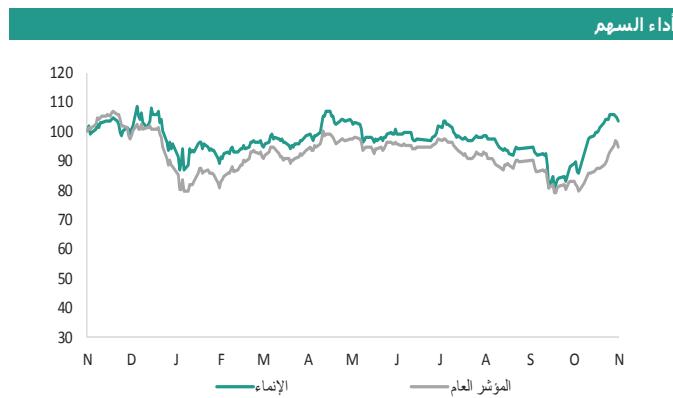
القوائم المالية

جدول 3: مختصر القوائم المالية

| | | | | النسبة |
|--------|---------|--------|--------|----------------------------------|
| | | | | النمو (مقارنة بالعام الماضي) |
| *2018 | *2017 | *2016 | 2015 | |
| %8.4 | %15.7 | %12.9 | %9.8 | صافي دخل التمويل والاستثمار |
| %7.5 | %13.4 | %6.8 | %16.9 | إجمالي دخل العملات |
| %17.1 | %27.6 | -%6.5 | %16.3 | صافي الدخل |
| %11.3 | %12.0 | %29.3 | %5.5 | إجمالي التمويل |
| %5.0 | %10.0 | -%20.0 | %8.0 | إجمالي الاستثمار |
| %14.0 | %16.0 | %24.0 | %10.3 | إيداعات العملاء |
| %12.8 | %14.2 | %23.4 | %9.1 | الأصول المدرة |
| %12.2 | %13.3 | %20.9 | %9.7 | إجمالي الموجودات |
| %5.4 | %3.6 | %2.5 | %2.3 | حقوق المساهمين |
| | | | | الربحية |
| %1.6 | %1.5 | %1.4 | %1.7 | العائد على متوسط الأصول |
| %10.3 | %9.2 | %7.4 | %8.1 | العائد على متوسط حقوق الملكية |
| %2.5 | %2.6 | %2.7 | %2.8 | هامش صافي دخل التمويل والاستثمار |
| | | | | أخرى |
| %15.9 | %17.0 | %18.6 | %22.9 | معدل كفاية رأس المال |
| %253.0 | %6226.0 | %169.0 | %175.0 | معدل تغطية التمويل غير العامل |
| x10.3 | x12.0 | x15.3 | x14.3 | مكرر الربحية |
| x1.0 | x1.1 | x1.1 | x1.1 | مكرر القيمة الدفترية |
| %4.3 | %4.3 | %3.6 | %3.6 | عائد الأرباح الموزعة |
| %44.0 | %51.0 | %55.0 | %51.0 | معدل دفع الأرباح |

| قائمة الدخل (مليون ريال) | | | | |
|----------------------------|-------|-------|-------|------------------------------|
| الدخل التمويلي والاستثماري | | | | |
| 4,392 | 3,949 | 3,379 | 2,547 | عائد استثمارات لأجل |
| 1,167 | 974 | 807 | 269 | صافي دخل العمولات الخاصة |
| 3,225 | 2,975 | 2,572 | 2,278 | مقدار دخل آخر |
| 762 | 734 | 698 | 748 | إجمالي دخل العملات |
| 3,987 | 3,708 | 3,270 | 3,063 | إجمالي مصاريف العملات |
| 1,917 | 1,940 | 1,879 | 1,582 | الحصة من أرباح شركات زميلة |
| -17.0 | -14.0 | -17.0 | -11.0 | صافي الدخل |
| 2,053 | 1,754 | 1,374 | 1,470 | الأسهم المتداولة (مليون سهم) |
| 1,500 | 1,500 | 1,500 | 1,500 | ربحية السهم (ريال) |
| 1.37 | 1.17 | 0.92 | 0.98 | الأرباح الموزعة للسهم (ريال) |
| 0.60 | 0.60 | 0.50 | 0.50 | |

| قائمة المركز المالي (مليون ريال) | | | | |
|----------------------------------|----------------|----------------|---------------|--------------------------------------|
| الموجودات | | | | |
| 11,091 | 8,169 | 5,458 | 5,133 | نقدية وأرصدة لدى مؤسسة النقد السعودي |
| 22,073 | 20,066 | 18,242 | 17,015 | أرصدة لدى البنوك |
| 8,019 | 7,638 | 6,943 | 6,468 | الاستثمارات، صافي |
| 91,212 | 81,916 | 73,128 | 56,570 | التمويل، صافي |
| 1,709 | 1,680 | 1,653 | 1,629 | الأصول الثابتة، صافي |
| 2,195 | 1,996 | 1,814 | 1,910 | موجودات أخرى |
| 136,299 | 121,464 | 107,238 | 88,725 | إجمالي الموجودات |



| المطلوبات و حقوق المساهمين | | | | |
|----------------------------|----------------|---------------|---------------|-------------------------|
| ودائع العملاء | | | | |
| 107,474 | 94,275 | 81,272 | 65,542 | أرصدة لدى البنوك الأخرى |
| 6,026 | 5,478 | 4,980 | 2,263 | سندات دين مقدرة |
| 0 | 0 | 0 | 0 | مطلوبات أخرى |
| 2,269 | 2,225 | 2,181 | 2,567 | إجمالي المطلوبات |
| 115,769 | 101,978 | 88,433 | 70,372 | |

| رأس المال | | | | |
|----------------|----------------|----------------|---------------|-----------------------|
| احتياطي نظامي | | | | |
| 15,000 | 15,000 | 15,000 | 15,000 | أرباح مقدمة |
| 2,677 | 2,163 | 1,725 | 1,381 | إجمالي حقوق المساهمين |
| 2,169 | 1,639 | 1,333 | 1,313 | |
| 20,530 | 19,486 | 18,805 | 18,352 | |
| 136,299 | 121,464 | 107,238 | 88,724 | |

المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

* تقديرات

تصنيف السهم

| غير مصنف | بع | حياد | شراء |
|---------------------|--------------------------------------|---|-------------------------------------|
| تحت المراجعة/ مقيّد | اجمالي العوائد المتوقعة أقل من 15% - | اجمالي العوائد المتوقعة بين 15% و 15% - | اجمالي العوائد المتوقعة أكبر من 15% |

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

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

بيان إخلاء المسؤولية

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنه موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الواقع الوارد في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والأراء 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. وبناء عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، وأو عدالة ، وأو 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 محتواه، و لن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء ، ومسؤولين ، و موظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو أحد أو أكثر من الشركات التابعة أو عمالها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير.

الأراء 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 هناك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع آية آراء أو التنبؤات او التوقعات واردة في هذا التقرير ، و ما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء ، والتنبؤات والتوقعات تخضع بعض المخاطر وعدم التأكيد 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 بالتغييرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشرا للأداء المستقبلي. وفقا 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 وأو الأهداف الاستثمارية الخاصة وأو الاحتياجات الخاصة بالقارئ . قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية وأو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظرا لان الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائما لجميع الأشخاص .

لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كليا أو جزئيا، وجميع المعلومات والأراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.