

بيانات السوق

السعر	٢٥,١ ريال سعودي*
القيمة العادلة	٢٦,٩ ريال سعودي
تاريخ استحقاق آخر كوبون	٠٠,٧٥ ريال في ١٣ أبريل ٢٠١٠
رأس المال السوقي	٣٠١٢ مليون ريال سعودي
عدد الأسهم	١٢٠ مليون
المتوسط الشهري للقيمة المتداولة	١٠١ مليون ريال سعودي
أعلى / أدنى سعر في ٥٢ أسبوع	٢٩,٧ / ٢١,٠ ريال سعودي
كود بلومبرج / رويترز	4020.SE / SRECO
التداول الحر	٣٠%

أداء سعر السهم مقارنة بمؤشر TASI



التوصية محايد

شركة العقارية

نتائج الربع الثالث من عام ٢٠١٠ تتفوق على التقديرات المتحفظة،
وغياب عوامل محفزة في المستقبل المنظور

قطاع العقارات | السعودية

تغيير القيمة العادلة والتوقعات

تخفيض القيمة العادلة إلى ٢٦,٩ ريال / سهم والتوصية إلى محايد

قمنا بخفض تقديراتنا لربحية السهم في عام ٢٠١٠ بعد الأداء الأضعف من التوقعات في الأشهر التسعة الأولى من العام. وكنا قد توقعنا نموا قويا للإيرادات في عام ٢٠١٠ نتيجة طرح عقارات جديدة في الربع الثالث من عام ٢٠٠٩، وهي التوقعات التي لم تتحقق بسبب ضعف أداء وحدات الإيجار القديمة للشركة. كما أننا قلقون من زيادة السيولة والموجودات التي لا تتعلق بالنشاط الرئيسي للشركة والتي تمثل حوالي ٣٤٪ من إجمالي الموجودات.

مضاعفات مرتفعة حتى بعد التعديل لحساب الرصيد النقدي والاستثمارات

يتم التداول على الشركة بمضاعف ربحية تقديري مرتفع لعام ٢٠١٠ يبلغ ٣٢ مرة مقارنة بمضاعف السوق البالغ ١١ مرة. وحتى بعد التعديل لحساب قيمة النقدية والاستثمارات في الميزانية، فإن مضاعف الربحية يظل مرتفعا عند ١٩ مرة. ونرى أن مضاعف الربحية ليس معبرا عن التقييم النسبي (على الرغم من استقرار الأرباح) حيث من المرجح أن السوق تعطي قيمة لموجودات الشركة وليس لتدفقاتها النقدية وذلك لانخفاض عوائد الإيجارات. ومع ذلك، فإنه يتم التداول على السهم بانخفاض طفيف بنسبة ٦٪ عن قيمة صافي الموجودات التقديرية مقارنة بمتوسط شركات الشرق الأوسط وشمال أفريقيا البالغ ٣٠٪ مما يجعل السهم مكلفا.

تجنب الدين يحد من سرعة تنفيذ التوسعات ومن العائد على حقوق الملكية

نعتقد ان إدارة الشركة تفضل أن تنهج أسلوبا متحفظا للغاية في ميزانياتها، إذ لا يوجد في الميزانية بند للدين منذ خمس سنوات، الأمر الذي يحد من إمكانيات التوسع كما يعيق تحسن العائد على حقوق الملكية (البالغ ٣٪ حاليا)، خاصة وأن نموذج أعمال الشركة يعتمد كثيرا على الدخل من الإيجارات. وفي تقديرنا أن الميزانية والعمليات تستطيع تحمل دين طويل الأجل يبلغ على الأقل ٧٠٠ مليون ريال.

بعض المفاجآت الإيجابية في نتائج الربع الثالث من عام ٢٠١٠

بلغ صافي الربح ٣٣ مليون ريال مقابل توقعاتنا وكانت ٢١ مليون ريال، وبلغ إجمالي الإيرادات ٥٩ مليون ريال، بارتفاع ربع سنوي ٣٠٪ وبارتفاع ٢٥٪ عن توقعاتنا وكانت ٤٧ مليون ريال. وترجع هذه النتائج التي فاقت التوقعات إلى زيادة معدلات الإشغال في العقارية بلازا وهو ما توقعنا أن يحدث في الربع الرابع من عام ٢٠١٠.

أهم البنود المالية ومضاعفات التقييم الرئيسية

نهاية السنة المالية - ديسمبر (مليون ريال سعودي)	٢٠٠٩ف	٢٠١٠ف	٢٠١١م	٢٠١٢م
الإيرادات	١٧١	٢١٣	٢٣٢	٢٢٩
هامش مجمل الربح	٦٣٪	٦٢٪	٥٧٪	٥٦٪
ربحية السهم (ريال سعودي)	٠,٧٧	٠,٧٩	٠,٩٢	٠,٩٠
نمو ربحية السهم	٢١٪	٢٪	١٧٪	٣٪
صافي الدين (نقدية)	(٦٤٣)	(٢٤٥)	(١١٥)	(٥٨)
مضاعف الربحية* (مرة)	٣٢,٤	٣١,٧	٢٧,٢	٢٧,٩
مضاعف القيمة الدفترية* (مرة)	١,٠	١,٠	١,٠	١,٠
العائد على التوزيعات	٣,٠٪	٣,١٪	٣,٦٪	٣,٤٪

*السعر في ١٨ أكتوبر ٢٠١٠

المصادر: شركة العقارية وتقديرات المجموعة المالية هيرميس

١- سهم العقارية مكلف نسبياً، لا مجال كبير لوقوع مفاجآت

قمنا بخفض تقديراتنا للقيمة العادلة لشركة العقارية إلى ٢٦,٩ ريال/سهم من ٣٣,٥ ريال/سهم كما خفضنا التوصية من شراء إلى محايد.

ويرجع تخفيض القيمة العادلة إلى خفض التوقعات الخاصة بالإيجارات وتطبيق خصم على قيمة الاستثمارات المتنوعة والتي لا تدخل ضمن النشاط الرئيسي للشركة. كما قمنا بتغيير منهجية تقييم مشروع بن بان والذي أدخلناه حالياً كجزء من تقييم مخزون الأراضي المتبقي.

وينطوي السهم على إمكانات ارتفاع محدودة مع عدم وجود عوامل محفزة له في الأجل القصير. ونعتقد أن الشركة لن تستفيد بشكل مباشر من قانون الرهن العقاري الجديد بعد صدوره ما لم تقوم ببيع أولى مشروعاتها السكنية وهو بن بان. وإلى أن يتحقق ذلك، فإن السهم لن يستفيد من القانون والذي سيؤدي إلى تحسين المزاج الاستثماري تجاه أسهم الشركات العقارية المقيدة في بورصة (تداول).

شكل ١: ملخص تقييم الشركة

بالمليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

البند	التقييم الجديد	لكل سهم	التقييم القديم	لكل سهم
محفظة الإيجارات	١١٥٨	٩,٧	١٦١٣	١٣,٤
مشروع بن بان	-	-	٢٤٨	٢,١
المخزون المتبقي من الأراضي النقدية	١٢٥٩	١٠,٥	١٢٣٧	١٠,٣
الاستثمارات	٥٧٠	٤,٧	٢٣٤	٢,٠
النقدية	٢٤٦	٢,١	٦٨٨	٥,٧
المجموع	٣٢٣٤	٢٦,٩	٤٠٢٠	٣٣,٥

المصدر: تقديرات المجموعة المالية هيرميس

لو يتم ارتفاع نسبة توزيع الأرباح...

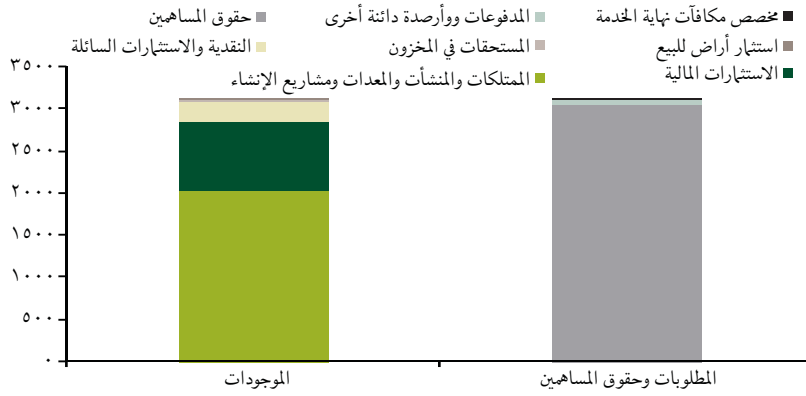
نعتقد أن السهم سيحصل على توصية أعلى لو تم توزيع السيولة الزائدة كأرباح على المساهمين بالإضافة إلى زيادة الرافعة المالية في الميزانية. وتشير تقديراتنا إلى أن الشركة يمكنها تحقيق عائد على وحداتها المؤجرة بحوالي ١١ - ١٢٪ (على أساس القيمة السوقية للموجودات) وهو أعلى من تقديراتنا لما تحصله الشركة من عوائد حالياً. ويعد ذلك أعلى من التكلفة الافتراضية للاقتراض في رأينا. ومن ثم، فإن زيادة الرافعة سيصدر قيمة إضافية لحملة الأسهم.

جدير بالذكر أن الشركة لا زالت تتجنب الدين في رأينا، فهي لا تلجأ إلى الدين وتقوم بتمويل الإنشاءات والاستحواذات على الأراضي من التدفقات النقدية الداخلية على الرغم من خطط التوسع الطموح التي وضعتها (مشروع بن بان ومشروع عقارية بلازا جدة وتوسيع الحي الدبلوماسي، إلخ ٠٠٠). وتؤدي زيادة السيولة في الميزانية (النقدية والاستثمارات منخفضة العوائد) إلى خفض العائد على حقوق الملكية والذي يبلغ ٣٪ حالياً.

قطاع العقارات | السعودية

شكل ٢: هيكل ميزانية الشركة (الربع الثاني ٢٠١٠)

بالمليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك



المصدر: شركة العقارية

العائد على الوحدات المؤجرة لا يزال منخفضا

سيكون العائد الفعلي للإيجارات منخفضا أكثر إذا ما وضعنا في الحسبان القيمة السوقية الحقيقية لوحدات الشركة، ولكن لا يمكن حسابها كمياً دون التقييم من طرف ثالث. إلا أننا نعتقد أنه من دواعي الأمان الافتراض بأن العائد الفعلي يقل كثيراً عن متوسط السوق البالغ ١١٪.

مضاعفات مرتفعة حتى بعد التعديل لحساب الرصيد النقدي والاستثمارات

تحقق الشركة معظم عوائدها من وحداتها المؤجرة، إلا أننا نرى أنه لا ينبغي تقييم الشركة على أساس مضاعفات الربحية، وذلك لأن جزء كبير من رأس المال السوقي يعكس، في رأينا، الفارق بين القيمة الدفترية للوحدات المؤجرة وقيمتها السوقية. كما أن الرصيد الكبير من النقدية والاستثمارات في الميزانية يجعل من مضاعفات الربحية وسيلة غير مجدية لتقييم الشركة.

كل ما سبق يفسر لماذا يتم التداول على الشركة حالياً بمضاعف ربحية مرتفع يبلغ ٣٢ مرة في عام ٢٠١٠ مقارنة بالسوق (١١ مرة). نعتقد أن القيمة السوقية للشركة يجب تعديلها لاستبعاد قيمة الموجودات التي لا تتعلق بنشاطها الرئيسي (النقدية والاستثمارات) والتي تمثل ٣٤٪ من إجمالي موجوداتها (حتى آخر الربع الثاني من عام ٢٠١٠). ومع ذلك، يظل مضاعف الربحية التقديري مرتفع حتى بعد التعديل إذ يبلغ ١٩ مرة في عام ٢٠١٠.

شكل ٣: مضاعفات الربحية الضمنية والمعدلة

بالمليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

السعر (ريال سعودي)	٢٥
الأسهم	١٢٠
رأس المال السوقي	٣٠١٢
	٢٠٠٩
الأرباح	٩٣
مضاعف الربحية الغير المعدلة (مرة)	٣٢
إيرادات الاستثمار	١٧
الأرباح المعدلة	٧٦
الاستثمارات	٤٩٨
النقدية	٦٤٣
رأس المال السوقي المعدل	١٨٧١
مضاعف الربحية المعدلة (مرة)	٢٥

المصدر: تقديرات المجموعة المالية هيرميس

قطاع العقارات | السعودية

سهم مكلف أيضا على أساس صافي قيمة الموجودات

في تقديرنا أن صافي قيمة الموجودات للسهم يبلغ ٢٦,٨ ريال على أساس الميزانية المعدلة في الربع الثاني من عام ٢٠١٠، وهذا يشير إلى أنه يتم التداول على السهم بخضم متواضع عن صافي قيمة الموجودات التقديرى يبلغ ٦٪، وهو يقل كثيرا عن أسهم الشركات العقارية التي تدخل مجال تغطيتنا في مصر ودولة الإمارات التي يتم التداول عليها، في المتوسط، بخضم حوالى ٣٠٪.

شكل ٤: الخضم على صافي قيمة الموجودات لبعض أسهم الشركات العقارية في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا

بالريال السعودي، ما لم يذكر غير ذلك

الشركة	البلد	القيمة الدفترية للسهم	صافي قيمة الموجودات للسهم (القيمة الدفترية المعدلة للسهم)	السعر الحالى	نسبة الخضم عن صافي قيمة الموجودات للسهم
مجموعة طلعت مصطفى	مصر	١١,٨	١٢,١	٧,٤	٪٣٩,٢
بالم هيلز للتعمير	مصر	٣,٩	٧,٢	٥,٩	٪١٨,٣
سوديك	مصر	٦١,٣	٩١,٠	٩٤,١	٪٣,٤-
إعمار	الإمارات	٤,٧	٥,٩	٣,٣	٪٤٤,١
شركة الدار العقارية	الإمارات	٦,٥	٣,٩	٢,٧	٪٣٢,٢
شركة صروح العقارية	الإمارات	٢,٣	٣,٢	١,٨	٪٤٥,٠
الاتحاد العقارية	الإمارات	١,٦	٠,٥	٠,٤	٪٢٦,٩
شركة ديار للتطوير	الإمارات	١,٢	٠,٦	٠,٣	٪٤٣,٩
المتوسط					٪٣٠,٨
شركة العقارية	السعودية	٢٥,٣	٢٦,٨	٢٥,١	٪٦,٣

المصدر: تقديرات المجموعة المالية هيرميس

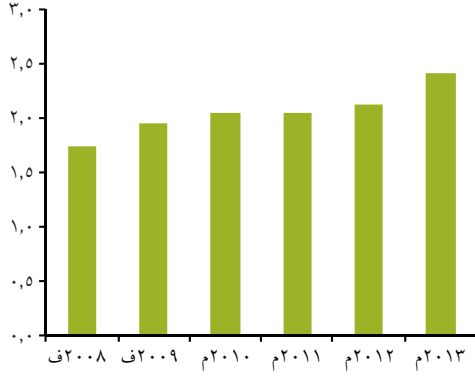
انخفاض إيجارات المساحات التجارية بعد زيادة العرض

تشير تقديراتنا إلى أن ٥٠٪ من إيرادات الشركة تأتي من إيجارات المكاتب والمساحات التجارية. وتوجد أغلب هذه الوحدات في الأملاك القديمة للشركة مثل مجمعات Sixty والتي أصبح يعلوها القدم.

ومن المقرر أن تزيد المساحات المخصصة للمكاتب في الرياض بحوالي الضعف في آخر عام ٢٠١٠ لتبلغ حوالى ١,٥ مليون متر مربع مساحات قابلة للإيجار (GLA) وذلك طبقا لمصادر كولية إنترناشيونال، ومن المتوقع زيادة هذه المساحات بدرجة كبيرة في عامي ٢٠١١ و ٢٠١٢، وقد تجتاح السوق صدمة العرض المفرط في عام ٢٠١٣. وتقع أغلبية المساحات المكتبية التي ستطرح للعرض في الرياض في فئة (ب) وهي التي تعمل فيها شركة العقارية، وذلك حسب مشاهدتنا وزياراتنا الميدانية. ونعتقد أن هذا المعروض الكبير من المساحات المكتبية الجديدة في الرياض (خاصة في الفئة ب) سيخلق صعوبات للشركة في رفع إيجاراتها أكثر وسيؤثر على معدلات إشغال ممتلكاتها التجارية.

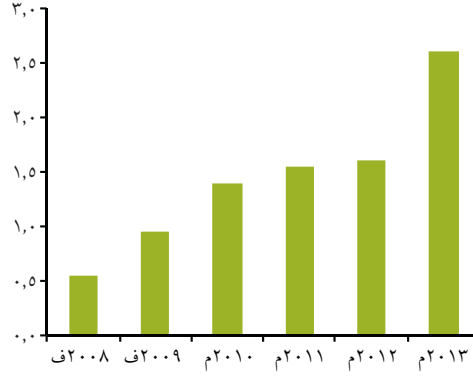
قطاع العقارات | السعودية

شكل ٦: المعروض التراكمي للمساحات التجارية في الرياض
بالمليون متر مربع، ما لم يذكر غير ذلك



المصدر: Colliers International

شكل ٥: المعروض التراكمي للمساحات المكتبية في الرياض
بالمليون متر مربع، ما لم يذكر غير ذلك



المصدر: Colliers International

انخفاض غير مبرر في إيجارات الوحدات التجارية

لا نشعر بالقلق تجاه الوحدات السكنية المؤجرة في شركة العقارية وذلك لوجود طلب كامن على هذه الوحدات في السوق، خاصة في مناطق وسط الرياض التي تقع فيها مجمعات الشركة. ونعتقد أن أسعار الإيجارات في شركة العقارية تعد منخفضة مقارنة بالسوق، ولا تتناسب مع جودتها الحقيقية، ومن ثم فهي تحظى بنسبة إشغال ١٠٠٪ في كل الأوقات كما أن قوائم الإنتظار طويلة من المستأجرين.

وفي يونيو ٢٠١٠، منحت الشركة عقد إنشاء المرحلتين الأولى والثانية من مشروع امتداد الحي الدبلوماسي التابع لها ويشمل العقد إنشاء ٢٩٢ وحدة سكنية. ونعتقد أن كل الوحدات ستطرح للإيجار وقد تحقق إيرادات سنوية إضافية قدرها ٤٠ مليون ريال بعد استكمالها (والتي نتحفظ في توقعاتنا لموعد استكمالها بالكامل ونرى أن ذلك لن يكون قبل عام ٢٠١٣)، وذلك لأن الشركة لا تملك أراضي في الحي الدبلوماسي وتستأجر الأرض من السلطات المحلية.

قيمة مخزون الأراضي المتبقي لم تتغير

أبقينا على الزيادة التي أضفناها من قبل على القيمة الدفترية لمخزون أراضي الشركة الباقي وهي الزيادة التي تبلغ ٢٥٪. ونعتقد أن تباطؤ حركة الموجودات وعدم الوضوح المتعلق بالتوسعات الجديدة (بسبب تجنب الشركة للدين) يبرر هذه الزيادة المنخفضة. كما نشير إلى أنه نظرا لعدم وضوح الرؤيا الخاصة بالتنفيذ، فقد قررنا أن نضم مشروع بن بان كجزء من مخزون الأراضي الباقي بدلا من تقييمه منفصلا.

الإنفاق الرأسمالي لتسهيل الصيانة وليس لتحقيق نمو حقيقي

نرى أن الإنفاق الرأسمالي للشركة، والذي يتم تمويله من التدفقات النقدية الداخلية لضآلة حجمه، سيكون لأغراض الصيانة والاحلال وليس لتحقيق نمو حقيقي.

وقد أطلقت الشركة في الربع الثالث من عام ٢٠٠٩ مشروعا جديدا في الرياض وهو عقارية بلازا المكون من ٣٠٥ وحدة مكاتب و١٩ منفذ تجاري. ويتراوح متوسط إيجارات المكاتب بين ٩٢٠ - ١٦٠٠ ريال للمتر المربع سنويا، وهو أعلى كثيرا عن الإيجارات في المراكز التجارية المجاورة التي تملكها الشركة حيث يبلغ متوسط الإيجارات بين ٥٥٠ - ٨٠٠ ريال للمتر المربع.

ولم تحقق إيرادات الشركة نوا كبيرا في الأشهر التسعة الأولى من عام ٢٠١٠ كما توقعنا سابقا، على الرغم من إضافة المشروع الجديد. ونظرا لضعف مستوى الإفصاح من جانب الشركة، فإننا لا نملك سوى التكهن بأسباب ذلك. إلا أنه مع تعاقب ثلاث فترات ربع سنوية متتالية دون تحسن الإيرادات يزيد من قلقنا تجاه إمكانيات النمو في المستقبل وهو ما أدخلناه ضمن توقعاتنا.

معدل توزيع الأرباح قد ينخفض في الأجل القصير

قد تقرر إدارة الشركة الحد من توزيع الأرباح في عام ٢٠١٠ لارتفاع الإنفاق الرأسمالي المتعلق بتوسعة المحي الدبلوماسي في رأينا. وقد وزعت الشركة كوبون ٠,٧٥ ريال / سهم عن ارباح العام المالي ٢٠٠٩، والذي يقل كثيرا عن الكوبون الذي اعتادت توزيعه وكان ١ ريال / سهم. كما أن خسائر الاستثمارات التي سجلت في عام ٢٠١٠ (وإن كانت متراكمة من سنوات سابقة) ستقضي بنفس المستوى المنخفض من توزيع الأرباح. وفي الوقت الراهن، فإننا نتوقع أن يبلغ الكوبون ٠,٧٠ ريال / سهم عن العام المالي ٢٠١٠ و ٠,٧٥ ريال / سهم عن العام المالي ٢٠١١.

استثمارات الأنشطة غير الرئيسية تستدعي خصما

تزرع ميزانية الشركة بسيولة وفيرة وضعت في أوراق مالية متداولة وصناديق استثمار. وقد بلغ إجمالي الاستثمارات في الأنشطة غير الرئيسية للشركة ٨١٤ مليون ريال في آخر الربع الثاني من عام ٢٠١٠ ومثلت ٢٦٪ من إجمالي الموجودات.

ولما كان الغموض يكتنف هذه الاستثمارات وعدم وجود علاقة لها بالأنشطة الرئيسية للشركة فضلا عن احتمالات تحقيقها خسائر في المستقبل، فإن ذلك استدعى وضع خصم كبير على قيمتها الدفترية يبلغ ٣٠٪. وهذا الخصم لا يعكس فقط عنصر المخاطرة في هذه الموجودات، ولكنه أيضا يعاقب الشركة على عدم استخدامها للسيولة الوفيرة في استثمارات تتعلق بنشاطها (مثل تجديد المباني وإجراء توسعات).

ضعف مستوى الإفصاح يستدعي زيادة العلاوة لحقوق المساهمين

قمنا برفع العلاوة على فرضنا لحقوق المساهمين المستخدم في تقييم التدفقات النقدية المتحققة من الإيجارات ليصبح ١٢٪ بدلا من ١٠٪. والسبب الرئيسي لذلك هو انخفاض مستوى الإفصاح من جانب الشركة. ونرى الآن أن الرؤيا الخاصة بالتدفقات النقدية للشركة لا زالت محدودة.

٢- القوائم المالية

قائمة الدخل (نهاية السنة المالية - ديسمبر)

بالمليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

٢٠١٢م	٢٠١١م	٢٠١٠م	٢٠٠٩ف	
٢٢٩	٢٣٢	٢١٣	١٧١	الإيرادات
١٢٨	١٣٢	١٣٢	١٠٩	مجمّل الربح
%٥٦	%٥٧	%٦٢	%٦٣	هامش مجمل الربح
(٢٣)	(٢٣)	(١٧)	(١٧)	مصاريف عمومية وإدارية
١٠٥	١٠٩	١١٥	٩٢	الأرباح التشغيلية
١٣٧	١٤٠	١٤٥	١١١	EBITDA
%٦٠	%٦٠	%٦٨	%٦٥	هامش EBITDA
١٥	١٤	(١٠)	١٧	إيرادات أخرى (مصرفات)
١٢٠	١٢٣	١٠٥	١٠٩	الربح قبل الزكاة
(١٢)	(١٢)	(١٠)	(١٦)	الزكاة
١٠٨	١١١	٩٥	٩٣	صافي الربح
٠,٩٠	٠,٩٢	٠,٧٩	٠,٧٧	ربحية السهم (ريال سعودي)
٠,٧٥	٠,٧٥	٠,٧٠	٠,٧٥	نصيب السهم من التوزيعات (ريال سعودي)

المصادر: شركة العقارية وتقديرات المجموعة المالية هيرميس

الميزانية (نهاية السنة المالية - ديسمبر)

بالمليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

٢٠١٢م	٢٠١١م	٢٠١٠م	٢٠٠٩ف	
٥٨	١١٥	٢٤٥	٦٤٣	النقدية
١٢	١٢	١٢	٨٠	صافي الحسابات المدينة
٣٤	٣٢	٣٢	٢٦	أرصدة مدينة أخرى
١٠٤	١٥٩	٢٨٩	٧٤٩	إجمالي الموجودات الحالية
٢٣٤١	٢٢٥٩	٢٠٩٥	١٩٨٩	الممتلكات والمنشآت والمعدات و مشاريع تحت الإنشاء والاستثمار العقاري
٨٠٤	٨٠٩	٨١٤	٤٩٨	الإستثمارات غير الأساسية
٣٢٤٨	٣٢٢٧	٣١٩٨	٣٢٣٦	إجمالي الموجودات
١٠٧	١٠٤	١٠٢	١٧١	إجمالي المطلوبات
٣١٤١	٣١٢٣	٣٠٩٦	٣٠٦٧	إجمالي حقوق المساهمين

المصادر: شركة العقارية وتقديرات المجموعة المالية هيرميس

قائمة التدفقات النقدية (نهاية السنة المالية - ديسمبر)

بالمليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

٢٠١٢م	٢٠١١م	٢٠١٠م	٢٠٠٩ف	
١٥٣	١٥٦	١٥٧	١١٨	النقدية من التشغيل بعد الضرائب
(١٣)	(١٢)	(٢٧)	(٩)	التغير في رأس المال العامل
١٤٠	١٤٤	١٣٠	١٠٨	التدفقات النقدية من العمليات
(١٠٨)	(١٩٠)	(٤٤٣)	٥٩٧	النفقات الرأسمالية والاستثمارات
٣٣	(٤٧)	(٣١٣)	٧٠٥	التدفقات النقدية الحرة
(٩٠)	(٨٤)	(٨٦)	(١٢٢)	التدفقات النقدية من التمويل
(٥٧)	(١٣١)	(٣٩٨)	٥٨٣	التغير في النقدية

المصادر: شركة العقارية وتقديرات المجموعة المالية هيرميس

<p>قسم البحوث مصر ٢٠٢٣٥٣٥٦١٤٠ الإمارات ٩٧١ ٤٣٦٣ ٤٠٠٠ efgresearch@efg-hermes.com</p>	<p>فريق مبيعات السعودية مركز إتصال +٨٠٠ ١٢٣ ٤٥٦٦ RiyadhCallCenter@efg-hermes.com RiyadhTraders@efg-hermes.com</p>	<p>فريق مبيعات الإمارات مركز إتصال +٩٧١ ٤٣٠٦٩٣٣٣ uaerequests@efg-hermes.com</p>	<p>فريق مبيعات مصر مركز إتصال محلي ١٦٩٠٠ cc-hsb@efg-hermes.com</p>
<p>مدير قسم البحوث واتل زيادة +٢٠ ٢٣٥ ٣٥٦١٥٤ wziada@efg-hermes.com</p>	<p>مدير علاقات العملاء مازن متراجي +٩٦٦١ ٢٧٩ ٨٦٤٠ mmatraji@efg-hermes.com</p>	<p>مبيعات المؤسسات الأجنبية جوليان بروس +٩٧١ ٤٣٦٣ ٤٠٩٢ jbruce@efg-hermes.com</p>	<p>مدير مبيعات المؤسسات الأجنبية محمد عبید +٢٠ ٢٣٥ ٣٥٦٠٥٤ mebeid@efg-hermes.com</p>
<p>مدير النشر والتوزيع رشا سمير +٢٠ ٢٣٥ ٣٥٦١٤٢ rsamir@efg-hermes.com</p>	<p>علاقات العملاء خالد البهلال +٩٦٦١ ٢٧٩ ٨٦٧٠ kalbihlal@efg-hermes.com</p>	<p>مدير مبيعات المؤسسات دول مجلس التعاون الخليجي عمرو دياب +٩٧١ ٤٣٦٣ ٤٠٨٦ adiab@efg-hermes.com</p>	<p>مبيعات المؤسسات المحلية عمرو الخميسي +٢٠ ٢٣٥ ٣٥٦٠٤٥ amrk@efg-hermes.com</p>
		<p>مبيعات العملاء في الخليج شهير حسنى +٩٧١ ٤٣٦٣ ٤٠٩٠ chosni@efg-hermes.com</p>	
		<p>مبيعات الأفراد في الإمارات ريهام توفيق +٩٧١ ٤٣٠٦٩٤١٨ rtawfik@efg-hermes.com</p>	

الإفصاحات

أشهد أنا يان بافاو حاسمن أن الآراء الواردة في هذه الوثيقة تعكس بدقة آرائى الشخصية بخصوص الأوراق المالية والشركات موضع الدراسة في هذا التقرير. كما أشهد بأنه ليس لى أو لزوجتى أو أى من الأشخاص الخاضعين لولايتى «إذا وجد» أية مصلحة أو منفعة متعلقة بالأوراق المالية المقيدة في بورصة تداول بالمملكة العربية السعودية.

تشهد المجموعة المالية هيرميس القابضة بأنها أو أى من الفروع التابعة لها لا تمتلك أى من الأوراق المالية موضع التحليل في هذا التقرير. ويمكن للصناديق التي تدار بواسطة المجموعة المالية هيرميس أو بواسطة فروعها لصالح أطراف ثالثة، حق إمتلاك الأوراق المالية الواردة في هذا التقرير. وللمجموعة المالية هيرميس حق إمتلاك أسهم في صندوق أو أكثر من الصناديق المشار إليها أو التي تدار بواسطة أطراف ثالثة. ويحق لواضعي هذا التقرير إمتلاك أسهم في الصناديق المتاحة للجمهور والتي تستثمر في الأوراق المالية الواردة في التقرير كجزء من محفظة متنوعة، بحيث لا تكون هذه الصناديق خاضعة لإشرافهم.

وقد يكون قسم الترويج وتغطية الاكتتاب في المجموعة المالية هيرميس بصدد تحصيل أو تنفيذ أعاب لقاء خدمات تم تقديمها للشركات موضع هذا التقرير أو وردت فيه.

إبراء الذمة

التوصيات الاستثمارية التي تقترحها أو تقددها المجموعة المالية هيرميس، تدخل في الاعتبار كلا من المخاطر والمردودات المتوقعة. وقد أسسنا تقديرنا للقيمة العادلة على التوقعات المستقبلية للشركة بعد حساب المخاطر المتوقعة. وقد قمنا بدراسة متعمقة ومكثفة للتوصل إلى التوصيات وتقديرات القيم العادلة للشركة أو الشركات الواردة في هذا التقرير. وعلى الرغم من أن المعلومات التي وردت في هذا التقرير تم الحصول عليها من مصادر ترى المجموعة المالية هيرميس أنها جديرة بالثقة، إلا أننا لا نضمن دقتها حيث أن مثل هذه المعلومات قد تكون مختصرة أو غير كاملة. وعلى قراء هذا التقرير إدراك أن التقديرات المالية وتقديرات القيم العادلة والبيانات الخاصة بالتوقعات المستقبلية قد لا تتحقق. إن كل الآراء والتقديرات الواردة في هذا التقرير تمثل حكماًنا حتى تاريخه، كما أنها قابلة للتغيير دون إشعار. وقد تم إعداد هذه الدراسة بغرض التوزيع العام وتستههدف أغراض توفير المعلومات فقط، حيث إنها لا تستهدف تقديم مشورة شراء أو بيع أي ورقة مالية، فهي ليست مصممة خصيصاً لأهداف استثمارية أو مالية أو تلبية احتياجات أي من الأشخاص الذين يقرأون هذا التقرير. وننصح الأشخاص الذين ينوون استثمار أموالهم بالحصول على المشورة المالية لمعرفة مدى ملاءمة الاستثمار المقدمون عليه مع احتياجاتهم. ولا يُسمح بإعادة نشر هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون موافقة مسبقة من المجموعة المالية هيرميس.

المجموعة المالية هيرميس (جمهورية مصر العربية)

مبنى رقم ب ١٢٩ - المرحلة الثالثة - القرية الذكية - الكيلو ٢٨ - طريق القاهرة الألكندرية الصحراوى

صندوق بريد ٢٢٠ - ١٢٥٧٧ القاهرة

تليفون: +٩٣٩٠ ٧٣ ٥٣٢ ٠٢+ فاكس: +٤١٦ ٥٣ ٥٣٢ ٠٢+

رأس المال المصدر: ٢٣٩٣٩١٠٠٠٠

Bloomberg: EFGH | Reuters pages: EFGS .HRMS .EFGI . HFISMCPA .HFIDOM

efghermes.com