

الشركة السعودية للكهرباء

تخفيض التوقعات إلا أن تنازل الحكومة عن حصتها في الأرباح يدعم القيمة العادلة

٢ فبراير ٢٠١٠



المملكة العربية السعودية | قطاع المرافق

التوصية: محايد

السعر الحالي*: ١٢,١٠ ريال سعودي

القيمة العادلة: ١٢,٥٠ ريال سعودي

جدول المحتويات

١- انخفاض النتائج في الربع الرابع

٢ من عام ٢٠٠٩ عن التوقعات

٣- تغيير توقعات قائمة الدخل

٤- نبذة موجزة عن الميزانية

٥- التقييم

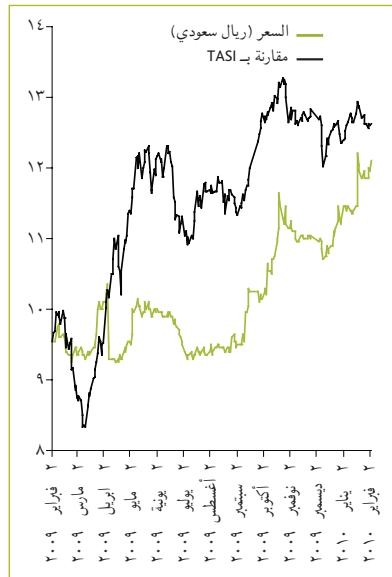
٥- القوائم المالية

• القيمة العادلة الجديدة تبلغ ١٢,٥٠ ريال سعودي وتخفيض التوصيات إلى محايد: قمنا بتخفيض توقعاتنا للشركة السعودية للكهرباء بعد نتائج العام المالي ٢٠٠٩ والتي جاءت أقل من التوقعات. وقد أسفرت مراجعة تقييمنا بخضم التدفقات النقدية عن قيمة عادلة تبلغ ١٢,٥٠ ريال للسهم (والتي تنخفض عن تقديرنا السابق وكان ١٢,٧ ريال للسهم). ونود التنويه بأن تأثير الانخفاض على تقييمنا غير كبير لأننا أدخلنا في نموذج التقييم تنازل الحكومة عن حصتها في أرباح الشركة لمدة عشر سنوات أخرى حتى عام ٢٠١٩. وعلى ضوء الارتفاع المحدود للقيمة العادلة عن السعر الحالي للسهم، فقد قمنا بتخفيض التوصيات من شراء إلى محايد. وجدير بالذكر أن العائد على توزيع الأرباح والبالغ ٥,٨٪ سوف يحد من مخاطر الانخفاض على الرغم من مضاعفات الربحية المرتفعة الحالية.

• تخلف نتائج الربع الرابع من عام ٢٠٠٩ عن توقعاتنا: بلغت الإيرادات في الربع الرابع من عام ٢٠٠٩ ٥٤٩١ مليون ريال، بارتفاع سنوي ٧٪ ولكن بانخفاض ربع سنوي ٣٠٪ بسبب عامل الموسمية، كما جاءت منخفضة عن توقعاتنا بنسبة ٥٪. كما انخفض مجمل الربح عن تقديرنا بنسبة ١٥٪ وبلغ ١٥٤٦ مليون ريال نتيجة انخفاض الإيرادات، ذلك لأن تكلفة المبيعات جاءت متفقة مع تقديرنا. ومع ارتفاع مصروفات البيع والمصروفات العمومية والإدارية والإهلاك عن التوقعات، فقد حققت الشركة صافي خسارة بلغت ٥١٠ مليون ريال في الربع الرابع من عام ٢٠٠٩، وجاءت هذه الخسارة أعلى بكثير من الخسارة التي توقعناها وكانت ٣١ مليون ريال.

• انخفاض نتائج العام المالي عن التوقعات يؤدي إلى خفض التقديرات: قمنا بتعديل تقديرنا لعام ٢٠١٠ والأعوام التالية على ضوء انخفاض نتائج العام الحالي عن توقعاتنا. وقد افترضنا انخفاض استهلاك الكهرباء بنسبة ١,٦٪ في السنوات الخمس القادمة (واستهلاك الكهرباء هو العامل الرئيسي في توقعاتنا للإيرادات لثبات تعريفات الكهرباء)، كما قمنا بزيادة تقديرنا لمصروفات البيع والمصروفات العمومية والإدارية والإهلاك لارتفاع هذه البنود في نتائج العام المالي ٢٠٠٩. وقد أسفرت كل هذه التغييرات مجتمعة عن انخفاض تقديرنا لصافي الدخل بما يتراوح بين ٢١٪ إلى ٢٩٪ في الأعوام ٢٠١٠ و ٢٠١١ و ٢٠١٢.

• الميزانية تدعو إلى القلق: نرى أن الارتفاع الكبير في مدفوعات الشركة برغم استمرار انخفاض المقبوضات، قد يؤدي إلى مركز رأس مال عامل سلبي في المستقبل، حيث أننا نتوقع أن تقوم الشركة بسداد التزاماتها في نهاية المطاف. كما نود الإشارة إلى ارتفاع مديونية الشركة، حيث ارتفع صافي الدين إلى ٥٨ مليار ريال (مقارنة بـ ٥٠ مليار ريال في العام المالي ٢٠٠٨)، بعد إصدار الشركة لصكوك بلغت قيمتها ٧ مليار ريال في يوليو ٢٠٠٩. ومع ذلك، فإننا نضع في عين الاعتبار مساندة الحكومة السعودية للشركة، وهي أكبر حملة الأسهم في الشركة، وذلك من خلال منحها المواد الأساسية بأسعار رخيصة والقروض المعفية من العوائد.



نهاية السنة المالية - ديسمبر	٢٠٠٩ ف	٢٠١٠ م	٢٠١١ م	٢٠١٢ م
الإيرادات	٢٣٨٥١	٢٥٥١٩	٢٧٢٥٣	٢٩٠٨٠
EBITDA	٨٣٤٦	٩١٠٨	٩٧٥٥	١٠٤٣٨
الأرباح التشغيلية	٨٢٦	٩١٨	١٠٧٠	١٤١٦
صافي الربح بعد الإستهلاكات	١١٦٥	١٢٨١	١٤٥٧	١٨٣٠
ربحية السهم (ريال سعودي)	٠,٢٨	٠,٣١	٠,٣٥	٠,٤٤
صافي التوزيعات لكل سهم	٠,٧	٠,٧	٠,٧	٠,٧
صافي الدين (نقدية)	٥٨١١٣	٦٨٦٨٩	٧٠٢٠٦	٦٩٧٤٤
مضاعف الربحية (بعد الإستهلاكات) (مرة)	٤٣,٣	٣٩,٤	٣٤,٦	٢٧,٦
قيمة المؤسسة / EBITDA (مرة)	١٣,٠	١١,٩	١١,١	١٠,٤
مضاعف القيمة الدفترية (مرة)	١,٠٣	١,٠١	٠,٩٩	٠,٩٧
مضاعف التدفقات النقدية (مرة)	٥,٨٠	٥,٣٢	٤,٩٧	٤,٦٥
العائد على التوزيعات	٥,٨	٥,٨	٥,٨	٥,٨
العائد على متوسط حقوق المساهمين	٢,٤	٢,٦	٢,٩	٣,٦

*التوزيعات للتدفقات النقدية فقط
الأسعار بالملليون ريال سعودي مالم يذكر ذلك

بيانات السهم
تاريخ استحقاق آخر كوبون
رأس المال السوقي (ملليون)
عدد الأسهم
المتوسط الشهري للقيمة المتداولة
أعلى/أدنى سعر في ٥٢ أسبوع
كود بلومبرج/ رويترز
التداول الحر

التغير المتوقع	٢٠٠٩ ف	٢٠١٠ م	٢٠١١ م	٢٠١٢ م
الإيرادات	٢٣٨٥١	٢٥٨٠٥	٢٧٥٦٠	٢٧٢٥٣
EBITDA	٨٣٤٦	٩٣٤٢	٩٩٢٢	٩٧٥٥
هامش EBITDA	٣٥,٠	٣٦,٢	٣٥,٧	٣٥,٨
صافي الربح بعد الإستهلاكات	١١٦٥	١٧٩٤	١٢٨١	١٤٥٧

عابد رباط

٩٧١+٤ ٣٦٣ ٤٠٠٥

ariaz@efg-hermes.com

نادين حسونة

٩٧١+٤ ٣٦٣ ٤٠٠٣

nhassouna@efg-hermes.com

*السعر في ٢ فبراير ٢٠١٠

الرجاء الرجوع إلى الإفصاح وإبراء الذمة في الصفحة الأخيرة

١- انخفاض النتائج في الربع الرابع من عام ٢٠٠٩ عن التوقعات

الإيرادات

أعلنت الشركة السعودية للكهرباء أن الإيرادات في الربع الرابع من عام ٢٠٠٩ بلغت ٥٤٩١ مليون ريال، بارتفاع سنوي ٧٪ وانخفاض ربع سنوي ٣٠٪ بسبب عامل الموسمية، كما انخفضت عن توقعاتنا بنسبة ٥٪. وهذا يرجع بالدرجة الأولى إلى انخفاض مبيعات الكهرباء عن توقعاتنا حيث تعد هذه المبيعات هي المساهم الأكبر في إيرادات الشركة.

التكاليف وهوامش الربح

بلغ مجمل الربح ١٥٤٦ مليون ريال، بانخفاض ١٥٪ عن تقديراتنا والتي كانت ١٨١٧ مليون ريال، الأمر الذي يرجع برمته إلى انخفاض الإيرادات عن التوقعات. ومع ارتفاع مصروفات البيع والمصروفات العمومية والإدارية عن توقعاتنا، فقد حققت الشركة خسارة بلغت ٦١٥ مليون ريال على صعيد الأرباح التشغيلية، مقابل توقعاتنا لصافي الدخل التشغيلي والتي كانت ٥١ مليون ريال في الربع الرابع من عام ٢٠٠٩.

صافي الربح

علي الرغم من ارتفاع بند "إيرادات أخرى" عن التوقعات، إلا أن صافي الخسارة بلغ ٥١٠ مليون ريال وجاء أكثر من توقعاتنا والتي كانت ٣١ مليون ريال خسارة في الربع الرابع من عام ٢٠٠٩.

جدول ١: ملخص نتائج الربع الرابع من عام ٢٠٠٩

بالمليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

الفرق	الربع الرابع ٢٠٠٩ م	نمو الربع السنوي	النمو الربع السنوي	الربع الرابع ٢٠٠٩ ف	الربع الثالث ٢٠٠٩ ف	الربع الرابع ٢٠٠٨ ف	
%٥-	٥٢٩١	%٣٢-	%٧	٥٠٢٨	٧٤٢٦	٤٧٠٣	مبيعات الكهرباء
%٥-	٢١٠	%١	%٧	٢٠٠	١٩٨	١٨٧	قراءة العداد والصيانة
%١	٢٦٠	%٢	%١٤	٢٦٢	٢٥٨	٢٣١	تعريفات التوصيل
%٥-	٥٧٦٠	%٣٠-	%٧	٥٤٩١	٧٨٨٢	٥١٢١	الإيرادات
	(٣٩٤٤)	%٧-	%٣	(٣٩٤٤)	(٤٢٤٨)	(٣٨٣١)	إجمالي تكلفة المبيعات
%١٥-	١٨١٧	%٥٧-	%٢٠	١٥٤٦	٣٦٣٤	١٢٩٠	مجمول الربح
	%٣١,٥			%٢٨,٢	%٤٦,١	%٢٥,٢	هامش مجمل الربح
	(١)	%٣٥١	%١١٤	(١٤١)	(٣١)	(٦٦)	مصروفات بيعية وعمومية وإدارية
%٢٣-	١٨١٦	%٦١-	%١٥	١٤٠٦	٣٦٠٣	١٢٢٤	EBITDA
	%٣١,٥			%٢٥,٦	%٤٥,٧	%٢٣,٩	هامش EBITDA
%١٥	(١٧٦٤)	%٧	%١٢	(٢٠٢١)	(١٨٨٦)	(١٨١٢)	الإهلاك
	٥١	لا ينطبق	%٥	(٦١٥)	١٧١٦	(٥٨٨)	صافي الأرباح التشغيلية
	%٠,٩			%١١,٢-	%٢١,٨	%١١,٥-	هامش صافي الأرباح التشغيلية (EBIT)
لا ينطبق	(٤٠)	%٦٤٤	%٤٢-	١٠٦	١٤	١٨٢	إيرادات أخرى
	١١	لا ينطبق	%٢٦	(٥١٠)	١٧٣١	(٤٠٦)	أرباح قبل الضرائب
	(٤٢)			٠	٠	٠	ضرائب الدخل (زكاة)
	(٣١)	لا ينطبق	%٢٦	(٥١٠)	١٧٣١	(٤٠٦)	صافي الأرباح بعد الضرائب
	(٠,٠١)			(٠,١٢)	٠,٤٢	(٠,١٠)	ربحية السهم
	٤١٦٧	٤١٦٧		٤١٦٧	٤١٦٧	٤١٦٧	عدد الأسهم

المصادر: الشركة السعودية للكهرباء وتقديرات المجموعة المالية هيرميس

ما هو تأثير نتائج الربع الرابع على العام بأكمله؟

بلغت الإيرادات في العام المالي بأكمله ٢٣٨٥١ مليون ريال (بارتفاع سنوي ٧٪) وانخفاض طفيف عن توقعاتنا وكانت ٢٤١٢١ مليون ريال، فانخفض مجمل الربح البالغ ٨٦٥٣ مليون ريال عن توقعاتنا بنسبة ٣٪ فقط. ومع ارتفاع مصروفات البيع والمصروفات العمومية والإدارية والإهلاك عن تقديراتنا، فقد جاء بند صافي الربح التشغيلي البالغ ٨٢٦ مليون ريال أقل من توقعاتنا وكانت ١٤٩٢ مليون ريال. وقد عوض ذلك الانخفاض ارتفاع بند "إيرادات أخرى" بنسبة ٧٦٪ عن توقعاتنا، ليبلغ صافي الدخل ١١٦٥ مليون ريال في العام المالي ٢٠٠٩، بانخفاض ٢٩٪ عن توقعاتنا وكانت ١٦٤٣ مليون ريال.

جدول ٢: ملخص نتائج العام المالي ٢٠٠٩

بالمليون ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك

التغير	العام المالي ٢٠٠٩ م	النمو السنتوي	العام المالي ٢٠٠٩ ف	العام المالي ٢٠٠٨ ف	
%٢-	٢٢٣٩١	%٧	٢٢٠٤٠	٢٠٦٥٢	مبيعات الكهرباء
%١-	٨٠٧	%٦	٧٩٥	٧٥٢	قراءة العداد والصيانة
%١٠	٩٢٤	%١٥	١٠١٦	٨٨٥	تعريفة التوصيل
%١-	٢٤١٢١	%٧	٢٣٨٥١	٢٢٢٨٩	الإيرادات
%١	(٥٨٢٥)	%٨	(٥٨٩٦)	(٥٤٧٧)	الوقود
%١٤	(١٥٩٢)	%٢٣	(١٨١٥)	(١٤٧٨)	الطاقة التي تم شرائها
%٣-	(٧٧٣٧)	%٢-	(٧٤٨٧)	(٧٦٠٨)	العمليات والصيانة
%٠	(١٥١٥٤)	%٤	(١٥١٩٨)	(١٤٥٦٣)	إجمالي تكلفة المبيعات
%٣-	٨٩٦٧	%١٢	٨٦٥٣	٧٧٢٦	مجمّل الربح
	%٣٧		%٣٦,٣	%٣٤,٧	هامش مجمّل الربح
%٤٦	(٢١٠)	%٤٢	(٣٠٧)	(٢١٧)	مصروفات بيعية وعمومية وإدارية
%٥-	٨٧٥٧	%١١	٨٣٤٦	٧٥٠٨	EBITDA
	%٣٦		%٣٥,٠	%٣٣,٧	هامش EBITDA
%٤	(٧٢٦٥)	%١٢	(٧٥٢١)	(٦٧٤٤)	الإهلاك
%٤٥-	١٤٩٢	%٨	٨٢٦	٧٦٤	صافي الأرباح التشغيلية
	%٦	%١	%٣,٥	%٣,٤	هامش صافي الأرباح غير التشغيلية (EBIT)
%٧٦	١٩٣	%٠	٣٣٩	٣٤٠	إيرادات أخرى
%٣١-	١٦٨٥	%٥	١١٦٥	١١٠٤	أرباح قبل الضرائب
	(٤٢)		٠		ضرائب الدخل (زكاة)
%٢٩-	١٦٤٣	%٥	١١٦٥	١١٠٤	صافي الأرباح بعد الضرائب
	٠,٣٩		٠,٢٨	٠,٢٧	ربحية السهم
	٤١٦٧		٤١٦٧	٤١٦٧	عدد الأسهم

المصادر: الشركة السعودية للكهرباء وتقديرات المجموعة المالية هيرميس

٢- تغيير توقعات قائمة الدخل

قمنا بتخفيض توقعاتنا على ضوء أداء الشركة في العام المالي ٢٠٠٩، وذلك على النحو التالي:

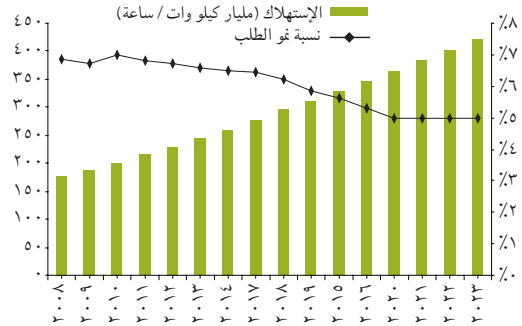
أ- الإيرادات

برغم احتفاظنا بتوقعاتنا طويلة الأجل لاستهلاك الكهرباء في السعودية (٤٢٢ مليار كيلووات/ ساعة في عام ٢٠٢٣ مقارنة بالمستوي الحالي الذي يقل عن ١٩٠ مليار كيلووات/ ساعة حتى آخر عام ٢٠٠٩)، إلا أننا قمنا بتخفيض تقديراتنا للاستهلاك، وبالتالي الإيرادات، في السنوات القليلة القادمة بنسبة ١,٦٪ فقط. حيث إن إيرادات الشركة في العام المالي ٢٠٠٩ جاءت أقل قليلاً من توقعاتنا، والتي عكست انخفاض استهلاك الكهرباء عن التوقعات في عام ٢٠٠٩. وقد يرجع ذلك جزئياً إلى توقيت ظهور الطاقات الجديدة مما يتطلب تعديلاً طفيفاً لتقديراتنا للإيرادات في الأجل القصير. وتجدر الإشارة إلى أن النمو المفترض للإيرادات في توقعاتنا يأتي كنتيجة مباشرة لزيادة استهلاك الكهرباء، حيث إننا نفترض استمرار ثبات التعريفات والتي تبلغ ١١,٧ هللة للكيلووات/ ساعة طوال الفترة التي نغطيها بتوقعاتنا.

ونحن الآن نتوقع زيادة الاستهلاك بمعدل سنوي ٧٪ أو أقل قليلاً في السنوات الخمس القادمة، مع انخفاض مطرد في معدل النمو ليبلغ ٥٪ سنوياً بحلول عام ٢٠٢٠ مرتكزاً على زيادة السكان وازدهار القطاع الصناعي بالإضافة إلى النمو الاقتصادي القوي.

وقد أسفر التعديل الطفيف الذي أدخلناه على تقديراتنا لاستهلاك الكهرباء عن انخفاض توقعاتنا للإيرادات بنسبة ١٪ فقط في عام ٢٠١٠ والأعوام التالية.

شكل ٣: توقعات استهلاك الكهرباء (٢٠٠٨ - ٢٠٢٣ م)
بالمليار كيلو وات / ساعة، مالم يذكر غير ذلك



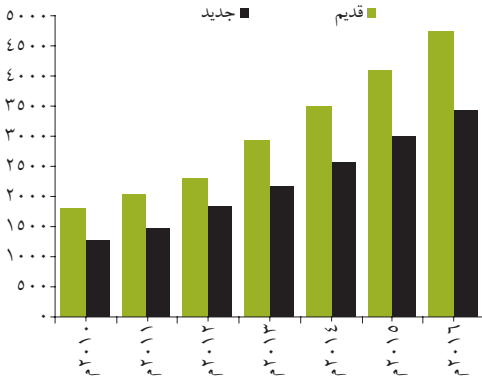
المصدر: تقديرات المجموعة المالية هيرميس

ب- التكاليف والأرباح

كما انخفضت تقديراتنا لتكلفة المبيعات قليلاً، باتفاق مع تقديراتنا الجديدة المنخفضة للإيرادات في عام ٢٠١٠ والأعوام التالية، مما أدى إلى انخفاض أو ثبات تقريبي لتوقعاتنا لمجمول الربح خلال الفترة التي نغطيها بتوقعاتنا. وأيضاً قمنا بزيادة تقديراتنا لمصروفات البيع والمصروفات العمومية والإدارية لتعكس ارتفاع هذا البند في العام المالي ٢٠٠٩، مما أدى إلى انخفاض تقديراتنا لـ EBITDA طوال فترة تغطياتنا للشركة. كما قمنا بزيادة توقعاتنا لمصروفات الإهلاك بعد تطبيق معدل إهلاك مرتفع لتعكس ارتفاع هذا البند في نتائج العام المالي ٢٠٠٩.

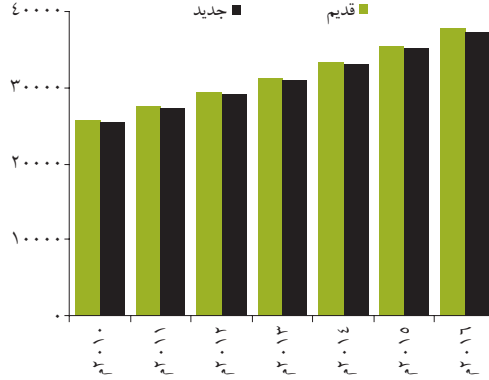
وقد أسفرت كل هذه التعديلات عن انخفاض تقديراتنا لصافي الربح بدرجة كبيرة، نتيجة انخفاض توقعات الإيرادات وارتفاع توقعات مصروفات البيع والمصروفات العمومية والإدارية والإهلاك على نحو ما يتضح في الشكل رقم ٥.

شكل ٥: التوقعات الجديدة مقابل القديمة لصافي الربح
بالمليون ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك



المصدر: تقديرات المجموعة المالية هيرميس

شكل ٤: التوقعات الجديدة مقابل القديمة للإيرادات
بالمليون ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك



المصدر: تقديرات المجموعة المالية هيرميس

٣- نبذة موجزة عن الميزانية

أ- رأس المال العامل

أخذت مقبوضات الشركة في الانخفاض بعد أن بلغت ذروة الارتفاع في عام ٢٠٠٥ عندما تخلفت الحكومة السعودية (من خلال شركاتها وكياناتها التابعة لها) عن سداد فواتير استهلاك الكهرباء. غير أن الحكومة أعلنت في عام ٢٠٠٦ أنها سوف تسدد المبالغ المستحقة عليها، وقد نتج عن ذلك أن الشركة أعلنت عن صافي مقبوضات بلغت ١٠٧٠٥ مليون ريال في آخر عام ٢٠٠٩، بانخفاض سنوي ٢٩٪ من ١٥٠٧٤ مليون ريال في آخر عام ٢٠٠٨. ونتوقع استمرار انخفاض المقبوضات انعكاساً لالتزام الحكومة بسداد مستحقاتها للشركة.

وعلى الجانب الآخر من الميزانية، استمر ارتفاع مدفوعات الشركة حيث ارتفع إجمالي المدفوعات بمعدل سنوي ٢٤٪ وبلغ ٤٧٣٥٧ مليون ريال في العام المالي ٢٠٠٩، وجاء ذلك عكس توقعاتنا التي كانت تتنبأ بانخفاض المدفوعات لشركة أرامكو حيث بدأت الشركة السعودية للكهرباء باسترداد مقبوضاتها. إلا أننا لا نلنا نتوقع أن تبدأ الشركة في سداد التزاماتها المستحقة في عام ٢٠١٠ والأعوام التالية مما سيؤثر سلباً على رأس المال العامل في المستقبل المنظور.

جدول ٦: رصيد المقبوضات والمدفوعات خلال الأعوام ٢٠٠٧ - ٢٠١٢ م
بالمليون ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك

٢٠٠٧ ف	٢٠٠٨ ف	٢٠٠٩ ف	٢٠١٠ م	٢٠١١ م	٢٠١٢ م
١٣٢٨٤	١٥٠٧٤	١٠٧٠٥	٤١٩٥	٤١٠٧	٣٩٨٤
حسابات المقبوضات					
٣٢٢٠٢	٣٨٢٧٩	٤٧٣٥٧	٤٠٨١٩	٣٨٨٨١	٣٧٧١٦
حسابات المدفوعات					

المصادر: الشركة السعودية للكهرباء وتقديرات المجموعة المالية هيرميس

ب- الإنفاق الرأسمالي

بعد عام آخر من الاستثمارات الكبيرة في ٢٠٠٩، نقدر أن الشركة سوف تخصص مبلغاً آخر قدره حوالي ٤٠ مليار ريال للإنفاق الرأسمالي خلال السنوات الثلاث القادمة (حتى عام ٢٠١٢)، وذلك لتنفيذ خطة التوسعات. ونفترض أنه بعد عام ٢٠١٥ ستكون الشركة قد انتهت من الجزء الأكبر من برنامج التوسعات ومن ثم يكون الإنفاق الرأسمالي لأغراض الصيانة.

جدول ٧: الإنفاق الرأسمالي خلال الأعوام ٢٠٠٧ - ٢٠١٢ م
بالمليون ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك

٢٠٠٧ ف	٢٠٠٨ ف	٢٠٠٩ ف	٢٠١٠ م	٢٠١١ م	٢٠١٢ م
(١٤٧٧٨)	(٢٢٢٨١)	(٣٠٦٣٥)	(١٩٧٥١)	(٩٣٨٢)	(٨٩٦٠)
الإنفاق الرأسمالي					

المصادر: الشركة السعودية للكهرباء وتقديرات المجموعة المالية هيرميس

ج- معدل الدين

لما كان نشاط الشركة السعودية للكهرباء كثيف الاستخدام لرأس المال، فإن ميزانيتها محملة بالدين المرتفع، حيث بلغ صافي الدين ٥٨ مليار ريال في آخر عام ٢٠٠٩ (مقارنة بـ ٥٠ مليار ريال في ديسمبر ٢٠٠٨). وكانت الشركة قد أعلنت في يوليو ٢٠٠٩ عن إصدار لصكوك قيمتها سبعة مليار ريال تم الاكتتاب عليها بالكامل.

جدول ٨: معدلات المديونية

بالمليون ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك

٢٠١٢م	٢٠١١م	٢٠١٠م	٢٠٠٩ف	٢٠٠٨ف	٢٠٠٧ف	
٦٩٧٤٤	٧٠٢٠٦	٦٨٦٨٩	٥٨١١٣	٥٠٠٠٢	٤٣٠٦٥	صافي الدين
٥٢٠٩٢	٥٠٨١٠	٤٩٩٠٢	٤٩١٦٩	٤٨٥٥٣	٤٧٩٩٤	حقوق المساهمين
١٢١٨٣٥	١٢١٠١٧	١١٨٥٩١	١٠٧٢٨٢	٩٨٥٥٥	٩١٠٥٩	الإجمالي
%٥٧	%٥٨	%٥٨	%٥٤	%٥١	%٤٧	نسبة الدين
%٤٣	%٤٢	%٤٢	%٤٦	%٤٩	%٥٣	نسبة حقوق المساهمين
٦,٧	٧,٢	٧,٥	٧,٠	٦,٧	٥,٨	صافي الدين / EBITDA
١,٣	١,٤	١,٤	١,٢	١,٠	٠,٩	صافي الدين / حقوق المساهمين

المصدر: الشركة السعودية للكهرباء وتقديرات المجموعة المالية هيرميس

٤- التقييم

أ- التقييم بخصم التدفقات النقدية

قمنا بتعديل تقييمنا بخصم التدفقات النقدية لنعكس التغيرات التي أدخلناها على توقعاتنا. وعلي حين انخفض تقديرنا لـ EBITDA انخفاضاً طفيفاً في عام ٢٠١٠ والأعوام التالية انعكاساً لانخفاض تقديراتنا للإيرادات، إلا أن تقديرنا لرأس المال العامل يظل بالسالب، حيث إن الانخفاض المفترض في المدفوعات (الأموال التي تذهب خارج الشركة) يفوق الانخفاض في المقبوضات (الأموال التي تدخل الشركة)، وذلك على ضوء فروضنا الجديدة. وبالإضافة إلى ارتفاع الإنفاق الرأسمالي، فإن هذا يؤدي إلى تدفقات نقدية حرة سالبة حتى عام ٢٠١٥. وبعد عام ٢٠١٥، تتحول تدفقات الشركة النقدية الحرة إيجابياً، حيث من المتوقع انخفاض الإنفاق الرأسمالي مع عدم إنشاء محطات جديدة بعد هذا التاريخ. ومن ثم، فإنه مع التدفقات النقدية السالبة خلال معظم الفترة التي نغطيها، تكون قيمة حقوق الملكية مستمدة من القيمة النهائية.

وقد أسفر تقييمنا بخصم التدفقات النقدية عن قيمة حقوق ملكية تبلغ ٣١,٦ مليار ريال، وحصة الحكومة فيها قيمتها ٢٥,٧ مليار ريال (٨١٪)، والباقي ٦ مليار ريال (١٩٪) هو حصة الأفراد الممثلة في الطرح الحر للأسهم. وهذا لا يضع في الحسبان أن الأفراد يحصلون على توزيعات الأرباح بينما تتنازل الحكومة عن حصتها في الأرباح حتى عام ٢٠١٩.

جدول ٩: التقييم بخصم التدفقات النقدية

بالمليون ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك

٢٠١٠م	٢٠١١م	٢٠١٢م	٢٠١٣م	٢٠١٤م	٢٠١٥م	٢٠١٦م	٢٠١٧م	٢٠١٨م	٢٠١٩م
٩١٠.٨	٩٧٥٥	١٠.٤٣٨	١١.٠٢٢	١١.٦٢٨	١٢.٢٦٨	١٢.٩٠٦	١٣.٥٣٨	١٤.١٦١	١٤.٧٧٠
EBITDA									
١١٧	(١٨٧٠)	(١٠.٢٤)	(١٠.٨٦)	(١١.٥١)	(١٢.٢٠)	(١٢.٩٣)	(١٣.٧١)	(١٤.٥٣)	(١٥.٤٠)
التغير في رأس المال العامل									
(١٩٧٥١)	(٩٣٨٢)	(٨٩٦٠)	(١١١٨٦)	(١١٩٣١)	(١٢.٤٦٥)	(٥٢٨٣)	(٥٨١٢)	(٥٩٨٦)	(٦١٦٥)
الانفاق الرأسمالي									
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
الإستحواذات									
(١٠.٥٢٦)	(١٤٩٧)	٤٥٤	(١٢٥٠)	(١٤٥٤)	(١٤١٧)	٦٣٢٩	٦٣٥٦	٦٧٢٢	٧٠٦٤
التدفقات النقدية الحرة									
٠,٩	٠,٩	٠,٨	٠,٨	٠,٧	٠,٧	٠,٦	٠,٦	٠,٥	٠,٥
عامل الخصم									
(٩٨٦٠)	(١٣١٤)	٣٧٣	(٩٦٣)	(١٠.٤٩)	(٩٥٨)	٤٠٠٨	٣٧٧٠	٣٤٩٩	٣٤٤٥
خصم التدفقات النقدية الحرة									
١٧٠.٥٢٩									
القيمة النهائية									
٢,٥٪									
معدل النمو النهائي									
٦,٧٥٪									
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال									
٩٥٢									
القيمة الحالية للتدفقات النقدية ٢٠١٠-٢٠١٩م									
٨٨٧٧٣									
القيمة الحالية للقيمة النهائية									
٨٩٧٢٤									
إجمالي قيمة الشركة									
(٥٨١١٣)									
صافي الدين المتوقع / النقدية									
٣١٦١١									
إجمالي حقوق المساهمين									
٤١٦٧									
عدد الأسهم									
٤,٩٣									
القيمة الحالية للتوزيعات النقدية									
١٢,٥									
القيمة العادلة للسهم									

المصدر: تقديرات المجموعة المالية هيرميس

وقد مضينا في تقييمنا للشركة، حيث قمنا بحساب القيم المختلفة لحقوق الملكية لكل مجموعة استثمارية على أساس صافي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح التي يحصل عليها الأفراد وتلك التي تتنازل عنها الحكومة. وبفرض استمرار الشركة في توزيع الأرباح بنفس المستوى الحالي البالغ ٠,٧ ريال للسهم، فإن صافي القيمة الحالية للتوزيعات المتراكمة حتى عام ٢٠١٩ تبلغ ٣,٩ مليار ريال، مما يرفع من حصة الأفراد في حقوق الملكية إلى ٩,٨ مليار ريال ويخفض من حصة الحكومة إلى ٢١,٨ مليار ريال. وهذا يعني أن القيمة العادلة للحصة المملوكة من جانب الأفراد تبلغ ١٢,٥ ريال للسهم، بينما القيمة العادلة للحصة المملوكة للحكومة تبلغ ٦,٤ ريال للسهم، وذلك حسبما يتضح من الجدول رقم ١٠.

جدول ١٠: تعديل القيمة العادلة على ضوء تنازل الحكومة عن حصتها في توزيعات الأرباح

بالمليار ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك

إجمالي حقوق المساهمين	افتراض عدم تنازل الحكومة	تنازل الحكومة عن حصتها في الأرباح حتى عام ٢٠١٩
٣١,٦	٣١,٦	٣١,٦
القيمة الحالية للتوزيعات	-	٣,٩
حصة الحكومة في حقوق الملكية	٢٥,٧	٢١,٨
حصة الأفراد في حقوق الملكية	٥,٩	٩,٨
القيمة العادلة للسهم للحصة المملوكة من جانب الحكومة (ريال)	٧,٦	٦,٤
القيمة العادلة للسهم للحصة المملوكة من جانب الأفراد (ريال)	٧,٦	١٢,٥

المصدر: تقديرات المجموعة المالية هيرميس

ويتسم تقييمنا بخضم التدفقات النقدية بحساسية عالية لكل من فروض المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ومعدل القيمة الدائمة. لأن معظم القيمة مستمدة من معدل النمو النهائي على نحو ما يتضح من الجدول رقم ١١.

جدول ١١: تحليل الحساسية

بالريال للسهم، مالم يذكر غير ذلك

تكاليف حقوق المساهمين	٥,٨%	٦,٣%	٦,٨%	٧,٣%	٧,٨%
النمو النهائي	١٤,٨	١١,٢	٨,٣	٥,٨	٣,٨
١,٥%	١٨,١	١٣,٦	١٠,٢	٧,٣	٥,٠
٢,٠%	٢٢,٣	١٦,٧	١٢,٥	٩,١	٦,٤
٢,٥%	٢٨,٠	٢٠,٨	١٥,٤	١١,٤	٨,٢
٣,٠%	٣٦,٣	٢٦,٢	١٩,٣	١٤,٢	١٠,٣

المصدر: تقديرات المجموعة المالية هيرميس

ب- نموذج التقييم بخضم توزيعات الأرباح

لما كان الإنفاق الرأسمالي للشركة مرتفع في الأجل المتوسط، فإن معظم القيمة العادلة المستمدة من التحليل بخضم التدفقات النقدية يأتي من القيمة النهائية، حيث إن التدفقات النقدية الحرة ستكون بالسالب حتى عام ٢٠١٥. ولذلك، فإنه لدواعي التأكد، قمنا بحساب القيمة العادلة للسهم باستخدام نموذج خضم توزيعات الأرباح. فلائحة الشركة تقتضي بتوزيعات مؤقتة للأرباح تمثل على الأقل ٥% من رأس المال المدفوع، وقد وزعت الشركة بالفعل كوبونات بلغت ٠,٧ ريال للسهم كل عام منذ عام ٢٠٠٤، وهذا يمثل ٧% توزيعات من القيمة الاسمية البالغة ١٠ ريال للسهم. ومن ثم، فإذا افترضنا أن يستمر هذا المستوى من توزيع الأرباح عند ٠,٧ ريال للسهم في الفترات القادمة (أي معدل نمو صفر)، فإن هذا يسفر عن قيمة تبلغ ٧,٩ ريال للسهم حسب نموذج خضم توزيعات الأرباح.

ولو كانت لدينا الفرصة لافتراض معدل نمو لتوزيعات أرباح الشركة، لكانت ارتفعت القيمة العادلة لنموذج توزيعات الأرباح مقارنة بالسيناريو الحالي وهو (معدل نمو صفر).

جدول ١٢: التقييم باستخدام نموذج خصم توزيعات الأرباح على أساس توزيعات ثابتة بالريال للسهم، مالم يذكر غير ذلك

متوسط التكلفة المرجح لرأس المال								
١٠,٩٪	١٠,٤٪	٩,٩٪	٩,٤٪	٨,٩٪	٨,٤٠٪	٧,٩٠٪	٧,٤٠٪	٦,٩٠٪
٦,٤	٦,٧	٧,١	٧,٤	٧,٩	٨,٣	٨,٩	٩,٥	١٠,١
٧,١	٧,٤	٧,٩	٨,٣	٨,٨	٩,٥	١٠,١	١٠,٩	١١,٩
٧,٩	٨,٣	٨,٨	٩,٤	١٠,١	١٠,٩	١١,٩	١٣,٠	١٤,٣
٨,٨	٩,٤	١٠,١	١٠,٩	١١,٨	١٣,٠	١٤,٣	١٥,٩	١٧,٩
١٠,١	١٠,٩	١١,٨	١٢,٩	١٤,٣	١٥,٩	١٧,٩	٢٠,٦	٢٤,١
٠٪								
١٪								
٢٪								
٣٪								
٤٪								

المصدر: تقديرات المجموعة المالية هيرميس

ج- تحليل الحساسية: هل ترتفع التعريفات؟

نقوم في هذا الجزء بتحليل أثر احتمالات ارتفاع تعريفات الكهرباء على تقديرنا للقيمة العادلة. ويجدر بنا التأكيد على أنه نظراً لسيطرة الحكومة على الشركة السعودية للكهرباء فضلاً عن تصورها للوضع الاجتماعي في المملكة وارتفاع الضغوط التضخمية في السنوات القليلة الماضية، فإننا نعتقد أنه من غير المرجح تغيير تعريفه الكهرباء في الأجل القصير إلى المتوسط.

تم تثبيت تعريفات الكهرباء حالياً عند ١١,٧ هللة لكل كيلووات/ ساعة، وهو مستوي ينخفض كثيراً عن المتوسط العالمي. ويوضح الجدول رقم ١٣ السيناريوهات المختلفة للتعريف وتأثيرها على القيمة العادلة.

جدول ١٣: تأثير زيادة التعريف على القيمة العادلة

التعريف (هللة لكل كيلووات / الساعة)	نسبة الزيادة	القيمة العادلة المتوقعة (ريال)	نسبة الارتفاع بالنسبة للقيمة العادلة
١١,٧	٠,٠٪	١٢,٥	٠٪
١٢,٠	٢,٦٪	١٤,٠	١٢٪
١٢,٩	١٠,٣٪	١٨,٦	٤٩٪
١٥,٠	٢٨,٢٪	٢٩,٢	١٣٤٪
٢٠,٠	٧٠,٩٪	٥٤,٦	٣٣٨٪

المصدر: تقديرات المجموعة المالية هيرميس

ويوضح هذا التحليل أن القيمة العادلة تتسم بحساسية عالية لأي ارتفاع محتمل في التعريف. فعلي سبيل المثال، فإن ارتفاع التعريف بنسبة ٢,٦٪ لتبلغ ١٢ هللة لكل كيلووات/ساعة تؤدي إلى ارتفاع القيمة العادلة بنسبة ١٢٪ لتبلغ ١٤ ريال للسهم. إلا أننا نعتقد بأنه من غير المرجح إدخال أي تغييرات على التعريف في الأجل القصير إلى المتوسط وتوقع أن تستمر الحكومة، صاحبة حصة الأغلبية، في دعم الشركة من خلال إمدادها بالمواد الأساسية الرخيصة أو منحها القروض المعفية من العوائد من الصندوق العام للاستثمارات، أو كلاهما.

التوصيات

نعتقد أن الطلب على الكهرباء في السعودية سيظل قوياً في المستقبل المنظور بسبب إزدياد النمو السكاني والازدهار الصناعي وقوة المركز الاقتصادي. ولن تستفيد الشركة السعودية للكهرباء فقط من هذا النمو المتوقع في الاستهلاك حيث أنها شركة شبه احتكارية، بل وأيضاً من استمرار الدعم الحكومي لها على شكل القروض المعفية من العوائد والتنازل عن الأرباح.

ولما كنا قد خفضنا كثيراً من توقعاتنا للشركة في السنوات القليلة القادمة بعد الأداء الأضعف من التوقعات في العام المالي ٢٠٠٩، فإن تقديرنا للقيمة العادلة انخفض ليصبح ١٢,٥ ريال للسهم مقارنة بتقديرنا السابق وكان ١٢,٧ ريال للسهم. إلا أن هذا الانخفاض عوضه كثيراً القيمة المضافة من امتداد فترة تنازل الحكومة عن حصتها في الأرباح لفترة عشر سنوات أخرى (في تقديرنا أن الأرباح المتنازل عنها تبلغ ٢,٤ مليار ريال سنوياً). وبينما أدخلنا في الحساب استمرار التزام الشركة ببرنامج الإنفاق الرأسمالي الكبير، إلا أن العائد الحالي على الكوبون البالغ ٥,٨٪ سوف يعزز من السهم حسب المستويات الراهنة وسيحد من مخاطر الانخفاض. ومع ذلك، فعلي الرغم من ارتفاع المستويات الحالية لمضاعفات الربحية (٣٩,٤ مرة متوقع لعام ٢٠١٠)، إلا أننا إذا افترضنا انخفاض هذه المضاعفات لتصبح متفقة مع الشركات الإقليمية المناظرة (١٦ مرة)، فإن العائد على الكوبون يرتفع إلى ١٤٪. إلا أنه في ظل غياب أي عوامل محفزة لأداء السهم في الأجل القريب، ومع الارتفاع الضئيل للقيمة العادلة عن السعر الحالي للسهم، فقد قمنا بتخفيض التوصيات من شراء إلى محايد.

تقرير عن الشركة

٣- القوائم المالية

قائمة الدخل (نهاية السنة المالية-ديسمبر)

بالمليون ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك

٢٠١٢م	٢٠١١م	٢٠١٠م	٢٠٠٩م	٢٠٠٨م	
٢٩٠٨٠	٢٧٢٥٣	٢٥٥١٩	٢٣٨٥١	٢٢٢٨٩	الإيرادات
%٧	%٧	%٧	%٧	%٧	نسبة النمو
(١٨٣٥٥)	(١٧٢٠٢)	(١٦١٠٧)	(١٥١٩٨)	(١٤٥٦٣)	تكلفة المبيعات
١٠٧٢٥	١٠٠٥١	٩٤١١	٨٦٥٣	٧٧٢٦	مجمّل الربح
%٣٦,٩	%٣٦,٩	%٣٦,٩	%٣٦,٣	%٣٤,٧	هامش مجمّل الربح
(٢٨٧)	(٢٩٧)	(٣٠٣)	(٣٠٧)	(٢١٧)	مصرفات بيعية وعمومية وإدارية
١٠٤٣٨	٩٧٥٥	٩١٠٨	٨٣٤٦	٧٥٠٨	EBITDA
%٣٥,٩	%٣٥,٨	%٣٥,٧	%٣٥,٠	%٣٣,٧	هامش EBITDA
(٩٠٢١)	(٨٦٨٥)	(٨١٩٠)	(٧٥٢١)	(٦٧٤٤)	الإهلاك
-	-	-	-	-	الإستهلاك
١٤١٦	١٠٧٠	٩١٨	٨٢٦	٧٦٤	صافي الأرباح التشغيلية
-	-	-	-	-	صافي مصرفات العائد
٤١٣	٣٨٧	٣٦٣	٣٣٩	٣٤٠	الإيرادات غير التشغيلية
-	-	-	-	-	حقوق الأقلية
١٨٣٠	١٤٥٧	١٢٨١	١١٦٥	١١٠٤	الأرباح قبل الضرائب
-	-	-	-	-	الضرائب - الزكاة
١٨٣٠	١٤٥٧	١٢٨١	١١٦٥	١١٠٤	صافي الأرباح بعد البنود غير العادية
٠,٤٤	٠,٣٥	٠,٣١	٠,٢٨	٠,٢٧	ربحية السهم

المصادر: الشركة السعودية للكهرباء وتقديرات المجموعة المالية هيرميس

الميزانية (نهاية السنة المالية-ديسمبر)

بالمليون ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك

٢٠١٢م	٢٠١١م	٢٠١٠م	٢٠٠٩م	٢٠٠٨م	
٢٦٥,٢	٥١٢,٦	٧٧٨	٣٦٤١	١٢٣٢	نقدية وموجودات
٣٩٨٤	٤١٠٧	٤١٩٥	١٠٧٠٥	١٥٠٧٤	صافي حسابات مدينة (المقبوضات)
٥٢٧٤	٥٤١٤	٥٥١١	٥٦١٦	٥٨٠٧	المخزون
٢٣٣٢	٢١٨٥	٢٠٤٦	٢٠٦٧	٢٨٩٨	مصرفات مقدمة
١١٨٥٥	١٢٢١٨	١٢٥٢٩	٢٢٠٢٨	٢٥٠١١	إجمالي الموجودات المتداولة
١٥٣٥١٧	١٥٣٥٧٨	١٥٢٨٨٢	١٤١٣٢٠	١١٨٢١٢	صافي الأراضي
٢٨٣٨	٢٦٦٦	٢٥٠٤	٢٣٥٣	٢١٦٠	صافي الإستثمارات
٣٦٦	٣٦٦	٣٦٦	٣٦٦	-	موجودات أخرى
١٦٨٥٧٥	١٦٨٨٢٨	١٦٨٢٨١	١٦٦٠٦٧	١٤٥٣٨٢	إجمالي الموجودات
٣٧٧١٦	٣٨٨٨١	٤٠٨١٩	٤٧٣٥٧	٣٨٢٧٩	إجمالي الحسابات الدائنة (المدفوعات)
٧١٠	٧٤٨	٧٨٧	٨٢٨	٥٥٦	أقساط الديون طويلة الأجل المستحقة
١٣٧٩	١٢٩٣	١٢١١	١١٣٧	١٠١٢	مصاريف أخرى ومخصصات
٤٦٨	٤٣١	٣٩٣	٣٥٣	٣٠٢	دائن التوزيعات
٤٠٢٧٣	٤١٣٥٢	٤٣٢١٠	٤٩٦٧٥	٤٠١٤٩	إجمالي المطلوبات المتداولة
٥٤٥٧١	٥٥٢٨١	٥٤٠٢٩	٤٦٨١٦	٣٦٢٩٦	فروض تجارية (متضمنة الصكوك)
١٥٤٣٨	١٥٤٣٨	١٥٤٣٨	١٤٩٣٨	١٤٩٣٨	فروض حكومية
٤٨٤٨	٤٦٦١	٤٤٨٢	٤٣١٠	٤٣٥١	إجمالي المخصصات
١٣٥٤	١٢٨٥	١٢٢٠	١١٥٩	١٠٩٦	إجمالي المطلوبات - (ودائع العملاء)
١١٦٤٨٣	١١٨٠١٨	١١٨٣٧٩	١١٦٨٩٧	٩٦٨٣٠	إجمالي المطلوبات والمخصصات
٥٢٠٩٢	٥٠٨١٠	٤٩٩٠٢	٤٩١٦٩	٤٨٥٥٣	حقوق المساهمين
١٦٨٥٧٥	١٦٨٨٢٨	١٦٨٢٨١	١٦٦٠٦٧	١٤٥٣٨٢	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين

المصادر: الشركة السعودية للكهرباء وتقديرات المجموعة المالية هيرميس

قائمة التدفقات النقدية (نهاية السنة المالية-ديسمبر)

بالمليون ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك

٢٠١٢م	٢٠١١م	٢٠١٠م	٢٠٠٩م	٢٠٠٨م	
١٤١٦	١٠٧٠	٩١٨	٢٨٤١	٣٢٥٧	صافي الأرباح التشغيلية بعد الضرائب
٩٤٧٦	٧٩٤٣	٩٢٨٠	٢٤٩٢٠	١٨٤٦١	صافي النقدية من الأنشطة التشغيلية
(٩١٣٢)	(٩٥٤٣)	(١٩٩٠٣)	(٣٠٧٩٥)	(٢٢٧٩٥)	الإنفاق الرأسمالي والإستثمارات
٣٤٤	(١٦٠٠)	(١٠٦٢٢)	(٥٨٧٥)	(٤٣٣٤)	صافي النقدية من الأنشطة التشغيلية والإستثمارية
(٢٢٨)	(٢٩٥)	(٣٦٣)	(١٣٢٨)	١٢٧	التدفقات النقدية غير التشغيلية
١١٥	(١٨٩٥)	(١٠٩٨٥)	(٧٢٠٣)	(٤٢٠٧)	التدفقات النقدية قبل التمويل
(٥٤٨)	(٥٤٨)	(٥٤٩)	(٥٢٥)	(٥٢٩)	التوزيعات
١٨٥	٢١٧٨	٨٦٧١	٩١٣٦	٣٧٩	صافي التمويل
(٢٤٧)	(٢٦٥)	(٢٨٦٣)	١٤٠٨	(٤٣٥٧)	التغير في النقدية

المصادر: الشركة السعودية للكهرباء وتقديرات المجموعة المالية هيرميس

فريق مبيعات مصر مركز إتصال محلي ١٦٩٠٠ مركز إتصال عالمي ٢٠ ٢٣٣ ٣٣ ٩٤ ٠٠ cc-hsb@efg-hermes.com	فريق مبيعات الإمارات مركز إتصال ٩٧١ ٤ ٣٠٦ ٩٣٣٣ uaerequests@efg-hermes.com	فريق مبيعات السعودية مركز إتصال ٨٠٠ ١٢٣ ٤٥٦٦ RiyadhCallCenter@efg-hermes.com RiyadhTraders@efg-hermes.com	قسم البحوث مصر ٢٠ ٢٣٣ ٣٨ ٨٨٦٤ الإمارات ٩٧١ ٤ ٣٦٣ ٤٠٠٠ efgresearch@efg-hermes.com
مدير مبيعات المؤسسات الأجنبية محمد عبید +٢٠ ٢٣٣ ٣٢ ١٠٥٤ mebeid@efg-hermes.com	مبيعات المؤسسات الأجنبية جوليان بروس +٩٧١ ٤ ٣٦٣ ٤٠٩٢ jbruce@efg-hermes.com	نائب رئيس مبيعات الخليج أحمد شعراوي +٩٦٦١ ٢٧٩ ٨٦٧٧ asharawy@efg-hermes.com	مدير قسم البحوث وائل زيادة +٢٠ ٢٣٣ ٣٢ ١١٥٤ wziada@efg-hermes.com
مبيعات المؤسسات المحلية عمرو الخميسي +٢٠ ٢٣٣ ٣٢ ١٠٤٥ amrk@efg-hermes.com	مدير مبيعات المؤسسات دول مجلس التعاون الخليجي عمرو دياب +٩٧١ ٤ ٣٦٣ ٤٠٨٦ adiab@efg-hermes.com		مدير النشر والتوزيع رشا سمير +٢٠ ٢٣٣ ٣٢ ١١٤٢ rsamir@efg-hermes.com
	مبيعات العملاء في الخليج شهير حسني +٩٧١ ٤ ٣٦٣ ٤٠٩٠ chosni@efg-hermes.com		
	مبيعات الأفراد في الإمارات ريهام توفيق +٩٧١ ٤ ٣٠٦ ٩٤١٨ rtawfik@efg-hermes.com		

الإفصاحات

نشهد نحن عابد رياظ ونادين حسونة أن الآراء الواردة في هذه الوثيقة تعكس بدقة آرائنا الشخصية بخصوص الأوراق المالية والشركات موضع الدراسة في هذا التقرير. كما نشهد بأنه ليس لنا أو لأزواجنا أو أي من الأشخاص الخاضعين لولايتنا «إذا وجد» أية مصلحة أو منفعة متعلقة بالأوراق المالية المقيدة في بورصة تداول بالمملكة العربية السعودية.

تشهد المجموعة المالية هيرميس القابضة بأنها أو أي من الفروع التابعة لها لا تمتلك أي 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 أتعاب لقاء خدمات تم تقديمها للشركات موضع هذا التقرير أو وردت فيه.

إبراء الذمة

التوصيات الاستثمارية التي تفترحها 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 والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل حكمنا حتى تاريخه، كما أنها قابلة للتغيير دون إشعار. وقد تم إعداد هذه الدراسة بغرض التوزيع العام وتستهدف 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)

٥٨ شارع التحرير الدقي، الجيزة، مصر، صندوق بريد ١١٢٣١١

تليفون: ٢٠ ٢٣٣ ٣٢ ١١٤٠ فاكس: ٢٠ ٢٣٣ ٣٦ ١٥٣٦

رأس المال المصدر: ١٩٣٩٣٢٠٠٠٠٠

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

efghermes.com