

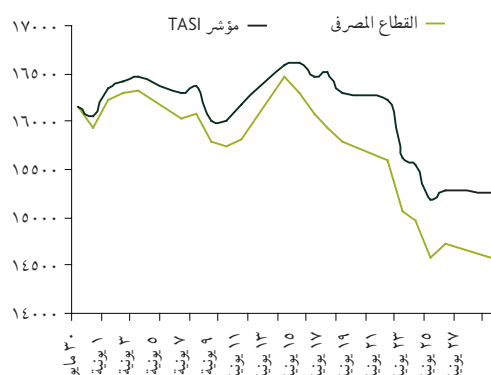
١- تأثر المزاج من المخاوف تجاه جودة الموجودات

أ- أداء الأسهم يتأثر بالمخاوف المحيطة بجودة الموجودات

انخفض مؤشر القطاع المصرفي بنسبة ١١,٣٪ منذ نهاية شهر أبريل ٢٠٠٩ وتخلف عن مؤشر تداول جميع الأسهم TASI الذي هبط بنسبة ٩,٢٪ خلال نفس الفترة. وبينما جاءت نتائج الربع الأول من عام ٢٠٠٩ مرتفعة عن توقعات الشارع، إلا أن زيادة المخاوف من مدى جودة الموجودات كانت العامل الرئيسي المؤثر في حركة أسعار أسهم القطاع المصرفي. ومن هذه المخاوف كانت مشكلات السيولة التي شهدتها مجموعتان من كبريات مجموعات الأعمال في الدولة، مما أدى إلى تصاعد المخاوف من مصروفات المخصصات في البنوك.

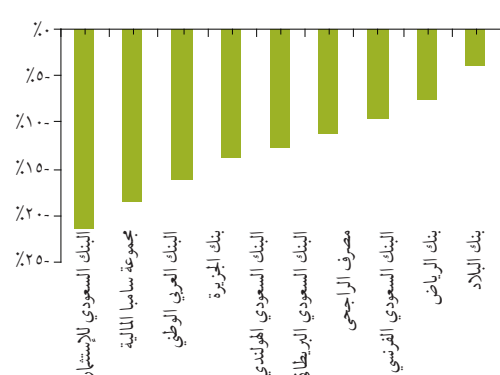
شكل ١: أداء القطاع المصرفي مقابل

مؤشر تداول جميع الأسهم TASI



المصدر: المجموعة المالية-هيرميس

شكل ٢: أداء الأسهم خلال شهر



المصدر: بورصة تداول والمجموعة المالية-هيرميس

ب- جودة الموجودات - الخوف من المجهول

عانى القطاع المصرفي السعودي بصفة خاصة من غياب الإنصاح عن مدى تعرض البنوك كل على حده لمجموعتي الأعمال. ونظرا لطبيعة المجموعتين (كلاهما ينتمي إلى القطاع الخاص)، فإنه لم تتوفر في هذه المرحلة معلومات كافية عن مدى تعرض البنوك السعودية لهما. وقد تفاوتت تقديرات قروض المجموعتين من البنوك حسبما ورد في التقارير الصحفية بين ١٠-١٥ مليار دولار، ومعظم هذه التقارير تستند إلى مصادر غير رسمية. إلا أنه لما كان مقر المجموعتين هو السعودية، وكانتا تصنيفان ضمن أعلى التصنيفات الائتمانية في المنطقة، فإننا نرجح أن يكون للبنوك السعودية تعاملات مع واحدة من المجموعتين أو كلاهما معا.

قلة السيولة

كما نوهنا من قبل، فإنه لم تتوفر بعد معلومات عن طبيعة المشكلة. إلا أن كلتا المجموعتين أشارتا إلى أنهما بصدد إعادة هيكلة ديونهما وتتفاوضان مع البنوك المعنية. وتفيد التقارير أن البنك المركزي في السعودية اتخذ خطوة غير معتادة وأصدر تعليماته للبنوك بتجميد حسابات مجموعة سعد. كما أصدرت هيئة سوق المال تعليمات إلى كافة شركات الاستثمار بتجميد الحسابات الاستثمارية. إلا أنه طبقا للمعلومات المتاحة حتى الآن، فإنه يبدو أن كلتا المجموعتين تتمتعان بموجودات وفيرة ولديهما أنشطة تدر تدفقات نقدية.

مجموعة سعد تعيد الهيكلة وتبيع حصص ملكية في بعض الشركات المتداولة: جاء في بيان أصدرته مجموعة سعد أن المجموعة تعاني من قلة السيولة وتتفاوض مع المقرضين لإعادة هيكلة ديونها والتي تفيد التقارير أنها بلغت حوالي ٦ مليار دولار. وبينما سحبت ستاندارد أند بورز تصنيفها الائتماني للمجموعة، إلا أنها ذكرت أن للمجموعة موجودات بلغت قيمتها ٣٠,٦ مليار دولار في آخر عام ٢٠٠٨. كما أشار تقرير ستاندارد أند بورز أن قيمة الموجودات العقارية للمجموعة بلغت ٨,٤ مليار دولار في آخر عام ٢٠٠٨. ومن بين حقوق الملكية المتداولة للمجموعة، فإن التقارير تفيد أنها تملك ٢,٩٪ من بنك HSBC وتبلغ قيمتها حوالي ٣ مليار دولار وحصة ٧٪ في مجموعة سامبا المالية بقيمة تبلغ حوالي ٠,٧ مليار دولار وحصة في Imagination Technologies and Petra Diamonds Ltd وكلاهما يقدر بقيمة تبلغ ١٠٠ مليون دولار. وقد أفادت بلومبورج أنه قد تم بيع بعض حصص تملكها المجموعة في شركات متداولة أخرى وهي

مجموعة بيركلي القابضة (٢٠٠ مليون دولار) و Infrastructure ٣i للبنية التحتية (٥٠ مليون دولار). وهذا في رأينا يعد جهدا ملموسا من جانب المجموعة لإعادة الهيكلة وحل مشكلة السيولة.

مجموعة القصبي تتفاوض مع المقرضين: أنشئت إمبراطورية القصبي حول عدة شركات في مجالات الشحن والتعبئة والتجارة والخدمات المالية والمقاولات والاستشارات الهندسية ضمن أشياء أخرى. وطبقا للتقارير الصحفية، فإن التقديرات تشير إلى أن المجموعة تدين بحوالي ٩,٢ مليار دولار لمجموعة من البنوك الدولية والإقليمية والسعودية. كما تفيد التقارير أن المجموعة اجتمعت مع المقرضين وتبحث في الأخرى في إعادة هيكلة ديونها.

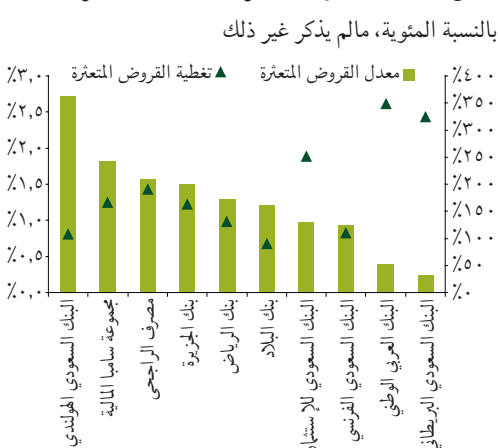
أضواء على مجالات الأعمال التي تملكها عائلات أخرى

لفتت مشكلة السيولة لهاتين المجموعتين الأنظار إلى مجموعات الأعمال التي تملكها العائلات في المملكة وفي المنطقة. وتزايد الشائعات حول عائلات أخرى مما سيؤثر على مناخ الثقة في البنوك. وفي ظل هذه البيئة، فإنه من المرجح أن تركز البنوك أكثر على إعادة تقييم المخاطر المحيطة بمجالات الأعمال المملوكة للعائلات وأن يكون تركيزها على الإقراض قليلا.

ج- رؤوس الأموال للبنوك كافية لامتنصاص الصدمات

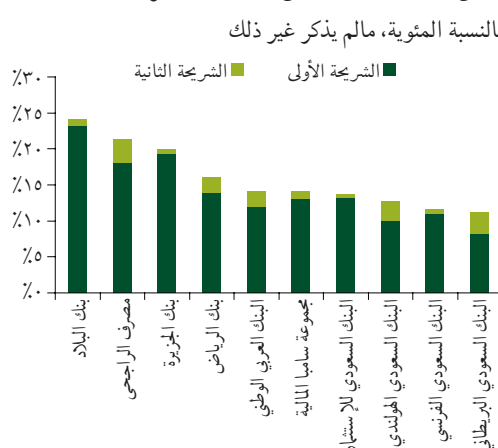
تظل مصروفات المخصصات الخطر الرئيسي الذي يهدد الأرباح في الأجل القصير، إلا أننا نعتقد أن رؤوس أموال البنوك تكفي بدرجة آمنة لامتنصاص أي صدمات تتعلق بجودة الموجودات. فقد ارتفع معدل كفاية رأس المال في معظم البنوك عن المستوى الذي يقتضيه البنك المركزي وهو ١٢٪ وفي بعض البنوك الأخرى يقترب منه، بينما يرتفع مستوى تغطية ديون المتعثر في أغلبية البنوك عن ١٠٠٪.

شكل ٤: معدل الديون المتعثرة والتغطية (ديسمبر ٢٠٠٨)



المصادر: البنوك والمجموعة المالية-هيرميس

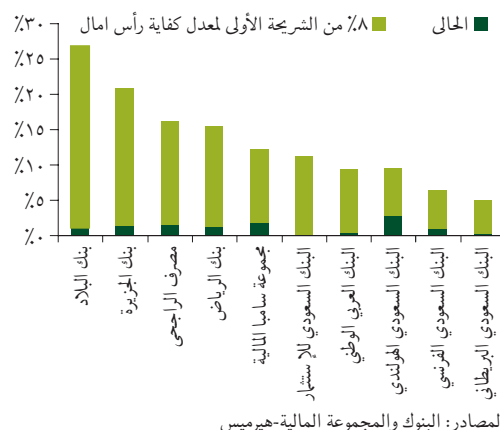
شكل ٣: معدل كفاية رأس المال (ديسمبر ٢٠٠٨)



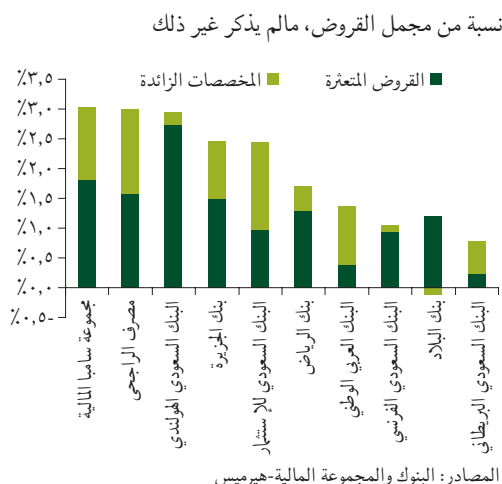
المصادر: البنوك والمجموعة المالية-هيرميس

وفيد تحليلنا بأن المستوى الحالي لرأس المال يكفي لامتنصاص أي تدهور في جودة الموجودات. فطبقا لميزانيات عام ٢٠٠٨، ودون أن نضع في الحسبان الأرباح في عام ٢٠٠٩، فإنه يتعين على معدل الديون المتعثرة / إجمالي القروض أن يرتفع في المتوسط ٨ مرات حتى تنخفض معدلات كفاية رأس المال للشريحة الأولى إلى ٨٪، وأن يرتفع بأكثر من ٦ مرات لينخفض إجمالي معدلات كفاية رأس المال إلى أقل من ٨٪. من جهة أخرى، فإن معظم البنوك لديها مستويات تغطية مرتفعة لديون المتعثرة. كما يشير تحليلنا الذي يقوم على ضوء ميزانيات عام ٢٠٠٨ إلى أن القطاع المصرفي، وفي المتوسط، في استطاعته امتصاص ارتفاعا في الديون المتعثرة يصل إلى ٦٠٪ من خلال الاحتياطي الحالية لخسائر القروض.

شكل ٥: مستويات الديون المتعثرة المطلوبة لكي تنخفض الشريحة الأولى من معدل كفاية رأس المال إلى ٨٪ بالنسبة المثوية، مالم يذكر غير ذلك



شكل ٦: مخصصات خسائر القروض (ديسمبر ٢٠٠٨)



العمل على إعادة هيكلة الديون

نعتقد أن البنوك سوف تقوم، بدعم من البنك المركزي، بإعادة هيكلة الجزء الأكبر من الديون المتعلقة بالمجموعتين السعوديتين المتعثرتين. واللتان تعانيان من قلة السيولة. إلا أنه على ضوء عدد المؤسسات المعنية، كما يتضح من التقارير الصحفية، فإن إعادة الهيكلة قد تستغرق وقتاً طويلاً، كما أن التفاصيل لن تعرف فوراً. كما أننا نعتقد أن البنوك ستجد بعض الصعوبات في عملية إعادة الهيكلة. وفي غياب الإفصاح عن مدى تعرض البنوك لتلك المجموعتين، فإنه من الصعوبة معرفة أثر هذه المشكلة على البنوك كل على حده.

من غير المرجح وضع مخصصات خاصة انتظاراً لإعادة الهيكلة

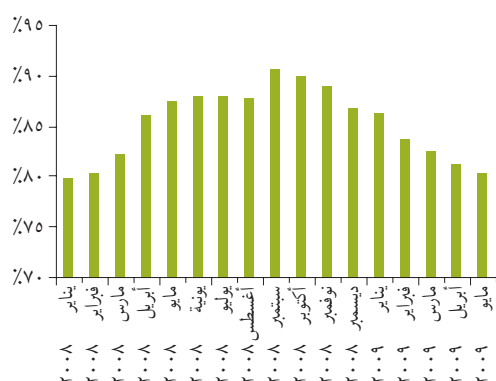
نعتقد أن البنوك لن تقوم بوضع مخصصات خاصة مرتفعة انتظاراً لعملية إعادة الهيكلة. وفي حالة وقعت مؤخراً تتعلق بإعادة هيكلة ديون شركة "اتفاق للحديد" والتي بدأت المفاوضات بشأنها بين البنوك والشركة المذكورة، فإن البنوك لم تعلن عن زيادة المخصصات إلى مستويات غير طبيعية. وكانت معظم الزيادة في المخصصات في الربع الأول من عام ٢٠٠٩ هي انعكاس لمخصصات القروض عموماً وليس نتيجة وضع مخصصات خاصة. وتوقع الشيء نفسه في هذه الحالة أيضاً، حيث من المتوقع أن ترتفع المخصصات العامة. غير أنه لما كانت البنوك لا تعلن عن الديون المتعثرة في النتائج ربع السنوية، فإنه سيكون من الصعب معرفة ما إذا كان هناك تدهور في جودة الموجودات.

٢- التوجهات الأخيرة للقطاع المصرفي والتوقعات

أ- ركود الائتمان في القطاع المصرفي

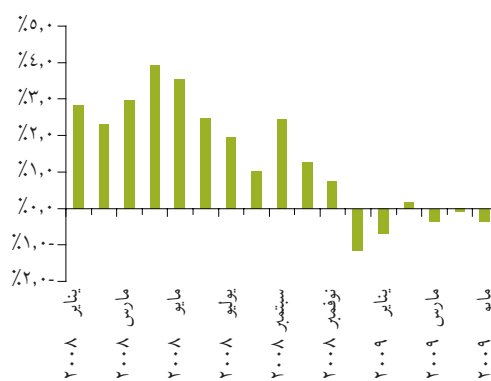
استمر انكماش الائتمان للقطاع الخاص للشهر الثالث على التوالي، وانخفض بمعدل شهري ٠,٤٪ في شهر مايو ٢٠٠٩. ورغم زيادة السيولة والتي وفرها كل من البنك المركزي والمؤسسات الحكومية وما تلاها من التدفق المطرد للودائع، إلا أن القروض في القطاع المصرفي ظلت راكدة إلى حد كبير. وبينما تأثر نمو القروض في بداية الأمر من جراء الأزمة المالية العالمية، إلا أن زيادة المخاوف من مدى جودة الائتمان والقلق على ميزانيات البنوك قد أديا إلى فقدان شهية الإقبال على المخاطر فيما يتعلق بالبنوك. ونعتقد أن ظهور مشكلات السيولة في بعض أكبر مجالات الأعمال في الدولة مؤخرًا أثر بدوره على الثقة في القطاع المصرفي الذي أصبح يوجه اهتمامًا أكبر على إدارة المخاطر.

شكل ٨: معدل القروض إلى الودائع في القطاع المصرفي بالنسبة المئوية، مالم يذكر غير ذلك



المصادر: مؤسسة النقد العربي السعودي والمجموعة المالية-هيرميس

شكل ٧: النمو الشهري للائتمان في القطاع المصرفي بالنسبة المئوية، مالم يذكر غير ذلك



المصادر: مؤسسة النقد العربي السعودي والمجموعة المالية-هيرميس

ب- استمرار تحسن السيولة في الميزانيات

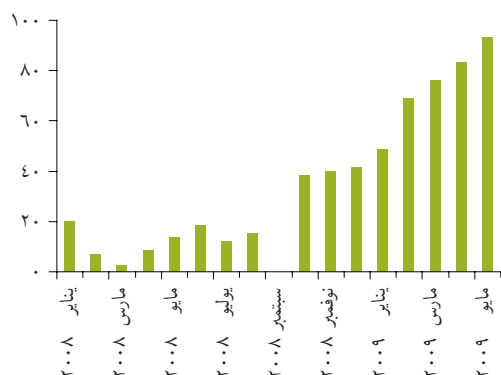
لا زالت البنوك تفضل توجيه السيولة الموجودة الأقل مخاطرة مما أضر بعوائد الموجودات. كما أن السيولة لا زالت مرتفعة في القطاع حيث مثلت الأصول الأجنبية والودائع لدى مؤسسة النقد العربي السعودي ٢٤٪ من إجمالي موجودات القطاع في نهاية شهر مايو ٢٠٠٩ مقارنة بـ ١٨٪ في نهاية شهر ديسمبر ٢٠٠٨. ونحن نرى أن زيادة تجنب المخاطر من جانب البنوك سيضع مزيدًا من الضغوط على عوائد الموجودات، حيث تواصل البنوك الاستثمار في موجودات منخفضة العوائد. وبالإضافة إلى ذلك، فإن الاستحقاق المتوقع للسندات الحكومية الحالية في غضون الأشهر الثلاثة والأربعة القادمة سيضع ضغوطًا أخرى على عوائد الموجودات حيث ستقوم البنوك بإعادة الاستثمار في أدوات الخزنة كجزء من متطلبات البنك المركزي.

مؤسسة النقد العربي السعودي تخفض معدل العائد لتشجيع الإقراض

في معرض جهودها لتشجيع الإقراض، وعدم تشجيع البنوك على وضع ودائع في البنك المركزي، قامت مؤسسة النقد العربي السعودي بخفض معدل إعادة الشراء المعاكس بواقع النصف ليبلغ ٠,٢٥٪ في منتصف شهر يونيو ٢٠٠٩. وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي قد قامت منذ بداية العام الحالي بتخفيض سعر إعادة الشراء المعاكس بواقع ٥٠ نقطة أساس (١٧٥ نقطة أساس عن العام الماضي). إلا أن "الودائع الأخرى" لدى مؤسسة النقد العربي السعودي والتي تمثل ودائع غير نظامية ارتفعت بحوالي الضعف منذ بداية العام وزادت ثلاث مرات عن العام الماضي. هذا بالإضافة إلى أن البنك المركزي خفض بدرجة كبيرة من بيع الأوراق الحكومية كجزء من جهوده لحث البنوك على استئناف نشاط الإقراض.

شكل ١٠: البنوك السعودية - صافي الموجودات الأجنبية

مليار ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك

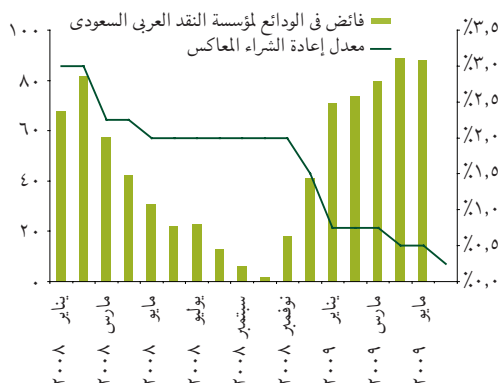


المصادر: مؤسسة النقد العربي السعودي والمجموعة المالية-هيرميس

شكل ٩: الودائع لدى مؤسسة النقد العربي

السعودي ومعدل إعادة الشراء

مليون ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك



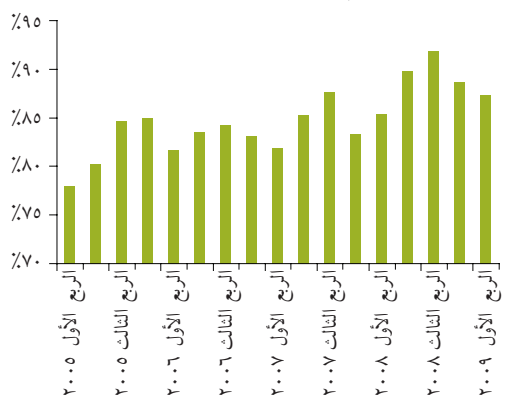
المصدر: المجموعة المالية-هيرميس

ج- فوائد تكلفة التمويل تحققت بالفعل وعوائد الموجودات تقع تحت الضغوط

نعتقد أن الجزء الأكبر من انخفاض تكلفة التمويل قد تحقق وأن زخم الانخفاض في التكلفة سوف يتباطأ كثيراً خلال فترتي ربع السنة القادمتين. وفي رأينا أن إعادة تسعير الودائع كان سريعاً إذ انخفضت تكلفة التمويل إلى مستويات ما قبل عام ٢٠٠٦. إلا أن مستوى السيولة في البنوك (حسب مقياس معدل القروض إلى الودائع) فقد ارتفع نسبياً عن مستويات عام ٢٠٠٥. إلا أننا نود أن نشير إلى أن استحقاق القروض طويلة الأجل للبنوك سوف تخفض من تكلفة التمويل في الأجل المتوسط.

شكل ١٢: البنوك السعودية - معدل القروض إلى الودائع

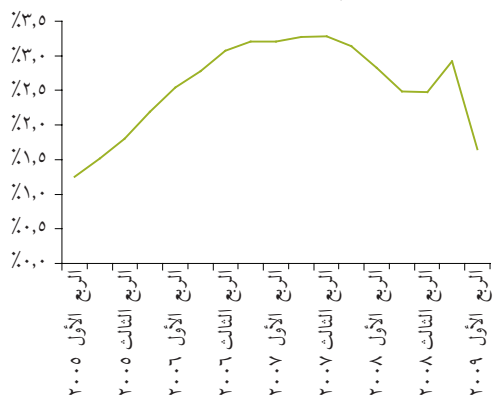
بالنسبة المئوية، مالم يذكر غير ذلك



المصادر: البنوك وتقديرات المجموعة المالية-هيرميس

شكل ١١: البنوك السعودية - تكلفة التمويل

بالنسبة المئوية، مالم يذكر غير ذلك



المصادر: البنوك وتقديرات المجموعة المالية-هيرميس

من جهة أخرى، فإنه من المرجح أن تستمر الضغوط على عوائد الموجودات، حيث أنه تم إعادة تسعير القروض إلى سعر رئيسي منخفض. وعلى الرغم من ارتفاع علاوات المخاطر انعكاساً لزيادة مخاطر السيولة والائتمان، إلا أن استحقاق اذون الخزنة الحالية سوف يؤثر بدوره على الفارق حيث ستقوم البنوك بإعادة الاستثمار في سندات الخزنة.

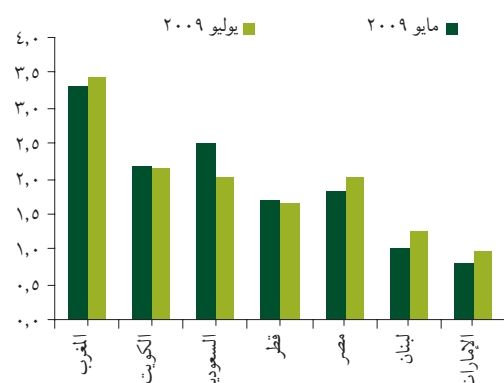
٣- التوقعات والتقييم

أ- مستويات التقييم أصبحت مغرية إلا أنها ليست العامل المحرك في الأجل القصير

تنخفض الأسهم السعودية في المتوسط بحوالي ٢٥٪ عن مستويات الذروة التي بلغت في شهر مايو ٢٠٠٩. وقد أصبحت مستويات تقييم القطاع مغرية إذ يتم التداول عليه بمضاعف ربحية متوقع لعام ٢٠٠٩ يبلغ ١٠,٧ مرة ومضاعف قيمة دفترية ٢ مرة. وعلى حين لا يزال التداول على البنوك السعودية يتم بارتفاع عن دول مجلس التعاون الخليجي، إلا أن ارتفاع مضاعف الربحية المتوقع لعام ٢٠٠٩ عن دول مجلس التعاون الخليجي قد انخفض إلى ٦,٨٪ حالياً من ٤٩٪ في شهر مايو ٢٠٠٩، بينما انخفض الارتفاع في مضاعف القيمة الدفترية المتوقع لعام ٢٠٠٩ إلى ١٨,٦٪ حالياً من ٦٦,٧٪ في شهر مايو ٢٠٠٩. ومع ذلك، فإننا لا نرى أن مستويات التقييم ستكون هي العامل الرئيسي المحرك لأسعار الأسهم في الأجل القريب، حيث أصبحت المخاوف من تدهور جودة الموجودات وأثر المخصصات على الأرباح هي الأكثر أهمية وتأثيراً.

شكل ١٤: مضاعفات القيمة الدفترية المقارنة في عام ٢٠٠٩

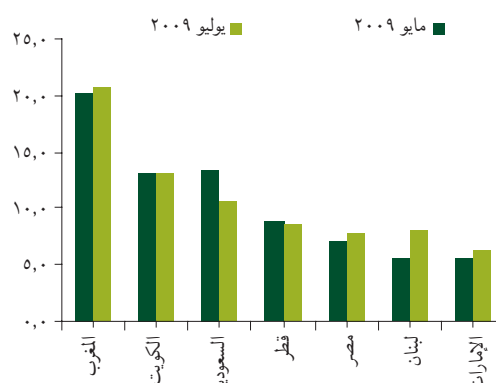
مرة، مالم يذكر غير ذلك



المصدر: تقديرات المجموعة المالية-هيرميس

شكل ١٣: مضاعفات الربحية المقارنة في عام ٢٠٠٩

مرة، مالم يذكر غير ذلك



المصدر: تقديرات المجموعة المالية-هيرميس

ملخص التغيرات في التصنيف والتقييم

على الرغم من احتفاظنا بتقديراتنا للأرباح والقيم العادلة للبنوك السعودية، إلا أننا قمنا بإعادة تصنيفنا لنعكس انخفاض أسعار الأسهم.

شكل ١٥: موجز التغيرات في التصنيف والتقييم

ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك

التصنيف السابق	التصنيف المعدل	السعر الحالي	القيمة العادلة	الإرتفاع / الإنخفاض	الإرتفاع سنويا	الإنخفاض سنويا
مصرف الراجحي	محايد / محايد	٦٠,٥٠	٦٦,٢٠	%٩,٤	٧٣,٢٥	٤١,٧٠
بنك البلاد	محايد / بيع	٢٣,٣٠	١٦,٤٠	%٤١,٢-	٢٨,٧٠	١٧,٨٥
بنك الجزيرة	محايد / خفض	٢٠,٥٠	٢٠,١٠	%٢,٠-	٢٦,٥٠	١٤,٠٠
بنوك إستثمار مشترك	محايد / محايد	٤٣,٥٠	٥٢,٥٠	%٢٠,٧	٦١,٢٥	٣٩,٦٠
البنك السعودي البريطاني	محايد / محايد	٣٩,٨٠	٥٠,١٠	%٢٥,٩	٤٩,٥٠	٣٣,٩٠
البنك السعودي الفرنسي	محايد / محايد	٣٦,٩٠	٤٩,٧٠	%٣٤,٧	٥١,٠٠	٢٦,١٠
البنك العربي الوطني	محايد / محايد	٣٦,٢٠	٤٤,٦٠	%٢٢,٩	٤٨,٠٠	٣٠,٤٠
البنك السعودي الهولندي	محايد / محايد	٤١,٦٠	٦٢,٩٠	%٥١,٢	٦١,٠٠	٣٩,٣٠
البنوك المحلية	محايد / محايد	٢٤,٠٠	٢٦,٥٠	%١٠,٤	٢٧,٠٠	١٨,٥٥
مجموعة سامبا المالية	محايد / محايد	١٦,٩٥	١٩,١٠	%١٢,٧	٢٣,٧٠	١٤,٦٠
بنك الرياض	محايد / محايد	١٦,٩٥	١٩,١٠	%١٢,٧	٢٣,٧٠	١٤,٦٠
البنك السعودي للإستثمار	محايد / خفض	١٦,٩٥	١٩,١٠	%١٢,٧	٢٣,٧٠	١٤,٦٠

المصادر: زاوية وتقديرات المجموعة المالية-هيرميس

غياب وضوح الرؤيا يضع ضغوطا على الأسهم

نعتقد أن قروض مجموعتي الأعمال الموضوعة في بؤرة الضوء الآن سوف يعاد هيكلتها خلال العام الحالي. إلا أنه من غير المرجح أن تحقق أسهم البنوك أي تحسن كبير إلى أن تنضح الرؤيا أكثر حول إعادة هيكلة هذه القروض. فإذا ما وضعت البنوك مخصصات بالغلة الارتفاع في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩، فإن رد فعل أسعار الأسهم سيكون سلبيا ترقيبا لعمليات شطب ديون. من جهة أخرى، فإن أسعار الأسهم لن تتحسن ما لم تفصح البنوك عن مدى تعاملاتها للمجموعتين المتعثرتين ولم ترفع من مخصصاتها، لذا فإننا نعتقد أن ثقة المستثمر لن تتحسن في غياب هذا الإفصاح ومع عدم وضوح الرؤيا بشأن إعادة الهيكلة.

ب- الاحتفاظ بالتقديرات إلا أن مخاطر الانخفاض لا تزال موجودة

يمثل كل من تباطؤ النمو ومخاطر زيادة المخصصات مخاطر انخفاض تقديراتنا للأرباح. ومع نهاية النصف الأول من عام ٢٠٠٩، فإن نمو القروض لم يبد أي مؤشرات على التحسن. ونعتقد أن زيادة المخاوف على جودة الائتمان أدت إلى انخفاض شهية المخاطر والإقبال على البنوك التي تركز حاليا على إدارة المخاطر وتجنب منح المزيد من الائتمان. وتتضمن توقعاتنا الحالية معدل نمو متوقع ٨٪ لقروض القطاع خلال عام ٢٠٠٩. وبينما من المرجح أن يؤدي الإنفاق الحكومي على البنية التحتية إلى بعض التحسن في نمو القروض في النصف الثاني من عام ٢٠٠٩، إلا أننا نعتقد أن تركيز البنوك على تقليل تعرضها للائتمان الممنوح للقطاع الخاص سوف يقلل من المكاسب التي ستحقق من الإنفاق الحكومي.

تقديرات الأرباح المتوقعة في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩

على حين لا نتوقع أن تضع البنوك مخصصات خاصة مقابل تعرضها لمجموعتي القسبي وسعد في هذه المرحلة، وذلك لاحتمالات إعادة هيكلة هذه الديون، إلا أننا نعتقد أن البنوك ستضع مخصصات عامة مرتفعة تحسبا لمخاطر زيادة الديون المتعثرة في ظل بيئة يسودها التباطؤ الاقتصادي. وتشمل تقديراتنا للأرباح في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩ مستويات للمخصصات إما ترتفع قليلا عن مستويات الربع الأول من عام ٢٠٠٩ أو لا تختلف عنها.

شكل ١٦: تقديرات الأرباح في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩

مليون ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك

البنوك	الإيرادات		الأرباح	
	الربع الثاني ٢٠٠٩م	النمو السنوي	الربع الثاني ٢٠٠٩م	النمو السنوي
مصرف الراجحي	٢٦٨٠	%١-	١٦٣٠	%٦-
بنك البلاد	٢١٤	%٨-	١٩	%٦٧-
بنك الجزيرة	٢٧٨	%١٦-	٩٦	%٤-
البنك السعودي البريطاني	١١٧٤	%١٢-	٦١٦	%٢٢-
البنك السعودي الفرنسي	٩٨٦	%٨-	٦١٠	%٢١-
البنك العربي الوطني	١٠٧١	%٩-	٦٠١	%٨-
البنك السعودي الهولندي	٥١٠	%٣-	٢٦١	%٢٠-
مجموعة سامبا المالية	١٧٤٣	%٧-	١٠٠٨	%١٧-
بنك الرياض	١٣٦٦	%٦-	٥٩١	%٣٥-
البنك السعودي للاستثمار	٣١٩	%٤٨-	١٩٩	%٣٠-

المصدر: تقديرات المجموعة المالية-هيرميس

ج- التوصيات

من المرجح أن تعاني البنوك في الأجل القصير من غياب الإفصاح عن مدى تعرضها لمجموعتي سعد والقصبي. ورغم أن مستويات التقييم أصبحت مغرية، إلا أننا نرى أنها لن تكون هي العامل الرئيسي المحرك لأسعار الأسهم في الأجل القصير. ونحتفظ بتوصياتنا محايد في الأجل القصير. غير أننا أكثر تفاؤلاً في الأجل الطويل تأسيساً على وجهة نظرنا بأن البنوك سيكون في إمكانها تحمل زيادة معدل الديون المتعثرة بواقع ست مرات دون أن تكون بحاجة إلى ضخ رؤوس أموال جديدة. وعلى حين ستظل جودة الموجودات وحجم المخصصات هي العوامل الرئيسية المؤثرة في أداء القطاع وتقلل من احتمالات التحسن في الأجل القصير، إلا أننا نفضل البنوك ذات معدلات كفاية رأس المال الجيدة والمخصصات المرتفعة نسبياً لامتصاص جزء من تأثير الزيادة في تكلفة الائتمان فضلاً عن البنوك التي تتمتع بمستويات تقييم مغرية.

البنك العربي الوطني - توصيات قصيرة الأجل محايد / طويلة الأجل شراء، القيمة العادلة ٤٩,٧٠ ريال سعودي

يتم التداول على البنك بسعر ينخفض ٣٥٪ عن تقديرنا للقيمة العادلة وانخفاض بحوالي ٢٤٪ عن القطاع بحسب مضاعف الربحية المتوقع لعام ٢٠٠٩ و ١٩٪ بحسب مضاعف القيمة الدفترية، وهو بذلك أفضل أسهم القطاع في تقديرنا. وقد بلغ إجمالي معدل كفاية رأس المال ١٤,١٤٪ في الربع الأول من عام ٢٠٠٩ وهو معدل طيب للغاية بينما مثلت المخصصات الزائدة للديون المتعثرة ١٪ من محفظة القروض ويمكن استخدامها لامتصاص بعض من الزيادة في مصروفات المخصصات.

مجموعة سامبا المالية - التوصيات قصيرة الأجل محايد / طويلة الأجل شراء، القيمة العادلة ٦٢,٩٠ ريال سعودي

ينخفض تقييم سامبا كثيراً عن مستوى القطاع إذ يتم التداول على السهم بانخفاض ٢٨٪ عن القطاع حسب مضاعف الربحية المتوقع لعام ٢٠٠٩ و بانخفاض ١٧٪ حسب مضاعف القيمة الدفترية. ونرى أن جزء من هذا الانخفاض يعكس حقيقة أن مجموعة سعد، التي تسعى لإعادة هيكلة ديونها، تملك ٧,٨٪ في بنك سامبا. وقد احتفظ البنك حتى نهاية عام ٢٠٠٨ بزيادة في المخصصات مثلت ١,٢٪ من محفظة القروض وهذا في رأينا يمكن استخدامه لامتصاص الزيادة في مصروفات المخصصات. كما أن ميزانية بنك سامبا هي الأكثر سيولة بين البنوك، حيث بلغ معدل القروض إلى الودائع ٧٢,٥٪ في نهاية الربع الأول من عام ٢٠٠٩.

السعر الحالي*: ٦٠,٥٠ ريال سعودي
القيمة العادلة: ٦٦,٢٠ ريال سعودي

التوصية قصيرة الأجل: محايد
التوصية طويلة الأجل: محايد

• رفع التوصية قصيرة الأجل إلى محايد: قمنا برفع التوصية قصيرة الأجل لمصرف الراجحي من خفض إلى محايد بعد أن هبط السهم بنسبة ٢٠٪ خلال الشهر الماضي. وقد احتفظنا بتقديرنا للأرباح والتوصية طويلة الأجل محايد للسهم. وعلى الرغم من هبوط سعر السهم، إلا أن مستوى تقييم مصرف الراجحي يظل واحداً من أكثر البنوك السعودية ارتفاعاً إذ يتم التداول عليه بمضاعف ربحية متوقع لعام ٢٠٠٩ يبلغ ١٣ مرة ومضاعف قيمة دفترية ٣,٥ مرة.

• نحتفظ بالتوقعات السلبية للفارق: لا زلنا على رأينا بأن مصرف الراجحي هو أحد أكبر البنوك عرضة لانكماش صافي فارق العائد على الاستثمار وذلك لاتساع قاعدة العائد المرتفعة على الودائع، مما يحد من قدرة البنك على تخفيض تكلفة الودائع. ونعتقد أن العائد على الموجودات سيقع تحت ضغوط حيث ستخفض معدلات العائد على ودائع الشركات بالإضافة إلى استحقات السندات الحكومية ذات العائد المرتفع خلال الأشهر الثلاثة إلى الاربعة القادمة. ونتوقع أن تنخفض تكلفة التمويل إلى مستوياتها في أوائل عام ٢٠٠٨ البالغة حوالي ٠,٥٪ خلال العام الحالي.

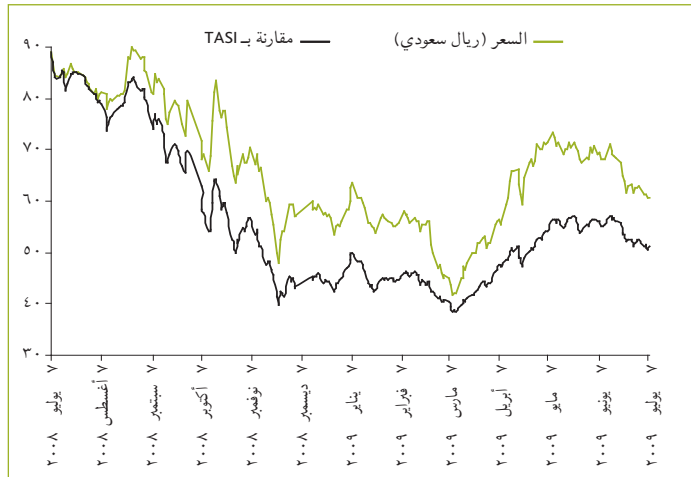
• استحقات القروض يضيف إلى التوفير في تكلفة التمويل: كان تاريخ استحقات القرض طويل الأجل البالغ ٥٠٠ مليون دولار في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩. ونعتقد أن استحقات الوفاء بهذا القرض سيؤدي إلى توفير حوالي ٤٠ مليون ريال سعودي في تكاليف التمويل في النصف الثاني من عام ٢٠٠٩. ومع وفرة السيولة، فإننا لا نرى أن البنك بحاجة إلى الحصول على تمويل بالدولار الأمريكي في الأجل القريب، ونتوقع أن تفي الودائع بمتطلبات الإقراض.

• ارتفاع عمولات السمسرة تدعم الإيرادات من الأتعاب: تحسنت حصة البنك في عمليات التداول بدرجة كبيرة في عام ٢٠٠٩، حيث بلغ متوسط حصة البنك في أحجام التداول ما يربو على ١٣٪ في عام ٢٠٠٩ مقارنة بـ ١٢٪ في عام ٢٠٠٨. كما أن قيم التداول في البورصة السعودية تمتعت بمستوى صحي خلال الربع الثاني من عام ٢٠٠٩ إذ ارتفعت بمعدل ربع سنوي ٥٠٪. ونعتقد أن تحسن عمولات السمسرة سوف يعوض انخفاض إيرادات الأتعاب الناتج عن تباطؤ نمو القروض.

• توقع انخفاض ربع سنوي في الأرباح في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩: نتوقع انخفاض الأرباح في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩. ونعتقد أن التعاملات الإقليمية للبنك ارتفعت كثيراً في أواخر عام ٢٠٠٨ وإن كان الجزء الأكبر منها يمثل أدوات الخزنة. ونتوقع أن يستمر ارتفاع المخصصات في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩ وأن تبلغ الأرباح ١٦٣٠ مليون ريال سعودي (ربحية السهم: ١,٠٩ ريال سعودي) بانخفاض ربع سنوي ٥,٩٪. كما نتوقع أن تكون مصروفات المخصصات هي العامل الأكبر الذي قد يؤدي إما إلى انخفاض أو ارتفاع الأرباح في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩.

٢٠٠٩ م	٢٠١٠ م	٢٠١١ م	
٥,٨٦	٥,١١	٤,٦٦	ربحية السهم
١٠,٣	١١,٨	١٣,٠	مضاعف الربحية (مرة)
٣,٥٠	٣,١٠	٣,٠٠	التوزيعات النقدية
٥,٨٪	٥,١٪	٥,٠٪	العائد من التوزيعات
٢١,٩٢	١٩,٥٨	١٧,٥٣	القيمة الدفترية للسهم
٢,٧٦	٣,٠٩	٣,٤٥	مضاعف القيمة الدفترية (مرة)

بيانات السهم	١,٧٥ ريال في ٢٤ فبراير ٢٠٠٩	٩٠,٧٥٠ ريال سعودي	١٥٠٠	٢٥٦٢ مليون ريال سعودي	٤١,٧٠ / ٩٠,٠٠٠ ريال سعودي	١١٢٠,SE / RJHI AB	٥٣,٤٦٪
تاريخ استحقات آخر كوبيون							
رأس المال السوقي (مليون)							
عدد الأسهم (مليون)							
المتوسط الشهري للقيمة المتداولة							
أعلى / أدنى سعر في ٥٢ أسبوع							
كود بلومبرج / رويترز							
التداول الحر							



السعر الحالي*: ٢٣,٣ ريال سعودي
القيمة العادلة: ١٦,٤٠ ريال سعودي

التوصية قصيرة الأجل: خفض
التوصية طويلة الأجل: بيع

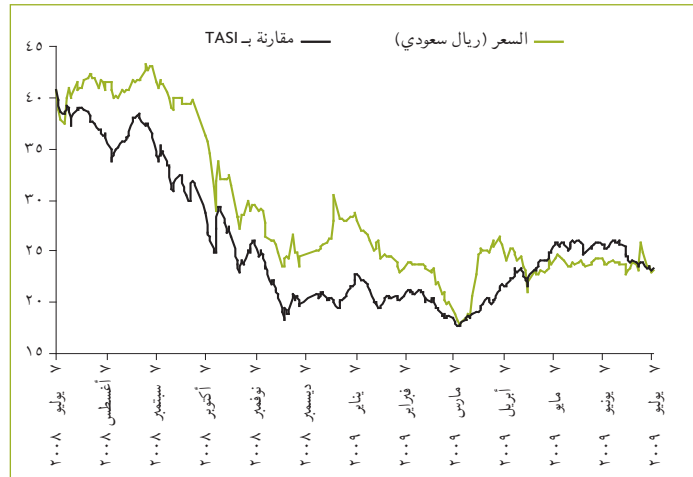
• الاحتفاظ بالتوصيات والتقديرات: نحتفظ بالتوصيات قصيرة الأجل خفض وطويلة الأجل بيع لبنك البلاد الذي يتم التداول عليه بارتفاع ٤٢٪ عن تقديرنا للقيمة العادلة البالغ ١٦,٤٠ ريال سعودي. وفي رأينا أن مستويات تقييم البنك مرتفعة إذ يبلغ مضاعف الربحية المتوقع لعام ٢٠٠٩: ٥١ مرة ومضاعف القيمة الدفترية ٢,١ مرة، كما يبلغ العائد على حقوق الملكية ٤,٢٪. ويرجع ارتفاع مستويات التقييم إلى التوقعات بنمو البنك بأعلى من مستوى القطاع.

• مستوى جيد من رأس المال إلا أن معدل تغطية الديون المتعثرة منخفضة: تبلغ الشريحة الأولى من معدل كفاية رأس المال في بنك البلاد ٢٣,٣٪ وهو بذلك من بين أفضل البنوك السعودية من حيث مستوى رأس المال. إلا أن ما يدعو إلى القلق هو انخفاض معدل تغطية الديون المتعثرة الذي يبلغ ٩١٪، ذلك أن البنك لا يتمتع بحائض كاف من المخصصات، كما أن تدهور جودة الموجودات سيؤثر بشكل مباشر على الأرباح. هذا بالإضافة إلى أن محفظة القروض سوف تتعرض لاختبار التعثر وذلك في ظل بيئة التباطؤ الاقتصادي.

• توقعات الأرباح في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩: نتوقع انخفاض الأرباح في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩ بمعدل سنوي ٦٦٪ وربع سنوي ١٥٪ ليبلغ ١٨,٩ مليون ريال سعودي (ربحية السهم: ٠,٠٦ ريال سعودي) حيث من المتوقع أن يعوض البنك التغطية المنخفضة للديون المتعثرة. كما نتوقع أن تظل مخصصات الائتمان عند نفس مستواها المعلن في الربع الأول من عام ٢٠٠٩.

٢٠٠٩ م	٢٠١٠ م	٢٠١١ م
٠,٤٦	٠,٦٥	٠,٩٦
٥١,٠	٣٥,٨	٢٤,٤
٠,٠٠	٠,٠٠	٠,٢٠
٠,٠٠	٠,٠٠	٠,٠٩
١١,٠٦	١١,٧١	١٢,٤٨
٢,١١	١,٩٩	١,٨٧

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



السعر الحالي*: ٢٠,٥٠ ريال سعودي
القيمة العادلة: ٢٠,١٠ ريال سعودي

التوصية قصيرة الأجل: محايد
التوصية طويلة الأجل: محايد

• رفع التوصية طويلة الأجل إلى محايد: قمنا برفع التوصية طويلة الأجل لبنك الجزيرة من خفض إلى محايد بعد انخفاض سعر السهم بحوالي ١٥٪ خلال الأسابيع الثلاثة الماضية. ويتم التداول على السهم حالياً بارتفاع ٢٪ عن تقديرنا للقيمة العادلة البالغ ٢٠,١٠ ريال سعودي للسهم.

• دخل السمسرة قد يحقق مفاجأة بالارتفاع: ظلت قيم التداول في بورصة الأوراق المالية السعودية منخفضة وذلك بمعدل سنوي ١٨٪ إلا أنها تحسنت بمعدل ربع سنوي ٥٠٪. ولما كانت إيرادات بنك الجزيرة مرتبطة إلى حد كبير بدخل السمسرة (مثلت عمولات السمسرة ٦٥٪ من دخل العمولات غير الخاصة و ٢٩٪ من إجمالي الدخل في عام ٢٠٠٨)، فإننا نعتقد أن تحسن قيم التداول في البورصة سيؤدي إلى ارتفاع دخل العمولات غير الخاصة.

• استمرار التحديات في الأجل الطويل: لا زلنا على رأينا بأن التحديات التي تواجه بنك الجزيرة في الأجل الطويل هي تعزيز قاعدة الودائع لتحسين دخل الأنشطة المصرفية الرئيسية وتخفيض التذبذب في الدخل الناتج عن عمولات السمسرة. وقد نجح البنك في تحقيق نمو في محفظة القروض في عام ٢٠٠٨ حيث زادت ودائع المستهلك بحوالي الضعف. إلا أنه في محاولة للحفاظ على ارتفاع نمو القروض، اعتمد البنك على زيادة الودائع لأجل ذات التكلفة المرتفعة والتي مثلت ٧٤٪ من إجمالي الودائع في آخر عام ٢٠٠٨. وقد أدى ذلك إلى تآكل الفارق بمعدل سنوي ٤٤ نقطة أساس في عام ٢٠٠٨. ويسعى البنك لتوسيع شبكة فروعه من أجل تطوير قاعدة الودائع منخفضة التكلفة وتحسين صافي فارق العمولات.

• توقعات الأرباح في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩: نتوقع تباطؤ انخفاض الأرباح التي نتوقع أن تنخفض بمعدل سنوي ٤٪ وتبلغ ٩٦ مليون ريال سعودي (ربحية السهم: ٠,٣٢ ريال سعودي) في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩. كما نتوقع زيادة مخصصات الائتمان لتبلغ ٢٠ مليون ريال سعودي تماشياً مع توقعاتنا بزيادة تكلفة المخصصات في كافة البنوك.

٢٠٠٩ م	٢٠١٠ م	٢٠١١ م
١,٣٨	١,٧٢	٢,٢٦
ريحية السهم		
١٤,٨	١١,٩	٩,١
مضاعف الربحية (مرة)		
٠,٥٠	٠,٥٠	٠,٥٠
التوزيعات النقدية		
٢,٤	٢,٤	٢,٤
العائد من التوزيعات		
١٦,٦٨	١٧,٩٠	١٩,٦٦
القيمة الدفترية للسهم		
١,٢٣	١,١٥	١,٠٤
مضاعف القيمة الدفترية (مرة)		

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



البنك السعودي البريطاني (ساب) تحديات السيولة

٨ يوليو ٢٠٠٩

المجموعة المالية - هيرميس
EFGHERMES

المملكة العربية السعودية | القطاع المصرفي

السعر الحالي*: ٤٣,٥٠ ريال سعودي
القيمة العادلة: ٥٢,٥٠ ريال سعودي

التوصية قصيرة الأجل: محايد
التوصية طويلة الأجل: تراكم

• رفع التوصية طويلة الأجل إلى تراكم: نحتفظ بالتوصية قصيرة الأجل محايد للبنك السعودي البريطاني، إلا أننا قمنا برفع التوصية طويلة الأجل من محايد إلى تراكم حيث أن سعر السهم ينخفض بنسبة ٢١٪ عن تقديراتنا للقيمة العادلة البالغ ٥٢,٥٠ ريال سعودي. كما احتفظنا بتقديرنا للأرباح والقيمة العادلة. وتقوم التوصية قصيرة الأجل محايد على أساس المزاج السلبي العام تجاه أسهم القطاع المصرفي والذي في رأينا سوف يستمر إلى أن يتم الإفصاح عن مدى تعرض البنوك للتعاملات مع المجموعتين السعوديتين اللتين تعملان على إعادة هيكلة ديونهما.

• زيادة السيولة: مثلت الأرصدة النقدية والودائع لدى البنك المركزي في الربع الأول من عام ٢٠٠٩: ١٤,٢٪ من إجمالي موجودات البنك (المتوسط كان ٨٪ في عام ٢٠٠٨) و ١٩٪ من إجمالي الودائع (المتوسط كان ١١٪ في عام ٢٠٠٨). وعلى ضوء استمرار البنك في تجنب المخاطر، فإننا نرى أن التحدي الذي سيواجهه البنك هو كيفية استخدام السيولة دون التأثير على الفارق. ورغم أن الجزء الأكبر من نمو الودائع كان بتكلفة منخفضة للغاية، وربما دون تكلفة على الإطلاق (الودائع تحت الطلب)، إلا أننا نعتقد أن العائد على الموجودات سيتعرض للضغط حيث سيتم توجيه الزيادة في السيولة في استثمارات منخفضة المخاطر ولكنها أيضا ذات عوائد منخفضة.

• جودة الموجودات تتعرض للاختبار: احتفظ البنك تاريخيا بأقل معدلات للديون المتعثرة (٠,٢٪ في عام ٢٠٠٨) بينما بلغ معدل تغطية الديون المتعثرة ٣٢٥٪ في آخر عام ٢٠٠٨. ونشير إلى أن زيادة المخصصات مثلت ٠,٧٪ من إجمالي القروض في آخر عام ٢٠٠٨، وتمثل واقيا يساعد على امتصاص أي صدمة في جودة الموجودات. ونعتقد أن زيادة المخاوف من مدى جودة الموجودات قد تؤدي إلى زيادة المخصصات.

• نتائج الربع الثاني من عام ٢٠٠٩ - توقعات بانخفاض الفارق وزيادة المخصصات: نتوقع أن تبلغ الأرباح ٦١٦ مليون ريال سعودي (ربحية السهم: ٠,٨٢ ريال سعودي) في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩، بانخفاض ربع سنوي ١٩٪. ونحن نرى أن فوائد انخفاض تكلفة التمويل قد تم جني ثمارها، بينما من المحتمل أن تقع العوائد على الموجودات تحت ضغوط نظرا لزيادة السيولة وانخفاض نمو القروض. وتتضمن توقعاتنا للربع الثاني من عام ٢٠٠٩ زيادة نسبية في المخصصات (ارتفاع ربع سنوي ٥٠٪)، حيث أننا نعتقد أن البنوك سوف تستمر في تبني مسلك متحفظ للحفاظ على جودة الموجودات وزيادة المخصصات.

٢٠٠٩ م	٢٠٠٨ م	٢٠٠٧ م
٥,٦١	٤,٧٦	٤,٢٤
٧,٨	٩,١	١٠,٣
١,٧٠	١,٤٠	١,٣٠
٣,٩٪	٣,٢٪	٣,٠٪
٢٥,٧٤	٢١,٨١	١٨,٤٨
١,٦٩	١,٩٩	٢,٣٥

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



مراد انصاري
+٩٦٦ ٢٧٩ ٨٤٩
mansari@efg-hermes.com

السعر في ٧ يوليو ٢٠٠٩

الرجاء الرجوع إلى الإفصاح وإبراء الذمة في
الصفحة الأخيرة

السعر الحالي: ٣٩,٨٠ ريال سعودي
القيمة العادلة: ٥٠,١٠ ريال سعودي

التوصية قصيرة الأجل: محايد
التوصية طويلة الأجل: تراكم

• رفع التوصية طويلة الأجل إلى تراكم والاحتفاظ بالتوصية قصيرة الأجل محايد: لما كان التداول يتم على السهم بانخفاض ٢٥٪ عن تقديرنا للقيمة العادلة، فقد قمنا برفع التوصية طويلة الأجل من محايد إلى تراكم. إلا أننا احتفظنا بالتوصية قصيرة الأجل محايد وذلك للمخاوف من مدى جودة الموجودات في القطاع عموماً، والتي من شأنها أن تحد من فرص تحسن سعر السهم في الأجل القريب.

• حائط سد منخفض من الزيادة في المخصصات: لما كان البنك متخصصاً في الخدمات المصرفية للشركات، فقد زادت المخاوف بشأن مدى تعرضه لمخاطر تدهور جودة الائتمان في محفظة قروضه. كما نعتقد أن زيادة المخصصات المتوفرة في البنك منخفضة (١١٪ في آخر عام ٢٠٠٨)، ومن المحتمل أن يؤثر ارتفاع تكلفة الائتمان على الأرباح. وفي عام ٢٠٠٨، قام البنك باستخدام الزيادة في المخصصات لامتصاص بعض التدهور في جودة الموجودات دون التأثير على الأرباح. وقد انخفضت تغطية الديون المتعثر من ١٩٠٪ في عام ٢٠٠٧ إلى ١١١٪ في عام ٢٠٠٨.

• احتمال مرونة أكبر في الفارق: نتوقع أن يكون صافي فارق العملات أكثر مرونة مقارنة بالقطاع. وفي رأينا أن القاعدة الكبيرة للخدمات المصرفية للشركات على جانبي الموجودات والمطلوبات ستدعم جهود إعادة تسعير بنود الميزانية. وتحسباً لتباطؤ نمو القروض، قام البنك بالتخلص من بعض الودائع لأجل في الربع الأول من عام ٢٠٠٩ ليرتفع معدل القروض إلى الودائع إلى ٨٩٪.

• توقعات نتائج الربع الثاني من عام ٢٠٠٩: نتوقع انخفاض الأرباح في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩ بمعدل ربع سنوي ١٨٪ لتبلغ ٦١٠ مليون ريال سعودي (ربحية السهم: ٠,٨٤ ريال سعودي). كما نتوقع زيادة المخصصات إلى ٩٠ مليون ريال سعودي إذ نتوقع أن يقوم البنك بزيادة المخصصات العامة تحسباً لمخاطر تدهور جودة الائتمان في ظل بيئة من التباطؤ الاقتصادي.

٢٠٠٩ م	٢٠١٠ م	٢٠١١ م	
٥,٠٨	٤,٤٩	٤,٠٣	ربحية السهم
٧,٨	٨,٩	٩,٩	مضاعف الربحية (مرة)
١,٤٠	١,٣٠	١,١٠	التوزيعات النقدية
٣,٥٪	٣,٣٪	٢,٨٪	العائد من التوزيعات
٢٨,٢١	٢٤,٥٤	٢١,٢٩	القيمة الدفترية للسهم
١,٤١	١,٦٢	١,٨٧	مضاعف القيمة الدفترية (مرة)

بيانات السهم
٢٠٠٩ م ٧ أبريل ١٠,٠ ريال في ٢٨٧٨٤ ريال سعودي
٧٢٣,٢ (عدد الأسهم)
١٥٢,٠ مليون ريال سعودي
٣١,٢٠ / ٦٥,٧٥ ريال سعودي
1050.SE / BSFR AB
٤١,٠٠٪
تاريخ استحقاق آخر كوبون
رأس المال السوقي (مليون)
عدد الأسهم (مليون)
المتوسط الشهري للقيمة المتداولة
أعلى / أدنى سعر في ٥٢ أسبوع
كود بلومبرج / رويترز
التداول الحر



السعر الحالي*: ٣٦,٩٠ ريال سعودي
القيمة العادلة: ٤٩,٧٠ ريال سعودي

التوصية قصيرة الأجل: محايد
التوصية طويلة الأجل: شراء

• رفع التوصية طويلة الأجل إلى شراء والاحتفاظ بالتوصية قصيرة الأجل محايد: نحتفظ بتقديرنا للأرباح وتقديرنا للقيمة العادلة للبنك العربي الوطني، إلا أننا قمنا برفع التوصية طويلة الأجل من محايد إلى شراء، إذ أن القيمة العادلة للسهم البالغة ٤٩,٧٠ ريال سعودي ترتفع عن السعر الحالي بنسبة ٣٥٪. وتقوم التوصية قصيرة الأجل على أساس توقعاتنا باستمرار المزاج السلبي تجاه أسهم القطاع المصرفي نظرا للمخاوف الخاصة بمدى جودة الائتمان. وعلى حين أصبحت مستويات التقييم مغرية إذ يتم التداول على سهم البنك بانخفاض ٢٤٪ عن مضاعف الربحية في القطاع و١٩٪ عن مضاعف القيمة الدفترية للقطاع، إلا أننا لا نعتقد أن التقييم سيكون هو العامل المحرك لأداء سعر السهم في الأجل القصير، حيث لا يزال القلق مستمرا من جودة الموجودات. ومع عدم توفر معلومات عن مدى تعرض البنوك كل على حده (أو جماعة) لحالات التعثر، فإننا لا نرجح أن سعر سهم البنك العربي الوطني، مثله مثل البنوك الأخرى، سيتحسن بدرجة كبيرة في الأجل القصير نظرا لغياب المعلومات بخصوص إعادة هيكلة ديون مجموعتين سعوديتين للأعمال اللتان تعانيان من مشكلات سيولة.

• خدمات مصرفية للأفراد ذات جودة مرتفعة: واصل البنك خلال السنوات القليلة الماضية تقديم خدمات مصرفية قوية للأفراد، وذلك من حيث قدرته على الفوز بحصة سوقية أكبر في شريحة تمويل المستهلك والاحتفاظ بقاعدة ودائع تتمتع بالتنافسية. وفي رأينا أنه مما سيضيف مزيدا من القيمة اقتحام البنك لأنشطة إستراتيجية أخرى من خلال مشروعات الاستثمار المشترك مثل تمويل الرهن العقاري وتأجير المعدات الثقيلة في مجال الإنشاءات.

• علاج مخاطر المحفظة الاستثمارية ومستوى جيد من رأس المال قادر على امتصاص أي صدمة في جودة الموجودات: نعتقد أن البنك نجح في علاج مخاطر المحفظة الاستثمارية وقام بتوجيه الأرصدة إلى السندات الحكومية والتي مثلت ٨٥٪ من إجمالي المحفظة الاستثمارية في أواخر عام ٢٠٠٨. وكان معدل الديون المتعثرة البالغ ٠,٤٪ في آخر عام ٢٠٠٨ من بين أقل المعدلات في البنوك السعودية، بينما مثلت زيادة المخصصات ١٪ من محفظة القروض والتي يمكن، إذا استلزم الأمر، استخدامها لامتصاص جزء من الأثر الذي قد يسفر عن أي تدهور في جودة الموجودات. ولما كانت الشريحة الأولى من معدل كفاية رأس المال قد بلغت ١٢,١٠٪ في الربع الأول من عام ٢٠٠٩، فإننا نرى أن البنك العربي الوطني يتمتع بمستوى جيد لرأس المال يمكنه من امتصاص أي صدمة من تدهور الموجودات.

• توقعات نتائج الربع الثاني من عام ٢٠٠٩: نتوقع أن تبلغ الأرباح في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩: ٦٠١ مليون ريال سعودي (ربحية السهم: ٠,٩٢ ريال سعودي). وتوقعنا لتباطؤ نمو القروض، قام البنك بتحسين معدل القروض إلى الودائع بالتخلص من الودائع لأجل، مما أدى إلى ارتفاع معدل القروض إلى الودائع إلى ٨٦٪ في الربع الأول من عام ٢٠٠٩ مقارنة بـ ٨٠٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٠٨. وبينما نعتقد أن كفاءة استخدام الميزانية سידعم من صافي فارق العمولات الخاصة، إلا أننا نعتقد أيضا أن توجيه الأرصدة إلى موجودات ذات عوائد منخفضة، وهو التوجه العام الذي شوهد في القطاع، سيؤدي إلى انكماش عوائد الموجودات. كما نتوقع أن يقوم البنك بزيادة مخصصات الائتمان، معظمها مخصصات عامة، نتيجة المخاوف التي تسود القطاع المصرفي تجاه جودة الموجودات.

٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١
٤,٢٥	٤,٧١	٥,٥٢
٨,٧	٧,٨	٦,٧
١,١٠	١,٢٠	١,٤٠
٣,٠	٣,٣	٣,٨
٢١,٦٨	٢٥,٢١	٢٩,٣٥
١,٧٠	١,٤٦	١,٢٦

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



السعر الحالي*: ٣٦,٢٠ ريال سعودي
القيمة العادلة: ٤٤,٦٠ ريال سعودي

التوصية قصيرة الأجل: محايد
التوصية طويلة الأجل: تراكم

• رفع التوصية طويلة الأجل إلى تراكم والاحتفاظ بالتوصية قصيرة الأجل محايد: قمنا برفع التوصية قصيرة الأجل للبنك السعودي الهولندي من محايد إلى تراكم حيث ترتفع القيمة العادلة البالغة ٤٤,٦٠ ريال سعودي عن السعر الحالي للسهم بنسبة ٢١٪. إلا أننا احتفظنا بالتوصية قصيرة الأجل محايد على ضوء المخاوف السائدة بشأن جودة الموجودات.

• القلق من مدى جودة الموجودات: على الرغم من أن معدل الديون المتعثرة في البنك يبلغ ٢,٧٠٪ وهو الأعلى بين البنوك السعودية، إلا أن هذا يعكس ميراث البنك من الديون المتعثرة. وعلى حين يرتفع مستوى تغطية الديون المتعثرة عن ١٠٠٪، إلا أن الحائط الواقى لزيادة المخصصات منخفض، وأي تدهور في جودة الموجودات قد يؤثر بشكل مباشر على الأرباح.

• تباطؤ النمو وتعزيز المكاسب: بعد فترة قوية في عام ٢٠٠٨، نتوقع تباطؤ زخم النمو وذلك لأن البنك يفضل الاحتفاظ بمعدل مرتفع لكفاية رأس المال والذي قفز إلى ١٣,٢٠٪ في الربع الأول من عام ٢٠٠٩ مقارنة بـ ٩,٧٧٪ في الربع الثالث من عام ٢٠٠٨. ونعتقد أن البنك سيقوم بتعزيز مكاسبه التي حققها في عام ٢٠٠٨ ودعم رأسماله. ومن المتوقع أن يسمح تباطؤ نمو القروض للبنك بتعزيز ميزانيته بما يتيح له أن يكون في مركز أفضل لاستثمار فرص النمو بمجرد تنامي شهية الإقبال على المخاطر.

• توقعات نتائج الربع الثاني من عام ٢٠٠٩: نتوقع انخفاض الأرباح في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩ بمعدل سنوي ٢٠٪ وربع سنوي ٨٪ لتبلغ ٢٦١ مليون ريال سعودي (ربحية السهم: ٠,٧٩ ريال سعودي) ولا نتوقع أي مفاجآت في المحفظة الاستثمارية (بلغت الاستثمارات المعدومة في الربع الأول من عام ٢٠٠٩: ٥٠ مليون ريال سعودي)، إلا أننا نتوقع زيادة مخصصات الائتمان بحوالي الضعف بمعدل ربع سنوي. وتتماشى المخصصات المرتفعة مع توقعاتنا بزيادة المخصصات العامة في كافة البنوك.

٢٠٠٩ م	٢٠١٠ م	٢٠١١ م	
٣,٧٠	٤,٢٣	٥,٠٩	ربحية السهم
٩,٨	٨,٦	٧,١	مضاعف الربحية (مرة)
٠,٧٠	٠,٨٠	١,٣٠	التوزيعات النقدية
١,٩	٢,٢	٣,٦	العائد من التوزيعات
١٩,٥٣	٢٢,٩٢	٢٦,٧٣	القيمة الدفترية للسهم
١,٨٥	١,٥٨	١,٣٥	مضاعف القيمة الدفترية (مرة)

بيانات السهم	٢٠٠٩ م	٢٠١٠ م	٢٠١١ م
تاريخ استحقاق آخر كوبيون	٠,٧٥ ريال في ٢٥ مارس ٢٠٠٩	١١٩٧٤ ريال سعودي	٣٣٠,٨
رأس المال السوقي (مليون)	٣٣٠,٨	٣٣٠,٨	٣٣٠,٨
عدد الأسهم (مليون)	٣٣٠,٨	٣٣٠,٨	٣٣٠,٨
المتوسط الشهري للقيمة المتداولة	٥٠,٥ مليون ريال سعودي	٥٢,٠٠ / ٢٦,٧٠ ريال سعودي	١٠٤٠,٥٤ / ١٠٤٠,٥٤
أعلى / أدنى سعر في ٥٢ أسبوع	٢٩,٧٠	٢٩,٧٠	٢٩,٧٠
كود بلومبرج / رويترز	١٠٤٠,٥٤	١٠٤٠,٥٤	١٠٤٠,٥٤
التداول الحر	٢٩,٧٠	٢٩,٧٠	٢٩,٧٠



السعر الحالي*: ٤١,٦٠ ريال سعودي
القيمة العادلة: ٦٢,٩٠ ريال سعودي

التوصية قصيرة الأجل: محايد
التوصية طويلة الأجل: شراء

• خفض التوصية قصيرة الأجل ورفع التوصية طويلة الأجل: نحتفظ بتقديرنا للقيمة العادلة والأرباح لمجموعة سامبا المالية، إلا أننا قمنا بتخفيض التوصية قصيرة الأجل من تراكم إلى محايد. ونعتقد أن الغموض المحيط بمدى تعرض القطاع المصرفي لمجموعات الأعمال التي تملكها عائلات سعودية سوف يلقي بظلاله الثقيلة على أسعار الأسهم. وعلى حين يتردد الحديث عن إعادة هيكلة ديون هذه المجموعات، إلا أننا لا نعتقد أن السهم سيتفوق على السوق إلى أن يتم التوصل إلى حل. غير أننا قمنا برفع التوصية طويلة الأجل من محايد إلى تراكم بعد الانخفاض الأخير في سعر السهم. هذا وترتفع القيمة العادلة البالغة ٦٢,٩٠ ريال سعودي عن السعر الحالي للسهم بنسبة ٥١٪.

• المخاوف تتحول من المحفظة الاستثمارية إلى مخاطر الائتمان: على حين يبدو أن البنك قد عالج معظم المخاطر المحيطة بالمحفظة الاستثمارية وذلك بتخفيض الاستثمارات بالإضافة إلى تحسن الأسواق العالمية منذ أواخر الربع الأول من عام ٢٠٠٩، إلا أن مخاطر الائتمان ارتفعت في الشهرين الأخيرين. ونشير إلى أن بنك سامبا يحتفظ بمستوى تغطية للديون المتعثرة يبلغ ١٦٧٪، كما تبلغ زيادة المخصصات ١,٢٢٪ من إجمالي القروض والتي يمكن استخدامها لامتصاص أثر أي تدهور في جودة الموجودات.

• مخاوف بيع حصة في ملكية المجموعة: في رأينا أن سعر السهم عانى من المخاوف من احتمالات بيع حصة ملكية مجموعة سعد في البنك، وهي المجموعة التي تتفاوض مع المقترضين لإعادة هيكلة ديونها، وهي نفس المخاوف التي أثرت على أسعار أسهم شركات أخرى تشارك مجموعة سعد في ملكيتها (إتش إس بي سي وبيركلي). وهناك تكهنات بأن المجموعة ستقوم ببيع حصتها في سامبا للحصول على سيولة. وعلى حين تظل هذه المخاوف قائمة، إلا أننا نرى أن بيع حصة تبلغ ٧,٨٪ مباشرة في السوق سيكون صعبا وسيتم بسعر منخفض.

• الإعلان عن توزيع الأرباح مؤشر على الثقة: أعلن بنك سامبا عن توزيع نقدي يبلغ ٠,٩ ريال سعودي للسهم عن النصف الأول من عام ٢٠٠٩ وهو يعادل توزيع الأرباح المؤقت في العام الماضي. ويأتي هذا الإعلان عن نتائج الربع الثاني من عام ٢٠٠٩ وهو في رأينا مؤشر على ثقة البنك في قدرته على الاحتفاظ بمستوى ربحية مرتفع.

• توقعات نتائج الربع الثاني من عام ٢٠٠٩: على غرار البنوك الأخرى، فإننا نتوقع ارتفاع المخصصات في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩ مقارنة بالربع الأول، كما نتوقع انخفاض الأرباح بمعدل سنوي ١٧٪ وربع سنوي ٢٠٪ لتبلغ ١٠٠٨ مليون ريال سعودي (ربحية السهم: ١,١٢ ريال سعودي). وبينما لا نتوقع أن يضع البنك مخصصات خاصة إلى حين انتهاء مفاوضات إعادة الهيكلة، إلا أننا نرى أنه سيضع مخصصات عامة لعلاج أي مشكلات في محفظة القروض.

٢٠٠٩ م	٢٠١٠ م	٢٠١١ م	
٥,٣٥	٥,٧٩	٦,٩١	ربحية السهم
٧,٨	٧,٢	٦,٠	مضاعف الربحية (مرة)
٢,١٠	٢,٣٠	٣,٥٠	التوزيعات النقدية
٥,٠	٥,٥	٨,٤	العائد من التوزيعات
٢٤,٦٩	٢٨,١٦	٣١,٦١	القيمة الدفترية للسهم
١,٦٩	١,٤٨	١,٣٢	مضاعف القيمة الدفترية (مرة)

بيانات السهم	٢٠٠٩ م	٢٠١٠ م	٢٠١١ م
تاريخ استحقاق آخر كوبون	٠٠,٧٥ ريال في ٢١ فبراير	٠٠,٧٥ ريال في ٢١ فبراير	٠٠,٧٥ ريال في ٢١ فبراير
رأس المال السوقي (مليون)	٣٧٤٤٠	٣٧٤٤٠	٣٧٤٤٠
عدد الأسهم (مليون)	٩٠٠	٩٠٠	٩٠٠
المتوسط الشهري للقيمة المتداولة	٥٩١,٧ مليون ريال سعودي	٥٩١,٧ مليون ريال سعودي	٥٩١,٧ مليون ريال سعودي
أعلى / أدنى سعر في ٥٢ أسبوع	٣٩,٣٠ / ٨٢,٥٠	٣٩,٣٠ / ٨٢,٥٠	٣٩,٣٠ / ٨٢,٥٠
كود بلومبرج / رويترز	١٠٩٠.SE / SAMBA AB	١٠٩٠.SE / SAMBA AB	١٠٩٠.SE / SAMBA AB
التداول الحر	٤٢,٨٠	٤٢,٨٠	٤٢,٨٠



السعر الحالي: * ٢٤,٠٠ ريال سعودي
القيمة العادلة: ٢٦,٥٠ ريال سعودي

التوصية قصيرة الأجل: محايد
التوصية طويلة الأجل: تراكم

• رفع التوصية طويلة الأجل إلى تراكم وتخفيض التوصية طويلة الأجل إلى محايد: فمننا برفع التوصية طويلة الأجل لبنك الرياض إلى تراكم حيث أن التداول يتم على السهم بانخفاض ١٠,٤٪ عن تقديرنا للقيمة العادلة البالغ ٢٦,٥٠ ريال سعودي. إلا أننا قمنا بتخفيض التوصية قصيرة الأجل من تراكم إلى محايد لأننا نعتقد أن المخاوف تجاه جودة الموجودات ستؤثر على سعر السهم.

• البحث عن فرص لنمو القروض: لا يزال يمثل بنك الرياض الاستثناء من بين البنوك السعودية، إذ أنه يسعى لفرص نمو محفظة القروض. وبينما أعلنت معظم البنوك الأخرى أما عن انخفاض أو ركود القروض والدائع خلال فترتي ربع السنة الماضيتين، إلا أن بنك الرياض استمر في تحقيق مفاجأة بارتفاع نمو الميزانية في فترتي ربع السنة الماضيتين. وقد ارتفع نمو القروض منذ الربع الثالث من عام ٢٠٠٨ بنسبة ١١,٢٪ مقابل متوسط نمو القروض في القطاع الذي بلغ ٦,٦٪، بينما ارتفع نمو ودائع المستهلك بنسبة ٣٦٪ مقابل متوسط نمو القطاع ٥,٨٪.

• مخاطر المحفظة الاستثمارية: بلغت القيمة السوقية لاستثمارات البنك ٢٨٣ مليون ريال سعودي في الربع الأول من عام ٢٠٠٩ وكانت مفاجأة لأن البنك أعاد تصنيف محفظة التداول برمتها تحت استثمارات متاحة للبيع. ومخاطر المحفظة الاستثمارية تأتي من حصة البنك في صناديق الاستثمار الدولية والتي بلغت ٢,١٧ مليار ريال سعودي في آخر الربع الرابع من عام ٢٠٠٨. وترى إدارة البنك أن انخفاض قيمة الاستثمارات تعكس إلى حد كبير أسعار السوق ولا تتوقع أي مفاجآت سلبية في الأجل القصير. ومع ذلك، فإننا نتخذ موقفا متحفظا وننتظر إلى حين صدور نتائج الربع الثاني من عام ٢٠٠٩ قبل أن نتخذ موقفا أكثر إيجابية من السهم.

• الفارق قد يحقق مفاجأة بالارتفاع: نتوقع أن يظل صافي فارق العملات الخاصة دون تغيير كبير في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩. إلا أننا نشير إلى أن البنك قد يستغل تباطؤ نمو القروض لتحسين تكلفة التمويل باستبدال الودائع لأجل بودائع تحت الطلب. وكان البنك قد قام في فترتي ربع السنة الماضيتين بزيادة الودائع ليتماشى معدل القروض إلى الودائع مع المستوى الذي يتطلبه البنك المركزي، حيث انخفض المعدل من ١٠,٣٪ في الربع الثالث من عام ٢٠٠٨ إلى ٨,٤٪ في الربع الأول من عام ٢٠٠٩.

• توقعات نتائج الربع الثاني من عام ٢٠٠٩: نتوقع انخفاض الأرباح في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩ بمعدل سنوي ٣٥٪ لتبلغ ٥٩١ مليون ريال سعودي (ربحية السهم: ٠,٣٩ ريال سعودي). وترجع توقعاتنا لانخفاض الأرباح إلى توقعات بزيادة المخصصات. إذ نتوقع أن ترتفع مخصصات الائتمان قليلا عن مستواها المعلن في الربع الأول من عام ٢٠٠٩ لتبلغ ٢٥٠ مليون ريال سعودي، بارتفاع سنوي ٥ مرات، وربع سنوي ٣٥٪.

٢٠٠٩ م	٢٠١٠ م	٢٠١١ م	
١,٩٤	٢,٤٩	٣,١٥	ربحية السهم
١٢,٣	٩,٦	٧,٦	مضاعف الربحية (مرة)
١,٤٠	١,٥٠	١,٩٠	التوزيعات النقدية
٥,٧٪	٦,٢٪	٧,٩٪	العائد من التوزيعات
١٦,٩٦	١٧,٩٥	١٩,٢١	القيمة الدفترية للسهم
١,٤٢	١,٣٤	١,٢٥	مضاعف القيمة الدفترية (مرة)

بيانات السهم	
تاريخ استحقاق آخر كوبون	٠,٧ ريال في ٣ مارس ٢٠٠٩
رأس المال السوق (مليون)	٣٦٠٠٠ ريال سعودي
عدد الأسهم (مليون)	١٥٠٠
المتوسط الشهري للقيمة المتداولة	٣٦٩,٤ مليون ريال سعودي
أعلى / أدنى سعر في ٥٢ أسبوع	١٨,٥٥ / ٣٦,٥٠ ريال سعودي
كود بلومبرج / رويترز	1010.SE / RIBLAB
التداول الحر	٢٥,٧١٪



السعر الحالي*: ١٦,٩٥ ريال سعودي
القيمة العادلة: ١٩,١٠ ريال سعودي

التوصية قصيرة الأجل: محايد
التوصية طويلة الأجل: تراكم

• رفع التوصية قصيرة الأجل إلى محايد وطويلة الأجل إلى تراكم: قمنا برفع التوصية قصيرة الأجل لبنك الإستثمار السعودي إلى محايد والتوصية طويلة الأجل إلى تراكم من توصيات قصيرة وطويلة الأجل خفض بعد انخفاض سعر السهم بحوالي ٢٦٪. ويتم التداول على السهم حالياً بانخفاض ١٣٪ عن القيمة العادلة البالغة ١٩,١٠ ريال سعودي. وعلى حين تبدو مستويات التقييم مغرية إذ يبلغ مضاعف الربحية المتوقع لعام ٢٠٠٩: ٨,٦ مرة ومضاعف القيمة الدفترية ١ مرة، إلا أننا نرى أن المخاوف بشأن جودة الموجودات في القطاع سوف تحد من فرص تحسن سعر السهم في الأجل القصير.

• المخاوف من مدى جودة الائتمان: قامت كل من ستاندارد أند بورز وفيتش في آخر تقرير لهما بخفض التصنيف الائتماني لبنك الإستثمار السعودي إثر المخاوف على جودة الائتمان وزيادة تركيز المقرضين. وتتوقع هيئات التصنيف الائتماني زيادة القروض المعدومة ونسبة محدودة من الموجودات المالية المعدومة مما سيضع ضغوطاً على أرباح البنك في الفترة الباقية من العام. إلا أننا نشير إلى أن معدل الديون المتعثرة الذي بلغ ١٪ في آخر عام ٢٠٠٨ يقع في منتصف نطاق المعدلات المماثلة في البنوك السعودية بينما تبلغ تغطية الديون المتعثرة ٢٥٢٪.

• إلغاء الصفقة مع مجموعة البركة: جاء في بيان صدر مؤخراً عن بورصة تداول للأوراق المالية أن بنك الإستثمار السعودي اتفق مع مجموعة البركة على إلغاء صفقة تبادل أسهم كان قد اتفق عليها في عام ٢٠٠٧ نظراً لاستمرار الأزمة المالية. وكان قد جاء في مذكرة التفاهم التي وقع عليها الطرفان في عام ٢٠٠٧ موافقتهم على البحث في إجراء عملية تبادل للأسهم يقوم بنك الإستثمار السعودي بمقتضاها بمبادلة ٥٠٪ من حصة ملكيته في مجموعة البركة المصرفية مقابل حصة مماثلة لمجموعة البركة في البنك. هذا ولم ندخل في توقعاتنا هذه الصفقة، ومن ثم تظل توقعاتنا دون تغيير.

• توقعات نتائج الربع الثاني من عام ٢٠٠٩: نتوقع انخفاض الأرباح بمعدل سنوي ٣٠٪ وربع سنوي ١٨٪ لتبلغ ١٩٩ مليون ريال سعودي (ربحية السهم: ٠,٤٤ ريال سعودي). كما نتوقع أن تظل الأرباح قبل المخصصات ثابتة إلى حد كبير بمعدل ربع سنوي (٤-٪)، إلا أننا نتوقع زيادة مخصصات الائتمان بحوالي ٨ مرات بمعدل ربع سنوي لتبلغ ٤٠ مليون ريال سعودي.

٢٠٠٩ م	٢٠١٠ م	٢٠١١ م	
١,٩٨	٢,٠٥	٢,٤١	ربحية السهم
٨,٦	٨,٣	٧,٠	مضاعف الربحية (مرة)
٠,٤٠	٠,٤٠	٠,٥٠	التوزيعات النقدية
٢,٤	٢,٤	٢,٩	العائد من التوزيعات
١٦,٢٧	١٧,٩٠	١٩,٨٣	القيمة الدفترية للسهم
١,٠٤	٠,٩٥	٠,٨٥	مضاعف القيمة الدفترية (مرة)

بيانات السهم	تاريخ استحقاق آخر كوبون
٠,٢٩ ريال في ٧ مارس ٢٠٠٦	١١٠١٨ ريال سعودي
٦٥٠	عدد الأسهم (مليون)
١١٦,٧ مليون ريال سعودي	المتوسط الشهري للقيمة المتداولة
١٤,٦٠ / ٣٤,٠٠ ريال سعودي	أعلى / أدنى سعر في ٥٢ أسبوع
١٠٣٠.SE / SIBC AB	كود بلومبرج / رويترز
٣٨,٠٠ ٪	التداول الحر



فريق مبيعات مصر	فريق مبيعات الإمارات	فريق مبيعات السعودية	قسم البحوث
مركز إتصال محلي ١٦٩٠٠	مركز إتصال	مركز إتصال	مصر ٢٠٢٣ ٣٨ ٨٨٦٤ +
مركز إتصال عالمي ٢٠٢٣ ٣٣ ٩٤٠٠ +	٩٧١ ٤ ٣٠٦ ٩٣٣٣ +	٨٠٠ ١٢٣ ٤٥٦٦ +	الإمارات ٩٧١ ٤ ٣٦٣ ٤٠٠٠ +
cc-hsb@efg-hermes.com	uaerequests@efg-hermes.com	ksa-callcenter@efg-hermes.com	efgresearch@efg-hermes.com
مدير مبيعات المؤسسات الأجنبية	مبيعات المؤسسات الأجنبية	نائب رئيس مبيعات الخليج	مدير قسم البحوث
محمد عبید	جوليان بروس	أحمد شعراوي	أيجي أونو
٢٠٢٣ ٣٣ ١٠٥٤ +	٩٧١ ٤ ٣٦٣ ٤٠٩٢ +	٩٦٦١ ٢٧٩ ٨٦٧٧ +	٩٧١ ٤ ٣٦٣ ٤٠٠٦ +
mebeid@efg-hermes.com	jbruce@efg-hermes.com	asharawy@efg-hermes.com	eaono@efg-hermes.com
مبيعات المؤسسات المحلية	مدير مبيعات المؤسسات دول مجلس التعاون الخليجي		مدير قسم البحوث مصر
عمرو الحميسي	عمرو دياب		وائل زيادة
٢٠٢٣ ٣٣ ١٠٤٥ +	٩٧١ ٤ ٣٦٣ ٤٠٨٦ +		٢٠٢٣ ٣٣ ١١٥٤ +
amrk@efg-hermes.com	adiab@efg-hermes.com		wziada@efg-hermes.com
مبيعات دول مجلس التعاون الخليجي	مبيعات العملاء في الخليج		مدير النشر والتوزيع
أحمد سالم	شهير حسنى		رشا سمير
٢٠٢٣ ٣٣ ١٠٧٨ +	٩٧١ ٤ ٣٦٣ ٤٠٩٠ +		٢٠٢٣ ٣٣ ١١٤٢ +
asalem@efg-hermes.com	chosni@efg-hermes.com		rsamir@efg-hermes.com
	مبيعات الأفراد في الإمارات		
	ريهام توفيق		
	٩٧١ ٤ ٣٠٦ ٩٤١٨ +		
	rtawfik@efg-hermes.com		

الإفصاحات

أشهد أنا مراد انصارى 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 فى بورصة الأوراق المالية - تداول فى المملكة 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 أتعاب لقاء خدمات تم تقديمها للشركات موضع هذا التقرير أو وردت فيه.

إبراء الذمة

التوصيات الاستثمارية التي تقترحها أو تقدرها 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 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. ونصح 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.