



مصرف الراجحي

16 فبراير 2021

تعافي قوي خلال الربع الرابع لعام 2020، ولكن السعر غير جذاب عند مستوياته الحالية.

أعلن الراجحي للمرة الأولى خلال السنة المالية 2020 عن نمو صافي الدخل على أساس سنوي خلال الربع الرابع بمعدل 45.0% مدعوماً بالنمو القوي المستمر في التمويل وانخفاض المخصصات خلال الربع مقارنة بالربع الرابع لعام 2019. نمو قوي في محفظة الرهون العقارية، وكذا العمولات الخاصة والإيرادات الأخرى مما ساعد على تعويض الانخفاض في هامش صافي الفائدة خلال السنة المالية 2020، مما سمح للراجحي بالإعلان عن نمو صافي الربح بنسبة 4.3% خلال السنة المالية 2020 على الرغم من انخفاض معدل سايبور. وبالمنضمي قدما، نتوقع مزيداً من الانكماش في هامش صافي الفائدة خلال السنة المالية 2021، مما قد يضغط على صافي دخل الراجحي على الجانب الآخر قد يعوض هذا الانكماش تحسين نسبة التكلفة إلى الدخل ونمو التمويل. ولقد قمنا برفع السعر المستهدف لمصرف الراجحي بسبب نمو التمويل أعلى من المتوقع وتوجهات الإدارة الجديدة. ومع ذلك، يتم تداول السهم بعلاوة 33% على أقرانه، مما يجعله غير جذاب من وجهة نظرنا. ونحافظ على توصيتنا بالحياد لمصرف الراجحي بسعر مستهدف 83.5 ريال سعودي للسهم.

نما صافي دخل للتمويل وإيرادات الاستثمار للراجحي بنسبة 8.9% على أساس سنوي و10.5% على أساس ربع سنوي خلال الربع الرابع لعام 2020 مدعوماً بالنمو القوي في الرهون العقارية خلال العام، لا سيما بالنظر إلى إلغاء 15% من ضريبة القيمة المضافة على العقارات التي تم تمريرها في أكتوبر الماضي. مع ذلك، تقلص صافي هامش الفائدة بمقدار 50 نقطة أساس إلى 4.7% خلال عام 2020، ويرجع ذلك أساساً إلى انخفاض معدل سايبور خلال العام.

وقد قفز دخل الرسوم والعمولات بنسبة 89.3% على أساس سنوي و33.1% على أساس ربع سنوي خلال الربع الرابع لعام 2020 حيث انتهى تأثير الإعفاء من الرسوم خلال الربع الثالث لعام 2020، مما أتاح انتعاشاً قوياً على أساس فصلي، بالإضافة إلى ارتفاع الدخل من رسوم الوساطة والرسوم الرقمية ورسوم المدفوعات. وتم تحقيق هذا النمو على الرغم من الإعفاء من الرسوم على جميع رسوم المعالجة الرقمية والتمويل خلال الأشهر التسعة الأولى لعام 2020. ونما الدخل التشغيلي بنسبة 30.2% على أساس سنوي و17.6% على أساس فصلي بسبب ارتفاع مجمل الدخل وانخفاض نفقات الاهلاك بشكل كبير خلال الربع الرابع لعام 2020 مقارنة بالربع الرابع لعام 2019. وانخفضت مخصصات انخفاض القيمة بنسبة 17.3% على أساس سنوي ولكنها ارتفعت بنسبة 18.3% على أساس فصلي نتيجة النمو القوي للائتمان خلال الربع الرابع لعام 2020. ونتيجة لانخفاض المخصصات والمصروفات غير التمويلية وارتفاع مجمل الدخل، ارتفع صافي دخل الراجحي بنسبة 45.0% على أساس سنوي و17.4% على أساس فصلي خلال الربع الرابع لعام 2020.

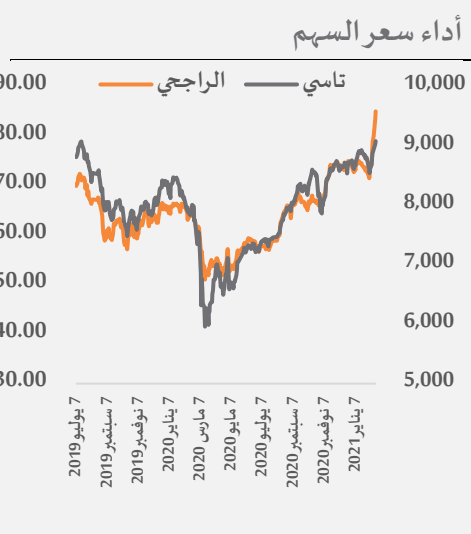
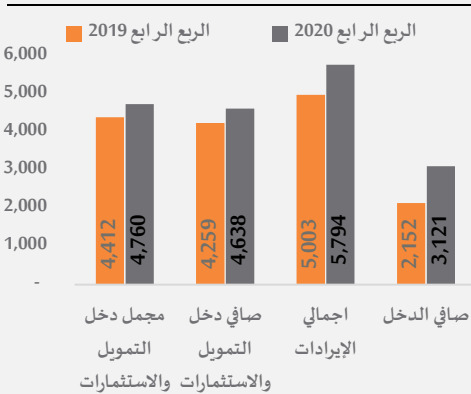
أعلن الراجحي عن نمو قياسي في صافي التمويل عند 26.4% على أساس سنوي خلال عام 2020 مدعوماً بالارتفاع المستمر في الطلب على قروض الرهن العقاري. وقد تسارع نمو التمويل العقاري للراجحي إلى 90% على أساس سنوي خلال عام 2020 وسط انخفاض أسعار الفائدة والدعم الحكومي. ويتوقع البنك 30% نمو سنوي مركب في تمويل الرهن العقاري خلال السنوات الثلاث القادمة.

ارتفعت ودائع العملاء بنسبة 22.5% على أساس سنوي في عام 2020، مما انعكس في الانخفاض في نسبة القروض إلى الودائع إلى 75.0% في عام 2020 مقابل 77.1% في عام 2019. ومن الجدير بالذكر أن الودائع لأجل تضاغت خلال الربع الرابع لعام 2020 مقابل الربع الثالث لعام 2020 حيث شكلت أكثر من 11% من إجمالي الودائع في عام 2020، ومع ذلك فإن الوديعة هي إضافة قصيرة الأجل للودائع ولا تدل على تحول طويل الأجل إلى زيادة الاعتماد على الودائع لأجل، وذلك حسب إصاح الإدارة.

ولم يعلن الراجحي عن أي توزيعات أرباح حتى تاريخه ومن المتوقع أن يتم التوصل إلى قرار بنهاية الشهر الجاري. ونظراً لغياب قيود مؤسسة النقد العربي السعودي على توزيعات الأرباح والمركز المالي القوي للراجحي والربحية الخاص بالمصرف خلال عام 2020، نعتقد أنه من المرجح أن يوزع المصرف أرباحاً عن العام 2020.

يتم تداول سهم مصرف الراجحي حالياً عند 3.6 ضعف قيمته الدفترية مقابل 1.4 مرة في القطاع المصرفي، وسجل مضاعف للسعر 20 ضعفاً لأرباح 2020 مقابل 16 ضعفاً في 2019 و15 مرة للقطاع المصرفي. في حين أنه قد يكون من المبرر أن يتداول الراجحي بعلاوة على أقرانه نظراً لجودة أرباحه العالية ومركزه المالي القوي، فإننا نعتقد أنه غير جذاب بسعر السوق الحالي.

التوصية		الحياد	
التوصية السابقة	الحياد	سعر السهم (15-02-2021)	85.0 ريال سعودي
السعر المستهدف (52 أسبوع)	83.5 ريال سعودي	التغير المتوقع في السعر	-1.8%
التوافق الشرعي	متوافق	أهم النسب المالية	
الربع الرابع 2020	الربع الثالث 2020	الربع الرابع 2019	الربع الثالث 2019
11.2%	4.9%	3.0%	3.0%
97.4%	98.0%	96.6%	96.6%
65.6%	62.1%	48.8%	48.8%



النسب المالية الرئيسية

النسبة	2020	2019
نمو إجمالي الدخل من التمويل والاستثمارات	2.4%	13.1%
هامش صافي الدخل من التمويل والاستثمارات	97.3%	96.8%
هامش صافي الدخل	61.0%	59.9%
هامش صافي الفائدة	4.7%	5.2%
العائد على حقوق الملكية	19.9%	20.5%
التكلفة الى الدخل	32.5%	32.8%
نسبة القروض المتعثرة	0.76%	0.90%
تكلفة المخاطر	0.75%	0.71%
نسبة تغطية القروض المتعثرة	305.6%	303.0%
نسبة القروض الى الودائع	75.0%	77.1%
نسبة السيولة المغطاة	155.0%	175.0%
نسبة صافي التمويل المستقر	123.0%	132.0%
نسبة كفاية رأس المال	19.1%	19.9%

أدت أسعار الفائدة المنخفضة إلى تضيق هامش صافي الفائدة الخاص بالراجعي خلال عام 2020. تأثر هامش صافي الفائدة الخاص بالراجعي بالمعدلات المنخفضة أكثر من البنوك الأصغر نظراً لأن 90% من ودائعه غير هادفة للربح، مما يعني أنها لا تستفيد من معدلات الفائدة المنخفضة. من ناحية أخرى، فإن تركيز الراجعي على القروض ذات الفائدة الثابتة والتعرض المنخفض لبرنامج تأجيل قروض الشركات الصغيرة والمتوسطة (تمثل الشركات الصغيرة والمتوسطة 2% فقط من صافي التمويل) قد خفف من تأثير الانخفاض في سايبور. انكمش هامش صافي الفائدة الخاص بالراجعي إلى 4.7% خلال عام 2020 مقابل الانخفاض في سايبور. انخفض متوسط معدل سايبور خلال العام بمقدار 140 نقطة أساس خلال عام 2020، وهو ما يمثل أكثر من 90% من الانخفاض في هامش صافي الفائدة.

أدى النمو الاستثنائي في التمويل إلى جانب ارتفاع الدخل من العمليات الأخرى إلى تعويض تأثير انخفاض هامش صافي الفائدة ودعم صافي أرباح الراجعي خلال العام المالي 2020. على الرغم من انخفاض هامش صافي الفائدة، نما صافي دخل الراجعي بنسبة 4.3% خلال عام 2020. وقد تم دعم النمو من خلال: (1) نمو قياسي في تمويل المحفظة (+26.4% على أساس سنوي) مدعوماً بتمويل الرهن العقاري (+90.0% على أساس سنوي) و (2) ارتفاع الدخل من العمليات الأخرى (+25.0% سنوياً) مدعوماً بالرسوم والعمولات (+33.8% على أساس سنوي) بسبب ارتفاع مبيعات نقاط البيع والتجارة الإلكترونية وارتفاع رسوم الوساطة من شركة الراجعي المالية.

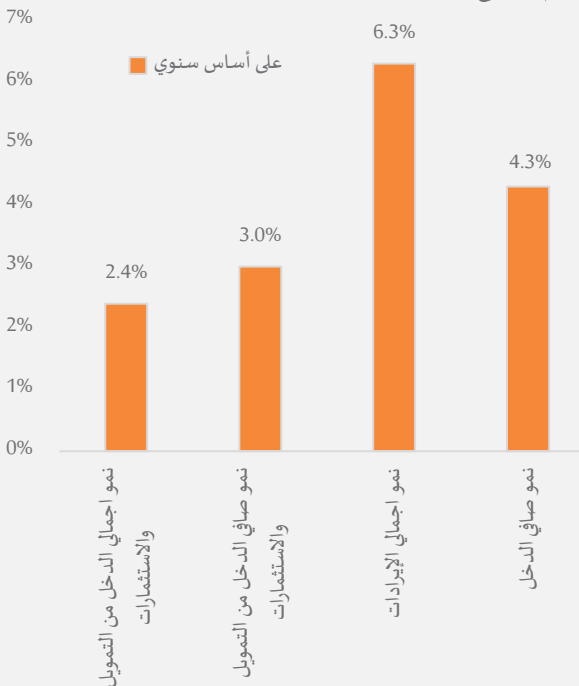
ارتفاع تكاليف الاضمحلال في القيمة وتكلفة المخاطر، ومع ذلك تظل جودة الأصول عالية. ارتفعت مخصصات انخفاض قيمة الراجعي بنسبة 22.2% خلال عام 2020 بسبب تأثير فيروس كورونا المستجد والنمو القياسي في التمويل. ارتفعت تكلفة المخاطر إلى أعلى مستوى لها في أربع سنوات بنسبة 0.75% مقابل 0.71% خلال العام 2019. ومع ذلك، لا تزال جودة الأصول عالية حيث انخفضت نسبة القروض المتعثرة إلى 0.76% مقابل 0.90%. انخفضت قروض المرحلة الثانية والثالثة إلى 2.9% و 0.74% من إجمالي القروض على التوالي، مقابل 3.5% و 0.90% خلال عام 2019.

الحفاظ على المركز المالي القوي لشركة الراجعي في السنة المالية 2020 على الرغم من تأثير الجائحة. وعلى الرغم من الضغوط التي فرضها فيروس كورونا على القطاع المصرفي خلال عام 2020، حافظ الراجعي على مركزه المالي القوي خلال العام حيث بلغت نسبة كفاية رأس المال 19.1% مقابل 19.9% في عام 2019، ونسبة تغطية سيولة كافية فوق 100% بنسبة 155%. والمصرف مجهز جيداً بتغطية القروض المتعثرة بنسبة 306% وتغطية المرحلة الثالثة عند 82.8% في الربع الرابع لعام 2020 مقابل 76.9% في الربع الرابع لعام 2019.

نرى انخفاضاً في هامش صافي الفائدة باعتباره الخطر السليبي الرئيسي لمصرف الراجعي خلال عام 2021 وذلك بسبب (1) انخفاض متوسط معدل سايبور المتوقع خلال العام، (2) ارتفاع المنافسة وسط زيادة الطلب على الائتمان، (3) وفرة السيولة في البنوك بسبب ضخ السيولة من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي في القطاع من خلال الودائع التي تصل أجل استحقاقها إلى 3 سنوات مما سيضغط على معدلات الإقراض.

تظل الرهون العقارية المحرك الرئيسي للنمو، ولكن بمعدلات نمو أبطأ من عام 2020. ستستمر الرهون العقارية في دفع النمو التمويلي للقطاع المصرفي بشكل عام، والراجعي بشكل خاص، ولكن بمعدلات نمو طبيعية أقل من عام 2020. وإذا لم تتحسن نسبة التكلفة إلى الدخل بشكل أكبر خلال السنة المالية 2021 لتعويض ضغط هامش صافي الفائدة، فسوف يتعرض صافي دخل الراجعي لضغوط خلال عام 2021، لا سيما بالنظر إلى انخفاض معدل نمو التمويل المتوقع خلال عام 2021. ووفقاً لذلك، وفي حين أن النمو القوي في التمويل والدخل من العمليات الأخرى عوض انكماش هامش صافي الفائدة خلال عام 2020، نعتقد أن هذا قد لا يكون هو الحال خلال عام 2021.

أهم النتائج المالية (2020)



التقييم وفقا للدخل المتبقي	2021 متوقع	2022 متوقع	2023 متوقع	2024 متوقع	2025 متوقع	2026 متوقع
صافي الدخل	10,413	12,092	13,519	15,258	17,022	18,720
فائض العائد لفائض رأس المال	269	257	269	306	352	427
صافي الدخل المعدل	10,144	11,835	13,250	14,952	16,670	18,293
رسوم حقوق المساهمين	4,243	4,615	4,909	5,151	5,405	5,589
القيمة الاقتصادية المضافة	5,901	7,220	8,341	9,802	11,265	12,705
عامل الخصم	0.91	0.83	0.76	0.69	0.63	0.57
القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة	5,378	5,998	6,316	6,764	7,086	7,284
مجموع القيمة الحالية الاقتصادية المضافة	38,825					
معدل النمو المستمر	3.0%					
القيمة المتبقية	194,854					
القيمة المتبقية المخصومة	111,711					
الأسهل المطلوبة	38,761					
فائض رأس المال	13,107					
آخر توزيعات أرباح	6,250					
إجمالي القيمة العادلة	208,655					
عدد الأسهم	2,500					
السعر المستهدف (52 أسبوعاً)	83.5					
سعر السوق الحالي (2021-02-14)	85.0					
نسبة الارتفاع و(الانخفاض) %	1.8-%					

النسب المالية	2020 فعلي	2021 متوقع	2022 متوقع	2023 متوقع	2024 متوقع	2025 متوقع	2026 متوقع
هامش صافي الربح	61.0%	59.1%	60.0%	60.6%	61.4%	62.0%	62.5%
صافي فرق أسعار عائد الاستثمارات والتمويل	3.9%	3.7%	3.8%	3.9%	4.1%	4.3%	4.5%
إجمالي التمويل إلى إجمالي الودائع	84.5%	84.0%	83.8%	83.6%	83.4%	83.2%	83.0%
الاستثمارات إلى إجمالي الودائع	15.8%	14.7%	14.3%	14.3%	14.5%	14.7%	15.3%
هامش صافي معدل العائد	19.4%	17.3%	18.7%	19.5%	20.5%	21.3%	21.8%
العائد على متوسط حقوق المساهمين	88.8%	93.0%	93.0%	93.0%	93.0%	93.0%	93.0%
نسبة الحسابات الجارية إلى حسابات الادخار	61.0%	59.1%	60.0%	60.6%	61.4%	62.0%	62.5%

قائمة الدخل	2020 فعلي	2021 متوقع	2022 متوقع	2023 متوقع	2024 متوقع	2025 متوقع	2026 متوقع
الدخل من التمويل والاستثمارات	17,378	17,624	20,137	22,323	24,858	27,442	29,969
صافي الدخل من التمويل والاستثمارات	16,913	17,168	19,602	21,717	24,159	26,649	29,083
الدخل المرتبط بغير التمويل	3,808	3,998	4,198	4,407	4,628	4,860	5,103
اجمالي الإيرادات	20,721	21,166	23,800	26,124	28,787	31,509	34,186
دخل العمليات	13,979	14,042	16,214	18,035	20,151	22,275	24,299
صافي الدخل	10,595	10,413	12,092	13,519	15,258	17,022	18,720

قائمة المركز المالي	2020 فعلي	2021 متوقع	2022 متوقع	2023 متوقع	2024 متوقع	2025 متوقع	2026 متوقع
إجمالي الاستثمارات	60,285	65,243	69,810	74,697	79,926	85,521	91,507
اجمالي التمويل	315,712	364,731	402,436	431,591	454,000	477,528	492,544
إجمالي الموجودات	468,825	529,554	581,116	622,765	656,933	693,135	719,612
ودائع العملاء	382,631	442,646	488,073	523,488	550,981	579,922	598,759
إجمالي المطلوبات	410,706	467,272	514,242	551,122	580,032	610,461	630,719
إجمالي حقوق المساهمين	58,119	62,281	66,874	71,643	76,901	82,673	88,893
إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	468,825	529,554	581,116	622,765	656,933	693,135	719,612

دليل التقييمات

شراء	زيادة متوقعة في السعر بنسبة تزيد عن 20% خلال فترة 52 أسبوعاً.
زيادة المراكز	زيادة متوقعة في السعر بنسبة تزيد عن 10% خلال فترة 52 أسبوعاً.
الحياد	ستظل القيمة في نطاق (ارتفاع\انخفاض بنسبة 10%) خلال فترة 52 أسبوعاً.
تخفيض المراكز	انخفاض متوقع في السعر بنسبة تزيد عن 10% خلال فترة 52 أسبوعاً.
بيع	انخفاض متوقع في السعر بنسبة تزيد عن 20% خلال فترة 52 أسبوعاً.

إتقان كابيتال

شركة إتقان كابيتال، مركز الزهراء التجاري، شارع أحمد العطاس،

صندوق بريد 8021 جدة 21482، المملكة العربية السعودية.

رقم الفاكس: +966122638789

رقم الهاتف: +966122638787

info@itqancapital.com

www.itqancapital.com

الإفصاح وإخلاء المسؤولية

أعدت شركة إتقان كابيتال هذا البحث ("إتقان كابيتال") السعودية. تم إعداد هذا التقرير للاستخدام العام من قبل عملاء إتقان كابيتال ولا يجوز إعادة توزيعه أو إرساله أو الإفصاح عنه، سواء بالكامل أو جزئياً، بأي شكل أو طريقة دون الموافقة الكتابية الصريحة من إتقان كابيتال. وبعد استلامك ومراجعتك لهذا البحث بمثابة موافقتك على عدم إعادة التوزيع أو النشر أو الإفصاح للأخرين عن المحتوى والأجزاء والمعلومات والاستنتاجات الواردة في هذا التقرير قبل إفصاح شركة إتقان عن هذه المعلومات للجمهور العام. وتم الحصول على المعلومات الواردة في هذا البحث من عدة مصادر عامة، من المفترض أن تكون موثوقة بها، ولكننا لا نضمن دقتها. لا تقدم شركة إتقان كابيتال أي تعهدات أو ضمانات (صراحة أو ضمناً) بشأن البيانات والمعلومات المطروحة ولا تقدم شركة إتقان تلك المعلومات على أنها كاملة أو خالية من أي خطأ، أو على أنها غير مضللة أو على أنها صالحة لأي غرض خاص. فيوفر هذا البحث المعلومات العامة فقط. ولا تشكل المعلومات أو أي رأي مُعبر عنه بهذا التقرير عرضاً أو دعوة لتقديم عرض ببيع أو شراء أي أوراق مالية أو منتجات استثمارية أخرى متعلقة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس من المقصود بهذا البحث إعطاء أي نصائح استثمارية شخصية ولا يؤخذ في الاعتبار أي أهداف استثمارية معينة خاصة بأية مؤسسة مالية أو الاحتياجات الخاصة لأي شخص بعينه يستلم هذا التقرير. وعلى المستثمرين طلب المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بصدد ملائمة الاستثمار في أي أوراق مالية أو استثمارات أخرى أو استراتيجيات الاستثمار الواردة أو الموصى بها في هذا التقرير ويجب عليهم معرفة أنه قد لا تتحقق أي توقعات مستقبلية أُدلى بها ضمن هذا التقرير. ويجب على المستثمرين معرفة أنه قد تتقلب قيمة الدخل المحقق من تلك الأوراق المالية أو الاستثمارات الأخرى، إن وجد، وقد يرتفع أو ينخفض سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. ومن الممكن أن تؤثر تقلبات سعر الصرف سلباً على قيمة أو سعر أو الدخل المحقق من بعض الاستثمارات. وبناءً على ذلك، يمكن أن يستلم المستثمرون عائداً استثمارياً أقل من المبلغ المستثمر. قد يكون لشركة إتقان كابيتال أو مديرها أو واحدة أو أكثر من شركاتها التابعة (بما يشمل محللو البحث) منفعة مالية في الأوراق المالية الخاصة بالشركات المصدرة أو الاستثمارات المتعلقة بذلك، بما يشمل المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية أو الضمانات أو العقود المستقبلية أو الخيارات أو المشتقات المالية أو الأدوات المالية الأخرى. كما يجوز لشركة إتقان كابيتال أو أي من شركاتها التابعة من وقت لأداء خدمات مصرفية استثمارية أو خدمات أخرى لأية شركة واردة في هذا التقرير. لن تكون إتقان كابيتال أو أي من شركاتها التابعة أو موظفيها مسؤولين عن أي خسارة أو ضرر مباشر أو غير مباشر أو تبعية قد ينتج عن أي استخدام، مباشر أو غير مباشر، للمعلومات الواردة في هذا التقرير. كما قد يخضع هذا البحث وأي توصيات واردة فيه إلى التغيير دون إشعار مسبق. لا تتحمل إتقان كابيتال أية مسؤولية بصدد تحديث المعلومات الواردة في هذا البحث. لا يجوز تغيير أو نسخ أو إرسال أو توزيع كل أو أي جزء من هذا البحث بأي شكل وبأية طريقة. هذا البحث ليس موجهاً إلى أو مخصصاً للتوزيع على أو الاستخدام من قبل أي شخص أو كيان يكون مواطناً أو مقيماً أو يقع في أي مكان أو ولاية أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى يكون فيها هذا التوزيع أو النشر أو التوفر أو الاستخدام مخالفاً للقانون أو سيعرض إتقان كابيتال أو أي من شركاتها التابعة إلى أي متطلبات تسجيل أو ترخيص ضمن تلك الولاية القضائية.

إتقان كابيتال هي شركة مرخصة من هيئة السوق المالية السعودية | رخصة رقم 07058-37 وسجل تجاري رقم 4030167335