

التوصية	محايد
سعر السهم الحالي (ريال)	13.6
السعر المستهدف (ريال)	12.6
نسبة الارتفاع / الهبوط	(7.3%)

في يوم 24 مايو من عام 2018

البيانات الأساسية (مصدر المعلومات: بلومبرغ)

رأس المال السوق (مليار ريال)	11.52
أعلى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	16.38
أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	11.74
إجمالي عدد الأسهم المتداولة (مليون)	850.0
نسبة التداول الحر للأسهم (%)	36.94%

أداء سهم شركة إعمار مقابل مؤشر تداول (المعاد تقديره)



أداء السهم (%)	مطلق	نسبي
شهر واحد	(3.4%)	0.0%
6 شهور	16.9%	(7.5%)
12 شهر	(3.4%)	(19.8%)
الملاك الرئيسيين	%	
شركة دايام الحديثة لإدارة العقارات	17.6%	
شركة مي رويال كابيتال	9.4%	
شركة إعمار الشرق الأوسط	5.9%	
شركة إم أي هودلينجز	5.9%	

المبيعات ربع السنوية (مليار ريال) وهامش الربح التشغيلي



مصدر المعلومات: وكالة بلومبرج، إدارة الأبحاث، شركة فالكم؛ البيانات في يوم 24 مايو 2018

في الربع الأول من عام 2018، سجلت شركة إعمار المدينة الاقتصادية صافي ربح بقيمة 3 مليون ريال مقارنةً بخسارة بقيمة 19 مليون ريال في الربع الأول من عام 2017. ويعزى الأداء المحسن بشكل أساسي إلى عدم وجود مخصص لإنخفاض القيمة في هذا العام. بينما إنخفض صافي أرباح الشركة بشكل حاد بنسبة 98% على أساس ربع سنوي و يرجع ذلك أساساً إلى التغيير في محاسبة التغيير في تقديرات تكلفة البنية التحتية للمشاريع السكنية والصناعية. وفي السنة المالية 2017، أعلنت شركة إعمار عن تراجع صافي الربح بنسبة 67% مقارنة بالعام الماضي لتسجل 241 مليون ريال مدفوعة أساساً بتغييرات التقديرات المحاسبية وزيادة الإهلاك وزيادة التكاليف التمويلية بسبب ارتفاع فوائد القروض.

تعمل شركة إعمار على تشغيل مدينة الملك عبد الله الاقتصادية والتي تقع على طول ساحل البحر الأحمر، على بعد 100 كم شمال جدة، التي تعد المركز التجاري للمملكة العربية السعودية، ولديها مساحة تطوير إجمالي 173 كيلومتر مربع. وستدعم خطة مدينة الملك عبد الله الاقتصادية إطلاق أول صندوق استثماري في المملكة العربية السعودية في نهاية هذا العام، لدعم رواد الأعمال من أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة في قطاع المطاعم والضيافة، والتي ستدعم نمو قطاع العقارات التجارية. وعلى الرغم من التوقعات القوية للطلب، فإن انخفاض العائد على حقوق المساهمين (أقل من متوسط القطاع) وعدم وجود توزيعات أرباح وميزانية ضعيفة يجعلها أقل جاذبية للمستثمرين عند المستويات الحالية. ومن ثم، فإننا نوصي بتصنيف "محايد" على السهم.

يعد قطاع الترفيه المحرك الرئيسي للنمو

تقوم الحكومة السعودية بإصلاحات إجتماعية وإقتصادية طموحة. ويعتبر جزء أساسي من الإصلاحات هو فتح قطاع الترفيه الذي من المتوقع أن يوفر زخم كبير لقطاع للسياحة. وتقع المدينة، بالقرب من منتجع البحر الأحمر القادم، في موقع فريد لاجتذاب السياح الأثرياء. ولتحقيق هذه الفرصة الجديدة، تعمل الشركة على 45 مشروعاً ترفيهياً وسياحياً، ومن المقرر أن يتم الانتهاء من 30 منها هذا العام.

حوافز حكومية لتحفيز النشاط العقاري

في ميزانية عام 2018، أطلقت الحكومة حزمة بقيمة 72 مليار ريال لدعم قروض مشتري المنازل لأول مرة، وتخلت عن رسوم الشركات الصغيرة، كما قدمت مساعدات مالية للشركات المتعثرة. إن الدفع الحكومي المتضافر والثابت سيقدم دفعة للقطاعات السكنية والتجارية في القطاع العقاري. وستكون مدينة الملك عبد الله الاقتصادية، كونها مشروع عقاري بارز في المملكة، أحد المستفيدين الرئيسيين.

إزدهار قطاع النفط لتعزيز الاقتصاد

منذ بداية عام 2018، ارتفعت أسعار النفط بشكل كبير. وفي المملكة العربية السعودية، لا تزال تعتمد على عائدات النفط بشكل كبير لتمويل ميزانيتها. وقد أدى الانكماش السابق في أسعار النفط إلى الضغط على الحكومة لاتخاذ تدابير تشديدية مما أثر سلباً على معنويات المستهلكين وألحق الضرر بالنمو الاقتصادي. ومع تعافي أسعار النفط، يمكن للحكومة أن تتباطأ في تعزيز وضعها المالي ودعم مواطنيها العاديين من خلال التحول الاقتصادي. ومن شأن الانتعاش في معنويات المستهلكين أن يوفر دفعة للقطاع العقاري في البلاد بشكل عام وشركة إعمار على وجه الخصوص.

تستلزم الأعمال كثيفة رأس المال رافعة مالية قوية

من المتوقع أن تكون شركة إعمار، وهي شركة عقارية، أن تتمتع برافعة مالية عالية، حتى بالمقارنة مع القطاع. لدى شركة إعمار ديون طويلة الأجل بقيمة 7.3 مليار ريال (نسبة الديون إلى حقوق الملكية 1.0 ضعفاً)، في حين أن صافي الدين إلى صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك يبلغ 12.6 ضعفاً مما يشير إلى وجود مساحة محدودة لمزيد من الاقتراض، مع إعتبار وضع الميزانية العمومية المحملة بالديون المرتفعة. ومع ذلك، فإن القرض طويل الأجل بقيمة 5.0 مليار ريال سعودي من وزارة المالية بسعر فائدة ثابت مع فترة سماح طويلة، يوفر بعض الطمأنينة. كما أن الشركة مدعومة من قبل الشركة الأم، إعمار، والتي لديها سجل حافل و متميز في قطاع العقارات.

التقييم: قمنا بتقييم شركة إعمار المدينة الاقتصادية باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى قيمة عادلة قدرها 12.6 ريال للسهم. وقد اعتبرنا المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 8.0%، بمعدل نمو دائم قدره 2.0%.

2017	(م)2018	(م)2019	(م)2020	(م)2021
1.4	1.5	1.8	2.0	2.4
الإيرادات (مليار ريال)				
0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
الأرباح التشغيلية (مليار ريال)				
0.3	0.5	0.6	0.7	0.8
نصيب السهم من الأرباح (ريال)				
20.4%	23.4%	24.1%	24.8%	26.0%
هامش الربح التشغيلي (%)				
1.00	0.98	0.95	0.84	0.73
إجمالي الدين / حقوق الملكية				
3.0%	4.8%	5.4%	6.1%	7.0%
العائد على حقوق الملكية (%)				
47.6x	28.2x	24.2x	19.9x	16.1x
مضاعف الربحية				
1.4x	1.4x	1.3x	1.2x	1.1x
مضاعف القيمة الدفترية				
33.9x	29.8x	25.6x	21.5x	17.0x
القيمة السوقية / الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك				



28 مايو 2018

تغطية بحثية أولية
ملخص التقييم

شرح منهجية التقييم و الافتراضات

قما بتقييم شركة إعمار المدينة الاقتصادية باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم و الذي يقدر بقيمة قدرها 12.6 ريال للسهم الواحد. و تم إحتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 8.0% مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0%. و من الناحية النسبية، يتم تداول سهم شركة إعمار المدينة الاقتصادية على مضاعف ربحية قدره 28.2 مرة (على أساس سنوي)، مما يمثل إرتفاعاً بنسبة 36.9% عن نظرائه في القطاع، و إرتفاع بنسبة 85.7% عن مؤشر "تداول" لجميع الأسهم.

2021 (متوقع)	2020 (متوقع)	2019 (متوقع)	2018 (متوقع)	2017	مليون ريال
628	507	425	359	293	صافي الربح قبل خصم الفوائد و الضرائب
(81)	(66)	(54)	(46)	(138)	الضرائب
315	301	281	261	246	الإهلاك و الاستهلاك و الإضمحلال
807	593	439	169	(308)	التغير في رأس المال العامل
(433)	(644)	(647)	(640)	(661)	صافي النفقات الرأسمالية
1,235	691	443	103	(569)	صافي التدفقات النقدية للشركة
0.8	0.8	0.9	1.0		معدل الخصم
936	566	392	98		القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة
1,992					صافي القيمة الحالية (أ)
15,916					القيمة الحالية للقيمة الهائية (ب)
2.0%					معدل النمو الدائم المفترض
8.0%					معدل الخصم

17,908	القيمة العادلة للشركة (أ) + (ب)	افتراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
		المعدل الخالي من المخاطر 3.0%
771	إجمالي النقدية	علاوة تحمل المخاطر 7.9%
8,000	إجمالي الدين	معدل المخاطرة السوقي 1.3x
(2)	حقوق الأقلية	تكلفة حقوق الملكية 13.5%
10,682	قيمة حقوق الملكية (مليون ريال)	
850	إجمالي الأسهم (مليون سهم)	تكلفة الدين بعد إحتساب الضرائب 2.6%
12.6	السعر المستهدف للسهم (ريال)	الوزن النسبي لحقوق الملكية في هيكل رأس المال 50.0%
13.6	سعر السهم الحالي (في يوم 24 مايو من عام 2018)	الوزن النسبي للدين في هيكل رأس المال 50.0%
(7.3%)	نسبة الإرتفاع / الهبوط لسعر السهم الحالي	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال 8.0%

مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكوم

المخاطر

المخاطر الصاعدة:

- تسعى خطة التحول الوطني إلى زيادة حصة الشراكة بين القطاعين العام و الخاص في القطاع العقاري إلى 10% بحلول عام 2020 من نسبة 5% الحالية، مما سيساعد على تخفيف النقص العقاري في المملكة العربية السعودية.

- نمو القطاع السكني بمعدلات تجاوز التوقعات، مع الأخذ بعين الاعتبار فرض ضريبة الأراضي البيضاء و الإعلان عن خطط الإسكان الكبيرة.

المخاطر السلبية:

- في شهر مارس من عام 2018، رفعت المملكة العربية السعودية معدلات إعادة الشراء و معدلات إعادة الشراء العكسي بمقدار 25 نقطة أساس إلى 2.25% و 1.75%، على التوالي. ومع ذلك ، فإن موجة أخرى من رفع أسعار الفائدة الفيدرالية ستزيد معدلات الفائدة في المملكة ، مما يؤثر سلباً على الطلب على القروض العقارية.

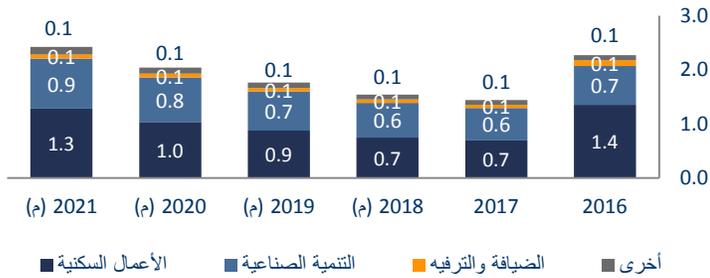
- نفذت المملكة العربية السعودية ضريبة القيمة المضافة بنسبة 5٪ على السلع والخدمات اعتباراً من يناير 2018. وستؤدي أية إصلاحات أخرى من هذا القبيل إلى زيادة تكلفة الوقود و مواد البناء ، مما يؤثر سلباً على التدفق النقدي لمطوري العقارات.



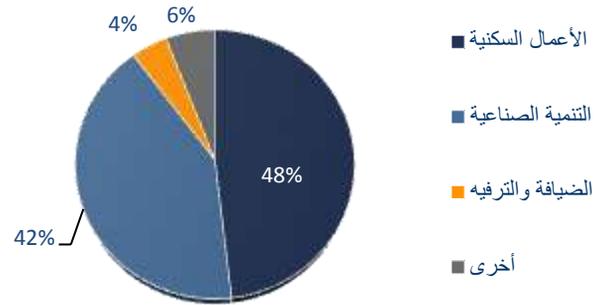
28 مايو 2018

تقرير حصة الأعمال الرئيسية

الإيرادات (مليار ريال)



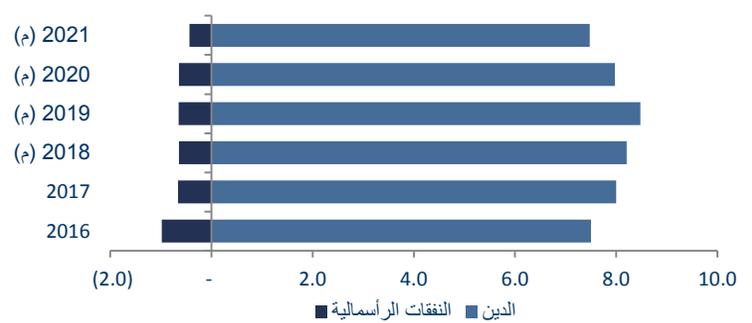
تقسيم الإيرادات (2017)



هامش الربحية و صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرراب



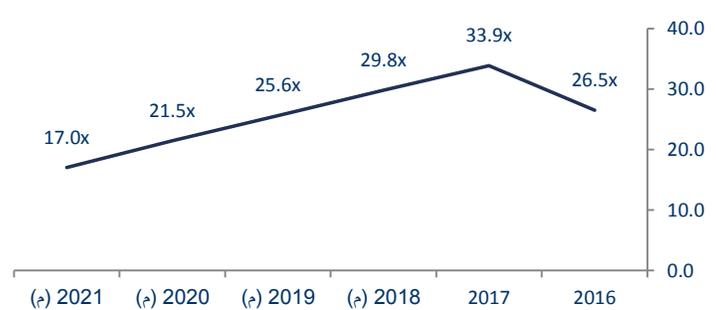
التنفقات الرأسمالية وإجمالي الدين (مليار ريال)



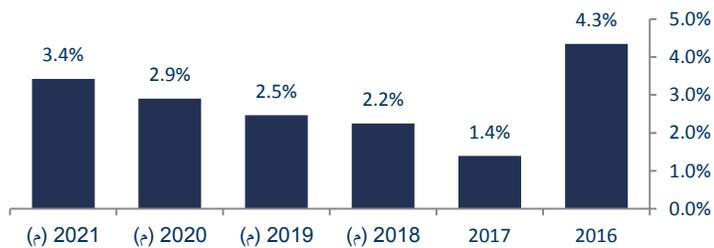
مضاعف الربحية



قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرراب والإهلاك والإستهلاك



العائد على الأصول



صافي الدين / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرراب والإهلاك والإستهلاك



مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكم



ملخص الميزانيات

معدلات النمو	2017	2018(م)	2019(م)	2020(م)
الإيرادات	-36.6%	6.9%	14.8%	15.7%
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	-31.7%	15.2%	13.7%	14.5%
الربح التشغيلي	-49.2%	22.8%	18.1%	19.4%
صافي الربح قبل الضرائب	-47.6%	19.0%	16.8%	21.3%
صافي الربح	-66.5%	69.4%	16.8%	21.3%

النسب (%)	2017	2018(م)	2019(م)	2020(م)
هامش مجمل الربح	57.2%	57.0%	57.0%	57.0%
هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	37.4%	40.3%	40.0%	39.6%
هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	20.4%	23.4%	24.1%	24.8%
صافي هامش الربحية	16.8%	26.5%	27.0%	28.3%
العائد على حقوق المساهمين	3.0%	4.8%	5.4%	6.1%
العائد على رأس المال العامل	1.6%	2.5%	2.8%	3.4%
العائد على الأصول	1.4%	2.2%	2.5%	2.9%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	1.0	0.98	0.95	0.84
صافي الدين إلى هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	12.6	11.2	9.2	7.2
العائد على التدفقات النقدية الحرة	-5.0%	0.9%	3.9%	6.0%
العائد الربحي	غير متوفر	غير متوفر	غير متوفر	غير متوفر

التقييم	2017	2018(م)	2019(م)	2020(م)
مضاعف الربحية	47.6x	28.2x	24.2x	19.9x
مضاعف القيمة الدفترية	1.4x	1.4x	1.3x	1.2x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	33.9x	29.8x	25.6x	21.5x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	62.3x	51.5x	42.5x	34.2x
قيمة الشركة / الإيرادات	12.7x	12.0x	10.2x	8.5x

مضاعف الربحية (12 شهر)	تقييمات الشركات المماثلة في القطاع
21.4x	شركة دار الأركان للتطوير العقاري
19.7x	شركة طيبة القابضة
6.6x	الدار العقارية
5.5x	إعمار للتطوير
21.5x	ديار للتطوير ش.م.ع.
29.8x	إعمار المدينة الاقتصادية
14.9x	وسيط القطاع
19.7x	مؤشر تداول

قائمة الدخل (مليون ريال)	2017	2018(م)	2019(م)	2020(م)
الإيرادات	1,438	1,538	1,765	2,042
مجممل الربح	822	877	1,006	1,164
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	538	620	705	808
هامش الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	293	359	425	507
المساهمون المستثمرون في الأسهم	31	32	30	29
صافي الفائدة	(38)	(36)	(38)	(23)
أخرى	103	108	124	143
صافي الربح قبل خصم الضرائب	389	463	541	656
الضرائب	(138)	(46)	(54)	(66)
حقوق الأقلية	10	8	10	12
صافي الربح	241	408	477	578
نصيب السهم من الأرباح	0.3	0.5	0.6	0.7
نصيب السهم من توزيعات الأرباح	-	-	-	-

الميزانية العمومية (مليون ريال)	2017	2018(م)	2019(م)	2020(م)
النقدية	1,228	1,237	1,962	2,193
الأصول المتداولة (باستثناء النقدية)	3,381	3,769	3,722	3,651
الأصول الثابتة	5,091	5,511	5,914	6,293
الأصول غير الملموسة	15.2	15.4	15.8	16.7
أصول استثمارية	5,085	5,045	5,008	4,971
إجمالي الأصول	17,296	18,175	19,324	19,933
الخصوم المتداولة	1,797	2,010	2,422	2,907
القروض قصيرة الأجل	-	-	-	-
القروض طويلة الأجل	7,350	7,600	7,850	7,385
حقوق الملكية	8,007	8,424	8,910	9,500
إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	17,296	18,175	19,324	19,933

قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)	2017	2018(م)	2019(م)	2020(م)
التدفق النقدي التشغيلي	112	590	767	891
تغييرات رأس المال العامل	(308)	169	439	593
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	(196)	758	1,206	1,484
الإنفاق الرأسمالي	(661)	(640)	(647)	(644)
التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية	(260)	(957)	(752)	(750)
التغير في الديون	500	208	270	(502)
توزيعات الأرباح	-	-	-	-
التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية	507	208	270	(502)

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، فالكوم للأبحاث

شرح منهجية التصنيف لدى فالكم للخدمات المالية

تعتمد شركة "فالكم للخدمات المالية" على منهجية للتقييم المالي يختص بها، كما تستند توصياتها الإستثمارية إلى البيانات الكمية والنوعية التي يجمعها المحللون الماليين. وعلاوةً على ذلك، يضع نظام التقييم المتبع الأسهم التي يتغطيتها بحثياً تحت أحد مجالات التوصية التالية بناءً على سعر إقبال السوق، وكذلك القيمة العادلة المفترضة وإمكانية الصعود أو الإنخفاض.

زيادة المراكز: القيمة العادلة تزيد على السعر الحالي بأكثر من 10%.

محايد: القيمة العادلة إما أكثر أو أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10٪.

تخفيض المراكز: القيمة العادلة أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10٪.

تحت المراجعة: لم يتم تحديد سعر مستهدف لسبب أو أكثر من الأسباب التالية: (1) إنتظار المزيد من المعلومات، (2) إنتظار البيانات المالية التفصيلية، (3) إنتظار تحديث المزيد من البيانات، (4) تغيير في أداء الشركة، (5) تغيير في ظروف السوق أو (6) أي سبب آخر من شركة فالكم للخدمات المالية، قسم إدارة البحوث.

فالكم للخدمات المالية

مراسلتنا على العنوان التالي:
صندوق بريد 884
الرياض 11421
المملكة العربية السعودية

الفاكس أو مراسلتنا على الرقم أدناه
فاكس: +966 11 2032546
الإيميل: addingvalue@falcom.com.sa

اتصل بنا على أرقام الهاتف أدناه
خدمة العملاء: 8004298888
لخدمات الأسهم: 920004711

إخلاء مسؤولية وتحذير من المخاطر:

لقد تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير من مصادر عامة مختلفة يُعتقد بأنه موثوق بها، وعلى الرغم من أن فالكم اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذا التقرير هي عادلة ومعقولة إلا أن فالكم لا تضمن دقة البيانات أو الأسعار أو المعلومات المقدمة، ولا تتعهد بأن المعلومات أو الأسعار الواردة في هذا التقرير هي صحيحة أو خالية من أي خطأ، كما أن هذا التقرير ليس المقصود منه أن يُفسر على أنه عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية وبناءً عليه فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة و/أو عدالة و/أو اكتمال المعلومات أو الأسعار التي يحتوي عليها هذا التقرير، كما أن فالكم تُحلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو أي من محتوياته، ولن تكون فالكم مسؤولة في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير، والآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة فالكم كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار، ولا تُقدم فالكم أي ضمان بأن الأسعار أو النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متوافقة مع أية آراء أو تنبؤات أو توقعات أسعار واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير من أسعار متوقعة يُمثل نتيجة مُحتملة فقط ويمكن أن لا تتحقق نهائياً، كما أن هذه الآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي. وإضافة إلى ما سبق فإن أي قيمة أو سعر مذكور أو أي دخل من أي من الإستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و/أو تتأثر بالتغيرات دون أي إشعار سابق والأداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وبناءً على كل ما سبق بيانه فإن المستثمرين قد يحصلون على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. إن هذا التقرير يقدم معلومات الخاص و/أو الأهداف الإستثمارية الخاصة و/أو الإحتياجات الخاصة لمن يحصل على هذا التقرير، ولذلك فإن هذا التقرير لا يستهدف تقديم مشورة في مجال الإستثمار ولا يأخذ بعين الإعتبار الوضع المالي ذوي الخبرة في المجالات المالية والاستثمارية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الإستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائماً لجميع الأشخاص. لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كلياً أو جزئياً، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار الواردة فيه محمية بموجب أنظمة وقوانين حقوق الملكية الفكرية وحقوق الطبع والنشر في المملكة العربية السعودية. جميع الحقوق محفوظة.

حصلت شركة فالكم على ترخيص من هيئة سوق المال السعودي رقم (06020-37) بتاريخ 2006/05/27 و بدأت بتقديم خدماتها للمستثمرين في السوق المالية السعودية بتاريخ 2007/02/19 برقم 1010226584 الصادر بتاريخ 1427/12/04 هجري.