

السعر المستهدف: 21.5 ريال/السهم

السعر الحالي: 16.94 ريال/السهم

نسبة الارتفاع: 27.1% (عائد التوزيعات +8.9%)

التوصية: زيادة المراكز

سينومي سنترز (المراكز العربية سابقا)

خفض السعر المستهدف بناءً على الإيرادات المعدلة، ارتفاع الخسائر الائتمانية المتوقعة، وارتفاع تكاليف التمويل

- من المرجح نمو إجمالي الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب قدره 7.9% خلال الفترة 2024-2028م، مدفوعاً بافتتاح مركزين تجاريين رئيسيين، والذي تم تعويضه جزئياً بإلغاءات مراكز التسوق وانخفاض طفيف في نسبة الإشغال.
- من المتوقع أن تظل الأرباح المعدلة ثابتة بشكل عام خلال الفترة 2024-2028م على الرغم من النمو القوي في الإيرادات، إلا أنها مثقلة بمخصصات الخسائر الائتمانية المتوقعة المرتفعة وتكاليف التمويل المتزايدة.
- بعد مراجعة تقديراتنا وتحديث التقييم، قمنا بخفض سعرنا المستهدف إلى 21.5 ريال /سهم (مقابل 26 ريال /سهم سابقاً)، مما يعني ارتفاعاً محتملاً بنسبة 27% تقريباً وتصنيف "زيادة المراكز".

افتتاح مراكز التسوق الرئيسية في عام 2026 سيساهم في زيادة الإيرادات على المدى المتوسط... لدى شركة سينومي سنترز ستة مراكز تجارية قيد الإنشاء حتى الربع الثالث من عام 2025، مما يضيف مساحة إجمالية قابلة للتأجير تبلغ 559 ألف متر مربع، ومن المقرر افتتاحها خلال الفترة 2026-2028م. ومن المتوقع أن يبدأ تشغيل مركزين رئيسيين، وهما ويستفيلد جدة (WJ) ويستفيلد الرياض (WR)، في عام 2026. ويساهم هذان المركزان معاً بمساحة إجمالية قابلة للتأجير تبلغ 324 ألف متر مربع (حوالي 58% من التوسع المخطط له). ومع ذلك، وباستثناء الخبر مول (الذي تم إلغاؤه؛ ويجري بحث بديل له) والجيبيل مارينا مول (الذي يُحتمل إلغاؤه)، فإن هذين المركزين يمثلان حوالي 75% من خطة التوسع الفعلية. وقد اكتمل بناء كلا المركزين بنسبة تزيد عن 98%، ومن المقرر افتتاح ويستفيلد جدة في مايو 2026 ويستفيلد الرياض في أواخر سبتمبر 2026. بالنظر إلى موقعها المتميز (+A)، ومعدلات التأجير المسبق القوية (85-93%)، وأسعار الإيجار المرتفعة (أعلى بنسبة 10-15% تقريباً من مراكز التسوق الحالية من الفئة A)، إلى جانب مراجعة طفيفة في معدلات الإشغال لبعض العقارات، نتوقع نمواً في الإيرادات بنسبة 7.2% في عام 2026، ويتسارع إلى حوالي 20% في عام 2027 مع بدء تأثيرات التوسع، مما يعني معدل نمو سنوي مركب للإيرادات بنسبة 7.9% (باستثناء الخبر مول ومارينا مول) خلال الفترة 2024-2028م (مقابل 11.7% سابقاً).

...مع تأثير محتمل لتجميد الإيجارات يتم تعويضه بالكامل من خلال الزيادة في الأرباح قبل الفوائد، الضرائب، والإهلاك والإطفاء: لن يكون لتجميد الإيجارات لمدة خمس سنوات في الرياض سوى تأثير مالي طفيف على مراكز سينومي، على الرغم من أن المدينة تمثل 31% من إيراداتها الإيجارية، وذلك لأن عقود الإيجار الحالية، بما في ذلك بنود زيادة الإيجار، تظل سارية حتى تاريخ انتهائها، ويبلغ متوسط مدة الإيجار المتبقية في الرياض حوالي 1.5 سنة. وتُقدر الإدارة تأثيراً على الإيرادات يتراوح بين 11 و17 مليون ريال سنوياً خلال الفترة 2025-2029م (أقل من 1% من إجمالي الإيرادات). وحتى مع تقديرات أكثر تحفظاً، تشير تقديراتنا إلى تأثير يتراوح بين 1 و2% فقط على إجمالي الإيرادات خلال الفترة نفسها، مما يدل على أن التأثير المالي سيظل محدوداً.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون) ريال سعودي	2023	2024	2025 م	2026 م	2027 م	2028 م
الإيرادات	2,254	2,344	2,266	2,429	2,918	3,181
معدل نمو الإيرادات	2%	4%	-3%	7%	20%	9%
إجمالي الدخل	1,870	1,986	1,903	2,017	2,437	2,667
هامش إجمالي الدخل	83%	85%	84%	83%	84%	84%
الربح التشغيلي المعدل*	1,012	1,472	1,208	1,306	1,751	1,967
صافي الربح	1,515	1,217	1,444	953	891	1,051
صافي الربح المعدل*	617	777	494	424	561	778
هامش صافي الربح المعدل	27%	33%	22%	17%	19%	24%
ربحية السهم المعدلة (ريال)	1.3	1.6	1.0	0.9	1.2	1.6
توزيعات السهم (ريال)*	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
مكرر الربحية	13.0x	10.4x	16.3x	19.0x	14.3x	10.3x

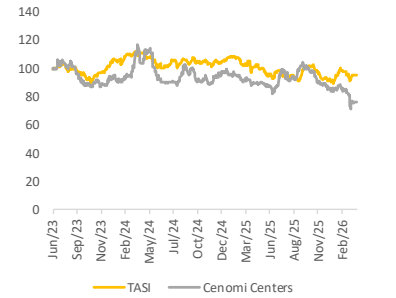
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال *معدلة للربح / (الخسارة) للقيمة العادلة من الأصول الاستثمارية و العناصر الغير متكررة

بيانات السهم

رمز الشركة	4321
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	8,047
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	13.6
نسبة الاسهم الحرة	50.8%
نسبة المستثمرين الأجانب	11.4%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.30%

المصدر: بلومبيرغ

تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبيرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

علاوة على ذلك، نتوقع، بشكل متحفّظ، زيادة في الأرباح قبل الفوائد، الضرائب، الإهلاك والاطفاء (EBITDA) تبلغ حوالي 620 مليون ريال (مقارنةً بتوقعات الإدارة البالغة 650 مليون ريال) نتيجة استقرار مركزي التسوق الرئيسيين (ويستفيلد جدة وويستفيلد الرياض) بحلول عام 2029. ومن المتوقع أن يُعوّض هذا، إلى جانب تحسينات في مزيج المستأجرين وارتفاع أسعار الإيجارات، تأثير تجميد الإيجارات على الأرباح.

ارتفاع الخسائر الائتمانية المتوقعة وزيادة تكاليف التمويل من شأنهما الحد من نمو الأرباح... سجلت مراكز سينومي ارتفاعاً حاداً في مخصصات خسائر الائتمان خلال الأشهر التسعة الأولى من عام 2025، بنسبة 39% على أساس سنوي (باستثناء المخصصات لمرة واحدة)، وذلك بعد اعتماد منهجية أكثر تحفظاً لمخصصات خسائر الائتمان المتوقعة، حيث خفضت الشركة متوسط أيام السداد المفترضة من 720 إلى 360 يوماً. وبناءً على ذلك، نتوقع الآن أن تظل مخصصات خسائر الائتمان المتوقعة مرتفعة عند حوالي 13.5-14% من الإيرادات خلال الفترة 2025-2026 (حوالي 14% من الإيرادات خلال الأشهر التسعة الأولى من عام 2025)، قبل أن تتحسن تدريجياً لتصل إلى حوالي 9% من الإيرادات بحلول عام 2028. بالإضافة إلى ذلك، من المرجح أن ترتفع تكاليف التمويل بدءاً من النصف الثاني من عام 2026، لتصل إلى ذروتها عند حوالي مليار ريال سنوياً خلال الفترة 2027-2028م، مع بدء تشغيل مراكز التسوق الرئيسية (WR، WJ)، وبدء ظهور مصاريف التمويل المتعلقة بهذه الأصول في قائمة الدخل. ونتيجة لذلك، وعلى الرغم من النمو الصحي في الإيرادات بنسبة 8% تقريباً خلال الفترة 2024-2028م، فمن المتوقع أن يظل نمو الأرباح المعدلة (المعدل لمكاسب القيمة العادلة والبنود غير المتكررة) ثابتاً بشكل عام خلال نفس الفترة (16% معدل نمو سنوي مركب تقريباً خلال الفترة 2025-2028م).

...مع استمرار ضغوط السيولة وسط ارتفاع المديونية كأحد الشواغل الرئيسية: نلاحظ أنه على الرغم من التحسن المتوقع في التدفقات النقدية التشغيلية (1.7-2.3 مليار ريال سنوياً خلال الفترة 2026-2028م، وفقاً لتقديرات GIBC)، مدعوماً بافتتاح مراكز تسوق جديدة مثل ويستفيلد جدة وويستفيلد الرياض، فإن ميزانية مراكز سينومي لا تزال مثقلة بالديون. من المتوقع أن تصل نسبة صافي الدين (بما في ذلك التزامات الإيجار) إلى الأرباح قبل الفوائد، الضرائب، الإهلاك والاطفاء إلى مستوى قياسي يتراوح بين 12.9 و9.8 مرة في الفترة 2027-2026 (مقارنةً بـ 7.8 مرة في عام 2023)، ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى تمويل المشاريع غير المضمون للمراكز التجارية القادمة (حوالي 1.3-1.4 مليار ريال سنوياً). علاوة على ذلك، وكما ذكر أعلاه، من المتوقع أيضاً أن ترتفع المصاريف المالية السنوية بشكل ملحوظ، لتتجاوز مليار ريال بدءاً من عام 2026، إلى جانب مدفوعات إيجار تتراوح بين 280 و300 مليون ريال. وبالإضافة إلى توزيعات الأرباح السنوية التي تبلغ حوالي 713 مليون ريال، تظل التدفقات النقدية الخارجة المتكررة كبيرة. بشكل عام، من المرجح أن تظل السيولة محدودة وسط احتياجات صافية للإنفاق الرأسمالي تبلغ 1.7 مليار ريال خلال الفترة 2026-2028م واستحقاقات ديون تزيد عن 4 مليارات ريال حتى عام 2029، مما يعني استمرار الاعتماد على التمويل الخارجي.

الدعوى القضائية الأخيرة التي بلغت قيمتها 788 مليون ريال تخلق عبئاً جديداً على مراكز سينومي: رفع مالك مركز الظهران التجاري دعوى قضائية ضد شركة سينومي سنترز للمطالبة بتعويض إجمالي قدره 788 مليون ريال تقريباً، يشمل 161.9 مليون ريال كقيمة إجبارية عادلة لمنطقة غير متعاقد عليها، و103.4 مليون ريال متعلقة بالجزء المتضرر من الحريق، و523 مليون ريال لاسترداد إيرادات العقار. وعقب هذا الإعلان، انخفض سعر سهم الشركة بنسبة 6% تقريباً. ونشير إلى أن هذه الدعوى تمثل 5% تقريباً من صافي قيمة الأصول (أي ما يعادل 1.7 ريال للسهم). ومع ذلك، ونظراً للمرحلة المبكرة من التقاضي ونية الإدارة الطعن في الدعوى، لم نأخذ في الحسبان أي تأثير مالي محتمل، مما يشكل خطراً سلبياً على تقدير اتنا وتقييماتنا.

التقييم والمخاطر: قمنا بتحديث افتراضاتنا الرئيسية، مثل: (1) الجداول الزمنية المعدلة لافتتاح ويستفيلد جدة وويستفيلد الرياض، (2) استبعاد جوهرة الخبر بعد إلغاء المشروع، حيث لا يزال البديل قيد المناقشة، (3) استبعاد مارينا مول الجبيل، نظراً لعدم وضوح موقف الإدارة بشأن المضي قدماً فيه. ونتيجة لذلك، نتوقع الآن نمواً سنوياً مركباً للإيرادات بنسبة 7.9% خلال الفترة 2024-2028م (مقارنةً بنسبة 11.7% سابقاً). بالإضافة إلى ذلك، واستناداً إلى اتجاه الخسائر الائتمانية المتوقعة خلال الأشهر التسعة الأولى من عام 2025، نتوقع أن تبقى المخصصات مرتفعة عند 13-14% خلال الفترة 2025-2026م (مقارنةً بنسبة 7-8% سابقاً). كما رفعنا تقديرات تكاليف التمويل إلى حوالي مليار ريال سنوياً خلال الفترة 2027-2028م، مع بدء ظهور التكاليف الرأسمالية للعقارات الرئيسية. وبناءً على ذلك، من المرجح أن يظل صافي الدخل (بعد تعديله وفقاً لمكاسب القيمة العادلة للعقارات الاستثمارية والصفقات غير المتكررة) مستقرًا بشكل عام خلال الفترة 2024-2028م (بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 16% خلال الفترة 2025-2028م)، متأثرًا بارتفاع الخسائر الائتمانية المتوقعة وزيادة تكاليف التمويل.

بعد مراجعة تقدير اتنا وتحديث التقييم، خفضنا السعر المستهدف المتوقع لمدة عام واحد إلى 21.5 ريال للسهم (مقارنةً بـ 26 ريال للسهم سابقاً) استناداً إلى مزيج من تقييم التدفقات النقدية المخصومة (21.4 ريال للسهم) ومنهجية نسبة السعر إلى صافي قيمة الأصول (21.6 ريال للسهم). وتشمل المخاطر الرئيسية التي تهدد تقييمنا انخفاض عدد الزوار نتيجة لتغيرات ديناميكيات السوق، وتأخر تحصيل الإيجارات، وعدم القدرة على الاحتفاظ بالمستأجرين الحاليين أو التعاقد مع مستأجرين جدد، والتضخم، وتأخر خطط التوسع أو التجديد، وغيرها.

إخلاء مسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل جي آي بي كابيتال، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء جي آي بي كابيتال ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من جي آي بي كابيتال. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للأخريين عما تتضمنه من محتويات وآراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب جي آي بي كابيتال. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وحي جي آي بي كابيتال لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة أو أنها تصلح لأي غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضاً أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون لجي آي بي كابيتال أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحوث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة جي آي بي كابيتال أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بأداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة جي آي بي كابيتال، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكون مسؤولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وحي جي آي بي كابيتال لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقيماً في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حيثما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفاً للقانون أو يتطلب من جي آي بي كابيتال أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

الأنشطة الرئيسية لشركة جي آي بي كابيتال هي التعامل والحفظ والإدارة والترتيب وتقديم المشورة بموجب ترخيص هيئة السوق المالية رقم 37-07078.

نستخدم نظام تصنيف يعتمد على الاتجاه السعودي المحتمل، بعد عام واحد من اليوم، بناءً على نماذج التقييم الخاصة بنا. بالنسبة لتصنيفات "زيادة المراكز"، فإن سعرنا المستهدف هو أعلى من 10% من السعر الحالي، أما بالنسبة إلى "تخفيض المراكز"، فإن الانخفاض المقدر هو أقل من 10%. وبالنسبة للعائدات التي تتراوح بين +10%، لدينا تصنيف محايد.

تواصلوا معنا لأي استفسارات

إدارة أبحاث الأسهم

جي آي بي كابيتال

B1، غرناطة بزنس

الطريق الدائري الشرقي، صندوق بريد 89589، الرياض 11692

www.gibcapital.com