

السعر المستهدف 14.0 ريال للسهم

السعر الحالي: 13.1 ريال للسهم

نسبة الارتفاع: +7% (+عائد التوزيعات: 2.4%)

التوصية: محايد

## شركة رتال للتطوير العمراني (رتال)

تزايد الأعمال المتراكمة وتسريع التنفيذ؛ نرفع السعر المستهدف إلى 14 ريال سعودي / للسهم

- نمو قوي في الإيرادات (معدل نمو سنوي مركب بنسبة 22٪ خلال الفترة 2023-28) مدفوعا بسبب تزايد قوي في الأعمال المتراكمة وتحسن معدلات التنفيذ.
- هامش الربح يعود إلى طبيعته تدريجيا في السنوات القادمة، مما أدى إلى نمو صحي في الأرباح (+21٪ معدل نمو سنوي مركب).
- قما بتعديل السعر المستهدف إلى 14.0 ريال سعودي / للسهم (سابقا 11.3 / للسهم) باستخدام تقييم التدفقات النقدية المخصومة، مما يعني اتجاهها صعوديا بنسبة 7٪ وتصنيف محايد.

**تفوق نتائج الربع الثاني من عام 24:** سجلت رتال إيرادات قوية للربع الثاني، حيث ارتفعت بنسبة 76٪ على أساس سنوي، بما يتماشى إلى حد كبير مع تقديراتنا. ويعزى النمو القوي في المقام الأول إلى تحسن إيرادات عقود التطوير وسط ارتفاع المشاريع تحت الإنشاء، وزيادة معدلات الإنجاز، وارتفاع المساهمات من الصناديق الاستثمارية. لاحقاً، قفز هامش الربح بنسبة 64.7٪ على أساس سنوي، مع وصول هامش الربح إلى 27.8٪ (أعلى من تقديراتنا البالغة 24.8٪)، ويعزى ذلك في المقام الأول إلى التقدم الصحي في مشاريع سيدرا ذات الهامش المرتفع وارتفاع رسوم التطوير المتعلقة بمشاريع الصناديق الاستثمارية. ومع ذلك، وعلى الرغم من النمو القوي في الربع الثاني، ظل صافي الربح ثابتاً إلى حد كبير، حيث سجلت رتال أرباحاً استثنائية من الشركات التابعة في الربع الثاني من عام 23 مقارنة بالأرباح العادية في الربع الثاني من عام 24. ومع ذلك، بشكل عام، يتجاوز صافي الربح تقديراتنا بنسبة 25.5٪، مع هامش صافي الربح يصل إلى 15.6٪.

**المشاريع الجديدة تعزز الأعمال المتراكمة، وتعزز رؤية الإيرادات:** تمتلك رتال محفظة تطوير واسعة (23 مشروعاً) في جميع أنحاء السعودية، مع زيادة المشاريع تحت الإنشاء من 11 إلى 16 على أساس سنوي بحلول الربع الثاني من عام 24. ارتفعت القيمة الشاملة لمحفظه التطوير تحت الإنشاء والقادمة بشكل ملحوظ بنسبة 72٪ على أساس سنوي لتصل إلى 12.9 مليار ريال (9,396 وحدة) في الربع الثاني من عام 24، مدفوعة بشكل أساسي بترسية عقدين كبيرين خلال الربع الثاني من عام 24 - أحدهما مع روشن لتطوير 1,962 وحدة بقيمة ~ 2.9 مليار ريال، وآخر مع الوطنية للإسكان لتطوير 295 وحدة بقيمة تقديرية ~ 790 مليون ريال. والجدير بالذكر أنه من إجمالي المشاريع تحت الإنشاء بقيمة ~ 6.9 مليار ريال سعودي (5,617 وحدة)، تم الاعتراف بإيرادات ~ 2.8 مليار ريال فقط (40٪ من المشاريع المتراكمة النشطة) حتى الآن بحلول الربع الثاني من عام 2024، مما يعني 4.1 مليار ريال إيرادات غير معترف بها تتعلق بالمشاريع تحت الإنشاء، والتي من المرجح أن تتحقق خلال 2024-2026م (الجزء الأكبر في عام 2025). بالإضافة إلى 7 مشاريع قادمة بقيمة 6 مليارات ريال سعودي (3,779 وحدة)، تقوم رتال حالياً بتقييم مشاريع بقيمة ~ 20 مليار ريال، مما يشير إلى تسنيد مشروع جديد محتمل في المستقبل القريب. نظراً للتراكم القوي وخطط المشاريع القوية، نتوقع أن تنمو الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ ~ 22٪ خلال 2023-28م (سابقاً: 17٪).

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

| 2026 م | 2025 م | 2024 م | 2023  | 2022  | (مليون) ريال سعودي     |
|--------|--------|--------|-------|-------|------------------------|
| 3,873  | 3,197  | 2,107  | 1,367 | 1,107 | الإيرادات              |
| 21%    | 52%    | 54%    | 24%   | 2%    | معدل نمو الإيرادات     |
| 965    | 808    | 545    | 379   | 303   | مجمل الربح             |
| 736    | 601    | 393    | 245   | 224   | الدخل التشغيلي         |
| 19%    | 19%    | 19%    | 18%   | 20%   | هامش الدخل التشغيلي    |
| 589    | 466    | 274    | 202   | 246   | صافي الربح             |
| 15%    | 15%    | 13%    | 15%   | 22%   | هامش صافي الربح        |
| 1.2    | 0.9    | 0.5    | 0.4   | 0.5   | ربحية السهم (ريال)     |
| 0.6    | 0.5    | 0.3    | 0.3   | 0.4   | التوزيعات للسهم (ريال) |
| 11.2x  | 14.1x  | 23.9x  | 32.4x | 26.7x | مكرر الربحية           |

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

### بيانات السهم

|       |                                     |
|-------|-------------------------------------|
| 4322  | مؤشر تاسي                           |
| 6560  | القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)  |
| 17.8  | م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال) |
| 43.5% | نسبة الاسهم الحرة                   |
| 7.1%  | نسبة المستثمرين الأجانب             |
| 0.13% | حجم الاسهم الحرة في تاسي            |

المصدر: بلومبرغ

### تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي

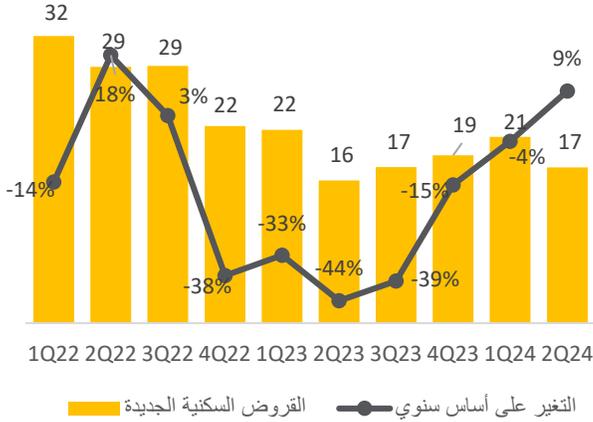


المصدر: بلومبرغ

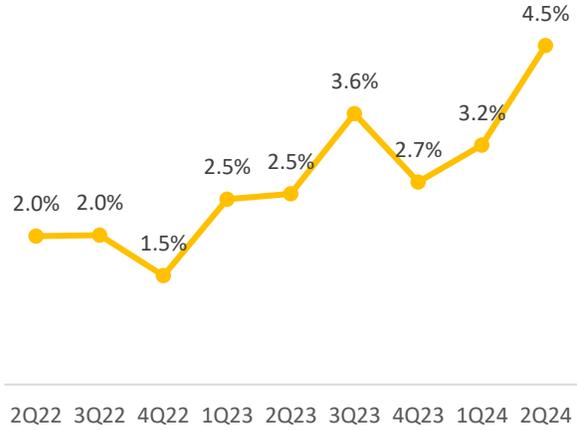
Kunal Doshi  
+966-11-834 8372  
[Kunal.doshi@gibcapital.com](mailto:Kunal.doshi@gibcapital.com)

**انتعاش محتمل في نشاط الإقراض العقاري وسط خفض محتمل لأسعار الفائدة يبشر بالخير لرتال:** على الرغم من أن نشاط الإقراض العقاري السكني تعرض لضغوط في السعودية خلال الأرباع الأخيرة (الشكل: 2)، إلا أنه أظهر انتعاش ملحوظ في الربع الثاني من عام 24، حيث ارتفع بنسبة 9% على أساس سنوي. ونتوقع أن يستمر الزخم التصاعدي، مدعوماً باحتمالات خفض سعر الفائدة في نهاية الربع الثالث من عام 24، مما يخفف الضغط على تكاليف التمويل (سواء بالنسبة للعملاء أو لرتال). نعتقد أن رتال في وضع جيد للاستفادة من هذا الاتجاه لأن (أ) 80% ~ من عملائها يستخدمون التمويل المصرفي، و(ب) تتمتع رتال بمكانة قوية في السوق (بشكل رئيسي الرياض والدمام وجدة، وهو ما يمثل 65% من إجمالي سكان المملكة العربية السعودية) مع توسيع حصتها في السوق (الشكل: 3).

شكل 2: عمليات الإقراض السكني الجديدة



شكل 3: حصة رتال السوقية



المصدر: البنك المركزي السعودي و \*القروض تشمل المنازل والشقق\*

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

**هامش الربح مرجح أن يعود إلى طبيعته في السنوات القادمة:** في السنوات الأخيرة، توسع هامش الربح الإجمالي لشركة رتال بشكل كبير من 22.6% في عام 2021 إلى أكثر من 27%، مدفوعاً بالمساهمة المتزايدة لرسوم عقود التطوير من الصناديق الاستثمارية / المشاريع المشتركة (أكثر من 50% هامش ربح إجمالي) وزيادة مساهمة مشاريع سدرية ذات الهامش المرتفع. ومع ذلك، بالنظر إلى التغيير المحتمل في مزيج الإيرادات نتيجة لزيادة المساهمات من المشاريع الشراكة ذات الهامش المنخفض (~ 20-24% هامش مستدامة)، نتوقع أن يعود الهامش الإجمالي تدريجياً إلى أقل من 26% في عام 2024 ثم إلى 25% بحلول عام 2025. بشكل عام، نتوقع أن ينمو صافي الربح بمعدل نمو سنوي مركب قدره 21% خلال الفترة 2023-2028م، مدفوعاً بإيرادات التطوير القوية، والرافعة التشغيلية الأفضل، مما يعوض الانخفاض في الهوامش الإجمالية.

**التقييم والمخاطر:** بعد مراجعة تقديراتنا صعوداً، قمنا برفع السعر المستهدف للعام القادم إلى 14.0 ريال سعودي للسهم (11.3 ريال سعودي سابقاً) مبنياً فقط على طريقة التدفقات النقدية المخصومة (9.5% متوسط تكلفة رأس المال؛ دون تغيير). المخاطر الرئيسية لتقييمنا هي التباطؤ الاقتصادي، وأسعار الفائدة المرتفعة باستمرار، والتأخير في استلام الأراضي، والفشل في تسنيد المشاريع أو تلقي الحوافز من الحكومة، والزيادات الأعلى من المتوقع في تكاليف البناء وما إلى ذلك.

| مليون ريال          | الربع الثاني من عام 24 | الربع الثاني من عام 23 | التغيير على أساس سنوي | الربع الأول من عام 24 | التغيير على أساس ربعي | تقديراتنا | الفرق % |
|---------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------|---------|
| الإيرادات           | 464                    | 263                    | 76.0%                 | 501                   | -7.4%                 | 484       | -4.3%   |
| تكلفة الإيرادات     | 335                    | 185                    | 80.8%                 | 374                   | -10.4%                | 364       | -8.0%   |
| اجمالي الدخل        | 129                    | 78                     | 64.7%                 | 127                   | 1.6%                  | 120       | 7.2%    |
| تكاليف التشغيلية    | 27                     | 24                     | 12.1%                 | 39                    | -30.2%                | 40        | -31.3%  |
| الربح التشغيلي      | 102                    | 54                     | 88.4%                 | 88                    | 15.8%                 | 81        | 26.1%   |
| صافي الربح          | 72                     | 71                     | 1.7%                  | 62                    | 15.9%                 | 58        | 25.5%   |
| هامش اجمالي الدخل   | 27.8%                  | 29.7%                  |                       | 25.3%                 |                       |           | 24.8%   |
| هامش الربح التشغيلي | 21.9%                  | 20.5%                  |                       | 17.5%                 |                       |           | 16.7%   |
| هامش صافي الربح     | 15.6%                  | 27.0%                  |                       | 12.4%                 |                       |           | 11.9%   |

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

## 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 للآخرين 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 البحث) 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 الإنخفاض 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](http://www.gibcapital.com)