

السعر المستهدف: 24.50 ريال/السهم
السعر الحالي: 20.96 ريال/السهم
نسبة الارتفاع: ~17%
التوصية: زيادة المراكز

الشركة العقارية السعودية (العقارية)

نرفع السعر المستهدف، بسبب قوة سجل الطلبات وتحسن الهوامش

- سيؤدي سجل الطلبات القوي وتحسين العقارات المؤجرة إلى نمو الإيرادات (8.5% معدل نمو سنوي مركب خلال الفترة 2023-27).
- من المرجح أن تظل الهوامش جيدة مع تراوح هامش إجمالي الربح بين 25-29% اعتمادًا على مزيج الإيرادات خلال الفترة 2023-27.
- قيمنا الشركة باستخدام تقييم مجموع الأجزاء ومكرر السعر إلى القيمة الدفترية (1.6x للقيمة الدفترية لعام 24) لنصل إلى سعر مستهدف قدره 24.5 ريال/السهم (17.0 ريال/السهم سابقًا)، مما يعني ارتفاعًا بنسبة 17% وتصنيف زيادة المراكز.

تظل بنية محركًا رئيسيًا للنمو على المدى المتوسط إلى الطويل: تشهد المملكة قفزة قوية في أنشطة البنية التحتية، ومن المرجح أن تكون شركة البنية التحتية المملوكة لشركة العقارية بنسبة 60% "بنية"، واحدة من المستفيدين الرئيسيين بسبب تعرضها في المقام الأول لمشاريع الكبرى (مثل الدرعية والقدية - ضاعفة الشركة إيراداتها بمقدار 4.5 مره خلال الفترة ما بين 2020-23). على الرغم من تحقيق بنية نمو بالإيرادات بنسبة 69% على أساس سنوي، إلا أن الأعمال المتراكمة لا تزال قوية عند حوالي 3.1 مليار ريال سعودي في نهاية عام 2023، مما يعني رؤية قوية للإيرادات للفترة 2024-25. وفقًا لحساباتنا، من المتوقع أن يتم الاعتراف بالأعمال المتراكمة الحالية على مدار العامين المقبلين، مما يعني إيرادات سنوية تبلغ حوالي 1.5 مليار ريال سعودي. وبناء على ذلك، وعلى أساس متحفظ، قمنا برفع توقعاتنا لإيرادات قطاع البنية التحتية بنسبة 43% إلى 1.3 مليار ريال سعودي لعام 2024 و 1.4 مليار ريال سعودي لعام 2025، على التوالي.

سيؤدي تجديد العقارات المؤجرة الحالية إلى تعزيز معدل التشغيل والعائد: تمتلك العقارية حاليًا محفظة متنوعة مكونة من 12 عقارًا، وحقت إيرادات تبلغ حوالي 300 مليون ريال سعودي في عام 2023 (حوالي 17% من الإجمالي). علاوة على ذلك، تخطط العقارية لترقية ما يقرب من 33% (بما يعادل 200 الف متر مربع) من محفظتها الحالية بحلول عام 2029، بهدف تعزيز كل من معدل التشغيل وعائد الإيجار. اعتبارًا من عام 2023، قامت الشركة بتجديد 16% من محفظتها المستهدفة، مما يسمح لها بتنفيذ استراتيجية تصعيد الإيجارات، مع مراجعة محتملة للإيجارات بنسبة +52% لراحة العليا، و+112% للشقق، و+56% للفلل والدوبلكس في المجمع السكني بالحي الدبلوماسي (المرحلة الأولى والثانية). بناءً على أن تحديث ومراجعة الإيجار لهذه العقارات حدثت بشكل أساسي نحو نهاية عام 2023، نتوقع أن يكون الأثر الكامل لارتفاع الإيجار ظاهرًا في 2024. وبالتالي، نتوقع نمو إيرادات القطاع من المحفظة الحالية بمعدل نمو سنوي مركب قدره 5.4% (+4.3% سابقًا) خلال الفترة 2023-27. بالإضافة إلى ذلك، من المرجح أيضًا أن تبدأ الشركة بتأجير 7 عقارات جديدة في الفترة من 2027-28، مما يضمن نموًا متوسط الأجل للقطاع.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

2025م	2024م	2023	2022	(مليون) ريال سعودي
2,978	2,800	1,814	2,051	الإيرادات
6%	54%	-12%	99%	معدل نمو الإيرادات
453	513	337	260	الربح التشغيلي
15%	18%	19%	13%	هامش الربح التشغيلي
166	219	68	111	صافي الربح*
6%	8%	4%	5%	هامش صافي الربح
0.44	0.58	0.18	0.29	ربحية السهم (ريال)
0.0	0.0	0.0	0.0	توزيعات السهم (ريال)
14.5	13.9	13.0	12.5	القيمة الدفترية (ريال)
1.4x	1.5x	1.6x	1.7x	مكرر السعر إلى القيمة الدفترية

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال * العائد إلى المساهمين في الشركة

بيانات السهم

4020	رمز الشركة
7,860	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
37.2	م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)
35.4%	نسبة الاسهم الحرة
5.7%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.12%	حجم الاسهم الحرة في تاسي

المصدر: بلومبرغ

لأسعار مؤشره إلى 100



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

Abdulaziz Alawwad

+966-11-834 8486

Abdulaziz.alawwad@gibcapital.com

جدول 3: ملخص مشاريع بنية الحالية

العمل	قيمة العقد (مليون ريال سعودي)
بوابة الدرعية	722
بوابة الدرعية	532
بوابة الدرعية	374
مسك	276
شركة القدية للاستثمار	405
شركة القدية للاستثمار	1,639
آمالا	101
NMCD	109
بوابة الدرعية	550

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

جدول 2: العقارات التي شهدت ارتفاعاً بالإيجار في عام 2023

العقار	المساحة القابلة للتأجير (متر مربع)	نسبة المراجعة *
مركز تسوق العقارية الثالث	45,638	20-8%
مركز العقارية بلازا	76,479	10-5%
واحة العليا	123,000	~52%
الحي الدبلوماسي	210,979	112% للشقق و 56% للفلل والدوبلكس

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال، * التصعيد لمعظم التجديدات

ستعزز العقارية بارك وسدرة 1 و2 إيرادات مبيعات الأراضي والوحدات في عام 2024: يقترب مشروع العقارية بارك من الانتهاء حيث تم إنجاز نسبة 92% من الأعمال. اعتباراً من عام 2023، باعت الشركة ما يزيد عن 1.1 مليار ريال سعودي من الوحدات، أي ما يقرب من 84% من إجمالي قيمة المشروع المقدر (وفقاً لحساباتنا). وبالنظر إلى أن التحصيل مرتبط بنسبة الإنجاز، نتوقع أن تحقق الشركة إيرادات تبلغ حوالي 420 مليون ريال سعودي في عام 2024. ومن المتوقع أن يحقق هذا، إلى جانب مشروع أرض المدينة المنورة (2024-26)، إيرادات بقيمة 500 مليون ريال سعودي تقريباً من مبيعات الأراضي خلال الفترة 2024-25. علاوة على ذلك، من المتوقع إضافية ثلاثة مشاريع لبيع الوحدات، وهي سدرة (1) و(2)، وفيذا السكني (تم تحويل مجمع النرجس للأعمال ومجمع السنين السكني من عقارات مخصصة للبيع إلى إيجار)، تحقيق إيرادات بقيمة 2.4 مليار ريال سعودي من مبيعات الوحدات على مدار 2024-26.

من المرجح أن يتغير حال تعميم في 2024-25: تعميم هي شركة تابعة مملوكة بالكامل للعقارية، ولديها إجمالي أعمال متراكمة بقيمة 333 مليون ريال سعودي في نهاية عام 2023 (يشمل مشروع الحي الدبلوماسي بقيمة 285 مليون ريال سعودي ومدته سنتان). بالإضافة إلى ذلك، فازت الشركة مؤخراً بعقد جديد بقيمة ~160 مليون ريال سعودي في أبريل 2024 (المدة 22 شهراً). وبناءً على ذلك، نتوقع الآن أن تحقق الشركة ما يتراوح بين 170-210 مليون ريال سعودي سنوياً خلال الفترة من 2024-25. ونشير أيضاً إلى أن تعميم واجهت تحديات في عام 2023، ويرجع ذلك أساساً إلى الخسائر في مشروع المشرقية. ومع ذلك، مع اقتراب المشروع من الانتهاء (على الأرجح في نوفمبر 2024)، إلى جانب مبادرات الإدارة لإعادة هيكلة الميزانية العمومية للشركة التابعة (تم تكوين مخصص بقيمة 21 مليون ريال سعودي في عام 2023)، من المتوقع أن يتحول أداء شركة تعميم وقد يصبح مربحاً في الفترة المقبلة.

جاءت أرباح الربع الأول من العام 2024 أقل من توقعاتنا ويرجع ذلك أساساً إلى التأخير في الاعتراف بالإيرادات؛ ولا تزال التوقعات السنوية سليمة: انخفضت إيرادات الربع الأول بنسبة 37% على أساس ربع سنوي إلى 428 مليون ريال سعودي (أقل من تقديراتنا البالغة 746 مليون ريال سعودي)، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى انخفاض الإيرادات عن المتوقع من مبيعات العقارات (-85% على أساس ربع سنوي) وقطاع البنية التحتية (+7% على أساس ربع سنوي). وانخفض إجمالي هامش الربح والهامش التشغيلي بمقدار 13 و15 نقطة مئوية على أساس ربعي إلى 30% و18% على التوالي، ويرجع ذلك أساساً إلى انخفاض مبيعات العقارات ذات هامش الربح المرتفع. ونتيجة لذلك، انخفض صافي الدخل بنسبة 98% على أساس ربع سنوي، ليصل إلى 3 ملايين ريال سعودي مقابل تقديراتنا البالغة 111 مليون ريال سعودي.

على الرغم من أن الأرباح جاءت أقل من المتوقع، والذي يرجع بشكل رئيسي إلى التأخير في الاعتراف بالإيرادات، إلا أننا لسنا قلقين ونواصل الحفاظ على نظرتنا الإيجابية، حيث نتوقع أن يتم الاعتراف بالجزء الأكبر من إيرادات مبيعات العقارات في النصف الثاني من عام 2024 (بشكل رئيسي للعقارية بارك)، نظراً لارتباطها بنسبة الإنجاز، كما تمت مناقشته سابقاً.

مليون ريال سعودي	الربع الأول لعام 24	الربع الأول لعام 23	على أساس سنوي	الربع الرابع لعام 24	على أساس ربعي	تقديراتنا	نسبة الانحراف
الإيرادات	428	393	8.8%	677	-36.8%	746	-42.7%
تكلفة المبيعات	299	265	12.8%	384	-22.3%	476	-37.3%
اجمالي الربح	129	128	0.6%	292	-55.8%	270	-52.2%
النفقات التشغيلية	51	50	3.0%	67	-23.7%	70	-26.9%
الربح التشغيلي	78	79	-0.9%	225	-65.4%	200	-61.0%
صافي الربح	3	9	-67.4%	157	-98.2%	111	-97.4%
هامش الربح الإجمالي	30.2%	32.6%		43.2%			36.2%
هامش التشغيلي	18.2%	20.0%		33.3%			26.8%
هامش صافي الربح	0.7%	2.3%		23.2%			14.9%

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

مراجعة التقديرات: بناءً على سجل الأعمال المتراكمة القوي، والتحسن الصحي في معدلات التشغيل/الإيجار لبعض العقارات، وتوسع الهوامش، نقوم بمراجعة تقديرات الإيرادات الإجمالية لدينا صعودًا بنسبة 17% و21% لعامي 2024-25. علاوة على ذلك، قمنا أيضًا بمراجعة تقديرات هامش الربح الإجمالي لدينا صعودًا إلى 28% تقريبًا لعام 2024 (حوالي 24% سابقًا؛ على الرغم من أنها لا تزال أقل من 31% في عام 2023 بسبب مزيج الإيرادات) و25% لعام 2025 (حوالي 22% سابقًا). وبالتالي، نتوقع تحقيق صافي دخل قدره 219 مليون ريال سعودي في عام 2024 و166 مليون ريال سعودي في عام 2025، بهامش صافي يبلغ ~8% و~6% على التوالي (~4% في عام 2023).

التقييم: بعد مراجعة تقديراتنا، قمنا برفع السعر المستهدف إلى 24.5 ريال/السهم (17.0 ريال/السهم سابقًا) بناءً متوسط تقييم مجموع الأجزاء لمدة عام أجل (8.6% متوسط تكلفة رأس المال دون تغيير، ونمو نهائي بنسبة 2.5%) ومكرر السعر إلى القيمة الدفترية (1.6x للقيمة الدفترية لعام 24). نلاحظ أن الشركة تتداول حاليًا عند مكرر السعر إلى القيمة الدفترية آخر 12 شهرًا عند 1.7x (متوسط 3 سنوات: 1.4x) مقابل متوسط أقرانها المحليين البالغ 1.6x. ومع ذلك، على أساس متحفظ، افترضنا مضاعفًا أقل قليلًا من مضاعف التداول الحالي لتعكس حالات عدم اليقين بشأن الأراضي المقيدة وغير المتاحة للاستخدام.

المخاطر: التباطؤ الاقتصادي، استمرار ارتفاع أسعار الفائدة، الفشل في الفوز بالمشاريع أو الحصول على حوافز من الحكومة، زيادة أعلى من المتوقع في تكاليف البناء، التأخير في التنفيذ، الانخفاض في أسعار الإيجارات، وما إلى ذلك.

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. وحيث أن جي آي بي كابيتال لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا توفر 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. وحيث أن 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.

الأشطة 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