

تغطية بحثية أولية

05 يوليو 2020

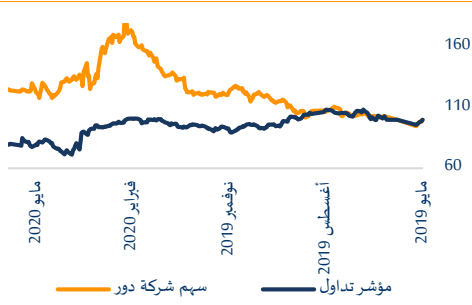
محايد	التوصية
25.2	سعر السهم الحالي (ريال)
23.0	السعر المستهدف (ريال)
(8.5%)	نسبة الارتفاع / الهبوط

في يوم 18 يونيو 2020

البيانات الأساسية (مصدر المعلومات: بلومبرغ)

2.6	رأس المال السوقى (مليار ريال)
35.70	أعلى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)
17.20	أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)
100	إجمالي عدد الأسهم المتداولة (مليون)
51.8%	نسبة التداول الحر للأسهم (%)

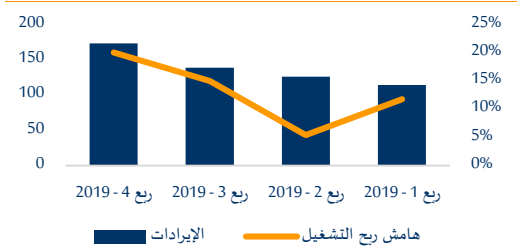
أداء سهم شركة "دور" مقابل مؤشر تداول (المعاد تقديره)



أداء السهم (%)	مطلق	نسبي
شهر واحد	(4.3%)	(2.1%)
6 شهور	3.7%	20.3%
12 شهر	25.1%	45.6%

الملاك الرئيسيين	%
شركة أصيلة للاستثمار	27.14%
صندوق الإستثمارات العامة	16.62%
محمد إبراهيم محمد العيسى	12.0%

الإيرادات ربع السنوية (مليون ريال) وهامش ربح التشغيل



مصدر المعلومات: وكالة بلومبرغ، إدارة الأبحاث، شركة فالكم؛ البيانات في يوم 18 يونيو 2020

نمت إيرادات شركة دور للضيافة بنسبة 22.0٪ على أساس سنوي إلى 553.8 مليون ريال في السنة المالية 2019، حيث سجلت قطاعات الضيافة والإيجار نموًا بنسبة 23.5٪ و 16.4٪، على التوالي. بينما تقلص هامش الربح الإجمالي للشركة إلى 21.5٪ بسبب تكاليف ما قبل الإفتتاح حيث بلغت العديد من المشروعات مرحلة التشغيل. وبسبب هذه العوامل، ارتفع صافي الربح بنسبة 6.2٪ فقط على أساس سنوي إلى 52.8 مليون ريال في السنة المالية 2019.

بدأنا تصنيفنا الإستثماري للشركة بنظرة محايدة، على الرغم من الإنخفاض المتوقع في الإيرادات في عام 2020، إلا أن الشركة في وضع جيد في قطاع الضيافة مع إمكانية التعافي عندما تحسن ظروف السوق.

فيروس كوفيد-19 يهدد بعرقلة المكاسب التي تحققت في عام 2019

في عام 2019، أطلقت الحكومة العديد من المبادرات وتخفيف التأشيرات للترويج للسياحة في البلاد، بهدف إستقبال أكثر من 100 مليون زائر بحلول عام 2030. ونتيجة لذلك، سجلت دور زيادة في نمو الإيرادات بعد ثلاث سنوات متتالية من إنخفاض الإيرادات. ولكن مع ظهور فيروس كوفيد-19، تراجع قطاع الضيافة وسط إنخفاض معدلات الإشغال، والذي قد سجلت نسبة 59٪ في مدينة الرياض في نوفمبر 2019 إلى معدل 37٪ في الشرق الأوسط في مارس 2020. ونظرًا لكون قطاع الضيافة يعد من القطاعات كثيفة العمالة، فإن معايير التبادل الاجتماعي الحالية تشير إلى أوقات صعبة للقطاع على المدى القريب. كما تشير أحدث الأبحاث الصادرة من منظمة السياحة العالمية أن أعداد السياح الدوليين يمكن أن ينخفض بنسبة 60-80٪ في عام 2020 مع بعض الإنتعاش في عام 2021.

من المتوقع أن يعزز إطلاق العقارات الجديدة نمو الإيرادات على المدى المتوسط

بعد دعم الحكومة قطاع السياحة، تم إطلاق مجموعة من المشروعات الفندقية، ومن المتوقع أن يتم إطلاقها في عامي 2020 و 2021، بما في ذلك شركة دور. وتهدف فنادق مكارم التابعة لشركة دور أن تضم 5,000 غرفة بحلول عام 2023. بينما سيؤدي تعليق أنشطة العمرة وحالة عدم اليقين بشأن الحج هذا العام إلى إنكماش حاد في مستويات الطلب والذي من شأنه أن يؤدي إلى تفاقم مشاكل العرض الزائد الموجودة مسبقًا. من المتوقع أن تظل الهوامش منخفضة في قطاع يواجه ضغوطًا لزيادة الإيراد لكل غرفة متاحة وسط ارتفاع المخزون. ومع ذلك، على الرغم من الرياح المعاكسة قصيرة المدى، فإن النمو على المدى المتوسط يبشر بالخير، حيث من المتوقع أن يرتفع النشاط الإقتصادي إلى جانب أسعار النفط بحلول نهاية عام 2020، مع توقع معظم الوكالات البحثية حدوث إنتعاش إقتصادي في عام 2021.

إن الشراكات الإستراتيجية في المواقع الهامة يبشر بالخير

تتحور خطط الشركة التوسعية حول مكة، والتي تعد أهم مكان للعبادة للمسلمين، والرياض التي تعد مركز مهم للأعمال، حيث من المتوقع تدفق مستمر للمسافرين. علاوةً على ذلك، فإن الشراكات مع مشغلي الفنادق البارزين مثل ماريوت و إنتركونتيننتل يدعم تحسن العلامة التجارية لشركة دور.

الرافعة المالية العالية وتقلب أسعار الأسهم يزيد من المخاطر

من المتوقع أن تشكل النسبة المرتفعة لنسبة الدين إلى حقوق الملكية عند مستوى 0.8 ضعفاً في نهاية 2019 ضغوطاً على صافي الأرباح، خاصةً مع تراجع الإيرادات في عام 2020. علاوةً على ذلك، كانت أسعار الأسهم في الأشهر القليلة الماضية متقلبة للغاية، مما أضاف من مستويات الخطر تجاه سهم الشركة.

التقييم: قمنا بتقييم شركة دور باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم والذي يقدر بقيمة قدرها 23.0 ريال للسهم الواحد. وتم احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 4.7٪ مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0٪.

2019	2020 (م)	2021 (م)	2022 (م)
554	405	572	633
الإيرادات (مليون ريال)			
119	95	123	147
الأرباح التشغيلية (مليون ريال)			
0.53	0.33	0.55	0.78
نصيب السهم من الأرباح (ريال)			
13.8%	15.5%	13.6%	15.7%
هامش الربح التشغيلي (%)			
3.0%	1.9%	3.1%	4.3%
العائد على حقوق الملكية (%)			
44.2x	76.4x	45.9x	32.7x
مضاعف الربحية (ضعفاً)			
1.3x	1.4x	1.4x	1.4x
مضاعف القيمة الدفترية (ضعفاً)			
21.4x	23.1x	20.2x	17.7x
القيمة السوقية / صافي الربح قبل خصم الفوائد والإعلاك والاستهلاك (ضعفاً)			

05 يوليو 2020

تغطية بحثية أولية

## ملخص التقييم

### شرح منهجية التقييم والإفراضات

قمنا بتقييم شركة دور باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم و الذي يقدر بقيمة قدرها 23.0 ريال للسهم الواحد. وتم احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 4.7% مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0%. ومن الناحية النسبية، يتم تداول سهم شركة دور على مضاعف قيمة الشركة إلى صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك قدره 21.4 ضعفاً، مما يمثل زيادة بنسبة 11.9% عن نظرائه في القطاع.

2023(م)	2022(م)	2021(م)	2020(م)	2019	مليون ريال
124	99	78	63	76	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب
(8)	(6)	(4)	(2)	(5)	الضرائب
119	114	109	101	92	الإهلاك والإستهلاك وفقدان القيمة
(141)	(147)	(144)	(163)	(262)	التغير في رأس المال العامل
12	8	23	(14)	(48)	صافي النفقات الرأسمالية
107	69	62	(15)	(147)	صافي التدفقات النقدية للشركة
0.8	0.9	0.9	1.0		معدل الخصم
90	61	58	(15)		القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة
194					صافي القيمة الحالية (أ)
3,359					القيمة الحالية للقيمة النهائية (ب)
2.0%					معدل النمو الدائم المفترض
4.7%					معدل الخصم

3,552	القيمة العادلة للشركة (أ) + (ب)	افتراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
		المعدل الخالي من المخاطر
		2.6%
136	إجمالي النقدية	علاوة تحمل المخاطر
		7.2%
1,355	إجمالي الدين	معدل المخاطرة السوقية (ضعفاً)
		1.0x
50	حقوق الأقلية	تكلفة حقوق الملكية
		9.5%
2,283	قيمة حقوق الملكية (مليون ريال)	
100	إجمالي الأسهم (مليون سهم)	تكلفة الدين بعد احتساب الضرائب
		1.7%
23.0	السعر المستهدف للسهم (ريال)	الوزن النسبي لحقوق الملكية في هيكل رأس المال
		38.7%
25.2	سعر السهم الحالي (في يوم 18 يونيو 2020)	الوزن النسبي للدين في هيكل رأس المال
		61.3%
(8.5%)	نسبة الارتفاع / الهبوط لسعر السهم الحالي	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
		4.7%

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، تقديرات إدارة الأبحاث شركة فالكم

## المخاطر

### المخاطر الصاعدة:

- يمكن أن يعزز الانتعاش الإقتصادي الحاد بعد إحتواء جائحة كوفيد-19 أو توافر التطعيم في الوقت المناسب إلى دعم قطاع الضيافة خاصة من منظور المسافر الديني.

### المخاطر السلبية:

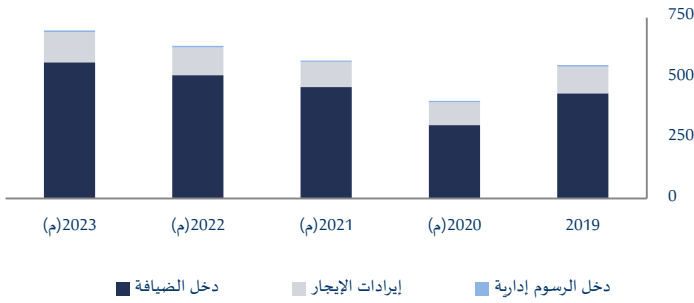
- قد يؤدي الإنتشار المتزايد للفيروس وعدم إنتعاش أسعار النفط إلى إجبار الحكومة على تنفيذ تدابير التقشف التي يمكن أن تؤثر على مستويات الإنفاق على قطاع الضيافة.  
- إن القشل في عرض السعودية كوجهة سياحية جذابة بصرف النظر عن المسافرين المتدينين، يمكن أن يضر بأفاق الشركة وقطاع الضيافة ككل.

05 يوليو 2020

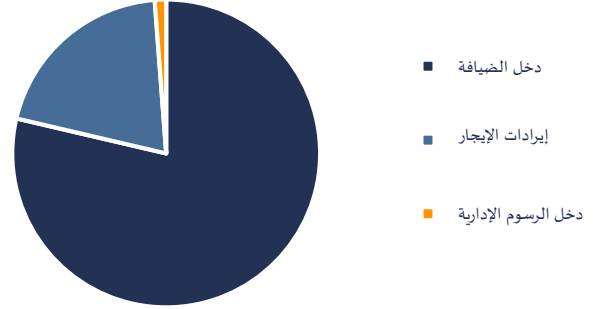
تغطية بحثية أولية

## الرسومات البيانية الرئيسية

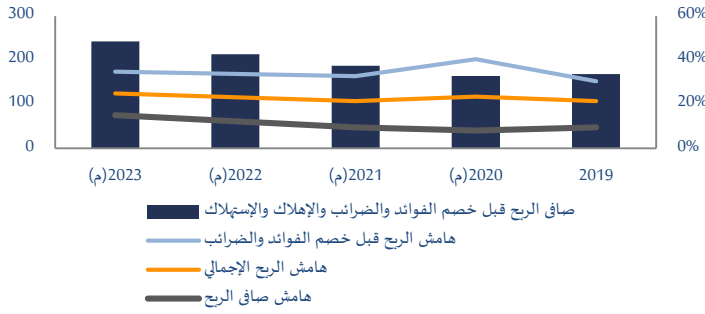
الإيرادات (مليون ريال)



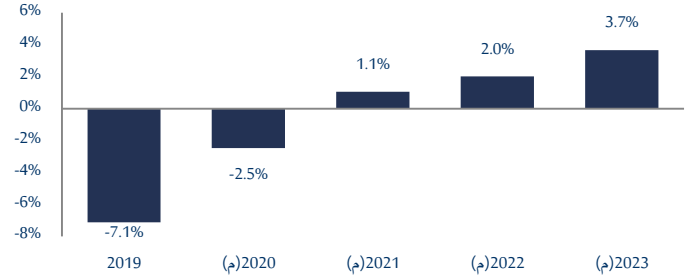
تقسيم الإيرادات (2019)



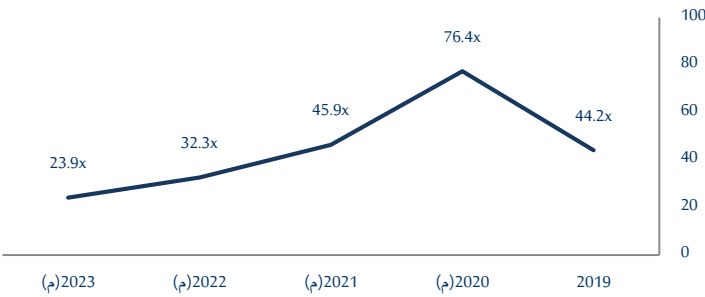
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك (مليون ريال) و هامش الربحية



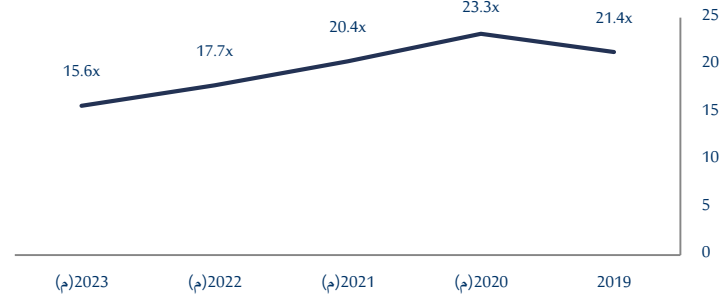
العائد على التدفقات النقدية الحرة



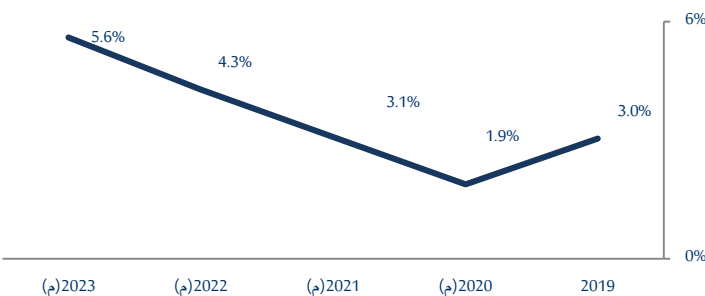
مضاعف الربحية



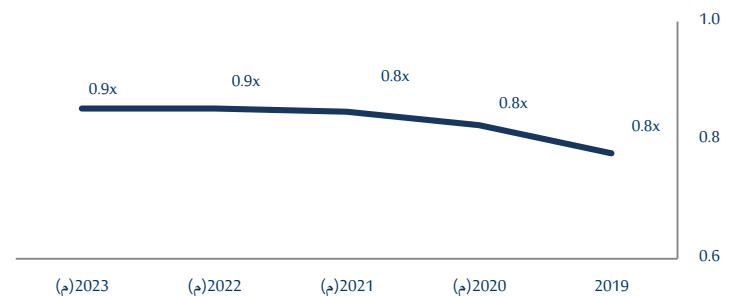
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك



العائد على حقوق الملكية



نسبة الدين الى حقوق الملكية



مصدر المعلومات: تقديرات إدارة الأبحاث شركة فالكم

05 يوليو 2020

تغطية بحثية أولية

## ملخص الميزانيات

معدل النمو	2019	(م)2020	(م)2021	(م)2022
الإيرادات	22.0%	(26.8%)	41.2%	10.6%
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	23.2%	(2.8%)	14.2%	14.1%
الأرباح التشغيلية	9.7%	(17.5%)	23.7%	27.4%
صافي الربح قبل خصم الضرائب	(5.5%)	(39.2%)	66.4%	42.2%
صافي الربح	(7.8%)	(37.6%)	66.4%	42.2%

النسب (%)	2019	(م)2020	(م)2021	(م)2022
هامش مجمل الربح	21.5%	23.4%	21.4%	23.2%
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	30.5%	40.4%	32.7%	33.8%
هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	13.8%	15.5%	13.6%	15.7%
هامش صافي الربح	9.6%	8.2%	9.6%	12.4%
العائد على حقوق الملكية	3.0%	1.9%	3.1%	4.3%
العائد على رأس المال العامل	1.7%	1.0%	1.7%	2.4%
العائد على الأصول	1.5%	0.9%	1.5%	2.0%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	0.8x	0.8x	0.8x	0.9x
صافي الدين / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	7.2x	7.9x	6.9x	6.0x
العائد على التدفقات النقدية الحرة	(7.1%)	(2.5%)	1.0%	2.0%
العائد على توزيعات الأرباح	1.1%	0.6%	1.0%	2.0%

التقييم	2019	(م)2020	(م)2021	(م)2022
مضاعف الربحية	44.2x	76.4x	45.9x	32.3x
مضاعف القيمة الدفترية	1.3x	1.4x	1.4x	1.4x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	21.4x	23.1x	20.2x	17.7x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	47.3x	60.1x	48.6x	38.2x
قيمة الشركة / الإيرادات	6.5x	9.3x	6.6x	6.0x

تقييمات الشركات المماثلة في القطاع	مضاعف الربحية	قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك
National Corp Tourism and Hotel	13.3x	7.4x
Isrotel	17.6x	12.0x
Abu Dhabi national hotels	11.1x	13.7x
Dan hotels Corp Ltd	23.8x	13.5x
ISSTA Lines Limited	7.4x	75.8x
Fattal Holdings 1998 Ltd	79.5x	14.3x
Orascom Development Egypt	6.3x	10.1x
Risma	9.6x	غير مطابق
شركة دور للضيافة	38.8x	21.4x
وسيط القطاع	11.1x	12.8x
خصم / علاوة	98.8%	11.9%

قائمة الدخل (مليون ريال)	2019	(م)2020	(م)2021	(م)2022
الإيرادات	554	405	572	633
مجمول الربح	119	95	123	147
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	169	164	187	214
هامش الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	76	63	78	99
المصروفات العمومية والإدارية	(41)	(31)	(43)	(46)
مصروفات البيع والتسويق	(2)	(1)	(2)	(2)
تكاليف التمويل	(23)	(20)	(19)	(20)
دخل التمويل	2	1	2	2
صافي الربح قبل خصم الضرائب	58	35	59	84
الزكاة	(5)	(2)	(4)	(6)
صافي الربح	53	33	55	78
نصيب السهم من الأرباح (ريال)	0.53	0.33	0.55	0.78
نصيب السهم من توزيعات الأرباح	0.25	0.16	0.26	0.37

الميزانية العمومية (مليون ريال)	2019	(م)2020	(م)2021	(م)2022
النقدية	136	155	220	279
الأصول المتداولة	356	349	482	558
الأصول الثابتة	2,812	2,875	2,907	2,936
الإستثمارات	21	21	20	19
إجمالي الأصول	3,528	3,582	3,749	3,858
الخصوم المتداولة	475	428	510	539
القروض غير المتداولة	841	925	981	1,020
إجمالي مطلوبات الإيجار	381	381	381	381
حقوق الملكية	1,741	1,759	1,788	1,829
إجمالي الخصوم	3,528	3,582	3,749	3,858

قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)	2019	(م)2020	(م)2021	(م)2022
التغير في رأس المال العامل	(48)	(14)	23	8
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	96	100	171	198
التدفقات الرأسمالية	(262)	(163)	(144)	(147)
التدفقات النقدية من أنشطة الإستثمار	(300)	(163)	(144)	(147)
التغير في الدين	225	97	64	45
توزيعات الأرباح	(25)	(16)	(26)	(37)
التدفقات النقدية من أنشطة التمويل	200	82	38	8

مصدر المعلومات: بلومبرج، القوائم المالية للشركة، إدارة الأبحاث شركة فالكم

## 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 يغطيها 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 ادارة 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 مُتحملة 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 نتائج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. إن هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام فقط ولا يأخذ في الحسبان ظروف وأهداف ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين، ولذلك فإن هذا التقرير لا يستهدف تقديم مشورة في مجال الإستثمار ولا يأخذ بعين الإعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الإستثمارية الخاصة و/أو الإحتياجات الخاصة لمن يحصل على هذا التقرير، ولذلك ينبغي على المستثمر قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الإستثمار أن يحصل على المشورة المستقلة من 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.

حصلت شركة فالكم على ترخيص من هيئة سوق المال السعودي رقم (37-06020) 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.