

★	★	★	زيادة الوزن النسبي	تصنيف الاستثمار
!	!	!	متوسطة	تصنيف المخاطرة

السعر المستهدف خلال 12 شهراً
146 جم (+65%)
كما في 12 أبريل 2021

القيمة العادلة
126 جم
كما في 12 أبريل 2021

سعر السوق
88.72 جم
بناء على إغلاق 11 أبريل 2021

استثمار ذو قيمة

قصة تحول شركة مقاولات محلية إلى عالمية

الأفكار الرئيسية

التنوع هو المحرك الرئيسي: تمتلك شركة أوراسكوم كونستراكشون [ORAS] محفظة إنشاءات متنوعة من حيث التوزيع الجغرافي ومزيج المنتجات. وتعتمد على اسم تجاري قوي في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، تصدرها مصر والتي تشكل 76% من إجمالي المشروعات تحت التنفيذ لشركة ORAS مقابل 16% في الولايات المتحدة الأمريكية في 2020. ومن خلال شركتها بيسيكس التي تمتلك بها حصة تبلغ 50%، والتي من خلالها تحافظ ORAS أيضاً على تواجدتها في أوروبا في مجالات البناء والعقارات والامتيازات.

الخصائص الديموغرافية المواتية: تأثر أداء ORAS في 2020 بسبب جائحة كوفيد-19، لكن وقع العبء الأكبر على الهوامش بينما ارتفعت الإيرادات. كان لمصر نصيب الأسد فيما يتعلق بمخزون عقود ORAS. نعتقد أن الإنفاق الجاري على البنية التحتية في مصر سيستمر لمدة عامين قادمين، سواء كان ذلك في مجال تحلية المياه أو النقل أو المدن الجديدة، تحاول ORAS التوسع أكثر في العراق، مع كونها انتقائية في إفريقيا، إضافة إلى وجود ORAS الحالي في الولايات المتحدة وأوروبا.. كانت نتائج الربع الرابع من 2020 واعدة، وذلك بفضل ارتفاع الإيرادات وتحول بيسيكس إلى الربحية، مما يشير إلى الانتعاش.

نرى تعافياً قوياً في أداء بيسيكس على المدى المتوسط: تعتبر بيسيكس مقاولاً رائداً يعمل في أوروبا والشرق الأوسط وأستراليا أيضاً، حيث استحوذت مؤخراً على Watpac Limited، مقدمة خدمات البناء والتعدين. بلغ حجم المشروعات تحت التنفيذ المستقلة لشركة بيسيكس 4.2 مليار يورو في 2020.

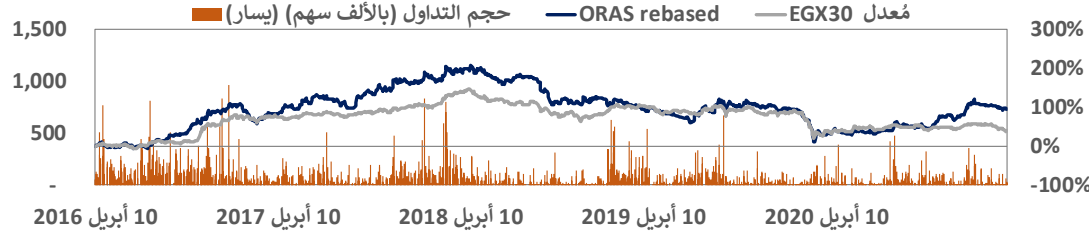
التقييم، أطروحة الاستثمار، والمخاطر

زيادة الوزن النسبي / مخاطرة متوسطة، مع سعر مستهدف خلال 12 شهراً يبلغ 146/سهم (+65%): قمنا بتقييم ORAS باستخدام نموذج التدفقات النقدية المخصومة على مرحلتين، لمدة خمس سنوات، مع تحديد معدل نمو يبلغ 3% في السنة النهائية. قمنا بتحديد إجمالي علاوة مخاطر لحقوق الملكية المرجحة بأوزان مخاطر كل من مصر والولايات المتحدة والسعودية والتي بلغت في النهاية 8.3%، للوصول إلى متوسط مرجح لتكلفة رأس المال يبلغ 15.6% ليصل إلى 13% في السنة النهائية لنصل إلى قيمة عادلة بلغت 126 جم/سهم، وسعر مستهدف خلال 12 شهراً يبلغ 146 جم/سهم وبالتالي نوصي بزيادة الوزن النسبي.

أطروحة الاستثمار: نظرنا إيجابية تجاه ORAS، نظراً لـ: (1) الاسم التجاري القوي للشركة ليس في مصر وحسب بل وعلى الصعيد العالمي أيضاً، وهي إشارة مؤكدة على التنوع لدى الشركة، حيث تغتنم الفرص في مختلف الدول وعلى رأسها مصر، التي نتوقع أن يكون النمو مرتفعاً بها، (2) مجلس إدارة يتمتع بالخبرة، يضم مصريين وغير مصريين، و(3) قاعدة عملاء أغلبها من القطاع الحكومي، تمثل 83% من الإيرادات. تستهدف ORAS مشاريع يكون الحصول على الأموال مضموناً منها مما يؤمن استمرار تدفقات الأعمال وإن كان يحد من قدرتها التفاوضية.

المخاطر: تأخر التعافي في الطلب عن التوقعات بالسوق العالمي، واستمرار انخفاض أسعار النفط، وتداعيات أسوأ من المتوقع على الاقتصاد من جائحة فيروس كورونا، وتقلبات أسعار الصرف مع وجود حصة تبلغ 54% من المشروعات تحت التنفيذ بالعملة الأجنبية. من الناحية القانونية قد تؤدي غرامة متعلقة بمشروع مركز السدرة للطب والبحوث في الدوحة إلى تخفيض تقييم ORAS بـ 602 مليون دولار أمريكي.

الأداء النسبي للسهم (خمس أعوام)



البيانات الرئيسية للسهم

عدد الأسهم (مليون)	1 ربع	2 ربع	3 ربع	4 ربع	السني
116.8	830م	826م	792م	874م	2021
نسبة الأسهم الحرة	23.7%				
رأس المال السوقي (مليون جم)	10,356				2021
رأس المال السوقي (مليون دولار)	660	828	791	825	2020
مدى التذبذب خلال 52 أسبوعاً	102.8 – 62.02 جم	706	790	790	2019
استثمار 100 جم من 5 أعوام أصبح	184 جم	757	750	729	2018
ربحية السهم آخر 12 شهراً	0.78 دولار أمريكي	1,066	947	805	2017
مضاعف الربحية آخر 12 شهراً	7.3 مرة	973	1,024	962	2016
ربحية السهم المتوقعة 2021	0.97 دولار أمريكي				
مضاعف الربحية المتوقعة 2021	5.8 مرة				
مضاعف القيمة الدفترية 2021	0.9 مرة				
التوزيعات لآخر عام مالي	0.42 دولار أمريكي				
عائد التوزيعات	4%				
بيتا 5 أعوام	1.11				
نمو سنوي مركب لربحية السهم خلال 5 أعوام	11%				
صافي الأرباح بعد حقوق الأقلية (مليون دولار أمريكي)	1 ربع	2 ربع	3 ربع	4 ربع	السني
2021	31م	29م	30م	23م	113م
2020	25	10	30	26	91
2019	30	31	32	28	121
2018	32	51	29	33	145
2017	28	24	22	5	79
2016	23	26	26	-27	49

نبذة عن النشاط

تعمل ORAS في ثلاثة قطاعات، بشكل رئيسي في كل من أعمال البنية التحتية، والقطاع التجاري، والقطاع الصناعي. تاريخياً يستحوذ قطاع البنية التحتية على غالبية المشروعات تحت التنفيذ، بينما تم التحول في التركيز من القطاع الصناعي إلى القطاع التجاري.

قطاع البنية التحتية

قطاع البنية التحتية هو أكبر قطاع، بحصة تبلغ 58.6% من المشروعات تحت التنفيذ لشركة ORAS في 2020، مع التوسعات المصرية في مشروعات المياه، توليد الطاقة، الطرق، وخطوط مترو الأنفاق، ومشاركة ORAS فيها جميعاً. من الآن فصاعداً، ستتمثل استراتيجية ORAS في توليد دخل متكرر من مصادر الطاقة المتجددة والامتيازات، وبالتالي تخفيض التقلبات في الأرباح عندما تتباطأ أنشطة البناء.

مشروعات محطات تحلية المياه، هي المحرك المتوقع للطلب: المياه مورد نادر ليس فقط مادياً ولكن أيضاً كمورد للقطاع العائلي. وعندما يتم الحصول على الماء لا تعتبر هذه هي الغاية، ولكن لابد كذلك من الجودة، وعليه فإن محطات تحلية المياه لم تعد من باب الرفاهية. وعلى هذا فإن الأزمة الدبلوماسية بين مصر وإثيوبيا توضح وبشكل جيد ما تمثله المياه من قيمة لمصر والتي تؤمن معظم احتياجاتها المائية من نهر النيل. يستمر هذا الصراع في تصعيد التوترات، خاصة مع إصرار إثيوبيا على عدم التفاوض حول موضوع ملء سد النهضة الإثيوبي الكبير، وبالتالي يمثل ذلك خيبة أمل. وخلاصة القول، حتى لو نجحت مصر في تأجيل ملء السد الضخم، فستزداد الحاجة إلى محطات معالجة المياه لتأمين أي إجراء مفاجئ تتخذه إثيوبيا، أو للتوسع في جميع أنحاء مصر.

بتفويض من الدولة: وضعت وزارة الإسكان المصرية خطة توسعية خمسية لإنشاء محطات لتحلية مياه البحر، وتوفير بديل لمياه الشرب. تبلغ تكلفة الخطة 45 مليار جم، وسيتم تنفيذها في عدة محافظات بجميع أنحاء الدولة.

الشركة الرائدة في السوق في مجال إعادة استخدام المياه: تمتلك شركة أوراسكوم كونستراكشون تاريخاً زاهراً بمشاريع المياه مثل معالجة المياه وتحلية المياه والبنية التحتية ومعالجة مياه الصرف الصحي في مصر. على سبيل المثال محطة تحلية مياه البحر بشرق بورسعيد، ومحطة الضخ بالعلمين، ومحطة معالجة مياه الصرف الصحي بأبو رواش ومحطة معالجة مياه الصرف الصحي في بحر البقر. هذه الأخيرة، وهي الأكبر في مصر، يتم تشغيلها وصيانتها الآن بواسطة شركة رأس مال مخاطر مملوكة مناصفة لكل من ORAS وشركة المقاولون العرب بموجب عقد مدته 5 سنوات. أيضاً أصبحت شركة بيسيكس شركة رائدة بالسوق في مجال إعادة استخدام المياه، والتي تحل محل تحلية المياه ومياه الآبار. تلعب ORAS خارج مصر دوراً مهماً في سوق دولة الإمارات، كذلك بدأت مؤخراً في العمل بوحدة من أكبر محطات تحلية المياه في ساحل العاج، غرب أفريقيا.

الطرق والمواصلات ... القصة لم تنته بعد: شهدت مصر في الآونة الأخيرة تحسناً ملحوظاً في أنظمة الطرق والمواصلات، لكن خطي مونوريل القاهرة، اللذان تم إعدادهما لربط القاهرة الكبرى بالعاصمة الإدارية الجديدة ومدينة السادس من أكتوبر، يشير ذلك إلى أن هناك المزيد في المستقبل. ستشارك ORAS في تصميم وبناء وتشغيل وصيانة خط المونوريل في مصر، بحصة تبلغ 900 مليون دولار من أصل عقد يبلغ 4.5 مليار دولار. في الآونة الأخيرة، وقع تحالف ORAS-ميتسوبيشي عقداً لخط المترو الرابع، حيث تجاوزت حصة ORAS 350 مليون دولار في عقد يبلغ 800 مليون دولار. أما بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية

فقد بدأت ويتز جروب في إنشاء مطار كنساس الدولي بمدينة كنساس بولاية ميزوري. وهو أكبر مشروع بنية تحتية منفرد في تاريخ مدينة كنساس، تم إطلاقه في عام 2019. ومن المتوقع أن يكتمل في 2023. سجل ORAS ملياً أيضاً بمشاريع البنية التحتية الكبيرة، والتي تشمل مطار برج العرب في الإسكندرية وأنفاق قناة السويس بالإضافة لمختلف الطرق الداخلية والمطارات في مصر.

وقعت شركة ORAS، شركة المقاولون العرب و شركة سيمينز مؤخراً مذكرة تفاهم مع الهيئة القومية للأنفاق لترتيب أول نظام قطار فائق السرعة في مصر. تبلغ قيمة المرحلة الأولى للمشروع 3 مليارات دولار أمريكي. نحن لا نتوقع إيرادات من هذا المشروع حتى عام 2022. تقدر حصة أوراسكوم به ب 35-15%.

البنية التحتية و المرافق: تواصل ORAS العمل في الإمارات العربية المتحدة بثلاث مشروعات ضخمة هي: مطار الفجيرة الدولي (يتم اكتماله في 2022) ومعرض إكسبو 2020 (يتم اكتماله في 2021) وتحسين المجال العام (جانب البحر والأرض للمركز التجاري) في جزيرة بلو ووترز في دبي (يتم اكتماله في 2021).

توليد الطاقة - الطلب المتزايد: تخطط هيئة الطاقة الجديدة والمتجددة المصرية لرفع المزيج المستهدف للطاقة ليتكون من 42% كطاقة متجددة بحلول عام 2035، مقسمة إلى طاقة شمسية مركزة (3%)، طاقة كهروضوئية (22%)، طاقة الرياح (14%) وطاقة كهرومائية (2%). يتماشى ذلك مع استراتيجية التنمية المستدامة التي وضعتها الحكومة المصرية للاقتصاد، مما يعني أن الطلب على محطات توليد الطاقة المتجددة سيستمر في النمو. نلاحظ أن التحالف بين كل من بين ORAS وتويوتا تسوشو (الذي تمتلك ORAS فيه حصة تبلغ 20%) قام بتسليم مزرعة رياح

نبذة عن النشاط (تابع)

القطاع التجاري

يأتي القطاع التجاري في المرتبة الثانية بحصة بلغت 33.2% في المشروعات تحت التنفيذ في 2020، بقيادة المشروعات الرئيسية في مصر (على سبيل المثال، مدينة العلمين الجديدة والعاصمة الإدارية الجديدة).

أوراسكوم كونستراكشون: نجحت ORAS في المشاركة في المشاريع الضخمة الرئيسية في مصر، مثل المتحف المصري الكبير والعديد من المشاريع في العاصمة الإدارية الجديدة (مثل مجمع المنصورة بالأحياء 6 و7 ومشروع R5)، المركز الثقافي الجديد ومبنيين وزارين جديدين. هذا بالإضافة إلى المباني الجديدة في العاصمة الإدارية الجديدة (المقر الجديد للبنك المركزي المصري وبنك التعمير والاسكان)، ومدينة العلمين الجديدة (فندق الماسة، أبراج العلمين الجديدة، وتطوير مدينة العلمين القديمة). أيضاً، المرحلة A 1 من أبراج زيد في مدينة الشيخ زايد (سيتم الانتهاء منها في عام 2023).

كونتراك واتس: في هاواي، تعمل شركة كونتراك واتس في مركز إدارة حركة المرور المجمع في هونولولو ومنشأة تأجير السيارات الموحدة الجديدة في مطار دانيال ك. إنيوي الدولي في هونولولو، والتي من المتوقع أن تكتمل في عام 2022.

شركة ويتز: لا تزال تعمل في المحطة الفردية الجديدة في مطار كانساس سيتي الدولي في كانساس سيتي بولاية ميزوري والذي من المتوقع أن يكتمل في عام 2023.

القطاع الصناعي

ساهم القطاع الصناعي بحصة تبلغ 8.2% من المشروعات تحت التنفيذ لدى ORAS في 2020. ولا نتوقع نمواً كبيراً في مساهمة القطاع الصناعي.

صغيرة ولكن لا يمكن تجاهلها: تعمل ORAS الآن على العديد من مراكز شبكة البيانات في مصر تحديداً، Network Node 1 (NN1) من مشروع مركز شبكة البيانات (من المقرر الانتهاء منه في عام 2021)، ومركز بيانات وزارة الدفاع بالعاصمة الإدارية الجديدة (سيتم الانتهاء منه في عام 2021)، ومشروع مرافق المخازن المبردة في شرق العوينات (تكتمل في عام 2022).

تعمل شركة ويتز الآن في مراكز البيانات في ويست دي موينزو جودير، أريزون. بالإضافة إلى مبرد مركز توزيع لحوم البقر لشركة كريكستون فارمز بريميميوم بيف، ذ.م.م. في كانساس

المنازعات القانونية

في الآونة الأخيرة، تعرضت ORAS لبعض المنازعات القانونية، مثل تلك المتعلقة باتفاقية التعويض الضريبي مع شركة لافارج ونزاع على مركز السدرة الطبي ينتظر قرار المحكمة.

مركز السدرة للطب والبحوث: منحت مؤسسة قطر للتربية والعلوم وتنمية المجتمع عقداً يبلغ 2.4 مليار دولار لشركة رأس مال مخاطر بين شركة أوبراسكون هوبرت لين (تمتلك حصة بها تبلغ 55%)، وكونتراك (حصة تبلغ 45%) لتصميم وبناء مركز السدرة للطب والبحوث في الدوحة. في عام 2014، انتهت المؤسسة العقد وطالبت بتعويضات عن أضرار كبيرة، وذلك بعد أن تم إحالة القضية إلى محكمة بريطانية.

وفي الوقت نفسه، وفي عام 2019 كسبت المؤسسة القطرية القضية. ترتبط المطالبات باتفاقية ضمان الشركة الأم الصادرة بواسطة شركة أوراسكوم للإنشاء والصناعة في 2018. وفقاً للإدارة، فإنه من غير المتوقع الإعلان عن العقوبة النهائية أو قيمتها حتى أواخر عام 2021. قمنا

بتضمين هذا السيناريو في تقييمنا، مفترضين وجود العقوبة المحتملة الخاصة بقضية مركز سدرة الطبي البالغة 602 مليون دولار، مع العلم أن العقوبة المحتملة تمثل ما يعادل 80 جم للسهم. هذا وقد يمكن أن ينتج عن قرار المحكمة قيمة أخرى للعقوبة.

أصول الأسمت المصرية: في عام 2012، طالبت مصلحة الضرائب المصرية بضرائب متأخرة على الأرباح الرأسمالية لشركة ORAS من بيع أعمال الأسمت إلى لافارج في 2007. في وقت لاحق، توصلت ORAS إلى تسوية بلغت 7 مليارات جم مع مصلحة الضرائب. ثم في عام 2014، قدمت ORAS طلباً لإعادة النظر في التحكيم. في النهاية، تم إعفاء ORAS من دفع أي ضرائب على المبيعات، والتي تم استئنافها لاحقاً من قبل مصلحة الضرائب. طبقاً لتوقعات الإدارة، لا تتوقع ORAS تحمل أي تكاليف إضافية. غير أننا قمنا بخصم مبلغ 146 مليون دولار من تقييمنا لتكون أكثر تحفظاً.

بيسيكس

مجموعة من الخبرات المتكاملة: تأسست بيسيكس في عام 1909، واستحوذت على مكانة بارزة في الأسواق العالمية في البناء والتطوير وأعمال المقاولات في 25 دولة حول العالم. بيسيكس هي شركة رائدة في السوق في الأعمال البحرية في جميع أنحاء العالم، وسوف تقوم ببناء جدار رصيف جديد يبلغ طوله 1,071 متراً في ميناء زيروج البلجيكي، أكبر ميناء للسيارات في العالم. هذا بالإضافة إلى خبرتها في إدارة المياه والنفائات ومشاريع الطاقة.

أعمال جديدة: قررت بيسيكس تنويع محفظتها التجارية من خلال الاستحواذ على حصص في:

- **إيه ستاي:** هو مفهوم جديد للعيش في بلجيكا، من خلال توفير شقق صغيرة لفترات إقامة قصيرة بالإضافة إلى

استخدام برامج عالية التقنية وبأسعار معقولة.

- **فلمنت:** هي شركة للديكور الداخلي لها متاجر في مواقع مختلفة في أوروبا.
- **إل إن 24:** هي قناة إخبارية في كل من التلفزيون والإنترنت، وهي نشاط جديد مختلف استثمرت فيه بيسيكس.



الافتراضات الرئيسية

التعليق

المشاريع تحت التنفيذ: ارتفعت المشاريع تحت التنفيذ (مع استبعاد حصة تبلغ 50% من بيسيكس) بمعدل نمو سنوي مركب خلال 4 سنوات (2016-2020) بلغ 1%، ونحن نتوقع أن تحقق نمواً سنوياً مركباً خلال 5 سنوات يبلغ 2% إلى 5.9 مليار دولار بحلول 2024 (بناءً على طريقة حقوق الملكية المجمعة). في حال تضمين حصة تبلغ 50% من بيسيكس، ارتفعت المشاريع تحت التنفيذ بمعدل نمو سنوي مركب لمدة 4 سنوات (2016 - 2020) يبلغ 3% ومن المتوقع أن تنمو بمعدل نمو سنوي مركب لمدة 5 سنوات يبلغ 3% خلال نفس الفترة بين 2020 و 2025. تستغرق المشاريع عادةً حوالي 12 شهراً ليتم تنفيذها في الولايات المتحدة و18 شهراً في الشرق الأوسط.

الإيرادات: تمثل مصر والولايات المتحدة والمملكة العربية السعودية 96% من إجمالي إيرادات ORAS، وبالتالي تم اختيارها كمقياس للإيرادات. نتوقع نمو إيرادات منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بمعدل نمو سنوي مركب خلال 5 سنوات (2020-2025) يبلغ 6% إلى 2.8 مليار دولار، وتراجع الإيرادات من الولايات المتحدة بمعدل نمو سنوي مركب خلال 5 سنوات يبلغ 7% إلى 892 مليون دولار بحلول عام 2025. على خلفية انتشار كوفيد-19 عالمياً، تمكنت ORAS من الحفاظ على أعمالها على الرغم من انخفاض أسعار النفط التي أثرت على بيئة الاستثمار في دول مجلس التعاون الخليجي. وعلى الرغم من ذلك، نعتقد أن الطلب سيتعافى بمجرد عودة أسعار النفط إلى الارتفاع.

التوزيعات: اقترحت الإدارة توزيع 0.23 دولار أمريكي/سهم لعام 2020، بعد توزيع 0.42 دولار/سهم في 2020 عن عام 2019 على دفعتي (نسبة التوزيعات تبلغ 40%) وتعتزم ORAS السير على نفس نسب التوزيعات.

مليون دولار أمريكي	2015 ف	2016 ف	2017 ف	2018 ف	2019 ف	2020 ف	2021 م	2022 م	2023 م	2024 م	2025 م
حساب المشروعات تحت التنفيذ المجمعة											
حقوق الملكية المجمعة											
المشروعات تحت التنفيذ	6,662	5,260	4,562	4,328	5,445	5,440	5,273	5,295	5,456	5,663	5,945
النمو	-21%	-13%	-5%	26%	0%	-3%	0%	3%	4%	5%	
العقود الجديدة	4,846	3,752	2,180	2,349	3,550	3,069	3,155	3,345	3,603	3,807	3,972
النمو	-23%	-42%	8%	51%	-14%	3%	6%	8%	6%	4%	
النتائج التقديرية متضمنة 50% من بيسيكس											
المشروعات تحت التنفيذ	8,413	6,801	6,381	7,049	8,133	7,767	7,460	7,483	7,783	8,231	8,834
النمو	-21%	-13%	-5%	26%	-4%	-4%	0%	4%	6%	7%	
العقود الجديدة	6,117	4,915	3,463	4,309	5,429	4,386	4,497	4,822	5,302	5,760	6,218
النمو	-20%	-30%	24%	26%	-19%	3%	7%	10%	9%	8%	
مليون دولار أمريكي	2015 ف	2016 ف	2017 ف	2018 ف	2019 ف	2020 ف	2021 م	2022 م	2023 م	2024 م	2025 م
الإيرادات	3,882	4,033	3,679	3,014	3,184	3,371	3,321	3,324	3,442	3,600	3,689
مُجمل الربح	(211)	192	325	340	364	323	323	337	359	384	399
هامش مُجمل الربح	-5.4%	4.8%	8.8%	11.3%	11.4%	9.6%	9.7%	10.1%	10.4%	10.7%	10.8%
المصروفات البيعية والإدارية والعمومية	(198)	(164)	(154)	(181)	(162)	(186)	(183)	(183)	(189)	(198)	(203)
الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك	(302)	99	213	207	268	198	197	215	235	257	274
هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك	-7.8%	2.5%	5.8%	6.9%	8.4%	5.9%	5.9%	6.5%	6.8%	7.1%	7.4%
صافي المصروفات التمويلية	(21.3)	32.6	(23.8)	(5.1)	(73.3)	(9.8)	4.5	0.6	(0.4)	(0.9)	(1.5)
صافي الربح قبل حقوق الأقلية	(334)	53	85	155	131	97	121	133	145	158	167
صافي الربح بعد حقوق الأقلية	(321)	49	78	145	121	91	113	125	136	148	157
هامش صافي الربح (قبل حقوق الأقلية)	-8.6%	1.3%	2.3%	5.1%	4.1%	2.9%	3.6%	4.0%	4.2%	4.4%	4.5%
هامش صافي الربح (بعد حقوق الأقلية)	-8.3%	1.2%	2.1%	4.8%	3.8%	2.7%	3.4%	3.8%	3.9%	4.1%	4.2%
مليون دولار أمريكي	2015 ف	2016 ف	2017 ف	2018 ف	2019 ف	2020 ف	2021 م	2022 م	2023 م	2024 م	2025 م
دورة تحويل النقد	2 يوماً	42- يوماً	40- يوماً	26- يوماً	63- يوماً	57- يوماً	56- يوماً	54- يوماً	52- يوماً	50- يوماً	49- يوماً
رأس المال العامل	(68)	(368)	(223)	11	(242)	(257)	(237)	(215)	(202)	(192)	(180)
المصروفات الرأسمالية	90	92	42	50	63	46	60	67	74	82	91
الإهلاك	(53)	(55)	(37)	(40)	(52)	(47)	(46)	(50)	(54)	(59)	(65)
ربحية السهم (دولار)			0.26	0.30	0.42	0.23	0.36	0.43	0.52	0.63	0.67
نسبة التوزيعات			39%	24%	40%	30%	37%	40%	45%	50%	50%

المصدر: تقارير الشركة، بحوث برايم.



الافتراضات الرئيسية (تابع)

الأرقام الرئيسية لبيسيكس (بناء على حصة 50%)

التعليق

تقييم بيسيكس: باستخدام نموذج التقييم بالمضاعفات، استخدمنا مضاعف ربحية متوقع للعام 2021 يبلغ 17 مرة، ومضاعف قيمة دفترية متوقع يبلغ 1 مرة و مضاعف قيمة المنشأة للأرباح قبل و الفوائد و الضرائب والإهلاك والاستهلاك يبلغ 6.8 مرة و مضاعف المبيعات يبلغ 0.4 مرة في نفس العام، لنصل إلى قيمة حقوق ملكية تبلغ 294 مليون دولار و ذلك بعد خصم معامل للسيولة يبلغ 20%.

مليون دولار أمريكي	2015 ف	2016 ف	2017 ف	2018 ف	2019 ف	2020 ف	2021 م	2022 م	2023 م	2024 م	2025 م
المشروعات تحت التنفيذ	1,751	1,541	1,818	2,722	2,688	2,598	2,327	2,187	2,189	2,327	2,568
العقود الجديدة	1,271	1,163	1,282	1,960	1,878	1,316	1,343	1,477	1,699	1,953	2,246
الإيرادات	1,208	1,316	1,372	1,573	1,933	1,587	1,483	1,476	1,560	1,712	1,926
المشروعات تحت التنفيذ نهاية الفترة	1,813	1,388	1,729	3,108	2,633	2,327	2,187	2,189	2,327	2,568	2,889
إجمالي المصروفات	(1,209)	(1,252)	(1,317)	(1,518)	(1,910)	(1,593)	(1,475)	(1,461)	(1,545)	(1,695)	(1,907)
صافي الربح	(0)	64	54	55	23	(6)	7	15	16	17	19
هامش صافي الربح	0.0%	4.9%	4.0%	3.5%	1.2%	-0.4%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

بيسيكس	مضاعف ربحية 2021	قيمة المنشأة للمبيعات 2021	مضاعف القيمة الدفترية 2021	قيمة المنشأة / الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك	المتوسط
مؤشرات مالية رئيسية * (مليون دولار)	7	1,483	383	44	
المضاعفات	16.6x	0.4x	1.0x	6.8x	
حقوق الملكية (مليون دولار أمريكي)	123	612	398	335	367
خصم السيولة					20%
حقوق الملكية المعدلة (مليون دولار أمريكي)					294

* مؤشرات مالية رئيسية = الأرباح، المبيعات، القيمة الدفترية، والأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك.
المصدر: تقارير الشركة، بحوث برايم.

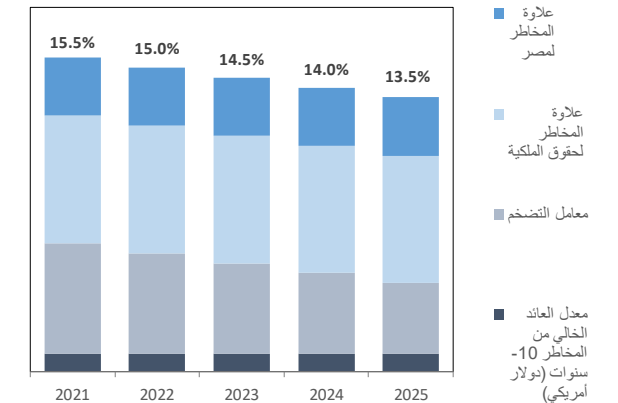


مدخلات التقييم الرئيسية

العائد على حقوق الملكية المستدام
13.5%.

معدل النمو المستدام
3%.

هيكل تكلفة حقوق الملكية (خلال 5 سنوات)



المصدر: بحوث برايم.

مصفوفة العائد والمخاطرة

العائد				المخاطرة
زيادة الوزن النسبي	محايد	تخفيض الوزن النسبي		
			منخفضة	
✓			متوسطة	
			مرتفعة	

المصدر: بحوث برايم.

نموذج التقييم

مليون جم	2021 م	2022 م	2023 م	2024 م	2025 م	السنة النهائية
الأرباح قبل الفوائد والضرائب (1- الضريبة)	112	122	134	146	154	159
البنود غير النقدية (الإهلاك والاستهلاك)	46	50	54	59	65	
إجمالي التدفقات النقدية	158	172	188	205	219	
التغير في رأس المال العامل	(20)	(23)	(12)	(10)	(12)	
نفقات رأسمالية	(60)	(67)	(74)	(82)	(91)	
إجمالي الاستثمارات	(80)	(89)	(86)	(92)	(103)	
التدفق النقدي الحر للمنشأة	78	82	102	113	116	1,345
معامل الخصم	0.90	0.79	0.70	0.61	0.54	
القيمة الحالية للتدفق النقدي الحر للمنشأة	71	65	71	70	63	730
قيمة التدفقات النقدية المخصصة للمنشأة	1,069					
قروض (بالصافي) / النقدية	334					
الاستثمارات الأخرى بخلاف بيسيكس	36.5					
حقوق الأقلية	(46)					
مخصص للقضايا	(748)					
بيسيكس (حصة 50%)	294					
قيمة التدفقات النقدية المخصصة للمساهمين	939					
عدد الأسهم	117					
القيمة العادلة للسهم (دولار)	8.0					
القيمة العادلة للسهم (جم)	126					
السعر المستهدف خلال 12 شهراً	146					

المصدر: بحوث برايم.

الأقران (كما في 11 أبريل 2021، القيمة بالمليون دولار أمريكي)

الرمز	الاسم	القيمة السوقية	مضاعف الربحية	قيمة المنشأة/ EBITDA	قيمة المنشأة/ المبيعات	القيمة السوقية/ المبيعات
ORAS EY	أوراسكوم كونستراكشون	660	7.3مرة	1.8مرة	0.1مرة	0.2مرة
MT IM	ماير تكنيمونت	1,007	14.7مرة	5.6مرة	0.5مرة	0.3مرة
KLR LN	مجموعة كيلر	822	14.0مرة	3.5مرة	0.4مرة	0.3مرة
RNWH LN	رينيو هولدنجز	622	16.9مرة	8.0مرة	0.8مرة	0.7مرة
IMPN SW	املينيا	521	غ.م	2.6مرة	0.1مرة	0.1مرة
BRKN SW	بورك هاتلر القابضة	482	29.4مرة	14.2مرة	0.9مرة	0.9مرة
EGL PL	موتا انجيل	413	غ.م	7.1مرة	0.9مرة	0.1مرة
GSI SM	مجموعة امبريساريال سان خوسيه	491	25.3مرة	8.5مرة	0.2مرة	0.4مرة
PNHO SW	بونينا القابضة	335	25.9مرة	10.8مرة	1.0مرة	1.0مرة

المصدر: بلومبرج، بحوث برايم.

تحليل الحساسية

معدل النمو المستدام مقابل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال في السنة النهائية						معدل النمو المستدام
15.0%	14.0%	13.0%	12.0%	11.0%	5.0%	
139	148	159	173	191	5.0%	
134	142	152	164	179	4.0%	
129	137	146	157	170	3.0%	
125	133	141	150	162	2.0%	
122	129	136	145	156	1.0%	

المصدر: بحوث برايم.



النموذج المالي

بيانات السهم (دولار أمريكي، مالم يذكر خلاف ذلك)						
2024e	2023e	2022e	2021e	2020a	2019a	2018a
88.72	88.72	88.72	88.72	80.81	94.69	105.73
116.8	116.8	116.8	116.8	116.8	116.8	116.8
1.27	1.16	1.07	0.97	0.78	1.04	1.24
0.63	0.52	0.43	0.36	0.23	0.42	0.30
7.71	7.17	6.61	6.04	5.50	5.01	4.04

مؤشرات التقييم						
2024e	2023e	2022e	2021e	2020a	2019a	2018a
4.0x	4.5x	5.0x	5.7x	6.6x	5.4x	4.8x
6.6x	7.4x	8.2x	9.4x	11.9x	8.4x	6.6x
12.1%	9.8%	7.7%	7.0%	4.1%	7.1%	4.4%
0.7x	0.7x	0.8x	0.9x	0.9x	1.1x	1.5x
0.3x	0.5x	0.6x	1.0x	1.8x	2.1x	1.8x
0.04x	0.06x	0.07x	0.09x	0.08x	0.13x	0.2x
0.8x	1.1x	1.5x	1.9x	1.9x	2.0x	4.3x
0.6x	0.9x	1.1x	1.5x	1.4x	1.6x	3.4x

الربحية ونسب النمو						
2024e	2023e	2022e	2021e	2020a	2019a	2018a
5%	4%	0%	(1%)	6%	6%	(18%)
9%	10%	9%	0%	(30%)	30%	(5%)
9%	9%	11%	24%	(25%)	(16%)	84%
11%	10%	10%	10%	10%	11%	11%
5%	5%	5%	5%	4%	7%	6%
4%	4%	4%	3%	3%	4%	5%
34%	35%	39%	70%	53%	42%	71%
18%	17%	17%	17%	15%	22%	33%
4%	4%	3%	3%	3%	4%	5%

مضاعفات السيولة والملاءة المالية						
2024e	2023e	2022e	2021e	2020a	2019a	2018a
(445)	(429)	(411)	(392)	(359)	(279)	(27)
(49%)	(51%)	(53%)	(56%)	(48%)	(46%)	(6%)
-2.3x	-2.4x	-2.5x	-2.6x	-2.4x	-1.3x	-0.2x
0.04x	0.04x	0.04x	0.04x	0.03x	0.03x	0.12x
1.1x	1.1x	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x

متوسط إجماع الآراء (بالمليون دولار أمريكي)						
2024e	2023e	2022e	2021e			
3,350	3,325	3,295	3,367			
7%	4%	1%	-1%			
174	132	128	125			
-15%	3%	-3%	-9%			

قائمة الدخل (بالمليون دولار أمريكي)						
2024e	2023e	2022e	2021e	2020a	2019a	2018a
3,600	3,442	3,324	3,321	3,371	3,184	3,014
(3,216)	(3,083)	(2,987)	(2,998)	(3,048)	(2,821)	(2,673)
384	359	337	323	323	364	340
(186)	(178)	(172)	(172)	(172)	(147)	(173)
257	235	215	197	198	268	207
197	181	165	151	151	216	167
(23)	(22)	(20)	(18)	(31)	(99)	(28)
22	21	21	23	21	25	23
197	180	166	156	141	143	162
158	145	133	121	97	131	155
(10)	(9)	(9)	(8)	(6)	(10)	(10)
148	136	125	113	91	121	145

قائمة المركز المالي (بالمليون دولار أمريكي)						
2024e	2023e	2022e	2021e	2020a	2019a	2018a
609	583	557	526	474	375	403
1,509	1,459	1,423	1,437	1,473	1,259	1,243
322	304	291	288	288	293	283
858	834	819	831	857	870	527
3,299	3,180	3,089	3,081	3,092	2,796	2,456
250	228	208	191	177	181	159
554	538	523	516	519	528	484
4,103	3,946	3,821	3,788	3,789	3,505	3,099
68	65	63	56	44	28	54
67	61	57	54	52	62	319
1,382	1,349	1,329	1,357	1,403	1,192	1,026
1,595	1,547	1,514	1,532	1,568	1,572	1,181
3,113	3,021	2,962	2,999	3,066	2,854	2,579
29	28	27	24	20	5	2
60	60	60	60	60	60	46
3,202	3,109	3,049	3,083	3,147	2,920	2,628
10	21	30	38	46	44	40
901	837	772	705	642	586	471
4,103	3,946	3,821	3,788	3,789	3,505	3,099

قائمة التدفقات النقدية (بالمليون دولار أمريكي)						
2024e	2023e	2022e	2021e	2020a	2019a	2018a
197	177	152	139	138	320	(54)
(98)	(89)	(74)	(57)	(36)	(48)	(43)
(63)	(53)	(38)	(23)	(9)	(320)	77
37	35	40	60	99	(28)	(23)

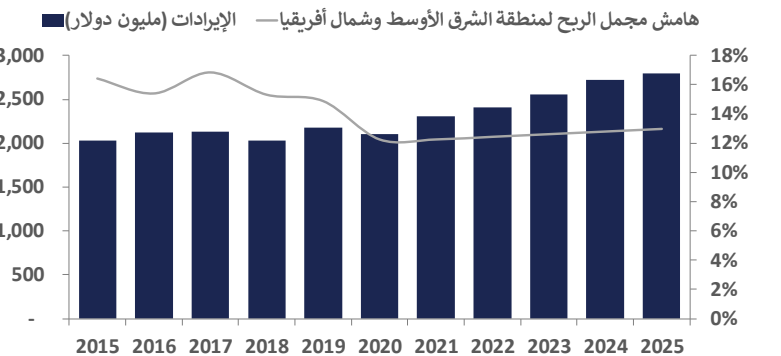
المصدر: تقارير الشركة، بحوث برايم.

القصة في رسوم

المشروعات تحت التنفيذ في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: من المتوقع أن تنمو بمعدل نمو سنوي مركب لمدة 5 سنوات (2025-2020) يبلغ 1%.

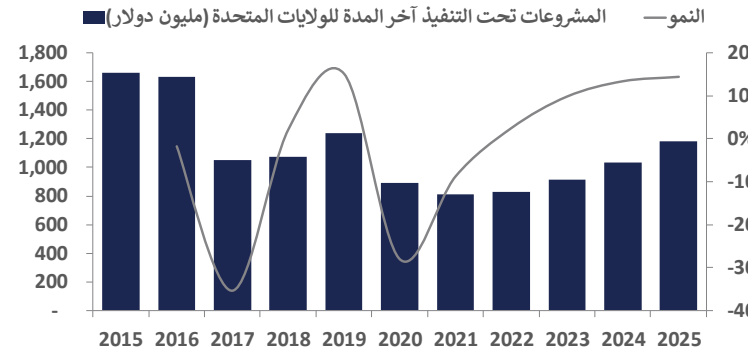


منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: من المتوقع نمو الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب لمدة 5 سنوات (2025-2020) يبلغ 6%، بينما من المتوقع أن يبلغ متوسط هامش الربح 12.6%.

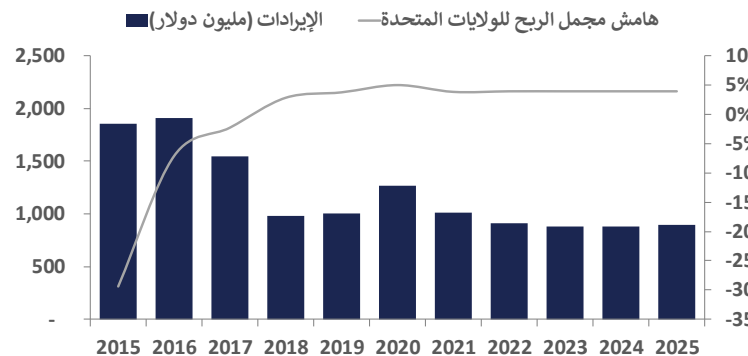


المصدر: تقارير الشركة، بحوث برايم.

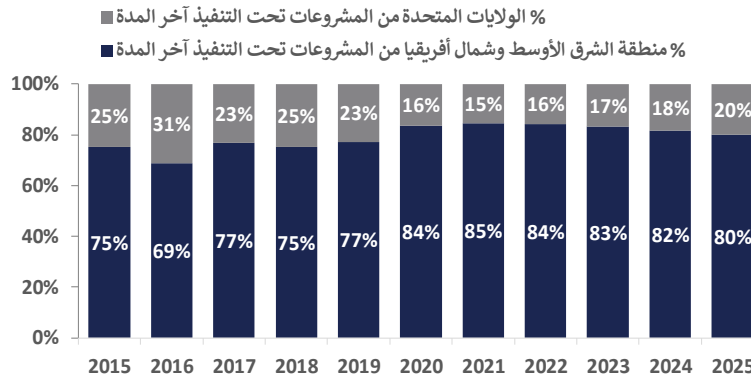
المشروعات تحت التنفيذ في الولايات المتحدة: من المتوقع أن ترتفع بمعدل نمو سنوي مركب لمدة 5 سنوات (2025-2020) يبلغ 6%.



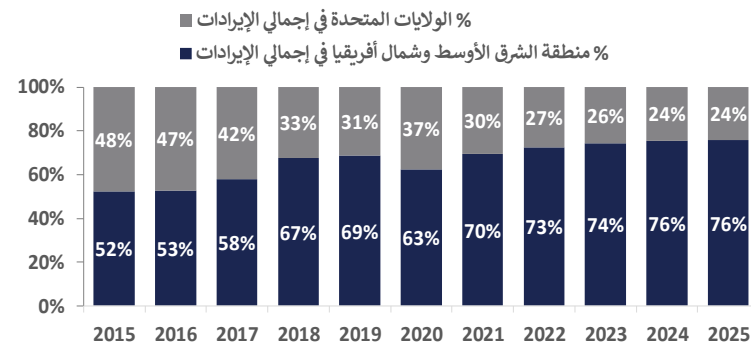
الولايات المتحدة: من المتوقع أن تنمو الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب لمدة 5 سنوات (2025-2020) يبلغ 7%، بينما من المتوقع أن يبلغ متوسط هامش الربح 4%.



تقسيم المشروعات تحت التنفيذ: تستحوذ منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا على النصيب الأكبر من المشروعات تحت التنفيذ



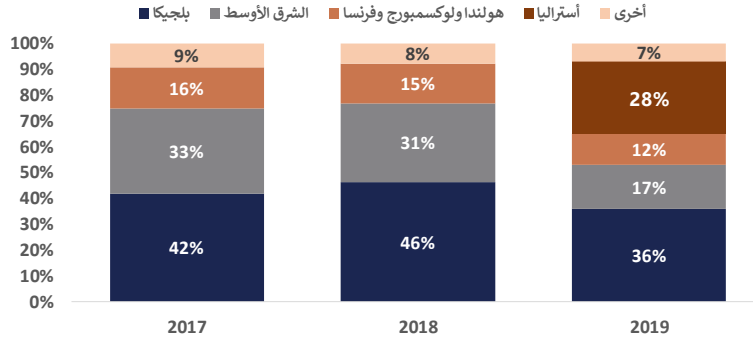
توزيع إجمالي الإيرادات: لطالما كانت منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أكبر مساهم في الإيرادات. كما نتوقع أن يستمر هذا النمط.





القصة في رسوم (تابع)

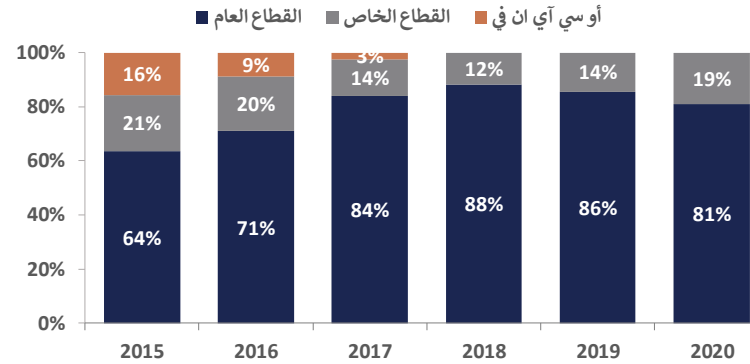
تهيمن بلجيكا على الإيرادات المجمعة 2019 لبيسيكس: بينما حصلت أستراليا على حصة تبلغ 28% من الإيرادات للمرة الأولى في 2019.



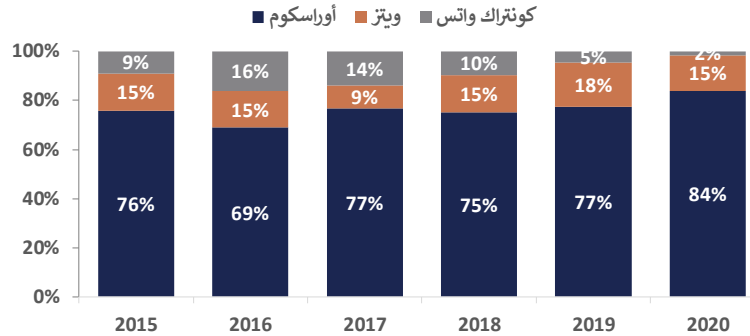
إيرادات بيسيكس المجمعة: ارتفعت بمعدل نمو سنوي مركب خلال 4 سنوات (2015-2019) بلغ 11%.



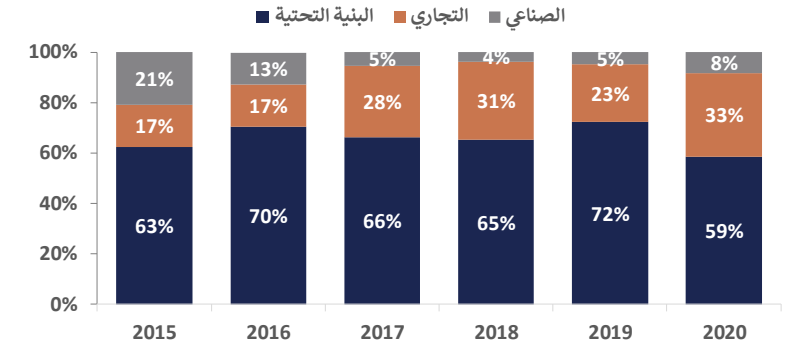
المشروعات تحت التنفيذ وفقاً للعميل: من الواضح أن القطاع الحكومي يستحوذ على الحصة الأكبر من المشروعات تحت التنفيذ



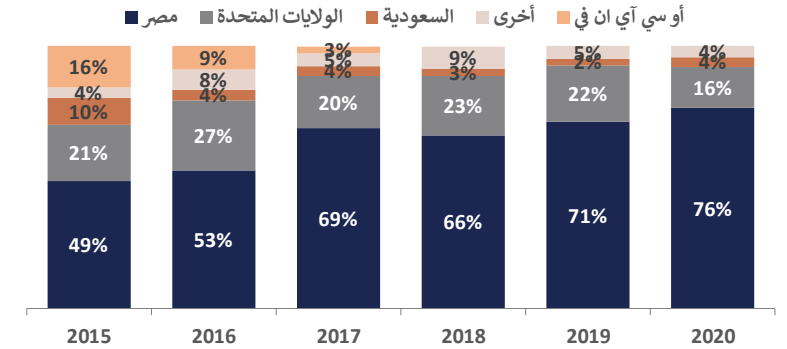
المشروعات تحت التنفيذ حسب العلامة التجارية: استحوذت أوراسكوم على الحصة الأكبر بحصة بلغت (84%) في 2020، وبمتوسط بلغ 76% في الأعوام الست الماضية.



تهيمن البنية التحتية على المشروعات تحت التنفيذ: احتفظت البنية التحتية بنصيب الأسد وتوقع الحفاظ على نفس النمط.



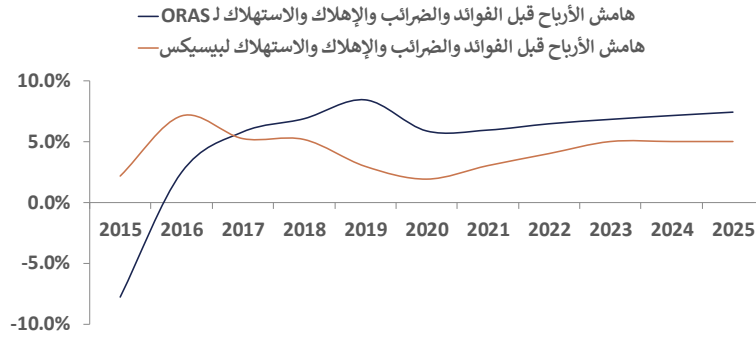
المشروعات تحت التنفيذ وفقاً للدولة: تستحوذ مصر على الجزء الأكبر من المشروعات تحت التنفيذ في ORAS، بحصة بلغت 76% في 2020.



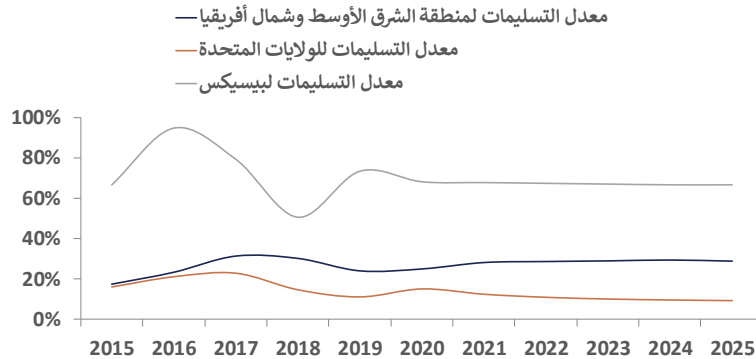


القصة في رسوم (تابع)

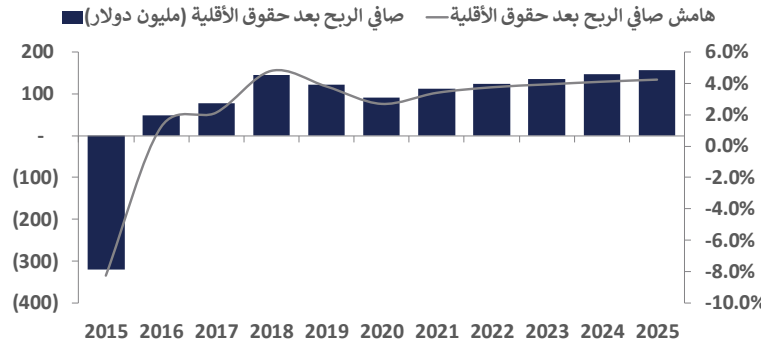
هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك: يعد أعلى لـ ORAS بالمقارنة ببيسيكس رغم توقعاتنا بتحسين هامش ببيسيكس.



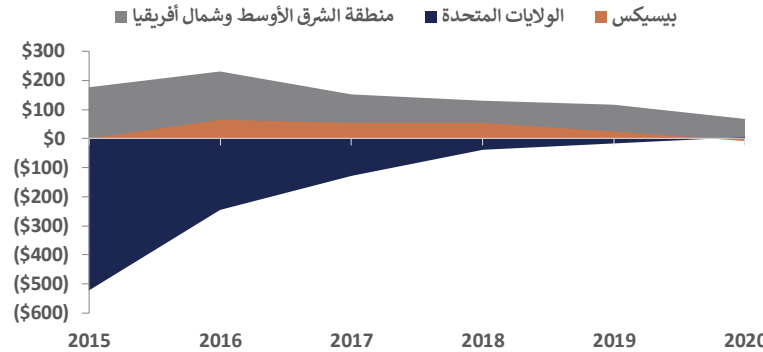
معدل التسليمات: أعلى في الولايات المتحدة بالمقارنة بمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا المتأثرة بطبيعة المشاريع. بينما معدل تسليمات ببيسيكس أعلى بكثير.



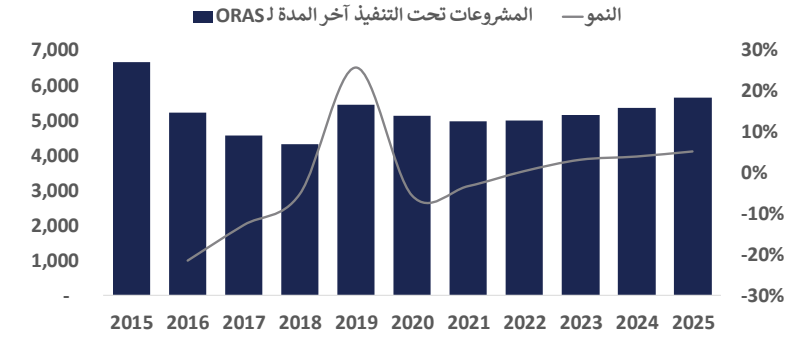
صافي الربح: من المتوقع أن ينمو صافي أرباح ORAS بمعدل نمو سنوي مركب لمدة 5 سنوات (2020-2025) يبلغ 11%، بينما سيتحسن هامش صافي الربح مع تحسن هامش مجمل الربح وتحول ببيسيكس للربحية.



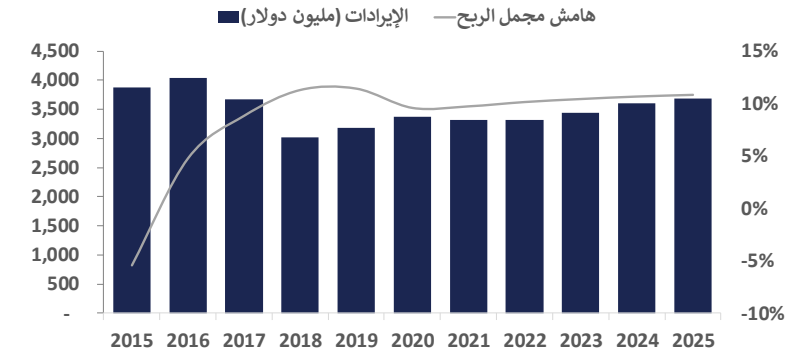
تقسيم صافي الدخل: منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا هي أكبر مساهم في صافي الدخل. في الوقت نفسه، يتحسن أداء الولايات المتحدة.



إجمالي المشروعات تحت التنفيذ: نحن نتوقع ارتفاع إجمالي المشروعات تحت التنفيذ بمعدل نمو سنوي مركب لمدة 5- سنوات (2020-2025) يبلغ 2%.



إجمالي الإيرادات: ارتفع إجمالي الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب لمدة 4- سنوات (2016-2020) يبلغ 5% و من المتوقع ارتفاعها بمعدل نمو سنوي مركب لمدة 5- سنوات (2020-2025) يبلغ 2%.





ملف الشركة

أوراسكوم كونستراكشون [ORAS] هي شركة مقاولات عالمية تعمل في مشاريع البنية التحتية والتجارية والصناعية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا والولايات المتحدة كما تمتلك حصة تبلغ 50% في بيسيكس وهي مقاول بلجيكي مقره في بروكسل ولديه إمكانية الوصول إلى أوروبا والشرق الأوسط وأستراليا. تعمل ORAS من خلال ثلاثة أسماء تجارية، وهي أوراسكوم للإنشاءات وكونتراك وشركة ويتز. ORAS مدرجة في كل من البورصة المصرية وناسداك دي.

المقر الرئيسي

مركز دبي المالي العالمي
مكتب 301، الدور 3، البوابة 1، ص. ب: 507031
دبي، الإمارات العربية المتحدة

هاتف

+971 4 318 0900

موقع إلكتروني

www.orascom.com

رئيس مجلس الإدارة

جيروم جيرواد

الرئيسي التنفيذي

أسامة بشاي

أعضاء مجلس الإدارة

1. جيروم جيرواد، رئيس مجلس الإدارة، عضو غير تنفيذي
2. أسامة بشاي، الرئيس التنفيذي، عضو تنفيذي
3. سامي حداد، عضو غير تنفيذي
4. ندى شوشة، عضو غير تنفيذي
5. يوهان بيرلاندت، عضو غير تنفيذي
6. فيكتور سليونسكي، عضو غير تنفيذي

مراقب حسابات

كي بي إم جي.

المقر

دبي، الإمارات.

التأسيس

1950.

عدد الموظفين

64,000.

عدد المساهمين

1,038.

الإدراج

البورصة المصرية: ORAS (32% من الأسهم).
ناسداك دي: OC DU (68% من الأسهم).

هيكل الملكية

اسم المساهم	الحصة	التاريخ	التصنيف	سعر مستهدف خلال 12 شهراً
عائلة ساويرس	51.8%	12 أبريل 2021	زيادة الوزن النسبي	146 جم
سيستانابل كابيتال افريكا الفا فند	10.5%		مخاطرة متوسطة	
بيل جيتس	5.8%			
آخرون	8.2%			
التداول الحر	23.7%			

تغطية بحوث برايم

التاريخ	التصنيف	سعر مستهدف خلال 12 شهراً
12 أبريل 2021	زيادة الوزن النسبي	146 جم
	مخاطرة متوسطة	

برایم لتداول الأوراق المالية

شوکت المراغي

العضو المنتدب

ت: +202 3300 5622

SElmaraghy@egy.primegroup.org

المبيعات		البحوث		المركز الرئيسي	
محمد عزت مدير المبيعات والفروع ت: +202 3300 5784 MEzzat@egy.primegroup.org		عماد الصافوري مدير ت: +202 3300 5624 EElsafoury@egy.primegroup.org		براهيم لتداول الأوراق المالية ش.م.م. ترخيص الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 179. عضو بالبورصة المصرية.	
محمد عشماوي مدير مبيعات المؤسسات ت: +202 3300 5612 MAshmawy@egy.primegroup.org		شوكت رسلان مدير فرع مصر الجديدة ت: +202 3300 8130 SRaslan@egy.primegroup.org		مصر الجديدة 7 ميدان الحجاز مصر الجديدة، القاهرة، مصر ت: +202 2777 0600 ف: +202 2777 0604	
عمرو علاء، CFTe رئيس فريق -- المؤسسات ت: +202 3300 5609 AAlaa@egy.primegroup.org		نشوى أبو العطا مدير فرع الإسكندرية ت: +202 3300 5173 NAbuelatta@egy.primegroup.org		الإسكندرية 7 شارع ألبرت الأول سموحة، الإسكندرية، مصر ت: +202 3300 8170 ف: +202 3305 4622	
محمد المتولي مدير ت: +202 3300 5610 MElmetwaly@egy.primegroup.org		www.primeholdingco.com		الموقع الإلكتروني	

إخلاء المسؤولية

المعلومات التي وردت في هذا التقرير لا علاقة لها بأية أهداف استثمارية معينة أو بموقف مالي أو نصائح خاصة لمستخدمي التقرير، سواء أطلعوا عليها بشكل مباشر أو من خلال أية مواقع إلكترونية متخصصة في هذا الشأن، ويُنشر هذا التقرير، فقط، كوسيلة لإيضاح المعلومات وليس دعوة لشراء أو بيع أية ورقة أو أداة مالية، وما لم يذكر العكس فإن أي بيانات سرعية تعد مجرد مؤشرات. ليس على الشركة مسؤولية ولا ضمان حول دقة وصحة وتام البيانات الواردة في هذا التقرير. النتائج الماضية ليست بالضرورة مؤشرات حول الوضع المستقبلي، فقد يؤثر التغير في أسعار الصرف على أي سعر أو قيمة واردة في هذا التقرير. في هذا التقرير قاربنا اعتبارها بديلاً عن وسائلهم الخاصة للقيام بالتحليلات والاستنتاجات القائمة على فروضهم وأحكامهم، وكافة الآراء الواردة قد تكون محلاً للتغير حتى من داخل الأقسام الأخرى لبرام نظراً لطبيعة الفروض المستخدمة، ولا تتحمل برام أية مسؤولية حول تعديل هذه البيانات أو الحفاظ عليها. مجموعة برام، بكافة مديريها وموظفيها وكافة العاملين بها والعملاء قد يكون أو كان لديهم مصالح أو لديهم مواقف طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية أو العلقات المشار إليها في التقرير وقد يقوموا بعمليات بيع أو شراء للمصلحة/حق في الغير في أي وقت. لا تتحمل مجموعة برام أو أي من كياناتها أو موظفيها أية مسؤولية قانونية عن أي خسائر أو تلف ينتج عن اتباع هذا التقرير أي كانت وسيلة الإطلاع عليه سواء بشكل مباشر أو من خلال أية مواقع متخصصة بهذا الشأن، وتفرض عدد من اللوائح والقوانين عدداً من الالتزامات التي لا يمكن الإفصاح عنها، ولا يعني هذا الإجراء بأي حال من الأحوال حداً أو تطبيقاً لحقوق أي شخص قد يمتلكها في ضوء هذه اللوائح أو القوانين. علاوة على ذلك فإن مجموعة برام أو أي من بطنتها علاقة مع الشركات الواردة في هذا التقرير.

جميع الحقوق محفوظة 2021 © مجموعة برايم، ويحظر نشر أو توزيع هذا التقرير بدون إذن مسبق من المجموعة.