

Abu Dhabi Securities Exchange

Higher free float of ADNOCGAS secures MSCI and FTSE index inclusions.

- The ADX index was flat last week, keeping its YTD performance at 2.1%. The index rose 2.4% over the last 12 months after advancing 91.1% over the previous five years.
- ADNOC offered c3.1bn shares in ADNOCGAS at 3.40/share, at a minimal discount to CMP, raising USD 2.84bn. We expect the MSCI index inclusion in May and FTSE in Sept.
- We raise ADIB's EPS estimates by up to 18% and for FAB by 6% on strong asset growth.
- ICAP's H1 25 gross operating income rose 6% y/y but missed estimates. The DY is 10%.
- ADNH lifted DPS by 89% after ADNHC IPO proceeds; It is included in the FTSE index.
- Our ADX Top Picks: ADNOCGAS, ADCB, ALDAR, FAB, ICAP and Agility Global.

ADNOC offered c3.1bn shares in ADNOCGAS at 3.40/share, at a minimal discount to CMP, raising USD 2.84bn. The offering represents 4% of the outstanding shares, increasing the free float to 9%, with ADNOC reducing its stake to 86%. The offering had an oversubscription of 4.4x. ADNOC retains an 86% stake in ADNOCGAS. We expect the stock to be included in the May MSCI rebalance, with estimated passive inflows of USD 404 m (36 DTT). We expect inclusion in September for FTSE, with estimated passive inflows of USD 143m (13 DTT). Total flows (passive and related active) are estimated at USD1.8bn, absorbing 59% of the selling pressure, with total passive flows of USD547m, or 19%, respectively. We have a Core Buy rating with a TP of USD 4.2 on a more explicit growth strategy, robust CF generation, upside to dividends, and attractive valuation (FY 25e EV/EBITDA of 9x, DY of 5%).

FAB's RoE is to remain resilient despite the higher taxes. We increase EPS25-29e by 4-6% and our TP to AED 16.9 from AED 16.1 as we increase BS growth, raise margins and non-NII for continued focus on balance sheet optimisation, with RoE at mid-teens despite rate and tax. It offers a DY > 5%. FAB is well placed to benefit from the macro trends in Abu Dhabi and the region, offering ample organic growth opportunities. Downside risk: transformational M&A, which could dilute FAB's returns.

ICAP benefits from strong interim dividend support, while mark-to-market gains are concentrated in the final quarter, limiting reported earnings. For H1 25, ICAP reported a Gross Operating Income of USD 46m (+6% y/y) on moderate growth from CFS/CDS (+4%/+8% y/y). B/S growth expands modestly (+1.4% YtD) from RCF drawdowns. NAV slips 2.2% YTD due to the high declared interim dividend of USD 56m for H1 25. It trades at 0.8x P/tNAV 24e vs RoE of 8% in FY25e and LT target of 11% and offers a DY of 10%. Catalysts: lower interest rates, capital deployment, growth of the parent, improving RoE/EPS trajectory, increased IR activity, and value discovery.

We increase ADIB EPS forecasts by 4-18%, >20% upside to our updated TP (raised by 18% to 19.9). We raise EPS25-29e by 4-18% on continued strong growth momentum (double-digit loan growth), better NIM flex (moderate NIM pressure), good asset quality and cost efficiency (low single-digit OpEx growth), with RotE29e strong at 22.2%, though behind a peak of 25.8% in FY24. Stock is trading at P/tNAV25e of 2.4x and P/E26e of 9.9x, reflecting its strong return profile. Reiterate BUY rating.

ADNH DPS lifted in 2024 following proceeds from the listing of ADNHC; maintain Hold on fair multiples. ADNH increased its FY 24A dividends by 89% y/y to AED 567m (DPS: 4.5 fils), implying a DY of 7.6%, with DPO implied at 42% of EPS, 132% of adjusted EPS, and 78% of FFO. This comes after ADNH raised AED 864m in cash proceeds from the IPO of ADNH Catering. EPS was up 22% y/y in Q4 and 2% y/y in FY24, driven by the consolidation of ADNHC. We pencil in 7% EPS growth in FY25e, supported by 18% revenue growth from the consolidation of ADNHC, but partially offset by costs, with margins likely to drop 40bps in FY 25e. We lift our TP by 5% to AED 0.68 and keep our Hold, trading at 16x P/E25e, 9x EV/EBITDA25e, and 10x P/FFO. ADNH was added to the FTSE index after meeting liquidity requirements (USD34m inflows, 20 DTT). AGTHIA, RAKPROP and GFH saw weight increases.

Notable gainers

SUDATEL rose 16.3% to AED 0.33, ADAVIATI 15.0% to AED 6.36, RAPCO 9.8% to AED 1.79, and BOS 5.5% to AED 0.98. The best performers in YTD are FCI, SUDATEL, HAYAH and RAKPROP.

Notable decliners

EIC fell 11.9% to AED 7.00, NBF 10.0% to AED 4.23, UNION 9.9% to AED 0.53, and BURJEEL 9.7% to AED 1.58. The decliners in YTD are Awnic, AGTHIA, BURJEEL and UNION.

Recommended stocks

ADNOC Gas (TP AED 4.19). Significant growth pipeline, highest LT FCY and support from index flows.

ADCB (TP AED 14.00). The market well received the new 5Y strategy.

ALDAR (TP AED 9.40). Aldar expects to double its EBITDA in the next 3 years (incl. M&A).

FAB (TP AED 16.93). We recently upgraded to Core Buy, offering attractive value and resilient NIM.

ICAP (TP AED 2.42). It offers a high 9.5% DY, trades at 0.8x P/BV and is a play on lower rates.

Agility Global (TP AED 2.15). We see deep value, with our TP of AED 2.15, offering >60% upside.

Performance

| | |
|--------------|--------|
| Week | -0.08% |
| Month | 1.06% |
| Year-to-date | 2.12% |
| One year | 2.44% |
| 5-Year | 91.10% |

Abu Dhabi General Index



Best stocks last week

| | |
|----------|--------|
| SUDATEL | 16.31% |
| ADAVIATI | 15.01% |
| RAPCO | 9.82% |
| BOS | 5.48% |
| ADIB | 4.98% |

Decliners last week

| | |
|---------|---------|
| EIC | -11.95% |
| NBF | -10.00% |
| UNION | -9.91% |
| BURJEEL | -9.71% |
| IH | -5.56% |

Most active last week

| | |
|----------|--------|
| ADNH | 0.00% |
| BURJEEL | -9.71% |
| DANA | 3.90% |
| MULTIPLY | 1.03% |
| RAKPROP | 2.19% |

Stock market statistics.

| | |
|------------------|---------|
| Market size | 778.10b |
| P/B Ratio | 2.57x |
| P/E Ratio | 18.70x |
| Dividend Yield | 2.16% |
| Return on Equity | 14.14% |

Technical analysis

| Stock | S1 | S2 | R1 | R2 | SL | TP |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ADNOCGAS | 3.47 | 3.42 | 3.56 | 3.61 | 3.39 | 4.05 |
| ADCB | 11.40 | 11.12 | 11.86 | 12.14 | 10.94 | 14.55 |
| FAB | 14.20 | 14.08 | 14.38 | 14.50 | 14.01 | 15.45 |
| ICAP | 1.91 | 1.89 | 1.94 | 1.96 | 1.87 | 2.15 |
| AGILITY | 1.29 | 1.28 | 1.32 | 1.33 | 1.27 | 1.45 |
| ALDAR | 8.16 | 7.89 | 8.58 | 8.85 | 7.73 | 11.10 |

سوق أبوظبي للأوراق المالية

ارتفاع نسبة التداول الحر لسهم أدنوك للغاز يضمن إدراجه في مؤشري إم إس سي آي وفوتسي.

- مؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية لم يتغير خلال الأسبوع الماضي، ليظل الأداء من أول السنة حتى تاريخه عند 2.1%، وقد ارتفع المؤشر بنسبة 2.4% خلال 12 عشر شهراً الماضية، وذلك عقب ارتفاعه بنسبة 91.1% خلال الأعوام الخمس الماضية.
- «أدنوك» تستكمل طرح مسوق لحوالي 3.1 مليار سهم عادي من أسهم «أدنوك للغاز» عند سعر قدره 3.40 درهم إماراتي للسهم الواحد، وتضمن خصصاً تنافسياً على سعر سهم الشركة عند الإغلاق، وذلك بمعادلات إجمالية بلغت 2.84 مليار دولار أمريكي. ومن المتوقع إدراج السهم في مؤشر إم إس سي آي خلال شهر مايو ومؤشر فوتسي خلال شهر سبتمبر.
- تقديراتنا لربحية سهم «مصرف أبوظبي الإسلامي» ترتفع بنسبة تصل إلى 18% و«بنك أبوظبي الأول» بنسبة 6% بسبب النمو القوي للأصول.
- إجمالي الدخل التشغيلي لشركة إنفستكوب كابتال يرتفع بنسبة 6% على أساس سنوي خلال النصف الأول من العام 2025، ولكنه لم يصل إلى تقديراتنا. وبلغ العائد على التوزيعات النقدية 10%.
- شركة «أبوظبي الوطنية للفنادق» ترفع تقديراتنا للتوزيعات النقدية للسهم الواحد بنسبة 89% عقب تحقق عائدات من الطرح العام الأولي لشركة «تموين أبوظبي الوطنية للفنادق»، وقد أدرج سهمها في مؤشر فوتسي.
- أسهم سوق أبوظبي للأوراق المالية المُفضلة لدينا: أدنوك للغاز، وبنك أبوظبي التجاري، والدار العقارية، وبنك أبوظبي الأول، وإنفستكوب كابتال، وأجييلي جلوبال.

«أدنوك» تستكمل طرح مسوق لحوالي 3.1 مليار سهم عادي من أسهم شركة «أدنوك للغاز» عند سعر قدره 3.40 درهم إماراتي للسهم الواحد، وتضمن خصصاً تنافسياً على سعر سهم الشركة عند الإغلاق، وذلك بمعادلات إجمالية بلغت 2.84 مليار دولار أمريكي. ويُمثل هذا الطرح نسبة 4.4 بالمئة من رأس المال المُصدر والقائم لـ «أدنوك للغاز»، لترتفع نسبة التداول الحر إلى 9 بالمئة، مع خفض «مجموعة أدنوك» لحصتها لتصل إلى 86%. وشهد الطرح طلباً يساوي 4.4 ضعف قيمة الطرح. وستواصل «مجموعة أدنوك» الاحتفاظ بحصة الأغلبية التي تشكل 86 بالمئة في شركة «أدنوك للغاز». ونتوقع إدراج السهم خلال مراجعة مؤشر إم إس سي آي في شهر مايو، بتدفقات نقدية داخلية سلبية تُقدَّر 404 مليون دولار أمريكي (36 يوم تداول). كما نتوقع إدراج السهم خلال مراجعة مؤشر فوتسي في شهر سبتمبر، بتدفقات نقدية داخلية سلبية بقيمة 143 مليون دولار أمريكي (13 يوم تداول). ويُنظر إجمالي التدفقات (السلبية والنشطة ذات الصلة) عند 1.8 مليار دولار أمريكي، لتمتص 59% من الضغط البيعي، بإجمالي تدفقات نقدية داخلية سلبية قدرها 547 مليون دولار أمريكي أو 19% على التوالى. ونوصي بالشراء الأساسي للسهم عند سعر مستهدف قدره 4.2 دولار أمريكي للسهم الواحد، وذلك وفقاً لإستراتيجية النمو الأكثر وضوحاً، والتوليد القوي للتدفقات النقدية، والنمو المتوقع بالنسبة إلى التوزيعات النقدية، والتقييم الجذاب للسهم عند قيمة للشركة بالنسبة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك خلال العام المالي 2025 بواقع 9، بعدد على التوزيعات النقدية قدره 5%.

يجب أن يظل العائد على حقوق الملكية في «بنك أبوظبي الأول» مُستقرّاً على الرغم من ارتفاع الضرائب. لقد رفعنا تقديراتنا لربحية السهم خلال الأعوام 2025-2029 بنسبة 6-4% والسعر المستهدف ليصبح 16.9 درهم إماراتي من 16.1 درهم إماراتي حيث إننا قمنا بزيادة نمو الميزانية العمومية للبنك، ورفعنا الهوامش، وصافي الدخل من غير الفوائد، وذلك من أجل التركيز المستمر على تحسين الميزانية العمومية؛ كما يبلغ العائد على حقوق الملكية الملموسة نسبة تراوح فيما بين 15-11% على الرغم من سعر الفائدة والضرية. ويُنمّد السهم عائداً على التوزيعات النقدية يتجاوز 5%. كما يحتل سهم «بنك أبوظبي الأول» مركزاً مرموقاً تُوْهله للاستفادة من اتجاهات الاقتصاد الكلي في أبوظبي والمنطقة؛ مما يُوفّر فرصاً كبيرة للنمو الداخلي. مخاطر سلبية: تحول عمليات الدمج والاستحواذ، والذي من شأنه أن يُضعف عائدات «بنك أبوظبي الأول».

تستفيد شركة «إنفستكوب كابتال» من الدعم القوي للتوزيعات النقدية المرحلية، في حين يتركز التسعير حسب سعر السوق الحالي في الربع الأخير من العام، مما يحد من العائدات المُفصّل عنها في القوائم المالية. وفيما يتعلق بالنصف الأول من العام 2025، سجّلت شركة «إنفستكوب كابتال» إجمالي دخل تشغيلي بقيمة 46 مليون دولار أمريكي (6+% على أساس سنوي) بسبب النمو المعتدل من قطاعي خدمات تمويل رأس المال وخدمات انتشار رأس المال (4+%/8+%) على أساس سنوي. وارتفع النمو في الميزانية العمومية بشكل طفيف (1.4+%) من أول السنة حتى تاريخه) من عمليات السحب في التسهيلات الائتمانية السريع. وقد تراجع صافي قيمة الأصل بنسبة 2.2% من أول السنة حتى تاريخه بسبب ارتفاع التوزيعات النقدية المرحلية المُفصّل عنها في القوائم المالية البالغة 56 مليون دولار أمريكي خلال النصف الأول من العام 2025. ويتداول السهم عند مضاعف لصافي قيمة الأصل الملموس بواقع 0.8x مقابل عائد على حقوق الملكية نسبته 8% خلال العام المالي 2025 ومستهدفات طويلة الأجل نسبته 11% بعدد على التوزيعات النقدية قدره 10%. المُحفّزات: انخفاض أسعار الفائدة، وانتشار رأس المال، ونمو الشركة الأم، وتحسّن مسيرة العائد على حقوق الملكية وربحية السهم، وارتفاع نشاط قطاع علاقات المستثمرين، واكتشاف قيمة السهم.

لقد رفعنا تقديراتنا لربحية سهم «مصرف أبوظبي الإسلامي» بنسبة 4-18%، بنمو متوقع يتجاوز 20% لسعرنا المستهدف المُحدّث (الذي رفعه بنسبة 18% ليصل إلى 19.9). لقد رفعنا تقديراتنا لربحية السهم خلال الأعوام 2025-2029 بنسبة 4-18% بسبب استمرار الزخم القوي للنمو (ارتفاع الفروض بنسبة تتجاوز 9%)، وتحسّن صافي هامش الفائدة (انخفاض صافي هامش الفائدة بشكل معتدل)، وجودة الأصول الجيدة، وفعالية التكلفة (نمو المصروفات التشغيلية بنسبة تتراوح فيما بين 10-15%)، مع عائد قوي على حقوق الملكية للعام 2029 قدره 22.2%، على الرغم أنه جاء وراء ذروة بلغت 25.8% خلال العام المالي 2024. ويتداول السهم عند مضاعف لصافي قيمة الأصل الملموس للعام 2025 بواقع 2.4x ومضاعف ربحية للعام 2026 بواقع 9.9x، مما يعكس العائد القوي للسهم. ونُثي على توصيتنا بشراء السهم.

رفعت التوزيعات النقدية للسهم الواحد لشركة «أبوظبي الوطنية للفنادق» خلال العام 2024 عقب تحقيقها عائدات من الطرح العام الأولي لشركة «تموين أبوظبي الوطنية للفنادق»؛ ونُثي على توصيتنا بالاحتفاظ بالسهم بسبب المضاعفات العادلة. رفعت شركة «أبوظبي الوطنية للفنادق» توزيعاتها النقدية للعام المالي 2024 بنسبة 89% على أساس سنوي لتصل إلى 567 مليون درهم إماراتي (التوزيعات النقدية للسهم الواحد: 4.5 فلس إماراتي)، أي بعائد على التوزيعات النقدية قدره 7.6%، مع توزيع الأرباح النقدية عند 42% من ربحية السهم، و132% من ربحية السهم المُعدّلة، و78% من الأموال المُحققة من العمليات. جاء هذا بعد أن حققت شركة «أبوظبي الوطنية للفنادق» عائدات نقدية بقيمة 864 مليون درهم إماراتي من الطرح العام الأولي لشركة «تموين أبوظبي الوطنية للفنادق». وارتفعت ربحية السهم بنسبة 22% على أساس سنوي خلال الربع الرابع من العام و2% على أساس سنوي خلال العام المالي 2024، وذلك بسبب إدراج القوائم المالية لشركة «تموين أبوظبي الوطنية للفنادق». كما ندرج نموّاً في ربحية السهم نسبته 7% خلال العام المالي 2025، مدعوماً بزيادة الإيرادات بنسبة 18% من إدراج القوائم المالية لشركة «تموين أبوظبي الوطنية للفنادق»، ولكنها عوّضت جزئياً بالتكاليف، مع احتمالية انخفاض الهوامش على الأرجح بواقع 40 نقطة أساس خلال العام المالي 2025. لقد رفعنا تقديراتنا للسعر المستهدف بنسبة 5% ليصل إلى 0.68 درهم إماراتي ونُثي على توصيتنا بالاحتفاظ بالسهم؛ حيث إنه يتداول عند مضاعف ربحية للعام 2025 بواقع 1.6x، وعند قيمة للشركة بالنسبة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك خلال العام 2025 بواقع 9x، ومضاعف الأموال المُحققة من العمليات بواقع 10x. لقد أضفّ سهم شركة «أبوظبي الوطنية للفنادق» في مؤشر فوتسي عقب استيفاء متطلبات السيولة (تدفقات نقدية داخلية بقيمة 34 مليون دولار أمريكي، 20 يوم تداول). وشهدت أسهم RAKPROP، AGTHIA، وGFH زيادات في أوزانها النسبية.

أبرز الراجحين

ارتفع سهم SUDATEL بنسبة 16.3% ليصل إلى 0.33 درهم إماراتي، وسهم ADAVIATI بنسبة 15.0% ليصل إلى 6.36 درهم إماراتي، وسهم RAPCO بنسبة 9.8% ليصل إلى 1.79 درهم إماراتي، وسهم BOS بنسبة 5.5% ليصل إلى 0.98 درهم إماراتي. كانت الأسهم الأفضل أداءً من أول السنة حتى تاريخه هي: FCI، وSUDATEL، وHAYAH، وRAKPROP.

أبرز الخاسرين

انخفض سهم EIC بنسبة 11.9% ليصل إلى 7.00 درهم إماراتي، وسهم NBF بنسبة 10.0% ليصل إلى 4.23 درهم إماراتي، وسهم UNION بنسبة 9.9% ليصل إلى 0.53 درهم إماراتي، وسهم BURJEEL بنسبة 9.7% ليصل إلى 1.58 درهم إماراتي. وكانت الأسهم الأضعف أداءً من أول السنة حتى تاريخه: AGTHIA، وBUREEL، وUNION.

توصيات الأسهم

سهم شركة أدنوك للغاز (السعر المستهدف 4.19 درهم إماراتي). نموّاً كبيراً في الأفق، وأعلى ارتفاع للعملة الأجنبية على المدى الطويل، ودعم من تدفقات المؤشر.

بنك أبوظبي التجاري (السعر المستهدف 14.00 درهم إماراتي). استوعب السوق الخطة الخمسية الجديدة بشكل جيد.

شركة الدار العقارية (السعر المستهدف 9.40 درهم إماراتي). تتوقع شركة الدار العقارية مضاعفة الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك خلال الثلاث سنوات القادمة (متضمنة عمليات الدمج والاستحواذ).

بنك أبوظبي الأول (السعر المستهدف 16.93 درهم إماراتي): لقد حدّدنا التوصية لشراء أساسي للسهم؛ حيث إنه يوفّر قيمة جذابة وصافي هامش فائدة مُستقر.

إنفستكوب كابتال (السعر المستهدف 2.42 درهم إماراتي): يوفّر عائداً مرتفعاً على التوزيعات النقدية قدره 9.9%، ويتداول عند مضاعف للقيمة الدفترية قدره 9.0x، وهو سهم جيد في ظل انخفاض الأسعار.

أجييلي جلوبال (السعر المستهدف 2.15 درهم إماراتي). نرى قيمة كبيرة للسهم عند تقديراتنا للسعر المستهدف 2.15 درهم إماراتي، بنمو متوقع يتجاوز 60%.

الأداء

| الأسبوع | 08-0% |
|-------------------------|--------|
| الشهر | 06-1% |
| من أول السنة حتى تاريخه | 12-2% |
| عام واحد | 44-2% |
| خمس أعوام | 10-91% |

مؤشر سوق أبوظبي العام



أفضل الأسهم أداءً خلال الأسبوع الماضي

| SUDATEL | 31-16% |
|----------|--------|
| ADAVIATI | 01-15% |
| RAPCO | 82-9% |
| BOS | 48-5% |
| ADIB | 98-4% |

الأسهم الأضعف أداءً خلال الأسبوع الماضي

| EIC | 95-11% |
|---------|--------|
| NBF | 00-10% |
| UNION | 91-9% |
| BURJEEL | 71-9% |
| IH | 56-6% |

الأسهم الأكثر نشاطاً خلال الأسبوع الماضي

| ADNH | 00-0% |
|----------|-------|
| BURJEEL | 71-9% |
| DANA | 90-3% |
| MULTIPLY | 03-1% |
| RAKPROP | 19-2% |

تحليلات سوق الأسهم المالية

| حجم السوق | 778.10 مليار |
|------------------------------|--------------|
| مضاعف القيمة الدفترية | 2.57x |
| مضاعف الربحية | 18.70x |
| العائد على التوزيعات النقدية | 2.16% |
| العائد على حقوق الملكية | 14.14% |

التحليل الفني

| السهم | دعم 1 | دعم 2 | مقاومة 1 | مقاومة 2 | وقف الخسائر جني الأرباح |
|----------|-------|-------|----------|----------|-------------------------|
| ADNOCGAS | 3.47 | 3.42 | 3.56 | 3.61 | 4.05 |
| ADCB | 11.40 | 11.12 | 11.86 | 12.14 | 14.55 |
| FAB | 14.20 | 14.08 | 14.38 | 14.50 | 15.45 |
| ICAP | 1.91 | 1.89 | 1.94 | 1.96 | 2.15 |
| AGILITY | 1.29 | 1.28 | 1.32 | 1.33 | 1.45 |
| ALDAR | 8.16 | 7.89 | 8.58 | 8.85 | 11.10 |

Important Notice

1. Author, regulator and responsibility

Arqaam Capital Limited ("Arqaam") is incorporated in the Dubai International Financial Centre ("DIFC") and is authorised and regulated by the Dubai Financial Services Authority ("DFSA") to carry on financial services in and from the DIFC. Arqaam publishes and distributes (i.e. issues) all research.

Arqaam Capital Research Offshore s.a.l. is a specialist research centre in Beirut, Lebanon, which assists in the production of research issued by Arqaam.

2. Purpose

This document is provided for informational purposes only. Nothing contained in this document constitutes investment, legal, tax or other advice or guidance and should be disregarded when considering or making investment decisions. In preparing this document, Arqaam did not take into account the investment objectives, financial situation and particular needs of any particular person. Accordingly, before acting on this document, investors should independently evaluate the investments and strategies referred to herein and make their own determination of whether it is appropriate in light of their own financial circumstances and objectives.

3. Rating system

Arqaam investment research is based on the analysis of regional and country economics, industries and company fundamentals. Arqaam company research reflects a long-term (12-month) fair value target for a company or stock. The ratings bands are:

| | |
|------|-------------------|
| Buy | Total return >15% |
| Hold | 0-15% |
| Sell | Total return <0% |

In certain circumstances, ratings may differ from those implied by a fair value target using the criteria above. Arqaam policy is to maintain up-to-date fair value targets on the companies under its coverage, reflecting any material changes to the analyst's outlook on a company. Share price volatility may cause a stock to move outside the rating range implied by Arqaam's fair value target. Analysts may not necessarily change their ratings if this happens, but are expected to disclose the rationale behind their view to Arqaam clients.

4. Accuracy of information

The information contained in this document is based on current trade, statistical and other public information we consider reliable. We do not represent or warrant that such information is accurate or complete and it should not be relied upon as such. Any mention of market rumours has been derived from the markets and is not purported to be fact or reflect our opinions. Arqaam has no obligation to update, modify or amend this document or to otherwise notify a recipient thereof in the event that any opinion, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate. In accordance with Regulation AC of the 1934 Exchange Act, the views expressed in this research report accurately reflect the research analysts' personal views about the subject securities or issuers and are subject to change without notice. No part of the research analysts' compensation is related to the specific recommendations or views in the research report.

5. Recipients and sales and marketing restrictions

5.1 Nothing in this document should be construed as a solicitation or offer, or recommendation, to acquire or dispose of any investment or to engage in any other transaction, or to provide any investment advice or service.

5.2 This document is directed at Professional Clients and not Retail Clients within the meaning of DFSA rules. Any investments or financial products referred to herein will only be made available to clients who Arqaam is satisfied qualifies as Professional Clients. Any other persons in receipt of this document must not rely upon or otherwise act upon it.

5.3 This document is only being distributed to investors who meet certain qualifications and to whom an investment or service may be offered or promoted in accordance with relevant country restrictions. This excludes the US except for SEC registered broker-dealers (or banks in permissible "broker" or "dealer" capacity) acting on a principal or agency capacity, and major US institutional investors in accordance with SEC Rules 15a-6(a)(2). Details of other relevant country restrictions are set out on our website at <http://www.arqaamcapital.com/english/system/footer/terms-of-use.aspx>. Persons into whose possession this document comes are required to inform themselves about, and observe, such restrictions and should not rely upon or otherwise act upon this document where it is unlawful to make to such person such an offer or invitation or recommendation without compliance with any authorisation, registration or other legal requirements.

6. Risk warnings

6.1 Any prices, valuations or forecasts are indicative and are not intended to predict actual results, which may differ substantially from those reflected.

6.2 The value of an investment may go up as well as down. The value of and income from any investment may fluctuate from day to day as a result of changes in relevant economic markets (including, without limitation, foreseeable or unforeseeable changes in interest rates, foreign exchange rates, default rates, prepayment rates, political or financial conditions, etc.).

6.3 Past performance is not indicative of future results. Any opinions, estimates, valuations or projections (target prices and ratings in particular) are inherently imprecise and a matter of judgement. They are statements of opinion and not of fact, based on current expectations, estimates and projections, and rely on beliefs and assumptions. Actual outcomes and returns may differ materially from what is expressed or forecasted. There are no guarantees of future performance.

6.4 Certain transactions, including those involving futures, options, and other derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors.

6.5 This document does not propose to identify or to suggest all of the risks (direct or indirect) which may be associated with the investments and strategies referred to herein.

7. Conflict

7.1 Arqaam and its affiliates provide full investment banking services, and they and their directors, officers and employees, may take positions which conflict with the views expressed in this document. Our salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients and our proprietary trading desks that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this document. Our asset management area, our proprietary trading desks and investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this document.

7.2 Arqaam may have or seek investment banking or other business relationships for which it will receive compensation from the companies that are the subject of this document.

7.3 Facts and views presented in this document have not been reviewed by, and may not reflect information known to, professionals in other Arqaam business areas, including investment banking personnel.

7.4 Emirates NBD PJSC owns 7.18% of Arqaam.

8. No warranty

Arqaam makes no representations or warranties and, to the fullest extent permitted by applicable law, we hereby expressly disclaim any and all express, implied and statutory representations and warranties of any kind, including, without limitation, any warranty as to accuracy, timeliness, completeness, merchantability, fitness for a particular purpose and/or non-infringement.

9. No liability

Arqaam will accept no liability in any event including (without limitation) negligence for any damages or loss of any kind, including (without limitation) direct, indirect, incidental, special or consequential damages, expenses or losses arising out of, or in connection with your use or inability to use this document, or in connection with any error, omission, defect, computer virus or system failure, or loss of any profit, goodwill or reputation, even if expressly advised of the possibility of such loss or damages, arising out of or in connection with your use of this document. We do not exclude our duties or liabilities under binding applicable law.

10. Copyright and Confidentiality

The entire content of this document is subject to copyright with all rights reserved and the information is private and confidential for your own personal use only. This document and the information contained herein may not be reproduced, distributed or transmitted to any other person or incorporated in any way into another document or other material without our prior written consent.

11. Governing law

English law governs this document and these disclaimers and any dispute in relation thereto shall be exclusively referred to the English Courts.