



ضغوط بسبب ضعف نمو الإيرادات في النصف الأول ٢٠٢٤، بينما تستمر محركات النمو خلال النصف الثاني ٢٠٢٤؛ وجود فرص لارتفاع السهم تبرز رفع التوصية إلى "زيادة مراكز"

زيادة مراكز

التوصية

السعر المستهدف (ريال سعودي)	٣٣١,٠
التغير في السعر*	٪١٧,٩

المصدر: تداول. * الأسعار كما في ٤ أغسطس ٢٠٢٤

أهم البيانات المالية

٢٠٢٥ متوقع	٢٠٢٤ متوقع	٢٠٢٣	٢٠٢٢	مليون ريال سعودي (ما لم يحدد غير ذلك)
١٣,٠١٢	١١,٩٥٥	١١,٠٤١	٨,٨٠٥	الإيرادات
٪٨,٨	٪٨,٣	٪٢٥,٤	٪٢٢,٢	النمو %
١,٧٠٩	١,٦٠٣	١,١٩٥	١,٠٥٤	صافي الربح
٪٦,٧	٪٣٤,١	٪١٣,٤	٪٢٧,٠	النمو %
١٤,٢٤	١٣,٣٥	٩,٩٦	٨,٧٨	ربح السهم
٩,٣	٨,٠	٦,٠	٥,٠	توزيعات السهم

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

أهم النسب

٢٠٢٥ متوقع	٢٠٢٤ متوقع	٢٠٢٣	٢٠٢٢	
٪٢٢,٨	٪٢٣,٧	٪٢٢,٥	٪٢٢,٨	هامش إجمالي الربح
٪١٤,٢	٪١٣,٩	٪١٢,٦	٪١٣,٢	هامش ربح التشغيل
٪١٣,٩	٪١٣,٤	٪١٠,٨	٪١٢,٠	هامش صافي الربح
٪١٧,٤	٪١٧,٢	٪١٥,١	٪١٥,٨	العائد على الأصول
٪٣٧,٤	٪٤٠,٣	٪٣٥,٦	٪٣٧,٣	العائد على حقوق المساهمين
١٩,٧	٢١,٠	٢٥,١	٢٧,٦	مكرر الربحية (مرة)
٧,٤	٨,٥	١٢,٥	١٠,٣	مكرر القيمة الدفترية (مرة)
١٥,١	١٦,٦	٢٥,٦	٢١,٤	EV/EBITDA (مرة)
٪٣,٣	٪٢,٩	٪١,٧	٪٢,١	عائد توزيع الأرباح

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

أهم البيانات المالية

القيمة السوقية (مليار)	٣٣,٧
الأداء السعري منذ بداية العام حتى تاريخه %	٪١٩,٨-
السعر الأعلى - الأدنى خلال ٥٢ أسبوع	٢٦٤,٠ / ٤٠٩,٨
عدد الأسهم القائمة (مليار)	١٢,٠

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

الأداء السعري



المصدر: تداول، الجزيرة كابيتال

محلل مالي

ابراهيم عليوات

+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦١١٥

i.elaiwat@Aljaziracapital.com.sa

أعلنت سلوشنز عن صافي ربح للربع الثاني ٢٠٢٤ بقيمة ٤٥٣ ريال سعودي (ارتفاع ٢٣,٣٪ عن الربع المماثل من العام السابق و ٢٨,١٪ عن الربع السابق)، بدعم من الإيرادات الأخرى غير المتكررة بقيمة ٦٨,٣ مليون ريال سعودي وانخفاض مصروف الزكاة. ارتفعت الإيرادات للربع قليلاً بنسبة ٢,٦٪ عن الربع المماثل من العام السابق (انخفاض ١,٣٪ عن الربع السابق)، نتيجة تزامن حلول عطلة العيد خلال الربع محل المراجعة، وانخفاض قيمة الجنيه المصري في إيرادات الجيزة سيستمر وطول دورات المبيعات مع الجهات الحكومية. على أساس توقعات إدارة الشركة، فإن سلوشنز بحاجة إلى زيادة إيراداتها خلال النصف الثاني ٢٠٢٤ بنسبة ١٢,٠٪ عن الفترة المماثلة من العام السابق لتتمكن من تحقيق الحد الأدنى لتوقعات الإيرادات السنوية. جاء هامش إجمالي الربح عند ٢٥,١٪ (انخفاض بمقدار ٣٠٠ نقطة أساس عن الربع المماثل من العام السابق، ارتفاع بمقدار ٣٠٠ نقطة أساس عن الربع السابق) بسبب تعرض شركة مراكز الاتصال (سي سي سي) إلى تأثير غير متكرر بسبب نقل وتحويل المشاريع. ساهم انخفاض النفقات التشغيلية نتيجة لمبادرة رفع الكفاءة التشغيلية في النصف الأول من الفترة المماثلة من العام السابق بنسبة ٨٪ في دعم النتائج. واجه أداء سلوشنز خلال النصف الأول ٢٠٢٤ تحديات في الحفاظ على الحصة السوقية بسبب زيادة المنافسة والحساسية لأوضاع السوق والموسمية. لذلك، قمنا بمراجعة توقعاتنا للإيرادات خلال الفترة ٢٠٢٣-٢٠٢٨ وخفضنا من النمو المتوقع إلى معدل سنوي مركب عند ٧,٤٪، مع التأكيد على توقعات النمو لصافي الربح لنفس الفترة بمعدل سنوي مركب ١٢,٧٪. نرى أن محركات النمو الحالية ستدعم النتائج خلال النصف الثاني ٢٠٢٤ لتحقيق توقعات إدارة الشركة. لدى سلوشنز رصيد صافي نقدي بنحو ١,٢٢ مليار ريال سعودي (أعلى من الربع السابق بنسبة ١٢٪)، كما تبلغ نسبة صافي الدين إلى حقوق الملكية بنحو ٠,٤ مرة، مما يميز فرص سلوشنز لتنفيذ عمليات استحواذ كبيرة بالإضافة إلى توزيع الأرباح مستقبلاً. أيضاً، وبالإضافة إلى عمليات الاستحواذ المحتملة والعقود تحت التنفيذ بقيمة ١٢ مليار ريال سعودي، فإننا نرى فرص كبيرة لارتفاع السهم نتيجة لحصول الشركة على عقود كبيرة في ظل تحقيق مبادرات رؤية المملكة ٢٠٣٠، حيث ننظر المزيد من الوضوح بشأنها. قمنا برفع توصيتنا للسهم إلى "زيادة مراكز" مع خفض السعر المستهدف إلى ٣٣١,٠ ريال سعودي بعد تراجع السهم بنحو ٢٦,٢٪ من أعلى مستوى سنوي بسبب انخفاض الإيرادات، حيث نتوقع تعافي الإيرادات إلى مستواها الطبيعي للفترة المتبقية من العام الحالي.

الإيرادات الأخرى من بيع بعض خطوط الأعمال غير الأساسية تدعم نتائج الربع الثاني ٢٠٢٤؛ ضعف نمو الإيرادات نتيجة العطلات وانخفاض قيمة الجنيه المصري وطول دورات المبيعات مع الجهات الحكومية؛ أعلنت سلوشنز عن صافي ربح للربع الثاني ٢٠٢٤ بقيمة ٤٥٣ مليون ريال سعودي (ارتفاع ٢٣,٣٪ عن الربع المماثل من العام السابق و ٢٨,١٪ عن الربع السابق)، بدعم من الإيرادات الأخرى غير المتكررة من بيع بعض الأصول، والتي كانت تساهم سابقاً بأقل من ١٪ من إيرادات سلوشنز، بقيمة ٦٨,٣ مليون ريال سعودي إلى شركة تابعة لشركة الاتصالات السعودية. أدى انخفاض مصاريف الزكاة إلى دعم النتائج. بلغت إيرادات سلوشنز خلال الربع ٢,٧٧١ مليون ريال سعودي (ارتفاع ٢,٦٪ عن الربع المماثل من العام السابق وانخفاض ١,٣٪ عن الربع السابق)، وارتفعت إيرادات النصف الأول ٢٠٢٤ عن الفترة المماثلة من العام السابق بنسبة ٢,٨٪. تشير الإدارة إلى أن ضعف أداء الإيرادات كان نتيجة موسمية عطلة العيد التي حدثت في الربع وطول دورات المبيعات مع الجهات الحكومية. أيضاً، كان تراجع الإيرادات في النصف الأول ٢٠٢٤ بسبب انخفاض قيمة الجنيه المصري (بنحو ٣٥٪ مقابل الدولار في الربع الأول ٢٠٢٤) والاستحواذ على "جيزة سيستمر" على الرغم من أن نحو ٦٠٪ من إيراداتها مقومة بالريال السعودي والدولار الأمريكي. تساهم الجيزة سيستمر بنحو ١٠٪ من إيرادات الشركة، فيما ساهمت خلال النصف الأول ٢٠٢٣ بنحو ١٢٪. انخفضت الإيرادات من الأعمال الأساسية لدى سلوشنز في الربع الثاني ٢٠٢٤ عن الربع المماثل من العام السابق بنسبة ٧٪، كما انخفضت إيرادات الجيزة المتأثرة بانخفاض الجنيه المصري خلال نفس الفترة بنسبة ٢٨٪، فيما ارتفعت إيرادات شركة مراكز الاتصال بنسبة ١٨,٣٪ نتيجة لإعادة توزيع مشاريع خدمات معالجة الأعمال وحلول القوى العاملة بين سلوشنز وشركة مراكز الاتصال. لذلك، انخفضت الإيرادات من خدمات تقنية المعلومات والاتصالات الأساسية في النصف الأول ٢٠٢٤ عن الفترة المماثلة من العام السابق بنسبة ٢٪، كما انخفضت الخدمات الرقمية خلال نفس الفترة بنسبة ١٪، فيما ارتفعت إيرادات الخدمات المدارة والخدمات التشغيلية لتقنية المعلومات بنسبة ١٧٪ بسبب دمج شركة مراكز الاتصال التي تندرج تحت هذا القطاع. ارتفعت إيرادات سلوشنز من شركة الاتصالات السعودية خلال النصف الأول ٢٠٢٤ بنسبة ٢٠٪، فيما انخفضت الإيرادات من عملاء الحكومة والقطاع الخاص عن الفترة المماثلة من العام السابق بنسبة ٣٪ و ٥٪ على التوالي. نتوقع نمو الإيرادات بمعدل سنوي مركب ٧,٤٪ للفترة ٢٠٢٣-٢٠٢٨.

تحسن هامش إجمالي الربح وانخفاض تكاليف التشغيل عن الربع السابق يدعم الأرباح: ارتفع هامش إجمالي الربح إلى ٢٥,١٪، أعلى من الربعين السابقين ومن متوسط ثلاث سنوات البالغ ٢٢,٤٪ نتيجة لمزيج المشاريع الحالي. انخفض هامش إجمالي الربح عن الربع المماثل من العام السابق بمقدار ٣٠٠ نقطة أساس، لكنه ارتفع عن الربع السابق بمقدار ٣٠٠ نقطة أساس (انخفاض في النصف الأول ٢٠٢٤ عن الفترة المماثلة من العام السابق بمقدار ١٣٠ نقطة أساس). جاء الضغط على هامش إجمالي الربح في النصف الأول ٢٠٢٤ نتيجة مزيج المشاريع مع انخفاض خدمات الاتصال التي كانت تتمتع في السابق بهوامش أعلى مقارنة بالخدمات والمنتجات الأخرى. إضافة إلى ذلك، انخفض هامش إجمالي ربح شركة مراكز الاتصال في الربع الثاني ٢٠٢٤ بشكل كبير إلى ٦,٦٪ (انخفاض عن الربع المماثل من العام السابق بمقدار ١٦,٨ نقطة مئوية و ٥,٥ نقطة مئوية عن الربع السابق)، نتيجة ارتفاع التكاليف والرسوم غير المتكررة المتعلقة بإعادة هيكلة الأعمال. تحسن هامش إجمالي الربح لكل من سلوشنز والجيزة عن الربع المماثل من العام السابق بمقدار ١١٠ و ٦٨٠ نقطة أساس وعن الربع السابق بمقدار ٥١٠ نقطة أساس و ١٢,٦ نقطة مئوية، على التوالي. قابل الضغط على الهوامش انخفاض تكاليف التشغيل في الربع الثاني ٢٠٢٤ عن الربع المماثل من العام السابق بنسبة ١٤,٠٪ إلى ٢٩٦ مليون ريال سعودي، وانخفاض في النصف الأول ٢٠٢٤ عن الفترة المماثلة من العام السابق بنسبة ٨٪ إلى ٥٤٦ مليون ريال سعودي. انخفضت المصروفات التشغيلية إلى الإيرادات بمقدار ١٢٠ نقطة أساس عن الفترة المماثلة من العام السابق، نتيجة مبادرات الإدارة في مجال تحسين التكلفة والتحكم في النفقات التشغيلية كجزء من استراتيجية تعزيز النتائج للفترة القادمة. نتوقع أن يكون هامش إجمالي الربح محصوراً في نطاق ٢٣,٧٪-٢٤,٠٪ للفترة ٢٠٢٤-٢٠٢٦ قبل التحسن بعد ذلك.



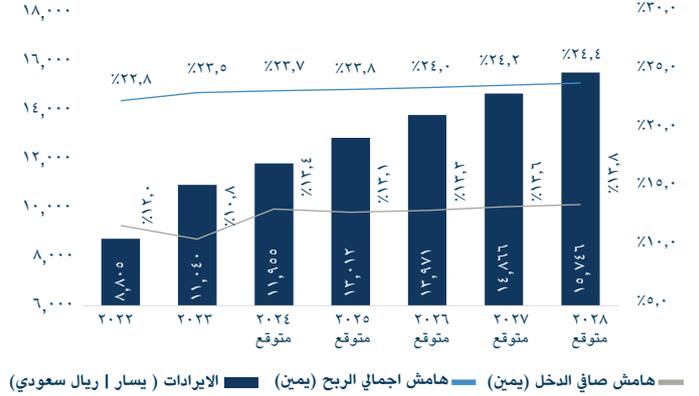


شكل ١. توقيع عقود حكومية كبيرة قد يدعم نمو الإيرادات على المدى المتوسط بالإضافة للعقود المستمرة

شكل ٢. مركز مالي جيد يدعم توزيع أرباح في المستقبل



المصادر: الجزيرة كابيتال، إيصاحات الشركة



المصادر: الجزيرة كابيتال، تقارير الشركة المالية

من المتوقع أن يشهد النصف الثاني ٢٠٢٤ زيادة في التعاقدات على المشاريع وارتفاع في المشاريع تحت التنفيذ؛ قمنا بتخفيض توقعات الإيرادات للفترة ٢٠٢٣-٢٠٢٨ إلى نمو بمعدل سنوي مركب عند ٧,٤% بسبب اشارات نضج الشركة وطول فترة الاعتراف بالإيرادات وظهور الحساسية للتأثيرات الموسمية، بالإضافة للمنافسة؛ تراجمت بعض الشكوك حول قدرة الشركة على تحقيق النمو المستهدف للإيرادات، والذي يتطلب زيادة في الإيرادات خلال النصف الثاني ٢٠٢٤ عن نصف السنة المماثل من العام السابق بنسبة ١٢%، بعد الإيضاحات التي قدمتها الإدارة بشأن أهم محركات النمو للفترة القادمة، والالتزام بتوجيهات السنة المالية ٢٠٢٤ بنمو متوقع بنسبة ٨-١١%، تنبع ثقة الإدارة من توقيع صفقات كبيرة مع الجهات حكومية، والتي تتضمن دورات مبيعات ذات فترات طويلة (مما يؤدي إلى تأخر تحويل المبيعات إلى إيرادات)، حيث سيتم الاعتراف بها في الفترات من النصف الثاني ٢٠٢٤ إلى ٢٠٢٥. أيضا، نتوقع الإدارة أن يتم تأجيل بعض مبيعات الجيزة سيستمز بسبب انتظار بعض عملائها حدوث انخفاض في قيمة الجنيه المصري. يوفر الرصيد النقدي القوي لدى الشركة مزيدا من الثقة حول فرص النمو المتوقعة خلال النصف الثاني ٢٠٢٤. من المتوقع أن تنجح محركات النمو خلال النصف الثاني ٢٠٢٤ نحو خدمات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الأساسية، حيث تتطلع الإدارة إلى تسليمات كبيرة مستحقة خلال الفترة. من المتوقع أن يتم دعم خدمات تكنولوجيا المعلومات والخدمات المُدارة برسوم لمرة واحدة للعقود التي سيتم تنفيذها خلال النصف الثاني ٢٠٢٤. بالرغم من ذلك، نرى أن سلوشنز هي شركة مهيمنة في السوق بحصة تبلغ ٢٢% في القطاع المجزأ، مما يعزز من فرصها للنمو بالتوافق مع نمو سوق تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، خاصة في ظل عدم وجود الكثير من الشركات الجديدة التي يمكن استهدافها عدا بعض الشركات الصغيرة والمتوسطة. بالإضافة لما سبق، اضطرت شركة سلوشنز إلى تحمل انخفاض في أسعار خدماتها للقطاع الحكومي، من أجل الحفاظ على حصتها في السوق بسبب ارتفاع التنافسية، كما نرى وجود تأثير موسمي بسبب طبيعة القطاعات التي تعمل بها الشركة مما قد يؤدي إلى تأخير الاعتراف بالإيرادات في المستقبل. بذلك نتوقع أن تحقق الشركة نمو في الإيرادات بمعدل سنوي مركب ٧,٤% خلال الفترة ٢٠٢٣-٢٠٢٨، وهو أقل من توقعاتنا السابقة عند ٧,٧%، ولكننا ندرک أن هناك فرص كبيرة جدا يمكن أن تحقق لدعم هذه التوقعات. بالرغم من ذلك، وبدون وضوح التوقعات حول فرص النمو، (أي عمليات الاستحواذ والحصول على عقود كبيرة)، فإننا نقدر معدل نمو سنوي مركب لصافي الربح خلال الفترة ٢٠٢٣-٢٠٢٨ عند ١٢,٧% للسهم، بدعم من تعافي هامش الربح الإجمالي لشركة مراكز الاتصال CCC بعد تجاوز التكاليف غير المتكررة من إعادة ترتيب القطاعات (التي شهدت متوسط هامش إجمالي ربح لاثني عشر شهرا الماضية عند ٢٠,٤%، بالمقارنة مع هامش ٦,٦% حاليا)، بالإضافة إلى مبادرات تعزيز هامش إجمالي الربح. بذلك نتوقع أن تؤدي ضغوط التسعير إلى استقرار هامش إجمالي الربح في نطاق ٢٢,٧-٢٤,٠% خلال الفترة ٢٠٢٤-٢٠٢٦، ثم ترتفع بعد ذلك. نتوقع أن يتحسن معدل المصروفات التشغيلية إلى الإيرادات من ٩,٨% حاليا (النصف الأول ٢٠٢٤) ليستقر عند ٩,٣% في ٢٠٢٧.

مركز مالي قوي في ظل رصيد نقدي يقارب ١٩% من الأصول، مما قد يحفز حدوث نمو مستقبلي قوي من خلال عمليات الاستحواذ؛ حيث تباطأت الأعمال التقليدية فيما دعمت الاستحواذات الأخيرة النمو، فإننا نتطلع إلى حدوث عمليات استحواذ تنفذها سلوشنز لتبرير التقييمات المعدلة بتحسين الأداء، وأشارت الإدارة إلى أنها تبحث بشكل مستمر عن فرص محتملة، وسيتم الإعلان عن أي منها في الوقت المناسب. ارتفع صافي رصيد النقد في الربع الأول ٢٠٢٤ بنسبة ١٢% إلى ١,٢٢ مليار ريال سعودي من ١,٠٩ مليار ريال سعودي في الربع المماثل من العام السابق، وذلك نتيجة للاستثمار في رأس المال العامل خلال الربع السابق. استمر التدفق النقدي التشغيلي بالسالب خلال النصف الأول ٢٠٢٤، مع تحسن خلال الربع محل المراجعة بسبب تحسن رأس المال العامل الذي يتوقع أن يؤدي إلى عودة التدفق النقدي التشغيلي إلى مستواه الطبيعي في الفترات المقبلة. المركز المالي القوي للشركة يؤهلها للقيام بالمزيد من عمليات الاستحواذ، أو حتى امتصاص الصدمات في حال حدوث متطلبات رأسمالية، حيث تتمتع برصيد صافي نقدي يبلغ ١,٢ مليار ريال سعودي وصافي دين إلى حقوق الملكية بالسالب عند -٣,٧ مرة، مما يعني جهوزية كبيرة لتنفيذ أي صفقات محتملة بحيث يتم تمويلها ذاتيا أو معظمها على الأقل، مع الحفاظ أيضا على نسبة توزيع أرباح عند ٦٠%. تحسن صافي الدين إلى حقوق الملكية إلى -٣,٧ مرة من -٣,٣١ مرة في الربع السابق، في حين ارتفع إجمالي النقد والأصول المحتفظ بها للمراجعة بنسبة ٦% عن الربع السابق. بالإضافة لما تقدم، نحن نعتقد أن شبكة سلوشنز توفر العديد من القنوات التكاملية التي تمنحها قيمة مضافة في أي عملية استحواذ محتملة.

فرص ارتفاع تقييم السهم الرئيسية تحتاج إلى المزيد من الوضوح، ولكنها تستحق التوصية "زيادة المراكز" نظراً لمحدودية الانخفاض من المستويات الحالية؛ نحن متفائلون بشأن فرص ارتفاع قيمة السهم نتيجة لأنشطة الاستحواذ التي تقوم بها الشركة لتحقيق النمو المتوقع بنسبة من خانتين، فضلاً عن المشاريع الحكومية واسعة النطاق تحقيقا لمبادرات رؤية المملكة ٢٠٣٠ في الرياضة والترفيه والبنية التحتية وغيرها. أيضا، حصول الشركة على العقود الكبيرة يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع كبير في الاعتراف بالإيرادات، ولكن في ظل عدم الوضوح الحالي فإننا ندرک أن هذه الاحتمالات تشكل فرص ارتفاع كبيرة في تقييم السهم وقد تفرض تعديلات إضافية في تقديرات الإيرادات. فيما يتعلق بالجيزة سيستمز، فإن استقرار الجنيه المصري سيخفف من الاختلالات ذات العلاقة بتوحيد البيانات المالية للقطاع مع سلوشنز، حيث أفادت التقارير بتحقيق الجيزة سيستمز أداء مالي جيد ونمو على أساس الأداء بالجنيه المصري.





النظرة العامة والتقييم: تواجه سلوشنز تحديات للحفاظ على نموها بسبب حجمها وحصتها في السوق ومشاركتها في الاقتصاد، وتستمر في شدة حساسيتها للظروف الاقتصادية الحالية قريبة المدى. لذلك، انخفض السهم بنحو ٢٦,٢٪ من أعلى مستوى سنوي بعد أرباح الربع الأول ٢٠٢٤، نتيجة ضعف أداء إجمالي الإيرادات عن توقعات الشركة للعام ٢٠٢٤. مع ذلك، تشير النتائج الأخيرة لسلوشنز إلى امتداد فترة ضعف نمو الإيرادات، لكن قد يكون استقرار إيرادات الشركة مؤقت بسبب الموسمية وانخفاض قيمة الجنيه المصري وطول فترة تحصيل المبيعات التي من المتوقع أن تتحقق بحلول النصف الثاني ٢٠٢٤. تشير هذه العوامل أيضاً إلى التحديات التي تواجه سلوشنز على المدى القريب والمتوسط في أي فترة زمنية. أدى كل من طول الدورات بسبب الموسمية وزيادة شدة المنافسة إلى مراجعتنا للمعدل النمو السنوي المركب للإيرادات إلى ٧,٤٪ للفترة ٢٠٢٣-٢٠٢٨، لكن نتوقع أن لدى سلوشنز قدرة جيدة في الاستمرار بالمزيد من أنشطة الدمج والاستحواذ التي يمكن أن تعيد تعافي السهم نحو نمو بخانتين نتيجة وجود صافي رصيد نقدي وحيازات مرابحة بأكثر من ١,٢ مليار ريال سعودي ومعدل صافي القروض إلى حقوق المساهمين بنحو -٠,٤٪، بالتالي، ومع عدم وضوح الرؤية، فإننا ندرك أن احتمالات هذا الحدث يشكل فرص كبيرة على تقييم السهم. أيضاً، فإن الحصول على عقود كبيرة من القطاعين الخاص والعام تحقيقاً لأهداف مبادرة رؤية ٢٠٣٠ يشكل أيضاً فرص كبيرة لارتفاع التقييم. مع وجود عقود تحت التنفيذ بنحو ١٢ مليار ريال سعودي، وتوقعات قوية بالحصول على عقود رئيسية يبدأ تنفيذها خلال النصف الثاني ٢٠٢٤ و ٢٠٢٥، نرى أن احتمالات انخفاض السهم محدودة، نظراً لمحفظه نشاطات الشركة المتكاملة وقوة المركز المالي التي تمكن من نسبة الدفع البالغة نحو ٦٠٪ من الأرباح، حيث نتوقع أن يصل توزيع الأرباح للعام ٢٠٢٤ و للعام ٢٠٢٥ إلى ٨,٠ ريال سعودي و ٩,٣ ريال سعودي على التوالي، بعائد توزيع الربح إلى السعر عند ٢,٧٪ و ٣,٢٪. قمنا بتقييم السهم باستخدام منهج خصم التدفقات النقدية بوزن ترجيحي ٥٠٪ (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال = ٩,٤٪، النمو المستدام = ٣,٠٪) ومكرر الربحية بوزن ترجيحي ٥٠٪ (٢٥,٠ مرة وفقاً لتوقعات ٢٠٢٥). للتوصل إلى تعديل التوصية إلى "زيادة المراكز" وسعر مستهدف ٣٣١,٠ ريال سعودي للسهم.

التقييمات:

التدفق النقدي الحر لدى الشركة						
منذ بداية العام إلى ديسمبر (مليون ريال)	٢٠٢٣ متوقع	٢٠٢٤ متوقع	٢٠٢٥ متوقع	٢٠٢٦ متوقع	٢٠٢٧ متوقع	٢٠٢٨ متوقع
صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب	١,٣٨٦,٩	١,٦٦١,٧	١,٨٥٢,١	٢,٠٢٧,٢	٢,٢٠٤,٧	٢,٣٧١,١
إضافة: الاستهلاك والإطفاء	٢٨٢,٣	٢٩٩,٦	٤٠٥,٩	٤٠٥,٦	٤٠٩,٩	٤٢٨,٢
EBITDA	١,٦٦٩,٢	٢,٠٦١,٣	٢,٢٥٨,٠	٢,٤٣٢,٨	٢,٦١٤,٦	٢,٧٩٩,٣
التغير في رأس المال العامل	(٤٣٧,٦)	(١١٨,٢)	٦٢,٥	١١٤,٦	١٦٨,٢	١٨٥,٠
النفقات الرأسمالية	(١١٢,٠)	(٢٥٩,٧)	(٢٨٣,٥)	(٣٠٣,٢)	(٢٨٨,٠)	(٢٩٩,٥)
التدفق النقدي الحر	١,١١٩,٦	١,٦٨٣,٤	٢,٠٣٨,١	٢,٢٤٤,٢	٢,٤٩٤,٨	٢,٦٨٤,٨
قيمة الشركة	٣٥,٥٨٩,٠					
يطرح: صافي الدين	١,٢٢١,٠					
يطرح: حقوق الأقلية	٢٧,٩-					
قيمة السهم	٣٦,٧٨٢,١					
عدد الأسهم المصدرة (مليون)	١٢٠,٠					
القيمة العادلة (ريال سعودي للسهم)	٣٠٦,٥					
السعر الحالي (ريال سعودي للسهم)	٢٨١,٠					
الأرباح الرأسمالية المتوقعة	٪٩,١					

التقييم على أساس مكرر الربحية	
صافي الربح (٢٠٢٥ متوقع)	١,٧٠٨,٥
مكرر الربحية	٢٥,٠
القيمة السوقية الضمنية للشركة	٤٢,٧١٦,٩
عدد الأسهم المصدرة (مليون)	١٢٠,٠
القيمة العادلة للسهم (ريال سعودي)	٣٥٥,٩
السعر الحالي (ريال سعودي للسهم)	٢٨١,٠
الارتفاع/الانخفاض المتوقع	٪٢٦,٧

ملخص التقييم			
طريقة الحساب	القيمة العادلة	الوزن (%)	القيمة المرجحة
خصم التدفقات النقدية	٣٠٦,٥	٪٥٠	١٥٣,٢
مكرر الربحية	٣٥٥,٩	٪٥٠	١٧٨,٠
السعر المستهدف	٣٣١,٠		
السعر الحالي (ريال سعودي للسهم)	٢٨١,٠		
الارتفاع/الانخفاض المتوقع	٪١٧,٩		





شكل ٤. البيانات المالية الرئيسية

بالمليون ريال سعودي مالم يذكر خلاف ذلك

٢٠٢٨ متوقع	٢٠٢٧ متوقع	٢٠٢٦ متوقع	٢٠٢٥ متوقع	٢٠٢٤ متوقع	٢٠٢٣	٢٠٢٢	٢٠٢١	٢٠٢٠
قائمة الدخل								
١٥,٧٤٦	١٤,٨٦٦	١٣,٩٧١	١٣,٠١٢	١١,٩٥٥	١١,٠٤٠	٨,٨٠٥	٧,٢٠٨	٦,٨٩١
%٥,٩	%٦,٤	%٧,٤	%٨,٨	%٨,٣	%٢٥,٤	%٢٢,٢	%٤,٦	%٣١,١
(١١,٩٠٧)	(١١,٢٧٢)	(١٠,٦٢١)	(٩,٩١١)	(٩,١٢١)	(٨,٤٤٣)	(٦,٧٩٤)	(٥,٥٠٠)	(٥,٤٦٩)
٣,٨٣٩	٣,٥٩٤	٣,٣٥٠	٣,١٠١	٢,٨٣٤	٢,٥٩٨	٢,٠١١	١,٧٠٨	١,٤٢٢
(٥٥٥)	(٥٢٩)	(٥٠١)	(٤٧١)	(٤٣٤)	(٤٩٦)	(٢٤٦)	(٣٤٧)	(٢٠٥)
(٩١٣)	(٨٦١)	(٨٢٢)	(٧٧٨)	(٧٣٩)	(٧١٥)	(٦٠٥)	(٤٦٢)	(٤٦٠)
٢,٧٩٩	٢,٦١٥	٢,٤٣٣	٢,٣٥٨	٢,٠٦١	١,٦٦٩	١,٣٩٣	١,١٠٨	٩٦٦
(٣٦)	(٤٠)	(٤٥)	(٥٣)	(٧٥)	(٧٦)	(١٦)	-	(٣)
١٢٣	١٢٦	١٣٠	١٤٤	١٤٣	١٤٥	٥٤	-	٢
-	-	-	-	-	-	(٠)	-	-
٣	٣	٣	٣	٣	٠	١	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-
(٣)	(٣)	(٩)	(١٠)	٢١	(٥٢)	(٢٧)	٢	(٢)
٢,٤٥٩	٢,٣٩١	٢,١٠٦	١,٩٣٦	١,٧٥٥	١,٤٠٥	١,١٧٣	٩٠١	٧٥٤
(٢٨٤)	(٢٦٧)	(٢٤٧)	(٢٢٧)	(١٥٢)	(٢١٠)	(١١٨)	(٧١)	(٥٢)
٢,١٧٤	٢,٠٢٤	١,٨٥٩	١,٧٠٩	١,٦٠٣	١,١٩٥	١,٠٥٤	٨٣٠	٧٠٢
%٧,٤	%٨,٩	%٨,٨	%٦,٧	%٣٤,١	%١٣,٤	%٢٧,٠	%١٨,٣	%٧٨,٢
١٨٠	١٦٩	١٥٥	١٤٢	١٣٤	١٠٠	٨,٨	٦,٩	٥,٨
١٢,٦	١١,٨	١٠,١	٩,٣	٨,٠	٦,٠	٥,٠	٤,٠	٣,٣
قائمة المركز المالي								
الأصول								
٤,٧٤٨	٣,٩٦٢	٣,٢٤٣	٢,٥٥٥	١,٩٩٠	٢,٥٨٨	٥٤٤	١,٦٠٨	٩٩٣
٥,٠٨٣	٤,٩٤٩	٤,٨٠٨	٤,٦١١	٤,٣٥٦	٤,٣٦٤	٤,٣٤٥	٣,٠٢١	٢,٨٠٤
٢٠٧	٢٣٠	٢٤٩	٢٦٢	٢٦٩	٢٤٩	٣٢٢	٢٧٤	١١٢
٥,٥٠٦	٥,١٨٢	٤,٨٥٤	٤,٥١٠	٤,١٤١	٣,٠٩٦	٤,١٧٢	١,٥٤٤	١,٦٦١
١٢٧	١٤٧	١٨١	٢١٨	٢٩٥	٣٩٠	٤٧٣	٥٥١	٥٩٤
١٦٥	١٦٠	١٤٧	١٢٣	٨٨	٥٠	٤١	٥٥	٧٢
٦٥١	٧٦٤	٨٦٤	٩٥٤	١,٠٣٥	٧٧٩	٣٨٥	١٢١	٩٨
١٦,٤٨٧	١٥,٣٩٤	١٤,٣٤٦	١٣,٢٣٣	١٢,١٧٤	١١,٥١٦	١٠,٢٨٢	٧,١٧٣	٦,٣٣٥
المطلوبات وحقوق المساهمين								
٩,٠٨٧	٨,٦٦٦	٨,٢٣٩	٧,٧٨٢	٧,٣٠٠	٧,١٩٥	٦,٦٥٦	٤,٦٣٤	٤,٠٦٨
٩٢١	٩٠٠	٨٨٧	٨٨٠	٩٠٢	٩٦٨	٨٠٣	٢٦٨	٣٤٣
١,٢٠٠	١,٢٠٠	١,٢٠٠	١,٢٠٠	١,٢٠٠	١,٢٠٠	١,٢٠٠	١,٢٠٠	١,٢٠٠
٣٦٠	٣٦٠	٣٦٠	٣٢٩	١٥٨	-	٣٠٩	٢٠٣	١٢٠
(٦٠)	(٦٠)	(٦٠)	(٦٠)	(٦٠)	(٦٠)	٩	٨٨	(٧)
(١٥٤)	(١٥٤)	(١٥٤)	(١٥٤)	(١٥٤)	(١٥٤)	(١٥٦)	(١٨١)	-
٦,٤٧٩	٥,٨٢٧	٥,٢٢٠	٤,٥٧٠	٣,٩٧٣	٣,٣٥٣	٢,٨٢٣	٢,٢٧١	١,٩٢٤
١٦,٤٨٧	١٥,٣٩٤	١٤,٣٤٦	١٣,٢٣٣	١٢,١٧٤	١١,٥١٦	١٠,٢٨٢	٧,١٧٣	٦,٣٣٥
قائمة التدفقات النقدية								
٢,٦٨٩	٢,٥٢٣	٢,٢٢٣	٢,١٥٠	١,٣١٥	١,٧١٥	٢,٠٩١	١,٣٨٠	١,١١٩
(٣٥٧)	(٣٤١)	(٣٥٣)	(٣٣٠)	(٤٦١)	١,٠٣٦	(٣,١٩٠)	(١٥٥)	(٥٣٦)
(١,٥١٨)	(١,٤٣١)	(١,٢٤٩)	(١,١٥٥)	(١,٣٤٩)	(٦٨٩)	٥٧	(٦١٠)	(٤)
٨١٤	٧٥٠	٧٧١	٦٣٥	(٤٩٥)	٢,٠٦٢	(١,٠٤٢)	٦١٥	٥٧٩
٤,٧٤٨	٣,٩٦٢	٣,٢٤٣	٢,٥٥٥	١,٩٩٠	٢,٥٨٥	٥٤٦	١,٦٠٨	٩٩٣
أهم النسب المالية								
نسب السيولة								
١,٧	١,٧	١,٦	١,٥	١,٥	١,٤	١,٤	١,٤	١,٤
١,٧	١,٦	١,٦	١,٥	١,٤	١,٤	١,٤	١,٣	١,٣
نسب الربحية								
%٢٤,٤	%٢٤,٢	%٢٤,٠	%٢٣,٨	%٢٣,٧	%٢٣,٥	%٢٢,٨	%٢٣,٧	%٢٠,٦
%١٥,١	%١٤,٨	%١٤,٥	%١٤,٢	%١٣,٩	%١٣,٦	%١٣,٢	%١٢,٥	%١١,٠
%١٧,٨	%١٧,٦	%١٧,٤	%١٧,٤	%١٧,٢	%١٥,١	%١٥,٨	%١٥,٤	%١٤,٠
%١٣,٨	%١٣,٦	%١٣,٣	%١٣,١	%١٣,٤	%١٠,٨	%١٢,٠	%١١,٥	%١٠,٢
%١٣,٢	%١٣,١	%١٣,٠	%١٢,٩	%١٣,٢	%١٠,٤	%١٠,٣	%١١,٦	%١١,١
%٣٣,٥	%٣٤,٧	%٣٥,٦	%٣٧,٤	%٤٠,٣	%٣٥,٦	%٣٧,٣	%٣٦,٦	%٣٦,٥
نسب السوق والتقييم								
٢,٢	٢,٣	٢,٤	٢,٦	٢,٩	٣,٩	٣,٤	م/غ	م/غ
١٢,٣	١٣,٠	١٤,٠	١٥,١	١٦,٦	٢٥,٦	٢١,٤	م/غ	م/غ
١٨,٠	١٦,٩	١٥,٥	١٤,٢	١٣,٤	١٠,٠	٨,٨	٦,٩	٥,٨
٥٣,٥	٤٨,٦	٤٣,٥	٣٨,١	٣٣,١	٢٧,٩	٢٣,٥	١٨,٩	١٦,٠
٢٨١,٠	٢٨١,٠	٢٨١,٠	٢٨١,٠	٢٨١,٠	٣٤٩,٨	٢٤٢,٨	م/غ	م/غ
٣٤,٠٠١	٣٣,٧٢٠	٣٣,٧٢٠	٣٣,٧٢٠	٣٣,٧٢٠	٤١,٩٧٦	٢٩,١٣٦	م/غ	م/غ
%٤,٥	%٤,٢	%٣,٦	%٣,٢	%٢,٩	%١,٧	%٢,١	م/غ	م/غ
١٥,٦	١٦,٧	١٨,١	١٩,٧	٢١,٠	٣٥,١	٢٧,٦	م/غ	م/غ
٥,٢	٥,٨	٦,٥	٧,٤	٨,٥	١٢,٥	١٠,٣	م/غ	م/غ

المصدر: الجزيرة كابيتال، تقارير الشركة المالية



رئيس إدارة الأبحاث - الأوراق المالية

جاسم الجبران

+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٢٤٨

j.aljabran@aljziracapital.com.sa

تعد شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) الذراع الاستثماري لبنك الجزيرة، وهي شركة سعودية مساهمة مغلقة متخصصة في أعمال الأوراق المالية، ملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع تعاملاتها. تعمل الجزيرة كابيتال تحت إشراف هيئة سوق المال السعودية. لقد تم ترخيص الشركة من قبل هيئة سوق المال لتقديم خدمات التعامل في أعمال الأوراق المالية بصفة أصيل و وكيل والتعهد بالتغطية وخدمات الإدارة والحفظ والترتيب وتقديم المشورة. إن الجزيرة كابيتال استمرارية لقصة نجاح طويلة في سوق الأسهم السعودية حافظت خلالها لسنوات عدة على الريادة والتي نطمح بمواصلتها عن طريق التطوير المستمر لخدماتنا، ومن خلال فتح آفاق تداول جديدة لعملائنا الكرام للوصول لأسواق الأوراق المالية الإقليمية والعالمية.

١. زيادة المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أقل من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والأسهم المصنفة "زيادة المراكز" يتوقع أن يرتفع سعرها بأكثر من ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٢. تخفيض المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أعلى من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والأسهم المصنفة "تخفيض المراكز" يتوقع أن ينخفض سعرها بأكثر من ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٣. محايد: يعني أن السهم يتم تداوله في نطاق قريب من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والسهم المصنّف "محايد" يمكن أن يتراوح سعره زائد أو ناقص ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الأثني عشر المقبلة.
٤. التوقف عن التغطية (SR/RH): يعني أن التصنيف معلق بانتظار مزيد من التحليل بسبب وجود تغيير جوهري في أداء الشركة التشغيلي/المالي، أو تغيير ظروف السوق أو أية أسباب أخرى خاصة بشركة الجزيرة للأسواق المالية.

إفصاحات وإقرارات وإخلاء المسؤولية

إن الغاية من إعداد هذا التقرير هي تقديم صورة عامة عن الشركة أو القطاع الاقتصادي أو الموضوع الاقتصادي محل البحث، وليس الهدف تقديم توصية ببيع أو شراء أو الاحتفاظ بأية أوراق مالية أو أصول أخرى. بناءً على ما سبق، لا يأخذ هذا التقرير بعين الاعتبار الظروف المالية الخاصة بكل مستثمر ومدى قابليته / رغبته بتحمل المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى، وبالتالي قد لا يكون مناسباً لجميع العملاء باختلاف أوضاعهم المالية وقدرة تحملهم ورغبتهم في تحمل المخاطر. يفضل عموماً أن يقوم المستثمر بأخذ المشورة من عدة جهات ومصادر متعددة عندما يتعلق الأمر بالقرارات الاستثمارية وأن يدرس تأثير هذه القرارات على وضعه المالي والقانوني والضريبي وغيره قبل الدخول بهذه الاستثمارات أو تصفيتها جزئياً أو كلياً. إن أسواق الأسهم والسندات والمتغيرات الاقتصادية الجزئية والكلية ذات طبيعة متغيرة وقد تشهد تقلبات مفاجئة بدون سابق إنذار، لذلك قد يتعرض المستثمر في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى لمخاطر وتقلبات غير متوقعة. جميع المعلومات والآراء والتوقعات والقيم العادلة أو الأسعار المستهدفة الواردة في التقرير مستقاة من مصادر تعتقد شركة الجزيرة للأسواق المالية بأنها موثوقة، لكن لم تقم شركة الجزيرة للأسواق المالية بتفنيدها هذه المعلومات بشكل مستقل، لذلك قد يحدث أن تكون هذه المعلومات مختصرة وغير كاملة، وبناءً عليه تعتبر شركة الجزيرة للأسواق المالية غير مسؤولة عن مدى دقة أو صحة المعلومات والتوقعات المبينة عليها الواردة في التقرير ولا تتحمل أية مسؤولية عن أية خسارة مادية أو معنوية قد تحدث بسبب استخدام هذا التقرير أو أجزاء منه. لا تقدم شركة الجزيرة للأسواق المالية أية ضمانات بخصوص التوقعات أو الأسعار العادلة أو الأسعار المستهدفة أو الأرقام الواردة بالتقرير وجميع التوقعات والبيانات والأرقام والقيم العادلة والأسعار المستهدفة قابلة للتغيير أو التعديل بدون إشعار مسبق. الأداء السابق لأي استثمار لا يعتبر مؤشراً للأداء المستقبلي. تقديرات السعر العادل أو السعر المستهدف والتوقعات والتوصيات بخصوص الأفاق المستقبلية الواردة بالتقرير قد لا تحصل فعلياً. قد ترتفع أو تنخفض قيمة الأسهم أو الأصول المالية الأخرى أو العائد منها. أي تغيير في أسعار العملات قد يكون له أثر إيجابي أو سلبي على قيمة / عائد السهم أو الأوراق المالية الواردة في التقرير. قد يحصل المستثمر على مبلغ أقل من المبلغ الأصلي المستثمر في حالات معينة. بعض الأسهم أو الأوراق المالية قد تكون بطبيعتها قليلة السيولة / التداول أو تصبح كذلك بشكل غير متوقع في ظروف معينة وهو ما قد يزيد المخاطرة على المستثمر. قد تطبق رسوم على الاستثمارات في الأسهم. تم إعداد هذا التقرير من قبل موظفين متخصصين في شركة الجزيرة للأسواق المالية، وهم يتعهدون بأنهم وزوجاتهم وأولادهم لا يمتلكون أسهماً أو أوراق مالية أخرى يتضمنها هذا التقرير بشكل مباشر وقت إصدار هذا التقرير، لكن كاتبو هذا التقرير و/ أو زوجاتهم / أولادهم قد يمتلكون أوراق مالية / حصص في الصناديق المفتوحة للجمهور المستثمرة في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير كجزء من محفظة متنوعة والتي تدار من قبل طرف ثالث. تم إعداد هذا التقرير بشكل منفصل ومستقل من قبل إدارة الأبحاث في شركة الجزيرة للأسواق المالية ولم يتم إطلاع أي أطراف داخلية أو خارجية قد يكون لها مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في محتويات هذا التقرير قبل النشر، ما عدا أولئك الذين يسمح لهم مركزهم الوظيفي بذلك، و/ أو الأطراف الرابعة الذين التزموا باتفاقيات الحفاظ على سرية المعلومات مع الجزيرة كابيتال. قد تملك الجزيرة كابيتال و/ أو الشركات التابعة لها حصصاً في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير بشكل مباشر، أو بشكل غير مباشر عن طريق صناديق استثمارية تديرها و/ أو ضمن صناديق استثمارية تدار من قبل أطراف ثالثة. قد تكون إدارة المصرفية الاستثمارية للجزيرة كابيتال في طور المباحثات للحصول أو حصلت فعلاً على صفقة أو صفقات من قبل الشركات موضوع هذا التقرير. قد يكون أحد أعضاء مجلس الإدارة في شركة الجزيرة للأسواق المالية أو أحد مدراءها التنفيذيين، أو أكثر من فرد واحد، عضو / أعضاء في مجلس إدارة أو الإدارة التنفيذية في إحدى الشركات المذكورة في هذا التقرير أو الشركات التابعة لها. لا يسمح بنسخ هذا التقرير أو أي جزء منه للتوزيع لأي جهة سواء داخل أو خارج المملكة العربية السعودية بدون الحصول على إذن خطي مسبق من شركة الجزيرة للأسواق المالية. على الأفراد والجهات المتلقية لهذا التقرير الالتزام بهذه القيد، والقبول بهذا التقرير يعني قبول الالتزام بالقيد السابقة.

إدارة الأصول | الوساطة | المصرفية الاستثمارية | خدمات الحفظ | المشورة

الإدارة العامة: طريق الملك فهد، ص.ب. ٢٠٤٢٨ الرياض ١١٤٥٥ المملكة العربية السعودية، هاتف: ٠١١-٢٢٥٦٠٠٠ فاكس: ٠١١-٢٢٥٦٠٦٨

شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) شركة مساهمة سعودية مغلقة مرخصة من هيئة السوق المالية ترخيص رقم (٧٦٠٧-٣٧)

www.aljaziracapital.com.sa | ٨٠٠ ١١٦ ٩٩٩٩