

السعر المستهدف: 1,100 ريال/السهم
السعر الحالي: 872 ريال/السهم
نسبة الإرتفاع: 26% (+عائد التوزيعات 1.3%)
التوصية: زيادة المراكز

شركة علم

الاندماج مع ثقة، تحديث توجيهات الإدارة، نعدل توصيتنا إلى زيادة المراكز

- نعتقد أن توجيهات إدارة شركة علم معقولة كما أن استحوادها على شركة ثقة أمر إيجابي بالنسبة لشركة علم لأنه قد يفتح آفاق وفرات التشغيل بعد التكامل الناجح على المدى القريب.
- نتوقع أن تنمو إيرادات علم بمعدل نمو سنوي مركب نسبته 19.0% بين عامي 2024 و2028م، في حين من المتوقع أن تنمو الأرباح بمعدل نمو سنوي مركب نسبته 19.2% خلال نفس الفترة.
- بعد رفع تقديراتنا، قمنا برفع السعر المستهدف للسهم إلى 1,100 ريال للسهم بناءً على التقييم المختلط باستخدام تقييم خصم التدفقات النقدية وتقييم مكرر الربحية (32 مرة بناءً على متوسط ربحية السهم المتوقعة لعامي 2025-2026) مع التوصية بزيادة المراكز.

من المتوقع استمرار زخم النمو القوي بعد الاستحواذ على شركة ثقة: حققت شركة علم نمواً تاريخياً قوياً (معدل نمو سنوي مركب للإيرادات يبلغ 32% في الفترة 2020-2024) مدعوماً بجهود التحول الرقمي المستمرة في السعودية، ومن المتوقع أن يستمر هذا الزخم بعد استحوادها على شركة ثقة، والذي دخل حيز التنفيذ في بداية مايو لعام 2025. وخلال مناقشة نتائج النصف الأول من عام 2025، وجهت إدارة شركة علم توقعاتها لنمو الإيرادات لعام 2025 في نطاق 33-35% على أساس سنوي، ليعكس استحوادها على شركة ثقة (ساهمت ثقة بمبلغ 236 مليون ريال في الإيرادات في الربع الثاني 2025). وعلى أساس مستقل لشركة علم، رفعت الإدارة أيضاً توقعات الإيرادات لعام 2025 إلى 16-18% على أساس سنوي (14-16% سابقاً). ونرى أن هذا التعديل التصاعدي في التوقعات المستقلة يُعد علامة إيجابية، نظراً لتباطؤ وتيرة مشاريع التحول الرقمي في السعودية على أساس سنوي. ومع ذلك، نتوقع بتحفظ نمواً في عام 2025 عند الحد الأدنى من التوقعات بنسبة 33% تقريباً على أساس سنوي، ليصل إلى حوالي 9.9 مليار ريال؛ مدفوعاً بزيادة قدرها 34% تقريباً على أساس سنوي في قطاع الأعمال الرقمية و33% تقريباً على أساس سنوي في قطاع حلول إسناد العمال، بما في ذلك مساهمة إجمالية قدرها 1.2 مليار ريال من شركة ثقة. بشكل عام، نتوقع أن ينمو إجمالي إيرادات شركة علم بمعدل نمو سنوي مركب قدره 19% تقريباً خلال الفترة من 2025 إلى 2028م، ليصل إلى حوالي 14.8 مليار ريال بحلول عام 2028م.

احتمالية تحسن أداء ثقة من خلال كفاءة التشغيل القوية لشركة علم: سجلت شركة ثقة، على أساس مستقل، خسارة قدرها 92 مليون ريال خلال النصف الأول من عام 2025 (ساهمت بـ 4.3 مليون ريال في صافي ربح شركة علم في الربع الثاني من عام 2025). ونلاحظ أن ثقة سجلت أيضاً خسائر قدرها 62 مليون ريال في النصف الأول من عام 2024، لكنها أعلنت عن صافي ربح قدره 112 مليون ريال بنهاية عام 2024، مما يشير إلى أن أداء النصف الثاني من عام 2025 من المرجح أن يتحسن ويُظهر أرباحاً إيجابية. وبينما من المرجح أن يتماشى هامش الربح الإجمالي لشركة ثقة مع هامش شركة علم، كما يتضح من هامش الربح الإجمالي البالغ 42% لشركة ثقة في الربع الثاني من عام 2025، نلاحظ أن الأرباح التشغيلية للشركة ضئيلة وتؤثر سلباً على صافي الربح.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية. تشمل التوقعات نتائج شركة ثقة ابتداءً من عام 2025.

(مليون ريال سعودي)	2024	2025 م	2026 م	2027 م
الإيرادات	7,407	9,854	11,674	13,319
معدل نمو الإيرادات	26%	33%	18%	14%
إجمالي الدخل	3,026	4,016	4,830	5,583
هامش إجمالي الدخل	41%	41%	41%	42%
الربح التشغيلي	1,700	2,271	2,793	3,289
هامش الربح التشغيلي	23%	23%	24%	25%
صافي الربح	1,827	2,310	2,681	3,191
هامش الربح	25%	23%	23%	24%
ربحية السهم (ريال)	22.8	28.9	33.5	39.9
مكرر الربحية	38.2x	30.2x	26.0x	21.9x

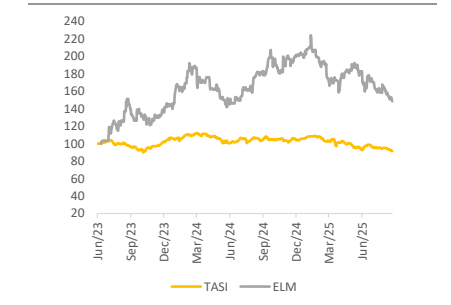
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

بيانات السهم

رمز الشركة	7203
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	69,760
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	58.4
نسبة الاسهم الحرة	33.0%
نسبة المستثمرين الأجانب	10.0%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	1.00%

المصدر: بلومبيرج

مؤشر تاسي مقابل سهم علم



المصدر: بلومبيرج

Ahmed Almutawah

+966-11-834 8498

ahmed.almutawah@gibcapital.com

وقد أدى ذلك إلى تحقيق هامش ربح صافي متوسط قدره حوالي 8% لشركة ثقة في الفترة 2021-2024، مقارنة بـ 21% لشركة علم خلال الفترة نفسها. مع ذلك، نرى مجالاً لتحسين هامش التشغيل لشركة ثقة بالاستفادة من سجل علم المتميز من حيث الكفاءة التشغيلية، وفقاً لتوجيهات الإدارة، على الرغم من الزيادة المتوقعة في النفقات التشغيلية على المدى القريب في ظل عملية الدمج. وقد رفعت الإدارة توقعاتها لهامش الربح التشغيلي لعام 2025 من 21-23% إلى 22-24% بعد دمج شركة ثقة. وبناءً على ذلك، نتوقع أن يبلغ هامش الربح التشغيلي لعام 2025 لشركة علم حوالي 23%، قبل أن يتحسن إلى حوالي 24% في عام 2026، ثم إلى حوالي 25% بحلول عام 2028 مع تحسن الربحية تدريجياً بفضل وفورات التشغيل.

في غضون ذلك، من المتوقع أن ترتفع مصاريف التمويل إلى أكثر من 90 مليون ريال بحلول عام 2025 (28 مليون ريال في عام 2024)، وذلك نتيجة لارتفاع طفيف في مستوى المديونية لتمويل الاستحواذ، مع أن تأثيرها على صافي الربح ضئيل (4% فقط). بشكل عام، نتوقع نموًا في الأرباح بنسبة 26% (2.2 مليار ريال) بحلول عام 2025 بهامش ربح صافي يبلغ حوالي 23%، ومعدل نمو سنوي مركب للأرباح بنسبة 19% خلال الفترة 2024-2028، ليصل إلى 3.7 مليار ريال بحلول عام 2028 بهامش ربح صافي يبلغ حوالي 25%.

المركز المالي القوي يفتح الطريق لمزيد من فرص النمو عن طريق الاستحواذات: بلغ إجمالي ديون شركة علم (بما في ذلك عقود الإيجار) حوالي 2.6 مليار ريال في الربع الثاني من عام 2025، وذلك عقب توقيع اتفاقية تسهيلات مصرفية بقيمة 1.9 مليار ريال لتمويل استحواذها على شركة ثقة. وبلغ صافي الدين إلى حقوق الملكية 0.01x في نفس الفترة، ونتوقع أن يتحول إلى نسبة سلبية بحلول عام 2025 وما بعده، مما يعكس مركزاً نقدياً صافياً، مدعوماً بتوليد نقد قوي وربحية مستدامة من عمليات مدرة للربح. ونعتقد أن هذا يوفر مجالاً واسعاً لمزيد من خيارات النمو غير العضوي عن طريق الاستحواذات. وبينما من المرجح أن تسعى إلم إلى فرص مماثلة في السوق السعودي، إلا أننا لم نضع في اعتبارنا أي استحواذ محتمل في توقعاتنا، نظراً لعدم وجود أي مؤشرات على ذلك في المدى القريب. ومن المرجح أن تؤدي أي خطوة من هذا القبيل إلى مراجعة التقييم.

التقييم والمخاطر: سجل سهم شركة علم تصحيحاً بنسبة تقارب 23% منذ بداية العام حتى تاريخه، ويعزى ذلك أساساً إلى حالة عدم اليقين المحيطة باستحواذ ثقة، والإفصاح المحدود عن استحواذها، وضعف معنويات السوق. تاريخياً، حظيت الشركة بتقييم ممتاز، حيث تداولت بمكرر ربحية سنوي متوسط قدره 36 مرة خلال السنوات الثلاث الماضية. ومع ذلك، أدى التصحيح الأخير في السعر إلى تقييم أقل، حيث يتداول السهم حالياً على مكرر ربحية للعام القادم يبلغ 28 مرة، وهو ما لا يعكس، في رأينا، نمو الأرباح، ووفورات التشغيل المحتملة، وأداء شركة ثقة بعد الاستحواذ.

يعتمد تقييمنا لشركة علم على مزيج متساوي من تقييم التدفقات النقدية المخصومة وتقييم مكرر الربحية. سعرنا المستهدف للسهم، المستمد من تحليل التدفقات النقدية المخصومة، لمدة عام واحد، هو 1,101 ريال للسهم، بناءً على متوسط تكلفة رأس المال المرجح بنسبة 9.2%. لتقييمنا النسبي، طبقنا مكرراً يبلغ 32 مرة على متوسط تقديراتنا لربحية السهم للفترة 2025-2026، لنصل إلى سعر مستهدف متوقع لمدة عام واحد قدره 1,098 ريال سعودي للسهم. نعتقد أن حجم شركة علم الأكبر، وهامش ربحها الأقوى، وعلاقتها الراسخة مع المؤسسات الحكومية، تبرر تقييمها المتميز مقارنةً بنظرائها المحليين والعالميين. يبلغ السعر المستهدف المتوقع المختلط لشركة علم لمدة عام واحد 1,100 ريال سعودي للسهم، مما يعني توصيتنا بزيادة المراكز مع ارتفاع محتمل بنسبة 26%.

تشمل المخاطر السلبية الرئيسية زيادة المنافسة، وتيرة رقمنة أبطأ من المتوقع، تضخم أعلى بالأجور، وفقدان اتفاقية البيانات مع مركز المعلومات الوطني.

إخلاء مسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل جي آي بي كابيتال، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء جي آي بي كابيتال ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من جي آي بي كابيتال. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبك على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب جي آي بي كابيتال. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وحيث أن جي آي بي كابيتال لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة أو أنها تصلح لأي غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضاً أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون لجي آي بي كابيتال أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة جي آي بي كابيتال أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بأداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة جي آي بي كابيتال، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكون مسؤولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وحيث أن جي آي بي كابيتال لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقيماً في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حيثما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفاً للقانون أو يتطلب من جي آي بي كابيتال أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

الأنشطة الرئيسية لشركة جي آي بي كابيتال هي التعامل والحفظ والإدارة والترتيب وتقديم المشورة بموجب ترخيص هيئة السوق المالية رقم 37-07078.

تستخدم نظام تصنيف يعتمد على الاتجاه السعودي المحتمل، بعد عام واحد من اليوم، بناءً على نماذج التقييم الخاصة بنا. بالنسبة لتصنيفات "زيادة المراكز"، فإن سعرنا المستهدف هو أعلى من 10% من السعر الحالي، أما بالنسبة إلى "تخفيض المراكز"، فإن الإنخفاض المقدر هو أقل من 10%. وبالنسبة للعائدات التي تتراوح بين +10% -10%، لدينا تصنيف محايد.

تواصلوا معنا لأي استفسارات

إدارة أبحاث الأسهم

جي آي بي كابيتال

B1، غرناطة بزنس

الطريق الدائري الشرقي، صندوق بريد 89589، الرياض 11692

www.gibcapital.com