

السعر المستهدف: 165 ريال/السهم

السعر الحالي: 144 ريال/السهم

نسبة الإرتفاع: +15% (عائد التوزيعات +3.7%)

التوصية: زيادة المراكز

## شركة الحفر العربية

### تقييم جذاب بعد التراجع الأخير في سعر السهم

- تعمل الشركة على تسويق الحفارات المعلقة خارج المملكة العربية السعودية، على الرغم من أن تشغيلها قد يستغرق بعض الوقت؛ تظل الحفارات البرية المتنامية محركًا رئيسيًا للأداء الشركة في المستقبل القريب.
- خفض تقديرات للإيرادات و EBITDA للفترة 2025-2024 بنسبة 5-7% و 10-14% لتعكس الحفارات المعلقة عقود الحفارات التقليدية الجديدة؛ سيظل هامش EBITDA تحت الضغط هذا العام قبل أن يتحسن اعتبارًا من العام المقبل.
- بعد مراجعة تقدير اتنا، نقوم بمراجعة السعر المستهدف إلى 165 ريال/السهم (200 ريال/السهم سابقًا) مع تصنيف زيادة المراكز بناءً على التدفقات النقدية المخصومة و EV/EBITDA (x9) على متوسط EBITDA لعامي 2025-2024. بعد التراجع الأخير لتداول الشركة على EV/EBITDA يبلغ 8 ضعف لعام 2025 (يبلغ متوسط الثلاث أعوام السابقة 8.8 ضعف)، مما يشير إلى مستوى شراء جيد.

**قد تستغرق شركة الحفر العربية فترة زمنية طويلة لنشر الـ 3 منصات المعلقة...** تشهد الشركة ضغطًا ملحوظًا بعد قرار أرامكو بإلغاء 3 منصات بحرية (من أصل 9 منصات بحرية تابعة لأرامكو) لمدة 12 شهرًا. من بينها، تم تعليق منصتين في نهاية مايو من عام 2024 (والتي كانت عقودها تمتد حتى مايو ويوليو من عام 2025)، ومنصة كانت في أوائل يوليو من عام 2024 (والتي كان من المقرر تجديدها في منتصف يونيو من هذا العام ولكن الشركة قررت عدم تجديده بسبب ارتفاع النفقات الرأسمالية المطلوبة لتمديد العقد). وفقًا لتقدير اتنا، قد تشهد الشركة تأثيرًا سونيًا بحد أقصى يبلغ 400 مليون ريال سعودي، مما يعني تأثيرًا بنسبة 22% تقريبًا على الإيرادات السنوية للمنصات البحرية للربع الرابع من عام 2023 وتأثيرًا بنسبة 10% تقريبًا على إجمالي الإيرادات السنوية للربع الرابع من عام 2023. ومع ذلك، تقوم الشركة بالتسويق للمنصات البحرية المعلقة خارج السعودية، إما من خلال الشراكات و/أو اتفاقيات التأجير. ومع ذلك، على الرغم من ضيق سوق الحفارات البحرية (تبلغ نسبة التشغيل العالمية حوالي 90%)، فقد يستغرق الأمر بعض الوقت لنشر هذه المنصات نظرًا لأنها لا تزال غير مؤهلة مسبقًا في أي سوق آخر (على عكس من شركة اديس). ومن ثم، فإننا نتوقع بشكل متحفظ أن تقوم الشركة بنشر منصتين خلال عام 2025 وواحدة في عام 2026. وبشكل عام، نتوقع أن يصل عدد منصات الحفر البحرية النشطة إلى 9 منصات بحلول نهاية عام 2024، قبل أن يرتفع إلى 11 منصة بحلول عام 2025 (12 منصة اعتبارًا من الربع الأول من عام 2024).

**... ولكن نشر الـ 13 منصة غاز غير تقليدية قد تعوض التأثير:** في الربع الأول من عام 2024، وقعت الشركة عقودًا متعددة لنشر ثلاث منصات برية إضافية لبرنامج أرامكو غير التقليدي. هذا بالإضافة إلى 10 منصات حفر برية جديدة فازت بها من أرامكو العام الماضي. جميع هذه المنصات جديدة كليًا (40-50 مليون دولار أمريكي نفقات رأس مالية لكل منصة) مع مدة عقد تبلغ 5 سنوات. تقدر القيمة الإجمالية لهذه العقود بما يزيد عن 3.8 مليار ريال سعودي (3 مليار ريال سعودي للحفارات العشرة السابقة و 850 مليون ريال سعودي للحفارات الثلاثة الأخيرة)، مما يعني سعر التشغيل اليومي يزيد عن 43 ألف دولار أمريكي (سعر التشغيل اليومي ونقل منصات الحفر. مع سعر تشغيل يومي أعلى من متوسط أسعار التشغيل اليومية للمنصات الحالية).

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

2026م	2025م	2024م	2023	2022	(مليون ريال سعودي)
4,658	4,444	3,873	3,477	2,704	الإيرادات
5%	15%	11%	29%	23%	معدل نمو الإيرادات
1,408	1,266	1,038	976	801	إجمالي الدخل
30%	28%	27%	28%	30%	هامش إجمالي الدخل
2,004	1,863	1,596	1,485	1,144	EBITDA
1,141	1,008	815	801	619	الربح التشغيلي
815	685	542	605	558	صافي الربح
17%	15%	14%	17%	21%	هامش الربح
9.2	7.7	6.1	6.8	6.3	ربحية السهم (ريال)
15.7x	18.7x	23.6x	21.2x	23.0x	مكرر الربحية

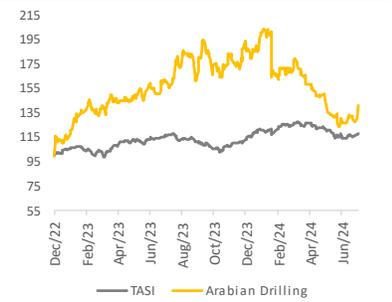
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

### بيانات السهم

2381	مؤشر تاسي
12,816	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
34.6	م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)
30.0%	نسبة الاسهم الحرة
2.1%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.17%	حجم الاسهم الحرة في تاسي

المصدر: بلومبرغ

### تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

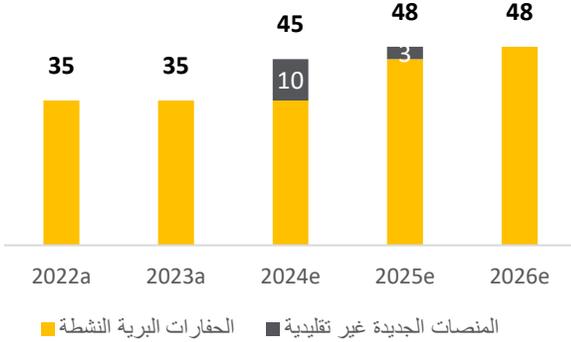
Kunal Doshi

+966-11-834 8372

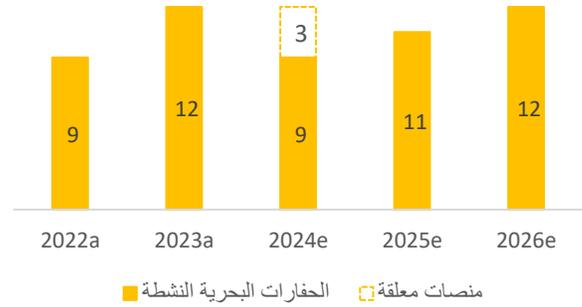
[Kunal.doshi@gibcapital.com](mailto:Kunal.doshi@gibcapital.com)

قامت الشركة بنشر 4-5 منصات برية (من المحتمل أن يتم نشر 4 منصات في الربع الثاني وواحدة في أوائل يوليو؛ قبل الموعد المحدد بكثير) حتى الآن من أول 10 منصات ومن المرجح أن يتم نشر الباقي تدريجيًا بحلول منتصف سبتمبر 2024. علاوة على ذلك، وتخطط الشركة لنشر 3 منصات برية أخرى في الربع الأول من عام 2025، مما يرفع إجمالي أسطول منصات الحفر البرية إلى 47 منصة بحلول عام 2024 و50 منصة بحلول الربع الأول من عام 2025 هـ من 37 منصة في الربع الأول من عام 2024. ومن المفترض أن تساعد هذه الحفارات الإضافية الشركة على تحقيق ما يقارب 720 مليون ريال سعودي سنويًا، وهو ما من شأنه أن يعوض تأثير الحفارات المعلقة.

شكل 2: منصات الشركة البرية النشطة



شكل 1: منصات الشركة البحرية النشطة



المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

**قد يظل هامش EBITDA تحت الضغط في عام 2024 قبل أن يتحسن تدريجيًا اعتبارًا من العام المقبل:** على الرغم من بدء تشغيل 10 حفارات برية إضافية بأسعار تشغيل يومية أعلى من المتوسط، نتوقع أن ينخفض هامش EBITDA على مستوى الشركة من 43% تقريبًا في عام 2023 إلى ما يقارب 41% في 2024. ويرجع ذلك أساسًا إلى: (1) زيادة مساهمة الأعمال البرية ذات هامش الربح المنخفض بعد تعليق منصات أرامكو. (2) ارتفاع تكاليف ما قبل التشغيل والتكاليف غير المتكررة المتعلقة بحفارات الغاز غير التقليدية. (3) زيادة عدد الموظفين (على الرغم من أن التأثير سيكون محدود حيث من المتوقع أن يتم إعادة وضع معظم طواقم المنصات المعلقة نحو المنصات الغير تقليدية الجديدة). ومع ذلك، بعد نشر جميع الحفارات البرية البالغ عددها 13 حفارة بحلول الربع الأول من عام 2025، نتوقع أن يتحسن هامش EBITDA بشكل طفيف إلى حوالي 42% بحلول عام 2025 و43% تقريبًا بحلول عام 2026.

**أبقت الشركة توجيهات 2024 دون تغيير: (1)** على الرغم من تعليق منصات الحفر، حافظت الشركة على توجيهات إيراداتها السابقة لعام 2024 عند 3.60-3.90 مليار ريال سعودي (تبلغ تقديراتنا قرابة 3.87 مليار ريال سعودي). (2) كررت الشركة توجيهاتها للإنفاق الرأسمالية إلى 2.1-2.4 مليار ريال سعودي (تبلغ تقديراتنا قرابة 2.3 مليار ريال سعودي) لعام 2024 لتعكس الإنفاق المتعلق ببناء منصات الحفر الإضافية. (3) من المتوقع أن ترتفع نسبة الرافعة المالية بسبب زيادة النفقات الرأسمالية (صافي الدين إلى EBITDA: 2.0x لعام 2024 مقابل 1.2x في 2023).

**التغيير في التقديرات:** بعد خصم الحفارات المعلقة وإضافة عقود الحفارات غير التقليدية الجديدة، قمنا بخفض تقديراتنا للإيرادات بنسبة 5-7% وتقديرات EBITDA بنسبة 10-14% للفترة من 2024 إلى 2025. علاوة على ذلك، قمنا بتخفيض توقعاتنا لهامش EBITDA بمقدار 3 نقطة تقريبًا بسبب تغييرات مزيج الإيرادات.

جدول 2: التغيير في توقعاتنا

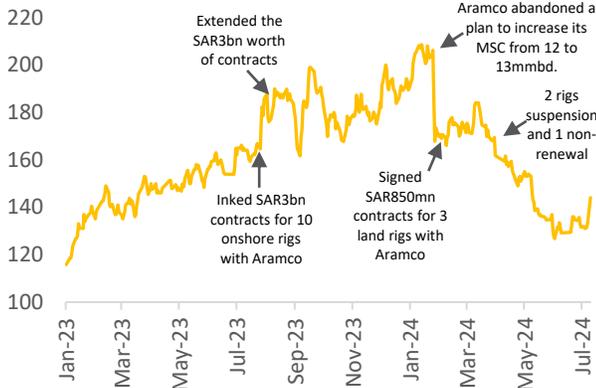
مليون ريال	2024م		2025م		التغيير %
	الحالي	سابقا	الحالي	سابقا	
الإيرادات	3,873	4,061	4,444	4,767	-7%
إجمالي الدخل	1,038	1,167	1,266	1,585	-20%
هامش إجمالي الدخل	26.80%	28.70%	28.50%	33.30%	-14%
EBITDA	1,596	1,770	1,863	2,162	-14%
هامش EBITDA	41.20%	43.60%	41.90%	45.40%	-14%

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

**يعطي التراجع الأخير في سعر السهم نقطة دخول جذابة:** انخفض سعر سهم الشركة بأكثر من 25% منذ بداية العام، ويرجع ذلك أساسًا إلى المخاوف بشأن الحفارات المعلقة بعد إلغاء أرامكو للخطة السابقة لرفع الطاقة الإنتاجية من 12 مليون برميل يوميًا إلى 13 مليون برميل يوميًا. نحن ندرك هذه المخاوف ونعتقد أن الشركة قد تتأثر بنسبة أكبر من نظيرتها المدرجة محلياً مثل أديس، لا سيما بسبب استراتيجيتها التي تركز على السوق السعودي. ومع ذلك، يبدو أن الانخفاض الأخير في سعر السهم مبالغ فيه، مما وضع السهم عند مستوى جذاب، حيث يتداول عند قيمة EBITDA/EV تبلغ 8 أضعاف لعام 2025 (متوسط اخر ثلاث سنوات يبلغ قدره 8.8 ضعف) خصم أكثر من 23% على EV/EBITDA لشركة أديس البالغ 10.5x لعام 2025.

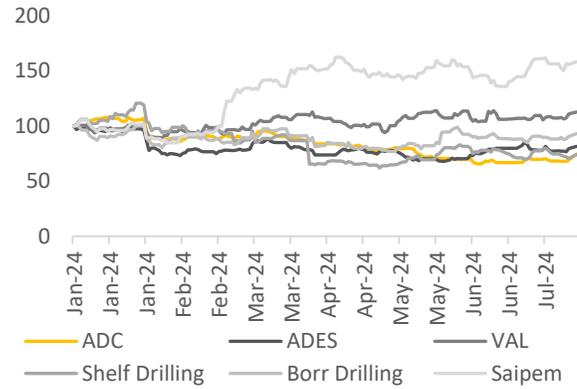
نحن نرى أن هذه فرصة شراء جيدة للمستثمرين، وذلك بسبب (1) توسيع الأسطول البري بمقدار 13 منصة (2) فرصة أخرى لحفر الغاز التقليدي وغير التقليدي في حقل غاز الجافورة (على الرغم من عدم أخذ ذلك في الاعتبار في توقعاتنا). (3) النشر المحتمل لمعظم الحفارات المعلقة في عام 2025 - (التشغيل الأسرع من ذلك يشكل خطر تصاعدي على تقييمنا). (4) عائد قوي من التدفق النقدي الحر (حوالي 10% بعد فترة النفقات الرأسمالية مع معدل تحويل 65% من التدفق النقدي الحر). (5) توزيع أرباح مستدامة (80% طوال الفترات المتوقعة).

شكل 4: تحركات السهم مع اخبار الشركة



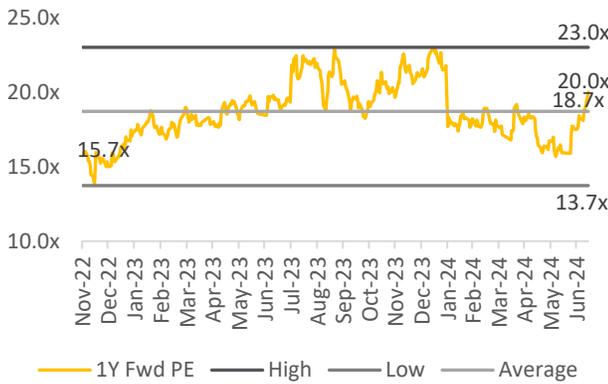
المصدر: بلومبيرغ، جي آي بي كابيتال

شكل 3: أداء سعر السهم مقارنة بالاقتران



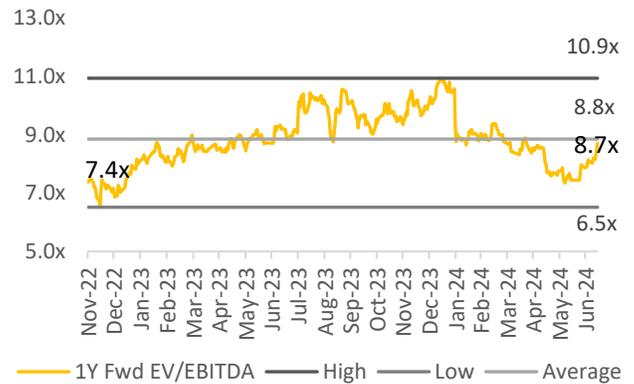
المصدر: بلومبيرغ، جي آي بي كابيتال

شكل 6: أداء مكرر الربحية لعام اجل



المصدر: بلومبيرغ، جي آي بي كابيتال

شكل 5: أداء EV/EBITDA لعام اجل



المصدر: بلومبيرغ، جي آي بي كابيتال

**التقييم والمخاطر:** بعد مراجعة تقديراتنا، نقوم بمراجعة السعر المستهدف إلى 165 ريال/السهم. (200 ريال/السهم سابقاً) استنادًا إلى نموذج تقييم التدفقات النقدية المخصومة (9.0% من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال و2% نمو نهائي) و EV/EBITDA (9 ضعف على متوسط EBITDA لعامي 2024-25).

تشمل المخاطر السعودية نشرًا أعلى من المتوقع للحفارات الشاغرة، وأي توسع إقليمى (كما تم الإعلان عنه خلال الاكتتاب العام الأولي)، ومراجعة أفضل من المتوقع في الأسعار التشغيلية اليومية للعقود الجديدة.

تشمل المخاطر السلبية التباطؤ الاقتصادي العالمي، الركود الناجم عن القضايا الجيوسياسية، بيئة أسعار الفائدة المرتفعة، الركود قصير الأجل في الطلب على النفط بسبب تدابير خفض الإنتاج التي اعتمدها أوبك +، زيادة العرض في سوق الحفارات مما قد يؤدي إلى انخفاض أسعار التشغيل اليومية، الاعتماد الكبير على أرامكو السعودية، التأخير في نشر منصات إضافية، المخاوف البيئية والتغير في خليط استهلاك الطاقة.

## 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 جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وآراء، 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. وحي آي بي كابيتال لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صرحة 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 لحي 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. وحي 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.

نستخدم 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%، 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](http://www.gibcapital.com)