

السعر المستهدف: 23.0 ريال/السهم  
السعر الحالي: 24.62 ريال/السهم  
نسبة الارتفاع: -7% (عائد التوزيعات +0.9%)  
التوصية: محايد

## مياها

### المشاريع الحالية مسعرة في السهم؛ نتطلع إلى عقود جديدة للنمو القادم

- مشروع رأس تنورة: اكتمال 47% (الربع الثاني من عام 2025)، نتوقع إنجاز 80% بنهاية 2025، التشغيل التجاري متوقع في الربع الثالث 2026، مع مشاريع متركمة بقيمة 3 مليارات ريال. يتقدم مشروع الحائر ببطء، ولكن من المرجح أن يتسارع في النصف الثاني من عام 2025.
- نتوقع نمو EBITDA بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 6% خلال 2024-2030م، مما يرفع الهوامش من 34.2% في عام 2024 إلى حوالي 42%، مدفوعاً بنمو الأحجام، وتعديل التعريفات، ودخل التمويل، والرفع التشغيلي.
- بناءً على تقييم خصم التدفقات النقدية، حدثنا السعر المستهدف لعام واحد إلى 23 ريال/السهم، ما يعني تقييماً يعكس الإيجابيات مع وجود احتمالية ارتفاع مع العقود القادمة.

**مشروع رأس تنورة في طريقه لبدء التشغيل في الربع الثالث من عام 2026:** وصل مشروع محطة معالجة مياه الصرف الصحي الصناعي في رأس تنورة، قيد الإنشاء حالياً في المنطقة الشرقية، إلى نسبة إنجاز 47% حتى الربع الثاني 2025، مما يمثل إنجازاً هاماً في مسيرة تطويره. صُممت المنشأة، التي تُبنى بنظام البناء والتملك والتشغيل ونقل الملكية (BOOT) لمدة 25 عاماً، لمعالجة 20,000 متر مكعب يومياً من مياه الصرف الصحي الصناعي لمصفاة رأس تنورة، بموجب اتفاقية شراء وبيع قائمة على التعرفة، بتكلفة تقديرية تبلغ حوالي 536 مليون ريال. ومن المتوقع الانتهاء من معظم أعمال البناء في عام 2025 (بنسبة إنجاز 80% وفقاً لتقدير اتنا)، واستكمال باقي الأعمال في النصف الأول من عام 2026، مما يشير إلى أن المشروع في طريقه لبدء التشغيل خلال الربع الثالث من عام 2026، مع مشاريع متركمة بحوالي 3 مليارات ريال (بما في ذلك إيرادات البناء وإيرادات التمويل). وعليه، نتوقع أن تستمر شركة مياها في تحقيق إيرادات بناء كبيرة متعلقة بمشروع رأس تنورة في النصف الثاني من عام 2025 (47% منها محققة بالفعل حتى تاريخه؛ ومن المرجح تحقيق 16% منها في النصف الثاني من عام 2025 و20% في النصف الأول من عام 2026)، قبل البدء في تحقيق إيرادات ثابتة من المياه ومياه الصرف الصحي ودخل مالي اعتباراً من الربع الثالث 2026.

**تجديد عقد مدينة جدة الصناعية وتوسيع الطاقة الاستيعابية في مدن الدمام وجدة الصناعيتين لتعزيز نمو الحجم:** تم تجديد عقد بقيمة مليار ريال (267 مليون دولار) لشركة مياها من "مدن" لإعادة تأهيل وتشغيل نظام معالجة مياه الصرف الصحي والصناعي في المدينة الصناعية الأولى بجدة بنظام ROT لمدة 25 عاماً - لأول مرة في السعودية تستكمل دورة كاملة مدتها 20 عاماً. بناءً على عقد قائم على الحجم (مشابه لعقد المدينة الصناعية في الدمام)، فإن المشروع مملوك بنسبة 100% لشركة مياها بقدرة معالجة تصل إلى 60,000 متر مكعب يومياً - مقسمة بين 40,000 متر مكعب يومياً من مياه الصرف الصحي (25,000 متر مكعب يومياً سابقاً) و20,000 متر مكعب يومياً (9,000 متر مكعب يومياً سابقاً) من مياه الصرف الصناعي، مع بدء العمليات في منتصف مايو 2025.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية (للمشاريع القائمة والموجودة فقط)

(مليون) ريال سعودي	2022	2023	2024	2025 م	2026 م	2027 م
الإيرادات **	276	324	385	708	508	388
معدل نمو الإيرادات	8%	18%	19%	84%	-28%	-24%
إجمالي الدخل	87	91	93	126	89	105
هامش إجمالي الدخل	31.5%	28.0%	24.1%	17.8%	17.5%	26.9%
* EBITDA	118	141	139	187	152	175
هامش EBITDA *	42.9%	43.6%	36.0%	26.4%	29.9%	44.9%
صافي الربح	50	57	41	86	43	46
هامش صافي الربح	18.2%	17.5%	10.6%	12.1%	8.4%	11.7%
ربحية السهم (ريال)	0.3	0.4	0.3	0.5	0.3	0.3
توزيعات السهم (ريال)	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1
مكرر الربحية	79.1x	69.9x	97.3x	46.2x	92.9x	86.8x

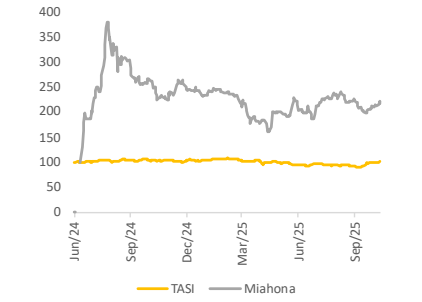
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال \* يشمل إيرادات التمويل. \*\*شاملة إيرادات البناء للمشاريع الجديدة

### بيانات السهم

رمز الشركة	2084
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	3,962
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	27.8
نسبة الاسهم الحرة	30.0%
نسبة المستثمرين الأجانب	1.9%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.05%

المصدر: بيانات الشركة

### تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

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

لا يعكس هذا التجديد ثقة هيئة المدن الصناعية ومناطق التقنية في القدرات الفنية والتشغيلية لشركة مياها فحسب، بل يتماشى أيضاً مع أهداف رؤية 2030 للنمو الصناعي المستدام ومشاركة القطاع الخاص. علاوة على ذلك، وبالنظر إلى الطلب المتزايد على المياه العذبة والمعاد تدويرها، تخطط شركة مياها لتوسيع طاقتها الإنتاجية في المدينة الصناعية بالدمام (عقود قائمة على الحجم مع مخاطر الطلب) بنحو 10 آلاف متر مكعب يوميًا خلال الفترة 2026-2027م. كما تخطط الشركة لإضافة 5000 متر مكعب يوميًا من المياه العذبة في مطار الملك خالد الدولي (اتفاقية شراء) بحلول عام 2027. وبناءً على ذلك، نتوقع نمو حجم المياه والصرف الصحي (في مطار الملك خالد الدولي، والمدينة الصناعية في الدمام، والمدينة الصناعية في جدة) بمعدل نمو سنوي مركب قدره 3.9% خلال الفترة 2024-2030م.

**من المتوقع أن تشهد الإيرادات ارتفاعاً ملحوظاً في عام 2025 قبل أن تعود إلى مستوياتها الطبيعية العام المقبل:** علاوة على ذلك، تجدر الإشارة إلى أن جميع تعريفات عقود الامتياز الحالية لشركة مياها تخضع لتعديلات سنوية لمعدل التضخم، باستثناء مشروع المدينة الصناعية بالدمام والمدينة الصناعية بجدة، حيث تُراجع التعريفات كل خمس سنوات. وبالتالي، نتوقع ارتفاعاً بنسبة 10% في تعريفات مدينتي الدمام وجدة الصناعيتين في عامي 2026 و2030 على التوالي، مما يعني ارتفاعاً في معدلات التعريفات المختلطة بمعدل نمو سنوي مركب قدره 2.3% خلال الفترة 2024-2030م. وبناءً على ذلك، من المتوقع أن يتوسع قطاع خدمات المياه والصرف الصحي بمعدل نمو سنوي مركب قدره 8.4% (8.2% خلال الفترة 2020-2024) ليصل إلى 411 مليون ريال بحلول عام 2030، مدفوعاً بالنمو القوي في حجم الإنتاج الحالي، وتحسين معدلات التعريفات، والتشغيل التجاري لمشروع رأس تنورة. وبالإضافة إلى ذلك، من المتوقع أن ترتفع إيرادات البناء بشكل قوي من 120 مليون ريال في عام 2024 إلى 378 مليون ريال في عام 2025 قبل أن تعود إلى مستوياتها الطبيعية إلى 183 مليون ريال في عام 2026، بدعم من نشاط التطوير في مشروع رأس تنورة، في حين من المتوقع أن تظل إيرادات التشغيل والصيانة مستقرة على نطاق واسع، على افتراض تجديد عقود مرافق (نوفمبر 2026) وسبارك (نوفمبر 2028). بشكل عام، من المتوقع أن يرتفع إجمالي إيرادات شركة مياها من 385 مليون ريال إلى 708 ملايين ريال في عام 2025، مدفوعاً بارتفاع إيرادات الإنشاءات من مشروع رأس تنورة، ورسوم التطوير لمرة واحدة (التي تم تحصيلها بالفعل في الربع الأول من عام 2025)، ونمو عقود الامتياز القائمة. وبإستثناء إيرادات الإنشاءات وإيرادات تطوير المشاريع، نتوقع أن تنمو إيرادات عملياتها الأساسية (المياه والصرف الصحي والتشغيل والصيانة) بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 8% خلال الفترة 2024-2030م.

**من المتوقع أن يتحسن هامش الأرباح قبل الفوائد، الضرائب، الإهلاك والإطفاء بعد تاريخ التشغيل التجاري لمشروع رأس تنورة:** من المتوقع أن ينمو الربح قبل الفوائد، الضرائب، الإهلاك والإطفاء (باستثناء مشروع الحائر؛ المحسوب كاستثمار في حقوق الملكية) بمعدل نمو سنوي مركب قدره 6% (ب- أ) النمو في الامتيازات القائمة، مدفوعاً بتعديلات الأسعار الناتجة عن تعديل التعريفات وزيادة الكميات، (ب) التشغيل التجاري للامتيازات الجديدة، (ج) ارتفاع دخل التمويل نتيجة عقود الامتياز لمشاريع جديدة، و (د) تحسن كفاءة التشغيل. بشكل عام، نتوقع أن يستقر هامش الربح قبل الفوائد، الضرائب، الإهلاك، والإطفاء عند حوالي 42% (34.2% في عام 2024) على المديين المتوسط والطويل. علاوة على ذلك، وبدعم من هامش ربحية جيدة ونموذج تمويل مرن (70-80% تمويل بالدين و20-30% قروض مرحلية للأسهم - EBLs)، نتوقع أن تحقق شركة مياها تدفقات نقدية جيدة مع تحويل قوي للأرباح قبل الفوائد، الضرائب، الإهلاك والإطفاء إلى التدفقات النقدية الحرة، وهو ما يكفي لتوسيع النفقات الرأسمالية والتزامات توزيع الأرباح.

**لا يزال مشروع الحائر مشروعاً استراتيجياً، إلا أن التحوط من أسعار الفائدة الثابتة قد يؤثر على القيمة الدفترية على المدى القريب:** تُعد محطة معالجة مياه الصرف الصحي في الحائر امتيازاً استراتيجياً ذا أهمية في محفظة شركة مياها بنظام البناء والتملك والتشغيل ونقل الملكية (BOOT)، بمدة استحقاق تبلغ 25 عامًا، وقيمة تراكمية للمشاريع تبلغ 3.8 مليار ريال، وسعة تصميمية تبلغ 200,000 متر مكعب يوميًا. تمتلك شركة مياها حصة 45%، وبينما يتقدم البناء بثبات (اكتمل 14% حتى الربع الثاني من عام 2025؛ ومن المتوقع إحراز تقدم كبير في النصف الثاني من عام 2025)، يعكس المشروع حاليًا قيمة دفترية سلبية بسبب مخصص قدره 16.2 مليون ريال مقابل استثماره، وذلك على خلفية تحوطات أسعار الفائدة الثابتة، نتيجة توقعات انخفاض معدلات الفائدة. وبالنظر إلى مزيد من تخفيف أسعار الفائدة وهامش ربح البناء الضئيل لمشروع الحائر، نتوقع المزيد من الضغط على القيمة الدفترية، مما يعزز الأساس المحاسبي لهذا المخصص.

ومع ذلك، فهو تأثير محاسبي غير نقدي، وليس انعكاسًا لأساسيات المشروع. مع استقرار أسعار الفائدة واقتراب موعد التسليم المتوقع في الربع الرابع من عام 2026، قد تتعافى تقييمات التحوط. بشكل عام، لا تزال المؤشرات الاقتصادية طويلة الأجل للمشروع جيدة، مع معدل عائد داخلي منخفض متوقع برقم من خانتين وفقًا لحساباتنا، مما سيؤدي إلى استقرار دخل الأسهم مستقبلًا.

**التقييم والمخاطر:** نعتد منهجية خصم التدفقات النقدية لتقييم عمليات شركة مياها الحالية ومشاريعها الجارية (مثل المدينة الصناعية في الدمام، والمدينة الصناعية في جدة ، ومطار الملك خالد الدولي، مشروع LTOM، ورأس تنورة). وبشكل منفصل، نأخذ في الاعتبار استثمارات الشركة في أسهم شركة الحائر (مملوكة بنسبة 45%؛ على خصم التدفقات النقدية، بعد تعديل المخصص الأخير) وشركة الشركاء الدوليون للمياه (40%؛ بالقيمة الدفترية)، وشركة الشركاء الدوليون الثانية للمياه (35%، بالقيمة الدفترية). يتضمن تقييمنا للتدفقات النقدية المخصصة توقعات حتى عام 2033، ويأخذ في الاعتبار حسابات القيمة النهائية لما بعد ذلك، مع الأخذ في الاعتبار المدة الممتدة لعقود شركة مياها وتجديدها. بناءً على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بنسبة 7.3% ومعدل نمو نهائي بنسبة 2.5%، نصل إلى سعر مستهدف لمدة عام واحد قدره 23 ريال/السهم، مما يعني التوصية بالحياد.

تشمل المخاطر السلبية اعتماد الشركة على الإنفاق الحكومي، المخاطر المتعلقة بعملية تقديم العطاءات، عدم تجديد/إنهاء المبكر للعقود، زيادة المنافسة، المخاطر المتعلقة بأسعار المدخلات، والتأخير في تحصيل المستحقات

## 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](http://www.gibcapital.com)