

السعر المستهدف: 705.0 ريال/السهم

السعر الحالي: 616.5 ريال/السهم

نسبة الإرتفاع: 14.4% (+عائد التوزيعات 1.7%)

التوصية: زيادة المراكز

شركة علم

نخفض السعر المستهدف بناء على تحديث التوقعات وافتراضات التقييم، نحافظ على توصية زيادة المراكز

- معدل النمو السنوي المركب المتوقع للإيرادات للفترة 2026-2028 يبقى عند مستوى جيد بحوالي 14%، على الرغم من خفض التوقعات للفترة 2026-2027 بنسبة 5% تقريباً.
- نخفض توقعاتنا للأرباح بنسبة 15-19% للفترة 2026-2027 نظراً لتخفيض توقعات الإيرادات وتوقعات الهوامش؛ ونتوقع الآن نمو صافي الربح بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 13% مقارنة بـ 16.6% سابقاً.
- بعد مراجعة تقديراتنا وافتراضات التقييم، عدلنا السعر المستهدف للسهم إلى 705 ريال للسهم بناءً على التقييم المختلط باستخدام خصم التدفقات النقدية ومكرر الربحية، مع المحافظة على توصية زيادة المراكز.

من المتوقع أن تكتسب أوجه التآزر في الإيرادات زخماً أكبر بحلول نهاية عام 2026... نمت إيرادات شركة علم في النصف الأول 2026 بنسبة 21% تقريباً على أساس سنوي، مدفوعةً بشكل رئيسي بدمج نتائج شركة ثقة، التي ساهمت بمبلغ 664 مليون ريال في إجمالي الإيرادات خلال الفترة. وباستثناء هذا الأثر، سجلت الإيرادات نمواً قوياً بنسبة 11.5% على أساس سنوي، مما يعكس نمواً عضوياً جيداً، في حين كانت مساهمة شركة مدار ضئيلة وبلغت 14 مليون ريال. واعتباراً من الربع الثالث 2026، نتوقع أن تعود معدلات نمو الإيرادات إلى مستوياتها الطبيعية مع انعكاس مساهمة ثقة بالكامل في قاعدة المقارنة. ومع ذلك، ظلت مساهمة أوجه التآزر في الإيرادات محدودة، حيث لم يتحقق سوى جزء بسيط منها خلال النصف الأول من عام 2026. وتتوقع الإدارة أن تصل قيمة أوجه التآزر في الإيرادات المرتبطة بثقة إلى 315 مليون ريال في عام 2026 عبر 15 منتجاً، مدفوعةً بشكل أساسي بمبادرات الاحتفاظ بالعملاء والتوسع (193 مليون ريال)، وفرص البيع المتقاطع والبيع الإضافي (96 مليون ريال)، وطرح منتجات جديدة (26 مليون ريال).

...مدعومةً بأساسيات نمو عضوي قوية على المدى المتوسط: تظل اتجاهات الإيرادات الأساسية قوية ومتنوعة عبر محفظة أعمال علم. وقد ظل قطاع الأعمال الرقمية المحرك الرئيسي للنمو، رغم الضغوط التي واجهها في بعض المجالات نتيجة أولويات الإنفاق الحكومي والاضطرابات الجيوسياسية التي أثرت على أنشطة بعض المنصات، ولا سيما منصة "فسح". ونعتقد أن القطاع لا يزال في وضع جيد لتحقيق النمو، مدعوماً بزيادة أحجام المعاملات، وارتفاع معدلات استخدام الخدمات ذات القيمة المضافة، وتوسيع نطاق اعتماد المنتجات. وأشارت الإدارة إلى أن المنتجات التي أطلقت في عام 2026 حققت إيرادات بقيمة 105 ملايين ريال في النصف الأول 2026، بينما ساهمت المنتجات التي أطلقت في عام 2025 بمبلغ 210 ملايين ريال خلال الفترة. ومن المرجح أن تولد هذه المنتجات مجتمعةً إيرادات تبلغ حوالي 610 ملايين ريال بنهاية عام 2026، مما يوفر مساراً واضحاً للنمو الذاتي، وفقاً لتقديرات الإدارة. علاوة على ذلك، فازت علم باتفاقية لمشاركة الإيرادات مدتها خمس سنوات مع الهيئة السعودية للمواصفات والمقاييس والجودة في يوليو 2026، وتتوقع الشركة أن تدر هذه الاتفاقية حوالي 1.42 مليار ريال (ما يعادل 15% من إجمالي إيرادات عام 2025) على مدار مدة العقد، تلاها توقيع عقد آخر مدته خمس سنوات بين ثقة ووزارة التجارة (بنظام مشاركة الإيرادات، وبقيمة متوقعة تبلغ حوالي 1.8 مليار ريال)، مما يعزز بشكل أكبر وضوح آفاق الإيرادات على المدى المتوسط.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون ريال سعودي)	2024	2025	2026 م	2027 م	2028 م
الإيرادات	7,407	9,465	11,078	12,629	14,154
معدل نمو الإيرادات	26%	28%	17%	14%	12%
إجمالي الربح	3,031	3,678	4,366	4,954	5,616
هامش إجمالي الربح	41%	39%	39%	39%	40%
الربح التشغيلي	1,700	2,030	2,337	2,678	3,099
هامش الربح التشغيلي	23%	21%	21%	21%	22%
صافي الربح	1,827	2,090	2,267	2,589	3,034
هامش الربح	24.7%	22.1%	20.5%	20.5%	21.4%
معدل نمو الأرباح	34.7%	14.4%	8.4%	14.2%	17.2%
ربحية السهم (ريال)	23.5	26.9	29.1	33.2	38.9
التوزيعات للسهم (ريال)	7.5	9.0	10.2	13.3	17.5
مكرر الربحية	26.2x	23.0x	21.2x	18.6x	15.8x
EV/EBITDA	22.4x	18.6x	15.9x	14.0x	12.1x

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

بيانات السهم

رمز الشركة	7203
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	49,320
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	60.1
نسبة الاسهم الحرة	33.0%
نسبة المستثمرين الأجانب	6.9%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.71%

المصدر: بلومبيرج

مؤشر تاسي مقابل سهم علم



المصدر: بلومبيرج

Ahmed Almutawah

+966-11-834 8498

ahmed.almutawah@gibcapital.com

علاوة على ذلك، فإن حجم الأعمال المتراكمة القوي في قطاع إسناد الأعمال والبالغ 4.8 مليار ريال كما في يونيو 2026، (بدعم من 21 مشروعاً خلال النصف الأول من عام 2026) يعزز، في رأينا، الأفاق المستقبلية لشركة علم. وبناءً على ذلك، نتوقع أن يبلغ إجمالي الإيرادات نحو 11.1 مليار ريال في عام 2026 (بزيادة 17% على أساس سنوي، وهو ما يتماشى مع النطاق توجيهات للإدارة البالغ 17-19%)، يليه نمو سنوي يتراوح بين 12% و 14% خلال عامي 2027 و 2028، ليصل الإجمالي إلى نحو 14.2 مليار ريال بحلول عام 2028. ورغم خفضنا لتوقعاتنا لإجمالي الإيرادات للفترة 2026-2028 بنسبة 5%، فإننا نواصل توقع معدل نمو سنوي مركب جيد يبلغ 14.4% خلال الفترة.

نتوقع هوامش أقل للربح الإجمالي رغم أداء النصف الأول من عام 2026: ارتفع هامش الربح الإجمالي لشركة علم بمقدار 60 نقطة أساس على أساس سنوي ليصل إلى 41.6% في النصف الأول 2026، مدفوعاً بشكل رئيسي بقوة الهامش على مستوى علم بشكل منفصل (44.4% مقابل 40.9% في النصف الأول 2025)، وهو ما قابله جزئياً الأثر المخفّض للهامش الناتج عن شركة ثقة، التي حققت هامش ربح إجمالي بلغ حوالي 23% خلال الفترة. وقد ساهم في هذا التحسن زيادة مساهمة قطاع "الأعمال الرقمية" الذي يتميز بهوامش ربح مرتفعة، بالإضافة إلى توسع الهوامش في قطاعي إسناد الأعمال والخدمات الاحترافية. وبالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن يتراجع هامش الربح الإجمالي لشركة علم عن مستوياته الحالية والتاريخية؛ ففي حين يُتوقع أن يواصل قطاع الأعمال الرقمية تحقيق هوامش ربح مجزية، من المرجح أن تؤدي عملية دمج شركة ثقة إلى خفض متوسط الهامش الإجمالي مقارنة بالأداء التاريخي للشركة. علاوة على ذلك، تشير توقعات الإدارة باستقرار هوامش العقود المتراكمة في قطاع إسناد الأعمال عند نطاق 17%-20%، مقارنة بالنطاق التاريخي البالغ 19%-23%، إلى مزيج أقل جاذبية للمشاريع المرساة، وبالتالي انخفاض مستويات الربحية. وبناءً على ذلك، نتوقع أن يبلغ متوسط هامش الربح الإجمالي 39.4% خلال الفترة (2026-2028)، قبل أن يتحسن تدريجياً ليصل إلى حوالي 40% بحلول عام 2029، مدعوماً بفرص التوسع وتحقيق التآزر. وتُعد هذه النسبة أقل بشكل ملموس من تقديراتنا السابقة البالغة حوالي 42% لتلك الفترة، مما يعكس نظرة أكثر تحفظاً بشأن الربحية على المدى المتوسط.

تستمر قاعدة التكاليف التشغيلية في الضغط على هامش الربح التشغيلي: قفزت المصاريف التشغيلية بنحو 34% على أساس سنوي لتصل إلى 941 مليون ريال في النصف الأول 2026، مما رفع نسبة المصاريف التشغيلية إلى الإيرادات لتصل إلى 18.8%، وهي نسبة تتجاوز توقعاتنا الأولية. ويعزى جزء من ذلك إلى مصاريف غير متكررة بقيمة 18 مليون ريال مرتبطة ببرنامج انتقال القوى العاملة في شركة ثقة؛ وباستثناء هذا البند، يُتوقع أن تستقر قاعدة التكاليف الحالية إلى حد كبير، مع تحسن تدريجي مع الرفع التشغيلي بالتزامن مع نمو الإيرادات. ومع ذلك، ونظراً لارتفاع قاعدة التكاليف التشغيلية واعتماد افتراضات أكثر تحفظاً بشأن الربحية، نتوقع الآن أن تميل هوامش الربح التشغيلي لتكون أقل من المستويات المسجلة في عامي 2023-2024. وبناءً على ذلك، نتوقع أن تبلغ هوامش الربح التشغيلي 21.1% في عام 2026 (مقارنة بـ 21.4% في عام 2025 ونطاق توجيهات الإدارة البالغ 21-23%)، وأن تظل مستقرة إلى حد كبير في عام 2027 قبل أن تتعافى تدريجياً لتصل إلى نحو 22% بحلول عام 2028، مدعومة بتوسع هامش الربح الإجمالي وتأثير الرفع التشغيلي.

نخفض توقعات الأرباح نتيجة مراجعة الهوامش والرفع التشغيلي: تستند توقعاتنا للأرباح بشكل أساسي إلى الأداء التشغيلي، مع افتراض مساهمة ضئيلة من الدخل الناتج عن المشاريع المشتركة والشركات الزميلة. وفي الوقت نفسه، من المتوقع أن تظل المصاريف التمويلية مرتفعة على المدى المتوسط نتيجة لزيادة الاقتراض عقب عمليات الاستحواذ الأخيرة. ومع ذلك، فإن المركز النقدي والمالي القوي لشركة علم من شأنهما أن يسمحا للدخل التمويلي بتعويض هذا الأثر السلبي إلى حد كبير. وعليه، نتوقع نمو صافي الربح بنسبة متواضعة تبلغ 8.4% على أساس سنوي ليصل إلى نحو 2.27 مليار ريال في عام 2026، يليه نمو في نطاق منتصف خانة العشرات خلال عامي 2027 و 2028، مما يدفع الأرباح لتتجاوز حاجز 3 مليار ريال بحلول عام 2028. ويشير هذا إلى معدل نمو سنوي مركب للأرباح بنسبة 13.2% للفترة 2026-2028، مقارنة بـ 16.6% وفقاً لتوقعاتنا السابقة. وبشكل عام، تعكس توقعاتنا المعدلة انخفاضاً بنسبة 17.3% في إجمالي الأرباح للفترة 2026-2028، مدفوعاً في المقام الأول بنظرة أكثر تحفظاً بشأن هوامش الربح الإجمالي المستدامة ووتيرة الرفع التشغيلي.

تحديث التوقعات: في ضوء مراجعتنا لتوقعات إيرادات شركة علم بناءً على البيئة الاقتصادية الكلية الراهنة، قمنا بخفض تقديرنا للإيرادات بنسبة تقارب 5% لعامي 2026 و 2027. كما شملت المراجعة افتراضات الربحية؛ إذ تم خفض هوامش الربح الإجمالي بمقدار نقطتين مئويتين لعام 2026 وبمقدار 2.7 نقطة مئوية لعام 2027، وذلك نتيجة لتغيرات في مزيج المشاريع والأثر المخفّض لهوامش شركة ثقة. ونظراً لانخفاض هوامش الربح الإجمالي وارتفاع قاعدة التكاليف التشغيلية، قمنا بخفض توقعاتنا للربح التشغيلي بنسبة تتراوح بين 16% و 18% للفترة 2026-2027. وقد انعكس ذلك على صافي الأرباح، مما أدى إلى خفض تقدير صافي الربح بنسبة 15.5% لعام 2026 وبنحو 19% لعام 2027، وهو ما يعكس إلى حد كبير خفضنا لتوقعات الأرباح التشغيلية.

التقييم والمخاطر: يعتمد تقييمنا لشركة علم على مزيج متساوي من تقييم التدفقات النقدية المخصومة وتقييم مكرر الربحية. وبناءً على نموذج التدفقات النقدية المخصومة، يبلغ السعر المستهدف للسهم لعام واحد قادم عند 725 ريال للسهم، وذلك استناداً إلى متوسط تكلفة رأس المال المرجح بنسبة 10.5%، مما يعكس توقعاتنا التشغيلية. أما بالنسبة للتقييم النسبي، فنستخدم مكرر ربحية يبلغ 22 مرة على متوسط تقديراتنا لربحية السهم لعامي 2026 و 2027، وهو ما يمثل خفضاً ملموساً مقارنة بإطار التقييم السابق ليعكس إعادة تقييم السوق وتوقعات النمو المحدثة للشركة؛ وينتج عن هذه الطريقة سعر مستهدف للسهم يبلغ 685 ريال للسهم. وعليه، فإن تقييمنا المركب يحدد السعر المستهدف لعام واحد قادم لسهم علم عند 705 ريال/السهم، مع تصنيف زيادة المراكز، وإمكانية صعود السعر بنسبة 14.4% عن المستويات الحالية.

تشمل المخاطر الرئيسية التي قد تؤثر سلباً على تقييمنا: ارتفاع شدة المنافسة، وتباطؤ وتيرة التحول الرقمي في المملكة العربية السعودية عن المتوقع، وضعف وتيرة ترسية المشاريع وتنفيذها مقارنة بالتوقعات، وارتفاع تضخم الأجور بأكثر من المتوقع، فضلاً عن احتمالية فقدان اتفاقيات البيانات المبرمة 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 والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم 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. وجي 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 ملائمة 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 البحوث) 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. وجي 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٪، 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