

السعر المستهدف: 16.5 ريال/السهم  
السعر الحالي: 12.99 ريال/السهم  
نسبة التغير: 27% (+عائد التوزيعات 4.0%)  
التوصية: زيادة المراكز

## شركة جاز العربية للخدمات (جاز)

### لا تزال آفاق الشركة قوية رغم الظروف الإقليمية

- كان للظروف الإقليمية الحالية تأثير محدود على عمليات الشركة التشغيلية حتى الآن، حيث ظلت اتجاه الإيرادات قوية عند حوالي 1.5 مليار ريال سنوياً على مدى عامي 2026-2027، مدعومة بسجل طلبات يبلغ حوالي 2 مليار ريال و معدل تنفيذ قوي (90% من السجل سيتم تنفيذه على مدى 2026-2027).
- من المتوقع أن تنمو الأرباح بمعدل نمو سنوي مركب جيد يبلغ 5.4% خلال الفترة 2025-2028، مدعومة بسجل الطلبات القوي، وتحسن الهوامش، ودخل قوي من الشركات الزميلة.
- بعد مراجعة تقديراتنا وافتراضات التقييم، حددنا سعراً المستهدف لمدة عام واحد عند 16.5 ريال للسهم باستخدام مزيج متساوٍ من مكرر الربحية (15 مرة على ربحية السهم المتوقعة لعام 2026) والتدفقات النقدية المخصومة، ونحافظ على توصية "زيادة المراكز" للسهم.

**لم تتأثر الأنشطة التجارية إلى حد كبير على الرغم من التوترات الإقليمية...** أشارت شركة جاز العربية إلى أن التوترات الإقليمية المستمرة لم تؤثر بشكل كبير على العمليات التشغيلية حتى الآن، حيث تسير الأنشطة التجارية بشكل طبيعي، مدعومة بتوافر المواد المحلية الكافية والاعتماد على الشحن الجوي لقطع الغيار (تسحن من الرياض إلى الدمام برأ). علاوة على ذلك، من المرجح أن يتم تعويض أي تباطؤ محتمل في منح مشاريع الهندسة والمشتريات والإنشاءات الجديدة إلى حد كبير من خلال زيادة الطلب على خدمات القوى العاملة، مدفوعة بأعمال الصيانة الدورية لدى العديد من العملاء الكبار (وخاصة في قطاع البتروكيماويات). مع ذلك، وعلى صعيد الربحية، قد تؤدي زيادة تكاليف النقل (التي تُمثل حوالي 1-1.5% من تكلفة البضائع المباعة) نتيجة لإعادة توجيه الخدمات اللوجستية إلى الضغط على هامش الربح الإجمالية بنحو 50 نقطة أساس، على الرغم من أن تمرير جزء من التكاليف قد يحد من التأثير إلى حوالي 25 نقطة أساس، في تقديرنا.

**... مع وجود سجل طلبات متماسك للأعمال ومعدل تنفيذ قوي يضمن مسار الإيرادات:** على الرغم من تسجيل مستوى إيرادات سنوي قياسي بلغ حوالي 1.4 مليار ريال في عام 2025 نتيجة لمعدل تنفيذ قوي، إلا أن حجم الطلبات المترامية ظل متماسكاً عند حوالي 2 مليار ريال (+19.4% على أساس سنوي)، مدعوماً بتدفق مستمر للطلبات في قطاع الخدمات الفنية (+1.1 مليار ريال من الطلبات الجديدة) وقطاع التصنيع (+187 مليون ريال من الطلبات الجديدة). ومع ذلك، ونظراً لبيئة الأعمال الحالية، نتوقع بشكل متحفظ أن تعود الطلبات الجديدة لقطاع الخدمات الفنية إلى وضعها الطبيعي عند 800-850 مليون ريال سنوياً خلال عامي 2026-2027، مع توقع انخفاض مماثل في قطاع التصنيع في حدود 45-50 مليون ريال خلال نفس الفترة، بينما من المرجح أن يظل تدفق الطلبات في قطاع التجارة مستقرًا نظرًا لأن 90% من أعمال هذا القطاع متكررة. وبناءً على ذلك، واستناداً إلى الجدول الزمني الحالي للاعتراف بسجل الطلبات (50% في عام 2026، و40% في 2027) والتوقعات المتحفظة للطلبات الجديدة، نرفع تقديراتنا للإيرادات بحوالي 4% لكل من عامي 2026 و2027، ليستقر عند حوالي 1.5 مليار ريال سنوياً، مما يعني معدل نمو سنوي مركب قدره 2.3% خلال الفترة 2025-2028.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون ريال سعودي)	2024	2025	2026م	2027م	2028م
الإيرادات	1,093	1,440	1,460	1,514	1,540
معدل نمو الإيرادات	51%	32%	1%	4%	2%
إجمالي الدخل	172	226	240	253	254
هامش إجمالي الدخل	15.8%	15.7%	16.4%	16.7%	16.5%
الربح التشغيلي + الدخل من الشركات الزميلة	111	149	155	170	174
صافي الربح	114	151	157	172	176
هامش الربح	40%	32%	4%	9%	3%
معدل نمو الأرباح %	10.4%	10.5%	10.8%	11.3%	11.5%
ربحية السهم (ريال)	0.72	0.95	1.00	1.09	1.12
توزيعات السهم (ريال)	0.38	0.50	0.52	0.57	0.58
مكرر الربحية	18.0x	13.6x	13.0x	12.0x	11.6x
EV/EBITDA	21.0x	13.8x	12.3x	11.7x	11.7x

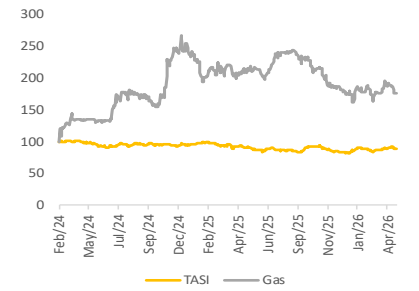
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

#### بيانات السهم

رمز الشركة	4146
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	2,054
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	2.9
نسبة الأسهم الحرة	42.7%
نسبة المستثمرين الأجانب	3.6%
حجم الأسهم الحرة في تاسي	0.09%

المصدر: بلومبيرغ

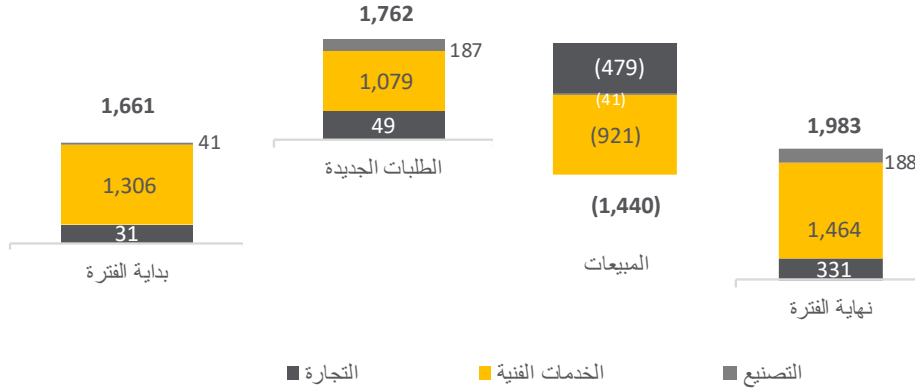
#### تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبيرغ

**Kunal Doshi**  
+966-11-834 8372  
[Kunal.doshi@gibcapital.com](mailto:Kunal.doshi@gibcapital.com)

شكل 1: تطور سجل الطلبات - 2025 (مليون ريال)



المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

**من المتوقع تحسن هامش الربح بفضل تحسين مزيج سجل الطلبات المتراكمة، لكنها ستظل أقل من المستويات التاريخية:** تراجع هامش الربح الإجمالي للشركة خلال النصف الثاني من عام 2025، ليصل إلى حوالي 13.6% (مقارنةً بـ 18.3% في النصف الأول من العام نفسه)، ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى سببين: أولهما، هامش ربح أقل في قطاع الخدمات الفنية (أقل من 9%)، حيث ركزت معظم المشاريع في مراحل الشراء المبكرة، والتي عادةً ما تحقق هامش ربح أقل من مشاريع مراحل الإنجاز؛ وثانيهما، تراجع هامش الربح في قطاع التجارة إلى مستوياتها الطبيعية بعد أن كانت مرتفعة بشكل غير معتاد عند حوالي 27% في الربع الثاني من عام 2025، والتي كانت مدعومة بدخل عمولات غير متكرر. ونتوقع أن تتعافى هامش الربح لتصل إلى 16.4% في عام 2026 (مقارنةً بـ 17.8% سابقاً)، مدعومة بتحسين مزيج دورة حياة المشاريع في قطاع الخدمات الفنية، حيث تنتقل العقود تدريجياً إلى مراحل الإغلاق ذات هامش الربح الأعلى (لتستقر عند مستويات 12-13% تقريباً)، واستقرار هامش الربح في قطاع التجارة بين حوالي 21-22%، مدعومةً بمزيج تصنيع المنتجات الأصلية OEM ذي هامش الربح الأعلى.

**نتوقع أن يدعم الأرباح التحسن المتوقع في الدخل من الشركات الزميلة:** شهدت إيرادات جاز من الشركات الزميلة نمواً قوياً بنسبة 53% على أساس سنوي في عام 2025، لتصل إلى 42.6 مليون ريال، مدعومة بتحسينات تشغيلية في المشاريع المشتركة القائمة وزيادة في الإيرادات من المشاريع المشتركة الموقعة حديثاً. وشهد معدل الاعتراف بالإيرادات للربع الرابع من عام 2025 ارتفاعاً ملحوظاً إلى 17.9 مليون ريال (مقارنةً بـ 12-13 مليون ريال في الأرباع السابقة)، مما يعكس تحسن أداء المشاريع المشتركة القائمة والمساهمة الأولية لشهر واحد من حصتين تم الاستحواذ عليهما حديثاً - [إيجل بورغمان العربية السعودية المحدودة](#) و [تي سي آر العربية المحدودة](#) - بعد إتمام الصفقة في ديسمبر 2025.

بالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن يظل الدخل من الشركات الزميلة مستقرًا بشكل عام عند 44 مليون ريال في عام 2026، حيث من المرجح أن يعوض عائد الحصص المكتسبة حديثاً على مدار العام أي انخفاض طفيف ناتج عن عمليات الصيانة الدورية في بعض المشاريع المشتركة القائمة. ومع ذلك، فإنه بعد عام 2026، من المتوقع نمو الدخل من الشركات الزميلة بنسبة 10% سنوياً في عام 2027، مدفوعاً بتحسينات أداء المشاريع المشتركة القائمة ومساهمات المشاريع المشتركة الجديدة. وبناءً على ذلك، نتوقع أن ينمو صافي الدخل بمعدل نمو سنوي مركب قدره 5.4% خلال الفترة 2025-2028، مدعوماً بحجم سجل الطلبات، وتحسن هامش الربح، والدخل القوي من الشركات الزميلة.

**مراجعة التقديرات:** رفعا تقديراتنا للإيرادات بنسبة 4% لكل من عامي 2026 و 2027، مع خفض هامش الربح الإجمالي بمقدار 140 نقطة أساس و 110 نقاط أساس للفترة نفسها، وذلك لمراعاة مزيج سجل الطلبات المتراكمة الحالية وارتفاع تكاليف الخدمات اللوجستية. ومع ذلك، من المرجح أن يدعم الدخل القوي من الشركات الزميلة صافي الأرباح، مما يؤدي إلى تحديث تقديراتنا بالزيادة بنسبة 3% و 5% لعامي 2026 و 2027 على التوالي.

جدول 2: تقديراتنا المحدثه

ريال سعودي	المتوقع لعام 2026		المتوقع لعام 2027		التغير
	الحالي	السابق	الحالي	السابق	
الإيرادات	1,460	1,409	1,514	1,459	4%
إجمالي الربح	240	251	253	260	-3%
هامش الربح الإجمالي %	16.4%	17.8%	16.7%	17.8%	
الربح التشغيلي	111	122	121	130	-6%
هامش الربح التشغيلي %	7.6%	8.7%	8.0%	8.9%	
الربح التشغيلي + الدخل من الشركات الزميلة	155	153	170	164	4%
صافي الربح	157	153	172	164	5%
هامش صافي الربح %	10.8%	10.9%	11.3%	11.2%	

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

**توقعات الربع الأول من عام 2026:** نتوقع نمو الإيرادات بنسبة 10.4% على أساس سنوي في الربع الأول من عام 2026 (مع انخفاض بنسبة 13% تقريبًا على أساس ربع سنوي بسبب العوامل الموسمية)، مدفوعًا بالتنفيذ القوي لعقود الهندسة والمشتريات والإنشاءات (EPC) واستقرار عمليات التسليم في قطاع التجارة. مع ذلك، من المرجح أن ينمو إجمالي الربح بوتيرة أبطأ تبلغ 5.4%، مما يعكس تغييرًا في مزيج المشاريع المتراكمة ودورة حياة المشاريع. ومع ذلك، من المتوقع أن يرتفع صافي الربح بنسبة 11% على أساس سنوي ليصل إلى 34.8 مليون ريال في الربع الأول من عام 2026، مدعومًا بدخل قوي من المشاريع المشتركة.

جدول 3: توقعات جي آي بي كابيتال للربع الأول 2026

مليون ريال سعودي	الربع الأول 2026	الربع الأول 2025	على أساس سنوي	الربع الرابع 2025	على أساس ربعي
الإيرادات	355	322	10.4%	410	-13.4%
الربح الإجمالي	58	55	5.4%	52	11.5%
هامش الربح الإجمالي %	16.4%	17.2%		12.8%	
الربح التشغيلي	27	32	-15.5%	21	29.4%
هامش الربح التشغيلي	7.7%	10.0%		5.1%	
الربح التشغيلي + الدخل من الشركات الزميلة	35	32	9.6%	39	-11.0%
صافي الربح	35	31	11.0%	43	-18.2%
هامش صافي الربح %	9.8%	9.7%		10.4%	-5.6%

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

**التقييم والمخاطر:** نُقِّم الشركة باستخدام كل من تقييم مكرر الربحية وتقييم التدفقات النقدية المخصومة بوزن متساوي. وفقًا لتقييم مكرر الربحية، اعتمدنا مكرراً يبلغ 15 مرة، بناءً على ربحية السهم المُتوقعة لعام 2026 (مُخَفَّضًا من 19 مرة سابقاً، نتيجةً لانخفاض مكررات التقييم على مستوى القطاع ككل)، ما يُؤدِّي إلى سعر مُستهدف مُتوقع لمدة عام واحد قدره 16.4 ريال/السهم. أما بالنسبة لتقييم التدفقات النقدية المخصومة، فقد رفعنا افتراضنا لمتوسط تكلفة رأس المال المرَّجَح إلى 10.0% من 8.8%، وذلك بشكل أساسي ليعكس ارتفاع علاوة المخاطر في قطاع النفط والغاز والقطاعات ذات الصلة، ما يُؤدِّي إلى سعر مُستهدف مُتوقع لمدة عام واحد قدره 16.6 ريال/السهم. ويُنتج عن ذلك سعر مُستهدف مُختلف مُتوقع لمدة عام واحد قدره 16.5 ريال/السهم، ما يُشير إلى ارتفاع مُحتَمَل بنسبة 27% تقريبًا، ويدعم توصيتنا بزيادة المراكز في سهم.

تجدر الإشارة إلى أن سهم شركة جاز يُتداول حاليًا عند مضاعف قيمة المنشأة/الطلبات المتراكمة خلال الاثني عشر شهرًا الماضية، والذي يبلغ 1.1 مرة (0.9 مرة للعام القادم)، وهو أقل من متوسط الاثني عشر شهرًا الماضية البالغ 1.2 مرة، وأقل من أعلى مستوياته التاريخية البالغة 1.8 مرة، مما يشير إلى فرصة استثمارية جذابة.

تشمل المخاطر الرئيسية المحتملة تباطؤ توسع أرامكو، واشتداد المنافسة، وانخفاض سيولة التداول، وانخفاض عمليات إغلاق مصانع البتروكيماويات عن المتوقع، ومخاطر التنفيذ.

## 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 (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. 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)