

السعر المستهدف 16.0 ريال للسهم
السعر الحالي: 12.0 ريال للسهم
نسبة الارتفاع: +33.5%
التوصية: زيادة المراكز

شركة رتال للتطوير العمراني (رتال)

مبيعات مسبقة قوية وسجل طلبات مشاريع قوي تدفع النمو

- من غير المرجح أن تتعرض شركة رتال لتصحيح محتمل كبير للأسعار في الرياض نظراً لقوة المبيعات قبل اكتمال التطوير، ومزيج مشاريع الشركة الوطنية للإسكان بأسعار معقولة، واتفاقيات الشراء.
- يدعم وجود سجل طلبات مشاريع قوي يبلغ حوالي 19 مليار ريال بحلول الربع الرابع من عام 2025، مع إمكانية تحقيق حوالي 70% منه خلال الفترة 2026-2028م، رؤية قوية للإيرادات (بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 30%) ونمو الأرباح بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 27% خلال الفترة 2024-2028م.
- بعد مراجعة التقديرات وترحيل التقييم، حددنا السعر المستهدف عند 16 ريال /السهم (سابقاً 14 ريال/السهم) باستخدام تقييم التدفقات النقدية المخضومة، مما يعني فرصة ارتفاع جيدة بنسبة 33.5% مع تصنيف زيادة المراكز.

قد تشهد الوحدات غير المباعة البالغ عددها 1.6 ألف وحدة في الرياض ضغطاً على الأسعار على المدى القريب... دفعت الإصلاحات التنظيمية في المملكة العربية السعودية لعام 2025، بما في ذلك تعديل ضريبة الأراضي البيضاء، وتجميد الإجراءات في الرياض لمدة خمس سنوات، وإطلاق منصة توازن لتوفير الأراضي المدعومة، بعض المشترين إلى تأجيل عمليات الشراء تحسباً لتصحيح محتمل في أسعار العقارات، لا سيما في الرياض، مما يضغط على مبيعات القطاع ككل. وبينما لا تتأثر شركة رتال بشكل مباشر بضريبة الأراضي البيضاء أو تجميد الإجراءات، فإننا نقوم بتقييم مدى تأثيرها بمخاطر الأسعار في الرياض. وبناءً على حساباتنا، تم بيع أو تأمين حوالي 84% من إجمالي الوحدات (8300 وحدة) في المشاريع القائمة عبر اتفاقيات شراء مسبقة، بينما تم التعاقد بالكامل على حوالي 10% إضافية من الوحدات في المشاريع القادمة (7800 وحدة) من خلال اتفاقيات شراء مسبق. ومن بين الوحدات المتبقية غير المباعة (8300 وحدة؛ 52% من إجمالي الوحدات على مستوى المجموعة)، يرتبط حوالي 6400 وحدة (77% من الوحدات غير المباعة) بمشاريع الشركة الوطنية للإسكان (باستثناء شراء الأراضي)، والتي تستهدف في الغالب تسهيل الإسكان، وهي مُسعرة بالفعل بأقل من أسعار السوق، مما يحد من مخاطر انخفاض الأسعار. باستثناء هذه الوحدات، يبلغ حجم الوحدات غير المباعة لشركة رتال في الرياض حوالي 1600 وحدة فقط، أي ما يعادل 20% من إجمالي الوحدات غير المباعة. وبناءً على ذلك، وبافتراض تصحيح سعري يتراوح بين 5% و15%، نتوقع أن يكون التأثير الإجمالي على الإيرادات حوالي 1.4% إلى 4.1% فقط في المتوسط سنوياً، مما يؤدي إلى انخفاض محتمل في هامش الربح الإجمالي بمقدار 1.1% إلى 3.4% (الشكل 5). ومع ذلك، ونظراً لتركيزها على الوحدات السكنية قيد الإنشاء، والوحدات المتوسطة إلى ذات الأسعار المعقولة، وسجلها القوي في تنفيذ المشاريع، نعتقد أن شركة رتال في وضع جيد يسمح لها بتجاوز أي تباطؤ في السوق على المدى القريب.

...لكن فتح باب الملكية الأجنبية يدعم المبيعات والأسعار تدريجياً: دخل قانون تملك الأجانب للعقارات حيز التنفيذ في يناير 2026، والذي يسمح بالتملك المباشر للأجانب للعقارات في مناطق محددة في الرياض وجدة، مع تطبيق شروط خاصة للتملك في مكة المكرمة والمدينة المنورة. ووفقاً لآخر تحديث صادر عن الهيئة العامة للعقار في يناير 2026، تعتزم الهيئة تحديد نحو 170 منطقة جغرافية في أنحاء المملكة يُسمح فيها لغير السعوديين بتملك العقارات.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون ريال سعودي)	2024	2025 م	2026 م	2027 م	2028 م
الإيرادات	2,063	2,461	3,465	4,474	5,922
معدل نمو الإيرادات	51%	19%	41%	29%	32%
مجمول الربح	500	526	720	901	1,145
الدخل التشغيلي	340	343	498	655	820
هامش الدخل التشغيلي	16%	14%	14%	15%	14%
صافي الربح	266	243	367	529	699
هامش صافي الربح	13%	10%	11%	12%	12%
ربحية السهم (ريال)	0.5	0.5	0.7	1.1	1.4
التوزيعات للسهم (ريال)	0.3	0.2	0.3	0.5	0.6
مكرر الربحية	22.5x	24.7x	16.4x	11.3x	8.6x

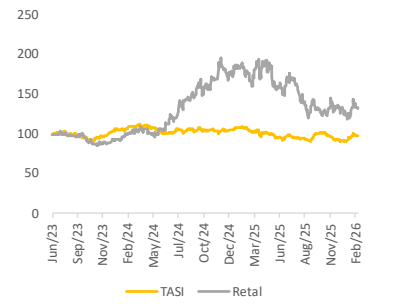
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

بيانات السهم

مؤشر تاسي	4322
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	6,000
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	16.5
نسبة الاسهم الحرة	43.5%
نسبة المستثمرين الأجانب	8.5%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.11%

المصدر: بلومبرغ

تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

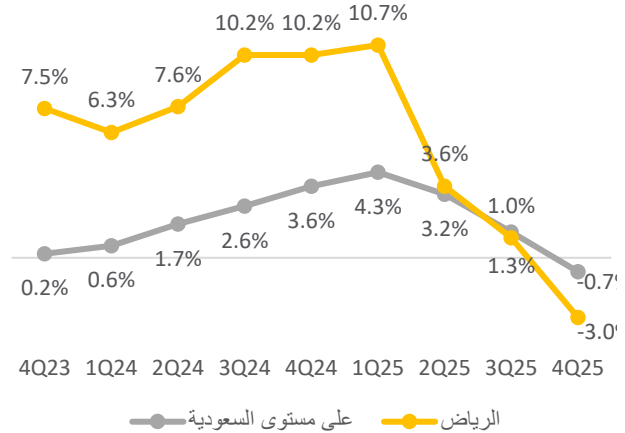
نعتقد أن مشاريع روشن، التي تمثل أكثر من 50% من الوحدات غير المباعة لشركة رتال في الرياض، والتي قد تتعرض لضغوط سعرية، من المرجح أن تُدرج ضمن هذه المناطق المخصصة، نظراً لمواقعها المتميزة ومكانتها الرائدة. وبالتالي، من المتوقع أن تستفيد هذه المشاريع من زيادة الطلب من المشتريين الأجانب، مما يخفف المخاوف بشأن ضغوط الأسعار ويدعم زخم المبيعات.

شكل 1: الوحدات غير المباعة بعدد الوحدات*



المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال، *يشمل المشاريع المعلن عنها في نوفمبر 2025.

شكل 3: مؤشر أسعار العقارات (على أساس سنوي)



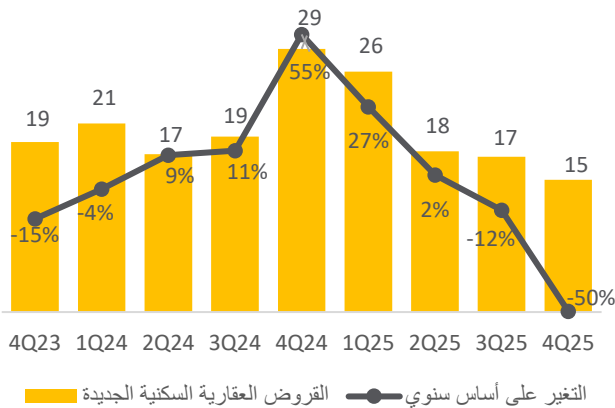
المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، أرقام، جي آي بي كابيتال

شكل 2: الوحدات غير المباعة بالإيرادات*



المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال، *يشمل المشاريع المعلن عنها في نوفمبر 2025.

شكل 4: القروض العقارية السكنية الجديدة (مليار ريال سعودي)



المصدر: تقرير الإحصائيات الشهرية من البنك المركزي السعودي

النمو القوي في سجل طلبات المشاريع يعزز من توقعات الإيرادات: بلغت القيمة الإجمالية لسجل المشاريع لشركة رتال (بما في ذلك المشاريع الجارية والمستقبلية) حوالي 18.8 مليار ريال في الربع الثالث من عام 2025، وارتفعت إلى حوالي 24.0 مليار ريال بعد فوزها بعقد كبير بقيمة 5.2 مليار ريال من الشركة الوطنية للإسكان في نوفمبر 2025. وبالمثل، بلغ رصيد الشركة من المشاريع (الإيرادات غير المعترف بها) 14.8 مليار ريال في الربع الثالث من عام 2025، ومن المتوقع أن يرتفع إلى 19.3 مليار ريال بحلول الربع الرابع من عام 2025 (بما في ذلك مشروع الشركة الوطنية للإسكان بقيمة 5.2 مليار ريال وتوقعات إيرادات بقيمة 719 مليون ريال لقطاع التطوير). وبناءً على ذلك، حتى بعد الأخذ في الاعتبار التأخير المعتاد لمدة تتراوح بين ربعين وثلاثة أرباع في تنفيذ المشاريع مقارنةً بالجدول الزمني المحددة، فإننا نقدر أن حوالي 70% من سجل المشاريع سيتم الاعتراف بها خلال الفترة 2026-2028م، مما يعني معدل إيرادات سنوي يبلغ حوالي 4.6 مليار ريال. ونتيجة لذلك، وبناءً على افتراض متحفّظ وسط تباطؤ قصير الأجل في نشاط المبيعات، نتوقع إيرادات تبلغ حوالي 3.5 مليار ريال في عام 2026، مع ارتفاع بحوالي 5.9 مليار ريال بحلول عام 2028، مدفوعة بـ (أ) انتعاش زخم المبيعات ابتداءً من عام 2027، (ب) معدل تنفيذ ثابت للمشاريع الجارية (وخاصة مشاريع الشراء المسبق)، و (ج) بدء المشاريع في الفئة الجديدة، والتي تقدر إيراداتها المحتملة بـ 10.3 مليار ريال.

من المتوقع نمو الأرباح بمعدل نمو سنوي برقم من خانتين خلال الفترة 2024-2028م، على الرغم من الضغوط المحتملة على الهوامش: استقر هامش الربح الإجمالي للشركة عند 21.7% خلال الأشهر التسعة الأولى من عام 2025 (مقارنةً بـ 24.2% في عام 2024 و 27.7% في عام 2023)، وهو ما يتماشى عمومًا مع توقعاتنا وضمن النطاق التوجيهي للإدارة الذي يتراوح بين 20% و 22%. وقد دعمت هوامش الربح في السنوات السابقة مساهمة أكبر من المشاريع ذات الهوامش الربحية العالية، مثل صناديق الاستثمار العقاري والمشاريع المملوكة للشركة. ومع توقع زيادة الإيرادات من المشاريع ذات الهوامش الربحية المنخفضة، بما في ذلك مشاريع الشركة الوطنية للإسكان وجبين، فمن المرجح أن تواجه هوامش الربح مزيدًا من الضغوط، والتي سيتم تعويضها جزئيًا من خلال رسوم التطوير المستقرة ذات الهوامش الربحية العالية (حوالي 60%) من مشاريع صناديق الاستثمار العقاري والمشاريع المشتركة. وبناءً على ذلك، نتوقع أن تتذبذب هوامش الربح الإجمالية بين السنوات، مما يعكس تغير مزيج العملاء ذوي هوامش الربح المختلفة، وأن تتراوح بين 19% و 21% تقريبًا خلال الفترة 2026-2028م. بشكل عام، وعلى الرغم من الانكماش المحتمل في هامش الربح، فمن المتوقع أن تنمو الأرباح بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 27٪ خلال الفترة 2024-2028م، مدعومة بنمو قوي في الإيرادات، والرفع التشغيلي، وانخفاض تكاليف التمويل.

تحليل السيناريوهات : لتقييم أثر تصحيح الأسعار المحتمل على الوحدات غير المباعة (باستثناء وحدات الشركة الوطنية للإسكان ولكن بما في ذلك مشاريع شراء الأراضي)، قمنا بوضع نماذج للسيناريوهات التالية:
في سيناريو الحالة الأساسية، نفترض القيمة المعلنة للمشاريع الجارية والمستقبلية، نظرًا لأن حوالي 1600 وحدة فقط معرضة لخطر انخفاض الأسعار، والذي يمكن تعويضه إلى حد كبير بارتفاع الطلب نتيجة لقانون الملكية الأجنبية الجديد. مع ذلك، في سيناريوهات أخرى، نفترض انخفاضًا في أسعار الوحدات بنسبة تتراوح بين 5% و 15%، مما قد يؤثر سلبيًا على إيرادات الشركة بنسبة تتراوح بين 1.4% و 4.1% سنويًا في المتوسط، مع انخفاض هامش الربح الإجمالي بنسبة تتراوح بين 1.1% و 3.4% سنويًا في المتوسط، كما هو موضح أدناه.

شكل 5: تحليل السيناريوهات لتقييم تأثير الانخفاض المحتمل في أسعار الوحدات

2028 م	2027 م	2026 م	
المبيعات (مليون ريال سعودي)			
5,922	4,474	3,465	السيناريو الأساس (بدون تصحيح للأسعار)
5,836	4,405	3,427	سيناريو 1 (تصحيح سعري بنسبة 5%)
5,749	4,337	3,388	سيناريو 2 (تصحيح سعري بنسبة 10%)
5,662	4,269	3,350	سيناريو 1 (تصحيح سعري بنسبة 15%)
الربح الإجمالي (مليون ريال سعودي)			
1,145	901	720	السيناريو الأساس (بدون تصحيح للأسعار)
1,059	833	682	سيناريو 1 (تصحيح سعري بنسبة 5%)
972	765	643	سيناريو 2 (تصحيح سعري بنسبة 10%)
885	696	605	سيناريو 1 (تصحيح سعري بنسبة 15%)
هامش الربح الإجمالي			
19.3%	20.1%	20.8%	السيناريو الأساس (بدون تصحيح للأسعار)
18.1%	18.9%	19.9%	سيناريو 1 (تصحيح سعري بنسبة 5%)
16.9%	17.6%	19.0%	سيناريو 2 (تصحيح سعري بنسبة 10%)
15.6%	16.3%	18.1%	سيناريو 1 (تصحيح سعري بنسبة 15%)

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

التقييم: بعد تضمين المشاريع الجديدة، ومراجعة توقعاتنا، وترحيل التقييم، نرفع سعرنا المستهدف للسهم لعام واحد إلى 16 ريال/السهم (من 14 ريال/السهم سابقاً)، استنادًا فقط إلى تقييم التدفقات النقدية المخصومة (9.5% متوسط تكلفة رأس المال المرجح؛ دون تغيير). ونشير إلى أن التغييرات التنظيمية الأخيرة قد أدت إلى تصحيح حاد في القطاع، حيث انخفض سهم رتال بنحو 29.5% خلال العام الماضي وسط مخاوف بشأن ضعف المبيعات وضغوط أسعار الوحدات. ومع ذلك، وبصفتها شركة تطوير عقاري متخصصة في المشاريع قيد الإنشاء، تتمتع بسجل حافل في التنفيذ وسجل مشاريع متراكمة قوي يبلغ نحو 19 مليار ريال (حسب حسابات جي آي بي كابيتال) حتى الربع الأخير من عام 2025، نتوقع أن تتجاوز رتال هذه التحديات قصيرة الأجل وتحافظ على نمو قوي.

المخاطر: تشمل المخاطر الرئيسية لتقييمنا التباطؤ الاقتصادي، واستمرار ارتفاع أسعار الفائدة، والتأخير في استلام الأراضي، وعدم الفوز بالمشاريع أو الحصول على الحوافز الحكومية، وضعف أنشطة المبيعات عن المتوقع، والتصحيح غير المتوقع في أسعار العقارات، والزيادات الأعلى من المتوقع في تكاليف البناء، وما إلى ذلك.

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. 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. وبناءً 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.

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 بنس

الطريق الدائري الشرقي، صندوق بريد 89589، الرياض 11692

www.gibcapital.com