

السعر المستهدف: 18 ريال/السهم
السعر الحالي: 15.3 ريال/السهم
نسبة التغير: 17.6% (+ عائد التوزيعات 2.8%)
التوصية: زيادة المراكز

شركة جاز العربية للخدمات (جاز)

سجل طلبات قوي مع تنفيذ ضخم للمشاريع في عام 2025-26

- سجل قوي للمشاريع المتركمة، ومن المتوقع أن يتم الإعراف بمعظمه في عام 2025-26م، مما يوفر رؤية قوية للإيرادات؛ من المرجح أن تتحسن الهوامش بشكل أكبر مع دورة تنفيذ المشروع المواتية و تحسين كفاءة التكاليف.
- نرفع تقديراتنا لصادفي الأرباح لعام 2025 بنسبة 42% و 39% لعام 2026م لتعكس سجل الطلبات القوي و معدل التنفيذ المتسارع و التوسع للهوامش.
- بعد مراجعة تقديراتنا، قمنا برفع السعر المستهدف إلى 18 ريالاً للسهم (12 ريالاً للسهم سابقاً) باستخدام تقييم مكرر الربحية (مكرر عند 19x مرة لربحية السهم المتوقعة في عام 2025) ونحافظ على تصنيف زيادة المراكز.

يظل سجل الطلبات قوي، ومن المرجح أن يتم تنفيذ نصفها في عام 2025... نما حجم سجل الطلبات لدى جاز العربية بشكل كبير خلال الأشهر التسعة الأولى من 2024، حيث ارتفع من 731 مليون ريال في عام 2023 إلى ما يقارب 1,766 مليون ريال، مدفوعاً في المقام الأول بعقود جديدة بقيمة 1,363 مليون ريال في قطاع الخدمات الفنية (عقدين بقيمة 761 مليون ريال مع أرامكو)، يليه قطاعي التجارة (418 مليون ريال) والتصنيع (23 مليون ريال). علاوة على ذلك، فإن ما يقرب من 90% من الطلبات في قطاع التجارة عادة ما تكون متكررة، وبالتالي نتوقع أن تضيق الشركة طلبات جديدة تبلغ قيمتها حوالي 570-600 مليون ريال لهذا القطاع في عام 2025-26م (بما يتماشى مع المتوسط التاريخي). علاوة على ذلك، نتوقع أن تعود ترسية المشاريع الجديدة لقطاع الخدمات الفنية إلى ما يقرب من 520-550 مليون ريال (1,363 مليون ريال في الأشهر التسعة الأولى من عام 2024، و 399 مليون ريال في عام 2023) في عام 2025-26م. وسينتج عن ذلك، إلى جانب استقرار أنشطة قطاع التصنيع، ما يصل إلى 1.1-1.2 مليار ريال في الطلبات الجديدة في عام 2025-26م (مقابل 1 مليار ريال في عام 2023 و 1.8 مليار ريال في الأشهر التسعة الأولى من عام 2024). وبناءً على ذلك، من المتوقع أن يظل إجمالي المشاريع المتركمة ثابتاً عند 1.6 مليار ريال في عام 2025-26م (1.7 مليار ريال في الأشهر التسعة الأولى من عام 2024)، مدعوماً بما يلي: (1) العقود طويلة الأجل مع العملاء الرئيسيين، و (2) التوسع في عروض المنتجات والخدمات. ونرى أيضاً إمكانية الفوز بعقود جديدة تبعاً للترقية المحتملة مع أرامكو - من الفئة 2 (بعد أقصى 600 مليون ريال لكل عقد) إلى الفئة 1 (بدون حد أقصى لحجم العقد).

...مما يوفر رؤية واضحة للإيرادات: من المتوقع أن يتم تنفيذ المشاريع القوي الحالي على مدار السنتين أو الثلاث سنوات القادمة، مع احتمال تنفيذ ما يقرب من 49% من إجمالي الأعمال المتركمة في عام 2025، يليها 23% و 12% في الفترة 2026-2027م، مما يوفر رؤية واضحة للإيرادات. بالإضافة إلى ذلك، من المتوقع أيضاً أن تحقق الشركة جزءاً صغيراً من الإيرادات من ترسية العقود الجديدة خلال عام 2025-26م. وبالنظر إلى مدة العقد ومرآحل التنفيذ المتركمة، نتوقع تحقيق رقم قياسي قدره 1.2 مليار ريال (+16% على أساس سنوي؛ مقارنة بتوجيهات إدارة الشركة عند 15-20%) في عام 2025، والذي نتوقع استقراره بشكل عام بعد ذلك.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون ريال سعودي)	2022	2023	2024م	2025م	2026م
الإيرادات	496	722	1,030	1,193	1,221
معدل نمو الإيرادات	28%	45%	43%	16%	2%
إجمالي الدخل	115	135	202	247	262
هامش إجمالي الدخل	23.2%	18.7%	19.7%	20.7%	21.4%
الربح التشغيلي + الدخل من الشركات الزميلة	74	83	110	138	153
صافي الربح	67	81	109	135	150
هامش الربح	13.6%	11.3%	10.6%	11.3%	12.2%
ربحية السهم (ريال)	0.43	0.52	0.69	0.85	0.95
توزيعات السهم (ريال)	0.23	0.30	0.35	0.43	0.47
مكرر الربحية	35.9x	29.7x	22.1x	17.9x	16.2x

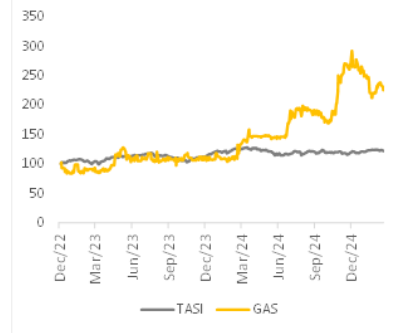
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

بيانات السهم

رمز الشركة	9528
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	2,421
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	0.9
نسبة الأسهم الحرة	40.0%
نسبة المستثمرين الأجانب	3.7%

المصدر: بلومبيرغ

تحركات السهم مقارنة بمؤشر نمو



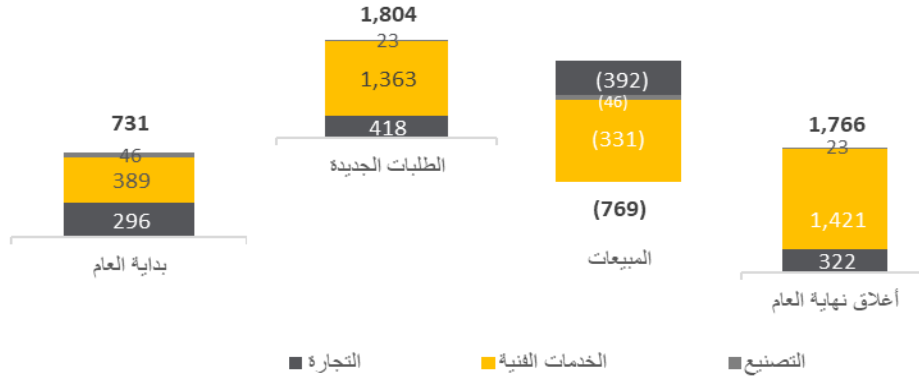
المصدر: بلومبيرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

شكل 1: تطور سجل الطلبات 2023- 9 أشهر الأولى من عام 2024 (مليون ريال)



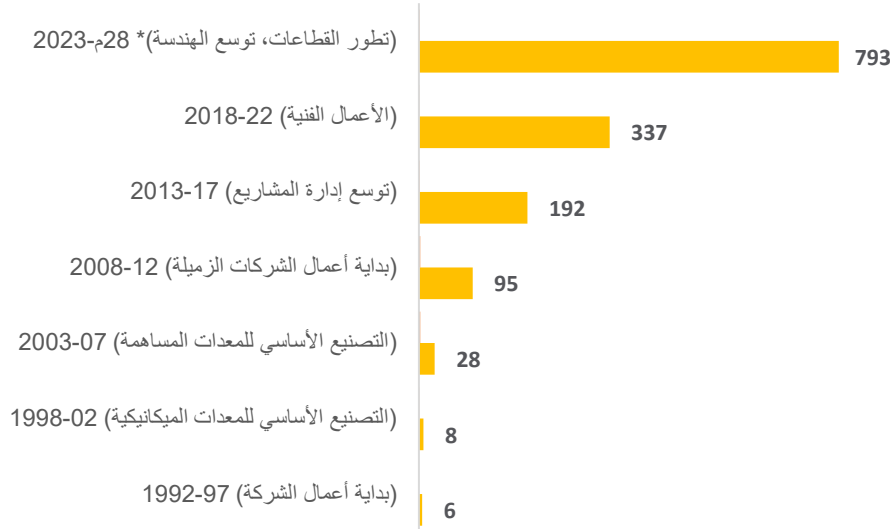
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

نمو صحي للأرباح مكون من رقم من خانتين بفضل التوسع المرجح في الهامش وتحسين الرافعة التشغيلية: على الرغم من انخفاض هامش الربح الإجمالي لجاز العربية في السنوات الأخيرة، حيث انخفض من 23.2% في عام 2022 إلى 18.7% في عام 2023 بسبب التغيرات في مزيج المنتجات/الخدمات/سجل المشاريع المتراكمة والتوسع في عروض المنتجات، إلا أنه انتعش جزئيًا في الأشهر التسعة الأولى من عام 2024 ليصل إلى 19.8% (التسعة أشهر الأولى من عام 23: 19.3%). كان هذا التحسن مدفوعًا بشكل أساسي بتوسع الهامش في قطاع التجارة، والذي ارتفع من 21.1% في الأشهر التسعة الأولى من عام 23 إلى 24.7% في الأشهر التسعة الأولى من عام 24، مدعومًا بالأعمال الجديدة من قطاع المواد الكيميائية والاستفادة من الخبرة المكتسبة. نلاحظ أن تقلب الهامش عبر القطاعات من ربع إلى ربع هو أمر طبيعي، لإعتماده على عوامل مختلفة مثل نوع المشروع ومرحلة التنفيذ.

وبالنظر إلى سجل الطلبات الحالي وبدء مشروع أكبر في قطاع الخدمات الفنية (حاليًا في مرحلة المشتريات)، نتوقع أن يتحسن هامش الربح الإجمالي للشركة إلى 20.7% في عام 2025م، والذي من المتوقع أن يتحسن أكثر إلى 21.4% (توجيهات الشركة: 20-21% على المدى المتوسط إلى الطويل) بحلول عام 2026م. وبناءً على ذلك، نتوقع أن يظل هامش صافي الربح قوي عند 11.3% في عام 2025 (تماشيًا مع توجيهات الشركة)، والذي قد يتحسن إلى 12.2% بحلول عام 2026م، مدعومًا بـ (1) تحويل بعض الأعمال من نموذج التعاقد من الباطن إلى نموذج داخلي، (2) تحسن المساهمات من المشاريع المشتركة، و(3) تحسين الرافعة التشغيلية. سيضمن ذلك معدل نمو مكون من رقم من خانتين قوي خلال الفترة السنوات القادمة.

استراتيجية واضحة للنمو المستقبلي: يعتمد النمو المستقبلي لشركة جاز العربية على ركيزتين أساسيتين: (1) رؤية واضحة للإيرادات في قطاع التجارة: حوالي 90% من طلبات قطاع التجارة متكررة للشركة، مدعومة باتفاقيات طويلة الأجل مع الشركاء والعملاء، (2) دورة الاستثمار الداخلي: منذ البداية، اتبعت لجاز العربية دورة استثمارية منظمة مدتها خمس سنوات، مع تركيز كل مرحلة على استراتيجية نمو متميزة (الشكل: 2). أطلقت الشركة دورة الاستثمار الداخلي السابعة (2023-2028)، التي تستهدف: (أ) مستودعًا جديدًا للتخزين الاستراتيجي، (ب) الترقية من الفئة 2 إلى الفئة 1، مما يسمح لها بتأمين عقود أرامكو دون قيود على حجم العقد، (ج) توسيع منشأة التصنيع الحالية أو الاستحواذ على منشأة جديدة، (د) استكشاف المشاريع المشتركة الجديدة المحتملة لمزيد من النمو، مما نتوقع أن يؤدي إلى تسجيل أرباح قياسية خلال دورة الاستثمار الحالية، وفقًا لتقدير اتنا.

شكل 2: صافي ربح جاز العربية لكل دورة (مليون ريال)



المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال *توقعات جي آي بي كابيتال

مراجعة تقديراتنا: استنادًا إلى نتائج الأشهر التسعة الأولى من 2024 التي تُظهر تنفيذًا أسرع وسجل مشاريع متراكمة قوي ، مع التنفيذ المتوقع في عام 2025 و توسع متوقع للهوامش يعود إلى دورة فترة المشروع، قمنا برفع تقديرات إيراداتنا بنسبة 20٪ لعام 2025م وبنسبة 9٪ لعام 2026م. ونتيجة لذلك، أدى ذلك إلى رفع توقعاتنا للأرباح بنسبة 42٪ لعام 2025 و 39٪ لعام 2026م، مدفوعًا بارتفاع النمو الإجمالي وتحسن الهوامش بشكل عام مقارنة بتقديراتنا السابقة (جدول: 2).

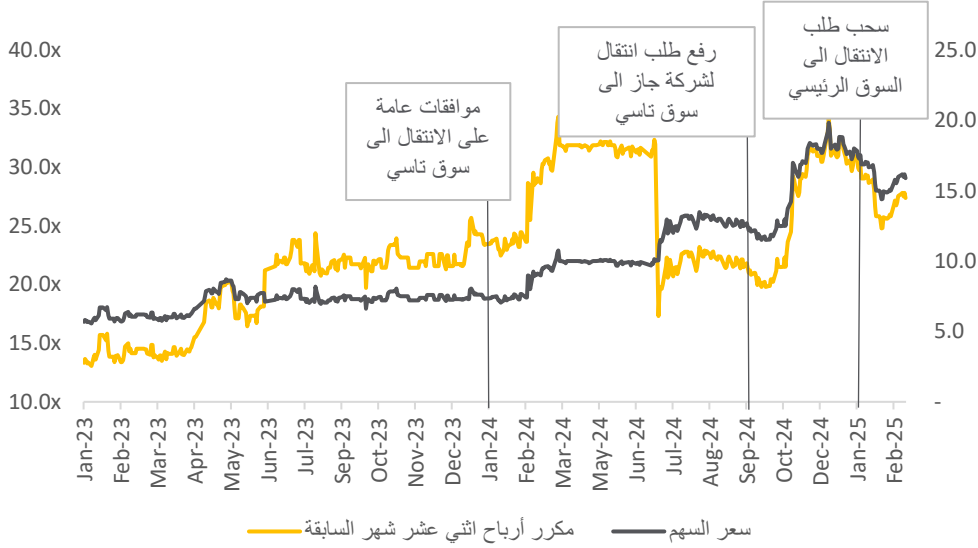
جدول 2: توقعاتنا المحدثة

ريال سعودي	المتوقع لعام 2025		المتوقع لعام 2026		التغير
	الحالي*	السابق	الحالي	السابق	
الإيرادات	1,193	994	1,221	1,119	20%
إجمالي الربح	247	194	262	224	27%
هامش إجمالي الربح	20.7%	19.6%	21.4%	20.0%	9%
الربح التشغيلي	108	71	121	83	52%
الربح التشغيلي + الدخل من الشركات الزميلة	138	101	153	114	45%
صافي الربح	135	95	150	107	34%
هامش صافي الربح	11.3%	9.6%	12.2%	9.6%	39%

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال * تمت مراجعة إيرادات السنة المالية 2024 بالخفض بمقدار 28 مليون ريال مقارنة بتقديرات جي آي بي كابيتال.

إعادة تقييم محتملة للمكررات؛ فرصة لارتفاع التقييم: في يناير 2025، سحبت شركة جاز طلبها للانتقال إلى سوق تاسي بسبب متطلبات السيولة الإضافية المعلقة، مما أدى إلى تصحيح سعر السهم (الشكل: 3). مع ذلك، نحن لا ننظر إلى هذا باعتباره مصدر قلق كبير، نظرًا لسجل المشاريع القوي والنمو الجيد في الأرباح. ومن الآن فصاعدًا، تلتزم الشركة باتخاذ الإجراءات اللازمة لتلبية متطلبات السيولة وقد تقوم بإعادة التقدم بطلب الانتقال إلى السوق الرئيسي في المستقبل القريب. ستؤثر موافقة تداول المحتملة للانتقال بشكل إيجابي على سعر السهم بسبب السيولة المرتفعة المتوقعة وتحسن اكتشاف الأسعار، مما يؤدي إلى رفع محتمل في مكدرات التقييم، وبالتالي بمثابة فرصة لارتفاع تقييمنا.

شكل 3: تحركات مكرر الربحية و سعر السهم لشركة جاز العربية خلال فترة معالجة طلب الانتقال الى السوق الرئيسي



التقييم والمخاطر: نستمر في تقييم الشركة باستخدام تقييم مكرر الربحية (مكرر عند 19x مرة لربحية السهم المتوقعة لعام 2025 عند 0.85 ريال لنصل إلى سعر مستهدف عند 18 ريال/السهم (سابقاً 12 ريال/السهم). تشمل المخاطر الرئيسية تباطؤ توسع أرامكو، زيادة المنافسة، قلة السيولة، إغلاق أقل من المتوقع في قطاع البتروكيماويات، ومخاطر التنفيذ 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. 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 الناتج 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. 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