

السعر المستهدف: 80 ريال/السهم

السعر الحالي: 65.10 ريال/السهم

نسبة الإرتفاع: 23% (+عائد التوزيعات: 3.4%)

التوصية: زيادة المراكز

شركة مرافق الكهرباء والمياه بالجيبيل وينبع (مرافق)

من المرجح أن تمرر الشركة ارتفاع الوقود للمستهلك؛ من المتوقع ان ينتعش الطلب على الطاقة بعام 2024

- من المرجح أن يتم تمرير التغير بأسعار الوقود من خلال زيادة التعريفات، مع بقاء الهوامش مستقرة في الغالب. ستتحسن الأرباح بشكل ملحوظ في عام 2024، مدعومة بانتعاش الطلب على الطاقة، والتوسع المحتمل في الهامش، وانخفاض تكاليف التمويل وسط تخفيضات محتملة في أسعار الفائدة.
- دوافع نمو متعددة: (1) التحول إلى نموذج RAB. (2) المراجعة التصاعدية لتعريفات المياه والطاقة. (3) الفوز بمشاريع جديدة. (4) التوسع الصناعي في السعودية.
- تقيم الشركة باستخدام التدفقات النقدية المخصومة (متوسط المرجح لتكلفة رأس المال بنسبة 8.6%) ونحافظ على سعرنا المستهدف 80 ريال/السهم، مع الأخذ في الاعتبار الارتداد المحتمل في الطلب على الطاقة وتوسع الهامش ولكننا نراجع التصنيف إلى زيادة المراكز بعد نزول سعر السهم بنسبة ~14% تقريباً منذ آخر تقرير لنا. تتداول مرافق حالياً عند حوالي 12 ضعف EV/EBITDA لعام 2024 مع عائد تدفق نقدي حر بنسبة ~12% وعائد توزيع أرباح بنسبة 3.4%، مما يجعل السهم جذاباً من وجهة نظرنا.

من المحتمل أن يتم تمرير تكلفة الوقود المرتفعة: على الرغم من أن الشركة لم تعلن بعد عن تأثير الإخطار الأخير من أرامكو بشأن زيادة تكلفة الوقود، فإننا نتوقع ارتفاعاً بنسبة 5% في التكاليف في عام 2024، على الرغم من أننا نتوقع ان يتم تمرير الإرتفاع إلى المستهلك النهائي. نعتقد أنه بالنسبة للمستهلكين في ينبع، من المتوقع أن يتم تمرير التكلفة مع بعض التأخير. وذلك لأن الشركة تحتاج إلى التقدم بطلب لزيادة التعريفات إلى الجهة التنظيمية، وبمجرد الموافقة عليها، سيتم نقل التأثير إلى المستهلكين النهائيين. علاوة على ذلك، نتوقع أن تنقل الشركة ارتفاع تكاليف الوقود إلى المشتريين الصناعيين في الجيبيل على الفور، نظراً لعقود التوريد طويلة الأجل القائمة، مما يعني عدم وجود تأثير على إجمالي الأرباح. بشكل عام نتوقع أن يتم نقل التكاليف المرتفعة في النهاية إلى المستهلكين من خلال زيادة التعريفات (كما شهدنا في عام 2016)، مما يخفف أي تأثير سلبي على مستوى الربح الإجمالي (السيناريو الأساسي). ومع ذلك في السيناريو الأسوأ (عدم تمرير التكلفة في ينبع)، قد يكون هناك تأثير كبير على أرباح عام 2024 المقدر.

من المرجح أن ينتعش الطلب على الطاقة في عام 2024... شهدت مرافق انخفاضاً في الطلب على الكهرباء (أضعف من المتوقع) خلال الأشهر التسعة الأولى من 2023، ويرجع ذلك في المقام الأول إلى: (1) انخفاض الطلب من قبل الصناعات الرئيسية في ينبع بسبب عمليات الإغلاق غير المتوقعة و(2) الطلب المحدود من المشتري الرئيسي (الجهة التي تشتري الطاقة الزائدة خلال فصل الصيف عند الحاجة). ومع ذلك، نتوقع تحولاً إيجابياً في الطلب على الطاقة بدءاً من الربع الأول من عام 2024، وذلك بشكل رئيسي من قبل الشركات الجديدة في رأس الخير وينبع، إلى جانب تحسن الطلب من المشغلين الحاليين على خلفية تحسن بيئة الاقتصاد الكلي.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

م 2025	م 2024	م 2023	2022	2021	ريال سعودي (مليون)
6,744	6,540	6,374	6,505	6,192	الإيرادات
3%	3%	-2%	5%	2%	معدل نمو الإيرادات
2,445	2,370	2,282	2,268	2,167	EBITDA
36.3%	36.2%	35.8%	34.9%	35.0%	هامش EBITDA
840	691	576	846	632	صافي الربح
22%	20%	-32%	34%	137%	معدل نمو صافي الربح
12%	11%	9%	13%	10%	هامش صافي الربح
3.4	2.8	2.3	3.4	2.5	ربحية السهم (ريال)
2.7	2.2	2.2	2.2	0.7	التوزيعات للسهم (ريال)
19.4x	23.5x	28.3x	19.2x	25.8x	مكرر الربحية

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

بيانات السهم

2083	رمز الشركة
16,275	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
65.0	متوسط قيمة التداول (مليون ريال)
30.0%	نسبة الاسهم الحرة
5.6%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.59%	حجم الاسهم الحرة في تاسي

المصدر: بلومبرغ

تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

Abdulaziz Alawwad

+966-11-834 8486

Abdulaziz.alawwad@gibcapital.com

بشكل عام، نتوقع أن يرتفع الطلب على الكهرباء والمياه بمعدل نمو سنوي مركب قدره 3.5% و3.0% على التوالي خلال الفترة 2022-27، مما يؤدي إلى تحقيق نتائج جيدة خلال نفس الفترة. توقعاتنا للإيرادات عضوية بحتة. مما يعني ان أي مراجعة للتعريف والحصول على أي مشروع الجديد يعتبر مخاطر تصاعدياً لتقدير اتنا.

... **دعم توسيع الهامش في المستقبل.** ومن المرجح أن يؤدي تحسن الطلب، إلى جانب تحسن الرافعة التشغيلية وتخفيف التضخم، إلى دعم توسع الهامش، مع تحسن هامش الربح الإجمالي إلى 18.7% بحلول عام 2025 ثم إلى 19.2% بحلول عام 2027 (مقابل 17.7% في عام 2022، و18.2% في عام 2023). علاوة على ذلك، ومع التخفيض المحتمل بمقدار 75 نقطة أساس في سعر الفائدة، نتوقع أن يخفف العبء المالي في السنوات المقبلة مما يعزز الربحية (حوالي 80% من ديون الشركة بنسبة فائدة عائمة). وبشكل عام، نتوقع أن تنتعش الأرباح في عام 2024، لتنمو بنسبة 20% تقريباً على أساس سنوي و 22% في عام 2025.

التوقعات للربع الرابع من عام 2023: نتوقع أن يظل الطلب على الطاقة والمياه تحت الضغط في الغالب خلال الربع الرابع من عام 2023، مما يشير إلى انخفاض الإيرادات بنسبة 0.7% على أساس سنوي. ومع ذلك، نتوقع كفاءة أفضل من حيث التكلفة، مما يؤدي إلى توسع محتمل في الهامش على أساس سنوي. وعليه، نتوقع أن يصل صافي الربح إلى 121.5 مليون ريال سعودي، على الرغم من أنه أقل من الربع الرابع من العام السابق، والذي شهد تأثيراً إيجابياً من عكس الضريبة المؤجلة والتحول الزكاة بعد الادراج.

الالتزام بالتوزيعات: التزمت الشركة بتوزيع 2.2 ريال/السهم في عام 2023 وتوزيع 80% اعتباراً من عام 2024. وبناء على ذلك، نتوقع أن تحافظ الشركة على معدل التوزيعات السنوية عند 2.20 ريال/السهم. لعام 2024، مما يعني عائداً قدره 3.4%.

محفزات النمو:

- **الاستفادة من المشاريع الصناعية الجديدة:** اختارت الهيئة الملكية الشركة لتكون المزود الوحيد لخدمات الطاقة والمياه في مدينة جازان للصناعات الأساسية والتحويلية. والمزود الوحيد لخدمة المياه في مدينة رأس الخير الصناعية. ومن المتوقع أن تخلق هذه المشاريع والتي مازالت في مرحلة التطوير حالياً طلباً كبيراً على خدمات الطاقة والمياه. ومن المتوقع أيضاً أن تشارك الشركة في مناقصات قادمة لتقديم خدمات المياه والطاقة وقد تفوز بعقود جديدة. ومن المرجح أن يؤدي هذا إلى تعزيز النمو في المستقبل.
- **اعتماد نموذج RAB:** من المرجح أن يكون له تأثير إيجابي على أرباح الشركة بعد تطبيقه على قطاع الطاقة. في الجدول ادناه قمنا بتحليل الأثر على السعر المستهدف في حالة تم تطبيق نموذج RAB.

جدول 2: التأثير المحتمل لتطبيق RAB على ربحية السهم السنوية لفترة 9 أشهر من عام 23

تحليل الحساسية									
8,000			7,000			6,000			RAB
8%	7%	6%	8%	7%	6%	8%	7%	6%	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
3.6	3.3	3	3.3	3	2.7	3	2.7	2.5	ربحية السهم (ريال)
49%	35%	22%	35%	24%	12%	22%	12%	2%	نسبة الارتفاع من النسبة الحالية

المصدر: جي آي بي كابيتال

- **الجانب الإيجابي من التعديل المحتمل في تعرفه المياه والطاقة:** من المقرر أن يتم تعديل تعريف المياه بالزيادة. نظراً إلى أن تعرفه الكهرباء قد تم تعديلها في عام 2018 للقطاع التجاري في ينبع، فإننا نعتقد أن تعديل تعرفه الطاقة يمكن أن يحدث في المدى القريب. إذا تم تعديل التعرفة من المحتمل أن يؤدي ذلك إلى زيادة أرباح الشركة بشكل ملحوظ.

جدول 3: التأثير المحتمل لمراجعة تعريفه المياه على ربحية السهم

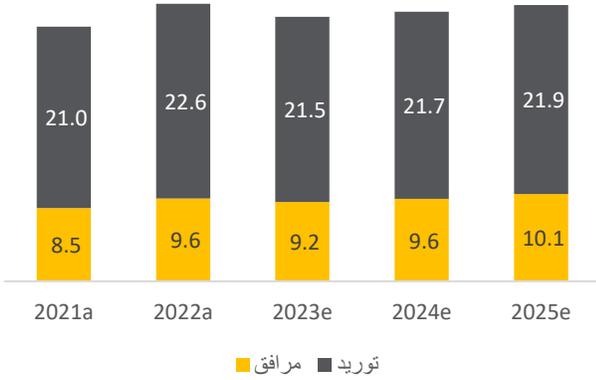
2030م	2029م	2028م	2027م	2026م	2025م	2024م	
5.05	4.75	4.48	4.1	3.72	3.36	2.77	الحالة الأساسية - ربحية السهم
5.14	4.84	4.56	4.18	3.79	3.43	2.83	الحالة الصعودية - ربحية السهم
1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.4%	التأثير على ربحية السهم

المصدر: جي آي بي كابيتال

المخاطر: تعد بعض من المخاطر الرئيسية: الإيقاف غير المتوقع أو غير المخطط له لمنشآت الشركة، التأخير في مراجعة التعرفة وعدم الوفاء بمتطلبات الترخيص مما قد يؤدي إلى فرض عقوبات، التأخر في التوسع، محدودية العملاء، الاعتماد على أرامكو للوقود والغاز وعدم الالتزام بالوقت المحدد لخطة التشغيل.

التحليل المالي و الرسوم البيانية

شكل 2: مبيعات الكهرباء (تيراواط/ساعة)



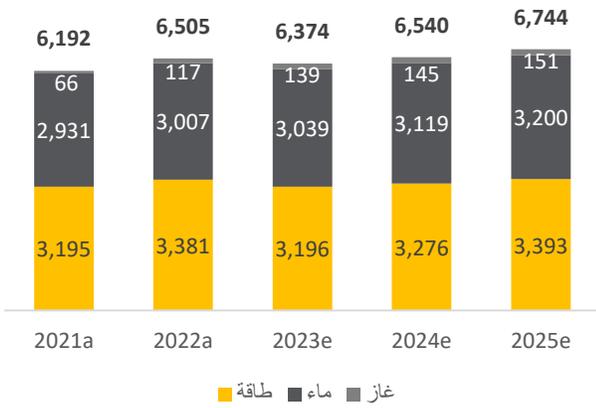
المصدر: بيانات الشركة, جي اي بي كابيتال

شكل 1: مبيعات المياه (مليار متر مكعب)



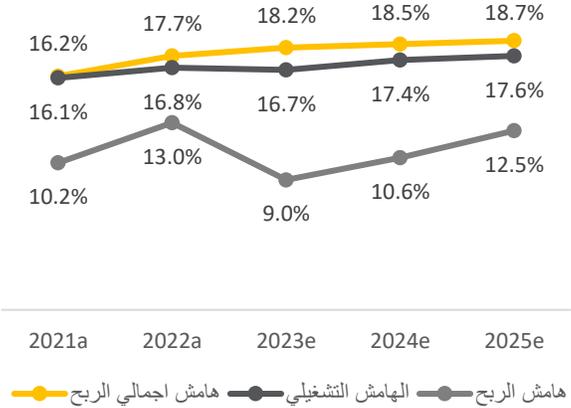
المصدر: بيانات الشركة, جي اي بي كابيتال

شكل 4: الإيرادات (مليون ريال سعودي)



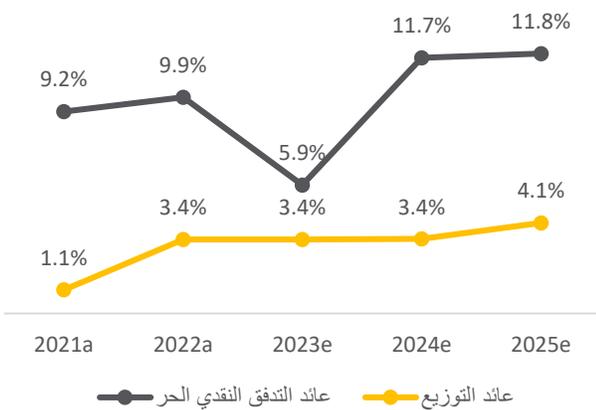
المصدر: بيانات الشركة, جي اي بي كابيتال

شكل 3: الهوامش



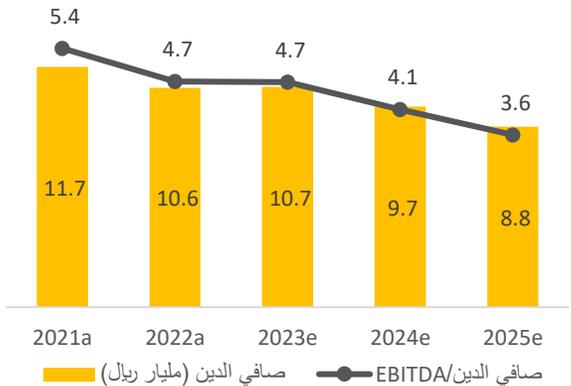
المصدر: بيانات الشركة, جي اي بي كابيتال

شكل 7: العائدات



المصدر: بيانات الشركة, جي اي بي كابيتال

شكل 6: الرافعة المالية



المصدر: بيانات الشركة, جي اي بي كابيتال

جدول 4: ملخص البيانات المالية الأساسية (مليون ريال سعودي)

قائمة الدخل	2021م	2022م	2023م	2024م	2025م
الإيرادات	6,192	6,505	6,374	6,540	6,744
معدل نمو الإيرادات سنويًا	2%	5%	-2%	3%	3%
التكلفة	5,187	5,357	5,213	5,333	5,483
إجمالي الدخل	1,005	1,148	1,161	1,207	1,261
هامش إجمالي الدخل	16%	18%	18%	18%	19%
مصاريف إدارية	246	271	261	262	270
إيرادات التشغيل الأخرى	246	223	187	203	211
الربح التشغيلي	998	1,094	1,063	1,135	1,190
هامش الربح التشغيلي	16%	17%	17%	17%	18%
تكاليف التمويل	237	298	539	489	373
الربح قبل الزكاة	782	852	624	752	913
الزكاة	117	6	48	60	73
صافي الربح (العائد إلى المساهمين)	632	846	576	691	840
هامش الربح	10%	13%	9%	11%	12%
معدل نمو الربح	137%	34%	-32%	20%	22%
ربحية السهم	2.5	3.4	2.3	2.8	3.4
توزيعات السهم	0.7	2.2	2.2	2.2	2.7
معدل توزيع الأرباح	28%	65%	96%	80%	80%
EBITDA	2,166.8	2,268.0	2,282.0	2,369.5	2,445.4
صافي الدين (بدون مصاريف الإيجار)	8,496	7,923	6,892	6,339	5,767
صافي الدين (مع مصاريف الإيجار)	11,669	10,647	10,691	9,738	8,766
قائمة المركز المالي	2021م	2022م	2023م	2024م	2025م
المخزون	274	296	288	295	303
الذمم التجارية	834	868	886	896	924
المدفوعات المسبقة والأصول المتداولة الأخرى	14	27	42	53	71
ودائع قصيرة الأجل	1422	1,576	101	101	101
النقد و ما في حكمه	483	686	1,290	1,372	793
الموجودات المتداولة	3,397	3,872	3,000	3,109	2,579
الممتلكات والآلات والمعدات	20,412	19,991	20,023	19,189	18,346
المستحقات طويلة الأجل والمدفوعات المقدمة	272	280	275	282	291
الموجودات الغير متداولة	20,713	20,354	20,380	19,554	18,719
إجمالي الموجودات	24,110	24,226	23,380	22,662	21,298
الإلتزامات التداولة	2,197	2,413	2,368	2,383	2,401
الإلتزامات الغير متداولة	14,362	13,568	12,742	11,871	10,320
حقوق المساهمين	7,551	8,245	8,270	8,409	8,577
إجمالي الإلتزامات وحقوق المساهمين	24,110	24,226	23,380	22,662	21,298
القيمة الدفترية للسهم الواحد	30.2	33.0	33.1	33.6	34.3
قائمة التدفقات النقدية	2021م	2022م	2023م	2024م	2025م
صافي النقد المحصل من الأنشطة التشغيلية	2,230	2,145	1,757	1,907	2,057
صافي النقد المحصل من الأنشطة الاستثمارية	-972	-874	224	-400	-413
صافي النقد المحصل من الأنشطة التمويلية	-1,370	-1,068	-1,376	-1,424	-2,223
اجمالي صافي النقد	-112	203	605	82	-579

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

جدول 5: النسب الرئيسية

النسب الرئيسية	2021م	2022م	2023م	2024م	2025م
نسب الكفاءة والربحية					
العائد على الأصول	3%	3%	2%	3%	4%
العائد على حقوق الملكية	8%	10%	7%	8%	10%
المبيعات/الأصول	26%	27%	27%	29%	32%
هامش الربح	10%	13%	9%	11%	12%
نسب السيولة					
نسبة التداول	1.5	1.6	1.3	1.3	1.1
نسبة الدين إلى حقوق الملكية	1.8	1.6	1.5	1.3	1.1
عدد أيام الحسابات المدينة	49	49	51	50	50
عدد أيام المخزون	19	20	20	20	20
عدد أيام الحسابات الدائنة	43	47	45	45	45
دورة تحويل النقد	25	22	26	25	25
نسب المديونية					
الدين إلى EBITDA (بدون تكاليف الإيجار)	3.9	3.5	3.0	2.7	2.4
الدين إلى EBITDA (مع تكاليف الإيجار)	5.4	4.7	4.7	4.1	3.6
الديون/الأصول (بدون تكاليف الإيجار)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
صافي الدين/حقوق الملكية (بدون تكاليف الإيجار)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7
التقييم					
مضاعف الربحية	25.8	19.2	28.3	23.5	19.4
مضاعف القيمة الدفترية	2.2	2.0	2.0	1.9	1.9
قيمة الشركة/EBITDA	12.7	12.2	12.1	11.6	11.3
العائد على التدفقات النقدية الحرة	9.2%	9.9%	5.9%	11.7%	11.8%
معدل توزيع الأرباح	1.1%	3.4%	3.4%	3.4%	4.1%

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

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 مسئولة 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.

الأدشطة 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