

نطاق التقييم/سهم 82-78 ريال
نطاق الطرح 72 ريال

شركة نمو في قطاع واعد

يتراوح التقييم بين 1,952 إلى 2,037 مليون ريال

يتراوح نطاق تقييمنا بين 1,952 مليون ريال إلى 2,037 مليون ريال، اعتماداً على طريقة مضاعف المنشأة وطريقة التدفقات النقدية المخصومة (من 78 إلى 82 ريال للسهم، على التوالي). نتوقع إمكانية نمو كبيرة لشركة الخريف خاصةً مع المشاريع القادمة في القطاع بسبب تحسينات البنية التحتية بقيادة البرامج الحكومية المختلفة مثل رؤية المملكة العربية السعودية 2030 وبرنامج التحول الوطني.

نمو سوق شبكات نقل المياه بنسبة 74.5%

تربط خطوط نقل المياه محطات التحلية بالمدن، حيث شهد قطاع شبكات النقل نموًا بمقدار 5.4 مليار ريال في عام 2019 بنسبة نمو سنوي مركب قدره 74.5% من عام 2015 حتى عام 2019. ومن المتوقع أن يؤدي هذا النمو وتواجد الشركة في قطاعي إدارة المياه بالمدن وسوق البناء والتشغيل ونقل الملكية إلى تحسين تنوع عائدات الشركة واستقرارها في حين ستخلق الشراكات الاستراتيجية الدولية فرصًا مستقبلية محتملة في القطاع.

علاقات قوية مع العملاء الرئيسيين

تتمتع الشركة بعلاقات قوية وطويلة الأمد مع عملائها الرئيسيين مثل (وزارة البيئة والمياه والزراعة وشركة المياه الوطنية)، الأمر الذي يعزز تطوير أعمالها التجارية، والمشاركة في المناقصات، وتمديد العقود. كما أن لدى الشركة علاقات نشطة مع بعض عملائها تمتد لما يقارب الـ 30 عامًا.

مركز ريادي في القطاعات الأساسية

تتميز الشركة بحضور قوي في قطاعات متعددة في السوق السعودي والتي تعتبر قطاعات رئيسية، بما في ذلك محطات معالجة المياه ومعالجة مياه الصرف الصحي وإدارة المياه بالمدن، كما أنها تحظى أيضًا بحضور في قطاعات أخرى، وتحديدًا ما يلي: (1) تستأثر الشركة بحصة تبلغ 36% في قطاع خدمات التشغيل والصيانة لآبار المياه، بما تشكل نسبته 33% من إيراداتها لعام 2019، وهي بذلك تمثل أكبر جهة مساهمة في الإيرادات، (2) حصة سوقية تبلغ 9.6% في قطاع خدمات التشغيل والصيانة لمحطات معالجة مياه الصرف الصحي، بما يمثل 12.0% من إيراداتها لعام 2019، (3) حصة سوقية تبلغ 21.1% في قطاع خدمات إدارة المياه بالمدن، بما تشكل نسبته 7.3% من إيراداتها في عام 2019.

جدول 1: الملخص المالي لشركة الخريف لتقنية المياه والطاقة (2020-2025)

	2025**	2024**	2023**	2022**	2021**	2020*
قائمة الدخل (مليون ريال)						
المبيعات	920	940	887	821	753	521
الدخل الإجمالي	258	263	248	230	218	141
الدخل التشغيلي	210	215	202	187	179	118
صافي الدخل	206	211	199	184	176	112
النسب الرئيسية						
الهامش الإجمالي	%28	%28	%28	%28	%29	%27
الهامش التشغيلي	%23	%23	%23	%23	%24	%23
الهامش الصافي	%22	%22	%22	%22	%23	%21

المصدر: الرياض المالية، نشرة إصدار شركة الخريف للمياه والطاقة
* بناء على معلومات الإدارة
** متوقع

سمر بنت عبدالله السماعيل
samar.al-smail@riyadhcapital.com
+966-11-203-6813

عبدالله بن دليهان الحربي
abdullah.ulihan.alharbi@riyadhcapital.com
+966-11-486-5680

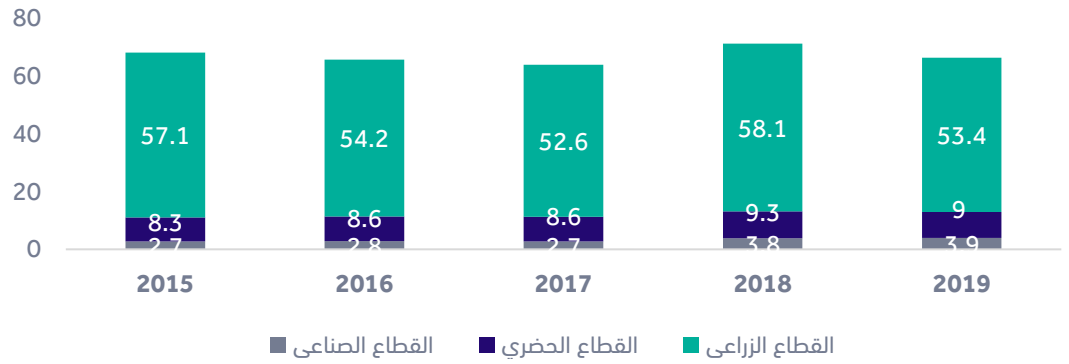
روابي بنت عبد العزيز المطويوع
rawabi.al.mutaywia@riyadhcapital.com
+966-11-203-6805

■ نظرة عامة

تعد المملكة العربية السعودية الاقتصاد الرائد بين دول مجلس التعاون الخليجي، حيث تشير التقديرات إلى أن إجمالي ناتجها المحلي بلغ 2.9 تريليون ريال في عام 2019، فضلاً عن أنها تمتلك 17.8% من احتياطات النفط الخام العالمية المؤكدة، وهو ما يمثل نحو برميل من بين كل ثمانية براميل يتم إنتاجها من النفط الخام على مستوى العالم.

تحتل المملكة المرتبة الرابعة بين أشد البلدان تأثراً بقلّة المياه في العالم ويأتي من بين خصائصها الندرة الشديدة لمصادر المياه المتجددة. إلا أنه لا تزال المملكة على رأس قائمة أعلى الدول استهلاكاً للمياه على مستوى العالم، حيث يبلغ إجمالي متوسط استهلاك الفرد الواحد حوالي 716 متراً مكعباً سنوياً.

شكل 1: معدل استهلاك المياه حسب القطاع في المملكة 2015-2019 (مليون متر مكعب يومياً)

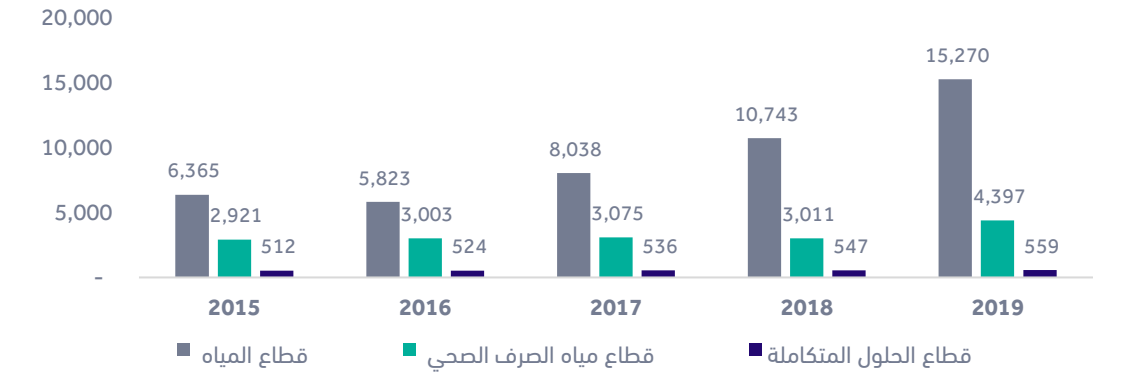


المصدر: الرياض المالية، وزارة البيئة والمياه والزراعة

■ نظرة عامة على قطاع المياه ومياه الصرف الصحي في المملكة

يصنف قطاع المياه ومياه الصرف الصحي في المملكة إلى ثلاث فئات: (1) المياه، (2) مياه الصرف الصحي و(3) الطول المتكاملة للمياه.

شكل 2: حجم قطاع المياه في المملكة 2015 - 2019 (مليون ريال)

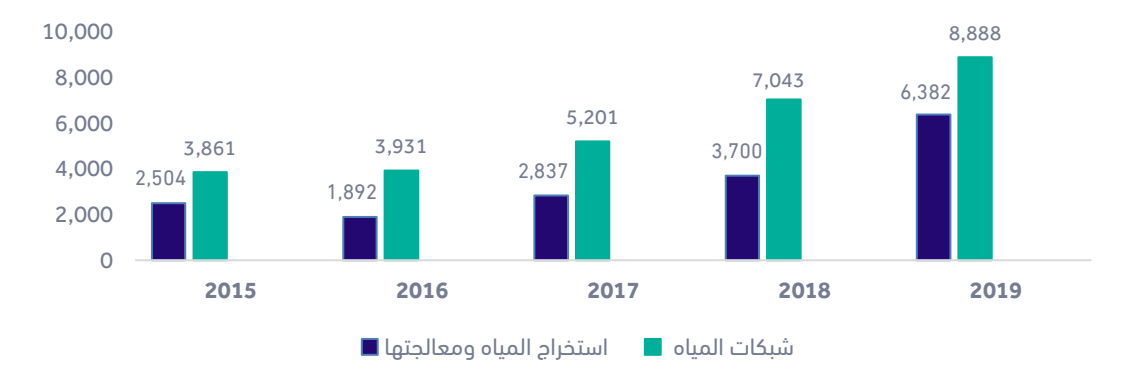


المصدر: الرياض المالية، نشرة إصدار شركة الخريف للمياه والطاقة

(1) قطاع المياه

يتألف سوق المياه من شبكات المياه وأنشطة استخراج المياه ومعالجتها. وقد شهد هذا السوق نموًا بمعدل نمو سنوي مركب نسبته 24.5% من عام 2015 إلى عام 2019، في حين بلغت الإيرادات المجمعة للشركات العاملة المشاركة في السوق 15.3 مليار ريال في عام 2019. وشكلت أنشطة استخراج المياه ومعالجتها 41.8% من إجمالي حجم السوق في عام 2019، في حين شكلت شبكات المياه ما نسبته 58.2% من حجم السوق.

شكل 3: سوق استخراج المياه وشبكات المياه 2015-2019 (مليون ريال)



المصدر: الرياض المالية، نشرة إصدار شركة الخريف للمياه والطاقة

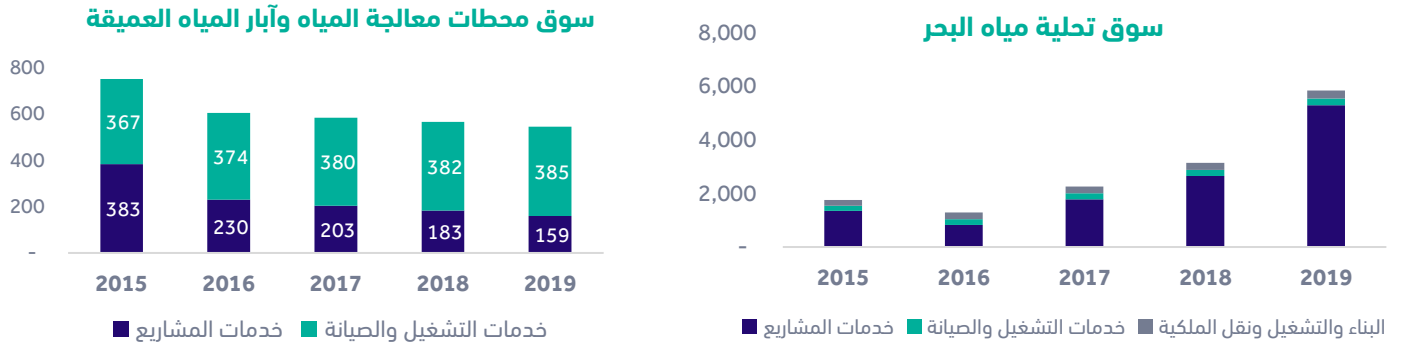
(أ) استخراج المياه ومعالجتها

تشمل أنشطة استخراج المياه ومعالجتها محطات تحلية مياه البحر وآبار المياه العميقة ومحطات معالجة المياه. وقد شهد سوق استخراج المياه ومعالجتها تباطؤًا في عام 2016 نتيجة لانخفاض أسعار النفط في عام 2015، مما ساهم في تأخير خدمات مشاريع تحلية المياه.

وفيما يتعلق بتحلية مياه البحر، توجد مجموعة قوية من المشاريع المخطط لها والتي ستؤدي إلى زخم قوي لهذه الشريحة من القطاع، حيث بلغت قيمتها نحو 5.8 مليار ريال في عام 2019 وسجل نمو سنوي مركب نسبته 35.1% من عام 2015 إلى عام 2019. حيث شكلت خدمات المشاريع 90.7% من الإجمالي في عام 2019 نتيجة زيادة طاقة محطات التحلية.

وفيما يخص قيمة قطاع الآبار العميقة ومعالجة المياه فقد شهد هبوطًا ليصل إلى 544 مليون ريال في عام 2019، نتيجة لانخفاض الاتفاق على خدمات المشاريع بسبب تركيز الاستراتيجية الوطنية على موارد المياه المتجددة.

شكل 4: إجمالي سوق استخراج المياه ومعالجتها 2015-2019 (مليون ريال)



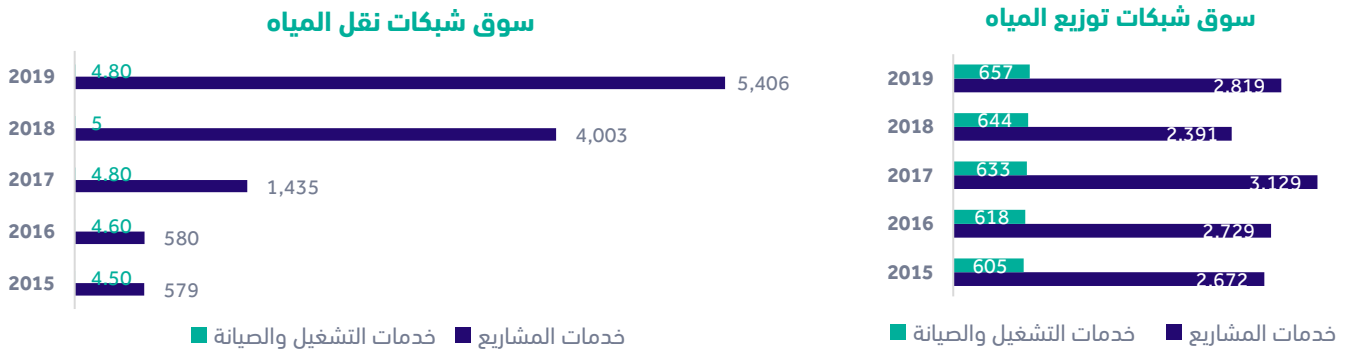
المصدر: الرياض المالية، نشرة إصدار شركة الخريف للمياه والطاقة

ب) سوق شبكات نقل المياه

تربط خطوط نقل المياه محطات التحلية بالمدن حيث تخضع خطوط النقل لإدارة المؤسسة العامة لتحلية المياه المالحة بشكل رئيسي. شهد قطاع شبكات النقل نموًا يصل إلى 5.4 مليار ريال في عام 2019 بارتفاع سنوي مركب نسبته 74.5% من عام 2015 حتى عام 2019، وذلك بسبب زيادة عدد محطات التحلية والحاجة إلى توفير مياه مطهرة إلى المدن.

وفيما يخص قطاع شبكات توزيع المياه والتي تربط المدن بالمستخدم النهائي، فقد شهد القطاع استقرارًا نسبيًا لتصل قيمته إلى 3.5 مليار ريال في عام 2019، بارتفاع سنوي مركب بنسبة 1.5% من عام 2015 حتى عام 2019 مدفوعًا بمستهدف الحكومة بزيادة تغطية الشبكات إلى ما يتراوح من 95% إلى 100% بحلول عام 2030. تخضع 98% من شبكات التوزيع لإدارة شركة المياه الوطنية.

شكل 5: إجمالي سوق شبكات المياه 2015-2019 (مليون ريال)

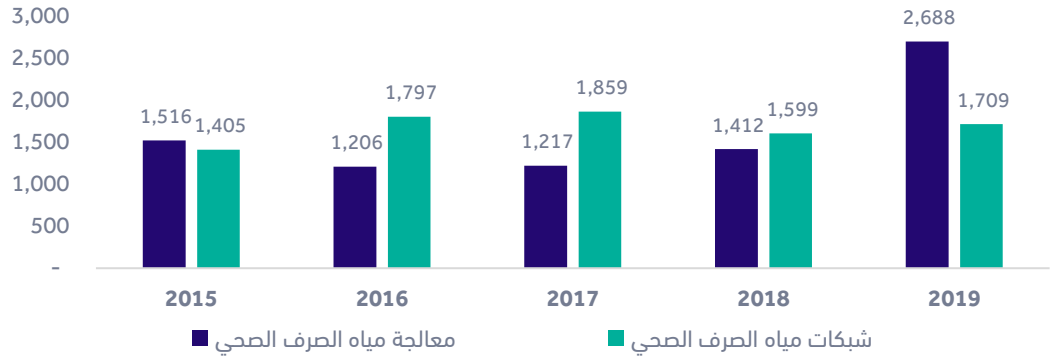


المصدر: الرياض المالية، نشرة إصدار شركة الخريف للمياه والطاقة

(2) قطاع مياه الصرف الصحي

يشمل قطاع سوق مياه الصرف الصحي (محطات معالجة مياه الصرف الصحي، ومحطات معالجة مياه الصرف الصناعي) وشبكات مياه الصرف الصحي (شبكات مياه الصرف الصحي وشبكات مياه الصرف الصحي المعالجة). وقد بلغ إجمالي حجم سوق مياه الصرف الصحي 4.4 مليار ريال في عام 2019، هذا وقد شهد نموًا بمعدل سنوي مركب نسبته 10.8% منذ عام 2015 وحتى عام 2019. وقد مثل سوق معالجة مياه الصرف الصحي ما نسبته 61.1%، في حين شكلت شبكات مياه الصرف الصحي 38.9% في عام 2019.

شكل 6: حجم قطاع مياه الصرف الصحي (مليون ريال) 2015-2019



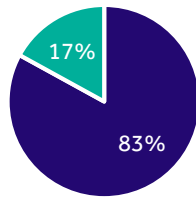
المصدر: الرياض المالية، نشرة إصدار شركة الخريف للمياه والطاقة

(أ) معالجة مياه الصرف الصحي

بلغت قيمة قطاع محطات معالجة مياه الصرف الصحي 2.3 مليار ريال في عام 2019، حيث شهد القطاع نموًا سنويًا مركبًا بنسبة 15.0% بدعم من مجموع المشاريع القوية المخطط لها والتوجه القوي نحو توفير خدمات الصرف الصحي لجميع السكان، فيما بلغت قيمة قطاع محطات معالجة مياه الصرف الصناعي 383 مليون ريال في عام 2019، حيث شهدت نموًا بمعدل سنوي مركب نسبته 17.8% حققت في الغالب عن طريق أرامكو السعودية وسابك ومدن ومرافق ومعادن.

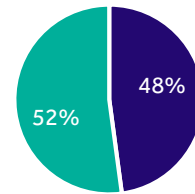
شكل 7: سوق محطات معالجة الصرف الصحي والصناعي (مليون ريال)

سوق محطات معالجة مياه الصرف الصحي



■ خدمات المشاريع ■ خدمات التشغيل والصيانة

سوق محطات معالجة مياه الصرف الصناعي



■ خدمات المشاريع ■ خدمات التشغيل والصيانة

المصدر: الرياض المالية، نشرة إصدار شركة الخريف للمياه والطاقة

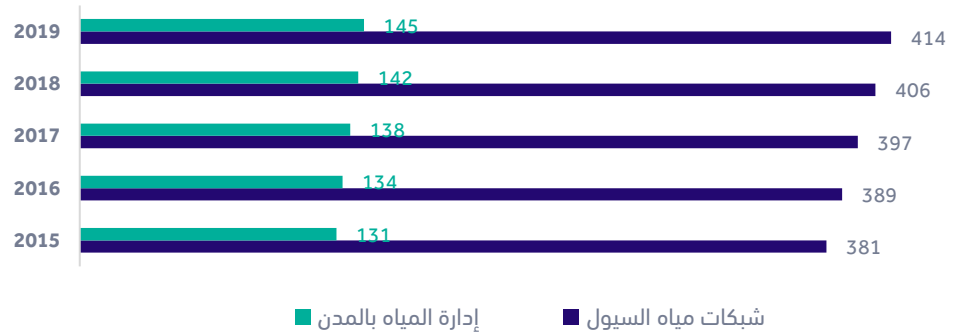
(ب) سوق شبكات مياه الصرف الصحي

بلغت قيمة قطاع شبكات مياه الصرف الصحي 1.5 مليار ريال في عام 2019، حيث شهد السوق نموًا بمعدل نمو سنوي مركب نسبته 4.3% منذ عام 2015 حتى عام 2019، مدفوعاً بمستهدف الحكومة لرفع مستوى تغطية الشبكات. وفيما يخص شبكات مياه الصرف الصحي المعالجة التي دشنتها شركة المياه الوطنية بهدف الاستخدام الفعال للموارد المهذرة غير الصالحة للاستخدام الآدمي، مثل الزراعة وري الحدائق والاستخدام الصناعي، فقد بلغت قيمة قطاع شبكات مياه الصرف المعالجة 182 مليون ريال في عام 2019، بنمو بلغ 12.8% خلال الفترة مدفوعاً بمستهدف الحكومة استغلال الموارد المهذرة بشكل أكثر فعالية.

3 قطاع الحلول المتكاملة للمياه

يشمل سوق الحلول المتكاملة للمياه (1) شبكات مياه السيول والذي شهد نموًا بمعدل سنوي مركب نسبته 2.1% في الفترة ما بين 2015 إلى 2019 ليصل إلى 414 مليون ريال في عام 2019، و (2) إدارة المياه بالمدن وهو مجال متخصص ينطوي على الإدارة الشاملة وتنفيذ الحلول لأنظمة المياه على مستوى منطقة ومدينة بأكملها وقد شهد نموًا بمعدل سنوي مركب 2.7% في الفترة ما بين 2015 إلى 2019 بسبب هدف الدولة المتمثل في مشاركة القطاع الخاص، ليصل إلى 145 مليون ريال في عام 2019. و (3) سوق خدمات الدعم وإدارة الأصول، والذي يتكون من مجموعة كاملة من حلول مياه الشرب ومياه الصرف الصحي، مثل ورش التصنيع والمختبرات وكشف التسربات وإدارة الأصول الثابتة.

شكل 8: حجم قطاع الحلول المتكاملة للمياه 2015 - 2019 (مليون ريال)



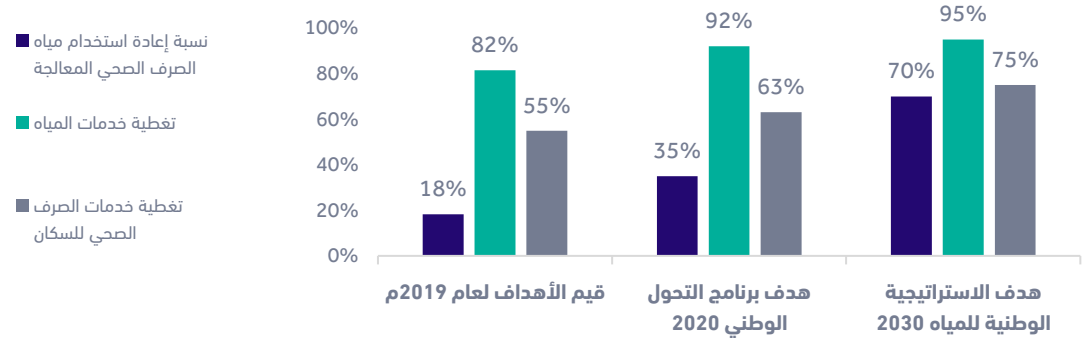
المصدر: الرياض المالية، نشرة إصدار شركة الخريف للمياه والطاقة

■ مستقبل قطاع المياه في المملكة العربية السعودية

استراتيجية التحول الوطني

تشتمل رؤية المملكة 2030 وبرنامج التحول الوطني على توجيهات واضحة لتوفير مصادر مياه مستدامة. ومن بين المستهدفات الرئيسة زيادة معدل إعادة استخدام مياه الصرف الصحي المعالجة وزيادة نطاق التغطية بخدمات المياه وخدمات الصحة العامة. ويعد القطاع الخاص فاعلاً رئيساً في تحقيق مستهدفات المياه ومياه الصرف الصحي عن طريق ضخ استثمارات كبيرة في القطاع.

شكل 9: أهداف برنامج التحول الوطني 2020 والاستراتيجية الوطنية للمياه 2030 وقيمتها الفعلية كما في 2019



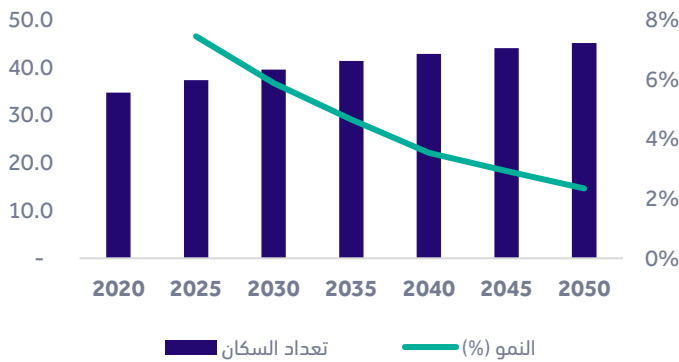
المصدر: الرياض المالية، خطة تنفيذ برنامج التحول الوطني 2018-2020

ديناميكية السكان والتوسع العمراني في المملكة العربية السعودية

تعد المملكة العربية السعودية أكبر اقتصاد في المنطقة مع عدد سكان يبلغ أكثر من 33 مليون نسمة. كما أنها أكبر منتج للنفط في العالم. وبشكل عام، فإن ديناميكية السكان في المملكة العربية السعودية والنمو المتوقع في المستقبل، تجعل قطاع المياه قطاعاً جذاباً للاستثمار.

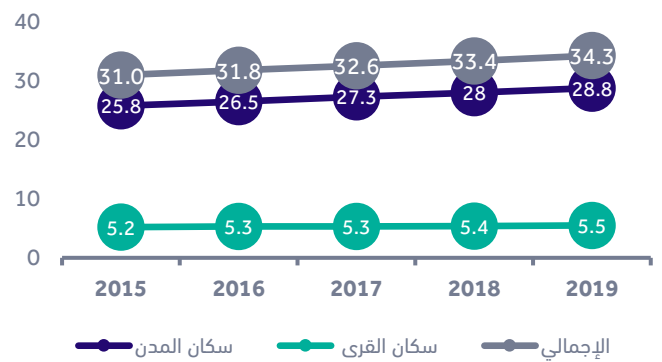
ارتفع عدد سكان المملكة بمعدل نمو سنوي مركب نسبته 2.5% منذ عام 2015 وحتى عام 2019، حيث ازداد سكان المدن بمعدل سنوي مركب نسبته 2.8%، مقارنة بمعدل نمو سنوي مركب نسبته 1.1% لسكان القرى. في عام 2019، كان 84.2% من السكان يعيشون في المناطق الحضرية، بينما كان يقيم 15.8% من السكان في المناطق القروية. وقد ظلت هذه النسب ثابتة على مر السنين إلى حد ما مع ارتفاع طفيف في نسبة سكان المناطق الحضرية. ومن المتوقع أن يؤدي ارتفاع التحضر إلى زيادة الطلب على المياه في المناطق الحضرية.

شكل 11: التعداد السكاني المتوقع للمملكة العربية السعودية (مليون)



المصدر: البنك الدولي

شكل 10: عدد سكان المملكة العربية السعودية (مليون)



المصدر: الرياض المالية، البنك الدولي

الدعم الحكومي المستمر لقطاع المياه

ارتفعت مخصصات فئة الإنفاق على الموارد الاقتصادية والبرامج العامة من الميزانية، والتي تشمل النفقات المتعلقة بالمياه، من 48 مليار ريال في عام 2017 إلى 131 مليار ريال في عام 2019، وهو ما يمثل معدل نمو سنوي مركب قدره 65.2% خلال الفترة من عام 2017 وحتى عام 2019، ويعزى ارتفاع هذه المخصصات من الميزانية بشكل رئيسي إلى المشاريع والمبادرات الضخمة المتعلقة ببرامج تحقيق الرؤية.

■ الخريّف لتقنية المياه والطاقة

تُعد شركة الخريّف لتقنية المياه والطاقة إحدى أكبر الشركات التابعة لشركة مجموعة الخريّف. وتعد أحد الجهات الرئيسية في قطاع المياه ومياه الصرف الصحي في المملكة العربية السعودية بخبرة تتجاوز 30 عاماً.

نموذج العمل

شكل 12: قطاعات الشركة الرئيسية

شركة الخريّف لتقنية المياه والطاقة						
قطاع الحلول المتكاملة للمياه			قطاع مياه الصرف الصحي		قطاع المياه	
استخراج المياه ومعالجتها	إدارة المياه بالمدن	شبكات مياه السيول	شبكات مياه الصرف الصحي	معالجة مياه الصرف الصحي	شبكات المياه	استخراج المياه ومعالجتها
ورش التصنيع			شبكات مياه الصرف الصحي	محطات معالجة مياه الصرف الصحي	شبكات توزيع المياه	آبار المياه العميقة
المختبرات						
كشف التسريبات			شبكات مياه الصرف المعالجة	محطات معالجة مياه الصرف الصناعي	شبكات مياه إطفاء الحرائق	محطات معالجة المياه
إدارة الأصول الثابتة						

المصدر: الرياض المالية، شركة الخريّف لتقنية المياه والطاقة

تزاوّل الشركة أنشطتها في معظم قطاعات السوق، مع التركيز على خدمات التشغيل والصيانة، بحصة سوقية تبلغ نسبتها 36.1% في قطاع معالجة المياه وآبار المياه العميقة، وما نسبته 8.4% في قطاع شبكات توزيع المياه، وما نسبته 9.6% في محطات معالجة مياه الصرف الصحي، وما نسبته 48.1% في شبكة مياه الصرف الصحي المعالجة وما نسبته 21.1% في إدارة المياه بالمدن.

■ المزايا التنافسية والخطط المستقبلية

مركز الشركة القوي

لدى الشركة علاقات نشطة تصل إلى 30 عاما مع عملائها الرئيسيين (وزارة البيئة والمياه والزراعة وشركة المياه الوطنية) حيث يمثلون مانسبته 86% و92% و84% من إجمالي إيراداتها في 2017 و2018 و2019، على التوالي. إضافة إلى المعرفة المتخصصة في خدمات التشغيل والصيانة وخدمات المشاريع والريادة بترشيد التكاليف وسرعة التنفيذ والتي تعكس التميز التشغيلي الذي تتميز به الشركة، حيث انعكس ذلك إيجاباً على هامش الربح التشغيلي بارتفاع من 9.4% في عام 2017 إلى 22.3% في عام 2019.

نمو مستدام

تمكنت الشركة من تحقيق نمو بوتيرة سريعة من حيث المشاريع والإيرادات، حيث يتميز سوق خدمات الصيانة والتشغيل بتدفق إيرادات ثابتة والصمود في وجه التقلبات الاقتصادية التي تصيب قطاع النفط، حيث واصل إجمالي سوق خدمات التشغيل والصيانة النمو في الفترة بين عامي 2015 و2019 بمعدل نمو سنوي مركب بلغت نسبته 3.4%، بينما تذبذبت أسعار خام برنت بين 44 دولاراً للبرميل و71 دولاراً للبرميل، في ظل تغيرات سنوية نسبتها 17% انخفاضاً وبنسبة 32% ارتفاعاً.

مصادر دخل متنوعة وقدرة على التوسع

تتمتع الشركة بالقدرة على توليد مصادر دخل متنوعة من خلال تواجدها في أقسام متعددة من قطاع المياه والصرف الصحي، فقد ساهمت قطاعات أعمال المياه ومياه الصرف الصحي والحلول المتكاملة للشركة بنسبة 47.6% و34.9% و17.5%، على التوالي من إجمالي إيرادات الشركة في الفترة الممتدة من عام 2017 إلى 2019.

الخطط المستقبلية

مواكبةً مع الأهداف الاستراتيجية وتوجهات التخصيص في الاستراتيجية الوطنية للمياه، أبرمت الشركة اتفاقية شراكة حصرية مع الشركة الرائدة عالمياً، فيوليا الشرق الأوسط ونجحت في التأهل المسبق كمقاول رئيسي والذي يمكن الشركة من تقديم العطاءات لجميع أنواع المشاريع في قطاع توزيع المياه ومياه الصرف الصحي في المملكة المنظمة من قبل الشركة الوطنية للمياه، كجزء من تنفيذ الاستراتيجية الوطنية للمياه.

ومن المتوقع أن يؤدي نمو تواجد الشركة في قطاعي إدارة المياه بالمدن وسوق البناء والتشغيل ونقل الملكية إلى تحسين تنويع عائدات الشركة واستقرارها في حين ستخلق الشراكات الاستراتيجية الدولية فرصاً مستقبلية في القطاع.

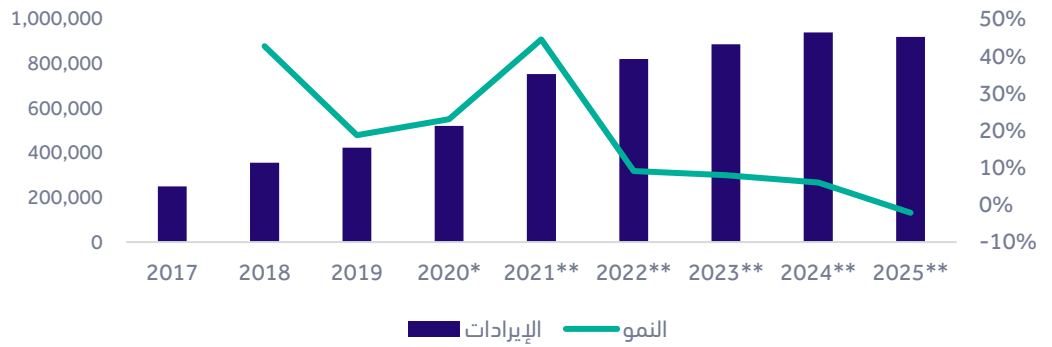
التحليل المالي

استمرار نمو الإيرادات حتى عام 2024

شهدت إيرادات شركة الخرّيف لعام 2018 ارتفاعاً نسبته 43% على أساس سنوي لتصل إلى 356 مليون ريال، نتيجةً لارتفاع عدد المشاريع الجديدة إلى 19 مشروعاً، حيث تم تنفيذ القسم الأكبر منها في عام 2018. وبالنسبة لعام 2019، فقد ارتفعت الإيرادات بوتيرة أبطأ بنسبة 19% على أساس سنوي لتصل إلى 423 مليون ريال حيث جاء الارتفاع نتيجةً لاستكمال الأعمال في المشاريع الجارية والحصول على مشاريع جديدة. وبشكلٍ مماثل، فقد ارتفعت إيرادات عام 2020 بنسبة 23% على أساس سنوي لتبلغ 521 مليون ريال.

نتوقع قفزة في إيرادات عام 2021 بنسبة 45% على أساس سنوي، حيث نعتقد أن الشركة ستحصل على المزيد من المشاريع الجديدة، بالإضافة إلى احتمالية مساهمة شركة الخرّيف في برنامج التحول الوطني 2020. علاوة على ذلك، نتوقع نمواً مستقراً لإيرادات الشركة بنسبة 9% و8% و6% على أساس سنوي، على التوالي خلال 2022-2024، وذلك بناءً على استراتيجية الحكومة لدعم التنوع الاقتصادي وتطوير قطاعات الخدمات العامة والاستراتيجية الوطنية للمياه 2030، والتي تحتوي على توجيهات واضحة لتوفير مصادر مياه مستدامة في المملكة. وفيما يخص عام 2025، نتوقع انخفاضاً طفيفاً في الإيرادات نسبته 2% على أساس سنوي.

شكل 13: إجمالي الإيرادات خلال 2017-2025 (مليون ريال)



المصدر: الرياض المالية، التقارير المالية للشركة

الرواتب المكون الرئيسي لتكلفة الإيرادات

ارتفع إجمالي تكلفة الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب نسبته 22% بين 2017-2020، ليصل إلى حوالي 380 مليون ريال. كما نتوقع قفزة نسبتها 41% في تكلفة الإيرادات لعام 2021 على أساس سنوي، على فريضة أن الشركة ستوظف مزيداً من الموظفين لتغطية حجم المشاريع المستقبلية. بالإضافة إلى ذلك، نتوقع معدل نمو سنوي مركب نسبته 4% في تكلفة الإيرادات ما بين 2022-2025.

تاريخياً، شكلت الرواتب في المتوسط ما نسبته 43% من تكلفة الإيرادات بين 2017-2019 نتيجةً لارتفاع عدد الموظفين، ومن المرجح أن يستمر ارتفاع الرواتب نظراً لكون رواتب الموظفين المكون الرئيسي لتكلفة الإيرادات. فيما شكلت المواد المستهلكة ثاني أكبر تكلفة بنسبة 26% من التكلفة الإجمالية.

تحسّن الهوامش الإجمالية عن أدنى مستوى لها في عام 2017

اتبع الدخل الإجمالي اتجاهًا مشابهًا لاتجاه الإيرادات خلال 2017-2019، حيث ارتفع بنسبة 87% و57% على أساس سنوي، على التوالي، لتصل إلى 119.2 مليون ريال في عام 2019. تاريخياً، سجلت شركة الخرّيف ارتفاعاً في الإيرادات بنسبة أعلى من ارتفاع تكلفة الإيرادات خلال 2017-2019. ونتيجةً لذلك، تمكنت الشركة من تحسين مستويات هوامشها الإجمالية لتصل إلى 16% في عام 2017، و21% في عام 2018، و28% في عام 2019.

نتوقع أن يشهد الهامش الإجمالي انخفاضاً طفيفاً في عام 2020 ليصل إلى 27%، ثم يعاود الارتفاع مرة أخرى إلى مستوى 29% في عام 2021. ليستقر بعد ذلك عند مستوى 28% خلال 2022-2025.

تقلب مصاريف البيع والتوزيع

سجلت المصاريف قفزة بنسبة 165% على أساس سنوي في عام 2018 لتصل إلى 4.7 مليون ريال وهو أعلى مستوى نعتقد أن الشركة ستصل إليه في السنوات الخمس القادمة، وذلك نتيجة لارتفاع مخصصات الذمم المدينة بقيمة 1.9 مليون ريال، بعد اعتمادها للمعيار الدولي للتقرير المالي رقم 9. بالإضافة إلى ارتفاع مصاريف التقديم على المناقصات. سجلت مصاريف البيع والتسويق انخفاضاً في عام 2019 بنسبة 69% على أساس سنوي لتصل إلى 1.4 مليون ريال (نظراً لانخفاض مصاريف التقديم على المناقصات وغياب أي إضافة على مخصصات الذمم المدينة). نتوقع استمرارية ثبات نمو مصاريف البيع والتوزيع عند معدل نمو سنوي مركب يبلغ 12% خلال 2020-2025.

تأثير الرواتب على المصاريف الإدارية والعمومية

انخفضت الرواتب بنسبة 20% على أساس سنوي لتصل إلى 8.7 مليون ريال في عام 2018 بسبب انخفاض مكافأة نهاية الخدمة بعد اعتماد المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، بالتالي، انخفض وزن الرواتب من إجمالي المصاريف الإدارية والعمومية من 70% في عام 2017 إلى 65% في عام 2018.

نظراً لأن الرواتب تمثل نسبة كبيرة، فقد انخفض إجمالي المصاريف الإدارية والعمومية بنسبة 14% على أساس سنوي إلى 13.3 مليون ريال في 2018. وفي عام 2019، عادت المصاريف الإدارية والعمومية لترتفع بنسبة 77% على أساس سنوي لتبلغ 23.5 مليون ريال نتيجة ارتفاع الرواتب بعد ارتفاع أعداد الموظفين الإداريين وتعيين مدير مالي جديد. نتوقع استمرارية ثبات نمو المصاريف الإدارية والعمومية عند معدل نمو سنوي مركب يبلغ 16% خلال 2020-2025.

الارتفاع التدريجي للأرباح التشغيلية حتى عام 2025

سجلت شركة الخرّيف أرباح تشغيلية قوية خلال 2017-2019، حيث نمت بنسبة 148% و62% على أساس سنوي لتصل إلى 94.2 مليون ريال في عام 2019 مدفوعةً بارتفاع الإيرادات.

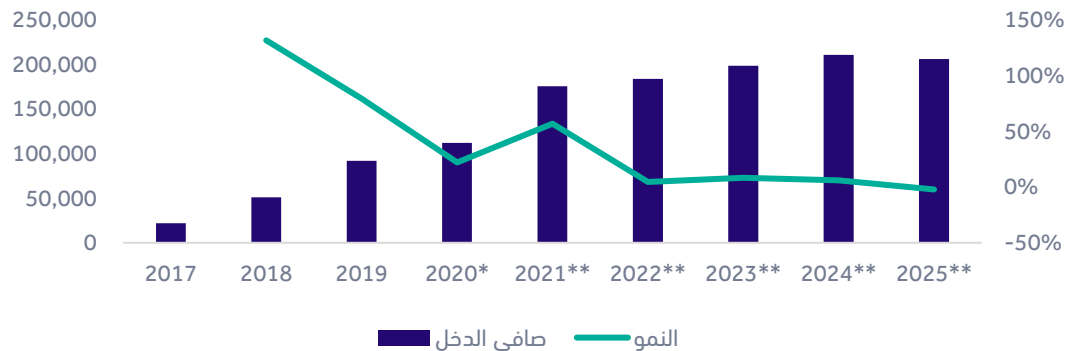
اتبعت هوامش الدخل التشغيلي اتجاهًا مشابهًا للهوامش الإجمالية، حيث ارتفعت إلى 9% في عام 2017 و16% في عام 2018 و22% في عام 2019. نعتقد أن هامش الدخل التشغيلي سيرتفع بين عامي 2020-2021 ليصل إلى 23% و24%، على التوالي، بعد ذلك تظهر توقعاتنا هامشًا تشغيليًا مستقرًا عند مستوى 23% بين 2022-2025.

الارتفاع التدريجي لصافي الدخل بين 2017 و2019

جاء النمو في صافي الدخل بين 2017-2019 متمشيًا مع اتجاه الإيرادات، حيث ارتفع بنسبة 132% على أساس سنوي ليصل إلى 51.1 مليون ريال في عام 2018. وفي عام 2019 ارتفع بنسبة 79% على أساس سنوي إلى 91.7 مليون ريال. ووفقًا لمعلومات الإدارة، بلغ صافي الدخل لعام 2020 ما قيمته 112 مليون ريال بارتفاع نسبيته 22% على أساس سنوي. نعتقد أن صافي سيشهد نموًا بمعدل نمو سنوي مركب قدره 4% حتى عام 2025.

فيما يتعلق بهامش الدخل الصافي، فقد شهد توسعاً بين 2017-2019، حيث ارتفع من 9% في 2017 ليصل إلى 22% في 2019، ويعزى الارتفاع إلى ثلاثة عوامل: (1) استكمال العمل على المشاريع القديمة التي كانت تسجل خسارة للشركة (2) تنفيذ إجراءات أكثر صرامة للتحكم في التكاليف (3) استخدام طرق أكثر فعالية لتنفيذ وتسليم المشاريع. ومع ذلك، من المتوقع أن تنكمش الهوامش الصافية إلى 21% في عام 2020، ثم تعاود الارتفاع إلى 23% في عام 2021، وبعد ذلك ستكون مستقرة عند مستوى 22% بين 2022-2025.

شكل 14: إجمالي صافي الدخل خلال 2015-2019 (مليون ريال)



■ التقييم

لقد قيمنا شركة الخريف لتقنية المياه والطاقة من خلال نهج تقييم عامين، وهما مضاعف المنشأة والتدفقات النقدية المخصومة. حيث توصلنا إلى نطاق تقييم يتراوح من 1,952 مليون ريال إلى 2,037 مليون ريال.

1. طريقة التدفقات النقدية المخصومة

باستخدام طريقة التدفقات النقدية المخصومة، توصلنا إلى قيمة شركة الخريف والبالغ 2,037 مليون ريال أو 81.50 ريال للسهم.

لحساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، استخدمنا عائد خالي من المخاطر بنسبة 2% مع علاوة مخاطر السوق بنسبة 6%. كما توصلنا لمعامل بيتا عند 0.87 وهو متوسط معامل البيتا لـ 11 شركة في قطاع المياه والطاقة عالمياً. قمنا بافتراض وزن حقوق المساهمين ووزن الدين بنسبة 10% و90%، على التوالي، في حين افترضنا أن تكلفة الدين للشركة 2%. وبتطبيق الأوزان المخصصة لتكلفة حقوق الملكية وتكلفة الدين، توصلنا إلى قيمة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 6.5%.

شكل 15: افتراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

تكلفة حقوق المساهمين	
العائد الخالي من المخاطر	2.0%
علاوة العائد على السوق	6.0%
معامل البيتا	0.87
تكلفة حقوق المساهمين	7%
متوسط نسبة حقوق المساهمين	90%
تكلفة الدين	
تكلفة الدين	2.0%
الزكاة	2.5%
متوسط نسبة الديون	10%
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال	6.5%

المصدر: الرياض المالية

شكل 16: التقييم عن طريق التدفقات النقدية المخصومة

2025*	2024*	2023*	2022*	2021*	مليون ريال
210	215	202	187	179	الدخل قبل الفوائد والضرائب
23	21	19	17	16	الاستهلاك
14	(39)	(48)	(52)	(190)	التغير في رأس المال العامل
(122)	(125)	(118)	(109)	(100)	المصاريف الرأسمالية
125	72	56	44	(95)	التدفقات النقدية الحرة
2,313	-	-	-	-	القيمة النهائية
2,438	72	56	44	(95)	إجمالي التدفقات النقدية الحرة
0.78	0.83	0.88	0.94	-	معدل الخصم
1,898	60	49	41	-	التدفقات النقدية المخصومة

معدل النمو طويل الأجل	1.0%
قيمة المنشأة	2,048
ناقص: الديون	53
مضاف: النقد	43
قيمة حقوق المساهمين	2,037
عدد الأسهم	25
القيمة العادلة للسهم	81.5

المصدر: الرياض المالية
* متوقعة

2. طريقة مضاعف المنشأة

لقد استخدمنا أيضاً طريقة المضاعفات (مضاعف المنشأة) لتحديد قيمة شركة الخريف. اعتمدنا وسيط مضاعف المنشأة لأحد عشر شركة عاملة في قطاع المياه والطاقة عالمياً للوصول إلى نطاق لقيمة حقوق المساهمين لشركة الخريف بمبلغ 1,952 مليون ريال أو 78.06 ريال للسهم.

شكل 17: طريقة تقييم المضاعفات

تقييم مضاعف المنشأة			
164	EBITDA المتوقع لعام 2021 للخريف	x7.7	شركة أبو ظبي الوطنية للطاقة
		x17.4	الشركة الأمريكية لأعمال المياه
1,952	قيمة المنشأة المستهدفة للخريف	x11.5	يونيتد يوتيليتيز جروب بي إل سي
25	عدد الأسهم	x11.9	سيفيرن ترينت بي إل سي
78.06	القيمة العادلة	x18.0	مجموعة بينون بي إل سي
		x7.0	شركة سابيسب
		x11.9	المجموعة الصينية بكين للمياه
		x16.4	مجموعة كاليفورنيا لخدمات المياه
		x24.2	مجموعة سي جي دبليو
		x9.6	شركة أقواس أنديناس
		x12.3	شركة تاي تاب لإمدادات المياه العامة المحدودة
		x11.9	مضاعف المنشأة المستهدف والقابل للمقارنة (*)

المصدر: الرياض المالية

تصنيف السهم

غير مُصنّف	بيع	حياد	شراء
تحت المراجعة/ مقيد	إجمالي العوائد المتوقعة أقل من -15%	إجمالي العوائد المتوقعة بين -15% و +15%	إجمالي العوائد المتوقعة أكبر من +15%

* تعتبر نسب العوائد تقديرية، حيث تعتمد التوصيات على عوامل أخرى أيضاً

لإبداء أي ملحوظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال research@riyadcapital.com

بيان إخلاء المسؤولية

الرياض المالية شركة مساهمة مغلقة. رأس المال المدفوع 500 مليون ريال سعودي تعمل بموجب ترخيص من هيئة السوق المالية برقم (37-07070) وسجل تجاري رقم 1010239234. الإدارة العامة: واحة غرناطة 2414 حي الشهداء، الوحدة رقم 69 الرياض 13241-7279، المملكة العربية السعودية. الهاتف: 920012299.

قد تتعامل الرياض المالية مع الشركة وتتلقى تعويضات من الشركة مقابل الخدمات المقدمة إليها. قد تقوم الرياض المالية بدور المستشار أو متعهد التغطية فيما يتعلق بالطرح المقترح للأوراق المالية من قبل الشركة.

تم تقديم هذا المستند إليك لمعلوماتك فقط ولا يجوز إعادة إنتاجه أو إعادة توزيعه أو نقله إلى أي شخص آخر. لا يجوز توزيع هذه الوثيقة بشكل مباشر أو غير مباشر على أي سلطة قضائية حيث يكون القيام بذلك غير قانوني.

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنها موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية. وبناءً عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، و/أو عدالة، و/أو اكتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، ولن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء، ومسؤولين، وموظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو أحد أو أكثر من الشركات التابعة أو عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير. الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء أو تنبؤات أو توقعات واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي. القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و/أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وفقاً لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف، وأهداف، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ. قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائماً لجميع الأشخاص. لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كلياً أو جزئياً، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.