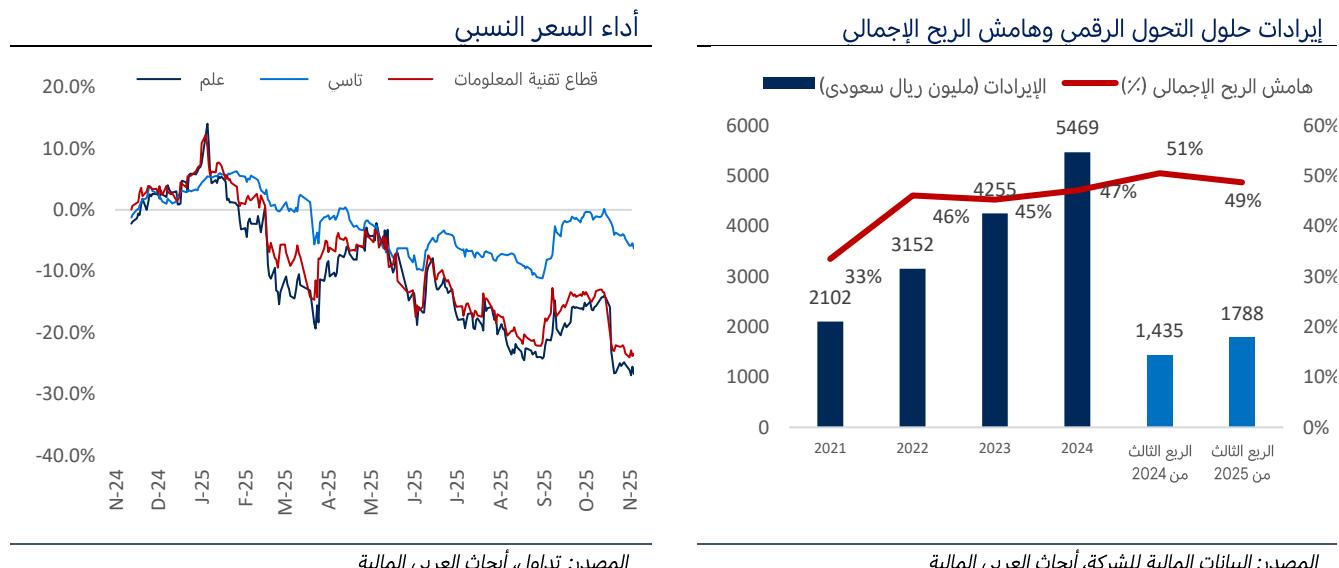


علم - هبوط السعر مقابل المحركات الأساسية للشركة: هل التراجع مبالغ فيه؟

آخر سعر: 776.0 ريال | السعر المستهدف: 1089.0 ريال | أداء منذ بداية العام: -30.4%

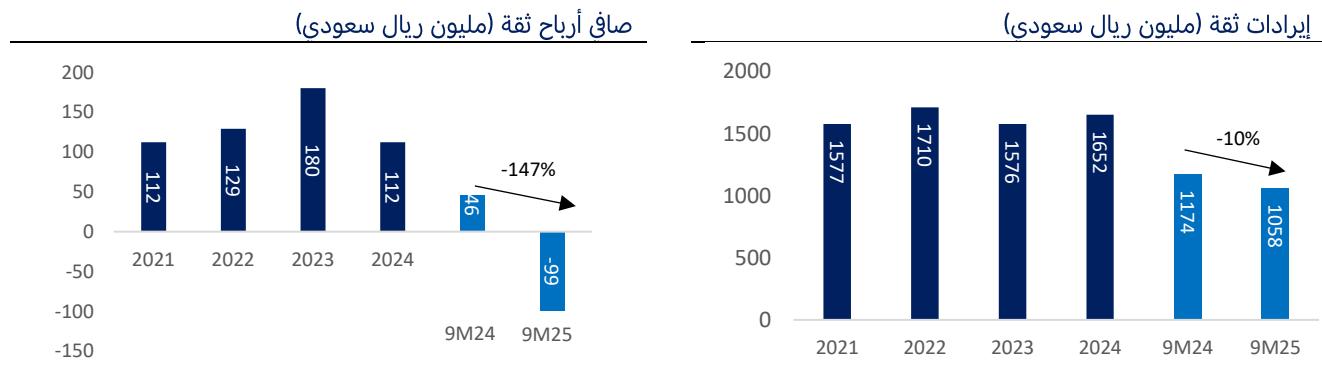
تراجع سعر السهم مدفوع بضغط قصيرة الأجل: انخفض سهم شركة علم (علم) بنسبة 30.4% منذ بداية العام إلى 776 ريال سعودي، متراجعاً بشكل حاد مقارنة بمؤشر تاسى الذي هبط بنسبة 12.5% خلال الفترة نفسها. وقد تسارع البيع بعد نتائج الربع الثالث 2025 حيث تفاعل السوق مع تراجع الهوامش، وتشوهات توقيت الإيرادات، والأثر الأولي لتوحيد نتائج شركة ثقة. وعلى الرغم من هذا التصحيح العنيف، نعتقد أن هذه الضغوط مؤقتة ولا تعكس تغيراً في الأساسيات المتوسطة المدى للشركة.

ضغط الهوامش مؤقت ويرتبط إلى حد كبير بتغيير المزيج: كان تراجع الهوامش أحد المحركات الرئيسية لمخاوف المستثمرين. حيث انخفض هامش صافي الربح إلى 22.0% في الربع الثالث 2025 مقارنة بـ 26.6% قبل عام، كما تراجع هامش الربح الإجمالي إلى 42.3% من 44.3%. وجاء جزء كبير من هذا التغيير نتيجة تحول في مزيج الإيرادات ضمن حلول التحول الرقمي، إضافةً إلى الانتقال من دور الوكيل إلى الأصليل، مما خفض الإيرادات المعلنة في الربع الثالث 2025. وأكدت الإدارة أن هذا التعديل بدأ في الربع الرابع 2024، وبالتالي ستعود قابلية الإيرادات إلى وضعها الطبيعي بدءاً من الربع القادم.



المصدر: البيانات المالية للشركة، أبحاث العربي المالية

تراجع "ثقة" المعلنة دمج شركة ثقة أثّر على معنويات السوق. فقد بدأ الإيرادات المعلنة للفترة التسعة أشهر الأولى 2025 أضعف بشكل أساسى لأن عام 2024 شمل مبلغاً لمرة واحدة قدره 138 مليون ريال سعودي وإيرادات تم الاعتراف بها لفترات السابقة نتيجة تعديل المعايير لمشروعين رئيسيين. هذه التعديلات ضخت قاعدة العام السابق وشوّهت المقارنات. باستبعاد هذه التأثيرات، كان من الممكن أن تنمو إيرادات ثقة بنسبة 2.1% على أساس سنوي. وكانت الخسائر المسجلة خلال فترة الدمج - 99 مليون ريال سعودي خلال التسعة أشهر الأولى 2025 - متوقعة، وأشارت الإدارة إلى أن صافي دخل ثقة للعام الكامل ينبغي أن يصل إلى 170-180 مليون ريال سعودي، وبما أن الغالبية العظمى من هيكل تكاليف ثقة يعتمد على الموظفين، فإن التحسينات الهيكلية ستستغرق وقتاً، إلا أن بعض التوفير المبكر تحقق بالفعل في مجالات التسويق والرعايات.



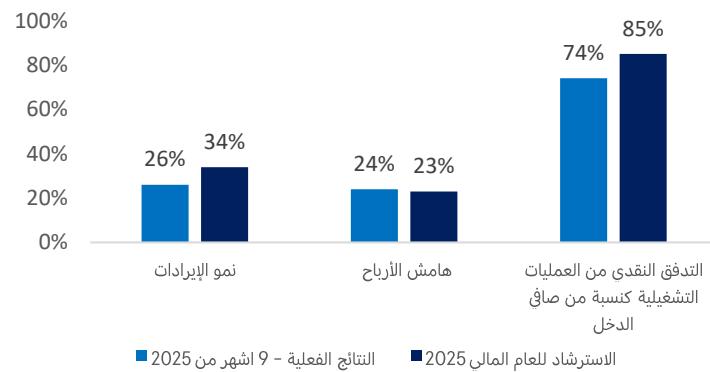
المصدر: عرض المستثمرين، أبحاث العربي المالية

العمليات الأساسية تظل قوية وتستمر في التوسيع: على الرغم من الضوابط، ظل الأداء الأساسي لشركة علم في التسعة أشهر الأولى 2025 قوياً. فقد نمت الإيرادات بنسبة 26% على أساس سنوي لتصل إلى 6.7 مليار ريال سعودي، مدفوعة بالتوسيع الواسع في قطاعات الأعمال الرقمية، والتعهيد (BPO)، والخدمات المهنية. وزاد الربح الإجمالي بنسبة 28% ليصل إلى 2.8 مليار ريال سعودي، بينما نما كل من EBIT وصافي الدخل بنسبة 21% و24% على التوالي. وظلت القدرة على توليد النقدي صحية، حيث وصل التدفق النقدي التشغيلي إلى 74% من صافي الدخل. وتبين هذه الأرقام مرونة محفظة علم الرقمية المتنوعة وتؤكّد أن التراجع في الهوامش الذي لوحظ هذا العام ليس هيكلياً.

قوة الأعمال المؤجلة تدعم الرؤية لعدة سنوات: يبلغ حجم الأعمال المؤجلة المحدث لشركة علم 4.2 مليار ريال سعودي، وسيتم الاعتراف بها على مدى السنوات 3-5 القادمة. ويشكل التعهيد (BPO) الجزء الأكبر من الأعمال المؤجلة، وأكّدت الإدارة أنها لا تتويج الحد من التعرض لهذا القطاع على الرغم من هوامشه الأقل. فهي تعتبره فرصة استراتيجية للنمو تعمق علاقات العملاء وتعزز استقرار الإيرادات على المدى الطويل. بالإضافة إلى ذلك، حصلت علم مؤخراً على عقد بقيمة 275 مليون ريال سعودي لإدارة امتحانات قياس، مما يعزز رؤية الأعمال المؤجلة ويوسع نطاق التعرض عبر القطاعات المرتبطة بالحكومة.

توجيهات الإدارة تعزز الثقة في التعافي: تستمر الإدارة في توجيهه توقعات الهوامش مستقرة، مشددة على أنها لا تتوقع ضغوطاً كبيرة على الرغم من دورة الاستثمار المستمرة. وأبرزت أن قابلية مقارنة الإيرادات ستعود إلى وضعها الطبيعي بدءاً من الربع القادم بسبب اكتمال الانتقال من دور الوكيل إلى الأصيل. كما تقدم الشركة في تحسينات المنتصات الجديدة مثل توسيع خدمات "نسك" (بما في ذلك طلب مياه زمزم) وتحديثات منصتي "واصل" و"رّوال"، مما يعزز الرؤية بأن نظام المنتجات يتسع بدلاً من التباطؤ.

استرشاد علم للعام المالي 2025 مقابل الأداء الفعلي للتسعة أشهر الأولى 2025 - مؤشر متابعة التقدم



المصدر: عرض المستثمرين، أبحاث العرب المالية

تظل التقييمات جذابة مقارنة بتوقعات النمو: مع تداول السهم حالياً عند مضاعف ربح مستقبل يبلغ 26.2 مرة، وهو أقل بكثير من المستويات المستخلصة من مسار نموه، يبدو أن التقييم الحال منفصل عن قوة علم التشغيلية وإمكانات أرباحها المستقبلية. ويشير سعرنا المستهدف البالغ 1,089 ريال سعودي إلى ارتفاع محتمل بنسبة 40.3% عن المستويات الحالية، مدعاً برأوية قوية للأعمال المؤجلة، وتطبيع مساهمة شركة ثقة، والاستمرار في تنفيذ ركائز استراتيجية علم 4.0.

على الرغم من مواجهة علم لأداء أقل من المتوقع منذ بداية العام بسبب الضوابط قصيرة الأجل، وتأثيرات توقيت الإيرادات، وتحفييف التأثير المرتبط بالاندماج، تظل أساسيات الشركة سليمة. النمو القوي للإيرادات، والأعمال المؤجلة البالغة 4.2 مليار ريال سعودي، والتوجيه المستقر، وتوسيع البصمة الاستراتيجية ضمن أجندة التحول الرقمي في المملكة العربية السعودية كلها تدعم الرؤية القائلة بأن البيع المكتف مؤقت. وبالتالي، نحتفظ بموقفنا الإيجابي تجاه السهم.

إخلاء مسؤولية:

تم إعداد هذا التقرير استناداً إلى معلومات يعتقد أنها موثوقة، إلا أن "العربي المالية" لا تقدم أي ضمان أو تعهد، صريحاً كان أم ضمنياً، بشأن دقة أو صحة أو اكتمال هذه المعلومات، كما لا تحمل أي مسؤولية عن أي خسارة أو ضرر قد ينشأ بأي شكل من الأشكال (بما في ذلك نتيجة الإهمال) بسبب أخطاء أو سهو في هذه المعلومات.

تم إعداد هذا التقرير من قبل "العربي المالية" لأغراض معلوماتية فقط، ولا يُعد، ولا ينبغي اعتباره، نصيحة أو توصية أو عرضاً للبيع أو دعوة للاشتراك أو الشراء أو البيع في أي أوراق مالية. كما لا يشكل هذا التقرير أو أي جزء منه أساساً لاي عقد أو التزام، ولا يجوز الاعتماد عليه في هذا السياق. كما أن الآراء أو وجهات النظر الواردة فيه قابلة للتغيير دون إشعار مسبق.

يُقدم هذا التقرير والمعلومات الواردة فيه لأغراض معلوماتية عامة فقط، ولا يراعي أي أهداف استثمارية أو أوضاع مالية أو احتياجات خاصة لأي من المتلقين. كما أنه لم يُعد بغرض توجيه المعلومات إلى جهة معينة، بل يقتصر على تقديم معلومات عامة غير مخصصة.