

19 مارس 2023

الشركة العربية لخدمات الإنترنت والاتصالات (سلوشنز)

تقرير إلحافي

التوسع من خلال استراتيجية الاندماج والاستحواذ

تقييم الشركة عند 34.0 مليار ريال (284 ريال للسهم)

قمنا بتقييم شركة سلوشنز على أساس التدفقات النقدية المخصومة بالإضافة إلى طريقة المضاعفات. قمنا بتحديد وزن 70% لطريقة التدفقات النقدية المخصومة ونسبته 30% لطريقة التقييم بالمضاعفات، حيث توصلنا إلى قيمة عادلة تبلغ 34.0 مليار ريال. وبالتالي، قمنا برفع سعرنا المستهدف من 235.00 ريال إلى 284.00 ريال للسهم ورفع توصيتنا إلى الشراء. نتوقع أن توسع الشركة من محفظة خدماتها ونطاقها الجغرافي من خلال استراتيجيتها في الاندماج والاستحواذ، إلا أننا قلقون بشأن الهوامش على المدى القصير إلى المتوسط.

اهتمام قوي بعمليات الاندماج والاستحواذ في سوق مجزأة للغاية

يتصف القطاع بأنه مجزأ. تعتبر شركة سلوشنز بأنها الشركة الرائدة في القطاع بحصة سوقية تبلغ 19.8%، مما يوفر إمكانية كبيرة للتوحيد لصالح الشركة. أعلنت الشركة مؤخرًا عن عمليتي استحواذ كجزء من استراتيجيتها للاندماج والاستحواذ، حيث أكملت استحواذها على شركة الجيزة في الربع الرابع من عام 2022 بقيمة 466 مليون ريال. بالإضافة إلى أنها وقّعت اتفاقية بيع وشراء للاستحواذ على نسبة 100% من شركة مراكز الاتصال مقابل 450 مليون ريال في الربع الأول من عام 2023.

نمو الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 13.3% للأعوام ما بين 2022 و2027

نمت الإيرادات بنسبة 22% على أساس سنوي في عام 2022 يقارب ضعف التوجيه بين 11% و14% على أساس سنوي وأعلى من نمو سوق الاتصالات وتقنية المعلومات في المملكة والبالغ نسبته 13%. بالنسبة لعام 2023، جاءت توجيهات الإدارة لتحقيق نمو في الإيرادات بين ما نسبته 11% و13% وذلك بما يتماشى مع نمو القطاع بنسبة 12%، حيث أن هذا التوجيه أقل من توجيه العام السابق. نتوقع أن تحقق سلوشنز نموًا في الإيرادات أعلى من توجيهها في عام 2023. وللمضي قدمًا، نتوقع معدل نمو سنوي مركب نسبته 13.3% في الإيرادات مدعومًا بشكل أساسي بالنمو في العملاء من القطاع الخاص.

عمليات الاستحواذ قد تضع الهوامش تحت الضغط

الطبيعة المجزأة لقطاع تقنية المعلومات تجعله مثاليًا لنشاطات الاندماج والاستحواذ. تقود شركة سلوشنز القطاع وكجزء من نضوج هذا القطاع، نتوقع حدوث توحيد للاعبين في القطاع. نتوقع أنه مع التوسع من خلال عمليات الاستحواذ، قد يكون هناك ضغط على الهوامش خلال الأعوام القادمة. وبالتالي، نتوقع أن ينخفض الهامش الإجمالي من مستوى الـ 22.8% في عام 2022 ليصل إلى 21.6% في عام 2023 قبل أن يبدأ في الصعود تدريجيًا ليصل إلى مستوى الـ 22.5% في عام 2027.

القدرة على توليد النقد القوي لدعم استراتيجية الاندماج والاستحواذ

أدى كلاً من التحسن القوي في الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين إلى جانب انخفاض النفقات الرأسمالية إلى الإيرادات، إلى إنهاء العام عند نقد وما يعادله بقيمة 3.2 مليار ريال. على الرغم من أننا نتوقع زيادة في متطلبات رأس المال العامل على المدى القصير، فإن استمرار النمو في الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين وانخفاض النفقات الرأسمالية سيخفف من أثر الزيادة في متطلبات رأس المال العامل. على المدى المتوسط، ستتحسن التدفقات النقدية الحرة بشكل أكبر مع بدء تحسن رأس المال العامل. حيث أن ذلك سيساعد الشركة في تنفيذ استراتيجية الاندماج والاستحواذ الخاصة بها.

جدول 1: الملخص المالي والنسب الرئيسية (2022-2027)

	2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	2022
قائمة الدخل (مليون ريال)						
المبيعات	16,419	15,128	13,655	12,096	10,446	8,805
الدخل الإجمالي	3,694	3,370	3,010	2,638	2,256	2,011
الدخل التشغيلي	2,166	1,953	1,726	1,500	1,253	1,160
صافي الدخل	1,999	1,801	1,615	1,461	1,234	1,053
النسب الرئيسية						
الهامش الإجمالي	%22.5	%22.3	%22.0	%21.8	%21.6	%22.8
الهامش التشغيلي	%13.2	%12.9	%12.6	%12.4	%12.0	%13.2
الهامش الصافي	%12.2	%11.9	%11.8	%12.1	%11.8	%12.0

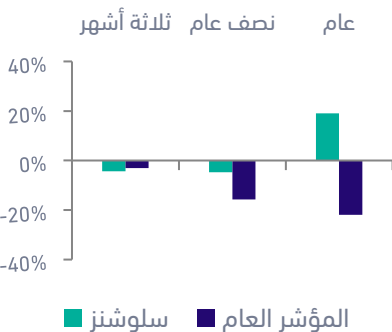
المصدر: الرياض المالية
* متوقعة

التوصية	السعر المستهدف خلال 12 شهر	شراء
	284 ريال	

السعر في 16 مارس (ريال)	238.2
التغير	%19.2
عائد الأرباح الموزعة	%2.2
إجمالي العوائد المتوقعة	%21.4

بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً (ريال)	190.2/293.0
القيمة السوقية (مليون ريال)	28,584
الأسهم المتداولة (مليون سهم)	120
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	%20
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهر)	203,885
رمز بلومبيرغ	SOLUTION AB



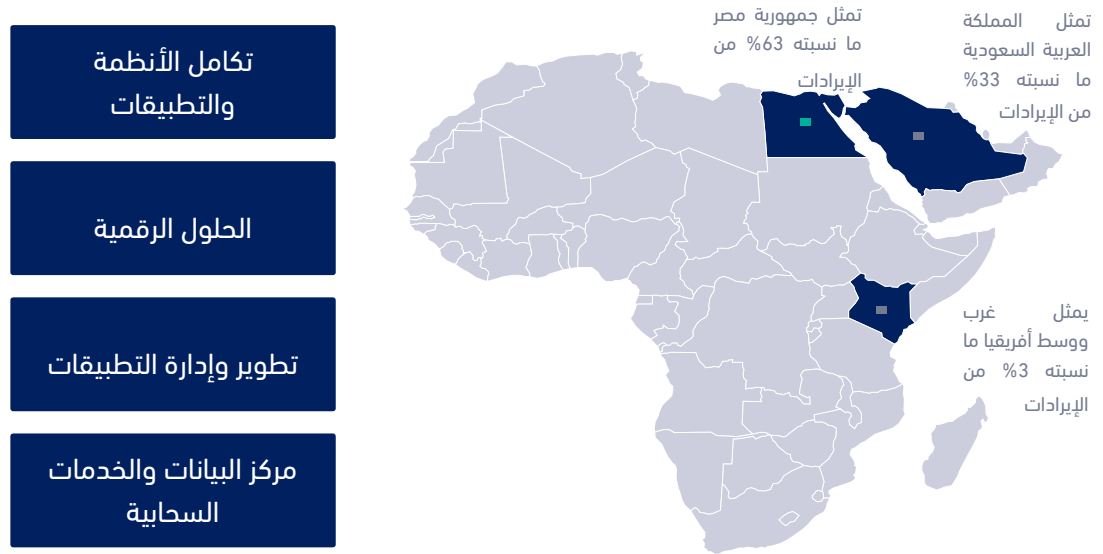
اهتمام قوي بعمليات الاندماج والاستحواذ في سوق مجزأة للغاية

يشتهر هذا القطاع بأنه مجزأ، حيث تمثل الشركات الصغيرة والمتخصصة ما نسبته 52% من القطاع. سلوشنز هي الشركة الرائدة في السوق بحصة سوقية تبلغ 19.8%، مما يوفر إمكانية كبيرة لتوحيد القطاع لصالح الشركة. أعلنت الشركة مؤخرًا عن عمليتي استحواذ كجزء من استراتيجيتها للاندماج والاستحواذ. حيث أكملت عملية الاستحواذ على شركة جيزة في الربع الرابع من عام 2022 بقيمة 466 مليون ريال. أيضًا، وقعت اتفاقية بيع وشراء لشراء ما نسبته 100% من شركة مراكز الاتصال (سي سي سي) مقابل 450 مليون ريال في الربع الأول من عام 2023.

بدعم من مركزها النقدي القوي ووجودها في سوق مجزأ للغاية، تعتزم سلوشنز توسيع محفظة خدماتها من خلال المزيد من عمليات الاندماج والاستحواذ. تهدف الشركة إلى تنمية محفظة خدماتها واكتساب حصة في السوق، لا سيما في مجال تعهيد عمليات الأعمال (BPO) وخدمات التطبيقات والخدمات الرقمية.

الاستحواذ على شركة جيزة: نعتقد أن هذا الاستحواذ سيوسع من محفظة خدمات شركة سلوشنز ويعزز من مركزها كمحطة واحدة شاملة وذلك من خلال منح الشركة إمكانية الوصول إلى سوق تكامل التطبيقات. علاوة على ذلك، ستمكن شركة سلوشنز من الوصول إلى أسواق جديدة من خلال هذه الصفقة حيث تتمتع شركة جيزة بحضور قوي في جمهورية مصر، حيث تمتلك حصة سوقية تقارب الـ 7% من السوق المصري. ومن الجدير بالذكر أنه وفقًا للإدارة، ساهمت شركة جيزة بما يقارب 400 مليون ريال في الإيرادات لعام 2022.

شكل 1: محفظة خدمات شركة جيزة وتواجدها الجغرافي



المصدر: سلوشنز، الرياض المالية

شركة مراكز الاتصال (سي سي سي): تأسست شركة مراكز الاتصال في عام 2011 كمشروع مشترك بين شركة الاتصالات السعودية وشركة ستارتيك العالمية ومقرها الولايات المتحدة. توفر شركة مراكز الاتصال بشكل أساسي خدمات التعهيد والتعامل غالبًا مع عملاء كبار في المملكة العربية السعودية، بالإضافة إلى الخدمات المشتركة الناشئة والاستشارات والخدمات المتخصصة الأخرى. تعد شركة مراكز الاتصال حاليًا أكبر مزود لإدارة تجربة العملاء في المملكة، حيث تدير أكثر من 35 مليون عملية. من خلال هذا الاستحواذ، تطمح شركة سلوشنز إلى تسريع انخراطها في مجال تعهيد العمليات التجارية وإكمال تغطيتها لرحلة عميل تكنولوجيا المعلومات والاتصالات من خلال تمكين العروض الشاملة من التصميم إلى العمليات. وفقًا للإدارة، من المتوقع أن يتم الانتهاء من هذا الاستحواذ في الربع الثاني من عام 2023.

شكل 2: محفظة خدمات شركة مراكز الاتصال

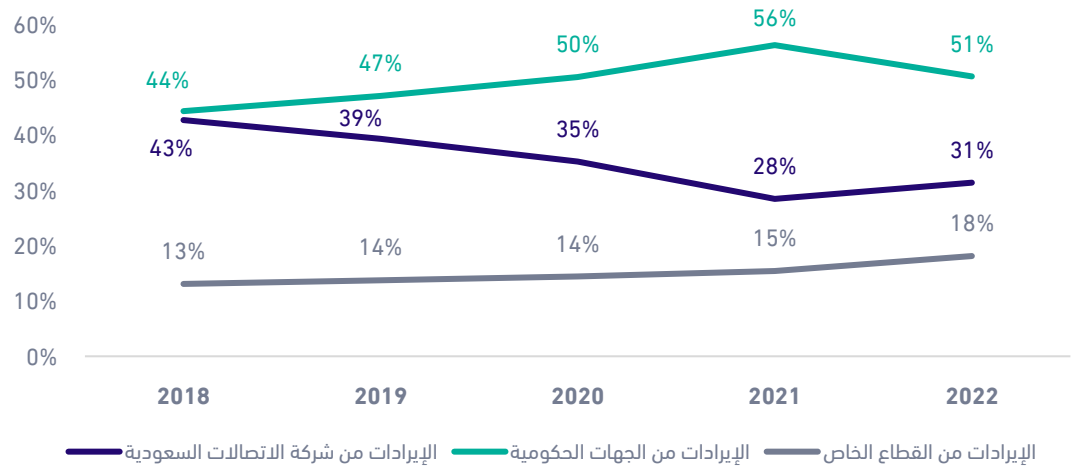
إدارة دورة حياة العميل	المنصة الرقمية	خدمات الموارد البشرية	الخدمات المشتركة
- العناية بالعميل - المبيعات الهاتفية - إدارة شبكات التواصل الاجتماعي - إدارة الولاء والاحتفاظ	- ذكاء الأعمال - تحليل المحادثات - البيانات الضخمة - الأمن السبراني - العمل من المنزل - قناة لتسويق شامل	- زيادة التوظيف - التوظيف - التدريب - إعداد الموظفين - تجهيز كشوف المرتبات	- التمويل - المحاسبة - هندسة نظم العمل

المصدر: سلوشنز، الرياض المالية

زيادة موطئ قدمها في القطاع الخاص

تسعى شركة سلوشنز إلى تقليل اعتمادها على شركة الاتصالات السعودية من خلال توسيع مساهمة القطاع الخاص في مزيج الإيرادات. تمثل حاليًا ما نسبته 18% من إيرادات شركة سلوشنز من القطاع الخاص (باستثناء شركة الاتصالات السعودية) كما في عام 2022. وعلى الرغم من أن مبلغ المساهمة يبدو محدودًا، إلا أن هذه النسبة قد ازدادت باطراد خلال السنوات السابقة، مما يجعلها الشريحة الأسرع نموًا. على الرغم من المشاريع الكبيرة مع شركة الاتصالات السعودية في الأعوام الأخيرة، فقد نمت بنسبة 44% على أساس سنوي. نريد أن نشير إلى أن الارتفاع في نسبة إيرادات شركة الاتصالات السعودية في عام 2022 مقارنة بعام 2021 جاءت بشكل أساسي من مشروع واحد مع شركة الاتصالات السعودية يتعلق بمراكز البيانات حيث سجلت الشركة غالبية الإيرادات في الربع الأول من عام 2022. نرى أن إستراتيجية سلوشنز للتوسع في القطاع الخاص تعتبر كمحرك رئيسي للنمو المستقبلي. كما نعتقد أن المزيد من عمليات الاستحواذ ستحفز نمو عملاءها من القطاع الخاص.

شكل 3: الإيرادات حسب نوع العميل



المصدر: سلوشنز، الرياض المالية

الإيرادات المؤجلة تدعم نمو الإيرادات

نظرًا للطبيعة التعاقدية للأعمال، تعد الإيرادات المؤجلة لشركة سلوشنز مؤشرًا قويًا على أداء الإيرادات. بالنسبة لعام 2022، نمت الإيرادات المؤجلة بشكل أسرع من نمو الإيرادات (44% مقابل 22%، على التوالي) لتصل إلى 3.3 مليار ريال. يمكننا أن نرى من ذلك أن للإيرادات إمكانات نمو قوية في الأعوام القادمة بمجرد الاعتراف في هذه الإيرادات.

نمو الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 13.3% للأعوام ما بين 2022-2027

حققت شركة سلوشنز نموًا نسبته 22% على أساس سنوي في الإيرادات لتصل إلى 8.8 مليار ريال في عام 2022. خلال عام 2022، تم تقديم مزيد من التوضيحات في إرشادات المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية رقم 15 بخصوص اعتبارات الأصل مقابل الوكيل لإعادة بيع برامج الحاسب الآلي. لذلك، قامت الشركة بإعادة تصنيف العديد من العقود التي تم تصنيفها سابقًا على أنها عقود بصفة أصل لتكون بصفة وكيل. وبالتالي، بدلاً من تسجيل المبلغ الإجمالي، تعترف الشركة الآن بصافي دخل العمولة من هذا النوع من العقود. نتج عن ذلك إعادة تصنيف الإيرادات وتكلفة الإيرادات مع ترك الدخل الإجمالي والصافي دون تغيير. استنادًا إلى حساباتنا، كان التأثير لعام 2021 يقارب 607 مليون ريال وفي فترة التسعة أشهر من عام 2022، كان يقارب 533 مليون ريال.

■ نما القطاع الأكبر لشركة سلوشنز، وهو تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الأساسية، حيث ارتفع في عام 2022 بنسبة تزيد عن 30% على أساس سنوي. نظرًا للنضج العالي في سوق تكامل الشبكات، ومحدودية التمايز والتنافس التي تحد من ارتفاع الأسعار، فإن هذا القطاع يتمتع بإمكانية نمو محدودة إلى حد ما. على الرغم من كل ذلك، نتوقع أن ينمو هذا القطاع بنسبة 13.4% كمعدل نمو سنوي مركب بين عامي 2022 و2027 حيث تستفيد الشركة (من خلال جيزة) من خدمات تكامل التطبيقات، والذي يتمتع بإمكانيات أكبر للنمو. هناك نمو تدريجي يمكن أن تحققه المشاريع الحكومية الضخمة وقدرة الشركة على زيادة حصتها في السوق من خلال الاستفادة من مجموعة خدماتها الشاملة.

■ نما قطاع خدمات تقنية المعلومات والخدمات التشغيلية المدارة بنسبة 19% على أساس سنوي في عام 2022. ننظر إلى هذا القطاع بتفاؤل، حيث نتوقع أن يكون القطاع الأسرع نموًا بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 15.2% بين عامي 2022 و2027. تستند توقعاتنا إلى التحول المستمر للشركات والجهات الحكومية من النماذج القائمة على النفقات الرأسمالية إلى النماذج القائمة على العمليات التشغيلية. بالإضافة إلى ذلك، نعتقد أنه مع الانتهاء من الاستحواذ على شركة مراكز الاتصال، ستكون سلوشنز رائدة في سوق تعهيد العمليات التجارية. هذا بدوره سيؤدي إلى تعزيز مكانة الشركة داخل القطاع وتوسيع نطاق وصولها إلى السوق خاصة للعملاء من القطاع الخاص.

■ نمت الخدمات الرقمية بنسبة 7.4% على أساس سنوي في عام 2022. نتوقع أن يحقق هذا القطاع نموًا أقل من غيره بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 10.0% بين عامي 2022 و2027 ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى خط أعمال الأمن السيبراني، الذي يتميز بنمو أقل من غيره. نعتبر هذا القطاع مكملًا لمحفظة الشركة من أجل تعزيز مكانتها كمحطة واحدة شاملة حيث أنها أقل ربحية بكثير من القطاعات الأخرى. نعتقد أن المزيد من عمليات الاستحواذ يمكن أن تدعم نمو هذا القطاع ولكن المنافسة الحادة، لا سيما من الشركات الصغيرة، ستمثل تحديًا للشركة للتوسع في هذا السوق.

شكل 4: نمو الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 13.3% بين عامي 2022 و 2027

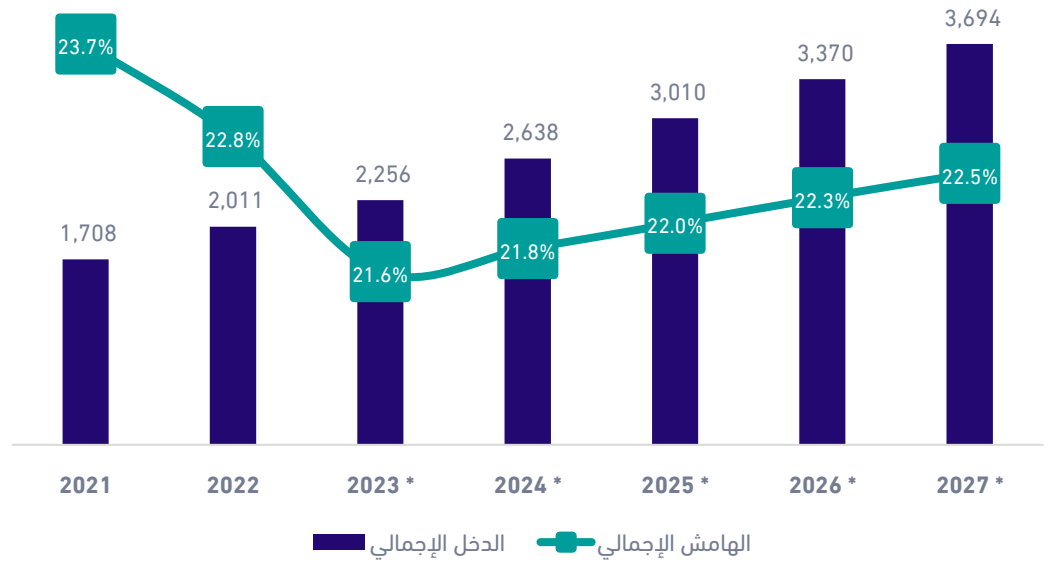


المصدر: سلوشنز، الرياض المالية
*متوقعة

عمليات الاستحواذ قد تضع الهوامش تحت الضغط

الطبيعة المجزأة لقطاع تقنية المعلومات تجعله مثاليًا لنشاطات الاندماج والاستحواذ. تقود شركة سلوشنز القطاع وكجزء من نضوج هذا القطاع، تتوقع حدوث توحيد للاعبين في القطاع. في الواقع، أكملت شركة سلوشنز عملية استحواذ واحدة خلال عام 2022 (شركة جيزة) ومن المتوقع الانتهاء من عملية الاستحواذ الثانية (مراكز الاتصال) في الربع الثاني من عام 2023. تعمل شركة جيزة بهوامش أقل بكثير مما هي عليه في شركة سلوشنز (حيث أن هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين عند مستوى الـ 7.4% في عام 2021). لذلك، نتوقع أنه مع التوسع من خلال عمليات الاستحواذ، قد يكون هناك ضغط على الهوامش في الأعوام القادمة. وبالتالي، نتوقع أن ينخفض الهامش الإجمالي من مستوى 22.8% في عام 2022 ليصل إلى 21.6% في عام 2023 قبل أن يبدأ في الارتداد تدريجيًا ليصل إلى مستوى الـ 22.5% في عام 2027.

شكل 5: الدخل الإجمالي (مليون ريال) والهامش الإجمالي (%)

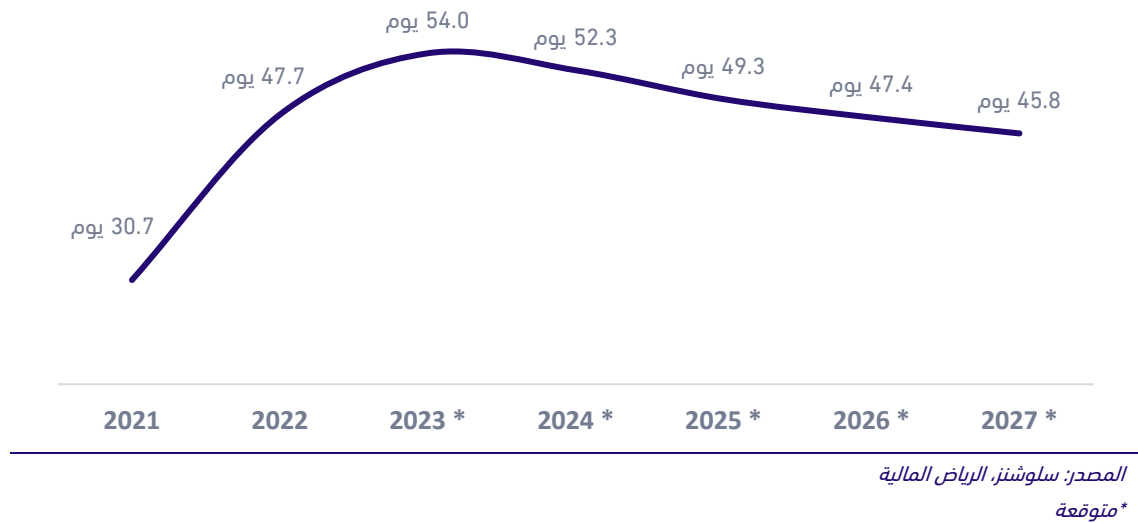


المصدر: سلوشنز، الرياض المالية
* متوقعة

ارتفاع عدد أيام الذمم المدينة على المدى القصير

انخفضت نسبة إجمالي الذمم المدينة المنسوبة إلى شركة الاتصالات السعودية من نسبة 76% في عام 2021 إلى ما نسبته 58% في عام 2022. ويعزى هذا الانخفاض إلى ارتفاع الذمم المدينة من الجهات الحكومية والشركات الخاصة. على المدى المتوسط، نتوقع أن تكون شركة سلوشنز أكثر عرضة لمخاطر التحصيل نتيجة لزيادة مساهمة إيرادات القطاع الخاص في الإيرادات. على المدى القصير، نتوقع ارتفاعًا في عدد أيام الذمم المدينة لتصل إلى 157 يومًا في عام 2023 نتيجة لارتفاع الذمم المدينة من شركة الاتصالات السعودية على خلفية العقود الكبيرة الموقعة مع الشركة خلال العام السابق. انخفض عدد أيام الذمم المستحقة ليصل إلى 121 يومًا من 130 يومًا في عام 2021، نتوقع أن يستمر هذا الانخفاض لتستقر عند نطاق 105-120 يومًا. هذا من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع في دورة التحويل النقدي على المدى القصير، إلا أنه على المدى المتوسط نتوقع أن يبدأ في الانخفاض.

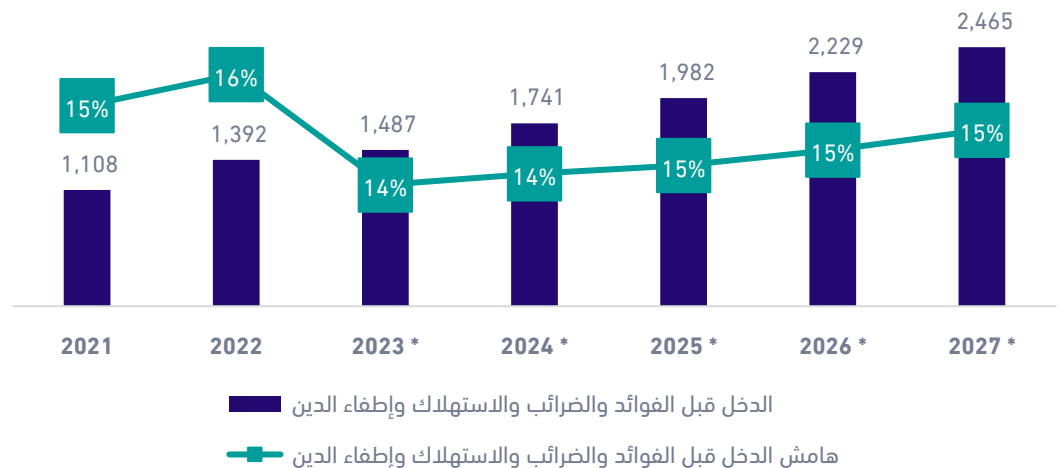
شكل 6: دورة التحويل النقدي لشركة سلوشنز



القدرة على توليد النقد القوي لدعم استراتيجية الاندماج والاستحواذ للشركة

أدى كلاً من التحسّن القوي في الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين (ارتفع بنسبة 26% على أساس سنوي في عام 2022)، إلى جانب انخفاض النفقات الرأسمالية إلى الإيرادات (1.5% في عام 2022) إلى تعويض نفقات الاستحواذ على شركة جيزة بالإضافة إلى الزيادة غير المواتية في رأس المال العامل. وقد ترجم ذلك إلى تدفق نقدي حر بقيمة 1.6 مليار ريال في عام 2022 والذي أدى إلى إنهاء العام عند نقد وما يعادله بقيمة 3.2 مليار ريال. للمضي قدماً، على الرغم من أننا نتوقع زيادة في متطلبات رأس المال العامل على المدى القصير، فإن استمرار النمو في الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين وانخفاض النفقات الرأسمالية سيخفف من أثر الزيادة في متطلبات رأس المال العامل. على المدى المتوسط، ستتحسّن التدفقات النقدية الحرة بشكل أكبر مع بدء تحسّن رأس المال العامل. علاوة على ذلك، نظراً لمستوى التدفقات النقدية الحرة الجيدة واحتياجات النفقات الرأسمالية المحدودة، كان لدى شركة سلوشنز مركز مالي خالي من الديون. إلا أنه في الربع الثالث من عام 2022، قامت الشركة بجمع تسهيلات بقيمة 500 مليون ريال (إجمالي 1 مليار ريال تم استخدام 500 مليون ريال منها) وذلك من أجل الاستمرار في تنفيذ خطتها المتعلقة بالاندماج والاستحواذ. باختصار، يشير انخفاض الدين في قائمة المركز المالي إلى جانب النظرة الصحية للتدفق النقدي الحر إلى أنه لا توجد عقبات حالية تمنع شركة سلوشنز من تنفيذ استراتيجية الاندماج والاستحواذ الخاصة بها.

شكل 7: الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين (مليون ريال) وهامشه (%)



المصدر: سلوشنز، الرياض المالية
* متوقعة

نمو الإيرادات يفوق توجيه الإدارة مرة أخرى

نمت الإيرادات لشركة سلوشنز بنسبة 22% على أساس سنوي في عام 2022، تقريبًا ضعف توجيه الإدارة، والذي كان بين نسبة 11% و 14% على أساس سنوي وأيضًا أعلى من نمو القطاع في المملكة بنسبة نمو 13%. كما تجاوز هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين والبالغ نسبته 15.8% التوجيهات بين 13.0% و 15.0% بينما أتت النفقات الرأسمالية إلى الإيرادات متماشية مع التوجيه عند 1.5%. بالنسبة لعام 2023، فإن توجيهات الإدارة أتت بارتفاع الإيرادات بنسبة 11% إلى 13% بما يتماشى مع نمو القطاع بنسبة 12%، وهو أقل من توجيهات العام السابق. تجدر الإشارة إلى أنه وفقًا للإدارة، تم تضمين توحيد إيرادات شركة جيزة في توجيهاتها لهذا العام، ولكن لم يتم النظر في إيرادات شركة مراكز الاتصال (والتي من المتوقع أن يتم الانتهاء من الاستحواذ في الربع الثاني من عام 2023). بالنسبة لهامش الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين وتوجيهها بخصوص النفقات الرأسمالية إلى الإيرادات، فإن توجيهات الإدارة لم تتغير عن العام السابق. نتوقع أن تحقق شركة سلوشنز نموًا في الإيرادات أعلى من توجيه الإدارة، وذلك بدعم من إيرادات جيزة والعقود الموقعة مؤخرًا مع شركة الاتصالات السعودية. ومع ذلك، نتوقع أن يكون هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين عند 14.2% (انخفاض بمقدار 158 نقطة أساس مقارنةً بالعام الماضي) على خلفية تراجع الهوامش من قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الأساسي وبسبب إدراج أرباح الجيزة (التي لديها هوامش منخفضة نسبيًا مقارنةً بسلوشنز) بالإضافة إلى زيادة المصاريف المتعلقة بإنجاز عمليات الاستحواذ.

جدول 2: توجيهات سلوشنز لعام 2023

الإيرادات	توجيهات عام 2022	الفعلي لعام 2022
الإيرادات	نمو الإيرادات على أساس سنوي بنسبة تقريبية تتراوح ما بين 11% إلى 14%	ارتفعت الإيرادات بنسبة 22% على أساس سنوي
هامش EBITDA	ليستقر هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين بين 13.0% و 15.0%	استقر هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين عند 15.8%
النفقات الرأسمالية	للتشكل ما نسبته 1.5% حتى 2.0% من الإيرادات	أتت النفقات الرأسمالية إلى الإيرادات عند 1.5%
الإيرادات	توجيهات عام 2023	توقعات الرياض المالية لعام 2023
الإيرادات	نمو بنسبة 11% إلى 13% على أساس سنوي	أن تنمو الإيرادات بنسبة 19% على أساس سنوي
هامش EBITDA	ليستقر هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين بين 13.0% و 15.0%	أن ينخفض هامش الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك وإطفاء الدين عند 14.2%
النفقات الرأسمالية	للتشكل ما نسبته 1.5% حتى 2.0% من الإيرادات	أن تستقر نسبة النفقات الرأسمالية إلى الإيرادات عند 1.8%

المصدر: سلوشنز، الرياض المالية

■ التققىم

قمنا برفع سعرنا المستهدف للسهم من 235.0 ريال إلى 284.0 ريال. وبالتالي، نقوم بترقية توصيتنا إلى الشراء. بناءً على تقييمنتنا، توصلنا إلى تقييم يبلغ 34.0 مليار ريال أو 284.0 ريال للسهم كما هو موضح أدناه.

ملخص التققىم

طريقة التققىم	القيمة العادلة	الوزن	المتوسط المرجح للسعر
التدفقات النقدية المخصصة	283.2	70%	198.2
مكرر الربحية	271.4	15%	40.7
قيمة المنشأة إلى الإيرادات	300.2	15%	45.0
القيمة العادلة (بالريال)	284.0		

المخاطر الرئيسية لتقييمنتنا

- ارتفاع في بند الذمم المدينة بوتيرة متسارعة
- تباطؤ تدفق المشاريع
- عدم القدرة على تحقيق التأزر من عمليات الاستحواذ الجديدة
- الضغوط التنافسية على الهوامش

تقييم التدفقات النقدية المخصصة عند 34.0 مليار ريال (283.2 ريال للسهم)

باستخدام طريقة تقييم التدفقات النقدية المخصصة، وصلنا إلى قيمة حقوق ملكية للشركة بقيمة 34.0 مليار ريال أو 283.2 ريال للسهم الواحد. كان معدل تكلفة رأس المال العامل عند 8.7% مدفوعًا بمعدل خال من المخاطر بنسبة 4.35%، وعلاوة مخاطر حقوق الملكية بنسبة 5.3% وبيتا عند 0.96، تشير حساباتنا إلى وزن حقوق ملكية ودين بنسبة 82.2% و17.8% على التوالي بينما تكلفة الاقتراض للدين عند 5.5%. وصلنا إلى قيمة حقوق الملكية 34.0 مليار ريال أو 283.2 ريال لكل سهم.

جدول 3: التقييم عن طريق التدفقات النقدية المخصصة

ألف ريال	2023*	2024*	2025*	2026*	2027*
الدخل قبل الفوائد والضرائب	1,252,871	1,500,078	1,726,240	1,952,506	2,165,551
الاستهلاك	234,130	240,850	255,620	276,066	299,808
التغير في رأس المال العامل	(57,936)	25,513	110,589	65,011	56,594
البنود غير النقدية	125,381	124,138	144,093	144,102	142,267
المصاريف الرأسمالية	(265,483)	(287,151)	(322,244)	(355,374)	(384,422)
التدفقات النقدية الحرة	1,372,412	1,688,504	1,868,721	2,073,895	2,253,513
القيمة النهائية	37,074,365				
إجمالي التدفقات النقدية الحرة	1,372,412	1,688,504	1,868,721	2,073,895	39,327,878
معدل الخصم	0.92	0.85	0.78	0.72	0.66
التدفقات النقدية المخصصة	1,262,217	1,428,238	1,453,759	1,483,830	25,878,985
معدل النمو طويل الأجل	2.5%				
قيمة المنشأة	31,507,029				
صافي الديون	2,504,768				
حقوق الملكية الغير مسيطرة	(28,890)				
قيمة حقوق المساهمين	33,982,907				
عدد الأسهم	120,000				
القيمة العادلة للسهم (ريال)	283.2				

المصدر: الرياض المالية
* متوقعة

مضاعف مكرر الربحية عند 32.6 مليار ريال (271.4 ريال للسهم)

استخدمنا متوسط مضاعفات مكرر الربحية لعشرة شركات قابلة للمقارنة نسبياً. حيث توصلنا إلى قيمة حقوق الملكية عند 32.6 مليار ريال أو 271.4 ريال للسهم.

جدول 4: مضاعف مكرر الربحية عند 271.4 ريال للسهم

تقييم مكرر الربحية			
12.17	ربحية السهم لسلوشنز	21.9x	MAXIMUS INC
		23.1x	ACCENTURE PLC-CL A
32,564,042	قيمة حقوق المساهمين	29.2x	TATA CONSULTANCY SVCS LTD
120,000	عدد الأسهم	21.0x	WIPRO LTD
271.4	القيمة العادلة للسهم (ريال)	20.4x	SAP SE
		25.4x	INFOSYS LTD
		12.8x	CHINASOFT LTD
		13.7x	INTL BUSINESS MACHINES
		23.0x	PERFECT PRESENTATION
		32.4x	ELM CO
		22.3x	المكرر المقارن

المصدر: بلومبيرغ، الرياض المالية

مضاعف قيمة المنشأة إلى الإيرادات عند 36.0 مليار ريال (300.2 ريال للسهم)

باستخدام ذات الشركات، استخدمنا متوسط قيمة المنشأة إلى الإيرادات. حيث توصلنا إلى قيمة حقوق المساهمين عند 36.0 مليار ريال أو 300.2 ريال لكل سهم.

جدول 5: مضاعف قيمة المنشأة إلى الإيرادات عند 300.2 ريال للسهم

تقييم قيمة المنشأة إلى الإيرادات			
12,095,592	إيرادات سلوشنز	1.3x	MAXIMUS INC
		2.4x	ACCENTURE PLC-CL A
33,546,533	قيمة المنشأة	4.1x	TATA CONSULTANCY SVCS LTD
2,504,768	صافي الديون	2.0x	WIPRO LTD
(28,890)	حقوق الملكية غير المسيطرة	4.0x	SAP SE
36,022,411	قيمة حقوق المساهمين	3.2x	INFOSYS LTD
120,000	عدد الأسهم	0.5x	CHINASOFT LTD
300.2	القيمة العادلة للسهم (ريال)	2.5x	INTL BUSINESS MACHINES
		2.5x	PERFECT PRESENTATION
		5.3x	ELM CO
		2.8x	المكرر المقارن

المصدر: بلومبيرغ، الرياض المالية

■ القوائم المالية

فيما يلي ملخص بيان الدخل والمركز المالي وبيان التدفق النقدي لشركة سلوشنز:

جدول 6: ملخص القوائم المالية لشركة سلوشنز (2021-2027)

2027*	2026*	2025*	2024*	2023*	2022	2021	
16,419	15,128	13,655	12,096	10,446	8,805	7,208	الإيرادات
3,694	3,370	3,010	2,638	2,256	2,011	1,708	الدخل الإجمالي
2,166	1,953	1,726	1,500	1,253	1,160	899	الدخل التشغيلي
1,999	1,801	1,615	1,461	1,234	1,053	833	صافي الدخل
17,324	15,890	14,027	12,275	10,528	9,383	6,446	إجمالي الأصول المتداولة
1,207	1,123	1,043	977	930	899	726	إجمالي الأصول الغير متداولة
10,867	10,069	9,151	8,172	7,165	6,656	4,634	إجمالي المطلوبات المتداولة
432	910	886	861	837	803	268	إجمالي المطلوبات غير المتداولة
11,299	10,979	10,037	9,034	8,001	7,459	4,902	إجمالي المطلوبات
7,232	6,034	5,033	4,218	3,458	2,823	2,271	إجمالي حقوق الملكية
18,531	17,013	15,070	13,252	11,459	10,282	7,173	إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية
2,475	2,280	2,080	1,936	1,620	2,091	1,395	التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية
(369)	(340)	193	628	5	(3,191)	(171)	التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية
(1,315)	(815)	(814)	(716)	(814)	57	(610)	التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية
9%	11%	13%	16%	19%	22%	5%	الإيرادات
10%	12%	14%	17%	12%	18%	20%	الدخل الإجمالي
11%	12%	11%	18%	17%	27%	19%	صافي الدخل
23%	22%	22%	22%	22%	23%	24%	الهامش الإجمالي
15%	15%	15%	14%	14%	16%	15%	هامش ال EBITDA
12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	الهامش الصافي
1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	نسبة التداول
1.6	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	نسبة التداول السريع
11%	11%	11%	12%	11%	12%	12%	العائد على الأصول
30%	33%	35%	38%	40%	42%	40%	العائد على حقوق الملكية
16.65	15.01	13.46	12.17	10.29	8.78	6.94	ربحية السهم
60.03	50.04	41.70	34.91	28.57	23.28	18.92	القيمة الدفترية

المصدر: التقارير المالية لسلوشنز، الرياض المالية
* متوقعة

تصنيف السهم

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

* 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 مقفلة، رأس المال المدفوع 500 مليون ريال سعودي تعمل بموجب ترخيص من هيئة السوق المالية برقم (07070-37) 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.