

السعر المستهدف: 22.8 ريال/السهم  
السعر الحالي: 18.66 ريال/السهم  
نسبة التغير: +22.3% (+عائد التوزيعات 5.4%)  
التوصية: زيادة المراكز

## شركة الصحراء العالمية للبتر وكيمائيات - سبكييم

ضعف أرباح الربع الثالث؛ نحافظ على تصنيف زيادة المراكز بسبب خطط

### النمو

- جاءت نتائج الربع الثالث 2025 أضعف من المتوقع، ويرجع ذلك أساساً إلى انخفاض حجم المبيعات، والمخصصات غير المتكررة، وارتفاع خسائر المشاريع المشتركة والشركات التابعة عن المتوقع.
- من المرجح أن تظل الأرباح في الأمد القريب تحت الضغط بسبب انخفاض الأسعار؛ ومع ذلك، فإننا نتوقع أن تتحسن تدريجياً على المدى المتوسط، مدفوعة بزيادة الطاقة الإنتاجية، وغياب العناصر غير المتكررة، وتحسن استثمارات حقوق الملكية، وكفاءة التشغيل.
- بعد الأرباح الضعيفة للربع الثالث 2025، حددنا السعر المستهدف عند 22.8 ريال/السهم بناءً على التقييم المختلط (EV/EBITDA) وخصم التدفقات النقدية) ونحافظ على توصيتنا بزيادة المراكز لتعكس توقعاتنا متوسطة الأجل.

**ضعف نتائج الربع الثالث من عام 2025:** واصلت شركة سبكييم تسجيل نتائج أضعف من المتوقع، حيث جاء كل من الإيرادات والأرباح أقل من توقعاتنا وتوقعات الإجماع بهامش كبير. حيث انخفضت الإيرادات بنحو 28% على أساس ربع سنوي لتصل إلى 1.4 مليار ريال، مسجلةً أدنى مستوى ربع سنوي لها خلال الـ 21 ربعاً الماضية، وأقل من توقعاتنا بنسبة 22.5%، ويعزى ذلك أساساً إلى: (أ) انخفاض أسعار بيع المنتجات، و (ب) ضعف حجم المبيعات المتأثر بإغلاق مصنع الشركة العالمية للميثانول (IMC)، وإغلاق مصنع خلاص الإيثيل، وانخفاض إيرادات التسويق. علاوة على ذلك، سجلت سبكييم خسائر انخفاض قيمة بقيمة 100 مليون ريال تقريباً تتعلق بمصنع الشركة العالمية للدايول (IDC)، كما سجلت مخصصات بقيمة 91.4 مليون ريال لبعض المشاريع الرأسمالية (لم يُكشف عن تفاصيلها). وقد أدى ذلك، إلى جانب انخفاض الإيرادات وارتفاع أسعار اللقيم، وخاصةً الإيثيلين، إلى خسارة إجمالية قدرها 212 مليون ريال، وهو ما جاء أقل من توقعاتنا. مع تعديل احتساب هذه التكاليف غير النقدية وغير المتكررة، ستسجل سبكييم خسارة إجمالية قدرها 20 مليون ريال، على الرغم من تأثير إغلاق مصنع الميثانول جزئياً فقط (10 أيام في الربع الثالث و 7 أيام في الربع الرابع). كما انعكس هذا على المستوى التشغيلي كذلك، حيث تكبدت الشركة خسائر تشغيلية بلغت 403 ملايين ريال (211 مليون ريال خسائر تشغيلية معدلة). وبشكل عام، أعلنت الشركة عن خسارة صافية قياسية بلغت 469 مليون ريال (277 مليون ريال خسائر معدلة)، وهو ما جاء أقل من توقعاتنا (خسائر بقيمة 40 مليون ريال) ومتوسط التوقعات (خسائر بقيمة 4 ملايين ريال).

**احتمالية تباطؤ مصنعي حمض الأستيل ومونومرات أسيتات الفينيل؛ صيانة محتملة لمصنع الواحة:** تشير نتائج الربع الثالث الضعيفة إلى احتمال وجود تحديات تشغيلية في بعض المصانع الأخرى، حيث إن تأثير إغلاق مصنع الميثانول لمدة 10 أيام لا يبرر انخفاض إيرادات الربع الثالث من عام 2025. ووفقاً لـ ICIS، من المحتمل أن يعمل مصنع حمض الأستيل ومونومرات أسيتات الفينيل التابعان لشركة سبكييم بمعدلات أقل، بدءاً من منتصف يوليو 2025 ومنتصف سبتمبر 2025 على التوالي، نظراً لضعف الطلب. علاوة على ذلك، من المحتمل أن يكون مصنع الواحة قد شهد إغلاقاً غير مخطط له (غير مؤكد؛ المصدر: ICIS) خلال سبتمبر 2025، مما يُفسر انخفاض إيرادات الشركة عن المتوقع.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون ريال سعودي)	2023	2024	2025 م	2026 م
الإيرادات	7,618	7,061	6,730	7,000
معدل نمو الإيرادات	-26%	-7%	-5%	4%
إجمالي الدخل	2,168	1,439	364	1,349
هامش إجمالي الدخل	28%	20%	5%	19%
EBITDA	2,326	1,582	797	1,361
الربح التشغيلي	1,419	683	(502)	474
صافي الربح	1,175	426	(636)	250
هامش الربح	15%	6%	-9%	4%
ربحية السهم (ريال)	1.6	0.6	(0.9)	0.3
مكرر الربحية	11.6x	32.1x	NM	54.8x

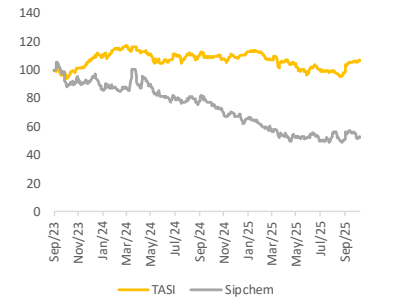
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

### بيانات السهم

رمز الشركة	2310
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	13,684
متوسط قيمة التداول (مليون ريال)	42.6
نسبة الاسهم الحرة	89.0%
نسبة المستثمرين الأجانب	10.8%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.55%

المصدر: بلومبيرغ

### الأسعار مؤشره إلى 100



المصدر: بلومبيرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

[Kunal.doshi@gibcapital.com](mailto:Kunal.doshi@gibcapital.com)

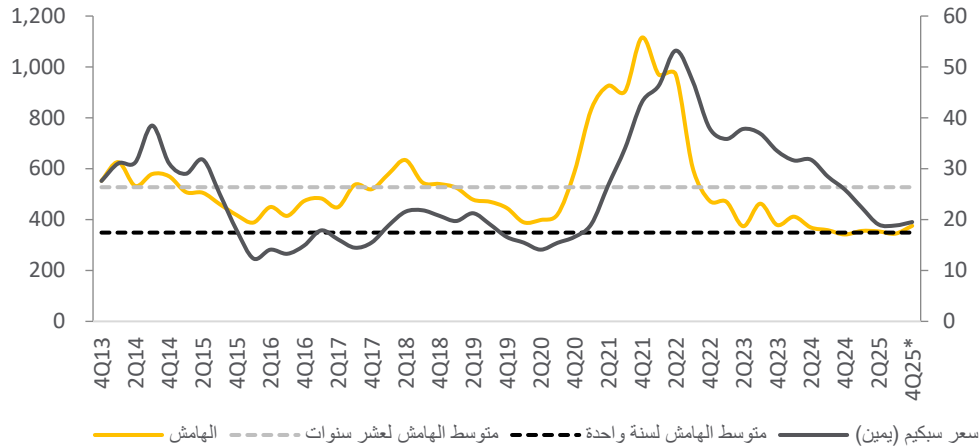
**من المتوقع أن تظل أسعار المنتجات منخفضة على المدى القريب:** تواصل أسعار الميثانول اتجاهها الهبوطي، حيث انخفضت بنسبة 4% تقريباً على أساس ربع سنوي حتى الآن، بعد انخفاضها بنسبة 2% على أساس ربع سنوي في الربع الثالث من عام 2025 و9% تقريباً في الربع الثاني من عام 2025، ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى ضعف الطلب وانخفاض أسعار الفحم/الغاز. ونتوقع مستقبلاً أن تظل أسعار الميثانول تحت ضغط طفيف على المدى القريب، مدفوعاً بـ (أ) انخفاض أسعار النفط، ب) ضعف الطلب في ظل وفرة المعروض، ج) انخفاض أسعار الأوليفينات بسبب فائض المعروض في الأسواق. وبناءً على ذلك، نتوقع أن ينخفض متوسط سعر الميثانول بنسبة 5% تقريباً على أساس سنوي في عام 2025، قبل أن يبدأ بالتحسن تدريجياً العام المقبل، مدعوماً بتحسين الطلب وتباطؤ نمو الطاقة الإنتاجية. وبالمثل، من المتوقع أن تظل أسعار البولي بروبيلين (PP) (انخفاض بنسبة 7% على أساس ربع سنوي حتى الآن في الربع الرابع من عام 2025) تحت الضغط على المدى القريب، مدعوماً بفائض المعروض في السوق وضعف الطلب، بينما من المرجح أن تظل أسعار مونومرات أسيتات الفينيل تحت الضغط، مدفوعاً باستمرار ضعف الطلب، لا سيما في الهند والصين، بالإضافة لنشاط تقليص المخزون قبل نهاية العام. ومع ذلك، فإن الجانب السلبي محدود بالنظر إلى زيادة طاقة إنتاج خلاصات فينيل الإيثيلين البالغة مليون طن سنوياً والتي ستدخل حيز التشغيل بحلول نهاية العام، مما يدعم الطلب على مونومرات أسيتات الفينيل. من ناحية أخرى، نتوقع أن تتعافى أسعار حمض الأستيل (ارتفاع بنسبة 9% في أكتوبر مقارنة بالربع الثالث من عام 2025) في الربع الرابع من عام 2025، مدفوعاً بانخفاض معدلات تشغيل المصانع (77% اعتباراً من 31 أكتوبر 2025 مقابل 92% اعتباراً من سبتمبر 2025؛ المصدر: ICIS) في الصين، ويعزى ذلك أساساً إلى عمليات الإغلاق.

**لا تزال التوقعات متوسطة الأجل إيجابية:** في حين انه من المتوقع أن تتكبد شركة سبكي خسائر في عام 2025، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى انخفاض هوامش المنتجات والتكاليف غير المتكررة، فإننا نتوقع أن تتحسن أرباحها تدريجياً على المدى المتوسط، مدفوعاً بـ (أ) زيادة الطاقة الإنتاجية في مصنع الواحة (+150 ألف طن سنوياً إضافية في الطاقة الإنتاجية بحلول عام 2026-2027م) وفي مصنع خلاصات فينيل الإيثيلين (+70 ألف طن إضافية سنوياً) بحلول عام 2027-2028م، ب) التعافي التدريجي للأسعار وسط تحسن محتمل في ديناميكيات السوق، ج) هامش أفضل مع تحسين كفاءة التشغيل بعد توقف مصنع خلاصات الإيثيلين، د) غياب أي تكاليف/دخل غير متكرر، هـ) التحسن في استثمارات حقوق الملكية مدفوعاً بارتفاع بنسبة 18% في طاقة إنتاج الأوليفينات في مصنع تكسير الإيثيلين (من المرجح في عام 2026)، والتعافي في الهوامش بعد إطفاء كامل الاستثمار في شركة سامابكو والذي كان يعرقل الأداء إلى حد كبير. وبالتالي، نتوقع نمو أرباح الشركة بمعدل نمو سنوي مركب نسبته 14% خلال الفترة 2024-2030م، على الرغم من الخسائر المتوقعة في عام 2025، والتي تُعزى بشكل رئيسي إلى تكاليف استثنائية لا نتوقع استمرارها مستقبلاً. علاوة على ذلك، نتوقع أن تحافظ الشركة على توزيعات أرباح عند 1.0 ريال للفترة 2025-2026م، مدعوماً بالسيولة النقدية القوية (1.3 مليار ريال شاملة الاستثمارات قصيرة الأجل)، التحسن المتوقع في مستوى الرفع المالي، والتدفقات نقدية الجيدة. وهذا يعني عائداً جيداً على توزيعات الأرباح بنسبة 5% تقريباً للفترة 2025-2026م.

بالإضافة إلى ذلك، حصلت سبكي على تخصيص الكميات اللازمة من اللقيم لتطوير مجمع بتروكيماويات (مملوك بنسبة 60%) في الجبيل لإنتاج 1.5 مليون طن متري سنوياً من الإيثيلين و1.8 مليون طن متري سنوياً من المشتقات النهائية، بالإضافة إلى مصنع الأمونيا الزرقاء في الجبيل بطاقة إنتاجية تبلغ 1.2 مليون طن سنوياً. ومن المتوقع أن يدعم كلا المشروعين ربحية السهم، إلا أننا لم نأخذ ذلك في الاعتبار في تقديرنا نظراً لمحدودية البيانات المتاحة.

**التقييم:** بعد نتائج الربع الثالث الضعيفة وتحديث توقعاتنا لأسعار المنتجات، قمنا بمراجعة تقديرنا المستقبلية، مما أدى إلى سعر مستهدف للسهم في ديسمبر 2026 قدره 22.8 ريال/السهم. نُقِّم الشركة بناءً على مزيج متساوٍ من تقييم خصم التدفقات النقدية وقيمة المنشأة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء (EV/EBITDA). نستخدم مكرر EV/EBITDA يبلغ 10 مرة (وهو ما يتماشى إلى حد كبير مع متوسط آخر خمس سنوات) مع توقعاتنا لـ EBITDA عام 2026، لنصل إلى سعر مستهدف للسهم في ديسمبر 2026 قدره 22.3 ريال/السهم. بالنسبة لخصم التدفقات النقدية، نستخدم متوسط تكلفة رأس المال المرجح بنسبة 10.5% وتكلفة حقوق الملكية بنسبة 11.3% للوصول إلى سعر مستهدف للسهم في ديسمبر 2026 قدره 23.4 ريال/السهم. ونظراً لاحتمالية ارتفاع السهم بنسبة تقارب 22%، فإننا نمنح توصية بزيادة الرماز للسهم. وتشمل المخاطر السلبية تعافي الأسعار بشكل أضعف من المتوقع، وإغلاق المصانع بشكل غير متوقع، وارتفاع أسعار اللقيم بشكل أعلى من المتوقع، وتحسن الرفع التشغيلي بشكل أضعف من المتوقع.

الشكل 1: متوسط هوامش منتجات سبكييم (دولار/للطن) مقابل حركة السهم (ريال)



المصدر: بيانات الشركة، بلومبرغ، جي آي بي كابيتال. \*من بداية الربع حتى تاريخه

جدول 2: ملخص نتائج الربع الثالث من عام 2025

الفرق %	تقديراتنا	على أساس ربع سنوي	الربع الثاني لعام 25	على أساس سنوي	الربع الثالث لعام 24	الربع الثالث لعام 25	(مليون) ريال سعودي
-22.5%	1,761	-28.4%	1,906	-16.1%	1,627	1,366	الإيرادات
-0.2%	1,580	-2.2%	1,613	21.6%	1,297	1,577	تكلفة المبيعات
م/غ	181	م/غ	293	م/غ	330	(212)	اجمالي الربح
-2.2%	195	-7.5%	207	7.4%	178	191	النفقات التشغيلية
م/غ	(14)	م/غ	87	م/غ	152	(403)	الربح التشغيلي
م/غ	(40)	-177.0%	(169)	م/غ	103	(469)	صافي الربح
م/غ	(40)	م/غ	2	م/غ	103	(277)	صافي الربح المعدل*
<b>الهوامش</b>							
	10.3%		15.4%		20.3%	-15.5%	هامش الربح الإجمالي
	-0.8%		4.5%		9.3%	-29.5%	هامش الربح التشغيلي
	-2.3%		-8.9%		6.3%	-34.3%	هامش صافي الربح

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال. \*معدلة لـ 100 مليون ريال متعلقة بمصنع الشركة العالمية للدايول، و91.4 مليون ريال مخصصات لبعض المشاريع الرأسمالية في الربع الثالث 2025. ومعدلة لـ 171 مليون ريال قيمة اطفاء في الشركات الزميلة في الربع الثاني 2025.

## 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 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](http://www.gibcapital.com)