جي آي بي كابيتال
GIB CAPITAL

السعر المستهدف : 27.0 ريال/للسهم
السعر الحالي: 20.98 ريال/للسهم
نسبة الإرتفاع: 28.6%
التوصية: زيادة المراكز

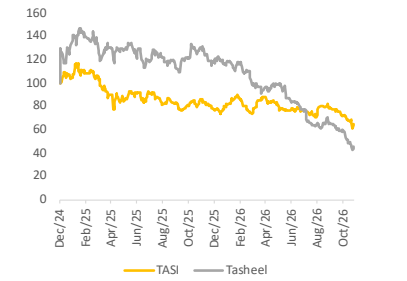
الشركة المتحدة الدولية القابضة (تسهيل)

ارتفاع المخصصات يؤثر على نتائج الربع الثالث لعام 2026؛ اللوائح التنظيمية تحد من نمو الإقراض

بيانات السهم	
رمز الشركة	4083
القيمة السوقية (مليون ريال)	1,574
متوسط قيمة التداول (مليون ريال)	7.4
نسبة الأسهم الحرة	35.0%
نسبة المستثمرين الأجانب	1.8%
حجم الأسهم الحرة في تاسي	0.03%

المصدر: بلومبيرغ

تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبيرغ

- تباطأ نمو الإيرادات في الربع الثالث 2026 مع تباطؤ نمو الإقراض بعد التغييرات التنظيمية، في حين أثرت رسوم انخفاض القيمة المرتفعة بشكل حاد على صافي الربح.
- خفضنا صافي الربح المتوقع لعامي 2026 و2027 بنسبة 26% و12% على التوالي بسبب ارتفاع تكاليف الائتمان ونفقات التشغيل مع تباطؤ نمو الإقراض؛ متوقع حدوث تعافٍ تدريجي بدءًا من عام 2027 فصاعدًا.
- نُقيّم شركة تسهيل بسعر 27.0 ريال للسهم باستخدام أوزان متساوية من طريقة الدخل المتبقي والتقييم النسبي (x1.1 القيمة الدفترية)، مما يعني ارتفاعًا محتملاً بنسبة 29% تقريبًا. بعد تصحيح بنسبة 61% تقريبًا منذ بداية العام، يُتداول السهم عند x0.9 القيمة الدفترية المتوقعة لعام 2027، وبالتالي يبقى تصنيفه "زيادة المراكز".

تأثر الربع الثالث 2026 بمخصصات أعلى: ارتفعت إيرادات شركة تسهيل (دخل التمويل الإسلامي وسلف الرواتب) بنسبة 3.4% على أساس سنوي (+0.5% على أساس ربعي) لتصل إلى 205.9 مليون ريال في الربع الثالث 2026، مدعومةً بنمو محفظة التمويل بنسبة 7.3% على أساس سنوي (ثابتة على أساس ربعي) لتصل إلى 3.2 مليار ريال. وارتفع إجمالي الربح بنسبة 4.4% على أساس سنوي ليصل إلى 181.7 مليون ريال. مع ذلك، قفزت خسائر انخفاض القيمة الصافية إلى 70.1 مليون ريال من 19.0 مليون ريال في الربع الثالث 2025. وشمل ذلك مبلغ 33.8 مليون ريال كزيادة إدارية لتعزيز التغطية وتسريع عمليات الشطب، بينما يعكس المبلغ المتبقي وقدره 36.3 مليون ريال التحديث السنوي لنموذج الخسائر الائتمانية المتوقعة وزيادة نضج المحفظة. وقد أثر هذا، إلى جانب ارتفاع نفقات التشغيل، على أداء الربع، حيث انخفض الربح التشغيلي بنسبة 81.7% على أساس سنوي (-69.9% على أساس ربعي) إلى 16.6 مليون ريال ، وانخفض صافي الربح بنسبة 82.4% على أساس سنوي (-70.2% على أساس ربعي) إلى 14.4 مليون ريال.

يتباطأ الإقراض بسبب التغييرات التنظيمية الغير مواتية: لقد أثرت التغييرات التنظيمية الأخيرة للبنك المركزي السعودي بشأن الرسوم وبطاقات الائتمان (راجع مذكرة التحديث الصادرة في يوليو 2026) على إقراض تسهيل، وتباطأ النمو بشكل حاد. نمت محفظة التمويل (قبل المخصصات) بنسبة 21.7% على أساس سنوي في الربع الأول 2026، و13.6% في الربع الثاني 2026، و7.3% فقط في الربع الثالث 2026، ولم تتحرك إلا بالكاد على أساس ربع سنوي منذ بداية العام. نتوقع أن يظل نمو القروض ضعيفًا في الربع الرابع 2026، نظرًا لضعف بيئة التشغيل وسط التغييرات التنظيمية الغير مواتية وتزايد عدم اليقين الجيوسياسي. وبشكل عام، نتوقع الآن نمو القروض بنسبة 1.5% في عام 2026م (+5.9% سابقًا)، ثم تعافيها إلى 5.9% في عام 2027 (+8.2% سابقًا). ونتيجة لذلك، نتوقع أن تنمو محفظة التمويل بمعدل نمو سنوي مركب يصل إلى 5% خلال الفترة من 2025-30م، مقارنة بنحو 8% سابقًا. كما قمنا بخفض توقعاتنا لنمو الاقتراض إلى معدل نمو سنوي مركب يبلغ 3% تقريبًا من 10% بسبب انخفاض احتياجات التمويل المحتملة وسط تباطؤ نمو الإقراض.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

مليون ريال سعودي	2024	2025	2026م	2027م	2028م
صافي دخل عمولات التمويل والاستثمار	544	673	724	748	801
هامش صافي الفوائد	25.4%	24.6%	23.5%	23.4%	23.5%
نسبة التكلفة إلى الدخل	36.8%	35.9%	46.4%	46.4%	45.7%
صافي خسائر انخفاض الموجودات المالية	95	125	197	156	163
تكلفة المخاطر (نقطة أساس)	430	443	617	470	462
صافي الدخل	222	274	167	215	240
هامش صافي الدخل	40.9%	40.7%	23.0%	28.8%	30.0%
صافي القروض	2,407	3,046	3,093	3,277	3,514
معدل النمو السنوي	28.9%	26.5%	1.5%	5.9%	7.3%
الإقتراضات	1,276	1,652	1,701	1,737	1,827
مكرر الربحية	7.1x	5.8x	9.4x	7.3x	6.5x

المصدر: بيانات الشركة, جي اي بي كابيتال.

Kunal Doshi
+966-11-834 8372
Kunal.doshi@gibcapital.com

نتوقع وصول تكلفة المخاطر إلى ذروتها في عام 2026 هـ، قبل أن تتراجع في العام المقبل: بعد إلغاء السندات الإذنية، نتوقع أن تواصل الشركة التركيز على تحسين محفظتها الاستثمارية، مع احتمال بقاء تكلفة المخاطر مرتفعة في الربع الأخير 2026، وإن كانت عند مستوى أقل من المستوى القياسي البالغ حوالي 870 نقطة أساس (سنويًا) في الربع الثالث 2026. نرفع توقعاتنا لتكلفة المخاطر لعام 2026 من 506 نقاط أساس إلى 617 نقطة أساس، ونتوقع أن تنخفض إلى 470 نقطة أساس (482 نقطة أساس) في عام 2027، حيث تم تخصيص جزء كبير من المخصصات مقدمًا هذا العام من خلال التغطية وتحديث النموذج.

تعديل توقعات الأرباح نحو الانخفاض: بعد النتائج الضعيفة للربع الثالث 2026، قمنا بتخفيض توقعاتنا لصافي دخل التمويل للفترة 2026-2027 بشكل طفيف، حيث عوض ارتفاع هامش صافي الفائدة إلى حد كبير تباطؤ نمو القروض. أما فيما يتعلق بالتكاليف، فقد رفعنا تقديراتنا لنسبة التكلفة إلى الدخل بمقدار 4-5 نقاط مئوية لتصل إلى حوالي 46% (تماشيًا مع نتائج الأشهر التسعة الأولى 2026) للفترة 2026-2027، حيث تواصل الشركة الاستثمار في عملياتها لدعم النمو طويل الأجل. ونتوقع أن تنخفض هذه النسبة تدريجيًا مع تحسن الكفاءة نتيجةً لهذه الاستثمارات. وبشكل عام، أدى تباطؤ نمو الإقراض، وارتفاع تكاليف التشغيل، وزيادة تكلفة إعادة التمويل إلى خفض توقعاتنا لصافي الربح بنسبة 26% تقريبًا لعام 2026 و12% تقريبًا لعام 2027. وبشكل عام، نتوقع الآن أن يظل صافي الربح ثابتًا بشكل عام خلال الفترة 2025-2030، مقارنةً بنمو سنوي قدره 2% تقريبًا كما كان سابقًا.

التقييم والمخاطر: نواصل استخدام منهجية التقييم المختلطة. تُعطي طريقة الدخل المتبقي (بوزن 50%) قيمة 27.4 ريال للسهم، بناءً على تكلفة حقوق ملكية تبلغ 11.7% ومعدل نمو مستدام بنسبة 2.5%. في الوقت نفسه، وللتقييم النسبي، نستخدم مُضاعف القيمة دفترية أقل يبلغ x1.1 على القيمة الدفترية المتوقعة للسهم لعام 2027 (مقارنةً بـ x1.6 سابقًا على متوسط القيمة الدفترية المتوقعة للسهم للفترة 2026-2027) وذلك للأسباب التالية: أولًا، تباطؤ الإقراض؛ ثانيًا، ارتفاع التكاليف؛ ثالثًا، انخفاض العائد المستدام على حقوق الملكية (حوالي 13% مقابل حوالي 15% سابقًا)؛ رابعًا، تأجيل توزيعات الأرباح (بافتراض بدء التوزيعات من عام 2028 بدلًا من عام 2027 سابقًا). تُعطي هذه الطريقة قيمة مُقاربة تبلغ 26.5 ريال للسهم. وبناءً على ذلك، نُعدّل سعرنا المستهدف بالخفض إلى 27.0 ريال للسهم بدلًا من 36.0 ريال للسهم. بعد التصحيح الحاد الأخير في الأسعار (حوالي 61٪ منذ بداية العام)، نعتقد أن السهم يتداول بمضاعف سعر/قيمة دفترية جذاب يبلغ x0.9 على القيمة الدفترية المتوقعة للسهم لعام 2027، وبالتالي فإننا لا نزال نوصي بزيادة المراكز لشركة تسهيل.

تشمل المخاطر السلبية الرئيسية التطورات التنظيمية السلبية، والضغط على العوائد أعلى من المتوقع، وارتفاع التكاليف، وتدهور جودة الأصول بشكل أسرع، وضعف الطلب، وزيادة عدم اليقين الجيوسياسي.

جدول 2: ملخص نتائج الربع الثالث لعام 2026

(مليون) ريال سعودي	الربع الثالث لعام 26	الربع الثالث لعام 25	التغيير على أساس سنوي	الربع الثاني لعام 26	التغيير على أساس ربعي
الإيرادات	206	199	3.4%	205	0.5%
تكلفة الإيرادات	24	25	-4.0%	25	-2.3%
إجمالي الدخل	182	174	4.4%	180	0.8%
التكاليف التشغيلية	165	83	98.0%	125	32.1%
الدخل التشغيلي	17	91	-81.7%	55	-69.9%
صافي الربح العائد للمساهمين	14	82	-82.4%	48	-70.2%
هامش إجمالي الدخل	*88.3%*	*87.4%*	*0.9%*	*87.9%*	*0.3%*
هامش الدخل التشغيلي	*8.1%*	*45.5%*	*-37.4%*	*26.9%*	*-18.9%*
هامش صافي الربح	*7.0%*	*40.9%*	*-33.9%*	*23.5%*	*-16.5%*

المصدر: بيانات الشركة, جي اي 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 ، كليا أو جزئيا ، أو بأي شكل أو طريقة ، دون موافقة كتابية صريحة من جي آي بي كابيتال. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع 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. وجي 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 عرضا 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 الوارد 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 أساسا. ويجوز أن يكون لجي آي بي كابيتال أو المسئولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محللي البحوث) 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. وجي 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 كليا أو جزئيا 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 مواطنا أو مقيما 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 مخالفا 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 رقم37-07078.

نستخدم نظام تصنيف يعتمد على الاتجاه الصعودي المحتمل ، بعد عام واحد من اليوم ، بناءًا 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