

السعر المستهدف: 36.0 ريال/السهم

السعر الحالي: 29.74 ريال/السهم

نسبة الإرتفاع: 21%

التوصية: زيادة المراكز

## الشركة المتحدة الدولية القابضة (تسهيل)

## نتائج ربعية ضعيفة، التغيرات التنظيمية تؤثر على الأرباح في المدى القريب

- تباطأ نمو إيرادات الربع الثاني بسبب ضعف نمو الإقراض نتيجة للتغيرات التنظيمية الأخيرة، بينما انخفضت الأرباح بنحو 20% بسبب ارتفاع النفقات التشغيلية والمخصصات على الأغلب.
- نتوقع انخفاض الأرباح بنسبة 18% على أساس سنوي في عام 2026 قبل أن تتحسن بعد ذلك، وذلك بسبب تباطؤ نمو الإقراض، انخفاض هامش الربح، ارتفاع النفقات التشغيلية، وارتفاع مخصصات الائتمان.
- نقيم شركة تسهيل عند سعر يبلغ 36.0 ريال/السهم باستخدام أوزان متساوية بين طريقة الدخل المتبقي والتقييم النسبي (بمضاعف القيمة الدفترية 1.6x)، مما يشير إلى نسبة ارتفاع قدرها 21% وتصنيف زيادة المراكز.

**نتائج الربع الثاني لعام 2026 – ربع ضعيف، ارتفاع في التكاليف:** سجلت شركة تسهيل نتائج ضعيفة في الربع الثاني لعام 2026، حيث ارتفعت الإيرادات (دخل التمويل) بنسبة 6.5% فقط على أساس سنوي (مستقرة على أساس ربعي) لتصل إلى حوالي 205 مليون ريال. ويعود هذا التباطؤ إلى ضعف نمو الإقراض في أعقاب التغيرات التنظيمية غير المواتية التي أجراها البنك المركزي السعودي، حيث لم تتوسع محفظة التمويل إلا بنسبة 13.6% على أساس سنوي (ثابتة على أساس ربعي؛ نمو +21.3% في الربع الأول لعام 2026). علاوة على ذلك، من المحتمل أن يكون صافي هامش التمويل قد انخفض بنحو 2.2 نقطة مئوية على أساس سنوي ليصل إلى 23.3%، نتيجة لانخفاض محتمل في عائد الأصول بنسبة 2.7 نقطة مئوية على أساس سنوي. كما شهدت الشركة ارتفاعاً في النفقات التشغيلية، ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى (أ) استمرار الاستثمار في القدرات التشغيلية، (ب) ارتفاع المخصصات نسبياً في ظل ظروف تشغيلية ضعيفة. ونتيجة لذلك، انخفض صافي الدخل بنسبة 20.3% على أساس سنوي (-25.1% على أساس ربعي) إلى حوالي 48 مليون ريال، مع انخفاض هامش الربح الصافي إلى 23.5% مقابل 31.4% في الربع الثاني لعام 2025.

**تراجع زخم إقراض تسهيل نتيجة التغيرات التنظيمية:** يشهد نمو قروض تسهيل تباطؤاً هذا العام، حيث انخفض نمو صافي التمويل إلى 1.7% منذ بداية العام حتى يونيو 2026، وهو أقل بكثير من نسبة 25% المسجلة على أساس سنوي في 2025، وذلك نتيجة لتأثير التغيرات التنظيمية الأخيرة من البنك المركزي السعودي. وتشمل أبرز هذه التغيرات: (أ) خفض رسوم إدارة القروض غير العقارية بنسبة 50% (بحد أقصى 0.5% من مبلغ التمويل أو 2500 ريال)، (ب) إلغاء سندات الأمر لبطاقات الائتمان، مما جعل الشركة أكثر حذراً، (ج) تمديد فترة الموافقة على بطاقات الائتمان إلى 24 ساعة (بدلاً من الموافقة الفورية سابقاً)، مما قلل من قدرة "بسيطة" على المنافسة مع عروض الشراء الآن والدفع لاحقاً الفورية. علاوة على ذلك، تعطلت عمليات الشركة مؤقتاً بسبب الأضرار التي لحقت بخدمات أمازون السحابية في البحرين في أبريل وسط النزاع الإقليمي، مما أثر سلباً على نتائج الربع الثاني. مع أثر التغيرات التنظيمية على حجم القطاع، قمنا بتعديل توقعاتنا لنمو الإقراض السنوي لعام 2026 إلى 5.9% مقارنةً بـ 17.6% سابقاً، ومعدل النمو السنوي المركب للفترة 2025-2029م إلى حوالي 8% مقارنةً بـ 13% سابقاً. ونشير إلى أنه على الرغم من التحديات التشغيلية والتنظيمية قصيرة الأجل، فإن آفاق النمو على المدى المتوسط تبدو واعدة، مدعومةً بالمنتجات الجديدة والمبادرات التقنية.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

| 2028م | 2027م | 2026م | 2025  | 2024  | مليون ريال سعودي                    |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------------------|
| 821   | 766   | 725   | 673   | 544   | صافي دخل عمليات التمويل والاستثمار  |
| 22.5% | 22.7% | 23.0% | 24.6% | 25.4% | هامش صافي الفوائد                   |
| 41.6% | 41.8% | 42.1% | 35.9% | 36.8% | نسبة التكلفة إلى الدخل              |
| 176   | 168   | 164   | 125   | 95    | صافي خسائر انخفاض الموجودات المالية |
| 465   | 482   | 506   | 443   | 430   | تكلفة المخاطر (نقطة أساس)           |
| 265   | 245   | 225   | 274   | 222   | صافي الدخل                          |
| 32.3% | 31.9% | 31.1% | 40.7% | 40.9% | هامش صافي الدخل                     |
| 3,796 | 3,490 | 3,227 | 3,046 | 2,407 | صافي القروض                         |
| 8.8%  | 8.2%  | 5.9%  | 26.5% | 28.9% | معدل النمو السنوي                   |
| 2,228 | 1,996 | 1,797 | 1,652 | 1,276 | الإقتراضات                          |
| 8.4x  | 9.2x  | 10.0x | 8.2x  | 10.0x | مكرر الربحية                        |

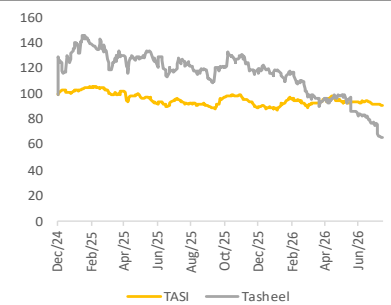
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

## بيانات السهم

|       |                                 |
|-------|---------------------------------|
| 4083  | رمز الشركة                      |
| 2,231 | القيمة السوقية (مليون ريال)     |
| 16.4  | متوسط قيمة التداول (مليون ريال) |
| 35.0% | نسبة الأسهم الحرة               |
| 3.0%  | نسبة المستثمرين الأجانب         |
| 0.03% | حجم الأسهم الحرة في تاسي        |

المصدر: بلومبيرغ

## تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبيرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

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

**تعويض انخفاض هامش صافي الفائدة جزئيًا بتحول إيجابي في مزيج الأصول:** انخفض هامش صافي الفائدة لشركة تسهيل من 24.6% في عام 2025 إلى 23.4% في الربع الأول لعام 2026، ثم إلى 23.3% (بناءً على تقديراتنا) في الربع الثاني لعام 2026، ومن المتوقع أن ينخفض أكثر إلى 23.0% في عام 2026 (مقارنةً بـ 25.2% سابقًا) وإلى 22.7% (مقارنةً بـ 24.8% سابقًا) في عام 2027، وذلك مع تطبيق سقف الرسوم وإعادة التسعير التنافسي. ومع ذلك، فإن ارتفاع حصة بطاقات الائتمان ذات العائد الأعلى يدعم عوائد الأصول، حيث من المتوقع أن تحقق المحفظة عوائد متوسطة تبلغ حوالي 30% خلال الفترة من 2026 إلى 2029، مقارنةً بنسبة 24-25% على محفظة قروض التورق النقدية الأساسية. ونتيجةً لذلك، تبقى هامش الربح ضمن نطاق ضيق يتراوح بين 19.5% و 20.5% خلال فترة توقعاتنا، مما يشير إلى أن الشركة تحتفظ بقدرة معقولة على تحديد الأسعار. وبناءً على ذلك، نتوقع أن ينمو صافي دخل التمويل بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 7% خلال الفترة 2025-2029، أي أقل بكثير من 7 نقاط مئوية من تقديرنا السابق.

**من المتوقع أن تظل الأرباح على المدى القريب تحت ضغط انخفاض هامش صافي الفائدة، وارتفاع المخصصات والتكاليف:** تتأثر آفاق تسهيل على المدى القريب بالتحديثات التنظيمية الأخيرة، حيث يُعد إلغاء البنك المركز السعودي لشروط سند الأمر لبطاقات الائتمان المحفز الرئيسي وراء ارتفاع القروض المتعثرة وتكلفة المخاطر في عام 2026. وبناءً على ذلك، نتوقع أن ترتفع نسبة القروض المتعثرة من 9.9% في عام 2025 إلى حوالي 12% في الفترة 2026-2027 (10.9% في الربع الأول لعام 2026)، مع ارتفاع تكلفة المخاطر من 443 نقطة أساس في عام 2025 إلى ما يزيد عن 500 نقطة أساس في عام 2026 (من المرجح أن تصل إلى حوالي 510 نقاط أساس في الربع الثاني لعام 2026) قبل أن تتحسن قليلًا إلى حوالي 480 نقطة أساس في عام 2027. على صعيد التكاليف، نتوقع ارتفاع نسبة التكلفة إلى الدخل من حوالي 36% إلى حوالي 42%، وأن تبقى مرتفعة هيكليًا بعد ذلك، مدفوعةً باستثمارات مدروسة في الكفاءات المتميزة والتكنولوجيا والتسويق، وليس نتيجةً لأثر مؤقت. وهو ما يتضح بالفعل في ارتفاع تكاليف التشغيل في النصف الأول لعام 2026. ومع انخفاض هامش صافي الفائدة، وارتفاع المخصصات، وزيادة النفقات التشغيلية، نتوقع انخفاض الأرباح بنسبة 18% على أساس سنوي في عام 2026 قبل استئناف نمو ملحوظ بعد ذلك.

**التقييم والمخاطر:** يُشير نموذج الدخل المتبقي لدينا إلى قيمة عادلة تبلغ 36.1 ريال/ للسهم، استنادًا إلى تكلفة حقوق ملكية تبلغ 11.2% ومعدل نمو مستدام قدره 3.0%. ويُنتج تقييمنا النسبي قيمة مماثلة تبلغ 35.9 ريال/ للسهم بتطبيق مضاعف قيمة دفترية يبلغ 1.6x على متوسط القيمة الدفترية المتوقعة لعامي 2026-2027. وبإعطاء وزن متساوٍ لكل نهج التقييم، نستنتج سعرًا مستهدفًا لمدة 12 شهرًا يبلغ 36.0 ريال/السهم، ما يعني ارتفاعًا محتملاً بنسبة 21% تقريبًا عن المستويات الحالية. وقد انخفض سعر سهم الشركة بأكثر من 42% منذ نهاية ديسمبر 2025، ويتداول حاليًا بمكرر ربحية جذاب يتراوح بين 10.0x و 9.2x ومضاعف قيمة دفترية يتراوح بين 1.4x و 1.3x لعامي 2026 و 2027، وكلاهما أقل من المتوسطات التاريخية، بينما يُقدم عائدًا جيدًا على متوسط حقوق الملكية يبلغ حوالي 15%. لذلك نؤكد مجددًا توصيتنا بزيادة المراكز لسهم شركة تسهيل.

تشمل مخاطر انخفاض التقييم التغييرات التنظيمية غير المواتية، ضغوط أعلى من المتوقع على عوائد القروض، ارتفاع تكاليف الاقتراض، تراجع جودة الأصول، ضعف طلب العملاء، وتزايد عدم اليقين الجيوسياسي.

جدول 2: ملخص نتائج الربع الثاني لعام 2026

| (مليون) ريال سعودي          | الربع الثاني لعام 26 | الربع الثاني لعام 25 | التغير على أساس سنوي | الربع الأول لعام 26 | التغير على أساس ربعي |
|-----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|
| الإيرادات                   | 205                  | 192                  | 6.5%                 | 205                 | -0.1%                |
| تكلفة الإيرادات             | 25                   | 24                   | 2.7%                 | 25                  | 0.4%                 |
| إجمالي الدخل                | 180                  | 168                  | 7.1%                 | 181                 | -0.2%                |
| التكاليف التشغيلية          | 125                  | 101                  | 24.1%                | 109                 | 14.7%                |
| الدخل التشغيلي              | 55                   | 68                   | -18.3%               | 72                  | -22.9%               |
| صافي الربح العائد للمساهمين | 48                   | 60                   | -20.3%               | 64                  | -25.1%               |
| هامش إجمالي الدخل           | 87.9%                | 87.5%                | 0.5%                 | 88.0%               | -0.1%                |
| هامش الدخل التشغيلي         | 26.9%                | 35.1%                | -8.2%                | 34.8%               | -7.9%                |
| هامش صافي الربح             | 23.5%                | 31.4%                | -7.9%                | 31.4%               | -7.8%                |

المصدر: بيانات الشركة، جي آي 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، كلياً أو جزئياً، 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 عرضاً أو دعوة لتقديم عرض ل شراء 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 وبن 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 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 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)