

السعر المستهدف: 193 ريال/السهم
السعر الحالي: 176 ريال/السهم
نسبة الارتفاع: +9% (عائد التوزيعات +3.3%)
التوصية: محايد

شركة سال السعودية للخدمات اللوجستية (سال)

من المتوقع أن تعود أحجام الشحن إلى مستوياتها الطبيعية في عام 2025، نخفض السعر المستهدف إلى 193 ريالاً للسهم.

- من المتوقع أن تعود عمليات مناولة الشحن الجوي لشركة سال إلى مستوياتها الطبيعية في عام 2025، في أعقاب الارتفاع الكبير في الطلب على الشحن الجوي بعد اضطرابات البحر الأحمر في عام 2024، مع جاهزية الخدمات اللوجستية لمواصلة النمو.
- نخفض تقديراتنا للإيرادات بنسبة 18-21% بسبب انخفاض حجم الشحن والأسعار، وتقديراتنا للأرباح بنسبة 23% بسبب انخفاض الهوامش المتوقع لعامي 2025-2026.
- بناءً على تقييم التدفقات النقدية المخصومة ومكرر الربحية، قمنا بمراجعة السعر المستهدف للسهم إلى 193 ريالاً للسهم (السعر المستهدف للسهم سابقاً 251 ريالاً)، مما يعني ارتفاعاً بنحو 9% مع توصيتنا بالحياد.

من المتوقع أن يعود أحجام الشحن الجوي إلى مستوياتها الطبيعية في عام 2025 قبل أن يتحسن اعتباراً من عام 2026: ارتفعت أحجام شحنات سال بنسبة 20% على أساس سنوي في عام 2024 (سجلت نمواً سنوياً يبلغ 31% الربع الأول من عام 2024)، ويعزى ذلك أساساً إلى اضطرابات سلاسل الإمداد الناتجة عن الصراعات في البحر الأحمر. ومع ذلك، بدأت الأحجام بالعودة إلى مستوياتها الطبيعية بدءاً من النصف الثاني من عام 2024 (نمو سنوي بنسبة 26% في النصف الأول من عام 2024؛ مقابل نمو سنوي بنسبة 15% في النصف الثاني من عام 2024)، تزامناً مع انحسار هذه الاضطرابات. ونتوقع مستقبلاً عودة أحجام الشحن إلى المستويات الطبيعية في عام 2025، مدفوعة بشكل رئيسي بما يلي: (1) انحسار اضطرابات سلاسل الإمداد، (2) اتجاهات أحجام الشحن الجوي الربعية الأخيرة وتوجهات الإدارة، بما يعكس تطور ديناميكيات السوق، (3) تزايد الضغوط التنافسية، التي أدت إلى انخفاض الحصة السوقية للشركة في السوق (92% في عام 2024 مقابل 95% في عام 2023). مع ذلك، نتوقع تحسن حجم الشحن الجوي بدءاً من عام 2026 فصاعداً (بمعدل نمو سنوي مركب +9.6% خلال الفترة 2023-2030)، مدعوماً بتوسع الطاقة الاستيعابية (من 850 ألف طن حالياً إلى 1.8-2.0 مليون طن بحلول عام 2027) والطلب الجيد. بشكل عام، قمنا بتخفيض توقعاتنا لحجم الشحن الجوي لشركة سال، حيث نتوقع الآن معدل نمو سنوي مركب يبلغ 8.7% للفترة 2024-2028 (مقابل +11.7% سابقاً). هذا، بالإضافة إلى التخفيضات السعرية الأخيرة للعملاء الرئيسيين والتي أثرت على إيرادات الشحن الجوي المختلط لكل طن، كل هذا أدى إلى تخفيض توقعاتنا لنمو إيرادات الشحن الجوي. وبناءً على ذلك، نتوقع نمو إيرادات الشحن الجوي بمعدل نمو سنوي مركب قدره 8.1% للفترة 2024-2028 (مقابل +11.9% سابقاً).

جاهزية أعمال الخدمات اللوجستية للنمو المستقبلي: ندرك الأهمية الاستراتيجية لهذا القطاع لمزيج إيرادات الشركة المستقبلية. وتستثمر الشركة بنشاط في قدراتها اللوجستية وخدمات التوزيع لدفع نمو الإيرادات وتنويعها على المدى الطويل. ويشمل ذلك اتفاقية إيجار أرض تمهيدية لمدة 30 عاماً (بسعر إيجار سنوي 16 ريالاً للمتر المربع، مع تصاعد سنوي في السعر بنسبة 1.5%) مع شركة صلة لتطوير وإنشاء وتشغيل مجمع لوجستي بمساحة 1.56 مليون متر مربع في فالكون سيتي، باستثمارات تُقدَّر بـ 4 مليارات ريال. سيُنَفَّذ هذا المشروع على مراحل، حيث من المقرر اكتمال المرحلة الأولى، التي تغطي 700 ألف متر مربع، في عام 2027، ومن المتوقع الانتهاء من المشروع بالكامل بحلول عام 2031.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون ريال سعودي)	2022	2023	2024	2025 م	2026 م
الإيرادات	1,223	1,456	1,634	1,691	1,879
معدل نمو الإيرادات	27.1%	19.1%	12.2%	3.5%	11.1%
الربح الإجمالي	591	776	915	910	1,023
هامش إجمالي الربح	48.3%	53.3%	56.0%	53.8%	54.4%
EBITDA	545	721	815	788	890
هامش EBITDA	44.6%	49.5%	49.9%	46.6%	47.4%
صافي الربح	362	510	661	620	708
هامش صافي الربح	29.6%	35.0%	40.5%	36.7%	37.7%
ربحية السهم (ريال)	4.53	6.37	8.27	7.75	8.85
مكرر الربحية	38.9x	27.6x	21.3x	22.7x	19.9x

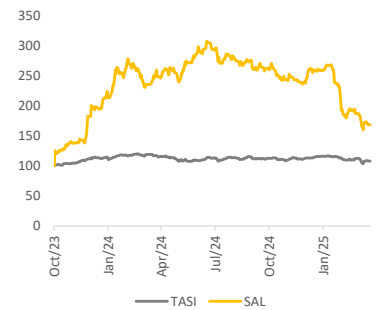
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

بيانات السهم

رمز الشركة	4263
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	14,080
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	72.2
نسبة الاسهم الحرة	30.0%
نسبة المستثمرين الأجانب	6.0%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.33%

المصدر: بلومبرغ

تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

مع ذلك، حتى الآن، لا نأخذ هذه الخطط في الاعتبار عند وضع توقعاتنا وتقييمنا، لأنها لا تزال في مرحلة التخطيط التمهيدية. وستشكل هذه العوامل مخاطر إيجابية على تقديرنا وتقييمنا.

يشهد سوق الخدمات اللوجستية حاليًا نموًا أبطأ من المتوقع، مع تحسن تدريجي في معدلات التشغيل (لا سيما في مجال التوزيع). وبالتالي، نتوقع نمو إيرادات قطاع الخدمات اللوجستية بمعدل نمو سنوي مركب قدره 14.1% (حوالي 16.9% سابقًا) خلال الفترة 2024-2025، مدعومًا بتوسع مرافق التخزين وخدمات الشحن وحلول سلاسل الإمداد.

تحديث تقديراتنا: بعد مراجعة توقعات حجم الشحن بالخفض، وتخفيض الأسعار، وتباطؤ النمو في قطاع الخدمات اللوجستية عن المتوقع، خفضنا توقعاتنا للإيرادات للفترة 2025-2026 بنسبة 18-21%. كما عدّلنا تقديرنا لهامش الربح الإجمالي بالخفض، مما يعكس مراجعة إيرادات أعمال الشحن الجوي بالخفض، وزيادة مساهمة أعمال الخدمات اللوجستية منخفضة الهامش في إجمالي الإيرادات. نتوقع الآن أن يبلغ هامش الربح الإجمالي 53.8% في عام 2025 (مقارنةً بـ 54.9% سابقًا) و 54.4% في عام 2026 (مقارنةً بـ 54.6% سابقًا). هذا، إلى جانب ارتفاع نفقات التشغيل نتيجةً للاستثمارات المستمرة في القدرات وتعزيز حضور العلامة التجارية، أدى أيضًا إلى مراجعة تقديرنا لصافي الربح بالخفض. وبشكل عام، نتوقع الآن نمو الأرباح بمعدل نمو سنوي مركب قدره 6.9% خلال الفترة 2024-2025 (مقارنةً بمعدل نمو سنوي مركب قدره 11.8% سابقًا).

جدول 2: التغيير في التقديرات

مليون ريال	2025م			2026م		
	الحالية	السابقة	التغيير %	الحالية	السابقة	التغيير %
إيرادات	1,691	2,051	-18%	1,879	2,367	-21%
نمو الإيرادات %	3.5%	15.7%		11.1%	15.4%	
إجمالي الربح	910	1,125	-19%	1,023	1,293	-21%
هامش إجمالي الربح	53.8%	54.9%		54.4%	54.6%	
الربح التشغيلي	666	864	-23%	754	992	-24%
هامش الربح التشغيلي	39.4%	42.1%		40.1%	41.9%	
EBITDA	788	993	-21%	890	1,136	-22%
هامش EBITDA	46.2%	48.4%		46.6%	48.0%	
صافي الربح	620	800	-23%	708	925	-23%
هامش صافي الربح	36.7%	39.0%		37.7%	39.0%	

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

نظرة على النتائج المتوقعة في الربع الأول من عام 2025: من المتوقع أن تنخفض إيرادات شركة سال بنسبة 9.3% على أساس سنوي لتصل إلى 410 ملايين ريال في الربع الأول من عام 2025. ويعزى هذا الانخفاض المتوقع بشكل كبير إلى الأداء القوي في الربع الأول من عام 2024، مدعومًا بالعوامل المواتية المرتبطة بأزمة البحر الأحمر. وانخفاض أحجام الشحن الجوي الناتج عن ذلك إلى تحويل مزيج الإيرادات نحو قطاع الخدمات اللوجستية. ونظرًا لثبات هيكل تكاليف أعمال الشحن الجوي نسبيًا، فمن المرجح أن يؤدي هذا الانكماش في الإيرادات إلى ضغط على هامش الربح الإجمالي، المقدر بنحو 53% للربع الأول من عام 2025، مع هامش تشغيلي بنحو 40%. وبالتالي، نتوقع أن تعود أرباح الشركة إلى مستوياتها الطبيعية في الربع الأول من عام 2025، مع انخفاض الأرباح بنسبة 26.6% على أساس سنوي لتصل إلى 153 مليون ريال.

التقييم والمخاطر: انخفض سعر سهم شركة سال بنسبة تقارب 30% من بداية السنة حتى تاريخه، مع انخفاض ملحوظ منذ إعلان نتائج عام 2024 في أوائل فبراير 2025. يُداول السهم حاليًا عند مكرر ربحية متوقع لعام واحد يبلغ 22 مرة. نستخدم في تقييمنا مزيّجًا متساويًا من خصم التدفقات النقدية ومكرر الربحية لتقييم الشركة. للتقييم النسبي، نستخدم مكرر يبلغ 23 مرة لربحية السهم المتوقعة لعام 2025، مما يؤدي إلى سعر مستهدف متوقع لعام واحد يبلغ 198 ريال للسهم. في تقييمنا لخصم التدفقات النقدية، وباستخدام متوسط تكلفة رأس المال المرجح عند 9.6%، نصل إلى سعر مستهدف متوقع لعام واحد يبلغ 187 ريال سعودي للسهم. بحساب متوسط كلا النهجين، نصل إلى سعر مستهدف قدره 193 ريالًا للسهم (مقارنة بالسعر المستهدف سابقًا الذي يبلغ 251 ريالًا) مع التوصية بالحياد على السهم، مما يشير إلى احتمالية ارتفاع بنسبة تقارب 9% عن سعر السهم الحالي. وتشمل مخاطر التقييم السلبية: الركود العالمي، النمو الأبطأ من المتوقع في أحجام الشحن، انخفاض الأسعار عن المتوقع، تزايد المنافسة، التأخير في خطط التوسع، الإنهاء المبكر أو عدم تجديد العقود، المخاطر الجيوسياسية.

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 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. 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 07078-37.

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