

السعر المستهدف: 50 ريال/السهم  
السعر الحالي: 38.6 ريال/السهم  
نسبة التغير: +30% (عائد التوزيعات: 5.7%)  
التوصية: زيادة المراکز

## البنك الأهلي السعودي (الأهلي)

### تباطؤ نمو الإقراض، وتحسن السيولة؛ نحافظ على السعر المستهدف.

- نتوقع تراجع نمو الإقراض إلى معدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 10% للفترة 2024-2027 مع تحول المزيج إلى الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، مدعومًا بتحسين السيولة من خلال حسابات التوفير والحسابات الجارية والودائع لأجل وسندات رأس المال الإضافي من الشريحة الأولى بقيمة مليار دولار.
- نرجح أن يظل هامش صافي الفائدة مستقرًا إلى حد كبير مع دعم إعادة التسيير/وحسابات التوفير والحسابات الجارية؛ مع نمو صافي الدخل من العمولات الخاصة بنسبة 6% تقريبًا في عام 2026 (معدل نمو سنوي مركب يبلغ 7% تقريبًا)، وأن تؤدي مكاسب الرسوم/الكفاءة إلى معدل نمو سنوي مركب للأرباح بنسبة 8.9% للفترة 2024-2027.
- نحافظ على السعر المستهدف عند 50 ريال/السهم على أساس تقييم متساوي للدخل المتبقي ومضاعف القيمة الدفترية (1.4 مرة على أساس القيمة الدفترية المتوقعة لعام 2026) مع الحفاظ على تصنيف زيادة المراکز.

**تباطؤ نمو الإقراض مع تحول التركيز نحو الإقراض المُعزَّز للقيمة...** بعد تسجيل توسع قوي في التمويل خلال عام 2025 (+11.5% على أساس سنوي) مدفوعًا بالتمويل بالجملة (+21% على أساس سنوي) وقرروض الرهن العقاري للأفراد (+8% على أساس سنوي)، تباطأ النمو في الربع الأول 2026، حيث ارتفع إجمالي التمويل بنسبة 0.5% فقط على أساس ربعي، وانخفض الإقراض بالجملة بنسبة 0.6% على أساس ربعي، مما يعزز تحول البنك نحو الإقراض المُعزَّز للقيمة وتوقعاته الأكثر توازنًا للنمو للفترة 2026-2027. وينعكس هذا التحول الاستراتيجي في توقعات معدل النمو السنوي المركب للقرروض للفترة 2024-2027، إلى رقم منخفض بخانتين (مقارنةً برقم منخفض في خانة العشرات سابقاً)، مدفوعاً ببيئة تمويل أكثر تنافسية وتركيز أكبر على الشركات الصغيرة والمتوسطة (9% على أساس ربعي في الربع الأول 2026؛ 48% على أساس سنوي في 2025) والشركات المتوسطة الحجم حيث تكون القدرة على تحديد الأسعار أقوى. علاوة على ذلك، من المتوقع أن يعود الطلب على الرهن العقاري، الذي شهد انخفاضاً في أواخر عام 2025 عقب التغييرات التنظيمية، إلى وضعه الطبيعي خلال عام 2026 مع تكيف السوق. وبشكل عام، نتوقع نمواً في التمويل بنسبة 7.9% سنوياً في عام 2026، وهو ما يتماشى إلى حد كبير مع توجيهات الإدارة برقم نمو مرتفع بخانة واحدة، ليصل إلى حوالي 10% سنوياً (مقارنةً بحوالي 11% سابقاً) خلال الفترة 2024-2027 مع نضوج محفظة الشركات الصغيرة والمتوسطة وتعافي الطلب على الرهن العقاري.

**...وتنوع مصادر التمويل لتحسين السيولة:** أظهر البنك الأهلي تحسناً في وضع التمويل والسيولة خلال الربع الأول 2026، حيث ارتفعت ودائع العملاء بنسبة 4.6% على أساس ربعي لتصل إلى 665 مليار ريال، مدعومةً بتدفقات جديدة إلى حسابات التوفير والحسابات الجارية بقيمة 11 مليار ريال تقريباً (معظمها محلية عن طريق مصرفية نيو الرقمية) وزيادة بنسبة 15% في الودائع لأجل، وذلك نتيجةً لتحول البنك المتعمد من التمويل بين البنوك إلى الودائع المحلية لأجل الأكثر استقراراً وفعالية من حيث التكلفة. كما عزز البنك وضعه التمويلي بإصدار ناجح لسندات رأس المال الإضافي من الشريحة الأولى بقيمة مليار دولار أمريكي في يناير، ما يمكنه من دعم نمو التمويل المستقبلي مع الحفاظ على زخم الودائع وتحسين تكلفة التمويل.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

2027م	2026م	2025	2024	مليون ريال سعودي
33,542	30,875	29,155	27,723	صافي دخل العمولات الخاصة
8.6%	5.9%	5.2%	2.6%	معدل النمو على أساس سنوي
2.8%	2.8%	2.9%	3.0%	هامش صافي القوائد
11,085	10,343	10,039	8,310	دخل رسوم الخدمات المصرفية
44,627	41,218	39,195	36,033	إجمالي دخل العمليات التشغيلية
23.7%	24.8%	23.1%	28.3%	نسبة التكلفة إلى الدخل <sup>^</sup>
27,394	25,261	25,013	21,193	صافي الدخل*
4.4	4.0	4.0	3.4	ربح السهم (ريال)
2.4	2.2	2.2	1.9	توزيعات السهم (ريال)
864,637	786,724	729,311	654,252	صافي المحفظة الإقراضية
9.9%	7.9%	11.5%	8.8%	معدل النمو على أساس سنوي
769,751	706,194	636,094	579,762	ودائع العملاء
9.0%	11.0%	9.7%	-1.7%	معدل النمو على أساس سنوي
25	19	15	16	تكلفة المخاطر (نقطة أساس)

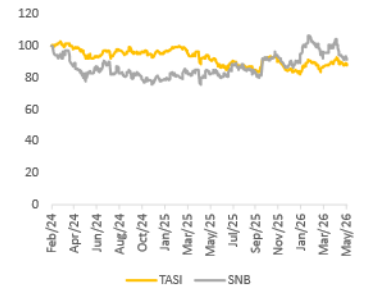
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال. \*العائد للمالك، ^باستثناء إطفاء الأصول غير الملموسة

#### بيانات السهم

رمز الشركة	1180
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	231,600
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	213.6
نسبة الاسهم الحرة	62.7%
نسبة المستثمرين الأجانب	18.9%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	6.32%

المصدر: بلومبرغ

#### تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

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

وبناءً على ذلك، نتوقع أن تنمو الودائع بنسبة 11% تقريباً على أساس سنوي في عام 2026 لتصل إلى حوالي 706 مليار ريال، مما يعني معدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 10% (بالتوافق مع التوقعات السابقة إلى حد كبير) خلال الفترة 2024-2027، وهو ما يتماشى بشكل عام مع التوجهات بنمو يتراوح بين رقم مرتفع بخانة واحدة ورقم منخفض من خانتين.

**من المرجح أن يظل هامش صافي الفائدة مستقرًا:** حافظ هامش صافي الفائدة المُعلن عنه من قبل البنك الأهلي على استقراره عند 2.85% في الربع الأول من عام 2026، وهو مستوى ثابت إلى حد كبير مقارنةً بالربع السابق، حيث نجح البنك في تعويض أثر خفض سعر الفائدة المرجعي بمقدار 75 نقطة أساس (والتي انعكس حوالي 70% منها في الربع الأول) من خلال إعادة تسعير فعالة لقروض الأفراد والشركات، واستمرار تحسين تكاليف التمويل مدفوعاً بنمو حسابات التوفير والحسابات الجارية منخفضة التكلفة. ونتوقع أن يظل هامش صافي الفائدة مستقرًا بشكل عام (تماشيًا مع التوقعات)، مع تحسن تدريجي في صافي الدخل من العمولات الخاصة خلال 2026، مدفوعاً بشكل رئيسي بما يلي: (أ)، تعافي نمو التمويل مع استمرار الإنفاق الحكومي وتنفيذ المشاريع؛ (ب) مبادرات إعادة التسعير الجارية؛ (ج) تحسين تكاليف التمويل. وبناءً على ذلك، نتوقع أن ينمو صافي الدخل من العمولات الخاصة بنسبة 5.9% على أساس سنوي (مقارنةً بتوجهات بنمو برقم متوسط من خانة واحدة) في عام 2026، مما يعني معدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 7% خلال الفترة 2024-2027، بما يتماشى مع توجهات الإدارة بنمو برقم مرتفع من خانة واحدة.

**يلقي تحديث الأنظمة بظلاله على المدى القريب، لكن من المرجح أن يتعافى زخم التعريفات خلال عام 2026:** على الرغم من انخفاض الدخل غير القائم على الفائدة بنسبة 8.7% على أساس سنوي في ظل إطار التعريفات المُعدّل في القطاع - ويعود ذلك أساساً إلى ضعف دخل الاستثمار ونشاط الوساطة وسط تقلبات السوق، وتباطؤ رسوم تمويل التجارة - إلا أن هذا الضعف لا يزال مدفوعاً إلى حد كبير بظروف السوق وليس بعوامل هيكلية. تتوقع الإدارة انتعاشاً ملحوظاً خلال الفترة المتبقية من عام 2026، مدفوعاً بشكل أساسي بانتعاش دخل تعريفات الأفراد والشركات الصغيرة والمتوسطة مع عودة النشاط إلى طبيعته بعد رمضان وتراجع حالة عدم اليقين الإقليمية، إلى جانب تعزيز الخدمات المصرفية للمعاملات، وتوسيع نطاق التأمين المصرفي، وارتفاع كبير ناتج عن تحول البنك الأهلي في عمليات نقاط البيع. وبناءً على ذلك، نتوقع الآن أن ينمو دخل رسوم الخدمات المصرفية بشكل معتدل بنسبة 10% تقريباً سنوياً (أقل بقليل من توجهات الإدارة بنمو برقم متوسط في خانة العشرات) خلال الفترة 2024-2027، وذلك بناءً على تعديلات تعرفه الخدمات الصادرة عن البنك المركزي السعودي في فبراير 2026.

**نمو صحي في الأرباح مدفوع بتحسين الكفاءة:** على الرغم من ارتفاع نسبة التكلفة إلى الدخل (باستثناء الاستهلاك) إلى 26.9% في الربع الأول من عام 2026، نتيجةً للنفقات المتعلقة بالموظفين، تتوقع الإدارة تحسناً تدريجياً في هذه النسبة خلال عام 2026 مع تعزيز زخم الإيرادات. ومن المتوقع أن يؤدي انتعاش نشاط قطاعي الأفراد والشركات الصغيرة والمتوسطة، وزيادة تدفقات الخدمات المصرفية للمعاملات، وتوسيع نطاق محركات التعريفات الجديدة، إلى تحسين الرفع التشغيلي، في حين أن استمرار تحسين الكفاءة يساهم في خفض التكاليف. وبناءً على ذلك، نتوقع أن تبلغ نسبة التكلفة إلى الدخل 24.8% (مقارنةً بتوجهات البنك الأهلي التي تقل عن 25%)، وأن تتحسن أكثر لتصل إلى أقل من 24% في عام 2027 (تماشيًا مع التوجهات). علاوة على ذلك، نتوقع ارتفاعاً طفيفاً في تكلفة المخاطر (على الرغم من التعافي الإجمالي الملحوظ في الربع الأول من عام 2026) خلال عامي 2026 و2027 (تماشيًا مع التوجهات)، مما يعكس تزايد انكشاف البنك على الشركات الصغيرة والمتوسطة والقطاعات ذات القيمة العالية. بشكل عام، نتوقع أن تبقى الأرباح مستقرة في عام 2026، قبل أن تتحسن بنمو برقم مرتفع من خانة واحدة في عام 2027، مما يعني معدل نمو سنوي مركب قدره 8.9% على مدى الفترة 2024-2027.

### توجهات عامي 2026-2027 المحدثة

جدول 2: توقعات الإدارة مقارنة بتوقعات جي آي بي كابيتال

2027م		2026م			
توقعات جي آي بي كابيتال	المستهدفات الحالية	المستهدفات القديمة	توقعات جي آي بي كابيتال	التوجهات	
9.7%	رقم منخفض من خانتين	منخفض بخانة العشرات	7.9%	مرتفع بخانة واحدة	نمو التمويل
9.5%	مرتفع بخانة إلى منخفض بخانتين	منخفض بخانة العشرات	8.7%	لا ينطبق	نمو حسابات التوفير والحسابات الجارية
6.6%	مرتفع بخانة واحدة	منخفض بخانتين	5.9%	متوسط بخانتين	نمو صافي دخل العمولات الخاصة
10.1%	متوسط بخانة العشرات	مرتفع بخانة العشرات	7.7%	لا ينطبق	نمو الرسوم المصرفية
23.7%	أقل من 24%	أقل من 25%	24.8%	أقل من 25%	نسبة التكلفة إلى الدخل للمجموعة
25 نقطة أساس	20-30 نقطة أساس	20-40 نقطة أساس	19 نقطة أساس	15-25 نقطة أساس	تكلفة المخاطر
20.3%	19-20%	19-20%	20.4%	19-20%	نسبة رأس المال الإضافي من الشريحة الأولى
16.0%	17-18%	17-18%	15.8%	16-17%	العائد على حقوق الملكية الملموسة
55%	50-60%	50-60%	55%	50-60%	توزيعات الأرباح

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال،<sup>1</sup> عرضة لتطورات السوق

**ملخص نتائج الربع الأول من عام 2026:** أعلن البنك الأهلي عن صافي دخل بلغ حوالي 6.4 مليار ريال في الربع الأول من عام 2026، بزيادة قدرها 6.7% على أساس سنوي، وهو ما يمتد إلى حد كبير مع تقديراتنا البالغة حوالي 6.3 مليار ريال ، مدعومًا بانتعاش غير متوقع في صافي المخصصات، مما عوض ضعف نمو الإيرادات. وبلغ الدخل من العمليات الخاصة 14.8 مليار ريال، أي أقل بنحو 5.8% من تقديراتنا البالغة 15.7 مليار ريال ، ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى تباطؤ نمو الإقراض عن المتوقع (+0.5%) على أساس ربعي مقابل حوالي 2% متوقعة، على الرغم من أن صافي الدخل من العمليات الخاصة البالغ 7.5 مليار ريال كان متوافقًا إلى حد كبير مع توقعاتنا، مما يشير إلى انخفاض تكاليف التمويل بوتيرة أسرع من انخفاض عائدات الأصول. علاوة على ذلك، جاءت الإيرادات غير القائمة على الفائدة أقل من تقديراتنا بشكل ملحوظ، حيث انخفضت بنسبة 8.7% على أساس سنوي، ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى انخفاض إيرادات الاستثمار وسط تقلبات السوق، مما أدى إلى انخفاض إجمالي الدخل التشغيلي بنسبة 5.4%. علاوة على ذلك، ارتفعت المصاريف التشغيلية بنسبة 2.7% على أساس سنوي، مدفوعةً بزيادة التكاليف المتعلقة بالموظفين، حيث بلغت نسبة التكلفة إلى الدخل (باستثناء الاستهلاك) 26.9% (حوالي 29% مع احتساب الاستهلاك)، وهو أعلى من توقعاتنا. مع ذلك، تمثلت المفاجأة الإيجابية الرئيسية في المخصصات، حيث سجل البنك عكسًا صافيًا للخسائر الائتمانية المتوقعة بقيمة 578 مليون ريال مقابل توقعاتنا بمصاريف قدرها 368 مليون ريال ، وهو ما يمثل فرقًا يقارب 946 مليون ريال ، والذي عوض فعليًا إجمالي انخفاض الدخل التشغيلي، مما أدى إلى زيادة الأرباح بنسبة 6.7% على أساس سنوي.

**التقييم والمخاطر:** بالنظر إلى النمو الصحي في الدخل التشغيلي المدعوم بتوسع المركز المالي، وتحسن الإيرادات غير القائمة على الفائدة، وتحسين التمويل، إلى جانب جودة الأصول القوية وتدابير ضبط التكاليف، فإننا نحافظ على السعر المستهدف للسهم لمدة عام واحد عند 50 ريال/السهم، بناءً على أوزان متساوية لكل من تقييم الدخل المتبقي وتقييم مضاعف لقيمة الدفترية (1.4 مرة على متوسط القيمة الدفترية المتوقعة لعام 2026) ونحافظ على توصيتنا بزيادة المراكز. تشمل المخاطر السلبية للتقييم تباطؤ النمو الاقتصادي، وزيادة الخسائر الناجمة عن الصراع المستمر في الشرق الأوسط، وتأثيرًا أكبر من المتوقع على إيرادات الرسوم من تعديلات الرسوم الصادرة عن البنك المركزي السعودي في فبراير 2026، وإصدار أدوات سوق رأس المال ذات تكلفة أعلى.

## 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 جانبك على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، 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. وحيث أن جي آي بي كابيتال لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صرحية 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. وحيث أن جي 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.

تستخدم 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