

السعر المستهدف: 251 ريال/للسهم
السعر الحالي: 290 ريال/للسهم
نسبة الانخفاض: 13% (عائد التوزيعات +2.2%)
التوصية: تخفيض المراكز

شركة سال السعودية للخدمات اللوجستية (سال)

أساسيات إيجابية للشركة منعكسة في سعر السهم؛ نبقى توصية تخفيض المراكز

- من المتوقع أن تكون سال المستفيد الرئيسي المباشر من سيناريو الاقتصاد الكلي القوي الذي سينكشف على مدى العقد، مدفوعاً بمبادرات رؤية 2030 الطموحة.
- بالنظر إلى الديناميكيات الكلية المواتية، والمركز المهيمن في السوق، وأداء النصف الأول من عام 24، نقوم بمراجعة تقديرنا لحجم المبيعات صعوداً إلى معدل سنوي مركب عند 13.9% (مقابل 6.3% سابقاً) وذلك للفترة 2023-2028م.
- نرفع السعر المستهدف إلى 251 ريال/للسهم (190 ريال/للسهم سابقاً) بناء على طرق تقييم التدفقات النقدية المخصومة ومكرر الربحية. ارتفع السهم ~49% منذ بداية العام ويتم تداوله عند مكرر ربحية مرتفع عند 29x ضعف على ربحية السهم المتوقعة لعام 2025م، مما يعني أن الأساسيات الإيجابية قد تم تسعيرها بالفعل. ومن ثم نبقى توصية تخفيض المراكز.

ديناميكيات الاقتصاد الكلي مواتية لدعم نمو حجم المبيعات: لا تزال آفاق الاقتصاد الكلي للسعودية قوية خلال العقد المقبل، مدعومة بمبادرات رؤية 2030. ومن المتوقع أن تؤدي مساعي الحكومة لوضع السعودية كمركز لوجستي إقليمي إلى نمو كبير في حجم الشحن الجوي خلال السنوات القادمة. سال، بحصتها السوقية المهيمنة (~95%)، في وضع جيد للاستفادة من هذا المشهد الكلي المواتي. بالإضافة إلى ذلك، قمنا بمراجعة تقديرنا لحصتنا السوقية صعوداً، متوقعين انخفاضاً أبطأ بسبب المشهد التنافسي المستقر نسبياً. إن عقد سال الأخير مع طيران الصين، إلى جانب المناقشات الحكومية حول إطلاق شركة طيران شحن جديدة مع بوينج وإيرباس، يعزز آفاق نموها. وبالنظر إلى النمو القوي لحجم مبيعات سال للنصف الأول من عام 24 (+26% على أساس سنوي) وارتفاع حصة التجارة الإلكترونية والبضائع العامة في هذا المزيج، فإننا نرى الآن أن نمو حجم سال أكثر استدامة واستقراراً. وبالتالي، قمنا بمراجعة توقعاتنا لنمو حجم الشحن إلى معدل نمو سنوي مركب بنسبة 13.9% للفترة 2023-2028م (+6.3% معدل نمو سنوي مركب سابقاً)، وذلك بفضل ديناميكيات السوق المواتية، وخصصها القوية في السوق، ووجودها في 18 مطارات سعودية، وعلاقتها القوية مع السعودية، وخطط النفقات الرأسمالية القوية.

أحجام مبيعات أكبر لدعم نمو الإيرادات وتوسيع الهامش: يتم دعم نموذج أعمال سال من خلال خندق تنافسي قوي، مع نمو الإيرادات مدفوعاً بتوسع الحجم والإيرادات المستقرة لكل طن بسبب العقود ذات السعر الثابت إلى حد كبير. بالإضافة إلى ذلك، يوفر هيكل التكلفة الثابتة رافعة تشغيلية قوية، مما يسمح للنمو في الإيرادات بتحسين الهامش والربحية بشكل مباشر. نتوقع أن تنمو الإيرادات لشركة سال بمعدل نمو سنوي مركب قدره 14.6% خلال الفترة 2023-2028م (مقابل +9.2% معدل نمو سنوي مركب سابقاً)، مدفوعاً بشكل أساسي بنمو قطاع الشحن الجوي (+13.2% معدل نمو سنوي مركب مقابل 6.0% سابقاً). وفقاً لذلك، نقوم بمراجعة تقديرات الهامش الإجمالي لدينا إلى متوسط ~54.5% (~50% سابقاً)، مما يؤدي إلى نمو الأرباح بنسبة 17% (+7% معدل نمو سنوي مركب سابقاً) خلال 2023-2028م.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون ريال سعودي)	2022	2023	2024 م	2025 م	2026 م
الإيرادات	1,223	1,456	1,773	2,051	2,367
معدل نمو الإيرادات	27.1%	19.1%	21.8%	15.7%	15.4%
مجمل الربح	591	776	976	1,125	1,293
هامش مجمل الربح	48.3%	53.3%	55.0%	54.9%	54.6%
EBITDA	545	721	892	993	1,136
هامش EBITDA	44.6%	49.5%	50.3%	48.4%	48.0%
صافي الربح	362	510	715	800	925
هامش صافي الربح	29.6%	35.0%	40.3%	39.0%	39.1%
ربحية السهم (ريال)	4.53	6.37	8.94	10.00	11.56
مكرر الربحية	63.9x	45.5x	32.4x	29.0x	25.1x

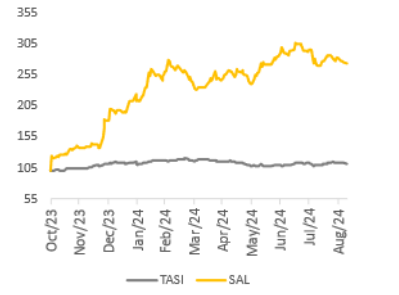
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

بيانات السهم

رمز الشركة	4263
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	23,168
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	104.5
نسبة الاسهم الحرة	30.0%
نسبة المستثمرين الأجانب	5.5%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.53%

المصدر: بلومبرغ

تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

بدأت أعمال التخزين والتوصيل في يونيو: بدأت سال عملياتها في قطاع التخزين والتوصيل في يونيو 2024 بمشروع تجريبي في الدمام (11000 متر مربع من التخزين المحيط)، حيث تقدم خدمات التخزين والنقل. وبعد نجاحها، تخطت سال، لافتتاح مركز آخر للتخزين والتوصيل في الرياض (44,000 متر مربع من مساحة التخزين المحيطة) بحلول الربع الثالث من عام 24 وجدة (62,000 متر مربع من التخزين متعدد الأنواع) بحلول الربع الثاني من عام 25. وعلى الرغم من أنه من المتوقع أن يكون التأثير المالي الفوري محدوداً، إلا أن هذه التوسعات ستعزز قدرة سال على توفير حلول شاملة وتحقيق التكامل في أعمال الحلول اللوجستية. وفقاً لذلك، نضيف الآن إيرادات قطاع التخزين والتوصيل إلى توقعاتنا، والتي نتوقع أن ترتفع بنسبة 26.8% معدل نمو سنوي مركب بين 2024-28م.

التغيير في التقديرات:

مليون ريال	2024م		2025م		التغيير %
	الحالية	السابقة	الحالية	السابقة	
إيرادات	1,773	1,809	2,051	1,806	14%
نمو الإيرادات %	22%	24%	16%	0%	
إجمالي الربح	976	1,001	1,125	905	24%
هامش إجمالي الربح	55%	55%	55%	50%	
EBITDA	892	937	978	858	14%
هامش EBITDA	50%	52%	48%	47%	
صافي الربح	715	700	800	618	29%
هامش صافي الربح	40%	39%	39%	34%	

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

التقييم والمخاطر: نستخدم مزيجاً متساوياً من طرق التقييم القائمة على التدفقات النقدية المخصومة ومكرر الربحية لتقييم الشركة. بالنسبة للتقييم النسبي، قمنا بمراجعة مكررننا إلى 25x ضعف على متوسط ربحية السهم 2024-25م، مما أدى إلى سعر مستهدف بناء على مكرر ربحية متوقع لعام واحد عند 263 ريالاً / للسهم. في تحليلنا للتدفقات النقدية المخصومة، باستخدام تكلفة رأس المال بنسبة 9.2% (دون تغيير)، نصل إلى سعر مستهدف عند 240 ريالاً / للسهم. ومن خلال حساب متوسط كلا النهجين، فإننا نصل إلى سعر مستهدف عند 251 ريالاً / للسهم، مما يشير إلى احتمال حدوث انخفاض بنسبة 13% تقريباً. يتم تداول السهم حالياً عند مكرر ربحية يبلغ 29x ضعف على ربحية السهم المتوقعة لعام 2025م، وهو أعلى بكثير من نظرائه العالميين (متوسط السعر إلى العائد 15-17 ضعفاً). في حين أن الشركة تستحق التداول بعلاوة بسبب هامشها الأعلى بكثير مقارنة بأقرانها العالميين (كان هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك لعام 2023 ~ 50%)، أعلى بكثير من المتوسط العالمي البالغ ~ 28%)، نعتقد أن الأساسيات الإيجابية قد تم تسعيرها بالكامل بالفعل بعد ارتفاع سعر السهم بنسبة 49% منذ بداية العام. وبالتالي، فإننا نبقى توصية تخفيض المراكز.

وتشمل مخاطر انخفاض التقييم: الركود العالمي، والنمو الأبطأ من المتوقع في أحجام الشحن، والأسعار الأضعف من المتوقع، والمنافسة المتزايدة، والتأخير في خطط التوسع، والإنهاء المبكر للعقود أو عدم تجديدها، والمخاطر الجيوسياسية.

للمزيد من المعلومات والتفاصيل الرجاء الاطلاع على التقرير باللغة الإنجليزية

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 جي 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 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.

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