

السعر المستهدف: 48.0 ريال/السهم  
السعر الحالي: 53.0 ريال/السهم  
نسبة التغير: -9.4% (عائد التوزيعات +0.8%)  
التوصية: محايد

## الشركة السعودية لخدمات السيارات والمعدات (ساسكو) انخفاض الإنتاجية لكل محطة يؤثر على الهوامش

- إن التوسع القوي لشركة ساسكو يعزز نمو الإيرادات، ولكن التباطؤ في وتيرة انتاجية المحطات يبقي العائدات لكل محطة تحت الضغط.
- من المتوقع أن تظل الهوامش تحت الضغط، ويرجع ذلك أساساً إلى ضعف الإنتاجية لكل موقع وارتفاع التكاليف المرتبطة بالتوسع.
- بعد مراجعة تقديراتنا، عدل السعر المستهدف للسهم إلى حوالي 48.0 ريال للسهم، بناءً على تقييم التدفقات النقدية المخصومة، مما يعني انخفاضاً بنسبة 9.4%. ونحافظ على توصيتنا محايد للسهم.

**تواجه شركة ساسكو ضغوطاً بسبب تباطؤ وتيرة انتاجية المحطات الجديدة...** وسعت شركة ساسكو شبكتها بقوة، حيث أضافت 75 محطة وقود جديدة (زيادة قدرها 14%) خلال العام الماضي، وتستهدف إضافة 89 محطة جديدة (بزيادة متوقعة قدرها 73 محطة) بحلول عام 2025، و100 محطة جديدة سنوياً حتى عام 2028. ومع ذلك، انخفض معدل الإنتاج لكل محطة بنسبة 8% في النصف الثاني من عام 2024، وبنسبة 7% أخرى في النصف الأول من عام 2025، مما يعكس تباطؤاً في زيادة عدد المواقع المضافة حديثاً. وبناءً على ذلك، ورغم معدل النمو السنوي المركب المتوقع في توسعة شبكة محطات الوقود بنسبة 13%، نتوقع أن يظل العائد لكل محطة تحت الضغط، منخفضاً بمعدل نمو سنوي مركب قدره 3% خلال الفترة من عام 2024 إلى عام 2027، مما سيؤدي إلى معدل نمو سنوي مركب لحجم المبيعات بنسبة 10%، ومعدل نمو سنوي مركب لإيرادات محطات الوقود بنسبة 11.8% خلال الفترة نفسها. في الوقت نفسه، من المتوقع أن ترتفع الإيرادات غير المرتبطة بالوقود من متاجر ساسكو بالم بمعدل نمو سنوي مركب قدره 39% خلال الفترة 2024-2027، مدفوعةً بزيادة عدد متاجر بالم (المستهدف 300 متجر بحلول عام 2025 و600 متجر بحلول عام 2028 مقابل 200 متجر في عام 2024)، مما يُمكن ساسكو من تنويع مصادر إيراداتها. وبشكل عام، نتوقع نمو الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب قدره 13.1% خلال الفترة 2024-2027م.

**...وهوامش أضعف بسبب ارتفاع تكاليف التوسع:** على الرغم من التوسع، ظلّ الربح الإجمالي لكل موقع تحت ضغط، حيث انخفض بنسبة 13% على أساس سنوي في النصف الأول من عام 2025، ويعزى ذلك أساساً إلى ضعف الإنتاجية لكل موقع وارتفاع التكاليف العامة المرتبطة بتوسعة شبكة المحطات، مما أدى إلى انخفاض هامش الربح. بناءً على ذلك، نتوقع أن يظلّ هامش الربح الإجمالي تحت الضغط على المدى القريب، بمتوسط 2.7% خلال الفترة 2025-2026 (متوسط خمس السنوات الماضية: حوالي 4%). بالإضافة إلى ذلك، من المتوقع أن يُثقل ارتفاع تكاليف التمويل (28% على أساس سنوي في النصف الأول من عام 2025)، المرتبط بالتوسع المدعوم بالتأجير، كاهل الأرباح، مما سيؤدي إلى معدل نمو سنوي مركب لصافي الربح بنسبة حوالي 11%، مع هوامش صافية ضئيلة بنسبة حوالي 0.5% خلال الفترة 2024-2027، مما يؤثر احتمالية ارتفاع آخر في هامش الربح طال انتظاره (على الرغم من أن توقيتته لا يزال غير مؤكد).

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

م 2027	م 2026	م 2025	2024	2023	(مليون ريال سعودي)
14,735	13,076	11,598	10,187	9,113	الإيرادات
13%	13%	14%	12%	16%	معدل نمو الإيرادات
411	357	313	290	293	إجمالي الربح
2.8%	2.7%	2.7%	2.8%	3.2%	هامش إجمالي الربح
800	722	642	563	513	EBITDA
281	244	211	174	169	الربح التشغيلي
60	54	53	44	105	صافي الربح العائد إلى مساهمي الشركة
0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	1.2%	هامش الربح
0.9	0.8	0.8	0.6	1.5	ربحية السهم (ريال)
0.5	0.4	0.4	0.3	1.1	توزيعات السهم (ريال)
61.4x	69.0x	69.9x	83.9x	35.2x	مكرر الربحية

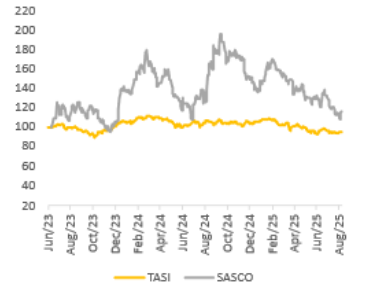
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

### بيانات السهم

6015	رمز الشركة
3,710	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
12.0	م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)
82.2%	نسبة الاسهم الحرة
6.4%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.16%	حجم الاسهم الحرة في تاسي

المصدر: بلومبرغ

### تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi  
+966-11-834 8372  
[Kunal.doshi@gibcapital.com](mailto:Kunal.doshi@gibcapital.com)

**ملخص نتائج الربع الثاني من عام 25:** ارتفعت إيرادات ساسكو بنسبة 15.6% على أساس سنوي في الربع الثاني من عام 2025، لتصل إلى 2,875 مليون ريال، بما يتماشى مع توقعاتنا. ويعود هذا الارتفاع في الإيرادات بشكل رئيسي إلى ارتفاع حجم المبيعات بنسبة 8% نتيجة لزيادة عدد محطات الوقود (625 محطة من 562 محطة في الربع الثاني من عام 2024)، وزيادة عدد فروع ساسكو بالم (239 فرعاً مقابل 150 فرعاً في الربع الثاني من عام 2024)، وارتفاع أسعار الديزل. ومع ذلك، ورغم النمو الإيجابي في الإيرادات، ظل إجمالي الربح دون تغيير يُذكر، حيث انخفض هامش الربح الإجمالي من 3.1% في الربع الثاني من عام 2024 إلى 2.7% (متوقع بنسبة 2.8%)، متأثراً بضعف إنتاجية المحطة الجديدة وارتفاع تكاليف التوسع. ومع ذلك، فقد أدى انخفاض المصروفات العمومية والإدارية وارتفاع الإيرادات الأخرى إلى ارتفاع صافي الربح التشغيلي بنسبة 16% على أساس سنوي، ليصل إلى 53 مليون ريال (وهو ما يتماشى إلى حد كبير مع توقعاتنا). علاوةً على ذلك، أعلنت ساسكو عن تحقيق ربح من تغير في القيمة العادلة لأصولها المالية بقيمة 25 مليون ريال، مما مكّنها من تعويض ارتفاع التكاليف المالية. وبناءً على ذلك، بلغت أرباح الربع الثاني من عام 2025 نحو 30 مليون ريال (بزيادة قدرها 131% على أساس سنوي)، متجاوزةً توقعاتنا. ولو قمنا بتعديل أثر هذا الربح غير المتكرر، لكانت الأرباح المعدلة قد جاءت أقل من توقعاتنا بأكثر من 50%، ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى ارتفاع تكاليف التمويل عن المتوقع.

جدول 2: ملخص نتائج الربع الثاني من عام 25

مليون ريال	الربع الثاني من عام 25	الربع الثاني من عام 24	التغير على أساس سنوي	الربع الأول من عام 25	التغير على أساس ربعي	تقديراتنا	الفرق %
الإيرادات	2,875	2,487	15.6%	2,760	4.1%	2,868	0.2%
تكلفة الإيرادات	2,798	2,410	16.1%	2,686	4.2%	2,786	0.4%
اجمالي الدخل	77	77	0.1%	74	3.2%	82	-5.9%
تكاليف التشغيلية	24	31	-23.6%	26	-7.8%	27	-11.8%
الربح التشغيلي	53	46	16.1%	49	8.9%	55	-3.1%
صافي الربح	30	13	131.1%	4	-	11	161.6%
صافي الربح المعدلة*	5.1	11.9	-57.7%	6.2	-18.8%	11.3	-55.5%
هامش اجمالي الدخل	2.7%	3.1%		2.7%		2.8%	
هامش الربح التشغيلي	1.8%	1.8%		1.8%		1.9%	
هامش صافي الربح	1.0%	0.5%		0.2%		0.4%	

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال \* أرباح معدلة عن ربح لمرة واحدة من تغير القيمة العادلة لأصولها المالية

**التقييم و المخاطر:** بعد خفض تقديراتنا لإجمالي الإنتاجية لكل محطة و هامش الربح، قمنا بتعديل السعر المستهدف إلى 48 ريالاً للسهم الواحد بناءً على تقييم التدفقات النقدية المخصومة باستخدام متوسط تكلفة رأس المال بنسبة 8% ومعدل النمو النهائي بنسبة 2.5%، مما يعني انخفاضاً بنسبة 9.4%، كما نحافظ على توصيتنا المحايدة للسهم. نشير إلى أن ساسكو تُداول حالياً عند مكرر ربحية 69.0 ضعفاً لربحية السهم المتوقعة لعام 2026، وهو أعلى بكثير من أقرب منافس محلي لها، ألدريس (25.5 ضعفاً؛ ليست تحت التغطية)، مما يشير إلى تقييم أعلى من المتوسط. تشمل مخاطر الجانب السلبي الرئيسية التوسع القوي من قبل المنافسين الحاليين أو الجدد، وأي تغيير تنظيمي ضار (مثل زيادة متطلبات النفقات الرأسمالية)، وأهداف أعلى للسعودة، ومراجعة هبوطية للهامش الإجمالي للوقود، والتكاليف غير المتكررة مثل شطب الشهرة وتقلب الأرباح ذات الصلة والتوجه إلى المركبات الكهربائية.

## 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 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 لحي 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 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 +4% - 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)