

السعر المستهدف: 190 ريال/السهم  
السعر الحالي: 278.2 ريال/السهم  
نسبة الانخفاض: 32% (عائد التوزيعات +2%)  
التوصية: تخفيض المراكز

## شركة سال السعودية للخدمات اللوجستية (سال) تقييم مبالغ فيه؛ تغيير التصنيف إلى تخفيض المراكز

- مكنت أزمة الشحن في البحر الأحمر شركة سال من زيادة حجم الشحن الجوي. ومع ذلك، فإننا نعتبر هذا أمرًا مؤقتًا، ومن المفترض أن تعود الأحجام إلى طبيعتها قريبًا.
- قمنا بمراجعة توقعاتنا لحجم الشحن لعام 2024 بنسبة +13% لتعكس الاضطراب والهوامش الأعلى بسبب الارتفاع التشغيلية ونتائج الربع الرابع القوية.
- وبناءً على ذلك، قمنا برفع السعر المستهدف إلى 190 ريال/السهم (122 سابقًا) على أساس متوسط خصم التدفقات النقدية ومكرر الأرباح (22 ضعفًا في ربحية السهم لعام 2024). ومع ذلك، نعتقد أن سعر السهم الحالي (+162% منذ الإراج مقابل +19% للمؤشر العام) يبدو مبالغًا فيه وغير مبرر (32-36 مكرر الأرباح لعام 2024-25). وبذلك، قمنا بتخفيض تصنيفنا إلى تخفيض المراكز (من زيادة المراكز).

**تأثير أزمة البحر الأحمر على أحجام الشحن لشركة سال - وجهة نظرنا:** تسببت أزمة الشحن المستمرة في منطقة البحر الأحمر في حدوث اضطرابات مؤقتة في خطوط الشحن البحري. وقد أدى ذلك إلى تحول بعض أحجام الشحن البحري إلى الشحن الجوي، مما أفاد ذلك الشركة وأدى إلى زيادة الكميات المتعامل معها. ومع ذلك، فإننا نعتبر هذا تأثيرًا خارجيًا مؤقتًا. وبينما قد تستمر أحجام الشحن المرتفعة في النصف الأول من عام 2024، فإننا نتوقع عودة الوضع إلى طبيعته خلال النصف الثاني من عام 2024، حتى لو استمرت الاضطرابات في البحر الأحمر. من المحتمل أن ينبع هذا التطبيع من قيام الشركات بتحسين تخطيط سلسلة التوريد الخاصة بها. ويبدو لنا أن الارتفاع الهائل في سعر السهم منذ بداية الأزمة مبالغ فيه، مما يشير إلى أن السوق قد بالغ في رد فعله تجاه الفوائد المؤقتة لسال.

**تغيير في التقديرات:** بالنظر إلى أزمة الشحن، نقوم بمراجعة تقديراتنا على النحو التالي: (1) قمنا بزيادة تقديرنا لحجم الشحن لعام 2024 بنسبة 12.6% نظرًا للزيادة في أحجام الشحن؛ ومع ذلك، فإننا نحافظ على معدلات نمونا المستقبلية على نطاق واسع، مما يعني انخفاضًا هامشيًا في النمو في عام 2025 بسبب ارتفاع القاعدة. والجدير بالذكر أننا نحافظ إلى حد كبير على تقديرات إيرادات/الطن دون تغيير، حيث أن معظم عقود الشركة بسعر ثابت. وبالتالي، فإن المحرك الرئيسي لزيادة إيرادات قطاع الشحن الجوي سيكون ارتفاع الأحجام. (2) قمنا أيضًا برفع معدل نمو إيرادات قطاع الخدمات اللوجستية إلى 24% تقريبًا كمعدل نمو سنوي مركب بين 2023-27 وذلك بناءً على النمو القوي في السنة المالية 23 (مقابل 20% تقريبًا سابقًا). بقودنا هذا إلى توقع نمو إيرادات سال بمعدل نمو سنوي مركب يصل إلى 10% تقريبًا خلال الفترة 2023-27 (مقابل 9% سابقًا). (3) إن الزيادة الكبيرة في أحجام الشحن، إلى جانب هيكل التكلفة الثابتة لشركة سال، تفتح الباب أمام فرصة الارتفاع التشغيلية. وفقًا لذلك، نقوم بمراجعة تقديرات هامش مجمل الربح و EBITDA لعام 2024 إلى 55% و 52%، على التوالي (~52% و 44% سابقًا) قبل أن تبدأ في العودة إلى الوضع الطبيعي ~47% / ~45% بحلول عام 2028.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

م 2027	م 2026	م 2025	م 2024	2023	(مليون) ريال سعودي
2,147	1,978	1,806	1,809	1,456	الإيرادات
9%	9%	0%	24%	19%	معدل نمو الإيرادات
1,029	969	905	1,001	776	مجمل الربح
48%	49%	50%	55%	53%	هامش مجمل الربح
989	924	858	937	721	EBITDA
46%	47%	47%	52%	50%	هامش EBITDA
699	660	618	700	510	صافي الربح
33%	33%	34%	39%	35%	هامش صافي الربح
8.7	8.3	7.7	8.7	6.4	ربحية السهم (ريال)
31.8x	33.7x	36.0x	31.8x	43.7x	مكرر الربحية

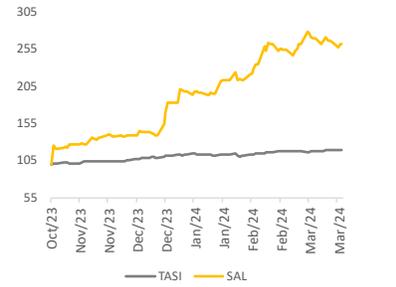
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

### بيانات السهم

4263	رمز الشركة
22,256	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
367.9	م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)
100.0%	نسبة الاسهم الحرة
2.0%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.28%	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)

### Khaled Bin Ateeq

+966-11-834 8498

[Khaled.BinAteeq@gibcapital.com](mailto:Khaled.BinAteeq@gibcapital.com)

**أرباح الربع الرابع من العام 23:** حققت سال إيرادات بقيمة 411 مليون ريال سعودي (+12.3% على أساس ربع سنوي) بما يتماشى إلى حد كبير مع تقديراتنا البالغة 404 مليون ريال سعودي. بلغت إيرادات مناولة الشحن الجوي (حوالي 84% من إجمالي الإيرادات) 343 مليون ريال سعودي (مقابل تقديراتنا البالغة 352 مليون ريال سعودي)، بزيادة قدرها 20% تقريباً على أساس ربع سنوي، مدفوعة بزيادة أحجام الشحن. وفي الوقت نفسه، انخفضت الإيرادات اللوجستية بنسبة 12% على أساس ربع سنوي لتصل إلى 71 مليون ريال سعودي، أي أقل من تقديراتنا البالغة 52 مليون ريال سعودي. ومع ذلك، تجاوز إجمالي الربح تقديراتنا (243 مليون ريال سعودي مقابل 198 مليون ريال سعودي المتوقعة)، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى انخفاض التكاليف (-14.3% على أساس ربع سنوي) وسط تحسن الكفاءة، وبالتالي توسيع هامش مجمل الربح بمقدار 12.7 نقطة أساس على أساس ربع سنوي. علاوة على ذلك، ظلت تكاليف التشغيل ثابتة إلى حد كبير مقارنة بالربع السابق، مما أدى إلى تجاوز كذلك على المستوى التشغيلي. بشكل عام، أعلنت الشركة عن أرباح قوية بلغت 181 مليون ريال سعودي، متجاوزة تقديراتنا والإجماع.

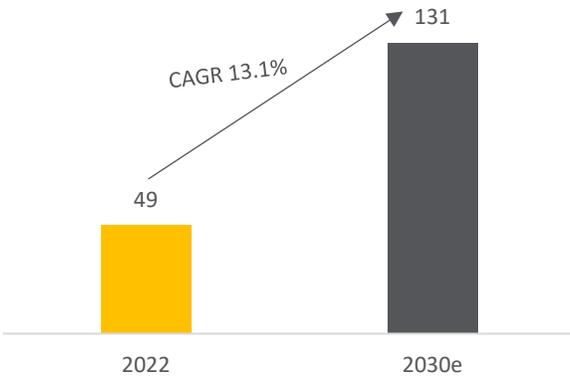
جدول 2: ملخص نتائج الربع الرابع

مليون ريال	2022	2023	النمو سنوي	الربح الرابع من عام 23	الربح الرابع من عام 22	النمو سنوي	الربح الثالث من عام 23	النمو الربحي	تقديراتنا	نسبة الاختلاف
الإيرادات	1,223	1,456	19.1%	411	353	16.4%	366	12.3%	404	1.7%
التكلفة	632	680	7.6%	168	188	-10.6%	196	-14.3%	206	-18.5%
مجمل الربح	591	776	31.3%	243	165	47.3%	170	42.9%	198	22.7%
التكاليف التشغيلية	164	190	15.9%	39	36	8.3%	39	0.0%	46	-15.3%
الربح التشغيلي	427	586	37.2%	203	129	57.4%	131	55.0%	152	34.3%
صافي الربح	362	510	40.9%	181	113	60.2%	116	56.0%	133	35.6%
هامش مجمل الربح	48.3%	53.3%		59.1%	46.7%		46.4%			49.0%
هامش الربح التشغيلي	34.9%	40.2%		49.4%	36.5%		35.8%			37.6%
هامش صافي الربح	29.6%	35.0%		44.0%	32.0%		31.7%			32.9%

المصدر: الشركة، جي آي بي كابيتال

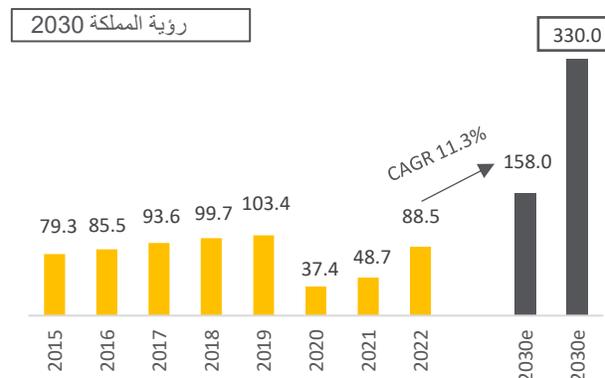
**لا تزال الخدمات الأرضية للركاب والتخزين والتوزيع محفز سعودي:** إن التوسع في الخدمات يمثل فرصة نمو ممتازة، مع الاستفادة من قدراتها الحالية. وفي حين أن هذه الخطط لم تنعكس بعد في توقعاتنا أو تقييمنا، إلا أن تنفيذها الناجح قد يؤدي إلى احتمالية صعود ملحوظة. وفقاً لشركة ALG، من المتوقع أن ترتفع حركة الركاب في المملكة بمعدل نمو سنوي مركب قدره 11.3%، لتصل إلى 158 مليون مسافر بحلول عام 2030 (على الرغم من أنها أقل من هدف رؤية 2030 البالغ 330 مليوناً). وفي الوقت نفسه، من المرجح أن يرتفع سوق التخزين والتوزيع في المملكة بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 13% ليصل إلى 131 مليار ريال سعودي بحلول عام 2030.

شكل 2: سوق التخزين والتوزيع (مليار ريال سعودي)



المصدر: الشركة، جي آي بي كابيتال

شكل 1: توقعات عدد المسافرين في المملكة حسب ALG (مليون)



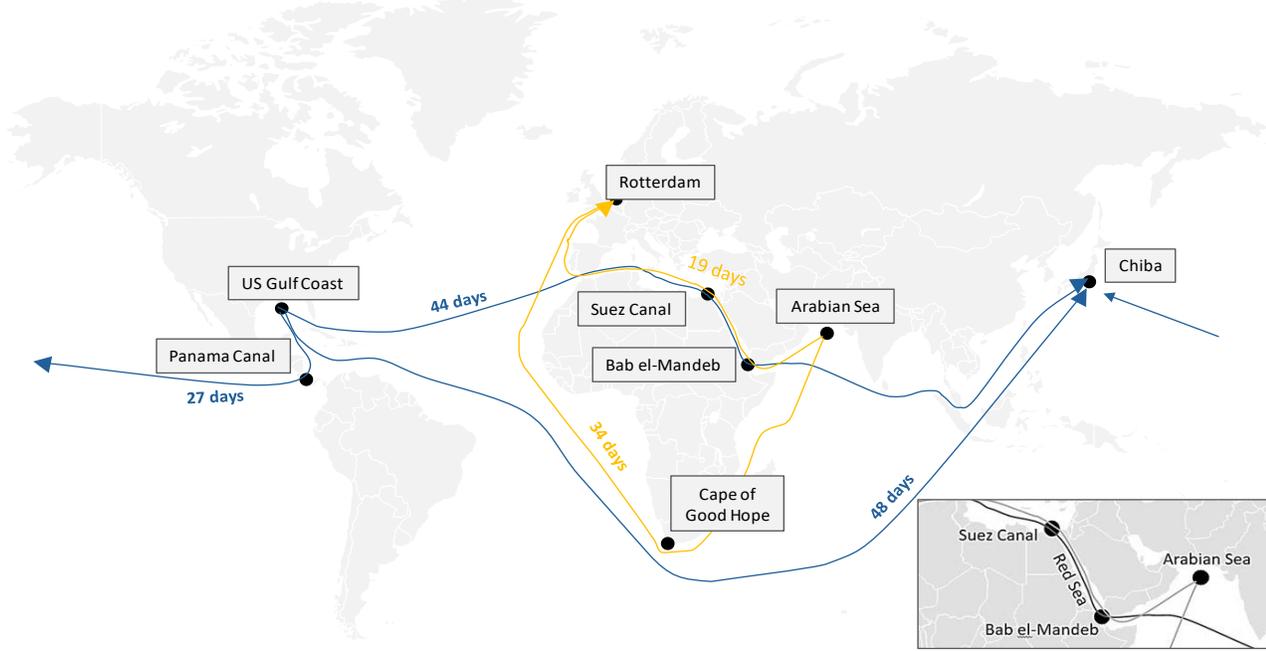
المصدر: الشركة، جي آي بي كابيتال

**التقييم:** نقيم الشركة على أساس متوسط خصم التدفقات النقدية ومكرر الأرباح لنصل إلى سعر مستهدف يبلغ 190 ريال/السهم مما يعني نسبة انخفاض 32% عن السعر الحالي مع تصنيف تخفيض المراكز. بالنسبة للتقييم النسبي، نستخدم مضاعف x22 (سابقاً) على ربحية السهم لعام 2024 لنصل إلى السعر المستهدف للأجل لعام واحد بقيمة 218 ريال/السهم. وبالنسبة لخصم التدفقات النقدية، باستخدام المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بنسبة 9.2%، وصلنا إلى السعر المستهدف للأجل لعام واحد وهو 162 ريال/السهم.

## تطورات البحر الأحمر

يعد البحر الأحمر، جنوب قناة السويس، أحد أكثر قنوات الشحن كثافة في العالم، حيث يربط التجارة بين أوروبا وآسيا وشرق إفريقيا. ما يقرب من 12% من التجارة العالمية و30% من حركة الحاويات العالمية تتدفق عبر قناة السويس، مما يسלט الضوء على أهمية الطريق. بدأت أزمة الشحن في البحر الأحمر في نوفمبر 2023 بسبب التوترات الجيوسياسية فيه. وقد دفع هذا شركات الشحن الكبرى مثل ميرسك، وهايابغ لويد إلى تعليق استخدام قناة السويس وإعادة توجيه سفنها حول جنوب إفريقيا عبر رأس الرجاء الصالح. يضيف هذا التحويل الطويل حوالي 4000 ميل لكل رحلة، مما يؤدي إلى زيادة أوقات الرحلة وتكاليف الشحن. وقد أدى هذا، إلى جانب الجفاف التاريخي في قناة بنما، إلى تفاقم أزمة سلسلة التوريد البحرية العالمية. نعتقد أن شركة سال قد شهدت تحسنا كبيرا في حجم الشحن، ويرجع ذلك على الأرجح إلى أزمة الشحن المستمرة وتحول بعض أحجام الشحن البحري إلى الشحن الجوي.

شكل 3: ارتفاع اوقات الرحلات في بعض خطوط الشحن



المصدر: إدارة معلومات الطاقة الأمريكية، \*Vortexa تقريرا. تم حساب وقت الرحلة لنقلات Suezmax المحملة التي تسافر بسرعة 14 عقدة، على افتراض عدم وجود تأخيرات ممتدة في نقاط الاختناق.

## 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 +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