

السعر المستهدف 103 ريال/للسهم  
سعر الاكتتاب: 80 ريال/للسهم  
نسبة الارتفاع: 28.8%  
التوصية: زيادة المراكز

## شركة طيران ناس (طيران ناس)

### افاق واعدة مع طلبيات قوية للأسطول، نبدأ التغطية بتوصية زيادة المراكز

- شركة طيران اقتصادي رائدة تركز بشكل كبير على الاستفادة من إمكانات النمو القوية المدعومة بأساطيل أحدث، وأكبر سجل طلبيات للأسطول، وتوسيع نطاق ربط الرحلات.
- من المتوقع أن تنمو الأرباح بمعدل نمو سنوي مركب نسبته 18.6% خلال الفترة 2024-2030، مدفوعة بنمو قوي في EBITDA نتيجة لتوسعة الأسطول وبدعم من الرفع التشغيلي.
- نبدأ تغطيتنا لطيران ناس بسعر مستهدف لمدة عام واحد يبلغ 103 ريال/للسهم، مع تصنيف زيادة المراكز، بناءً على متوسط أساليب خصم التدفقات النقدية (التدفقات النقدية الحرة للمساهمين) وقيمة المنشأة/EBITDA.

**من المتوقع أن يشهد قطاع الطيران السعودي بدعم من استراتيجية طموحة للسياحة وجعل المملكة مركز رئيسي للعبور:** شهد قطاع الطيران في المملكة العربية السعودية نموًا قويًا في السنوات الأخيرة، حيث نمت حركة الركاب الجوية بمعدل نمو سنوي مركب بلغ 4.4% إلى 128 مليونًا (تجاوز مستوى ما قبل جائحة كورونا في عام 2023) خلال الفترة 2019-2024، مدفوعًا بانتعاش قوي للسياحة بعد جائحة كورونا والمبادرات الحكومية الاستراتيجية. تهدف الاستراتيجية الوطنية للطيران، التي تم إطلاقها في عام 2021، إلى مضاعفة حركة الركاب ثلاث مرات لتصل إلى 330 مليونًا بحلول عام 2030 وتعزيز وصول عدد السياح الوافدين إلى 150 مليونًا، بدعم من استثمارات بقيمة 365 مليار ريال لتوسيع نطاق ربط الرحلات الجوية إلى أكثر من 250 وجهة. علاوة على ذلك، تحتل المملكة المرتبة السابعة بين أكبر 15 سوقًا للطيران المحلي في العالم من حيث سعة المقاعد المحلية (0.86 للفرد) ولكنها تحتل المرتبة الحادية عشرة من حيث سعة المقاعد الدولية (2.4)، متخلفة عن قطر (19.8) والإمارات العربية المتحدة (16.4)، مما يشير إلى إمكانات نمو هائلة في شبكة النقل الدولية. نظراً لتحول مشهد الطيران في السعودية نحو شركات الطيران منخفضة التكلفة بشكل ملحوظ من 24% خلال الفترة 2019-2023، فقد ارتفع معدل انتشار شركات الطيران منخفضة التكلفة بشكل ملحوظ من 24% في عام 2019 إلى 39% في عام 2023، متجاوزاً متوسط دول مجلس التعاون الخليجي البالغ 31%، على الرغم من أنه لا يزال أقل من أسواق مثل الكويت (43%) والمملكة المتحدة/كندا (أكثر من 65%). ومن خلال الاستثمارات المستهدفة في السياحة والبنية التحتية ونطاق ربط الرحلات، من المرجح أن يصل معدل انتشار شركات الطيران منخفضة التكلفة إلى 60-70% بحلول عام 2030، مما يدعم هدف المملكة في أن تصبح مركزاً إقليمياً وعالمياً للطيران.

**طيران ناس: أكبر شركة طيران اقتصادي في السعودية بأسطول متنام وشبكة متوسعة:** طيران ناس، أكبر شركة طيران اقتصادي في المملكة، رسخت مكانتها كشركة رائدة في السوق منذ انطلاقتها في عام 2007. تعمل الشركة من أربع قواعد محلية، وقد حققت نموًا قويًا في قطاعات السفر المحلي والدولي والديني، حيث نقلت أكثر من 85.7 مليون مسافر على متن شركات الطيران الاقتصادي و0.8 مليون حاج بين عام 2013 والنصف الأول من عام 2024. بأسطول مكون من 61 طائرة (بمعدل نمو سنوي مركب 21.5% خلال الفترة 2021-2024) اعتبارًا من عام 2024، أي ما يقرب من ضعف أسطول أقرب منافسيها طيران أديل، تخدم الشركة 72 وجهة وتوفر الوصول إلى 128 وجهة من خلال الشراكات. كما تهيمن طيران ناس أيضًا على مسارات دول مجلس التعاون الخليجي الرئيسية وتتصدر ممرات الرياض-دبي وجدة-دبي. هذه الشبكة الأوسع والعروض المتميزة تضع طيران ناس في مكانة فريدة، مما يقلل من المنافسة المباشرة من اللاعبين المحليين/الإقليميين وتمكنها من الاستفادة من إمكانات النمو القوية في قطاع الطيران والسياحة في السعودية.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

ريال (مليون)	2023	2024	2025 م	2026 م	2027 م	2028 م
الإيرادات	6,362	7,556	8,434	9,829	11,627	13,461
معدل نمو الإيرادات	32%	19%	12%	17%	18%	16%
اجمالي الدخل	906	1,469	1,675	1,895	2,234	2,574
الدخل التشغيلي المعدل*	869	1,045	1,254	1,449	1,708	1,975
هامش الدخل التشغيلي المعدل*	14%	14%	15%	15%	15%	15%
صافي تكاليف التمويل	(451)	(588)	(703)	(753)	(871)	(1,003)
صافي الربح المعدل*	401	434	523	662	794	924
هامش صافي الربح المعدل*	6%	6%	6%	7%	7%	7%
ربحية السهم (ريال)	2.3	2.5	3.1	3.9	4.6	5.4
مكرر الربحية	34.1x	31.5x	26.1x	20.7x	17.2x	14.8x

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال، \*معدل لتكاليف برنامج أسهم حوافز الموظفين

#### بيانات السهم

رمز الشركة	4264
القيمة السوقية (مليون ريال)	13,668
عدد الأسهم المطروحة (مليون سهم)	51.26
الطرح الأولي (مليون سهم)	17.43
الطرح الثانوي (مليون سهم)	33.83
نسبة الطرح (الأسهم الحرة)	30%
قيمة الإصدار (مليون ريال)	4,101

المصدر: بيانات الشركة.

#### التقييم (ريال/للسهم)

خصم التدفقات النقدية (50%)	104
قيمة المنشأة/EBITDA (50%)	102
السعر المستهدف	103

المصدر: جي آي بي كابيتال

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

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

**أكبر سجل طلبيات مدعوماً بأساطيل حديثة وجديدة:** لتعزيز قدرتها التنافسية والاستفادة من الطلب القوي على المسافرين جواً في السعودية، سجلت طيران ناس أكبر جبا طلبيات طائرات بين نظيراتها في المنطقة، بإجمالي 195 طائرة إيرباص ضيقة البدن (159 طائرة A320neo، و36 طائرة A321neo؛ سُلِّمت 53 طائرة حتى نهاية النصف الأول من عام 2024) و30 طائرة A330neo عريضة البدن (15 طلبية مؤكدة + 15 اختيارية). وتخطط طيران ناس لاستخدام طائرة A320neo للرحلات متوسطة المدى (5-6 ساعات) وطائرة A321neo للرحلات الطويلة (7-8 ساعات)، وتتوسع بنشاط في وجهات دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط وشمال أفريقيا ذات النمو المرتفع، مع اتباعها "استراتيجية المحيط الأزرق" للاستفادة من الأسواق الدولية غير المخدومة. بالنظر إلى الجدول الزمني للتسليم، نتوقع أن يصل إجمالي حجم الأسطول إلى 167 طائرة (+106 عمليات تسليم جديدة؛ معدل نمو سنوي مركب 18.3% خلال الفترة 2024-2030) بحلول عام 2030، مما يؤدي إلى نمو بمعدل نمو سنوي مركب 15.7% في سفر الركاب. سيخدم معظم الأسطول الجديد قطاع شركات الطيران منخفضة التكلفة، مع تلبية الطلب الموسمي على الحج والعمرة من خلال عقود إيجار قصيرة الأجل. علاوة على ذلك، من المتوقع أن يؤدي إضافة طائرة A330neo من عام 2027 فصاعداً إلى تعزيز سعة المقاعد بشكل كبير وتوسيع شبكة الشركة، مما يدفع المزيد من النمو في عمليات المسافات الطويلة. على الرغم من توسع الأسطول، نتوقع أن يرتفع متوسط عمر الأسطول إلى 5.3 سنوات فقط بحلول عام 2030 (3.2 سنوات اعتباراً من الربع الثالث من عام 2024). هذا، إلى جانب الأساطيل الحديثة والفعالة (91% من أسطولها مجهز بمحركات موفرة للوقود)، يعزز الميزة التنافسية لطيران ناس من خلال تقليل استهلاك الوقود وتكاليف الصيانة، مما يعزز موقعها بقوة في سوق الطيران الإقليمي.

**توقعات مالية قوية:** بشكل عام، تبدو آفاق نمو طيران ناس على المدى المتوسط والطويل واعدة، مدفوعة بالتوسع القوي في الأسطول، وعامل الحمولة المستقر، وتوسيع الشبكة، وطول المرحلة مع التعرض القوي للسياحة الدينية (تخدم 13 سوقاً للحج و3 أسواق للعمرة، اعتباراً من أول 9 أشهر من عام 2024)، مما يعكس إلى نمو قوي في متوسط سعر الطلب لكل كيلومتر (معدل نمو سنوي مركب 18.6%). وبناءً على ذلك، نتوقع أن ينمو إجمالي إيرادات طيران ناس بمعدل نمو سنوي مركب قدره 15.2% خلال الفترة 2024-2030، على الرغم من الانخفاض المتوقع في الإيرادات على كيلومتر المقعد المتاح.

على صعيد الهوامش، نتوقع أن يتحسن هامش الربح الإجمالي من 19.4% في عام 2024 إلى 19.9% في عام 2025، مدفوعاً بانخفاض متوسط أسعار وقود الطائرات وسط ضعف متوسط أسعار النفط الخام (تصحيح 12% من بداية السنة حتى الآن على الرغم من الارتفاع الأخير بسبب المخاوف الجيوسياسية المتجددة). ومع ذلك، بعد عام 2025، من المتوقع أن يعود هامش الربح الإجمالي إلى طبيعته تدريجياً إلى أقل من 19% بحلول عام 2030، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى انخفاض الإيرادات على كيلومتر المقعد المتاح وارتفاع نفقات الهلاك والإطفاء على توسيع الأسطول. في غضون ذلك، نتوقع ارتفاع الأرباح المعدلة قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء EBITDA (باستثناء تكاليف برنامج ملكية الأسهم للموظفين لمرة واحدة والبالغة 982 مليون ريال في عام 2025) من 28.8% في عام 2024 إلى 31.4% في عام 2025، مع ارتفاع تدريجي إلى 32.1% بحلول عام 2030، مدعوماً من الرافعة التشغيلية ومبادرات ضبط التكاليف. وبشكل عام، نتوقع نمو صافي الربح بمعدل نمو سنوي مركب قدره 18.6% خلال الفترة 2024-2030، مع تحسن هامش الربح الصافي من 5.7% في عام 2024 إلى 6.9% بحلول عام 2030، مدعوماً بالكفاءات التشغيلية والارتفاع المطرد في صافي تكاليف التمويل (بمعدل نمو سنوي مركب قدره 10%) في ظل انخفاض الفائدة.

**التقييم:** نحدد السعر المُستهدف لطيران ناس للعام القادم باستخدام مزيج متساوٍ من التقييم النسبي باستخدام قيمة المنشأة/EBITDA ونهج تقييم التدفقات النقدية المخصومة لمراعاة آفاق النمو على المدى القريب والبعيد. في التقييم النسبي، حددنا شركات الطيران الاقتصادي الرئيسية المدرجة في الأسواق المتقدمة والناشئة كأقرب منافسين، والتي تُتداول حالياً عند متوسط مكرر قيمة المنشأة/EBITDA عند 7.5x للفترة 2025-2026. نتوقع أن تُتداول طيران ناس بعلاوة أعلى من متوسط مكرر قيمة المنشأة/EBITDA لنظيراتها، ويعود ذلك أساساً إلى سجل طلبياتها القوي، ونمو أرباحها قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء EBITDA، وهامش EBITDA الرائد في القطاع. بناءً على ذلك، وبصورة متحفظة، نستهدم مكرراً قدره 8.25x على متوسط الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء EBITDA للفترة 2025-2026، مما ينتج عنه سعر مستهدف متوقع لعام واحد قدره 101.7 ريال للسهم. وللتقييم التدفقات النقدية المخصومة، نعتمد طريقة التدفقات النقدية الحرة للمساهمين مع فترة توقعات حتى عام 2034 لتعكس طبيعة أعمال الشركة (الالتزامات إيجار عالية، ومخصصات طائرات، ورافعة مالية) وتراعي آفاق نمو طيران ناس على المدى المتوسط والطويل. بناءً على تكلفة حقوق الملكية البالغة 12.0%، نصل إلى هدف مُستهدف لعام واحد باستخدام خصم التدفقات النقدية (التدفقات النقدية الحرة للمساهمين) عند 104.4 ريال/السهم. بناءً على مزيج متساوٍ من نهجي خصم التدفقات النقدية وقيمة المنشأة/EBITDA، نصل إلى سعر مستهدف للسهم لعام واحد قدره 103 ريال للسهم، مع التوصية بزيادة المراكز على السهم، مع فرصة ارتفاع بنسبة 29% عن سعر الطرح.

**المخاطر:** التقلبات في أسعار النفط الخام، والمراجعة السعودية الكبيرة في رسوم المطارات/الطرق، والتأخير في تحصيل المستحقات من العملاء من الشركات، والتعرض للموسمية، والصناعة شديدة التنافسية والمتطلبات المترابطة للسعودة.

## إخلاء مسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل جي آي بي كابيتال، الرياض، المملكة العربية العربية الة 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 للأخريين 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

[www.gibcapital.com](http://www.gibcapital.com)