

السعر المستهدف: 198 ريال/السهم

السعر الحالي: 169.8 ريال/السهم

نسبة الارتفاع: +17% (عائد التوزيعات +4.5%)

التوصية: زيادة المراكز

شركة سال السعودية للخدمات اللوجستية (سال)

تعافي حركة الشحن، تحسن التسعير والتنوع لدفع عجلة النمو

- نتوقع نمو إجمالي الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب بحوالي 15% خلال الفترة 2025-2030م، مدفوعاً بزيادة حجم الواردات، مزيج شحنات ملائم، وسياسة تسعير منضبطة، فضلاً عن التوسع في العمليات اللوجستية وسال زونز.
- نتوقع نمو الأرباح بمعدل نمو سنوي مركب أبداً يبلغ حوالي 11%، مدفوعاً بالانكماش التدريجي في الهوامش وارتفاع تكاليف التمويل الناجم عن ارتفاع المديونية.
- بعد تحديث ومراجعة تقديراتنا، نرفع سعرنا المستهدف إلى 198 ريال/السهم باستخدام مزيج متساوٍ لتقييم التدفقات النقدية المخصومة ومكرر الأرباح، مما يعني ارتفاعاً محتملاً بنسبة 17% تقريباً مع تصنيف زيادة المراكز.

تعافي أحجام الشحنات، مع إمكانية تحقيق مزيد من النمو: شهدت أحجام الشحنات لدى شركة سال تعافياً قوياً (+9% على أساس سنوي) بالربع الثاني 2026، وذلك بعد انخفاض مؤقت في الربع الأول (-2% على أساس سنوي)؛ وجاء هذا التعافي مدفوعاً بزيادة الواردات، وتحسن مزيج الشحنات، وعودة عمليات شركات الطيران إلى طبيعتها في ظل تغيرات سلاسل الإمداد، وذلك رغم حالة عدم اليقين الجيوسياسي. ونتوقع استمرار هذا المسار على المدى المتوسط استناداً إلى ثلاثة عوامل رئيسية: أ) توسع الطاقة الاستيعابية، حيث ستؤدي استثمارات سال البالغة 900 مليون ريال خلال 2026-2030م إلى مضاعفة الطاقة الاستيعابية للمحطات في كل من الرياض، جدة، الدمام والمدينة؛ ب) الطلب القوي على الشحنات ذات القيمة العالية، مدفوعاً بنمو التجارة الإلكترونية ومبادرات رؤية 2030 الرامية لتعزيز مكانة المملكة كمركز لوجستي؛ ج) التنوع، إذ تتيح صفقة الاستحواذ على شركة أفيبارتنر (سال لبيج التي تمت في أوائل أغسطس ووسعت الشبكة لتشمل 20 مطاراً) فتح مسارات شحن بين السعودية وأوروبا وخلق فرص للبيع المتبادل (وهو ما يمثل نحو 16% من حجم الشحن المتوقع لعام 2027). ورغم أن التوترات الجيوسياسية تظل مخاطر قائمة على المدى القريب، إلا أن التنوع الجغرافي للشركة ومرونتها التشغيلية من شأنهما المساعدة في تخفيف حدة أي اضطرابات محتملة. وبناءً على ذلك، نتوقع نمو حجم الشحن (شاملاً عمليات سال لبيج) بمعدل نمو سنوي مركب بنحو 11.5% خلال الفترة 2025-2030م (وبنسبة 8.1% باستثناء سال لبيج)؛ ومن شأن هذا النمو -إلى جانب الانضباط في التسعير (+21% على أساس سنوي في النصف الأول 2026 بفضل تحسن مزيج الشحنات) والمدعوم بتعديل رسوم خدمات المناولة (طبقت ابتداءً من 1 يونيو 2026) أن يدفع إيرادات الشحن للنمو بمعدل سنوي مركب بنحو 11% خلال 2025-2030م.

الخدمات اللوجستية: محفز رئيسي للنمو على المدى المتوسط للشركة: نتوقع أن يصبح قطاع الخدمات اللوجستية (+16% على أساس سنوي في النصف الأول من عام 2026) محركاً رئيسياً للنمو، مدعوماً بقاعدة متنوعة تشمل خدمات الشحن والنقل البري والخدمات اللوجستية التعاقدية، إلى جانب قاعدة عملاء موسعة (حيث تم توقيع اتفاقيات مع ميدلوج، وشركة الخطوط السعودية لهندسة وصناعة الطيران، وشركة الخدمات الأرضية في النصف الأول من عام 2026). وتجدر الإشارة إلى أن شركة سال تعمل على توسيع طاقتها التخزينية من حوالي 46 ألف متر مربع في عام 2025 إلى حوالي 160 ألف متر مربع (باستثناء النمو غير العضوي) على المدى المتوسط، مدفوعاً بإضافة مخططة تبلغ 34.3 ألف متر مربع في ميناء جدة الإسلامي، و40 ألف متر مربع ضمن مبادرة مركز الخدمات اللوجستية "زون"، و40 ألف متر مربع أخرى قيد الإنشاء، باستثمارات رأسمالية إجمالية قدرها 203 مليون ريال.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون ريال سعودي)	2024	2025	2026 م	2027 م	2028 م
الإيرادات	1,634	1,708	2,052	2,281	2,645
معدل نمو الإيرادات	12.2%	4.6%	20.1%	11.1%	15.9%
الربح الإجمالي	915	962	1,166	1,267	1,430
هامش إجمالي الربح	56.0%	56.3%	56.8%	55.5%	54.1%
EBITDA	815	839	979	1,096	1,276
هامش EBITDA	49.9%	49.1%	47.7%	48.0%	48.3%
صافي الربح	661	698	764	798	860
هامش صافي الربح	40.5%	40.8%	37.2%	35.0%	32.5%
نمو صافي الربح	29.8%	5.5%	9.5%	4.4%	7.7%
ربحية السهم (ريال)	8.3	8.7	9.6	10.0	10.7
توزيعات السهم	6.0	6.5	7.2	7.5	8.1
مكرر الربحية	20.3x	19.2x	17.6x	16.8x	15.6x
EV/EBITDA	16.9x	16.4x	14.0x	12.5x	10.8x

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

بيانات السهم

رمز الشركة	4263
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	13,584
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	35.8
نسبة الاسهم الحرة	44.6%
نسبة المستثمرين الأجانب	9.3%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.31%

المصدر: بلومبرغ

تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

يعزز هذا من وضوح الرؤية بشأن الإيرادات وقابلية التوسع على المدى المتوسط، إذ يُتوقع أن يحقق هذا القطاع معدل نمو سنوي مركب للإيرادات بنسبة 20% خلال الفترة من 2025-30م، مما يرفع حصته من إيرادات المجموعة إلى نحو 19% بحلول عام 2030، مقارنةً بنحو 15% في عام 2025.

سال زونز لدعم خلق القيمة على المدى الطويل: يُعد مشروع سال زونز (وهو مجمع لوجستي متكامل في فالكون سيتي بتكلفة 4.1 مليار ريال بمساحة 890 ألف متر مربع) أكبر مبادرة استراتيجية طويلة الأجل للشركة، مصممة لتنويع مصادر الإيرادات بما يتجاوز مناولة الشحنات، وذلك من خلال تحقيق دخل ثابت من تأجير مستودعات عالية الجودة. سيتم تنفيذ المشروع على مرحلتين. المرحلة الأولى، التي تغطي مساحة تتراوح بين 350 و400 ألف متر مربع (ما يعادل 40 إلى 45% من إجمالي السعة البالغة 890 ألف متر مربع تقريباً)، من المقرر إنجازها بحلول عام 2027. أما المرحلة الثانية، التي تغطي المساحة المتبقية، فمن المتوقع الانتهاء منها بحلول عام 2030. تجدر الإشارة إلى أن خطة التنفيذ مرنة، لا سيما بالنسبة للمشاريع المصممة حسب الطلب، والتي ستعتمد على دراسات الجدوى ومتطلبات العملاء. أما بالنسبة للمستودعات الجاهزة، فيجري تسريع وتيرة التنفيذ، حيث من المخطط إنشاء 5 مستودعات في المرحلة الأولى و4 مستودعات في المرحلة الثانية، بمتوسط مساحة 33 ألف متر مربع تقريباً لكل منها. نتوقع، بشكل متحفّظ، أن يبدأ هذا المشروع بتحقيق إيرادات اعتباراً من عام 2028، لتصل إلى ما بين 250 و392 مليون ريال (بعد تعديل الأرقام لاستبعاد المعاملات البيئية بين قطاعات الشركة) بحلول عامي 2030-2031، مساهماً بذلك بنحو 7-10% من إجمالي الإيرادات. وعلى الرغم من انخفاض مخاطر دخل التأجير وارتفاع هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء (الذي يتجاوز 90% عند مرحلة الاستقرار التشغيلي)، فإننا نقدر معدل العائد الداخلي الضمني عند 9%، وهو ما يقع في الحد الأدنى من النطاق التوجيهي للإدارة الذي يتراوح بين 8 و11.4%، ويعود ذلك بشكل أساسي إلى ارتفاع النفقات الرأسمالية والتوسع التدريجي للعمليات.

انكماش الهوامش وتكاليف الرفع المالي يحدان من نمو الأرباح: بشكل عام، نتوقع نمو إجمالي الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 15% خلال الفترة 2025-30م، مدفوعاً بالنمو المستقر في قطاع مناولة الشحنات، والتوسع المتسارع في قطاع الخدمات اللوجستية، والاستحواذ على سال لبيج، وبدء تشغيل سال زونز. ومع ذلك، من المتوقع أن تنمو الأرباح بوتيرة أبطأ تبلغ حوالي 11% (كمعدل نمو سنوي مركب)، حيث نتوقع انخفاض الهوامش التشغيلية تدريجياً من 42.6% في عام 2025 إلى أقل من 40% بحلول عام 2030؛ ويعزى ذلك في المقام الأول إلى تغيير مزيج الشحنات، ودمج أعمال سال لبيج ذات الهوامش المنخفضة، وزيادة مساهمة قطاع الخدمات اللوجستية (الذي يتميز بهوامش ربح منخفضة)، وارتفاع التكاليف اللوجستية المتغيرة المرتبطة بالتوسع، فضلاً عن زيادة تكاليف التطوير الاستراتيجي. وعلاوة على ذلك، قمنا برفع توقعاتنا للتكاليف المالية لتأخذ في الاعتبار إصدار صكوك بقيمة مليار ريال وارتفاع المديونية الناتج عن استثمار بقيمة 4 مليارات ريال في المجمع اللوجستي (حيث من المتوقع أن تصل نسبة صافي الدين إلى الأرباح قبل الفوائد، الضرائب، الإهلاك والإطفاء إلى 2.2 مرة بحلول عام 2029 مقارنةً بـ 0.1 مرة في عام 2025)، مما يحد من نمو الأرباح.

التقييم والمخاطر: بعد مراجعة تقدير اتنا، قمنا برفع السعر المستهدف للسهم إلى 198 ريال/السهم (مقارنةً بـ 193 ريال/السهم سابقاً)، وذلك استناداً إلى مزيج متساوٍ من طريقتي التقييم: التدفقات النقدية المخصومة ومكرر الربحية؛ مما يشير إلى إمكانية ارتفاع السعر بنسبة 17% تقريباً وتوصية بـ "زيادة المراكز" في السهم. وفي تحليلنا للتدفقات النقدية المخصومة، وباستخدام متوسط مرجح لتكلفة رأس المال بنسبة 9.6%، توصلنا إلى سعر مستهدف لمدة عام واحد يبلغ 206 ريال/السهم. أما بالنسبة للتقييم النسبي، فقد استخدمنا مكرراً قدره 19x لربحية السهم المتوقعة لعام 2027، مما أدى إلى سعر مستهدف لمدة عام واحد يبلغ 190 ريال/السهم. تشمل مخاطر التقييم السلبية: الركود العالمي، النمو الأبطأ من المتوقع في أحجام الشحن، انخفاض الأسعار عن المتوقع، تزايد المنافسة، التأخير في خطط التوسع، الإنهاء المبكر أو عدم تجديد العقود، المخاطر الجيوسياسية.

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 والإطلاع 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. وجي 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. وجي 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