

السعر المستهدف: 184 ريال/للسهم
سعر الطرح: 157.2 ريال/للسهم
نسبة الإرتفاع: 17% (عائد التوزيعات +3.3%)
التوصية: زيادة المراكز

الشركة المتحدة الدولية القابضة

تسريع الأعمال من خلال التحول الرقمي والابتكار كمحور أساسي

- تسهيل هي ثاني أكبر شركة تمويل غير مصرفية، من الأسرع نمواً، وبربحية عالية (العائد على حقوق المساهمين بلغ 23% في عام 2024) في قطاع التمويل الاستهلاكي الذي لا يزال غير مستغل بالكامل في المملكة.
- نتوقع أن تتوسع محفظة قروض تسهيل بمعدل نمو سنوي مركب جيد بنسبة 17.3% خلال الفترة 2024-2028م، مؤدياً لنمو في صافي الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 18.2%، ونمو في الأرباح بمعدل 16.6%.
- نقيم شركة تسهيل بسعر 184 ريال/للسهم باستخدام منهجية متوازنة تجمع بين طريقة الدخل المتبقي والتقييم النسبي (بمضاعف القيمة الدفترية x3)، مما يشير إلى نسبة إرتفاع قدرها 17% وتصنيف زيادة مراكز.

من المتوقع أن يظل نمو القروض قوياً؛ وتُعد "بسيطة" المحرك الرئيسي لهذا النمو: ارتفعت محفظة قروض تسهيل بمعدل نمو سنوي مركب بلغ 36.0% خلال الفترة من 2020-24، ليصل إلى 2.4 مليار ريال بنهاية عام 2024. وبالنظر إلى

المستقبل، نتوقع أن يتباطأ النمو بمعدل يظل صحيحاً يبلغ 17.3% خلال الفترة من 2024-28م، ليصل إلى 4.6 مليار ريال بحلول عام 2028. كما نتوقع أن تظل القروض النقدية هي المنتج الأساسي، بمعدل نمو 14.6% خلال الفترة نفسها، لتشكل 71% من مزيج القروض بحلول 2028 مقارنة بـ 78% في عام 2024. كما نتوقع أن يكون قطاع بطاقات الائتمان المتوافقة مع الشريعة هو الأفضل أداءً، بمعدل نمو متوقع يبلغ 29.9% خلال الفترة من 2024-28م، مدفوعاً بالاعتماد المتزايد على منتج "بسيطة"، الذي من المتوقع أن ترتفع حصته من مزيج القروض إلى 29% بحلول 2028 مقارنة بـ 19% في 2024. أيضاً، نتوقع أن يستمر هذا النمو في القروض بدعم من: (أ) العوامل الاقتصادية والديموغرافية المواتية، (ب) إرتفاع معدل انتشار التمويل الاستهلاكي (بلغت نسبة الائتمان الاستهلاكي إلى الناتج المحلي الإجمالي في السعودية 13% في 2023 مقارنة بـ 21.1% في الإمارات و 15.3% كمتوسط لدول الخليج)، (ج) دعم رؤية المملكة 2030 وسياسات الحكومة ضمن برنامج تطوير القطاع المالي، (د) توسع حجم سوق المؤسسات المالية غير المصرفية وزيادة حصتها السوقية مقارنة بالبنوك التقليدية.

المزيد من الضغوط متوقعة على صافي هامش الفوائد وسط تحول في مزيج المنتجات: من المتوقع أن تشهد عوائد أصول تسهيل تباطؤاً تدريجياً خلال الفترة المتوقعة، مما يعكس تزايد مساهمة المنتجات ذات هامش الربح المنخفض، لا سيما "بسيطة". ونتوقع أن تنخفض عوائد الأصول إلى 28.0% بحلول عام 2028، مقارنةً بـ 29.2% في عام 2024. وفي الوقت نفسه، من المرجح أن يُزيد احتدام المنافسة في قطاع التمويل الاستهلاكي من الضغط على صافي هامش الفائدة، حيث تتبنى تسهيل استراتيجيات تسعير أكثر جرأة للدفاع عن حصتها السوقية وزيادتها. ونتيجةً لذلك، نتوقع أن ينخفض صافي هامش الفائدة إلى 24.6% بحلول عام 2028 (مقارنةً بـ 25.4% في عام 2024). ورغم هذه التحديات المتعلقة بهوامش الربح، نتوقع نمو صافي الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب قدره 18.2% خلال الفترة 2024-2028، مدعوماً بتوسع محفظة القروض.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

مليون ريال سعودي	2023	2024	2025	2026	2027م
صافي الإيرادات	461	544	692	842	954
هامش صافي الفوائد	26.9%	25.4%	25.3%	25.2%	24.8%
نسبة التكلفة إلى الدخل	35.9%	36.8%	38.5%	37.4%	37.2%
صافي خسائر انخفاض الموجودات المالية	61	95	130	161	189
تكلفة المخاطر (نقطة أساس)	343	430	461	466	477
صافي الدخل	212	222	263	329	368
هامش صافي الدخل	46.1%	40.9%	38.0%	39.0%	38.6%
صافي القروض	1,867	2,407	3,070	3,610	4,094
معدل النمو على أساس سنوي	20.1%	28.9%	27.5%	17.6%	13.4%
الإقتراضات	945	1,276	1,811	2,202	2,518
مكرر ربحية السهم (ريال)	18.5x	17.7x	15.0x	12.0x	10.7x

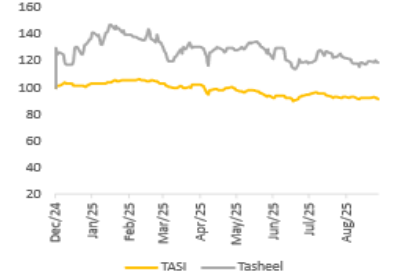
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

بيانات السهم

رمز الشركة	4083
القيمة السوقية (مليون ريال)	3,930
متوسط قيمة التداول (مليون ريال)	6.4
نسبة الأسهم الحرة	31.0%
نسبة المستثمرين الأجانب	2.1%
حجم الأسهم الحرة في تاسي	0.06%

المصدر: بيانات الشركة، تداول

تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبيرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

كفاءة التشغيل ستراجع مؤقتًا بسبب الإنفاق التشغيلي المدفوع بالابتكار... أظهرت تسهيل كفاءة تشغيلية قوية، حيث تحسنت نسبة التكلفة إلى الدخل من 41.7% في عام 2021 إلى 36.8% في عام 2024، مدفوعةً بمزايا التوسع الناتجة عن توسع محفظة القروض ونمو الإيرادات. ومع ذلك، نتوقع ارتفاعًا طفيفًا في نسبة التكلفة إلى الدخل على المدى القريب، انعكاسًا لارتفاع مصاريف التشغيل المرتبطة بإطلاق خدمة "ناو باي" واستمرار ابتكار المنتجات. وبناءً على ذلك، نتوقع أن تبلغ نسبة التكلفة إلى الدخل ذروتها عند 38.5% في عام 2025، قبل أن تنخفض إلى 36.5% بحلول عام 2028 مع نمو الأعمال وتحقيق الكفاءة.

...تظل جودة الأصول محدودة على الرغم من احتمال ارتفاع القروض المتعثرة... على صعيد جودة الأصول، أعلنت الشركة عن ارتفاع ملحوظ في القروض المتعثرة، حيث ارتفعت نسبة القروض المتعثرة إلى حوالي 9.0% في الربع الثاني من عام 2025، بزيادة قدرها 120 نقطة أساس من 7.8% في عام 2024، ويعزى ذلك أساسًا إلى موسمية محفظة القروض وعوامل الاقتصاد الكلي. على الرغم من هذا الارتفاع، نعتقد أن إدارة المخاطر المنضبطة لشركة "تسهيل" والاكنتاب المستهدف سيساهمان في احتواء المزيد من التدهور. ونتوقع ارتفاعًا تدريجيًا في نسبة القروض المتعثرة إلى 9.3% بحلول عام 2028، مما يشير إلى استقرار عام في جودة الأصول. والأهم من ذلك، تحافظ الشركة على بنية تحتية قوية للحصول، محققةً معدلات استرداد جيدة، مما يساعد على الحد من تكلفة المخاطر. وبالتالي، نتوقع ارتفاعًا طفيفًا في تكلفة المخاطر إلى حوالي 4.9% بحلول عام 2028، مما يعكس مسارًا طبيعيًا لتكلفة الائتمان.

...داعمة للأرباح من أجل النمو: من المتوقع أن يسهم هيكل التكاليف المنضبط لشركة تسهيل، وجودة أصولها المرنة، ونمو إيراداتها القوي، في نمو أرباحها. ونتوقع أن تنمو الأرباح بمعدل نمو سنوي مركب قدره 16.6% خلال الفترة 2024-28، مدعومةً بحجم التشغيل وإدارة المخاطر المحكمة.

ملخص نتائج الربع الثاني لعام 2025: ارتفعت إيرادات تسهيل بنسبة 10.2% على أساس ربع سنوي لتصل إلى 192 مليون ريال، متجاوزةً بذلك تقديراتنا البالغة 179 مليون ريال (بزيادة قدرها 7.4%). ويعزى هذا الارتفاع إلى التوسع الذي فاق التوقعات في محفظة التمويل الخاصة بالشركة (بزيادة قدرها 7% على أساس ربع سنوي مقابل زيادة قدرها 6% على أساس ربع سنوي وفقًا لتقديراتنا). كما يعزى هذا الارتفاع في الإيرادات إلى ارتفاع عوائد الأصول عن المتوقع (28.2% في الربع الثاني من عام 2025 مقابل 26.5% وفقًا لتقديراتنا). كما وارتفع إجمالي الربح (صافي الدخل من عقود التمويل الإسلامي) بنسبة 9.6% على أساس ربع سنوي ليصل إلى 168 مليون ريال، متجاوزًا بذلك أيضًا تقديراتنا البالغة 157 مليون ريال (بزيادة قدرها 7.1%). ورغم هذا الارتفاع في مستوى إجمالي الربح، فقد جاء الربح التشغيلي متوافقًا مع توقعاتنا عند 68 مليون ريال، مقابل توقعاتنا البالغة 66 مليون ريال. ويعود ذلك إلى ارتفاع مصاريف التشغيل وتكاليف خسائر الائتمان المتوقع (101 مليون ريال مقابل 91 مليون ريال متوقعة). أيضًا، يعزى ارتفاع النفقات التشغيلية على الأرجح إلى مشروع "ناو باي" الجديد. وأخيرًا، ارتفع صافي دخل الشركة بنسبة 3.4% على أساس سنوي ليصل إلى 60 مليون ريال، وهو ما يتوافق مع توقعاتنا البالغة 59 مليون ريال، بهامش ربح صافٍ بلغ 35.5%.

جدول 2: ملخص نتائج الربع الثاني لعام 2025

الفرق %	التغيير على أساس ربعي	تقديراتنا	الربع الأول لعام 25	التغيير على أساس سنوي	الربع الثاني لعام 24	الربع الثاني لعام 25	(مليون) ريال سعودي
7.4%	10.2%	179	175	28.4%	150	192	الدخل من عقود التمويل الإسلامي
10.1%	14.3%	22	21	25.0%	19	24	تكلفة التمويل
7.1%	9.6%	157	154	28.9%	131	168	صافي الدخل من عقود التمويل الإسلامي
10.6%	13.4%	91	89	29.2%	78	101	التكاليف التشغيلية
2.2%	4.4%	66	65	28.5%	53	68	الدخل التشغيلي
1.2%	3.4%	59	58	27.7%	47	60	صافي الربح
		37.6%	37.6%		35.9%	35.5%	هامش صافي الربح

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

التقييم والمخاطر: بالنسبة لمنهج الدخل المتبقي، نشق القيمة العادلة للشركة باستخدام مزيج من القيمة الحالية للدخل المتبقي (تكلفة حقوق المساهمين: 11.2%؛ النمو النهائي: 4%) على مدى 2025-30م والقيمة الدفترية الحالية للوصول إلى سعر مستهدف للسهم الواحد للعام القادم 2025-30م بقيمة 190 ريال/السهم. أما للتقييم النسبي، نستخدم مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية لقياس قوة الميزانية العمومية للشركة. لتقييم السعر إلى القيمة الدفترية، نستخدم مضاعف 3x في متوسط القيمة الدفترية للفترة 2025-26م ونصل إلى سعر مستهدف للسهم الواحد بنهاية عام 2025 بقيمة 177 ريال/السهم. بناءً على ذلك، نصل إلى متوسط سعر مستهدف متساوي الوزن بنهاية عام 2025 بقيمة 184 ريال/السهم، مما يعني زيادة قدرها 17% وتصنيف زيادة المراكز. تشمل مخاطر الهبوط مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر الائتمان وجودة الأصول والمخاطر التشغيلية المتعلقة بالبنية التحتية الرقمية والمخاطر التنظيمية والمنهجية ومخاطر السيولة.

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 بشكل 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 البحوث) 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