

السعر المستهدف: 44.5 ريال/السهم  
السعر الحالي: 50.4 ريال/السهم  
نسبة التغير: -11.7%  
التوصية: تخفيض المراكز

## الشركة السعودية لخدمات السيارات والمعدات (ساسكو) ضغط الهوامش يطغى على الزخم الجيد للإيرادات

- نتوقع أن تظل أرباح النشاط الأساسي ضعيفة على المدى القريب نتيجة الضغوط المتزايدة على الهوامش وارتفاع تكاليف التمويل، وذلك رغم توقعنا بتحقيق معدل نمو سنوي مركب للإيرادات بنحو 12% خلال 2025-2028، مدفوعًا باستمرار التوسع في عدد المحطات (بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 12%).
- ومع ذلك، فإننا نقدر ربح بالقيمة العادلة من استثمار الشركة في xAI بحوالي 28 مليون ريال في عام 2026، والتي من شأنها أن تدعم الأرباح الإجمالية وتعوض الضعف في النشاط الأساسي.
- بعد الأخذ في الاعتبار افتراضاتنا المحدثة، حددنا سعرنا المستهدف القائم على التدفقات النقدية المخصومة عند 44.5 ريال/السهم، ما يعكس احتمالية انخفاض السعر بنسبة 11.7% والتوصية بتخفيض المراكز.

**لا تزال توقعات نمو الإيرادات قائمة مدعومة بالتوسع المستمر للمحطات...** لا يزال توسع شبكة محطات ساسكو قويًا، مع افتتاح 78 محطة جديدة سنويًا خلال الفترة 2024-2025 (13.6% بمعدل نمو سنوي مركب)، على الرغم من تباطؤ نمو الإنتاجية لكل محطة عند حوالي 6.8% سنويًا نتيجة انخفاض المبيعات لكل محطة (-4.1% معدل نمو سنوي مركب) بسبب بطء وتيرة تشغيل المحطات الجديدة، وأعمال التجديد، واحتمالية وجود تنافسية ذاتية بين المحطات. وبالنظر إلى المستقبل، ومع استمرار الشركة في وتيرة التوسع، نتوقع افتتاح 100 محطة جديدة سنويًا خلال الفترة 2026-2027 (تماشيًا مع التوجهات) و90 محطة في عام 2028، ليصل إجمالي عدد محطات الوقود المتوقع إلى 983 محطة بحلول عام 2028، ما يعني معدل نمو سنوي مركب قدره 12.4% خلال الفترة 2025-2028. مع ذلك، من المتوقع أن يؤدي التوسع المستمر، واحتمالية التنافسية الذاتية، وأعمال التجديد الجارية، إلى استمرار الضغط على معدل الإنتاجية لكل محطة (-2% معدل نمو سنوي مركب خلال 2025-2028). ومع ذلك، من المتوقع أن ينمو إجمالي حجم مبيعات الوقود بنسبة 10.6% تقريبًا، ما يُترجم إلى معدل نمو سنوي مركب إيرادات قطاع بيع الوقود بنسبة 11% تقريبًا خلال 2025-2028 (مقارنةً بمعدل نمو 12% سابقًا). أيضًا، تواصل نخلة ساسكو توسعها بمعدل 100 متجر سنويًا تقريبًا، لتصل إلى 600 متجر (تماشيًا مع التوجهات) بحلول عام 2028، محققةً معدل نمو سنوي مركب قوي للإيرادات بنسبة 28% تقريبًا خلال 2025-2028. إجمالًا، نحافظ على معدل النمو السنوي المركب المتوقع لإجمالي الإيرادات عند 12% تقريبًا للفترة 2025-2028، مدعومًا بتوسع الشبكة على الرغم من الضغط قصير الأجل على معدل الإنتاجية لكل محطة، وارتفاع أسعار الديزل خلال 2026، ومعدل نمو سنوي مركب بنسبة 10% تقريبًا في قطاعي النقل وساتنا، إلى جانب نمو ثابت بنسبة 5% تقريبًا في قطاع تدبير.

**...وإن كان ذلك على حساب انخفاض الهوامش:** لا تزال هوامش ربح شركة ساسكو ضعيفة هيكلية، حيث انخفض هامش الربح الإجمالي من 3.2% في عام 2023 إلى 2.4% في عام 2025، ووصل إلى 1.6% في الربع الأول من عام 2026، متأثرًا بما يلي: (أ) تكاليف ما قبل التشغيل، (ب) تباطؤ وتيرة تشغيل المحطات، (ج) تغير غير مواتٍ في مزيج المنتجات، (د) ارتفاع أسعار الديزل، (هـ) توقفات الأعمال بسبب أعمال التجديد، (و) تأثيرات مؤقتة من أنشطة الإنشاء، وتأثيرات المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية رقم 16 وارتفاع تكاليف النقل والضمان.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

2028م	2027م	2026م	2025	2024	(مليون) ريال سعودي
16,616	14,957	13,253	11,804	10,187	الإيرادات
11%	13%	12%	16%	12%	معدل نمو الإيرادات
379	334	260	280	290	إجمالي الربح
2.3%	2.2%	2.0%	2.4%	2.8%	هامش إجمالي الربح
821	754	648	625	565	EBITDA
258	223	156	179	174	الربح التشغيلي
43	26	5	64	44	صافي الربح*
65%	443%	-93%	45%	-58%	نمو صافي الربح
0.3%	0.2%	0.0%	0.5%	0.4%	هامش الربح
0.6	0.4	0.1	0.9	0.6	ربحية السهم (ريال)
6.6x	7.1x	8.3x	8.6x	9.5x	EV/EBITDA
82.9x	137.0x	غ/م	54.9x	79.8x	مكرر الربحية

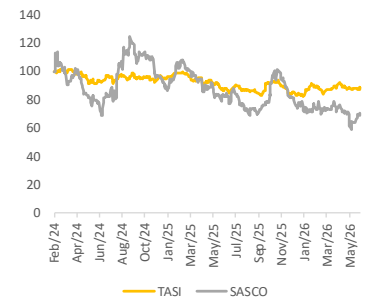
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال. بعد حقوق الأقلية، يشمل مكاسب القيمة العادلة من استثمار في xAI. غ/م: غير ذو معنى

### بيانات السهم

4050	رمز الشركة
3,528	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
19.1	م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)
82.2%	نسبة الاسهم الحرة
6.6%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.14%	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)

وبينما نتوقع تحسناً طفيفاً في هامش الربح الإجمالي خلال الأرباع المتبقية من عام 2026 مع تلاشي هذه التأثيرات الاستثنائية، فمن المرجح أن يظل الهامش الإجمالي لعام 2026 تحت ضغط عند 2%، نظراً لاستمرار تكاليف ما قبل التشغيل المتعلقة بالتوسع، وبطء وتيرة تشغيل المحطات الجديدة، واحتمالية التنافسية الذاتية، واشتداد المنافسة. بعد عام 2026، نتوقع تعافياً تدريجياً في هامش الربح الإجمالي، ليصل إلى 2.3% بحلول عام 2028 (مقارنةً بـ 2.9% سابقاً)، مدعوماً بالرافعة التشغيلية مع نضوج المحطات الأحدث.

**لا تزال الأرباح من الأنشطة الأساسية تحت الضغط على المدى القريب، حيث يُمثل مكسب القيمة العادلة من الاستثمار في xAI/SpaceX الدعم الرئيسي للأرباح المتوقعة في عام 2026:** تدهورت جودة أرباح ساسكو من الأنشطة الأساسية بشكل حاد خلال الفترة من 2025 إلى الربع الأول من عام 2026. وأخفى صافي الربح المعلن البالغ 64 مليون ريال في عام 2025 ربحاً أساسياً يقارب نقطة التعادل، والذي بلغ حوالي 10 ملايين ريال فقط بعد استبعاد مكاسب القيمة العادلة المحققة وغير المحققة على الاستثمارات، بينما سجل الربع الأول من عام 2026 خسارة صافية أساسية قدرها 23.7 مليون ريال. وقد نتج هذا التدهور عن انخفاض هامش الربح الإجمالية، وارتفاع تكاليف التمويل، وبنود غير متكررة، بما في ذلك: (أ) تأثير بقيمة 5 ملايين ريال من محطات غير عاملة قائمة، (ب) مخصصات غير نقدية بقيمة 4 ملايين ريال، (ج) خسارة بقيمة 4.2 مليون ريال من إحدى الشركات التابعة. مع تلاشي هذه التكاليف الاستثنائية، فإن التباطؤ الهيكلي الناتج عن تكاليف ما قبل التشغيل، وبطء وتيرة تشغيل المحطات، وعبء التمويل المرتبط بتوسع الميزانية العمومية، يدفعنا إلى توقع خسارة صافية أساسية قدرها 28 مليون ريال للعام 2026 (باستثناء مكاسب القيمة العادلة المحتملة من استثمارها في xAI/SpaceX)، قبل أن تستأنف الربحية تدريجياً في عام 2027. ومع ذلك، وبناءً على تقديرنا، من المرجح أن تحقق الشركة مكسباً في القيمة العادلة قدره 28 مليون ريال في عام 2026 (مقابل 60.4 مليون ريال في عام 2025) من استثمارها في شركة xAI/SpaceX، مما يوفر دعماً كبيراً لصادف الأرباح. ونتيجة لذلك، من المتوقع أن يصل صافي الربح الأساسي إلى 5 ملايين ريال في عام 2026.

**يُعد استثمار ساسكو في xAI/SpaceX مساهماً هاماً في الأرباح:** خلال عام 2024، استثمرت ساسكو 30 مليون ريال (8 ملايين دولار أمريكي) في مشروع الذكاء الاصطناعي xAI التابع لإيلون ماسك. وبحلول نهاية عام 2025، ارتفعت القيمة الدفترية لهذا الاستثمار بمقدار 60.4 مليون ريال (مُدرة في قائمة الدخل كريح غير محقق من القيمة العادلة)، ليصل إجمالي القيمة العادلة الإجمالية للاستثمار إلى 108.2 مليون ريال بنهاية عام 2025. وقد شهد هذا المركز، المُدار من خلال أداة استثمارية والمُصنف كأصل مالي بالقيمة العادلة، إعادة تقييم جوهرية منذ ذلك الحين. في فبراير 2026، استحوذت SpaceX على xAI في صفقة أسهم بالكامل، حيث قُدرت قيمة xAI بـ 250 مليار دولار، وقيمة الكيان المُدمج بـ 1.25 تريليون دولار. ومع استهداف SpaceX الآن طرحاً عاماً أولاً في بورصة ناسداك تحت الرمز SPCX بقيمة تتراوح بين 1.75 و2 تريليون دولار، فإن المركز المالي المتواضع لشركة ساسكو يستحق نظرة فاحصة. استناداً إلى الصفقة الأخيرة، ونطاق تقييم الاكتتاب العام الأولي، وباستخدام تقدير تقريبي لنسبة ملكية ساسكو الضمنية، تشير حساباتنا إلى أن القيمة العادلة لاستثمار ساسكو قد ترتفع إلى حوالي 136 مليون ريال بعد الاكتتاب العام الأولي لشركة SpaceX، مما يعني مكسباً إضافياً محتملاً في القيمة العادلة يبلغ حوالي 28 مليون ريال في عام 2026.

**ملخص نتائج الربع الأول من عام 2026:** أعلنت ساسكو عن إيرادات بلغت 3,021 مليون ريال، مسجلةً زيادة سنوية قدرها 9.5% (متوافقة إلى حد كبير مع تقديرنا البالغة 3,179 مليون ريال ومتوسط التوقعات البالغ 3,248 مليون ريال). وقد حفز هذا النمو توسع محطات الوقود (بنسبة 15% على أساس سنوي) وارتفاع أسعار الديزل، مما أدى إلى نمو حجم المبيعات بنسبة 6% (تأثر جزئياً بانخفاض معدل الإنتاجية لكل محطة)، حيث بلغت كميات البنزين 1.1 مليار لتر (+6% على أساس سنوي؛ توقعات جي آي بي كابيتال 1.1 مليار لتر)، وارتفعت كميات الديزل إلى 416 مليون لتر (+7% على أساس سنوي؛ توقعات جي آي بي كابيتال 469 مليون لتر). مع ذلك، ورغم النمو القوي في الإيرادات، انخفض إجمالي الربح بشكل حاد إلى 47 مليون ريال (-36% على أساس سنوي؛ توقعات جي آي بي كابيتال: 74 مليون ريال)، مع انكماش هامش الربح الإجمالي إلى مستوى قياسي منخفض بلغ 1.6% (مقابل 2.3% في توقعات جي آي بي كابيتال) من 2.7% في الربع الأول من عام 2025. وقد نتج ضغط الهامش عن ارتفاع تكلفة المبيعات بسبب التوسع المستمر، وتحديثات البنية التحتية، والإغلاقات المؤقتة للمحطات، وارتفاع أسعار الديزل. ونتيجة لذلك، انخفض الربح التشغيلي بنسبة 59.5% على أساس سنوي إلى 19.8 مليون ريال، متأثراً أيضاً بارتفاع مخصصات خسائر الائتمان وانخفاض الإيرادات الأخرى. وبناءً على ذلك، سجلت الشركة خسارة صافية قدرها 23.7 مليون ريال، مقارنةً بتوقعاتنا البالغة بـ 4.9 مليون ريال (متوسط التوقعات: 5.5 مليون ريال).

**التقييم و المخاطر:** بعد تخفيضنا لتقديرات هامش الربح الإجمالي لدينا والتخفيض الطفيف في الإنتاجية لكل محطة، قمنا بتخفيض السعر المستهدف إلى 44.5 ريال للسهم (48 ريال للسهم سابقاً)، بناءً على تقييم التدفقات النقدية المخصومة باستخدام المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بنسبة 8.3% ومعدل نمو مستدام بنسبة 2.5%. وهذا يعني انخفاضاً محتملاً بنسبة 11.7% وتصنيفاً بتخفيض المراكز للسهم. وتشمل المخاطر السلبية الرئيسية مزيداً من التدهور في الإنتاجية لكل محطة نتيجة لوتيرة تشغيل أبطأ من المتوقع في المحطات المضافة حديثاً، وارتفاع تكاليف السعودية والتغييرات التنظيمية، والتكاليف لمرّة واحدة مثل شطب الشهرة وتقلب الأرباح ذات الصلة.

**المراجعة التصاعديّة لهوامش الوقود المنظمة قد يشكّل محفّزاً رئيسياً للنمو:** يستمر سوق بيع الوقود بالتجزئة الخاضع للتنظيم في المملكة العربية السعودية بالعمل بهوامش ربح ثابتة لم تتغير منذ مراجعة 2018-2019. وبعد تطبيق الجهات التنظيمية لمتطلبات أكثر صرامة لتحديث المحطات وضمان الجودة، تكبدت شركات بيع الوقود بالتجزئة، بما فيها ساسكو، تكاليف أعلى للتجديد والتشغيل، مما عزز من توقعات السوق بمراجعة تصاعديّة محتملة لهوامش ربح الوقود الخاضع للتنظيم. ومن الجدير بالذكر أن 86% من محطات ساسكو مملوكة أو مستأجرة، مما يجعل الشركة أكثر عرضة لأي زيادة محتملة في هوامش ربح الوقود الخاضع للتنظيم مقارنة ببعض الشركات الأخرى في القطاع، وهو ما يمثل مخاطرة إيجابية لتقييمنا. ومع ذلك، في ظل غياب أي إعلان رسمي ومحدودية المعلومات المتاحة حول التوقيت، يفترض نموذجنا، بشكل متحفظ، بقاء مستويات الهامش الحالية دون تغيير.

## 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 ويان 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)