

السعر المستهدف: 38.00 ريال/السهم

السعر الحالي: 31.20 ريال/السهم

نسبة الارتفاع: 26% (عائد التوزيعات +3.2%)

التوصية: زيادة المراكز

الشركة المتحدة الدولية للمواصلات (بدجت السعودية)

نخفض توقعات الأرباح لضعف الهوامش رغم نمو الأسطول

- يستمر توسع الأسطول ولكن بمعدلات أكثر استدامة بعد طفرة 2024-2025؛ ومن المتوقع أن ينمو إجمالي الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 9% خلال الفترة 2025-2028 (13% في توقعاتنا السابقة).
- انكماش الهامش وارتفاع تكاليف التمويل يؤثران سلباً على الربحية؛ نتوقع أن تنمو الأرباح بمعدل نمو سنوي مركب أبطأ يبلغ حوالي 6% خلال الفترة 2025-2028 مقارنة بحوالي 18% سابقاً.
- قمنا بمراجعة السعر المستهدف إلى 38 ريال/السهم (66 ريال/السهم سابقاً، معدلاً لإصدار الأسهم) بناءً على خصم التدفقات النقدية ومكرر الربحية (13 مرة لربحية السهم المتوقعة لـ 12 شهر القادمة) مع التوصية بزيادة المراكز.

ضغط مؤقت على الإيرادات نتيجة ضغوط التأجير قصير الأجل رغم استمرار توسع الأسطول: ارتفع أسطول بدجت بنسبة 10% تقريباً على أساس سنوي في 2025 ليصل إلى حوالي 59.1 ألف مركبة، وذلك بعد الارتفاع الاستثنائي بنسبة 52% في عام 2024 مدفوعاً بالاستحواذ على عالم السيارات، كما أضافت حوالي 500 مركبة أخرى في الربع الأول 2026 ليصل إلى حوالي 59.5 ألف مركبة (نمو بنسبة 9.5% تقريباً على أساس سنوي)، مما عزز ريادتها في السوق. ولا يزال المزيج يميل نحو الإيجار بنسبة 74%، بينما يمثل الأسطول التأجير 26%. نتوقع استمرار توسع الأسطول في المستقبل، ولكن بمستويات أكثر استدامة بعد الارتفاع غير العضوي خلال 2024-2025. وبناءً على ذلك، نتوقع معدل نمو سنوي مركب للأسطول بحوالي 8% خلال الفترة 2025-2028 لكل من قطاعي التأجير قصير الأجل والإيجار طويل الأجل، ليصل إلى حوالي 69-74 ألف وحدة بحلول عام 2027-2028 (مقارنةً بمسئهدف الإدارة البالغ 70 ألف لعام 2027). بينما نتوقع أن يظل المزيج مستقرًا مدفوعاً بزخم النمو المتمثل عبر القطاعات، فمن المتوقع أن ترتفع حصة التأجير بشكل طفيف بحلول عامي 2029-2030، نتيجة لتوسع شركة عالم السيارات المتوقع. وعلى الرغم من توسع الأسطول، فمن المتوقع أن يكون نمو الإيرادات في عام 2026 متواضعاً (+4% على أساس سنوي ليصل إلى 2.52 مليار ريال)، مما يعكس انخفاض نشاط التأجير في النصف الأول من عام 2026، وارتفاع قاعدة مبيعات السيارات المستعملة في عام 2025، ومستوى نمو طبيعي في الإيجار بعد الارتفاع الكبير في عامي 2024-2025. وبعد عام 2026، نتوقع أن يؤدي الزخم الناتج عن توسع الأسطول، إلى جانب انتعاش التأجير، وعودة مبيعات السيارات إلى وضعها الطبيعي، بالإضافة إلى دعم نمو إيرادات الخدمات اللوجستية والإيرادات الأخرى، إلى تسريع نمو الإيرادات، مما يعكس معدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 9% خلال الفترة 2025-2028، مقارنةً بـ 13% سابقاً.

انخفاض قياسي في هامش الربح الإجمالي وسط ضعف هيكلي وارتفاع في التكاليف؛ مع توقعات بتحسين تدريجي: لا تزال توقعات ربحية بدجت تواجه تحديات، حيث سجل هامش إجمالي الربح مستوى منخفض قياسي عند 23.6% في الربع الرابع 2025، ثم انخفض إلى 22.2% في الربع الأول 2026. ويعود هذا الضعف في معظمه إلى عوامل هيكلية، مدفوعاً بضعف سوق السيارات المستعملة، حيث تُعد بدجت أكثر عرضة للتأثر من منافسيها نظراً لمزيج الأسطول على الأرجح، إلى جانب انخفاض الأسعار المحققة، وتراجع معدلات استخدام السيارات، وارتفاع عام في التكاليف، ولا سيما قفزة قدرها 22 مليون ريال على أساس ربعي في تكاليف الإهلاك. وقد أدى ذلك إلى تسجيل بدجت أدنى هامش في القطاع بالربع الأول 2026.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون) ريال سعودي	2024	2025	2026 م	2027 م	2028 م
الإيرادات	1,971	2,419	2,521	2,804	3,111
معدل نمو الإيرادات	43%	23%	4%	11%	11%
إجمالي الربح	560	686	622	754	852
هامش إجمالي الربح	28%	28.4%	24.7%	26.9%	27.4%
الربح التشغيلي	398	458	365	475	548
صافي الربح	315	346	255	343	407
هامش الربح	16%	14.3%	10.1%	12%	13%
معدل نمو الأرباح	13%	10%	-26%	35%	19%
ربحية السهم (ريال)	3.02	3.32	2.44	3.29	3.91
التوزيعات للسهم (ريال)	1.09	1.12	1.0	1.3	1.6
مكرر الربحية	10.0x	9.1x	12.4x	9.2x	7.7x
EV/EBITDA	5.8x	4.8x	5.2x	4.4x	3.9x

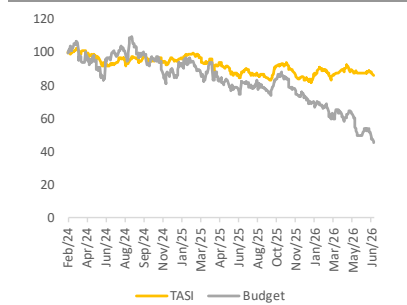
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال. ربحية السهم والتوزيعات للسهم معدلة لإصدار الأسهم الجديدة.

بيانات السهم

4260	مؤشر تاسي
3,157	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
19.1	م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)
100.0%	نسبة الاسهم الحرة
13.2%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.14%	حجم الاسهم الحرة في تاسي

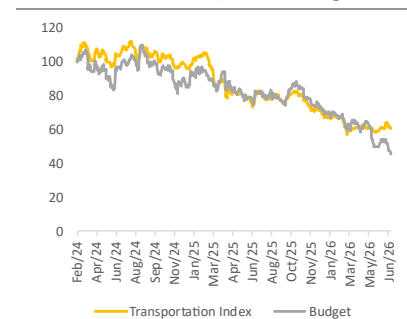
المصدر: بلومبرغ

مؤشر تاسي مقابل سهم بدجت



المصدر: بلومبرغ

مؤشر قطاع النقل مقابل سهم بدجت



المصدر: بلومبرغ

Ahmed Almutawah

+966-11-834 8498

ahmed.almutawah@gibcapital.com

وبالنظر إلى المستقبل، نبقى متحفظين بشأن ربحية سوق السيارات المستعملة نظرًا للتحديات الهيكلية في هذا السوق، بما في ذلك تزايد انتشار العلامات التجارية الصينية. وبينما قد يعود مستوى تكاليف الإهلاك إلى مستويات أقل خلال الفترات القادمة بعد مراجعة القيم المتبقية، فمن المرجح أن يستمر ارتفاع التكاليف بشكل عام، حسب رأينا. في المقابل، من المتوقع أن يبدأ أداء التأجير قصير الأجل بالتعافي اعتبارًا من الربع الثاني 2026، مدعومًا بتراجع الضغوط على مستوى الاقتصادي الكلي والتعافي التدريجي في الأسعار، مع أثر أكثر وضوحًا بحلول الربع الثالث من العام نفسه. في الوقت ذاته، من المتوقع أن تظل هوامش الإيجار طويل الأجل قوية نظرًا لطبيعة العمل التعاقدية. مع الأخذ في الاعتبار هذه العوامل، من المتوقع أن تتحسن الهوامش تدريجيًا حتى عام 2026، لكنها ستبقى دون عتبة 26%، مما يعني انخفاضًا سنويًا قدره 3.7 نقطة مئوية في إجمالي هامش الربح. ومع ذلك، نتوقع استئناف نمو الهوامش في عامي 2027 (حوالي 27%) و2028 (27.4%)، مدفوعًا بالعمليات الأساسية، على الرغم من توقعنا أن تبقى هوامش السيارات المستعملة عامل ضغط على الهوامش، مما يعكس انخفاضًا متوسطًا قدره 4 نقاط مئوية تقريبًا مقارنةً بالتقديرات السابقة للفترة 2026-2028.

يستدعي انخفاض هوامش الربح وتكاليف التمويل خفضًا حادًا في الأرباح: من الناحية التشغيلية، يظل التحكم في النفقات التشغيلية أمرًا بالغ الأهمية، إذ لم تتحقق بعدُ كامل أوجه التآزر المتوقعة لتوفير التكاليف من الاستحواذ على عالم السيارات (تتوقع الإدارة تحقيق وفورات إضافية تُقدَّر بنحو 25 مليون ريال في عام 2026). وقد أدى خفض التكاليف المؤقت وغير المستدام في شركة بدجت لوحدها (بدون الشركات التابعة) إلى انخفاض نسبة النفقات التشغيلية للمجموعة إلى 9.4% من الإيرادات في عام 2025 (مقابل 11.6% المُقدَّرة مبدئيًا)، مما أخفى فعليًا التكاليف العالية لدمج العمليات على مستوى شركة رحال. ونتيجةً لذلك، من المتوقع أن ترتفع نسبة النفقات التشغيلية إلى الإيرادات إلى نحو 10% في عام 2026 (من 9.4% في عام 2025)، على أن يتبعها انخفاض تدريجي مع تحسن الرفع التشغيلي. وبالتزامن مع انخفاض هامش الربح الإجمالي، من المتوقع أن تضعف الربحية التشغيلية على الرغم من الدعم المستمر من الإيرادات الأخرى (من المتوقع تحقيق نحو 92 مليون ريال في عام 2026). وبالتالي، نتوقع أن يبلغ متوسط هامش الربح التشغيلي حاليًا نحو 16% خلال الفترة 2026-2028، بانخفاض عن نحو 19% سابقًا.

على صعيد التمويل، من المتوقع أن تؤدي الضغوط التضخمية على تكاليف التمويل وارتفاع مستويات الإقتراض المرتبطة بالتوسع إلى إبقاء نفقات التمويل مرتفعة في عام 2026 مع زيادة تدريجية إلى حوالي 136 مليون ريال بحلول عام 2028 من 108 مليون ريال. وتؤدي هذه الضغوط مجتمعة إلى انخفاض متوقع بنسبة 26% على أساس سنوي في صافي الأرباح المتوقعة لعام 2026 ليصل إلى 255 مليون ريال. ومع ذلك، نتوقع انتعاشًا قويًا في الأرباح في عام 2027 (+35%) على أساس سنوي، مدفوعًا بإضافات الأسطول، ومدعومًا بتحسين هامش الربح مع ضعف قاعدة عام 2025، يليه نمو مستمر في عام 2028 (+19% على أساس سنوي) مع تحقق فوائد التوسع وقابلية التوسع. وبشكل عام، ينتج عن ذلك معدل نمو سنوي مركب للأرباح يبلغ حوالي 6% للفترة 2025-2028، وهو انخفاض كبير عن التقدير السابق البالغ حوالي 18%، مما يعكس كلاً من الانخفاض الهيكلي في الهوامش وزيادة تكاليف التمويل.

التقييم والمخاطر: بعد مراجعة تقديراتنا، خفضنا سعرنا المستهدف للسهم الواحد لمدة عام واحد إلى 38.00 ريال/ للسهم (مقارنةً بـ 66 ريال/السهم سابقًا، معدلًا لإصدار الأسهم)، وذلك بناءً على متوسط تقييم كل من التدفقات النقدية المخصومة (سعر مستهدف يبلغ 38 ريال/السهم) وتقييم مكرر الربحية (13 مرة، لأرباح السهم المتوقعة للأشهر الاثني عشر القادمة؛ سعر مستهدف يبلغ 38 ريال/السهم). يوفر سعرنا المستهدف إمكانية ارتفاع بنسبة 26% عن سعر السهم الحالي. وبناءً على ذلك، نبقى على توصيتنا بـ "زيادة المراكز" للسهم. خفضنا مكرر الربحية المبرر المستخدم في التقييم من 18 مرة سابقًا بما يتماشى مع اتجاه إعادة التسعير العام في القطاع، ولمراعاة الخصم الناتج عن إعادة النظر في بعض أساسيات الشركة، بالإضافة إلى تأثير تضمين أرباح عام 2027 جزئيًا في تقييمنا.

يتداول السهم حاليًا بمكرر ربحية لمدة عام واحد يبلغ حوالي 12.4 مرة لربحية السهم المتوقعة لعام 2026 و9.2 مرة لربحية السهم المتوقعة لعام 2027، بعد تصحيح سعري بنسبة 35% تقريبًا منذ بداية العام، مقارنةً بمتوسط يبلغ 15 مرة على مدى آخر 3 سنوات. علاوة على ذلك، يتداول السهم بمضاعف قيمة المنشأة/حجم الأسطول عند 81.4 ألف ريال، وهو الأدنى في القطاع حاليًا، ويخضع 40% تقريبًا عن المتوسط التاريخي لشركة بدجت، مما يدعم توقعاتنا بارتفاع محتمل في سعر السهم.

تشمل مخاطر الهبوط الرئيسية مساهمة أقل من المتوقع من السياحة، وزيادة المنافسة، وانقطاعات سلاسل توريد السيارات، ومعدلات احتفاظ أقل من المتوقع لعملاء التأجير، وتأثير أضعف من المتوقع للاستحواذات.

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، كليا أو جزئيا، 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 عرضا 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 أساسا. 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 مسئولة 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 كليا أو جزئيا 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 مواطنا أو مقيما 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 مخالفا 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 الانخفاض المقدّر 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