

السعر المستهدف: 6.1 ريال/السهم

السعر الحالي: 5.6 ريال/السهم

نسبة الارتفاع: 9.1% (عائد التوزيعات +4.8%)

التوصية: محايد

## الشركة السعودية لحلول القوى البشرية (سماسكو)

### نخفاض السعر المستهدف بسبب تباطؤ نمو الإيرادات وانكماش الهامش

- من المتوقع أن يتباطى نمو الإيرادات إلى 3.9% خلال الفترة 2024-29، بسبب ضعف الطلب من القطاعات الرئيسية، وخاصة قطاعات النفط والغاز والبتروكيماويات.
- من المتوقع أن تنمو الأرباح بمعدل نمو سنوي مركب قدره 6.2% خلال الفترة من 2024-29 (مقارنة بـ 10% سابقاً)، مما يعكس الضغوط المستمرة على الهوامش والخسائر من المشروع المشترك الجديد الذي تم إنشاؤه.
- بعد مراجعة تقديراتنا وترحيلها لعام واحد، نخفض السعر المستهدف إلى 6.1 ريال/السهم (8.6 ريال/السهم) باستخدام مزيج متساوي من نهجي تقييم التدفقات النقدية المخصومة ومكرر الربحية، مع تصنيف محايد.

**نمو معتدل للإيرادات بسبب تراجع الطلب من القطاعات الرئيسية:** تعتبر سماسكو واحدة من الشركات الرائدة في مجال القوى العاملة في المملكة العربية السعودية، حيث تحقق إيرادات سنوية تصل إلى حوالي 1.9 مليار ريال وتمتلك حصة سوقية جيدة، مشابهة بشكل عام لبعض منافسيها كمهارة والموارد. ومع ذلك، لم تشهد سماسكو نمواً ملحوظاً خلال السنوات الأخيرة، حيث ارتفعت الإيرادات بنسبة 3.6% سنوياً في 2024 (13% في الربع الأول من 2025)، مما يعيقها مقارنةً بنظرائها الذين سجلوا نمواً مزدوج الرقم في 2024 والربع الأول من 2025. ويعود هذا الأداء الضعيف إلى ضعف الطلب في قطاعات النفط والغاز والبتروكيماويات، والتي تساهم بأعلى نسبة من إيرادات سماسكو (25% من إيرادات قطاع الشركات). نظراً لانخفاض الطلب في القطاعات الرئيسية مثل البتروكيماويات، تتحول سماسكو إلى التركيز على مجالات أخرى مثل الرعاية الصحية والتجزئة، التي تسهم حالياً بأقل من 10% من الإيرادات قطاع الشركات. قد تسفر هذه الانتقال عن تباطؤ في نمو القوى العاملة على المدى المتوسط. وبالتالي، نتوقع الآن أن ينمو إجمالي عدد القوى العاملة في سماسكو بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 4.3% خلال الفترة من 2024 إلى 2029 (سابقاً +7.6%)، وعليه نحدث توقعاتنا لمعدل نمو الإيرادات السنوي المركب إلى 3.9% خلال نفس الفترة (10% سابقاً).

**تستمر ضغوط الهوامش في ظل المنافسة الشديدة في القطاع الشركات:** انخفض هامش الربح الإجمالي لشركة سماسكو إلى 11.1% في عام 2024 (13.3% في عام 2023) متأثراً بـ (أ) التشريعات المتعلقة بالحد الأعلى للأسعار ونسبة تخصيص القوى العاملة في قطاع الأفراد، و (ب) المنافسة الشديدة في الأسعار في قطاع الشركات. ومع ذلك، شهدت سماسكو انتعاشاً ملحوظاً في الربع الأول من عام 2025، حيث ارتفع هامش الربح الإجمالي إلى 14% من 12.5% في الربع الأول من عام 2024، بدعم من الطلب القوي خلال رمضان وتخفيف اشتراطات القوى العاملة. نظراً لأن الربع الأول يعد عادةً أقوى ربع، نتوقع أن يتراجع الأداء في الربع الثاني من عام 2025 بسبب عطلتي عيدين الفطر والأضحى وفي الربع الثالث بسبب العطلات المدرسية التي تقع في هذه الربعين. نتيجة لذلك، نتوقع أن يتحسن هامش الربح الإجمالي بشكل طفيف إلى 11.9% في عام 2025 وأن يستقر عند حوالي 11.8% خلال الفترة من 2026 إلى 2028، أقل من المستويات التاريخية وسط استمرار الضغط في التسعير في قطاع الشركات (قطاع الشركات: 66% من إجمالي الإيرادات). علاوة على ذلك، نتوقع أن تستمر الشركة في تكبد خسائر من المشروع المشترك الجديد (وعد) والتي من المتوقع أن تصل إلى 14 مليون ريال في 2025. نتيجة لذلك، نتوقع أن ينمو صافي الربح بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 6.2% خلال الفترة من 2024-29 (10% سابقاً).

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

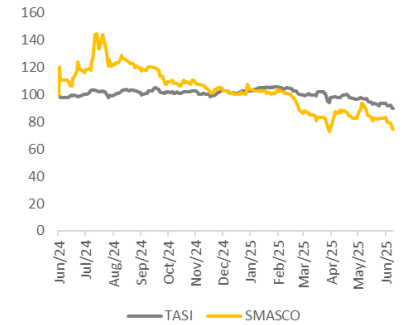
(مليون ريال سعودي)	2023	2024	2025 م	2026 م	2027 م
الإيرادات	1,827	1,893	1,966	2,056	2,144
معدل نمو الإيرادات	-1%	4%	4%	5%	4%
إجمالي الدخل	243	211	235	243	254
هامش إجمالي الدخل	13.3%	11.1%	11.9%	11.8%	11.8%
الربح التشغيلي	166	132	154	160	169
صافي الربح	166	126	135	141	152
هامش صافي الربح	9.1%	6.7%	6.9%	6.9%	7.1%
ربحية السهم (ريال)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
مكرر الربحية	13.5x	17.7x	16.6x	15.9x	14.7x

#### بيانات السهم

رمز الشركة	1834
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	2,244
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	13.8
نسبة الاسهم الحرة	52.2%
نسبة المستثمرين الأجانب	3.1%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.06%

المصدر: بلومبيرغ

#### تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبيرغ

Bader AlRashidi  
+966-11-834 8350  
[Bader.AlRashidi@gibcapital.com](mailto:Bader.AlRashidi@gibcapital.com)

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

**مراجعة التوقعات:** مع تراجع الطلب في قطاعات رئيسية، مثل البتروكيماويات، نتوقع بحذر انخفاضًا في نمو القوى العاملة بنسبة 8% (مقارنةً بتوقعات 10%)، فضلًا عن الانخفاض المتوقع في متوسط إيرادات كل قوة عاملة نتيجةً لاشتداد المنافسة في قطاع الشركات. ونُخفض تقديراتنا للإيرادات بنسبة تتراوح بين 9% و 14%، ونخفض هامش الربح الإجمالي إلى ~11.9% (مقارنةً بـ 13.3% سابقًا) للفترة 2025-2026. كما نتوقع أن تستمر الشركة في تكبد خسائر نتيجةً للاستثمار في المشروع المشترك الجديد، مما يؤدي إلى خفض توقعات أرباحنا للفترة 2025-2026 بنسبة تتراوح بين 33% و 36%.

جدول 2: ملخص نتائج الربع الأول من عام 2025

ريال سعودي	المتوقع لعام 2025		المتوقع لعام 2026		التغير
	الحالي	السابق	الحالي	السابق	
الإيرادات	1,966	2,170	2,056	2,386	-14%
إجمالي الربح	235	290	243	320	-24%
هامش إجمالي الربح	11.9%	13.3%	11.8%	13.4%	
الربح التشغيلي	154	201	160	224	-28%
هامش الربح التشغيلي	7.8%	13.3%	7.8%	13.4%	
صافي الربح	135	200	141	222	-36%
هامش صافي الربح	6.9%	9.2%	6.9%	9.3%	

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

**التقييم:** بعد مراجعة تقديراتنا وترحيل التقييم، نعدل السعر المستهدف للسهم لعام واحد قادم إلى 6.1 ريال/السهم (8.6 ريال/السهم سابقًا) باستخدام مزيج متساوٍ من نهجي تقييم التدفقات النقدية المخصومة ومكرر الربحية، مما يعني ارتفاعًا بنسبة 9.1% مع التوصية بالحياد على السهم. بالنسبة للتقييم النسبي، نستخدم مكرر ربحية يبلغ 16x بناءً على متوسط ربحية السهم المتوقعة لعامي 2025-2026، لنصل إلى سعر مستهدف لعام واحد قادم يبلغ 6.1 ريال/السهم. أما بالنسبة لسعر السهم المستهدف القائم على خصم التدفقات النقدية، وبناءً على متوسط تكلفة رأس المال المرجح بنسبة 10.5%، فإننا نصل إلى سعر مستهدف لعام واحد قادم عند 6.1 ريال/السهم.

**المخاطر:** وتتمثل المخاطر السلبية الرئيسية في دورية القطاع، والمنافسة الشديدة، والتغيرات التنظيمية التي تؤدي إلى ارتفاع تكاليف التشغيل، وتحديد سقف للأسعار، ومخاطر المستحقات.

## 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 وأراء، 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 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 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 الانخفاض 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)