

السعر المستهدف: 37.50 ريال/السهم
السعر الحالي: 23.76 ريال/السهم
نسبة الإرتفاع: 58% (+عائد التوزيعات 5.7%)
التوصية: زيادة المراكز

شركة ذئب لتأجير السيارات (ذئب)

تقييم جذاب بعد التصحيح السعري، نبقى على توصيتنا بزيادة المراكز

- نتوقع نمو الإيرادات بمعدل سنوي مركب يبلغ حوالي 11% خلال الفترة 2025-2028، مدعومًا بشكل أساسي بتسارع توسع أسطول المركبات (حوالي 9%) وتحسن طفيف في الأسعار.
- نتوقع انكماش الأرباح في 2026 رغم النمو القوي في الإيرادات وتماسك هامش إجمالي الربح نسبيًا، وذلك نتيجة لإرتفاع مخصصات الإئتمان وتكاليف التمويل؛ ومن المرجح أن يستأنف التعافي في عام 2027.
- بعد مراجعة توقعاتنا، قمنا بخفض السعر المستهدف إلى 37.50 ريال/السهم (58.67 ريال/السهم سابقًا) ونحافظ على تصنيف زيادة المراكز، بدعم من تقييم جذاب (مكرر ربحية يبلغ 6.5 مرة لتوقعاتنا لربحية عام 2027).

تسارع نمو أسطول المركبات يعزز نمو الإيرادات... منذ آخر تحديث لنا، سارعت شركة ذئب بشكل ملحوظ في استراتيجية توسعها، حيث ارتفع متوسط حجم الأسطول بنحو 21% على أساس سنوي في عام 2025، ثم بنسبة 12% على أساس ربعي في الربع الأول 2026، ليصل إلى 42.8 ألف مركبة (إجمالي الأسطول: حوالي 45 ألف وحدة). وهذا يُقدم فعليًا توقعاتنا السابقة للنمو بنحو ثلاث سنوات، إذ لم تكن نتوقع في البداية هذا الحجم قبل عام 2028. وقد كان قطاع الإيجار طويل الأجل المحرك الرئيسي للنمو، حيث نما متوسط حجم الأسطول بنسبة 29% على أساس سنوي ليصل إلى نحو 29 ألف مركبة بحلول الربع الأول 2026، مدعومًا بفوز الشركة بعقود كبيرة وزيادة التعرض للقطاعات المرتبطة بالخدمات اللوجستية. في الوقت نفسه، نما أسطول التأجير قصير الأجل بنسبة متواضعة بلغت 4% على أساس سنوي ليصل إلى نحو 13.7 ألف مركبة بحلول الربع الأول 2026. بالنظر إلى التوسع الأخير في حجم الأسطول لزيادة الحصة السوقية، والتركيز المستمر على اللحاق بالمنافسين، نتوقع الآن أن يرتفع متوسط حجم الأسطول بنسبة 19% تقريبًا على أساس سنوي ليصل إلى حوالي 45 ألف مركبة في عام 2026 قبل أن يستقر معدل النمو عند رقم من خانة واحدة حتى عام 2028، مع ارتفاع متوسط إجمالي حجم الأسطول إلى حوالي 49.5 ألف مركبة (مقابل 43 ألفًا سابقًا)، مما يعني معدل نمو سنوي مركب بنسبة 9% على مدى الفترة 2025-2028، وهو ما من المرجح أن يتجاوز أداء الشركات المنافسة في هذا القطاع. وبالتالي، يترجم ذلك إلى معدل نمو سنوي مركب للإيرادات يبلغ حوالي 11% على مدى 2025-2028، مدفوعًا بما يلي: (أ) رفع توقعات الأسطول عبر القطاعات، (ب) معدلات استخدام صحية أظهرت مرونة في سوق صعبة في الربع الأول من عام 2026 (68.5%) مع إمكانية واضحة للارتفاع، (ج) تحقيق أسعار جيدة في العمليات الأساسية، بفضل سياسات التسعير الفعالة، (د) تراكم قوي للطلبات يبلغ حوالي 1.6 مليار ريال كما في الربع الأول 2026 (+4% على أساس ربع سنوي).

...بينما يدعم تماسك ربحية الأعمال الأساسية استقرار هامش الربح الإجمالي رغم ضغوطات سوق السيارات المستعملة: تواصل شركة ذئب تفوقها على منافسيها في الربحية، محافظةً على هامش ربح إجمالي صحي خلال الاثني عشر شهرًا الماضية بنسبة 30.4% (مقارنةً بمتوسط المنافسين: 27.7%). ومن الجدير بالذكر أن هذا الاستقرار في الهامش قد استمر رغم ارتفاع مساهمة قطاع التأجير ذي الهامش المنخفض هيكليًا، مما يؤكد كفاءة الشركة في إدارة التكاليف واستراتيجية التسعير الفعالة في عملياتها الأساسية.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون ريال سعودي)	2024	2025	2026 م	2027 م	2028 م
الإيرادات	1,303	1,497	1,714	1,885	2,026
معدل نمو الإيرادات	15%	15%	15%	10%	7%
إجمالي الربح	418	470	524	572	623
هامش إجمالي الربح	32%	31.4%	30.5%	30.4%	30.8%
الربح التشغيلي	265	281	294	369	407
صافي الربح	183	180	174	236	273
هامش الربح	14.0%	12.0%	10.1%	12.5%	13.5%
معدل نمو الأرباح	28.6%	-1.3%	-3.5%	35.4%	15.9%
ربحية السهم (ريال)	2.8	2.8	2.7	3.7	4.2
التوزيعات للسهم (ريال)	1.4	1.4	1.3	1.8	2.1
مكرر الربحية	8.4x	8.5x	8.8x	6.5x	5.6x
EV/EBITDA	6.0x	5.2x	4.7x	4.1x	3.8x

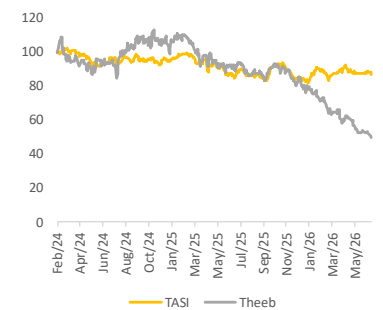
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال. ربحية السهم والتوزيعات للسهم معدلة لإصدار الأسهم الجديدة.

بيانات السهم

رمز الشركة	4261
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	1,567
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	21.3
نسبة الاسهم الحرة	72.8%
نسبة المستثمرين الأجانب	4.3%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.06%

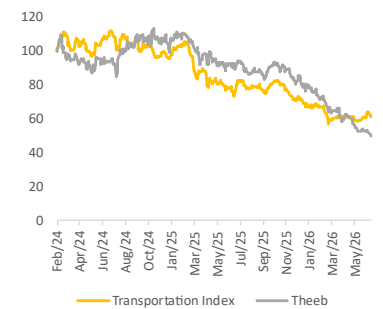
المصدر: بلومبيرج

مؤشر تاسي مقابل سهم ذئب



المصدر: بلومبيرج

مؤشر قطاع النقل مقابل سهم ذئب



المصدر: بلومبيرج

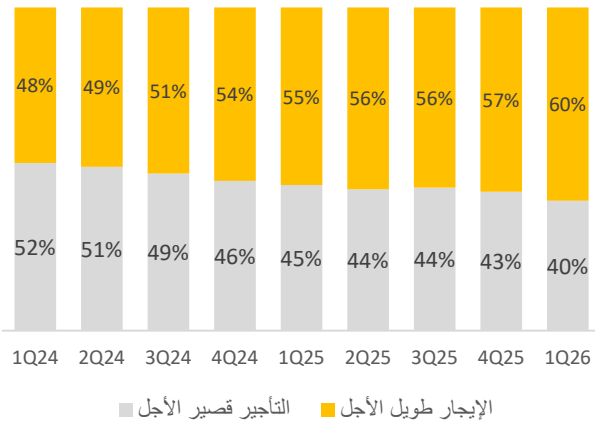
Ahmed Almutawah

+966-11-834 8498

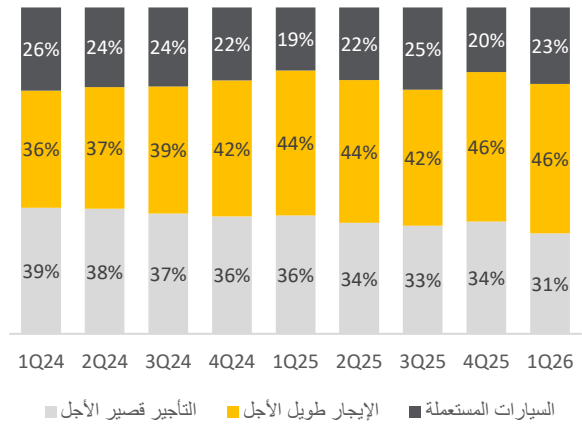
ahmed.almutawah@gibcapital.com

مع ذلك، أثرت معطيات سوق السيارات المستعملة الضعيفة باستمرار على عوائد الاسترداد، مما دفع هامش مبيعات السيارات المستعملة إلى المنطقة السلبية في كل من الربع الرابع من عام 2025 والربع الأول من عام 2026، وقيد نمو هامش الربح الإجمالي الإجمالي. ومع ذلك، وبفضل سجل ذيب القوي في الحفاظ على معدلات استخدام جيدة وانضباط في التسعير، ما زلنا متفائلين بشأن ربحية الأعمال الأساسية. وبناءً على ذلك، نتوقع أن يظل هامش الربح الإجمالي مستقرًا بشكل عام عند متوسط 30.6% تقريبًا خلال الفترة 2026-2028. على الرغم من أن هذا يمثل تحسناً مقارنة بالضغط الفصلية الأخيرة، إلا أنه أقل من تقديرنا السابق البالغ حوالي 32%، مما يعكس نظرة أكثر تحفظاً على المدى المتوسط لربحية السيارات المستعملة.

شكل 2: توزيع إيرادات ذيب من العمليات الأساسية بين القطاعات

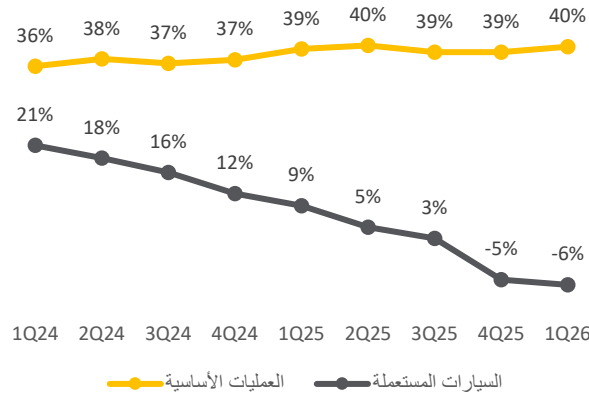


شكل 1: توزيع إيرادات ذيب بين القطاعات



المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

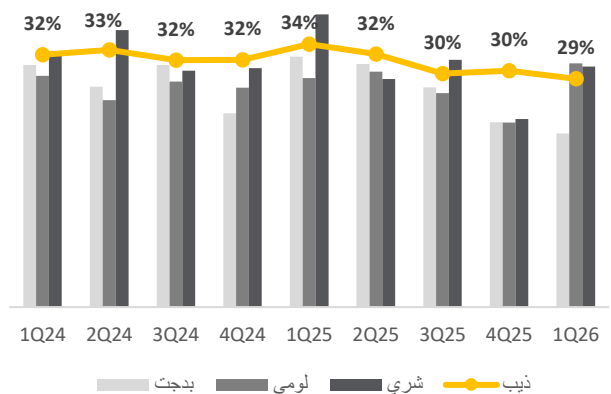
شكل 4: هامش الربح الإجمالي للعمليات الأساسية والسيارات المستعملة لشركة ذيب



المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

شكل 3: هامش الربح الإجمالي لذيب مقارنة بالمنافسين



المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

مخصصات خسائر الائتمان المرتفعة وتكاليف التمويل المتزايدة تؤثر سلباً على الأرباح على المدى القريب: تواجه أرباح شركة ذيب حالياً ضغطاً نتيجة ارتفاع مخصصات خسائر الائتمان وزيادة تكاليف التمويل. وقد ارتفعت مخصصات خسائر الائتمان خلال الاثني عشر شهراً الماضية إلى 61 مليون ريال، بما في ذلك حوالي 22 مليون ريال في الربع الأول من عام 2026، مدفوعة بارتفاع قاعدة الذمم المدينة، وتباطؤ عمليات التحصيل، والتعرض لقطاعات تواجه ضغوطات سوقية، لا سيما قطاع الخدمات اللوجستية ضمن محفظة الإيجار طويل الأجل، في ظل التحديات الاقتصادية الكلية الحالية. ومع ذلك، فقد ظلت نسبة تغطية مخصصات خسائر الائتمان مستقرة عند 36% من إجمالي الذمم المدينة، مما يبرز نهج الشركة المتحفظ في تخصيص المخصصات ويحد من المزيد من المخاطر السلبية. نتوقع استمرار ضغوط المخصصات حتى نهاية الربع الثاني من عام 2026 قبل أن تخف حدتها في النصف الثاني من العام نفسه، مما نتوقع أن يؤدي إلى مخصصات خسائر ائتمان متوقعة بقيمة 77 مليون ريال (زيادة بنسبة 59% على أساس سنوي) للسنة المالية 2026. بعد ذلك، نتوقع أن تتخفف المخصصات السنوية إلى مستويات أكثر استدامة لتصل إلى حوالي 42 مليون ريال خلال الفترة 2027-2028 مع تحسن الأوضاع الائتمانية بشكل عام.

علاوة على ذلك، من المتوقع أن يُبقي التوسع المتسارع لأسطول شركة ذيب النفقات الرأسمالية السنوية مرتفعة عند حوالي 1.2 مليار ريال خلال الفترة 2026-2028 (مقارنةً بحوالي 990 مليون ريال سابقاً، بما يتماشى مع مستوى عام 2025). كما يُتوقع أن يؤدي التوجه المتزايد نحو الإيجار طويل الأجل إلى تمديد فترة تحصيل المستحقات بشكل طبيعي مقارنةً بالمستويات التاريخية، مما سيؤدي بالتالي إلى تضيق رأس المال العامل نسبياً. ونتوقع أن يُبقي هذا على مستوى مرتفع من المديونية، حيث نتوقع بلوغ متوسط نسبة الدين إلى حقوق الملكية حوالي 2.1 مرة خلال الفترة 2026-2028 (مقارنةً بتقديرنا السابق البالغ حوالي 1.6 مرة)، مما سيرفع تكاليف التمويل. وفي الوقت نفسه، تظل تكاليف التمويل تحدياً رئيسياً نظراً لاستمرار أسعار الفائدة عند مستويات مرتفعة وسط ضغوط تضخمية متواصلة. وبناءً على ذلك، نتوقع أن يبلغ متوسط تكاليف التمويل حوالي 132 مليون ريال سنوياً خلال الفترة 2026-2028 (مقارنةً بحوالي 109 مليون ريال في عام 2025). ونتيجة لذلك، من المتوقع أن تتخفف الأرباح بنسبة 3.5% على أساس سنوي لتصل إلى 174 مليون ريال في عام 2026، قبل أن تتعافى بشكل ملحوظ لتصل إلى 273 مليون ريال بحلول عام 2028، مدعومة بنمو قوي في الإيرادات، والرفع التشغيلي، وانخفاض مخصصات الخسائر الائتمانية المتوقعة. وهذا يعني معدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 15% في الأرباح خلال الفترة 2025-2028.

التغييرات في التقديرات: بعد مراجعة توقعاتنا لأسطولنا في ظل زخم التوسع القوي لشركة ذيب، رفعنا توقعاتنا للإيرادات بنحو 3% لعام 2026 ونحو 4% لعام 2027. بينما توقعات الأسطول أقوى من التوقعات الأولية، فإن توقعات متحفظة للأسعار المحققة في قطاع الإيجار طويل الأجل قللت من الأثر. في المقابل، خفضنا تقديرات هامش الربح الإجمالي بمقدار 1.3 نقطة مئوية و1.5 نقطة مئوية لعامي 2026 و2027 على التوالي، حيث لا يزال ضعف أداء سوق السيارات المستعملة يحد من الربحية، على الرغم من قوة هوامش الأعمال الأساسية. في الوقت نفسه، من المتوقع أن تبقى الأرباح تحت ضغط كل من الخسائر الائتمانية المتوقعة وتكاليف التمويل، حيث يؤدي التوسع إلى زيادة الديون، وتؤدي العوامل الاقتصادية الكلية إلى ارتفاع تكلفة التمويل ومخاطر الائتمان في السوق. وبناءً على ذلك، خفضنا توقعاتنا للأرباح بنحو 29% إلى 16% لعامي 2026 و2027.

التقييم والمخاطر: بعد تحديث توقعاتنا وافتراضات التقييم للشركة، قمنا بتعديل السعر المستهدف للسهم خلال 12 شهراً إلى **37.50 ريال/السهم** (مقارنةً بـ 58.67 ريال تقريباً سابقاً، معدلاً لإصدار الأسهم الجديدة)، وذلك بناءً على ترجيح متساو لتقييم التدفقات النقدية المخصومة (السعر المستهدف: 35 ريال/السهم) وتقييم مكرر الربحية (13 مرة لأرباح السهم المتوقعة خلال الـ 12 شهراً القادمة؛ السعر المستهدف: 40 ريال/السهم). وتُبقى على توصيتنا بزيادة المراكز للسهم، مع نسبة ارتفاع متوقعة تبلغ 58%. وقد خفضنا مكرر الربحية المبرر المستعمل للتقييم، نتيجة أخذنا في الاعتبار إعادة التقييم العامة في السوق والأثر الجزئي لاحتساب جزء من ربحية السهم المتوقعة لعام 2027 في تقييمنا للسهم.

بعد سلسلة من النتائج الأقل من التوقعات، انخفض سعر السهم بحوالي 37% منذ بداية العام، ويتداول حالياً بالقرب من مستويات منخفضة تاريخياً، عند مكرر ربحية يبلغ 8.8 مرة لربحية السهم المتوقعة لعام 2026 و6.5 مرة لعام 2027، على الرغم من احتمال انتعاش نمو الأرباح في العام المقبل. علاوة على ذلك، وبافتراض استمرار نسبة توزيع الأرباح التاريخية البالغة حوالي 50%، تُقدم شركة ذيب عوائد أرباح جذابة بنسبة 5.7% و7.7% لعامي 2026 و2027 على التوالي، مما يُعزز وجهة نظرنا بأن التصحيح الأخير في السوق قد تسبب في فرصة استثمارية قيمة.

تتمثل المخاطر السلبية الرئيسية في الركود في الاقتصاد العالمي، استفادة أقل من المتوقع من موسمي الرياض وجدة، خفض ضريبة القيمة المضافة، عودة جائحة كورونا، زيادة المنافسة، تضخم تكلفة المركبات الجديدة، مشاكل سلاسل توريد السيارات، انخفاض أقل من المتوقع في أسعار الفائدة، إلغاء عقود التأجير طويلة الأجل.

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 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. 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 ملائمة 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. 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

تستخدم 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