

■ صحة الفرضية الاستثمارية، وانتهاء التوزيعات، مع تأثير مصدر الأرباح الرئيسي، التوصية بالبيع 29 مايو، 2026

التوصية	بيع	التغير	التوصية
آخر سعر إغلاق	13.36 ريال	عائد الأرباح الموزعة	0.0%
السعر المستهدف خلال 12 شهر	11.09 ريال	إجمالي العوائد المتوقعة	(17.0%)

سبكيم	الربع الثاني 2026	الربع الثاني 2025	التغير السنوي	الربع الأول 2026	التغير الربعي	توقعات الرياض المالية
المبيعات	861	1,906	(55%)	1,227	(30%)	512
الدخل الإجمالي	(26)	293	-	78	-	(279)
الهامش الإجمالي	(3%)	15%	-	6%	-	(54%)
الدخل التشغيلي	(187)	87	-	(69)	(172%)	(438)
صافي الربح	(592)	(169)	(250%)	(215)	(175%)	(581)

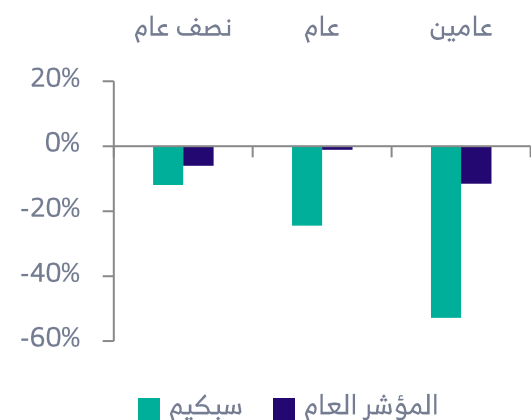
(جميع الأرقام بالملين ريال)

بلغت مبيعات سبكيم 861 مليون ريال في الربع الثاني 2026 (بانخفاض 55% على أساس سنوي و30% على أساس ربعي)، متجاوزة توقعاتنا البالغة 512 مليون ريال. إلا أن تركيبة الإيرادات تؤكد فرضيتنا بشأن قطاعات الشركة. فقد حقق قطاع الكيماويات الأساسية - وهو القطاع الوحيد الذي يحقق أرباحاً بصورة مستمرة للمجموعة، حيث سجل 448 مليون ريال من إجمالي ربح عام 2025 - وإيرادات بلغت 67 مليون ريال فقط في الربع الثاني عام 2026، مع توقف شبه كامل للمبيعات الخارجية، بينما بلغت مبيعات الميثانول لشركة اليابان العربية للميثانول (طرف ذو العلاقة) صفراً خلال الربع (مقابل 94 مليون ريال في الربع الثاني 2025). كما يشير إفصاح الإدارة بشأن الصراع في الشرق الأوسط (الإيضاح 1.2) إلى وجود اضطرابات في مسارات النقل إلى العملاء، وفترات من انخفاض استغلال الطاقة الإنتاجية، وارتفاع تكاليف الخدمات اللوجستية والشحن، وتقلبات في توافر المواد الأولية. والخلاصة واضحة: فقد أثرت اضطرابات مضيق هرمز على القطاع الوحيد الذي كان يدعم أداء المجموعة، في وقت كان فيه قطاع الكيماويات الوسيطة يواصل تسجيل خسائر إجمالية طوال عام 2025. ونعتقد أن الاضطرابات اللوجستية المرتبطة بهرمز قد تستمر حتى الربع الثالث 2026، استناداً إلى إطارنا التحليلي القائم على "نظام التذبذب" والذي سيتم توضيحه في تقرير تحديث القطاع القادم، والذي يعتمد على متوسطات حركة العبور عبر هرمز لمدة 30 يوماً.

اتسعت الخسارة الصافية إلى 592 مليون ريال مقارنة بـ 215 مليون ريال في الربع الأول 2026، بما يتماشى مع توقعاتنا لخسارة قدرها 581 مليون ريال. ويعكس مبلغ 328 مليون ريال الشطب الكامل للاستثمار في شركة أونوكيم (الإيضاح 8.1.1)، إلا أنه حتى بعد استبعاده، فإن الخسارة التشغيلية الأساسية البالغة نحو 264 مليون ريال تدهورت مقارنة بالربع السابق. كذلك خسائر سامابكو وال سي أي جي المتراكمة غير المعترف بها، والبالغة 187 مليون ريال (الإيضاح 8.2.1)، لا تزال خارج قائمة الدخل بالكامل. إلا أن القصة الأهم هذا الربع تتمثل في التدفقات النقدية؛ إذ تحول التدفق النقدي التشغيلي للربع الثاني 2026 إلى السالب بنحو 207 ملايين ريال مع زيادة المخزون بمقدار 154 مليون ريال، ما يعكس انتهاء سياسة خفض المخزون المعتمدة في عام 2025 والعودة إلى مستويات عام 2024 رغم انخفاض الإيرادات إلى النصف تقريباً. كما افترضت الشركة 1.4 مليار ريال إضافية خلال النصف الأول 2026 (ليصل إجمالي القروض إلى 4.1 مليار ريال، بارتفاع 53% منذ نهاية العام - الإيضاح 9) للاحتفاظ بسيولة نقدية تبلغ 2.5 مليار ريال، كما عكست توزيع الأرباح المرحلية التي كانت تحافظ عليها حتى خلال عام 2025 الخاسر (الإيضاح 18). ونرى أن هذه الزيادة في الديون لا تعكس نقصاً في السيولة، وإنما تمثل ثمن انعدام السيولة في أماكن أخرى.

في تقريرنا السابق عن سبكيم، أشرنا إلى أن وضع الميزانية العمومية يعزز نظرتنا الحذرة، وهو ما تأكد الآن مع تحمل الشركة 517 مليون ريال إضافية من الديون على أساس ربعي (باستثناء التزامات عقود الإيجار). وبعد أن انخفض السهم دون سعرنا المستهدف السابق، قمنا بتعديل تقييمنا وخفض السعر المستهدف والتوصية، بما يتماشى مع تدهور الأساسيات، وذلك في ظل ارتفاع المديونية، واستمرار التدفقات النقدية الحرة السلبية، وارتفاع تكاليف التمويل والمتوقع استمرارها بغض النظر عن أي تحسين لوجستي خلال 2026، إضافة إلى انخفاض متوسط حركة العبور عبر هرمز لآخر 30 يوماً إلى نحو 13 (حتى 28 يوليو) مقارنة بـ 22 (في 12 يوليو) وفقاً لحسابات الرياض المالية وبيانات بلومبرغ، وعدم إعلان أي توزيعات أرباح مرحلية. وبناء عليه، خفضنا السعر المستهدف إلى 11.09 ريال للسهم، وخفضنا التوصية إلى "بيع". وسنعيد النظر في توصيتنا إذا شهدنا تعافياً مستداماً في حركة العبور عبر هرمز باتجاه المستويات المرتفعة المسجلة في 2025، بالتزامن مع عودة تكاليف الشحن والتأمين إلى مستوياتها الطبيعية، وهو نفس إطار التقييم الذي نطبقه على بقية الشركات التي نغطيها.

بيانات السوق	
أعلى / أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	13.1 / 21.2
القيمة السوقية (مليون ريال)	9,797
الأسهم المتداولة (مليون سهم)	733.3
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	88.95%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهر)	2,028,160
رمز بلومبيرغ	SIPCHEM AB



تصنيف السهم

شراء	حياد	بيع	غير مصنف
إجمالي العوائد المتوقعة أكبر من +15%	إجمالي العوائد المتوقعة بين +15% و -15%	إجمالي العوائد المتوقعة اقل من -15%	تحت المراجعة/ مقيد

تعتبر نسب العوائد تقديرية، حيث تعتمد التوصيات على عوامل أخرى أيضاً
لإبداء أي ملحوظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال research@riyadcapital.com

الرياض المالية شركة مساهمة مغلقة. رأس المال المدفوع 500 مليون ريال سعودي. تعمل بموجب ترخيص من هيئة السوق المالية برقم (07070-37) وسجل تجاري رقم 1010239234. الإدارة العامة: 3128 البوليغارد المالي، 6671 حي العقيق، الرياض 13519، المملكة العربية السعودية.

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنها موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية. وبناءً عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، و/أو عدالة، و/أو اكتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، ولن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء، ومسؤولين، وموظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو أحد أو أكثر من الشركات التابعة أو عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير. الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء أو تنبؤات أو توقعات واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي. القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و/أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وفقاً لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف، وأهداف، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ. قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائماً لجميع الأشخاص. لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كلياً أو جزئياً، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.