



التوصية شراء

السعر المستهدف SAR 31.92
آخر سعر* SAR 24.64

العائد المتوقع 30%
*اعتبارًا من 7 أكتوبر 2026

معلومات السهم

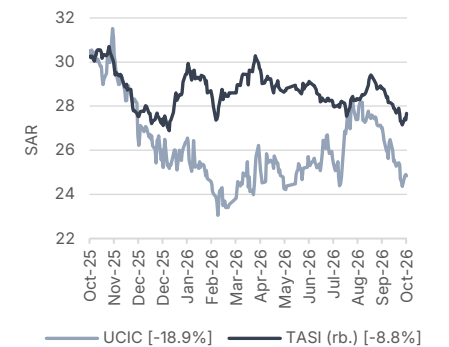
رمز السهم في تداول السعودية / بلومبرغ	UCIC AB / 1323
القيمة السوقية (مليون ريال / مليون دولار)	263 / 986
متوسط قيمة التداول اليومية خلال 3 أشهر (مليون ريال / مليون دولار)	1.0 / 3.8
نسبة الأسهم الحرة للتداول %	100.0%
الملكية الأجنبية* / الحد الأقصى المسموح به	49.0% / 4.3%
*اعتبارًا من 7 أكتوبر 2026	

المساهمون الرئيسيون

شركة مجموعة الزامل القابضة	21.0%
شركة عمر قاسم العيساني وشركاه	21.0%
شركة فريمكس للاستثمار المحدودة	21.0%

المصدر: أرقام

أداء السهم (العائد خلال سنة)



المصدر: بلومبرغ؛ أُعيد تحديد نقطة الأساس لمؤشر تاسي وفقًا لسعر سهم الشركة المنحدر لصناعات الكرتون

Download
Derayah App



جهات اتصال المحللين

أديتيا تكار

محلل أبحاث أول

+966 11 271 6740

aditya.takkar@derayah.com

شركة المتحدة لصناعات الكرتون

بدء التغطية | المواد الأساسية

8 أكتوبر 2026

توصية بشراء سهم المتحدة لصناعات الكرتون: تعافي الهوامش يمهّد لدورة نمو تقودها زيادة أحجام المبيعات

إجراءات التسعير ونمو أحجام المبيعات يدعمان تعافي الأرباح: نبدأ بتغطيتنا للشركة المتحدة لصناعات الكرتون بتوصية شراء وسعر مستهدف يبلغ 31.92 ريال للسهم، ما يشير إلى ارتفاع محتمل بنحو 30%. وتستند رؤيتنا الاستثمارية إلى تعافي هوامش الربح والأرباح بالقيمة المطلقة من مستوياتهما المنخفضة على نحو غير معتاد في عام 2025، مع بدء ظهور أثر تعديل الأسعار وزيادة أحجام المبيعات بدعم من قوة الطلب والتوسع في الطاقة الإنتاجية. ورغم استمرار الضغوط الكبيرة الناجمة عن ارتفاع أسعار المواد الخام، واضطرابات سلاسل الإمداد، وزيادة التكاليف اللوجستية بسبب الأوضاع الجيوسياسية الحالية، نتوقع أن يدعم تعديل الأسعار ونمو أحجام المبيعات تعافي الأرباح. في النصف الأول من عام 2026، نمت إيرادات قطاع الكرتون المضلع، الذي يمثل نحو 86% من إيرادات الشركة، بنسبة 8.8% على أساس سنوي. وبحسب تقديراتنا، أسهم نمو أحجام المبيعات بنحو 6 نقاط مئوية وتعديل الأسعار بنحو نقطتين مئويتين في هذا الارتفاع. ولم ترتفع تكلفة البضاعة المباعة المعلنة سوى نحو 4.8% على أساس سنوي، ويُرجّح أنها استقادت من ارتفاع معدل تشغيل المصانع إلى نحو 87%. مقارنةً بـ82% في النصف الأول من عام 2025، ومن المخزون منخفض التكلفة. وبناءً على تقديراتنا لكميات مبيعات القطاع، انخفضت تكلفة البضاعة المباعة للطن بنحو 2.5%. ونتيجةً لذلك، ارتفع هامش الربح الإجمالي لقطاع الكرتون المضلع إلى 17.5%، من 14.4% في النصف الأول من عام 2025. ونرى أن الشركة قلّصت بدرجة كبيرة الفجوة الزمنية بين ارتفاع التكاليف وتعديل أسعار البيع، فيما يُتوقع أن يسهم استمرار قوة أحجام المبيعات في دعم نمو الأرباح. ومع ذلك، ونظرًا إلى احتمال تجديد المخزون بأسعار أعلى، نفترض تراجع هامش الربح الإجمالي لقطاع الكرتون المضلع إلى نحو 16% في النصف الثاني من عام 2026. وبالنظر إلى ما بعد النصف الثاني من عام 2026، نفترض استمرار زيادات معتدلة في الأسعار اعتبارًا من عام 2027 للتعويض عن ارتفاع تكاليف الخدمات اللوجستية والمواد الخام، التي نتوقع أن تظل مرتفعة. وقد تُطَبّق تعديلات الأسعار بوتيرة غير منتظمة، ما يؤدي إلى تقلب هامش الربح الإجمالي من ربع إلى آخر، لكننا نتوقع أن تسهم الأسعار في حماية الهوامش على المدى المتوسط. وسيُتيح أي تباطؤ في تصخم تكاليف المدخلات والخدمات اللوجستية، نتيجة تحسين الأوضاع الجيوسياسية أو بعض مبادرات الشركة التي سنناقشها لاحقًا في هذا التقرير، مجالًا لارتفاع الهوامش فوق تقديراتنا بدرجة ملحوظة. وتعمل الشركة بالفعل بمعدلات تشغيل مرتفعة في خطوط منتجاتها الرئيسية، ولذلك تخطط لتوسعة كبيرة في طاقتها الإنتاجية عبر منتجات وأسواق مختلفة (انظر الشكل 4). ومن المتوقع أن تدعم هذه التوسعات استمرار نمو الأرباح من خلال زيادة أحجام المبيعات عند بدء تشغيل المرافق الجديدة. وبالنظر إلى مكانة الشركة الرائدة في السوق وقوة الطلب الأساسي، نتوقع استيعاب الطاقة الإضافية بسرعة نسبية، إذ يُتوقع عادةً أن يرتفع تشغيل المرافق الجديدة تدريجيًا خلال فترة تتراوح بين 6 و 12 شهرًا.

العبوات الكرتونية القابلة للطي تتيح فرصة مهمة للبيع المتقاطع: من المتوقع أن تصبح العبوات الكرتونية القابلة للطي محركًا إضافيًا مهمًا لنمو الشركة المتحدة لصناعات الكرتون. وتُستحوذ الشركة حاليًا على حصة تتراوح بين 8% و 9% فقط من سوق هذه العبوات، مقارنةً بحصة تبلغ نحو 40% ومكانة رائدة في سوق التغليف بالكرتون المضلع. ومن شأن علاقاتها القائمة مع قاعدة واسعة من عملاء الكرتون المضلع أن تسهّل بيع العبوات الكرتونية القابلة للطي لعملاء العمل. ولا سيما ما يحتاجون إلى أكثر من نوع من حلول التغليف. وللاستفادة من هذه الفرصة، تخطط الشركة لزيادة طاقتها الإنتاجية من العبوات الكرتونية القابلة للطي من 21 ألف طن إلى 37 ألف طن. ومن المقرر تشغيل الطاقة الإضافية، البالغة 16 ألف طن، على مرحلتين متساويتين: نحو 8 آلاف طن في الربع الرابع من عام 2026، والكمية المتبقية قرابة منتصف عام 2028. بعد وصول طاقة المرحلة الأولى إلى مستوى التشغيل الكامل. ورغم أن هذا التوسع يُتوقع أن يدعم نمو الإيرادات وزيادة الحصة السوقية، فإن العبوات الكرتونية القابلة للطي تحقق عادةً هامش ربح إجمالي أقل، يبلغ نحو 12%، مقارنةً بنحو 18% لمنتجات الكرتون المضلع. ولذلك، قد تؤدي زيادة مساهمة هذا النشاط إلى انخفاض في هامش الربح الإجمالي الموحد للشركة نتيجة تغير مزيج المنتجات، حتى مع دعمه نمو الأرباح من حيث قيمتها الإجمالية.

توسعة إنتاج الكرتون المضلع في الإمارات تتيح مجالًا واسعًا لزيادة الحصة السوقية: تبلغ الطاقة الإنتاجية الحالية لمصنع الشركة المتحدة لصناعات الكرتون في رأس الخيمة نحو 20 ألف طن سنويًا فقط. فيما تُقدّر حصته من سوق الكرتون المضلع في الإمارات بما يتراوح بين 1% و 2%. ومن المتوقع أن ترفع التوسعة المخطط لها الطاقة الإنتاجية الإجمالية إلى نحو 50 ألف طن سنويًا، مع بدء الإنتاج التجاري في الربع الثالث من عام 2027، مما يفتح للشركة فرصة كبيرة لزيادة حصتها السوقية. ومن المتوقع أن تستفيد الشركة أيضًا من التكامل الجزئي بين إنتاج الورق وتصنيع الكرتون المضلع عبر مصنعها الحالي للورق في الإمارات. ويتبع الشركة إنتاج هذا المصنع حاليًا لعملاء خارجيين، ويسهم بنحو 7% من إيرادات المجموعة، فيما تتراوح حصته السوقية بين 15% و 20%. ومع دخول الطاقة الإنتاجية الجديدة للكرتون المموّج حيز التشغيل، يمكن توجيه جزء من إنتاج ورق الكرتون للاستهلاك الداخلي. ومن شأن ذلك أن يعزز توافر المواد الخام، ويحد من الاعتماد على الموردين الخارجيين. وربما يسهم في خفض تكاليف الشراء والشحن وتخزين المخزون. ونفترض ارتفاع تشغيل الطاقة الجديدة تدريجيًا على مدى عام واحد، مع اقتراب هوامش الربح الإجمالي تدريجيًا من هوامش الكرتون المضلع في السعودية، مدعومةً بارتفاع معدلات التشغيل وتحسين الكفاءة التشغيلية.

فرص إضافية من التكامل الرأسي والمنتجات ذات القيمة المضافة الأعلى: تتوافر للشركة المتحدة لصناعات الكرتون فرص إضافية للنمو وتحسين الهوامش لم تُدرج في تقديراتنا الأساسية. وتجري الشركة دراسة جدوى لإنشاء مصنع في السعودية لإنتاج الورق المستخدم في صناعة الكرتون المضلع، لكنها لم تتخذ قرارًا استثماريًا نهائيًا بعد. وقد دفعتهما اضطرابات سلاسل الإمداد الأخيرة إلى رفع حصة مشترياتهما من الورق المحلي من نحو 40% إلى نحو 60%. وإذا مضت الشركة في إنشاء المصنع، فسوفر لها مصدرًا محليًا لهذا الورق، وهو المادة الخام الرئيسية لصناعة الكرتون المضلع، ما يحسّن استثمارية الإمدادات ويقلّل تعرضها لتكاليف الشحن الدولي والرسوم الإضافية على الواردات وطول فترات التسليم. وقد يساعد التوسع في التكامل الرأسي أيضًا على تحسين إدارة المخزون، وتعزيز التحكم في تكاليف المواد الخام، وتمكين الشركة من تحقيق جزء من هامش الربح في مرحلة تصنيع الورق. وتتمثل فرصة إضافية في تركيز الإدارة على زيادة مساهمة صناديق الكرتون ذات الطباعة عالية الجودة بتقنية Flexo، والصناديق المطبوعة رقميًا، إذ تحقق هذه المنتجات عادةً هامشًا أعلى من منتجات الكرتون المضلع التقليدية. وتمثل هذه المنتجات حاليًا نحو 10% فقط من الإيرادات (انظر الشكل 5)، ما يفتح مجالًا لتحسين مزيج المنتجات ودعم هوامش الكرتون المضلع بمرور الوقت.

أبرز المخاطر: قد تؤدي الارتفاعات الحادة في تكاليف الورق والخدمات اللوجستية إلى الضغط على هوامش الربح، إذ يتأثر تعديل أسعار البيع عادةً عن ارتفاع تكاليف المدخلات بفترة تتراوح بين 3 و 6 أشهر. كما قد تؤدي تأخيرات مشاريع التوسع في السعودية والإمارات، أو تجاوز تكاليفها الميزانيات المحددة، أو بطء رفع معدلات تشغيلها، إلى إضعاف افتراضاتنا بشأن نمو أحجام المبيعات. وقد تؤدي زيادة مساهمة نشاط العبوات الكرتونية القابلة للطي، الذي يحقق هوامش أقل، إلى خفض هامش الربح الإجمالي الموحد. وأخيرًا، قد يؤدي ارتفاع الإنفاق الرأسمالي أو طول دورة رأس المال العامل إلى انخفاض التدفقات النقدية الحرة والحد من نمو توزيعات الأرباح. وإن كان انخفاض مستوى مديونية الشركة المتحدة لصناعات الكرتون يمنحها مرونة مالية.

المؤشرات المالية الرئيسية	2024a	2025a	2026e	2027e	2028e
الإيرادات	1,344	1,406	1,537	1,691	1,811
نمو الإيرادات	-1.3%	4.6%	9.3%	10.0%	7.1%
الربح التشغيلي	146	89	119	126	140
هامش الربح التشغيلي	10.8%	6.3%	7.7%	7.5%	7.7%
صافي الربح	125	79	106	112	125
هامش صافي الربح	9.3%	5.6%	6.9%	6.6%	6.9%
ربحية السهم (ريال)	3.12	1.98	2.64	2.80	3.12
توزيعات الأرباح للسهم (ريال)	1.63	1.50	1.58	1.68	1.87
مكرر الربحية	7.9x	12.5x	9.3x	8.8x	7.9x

المصدر: إفصاح الشركة، دراية المالية

مبررات الاستثمار

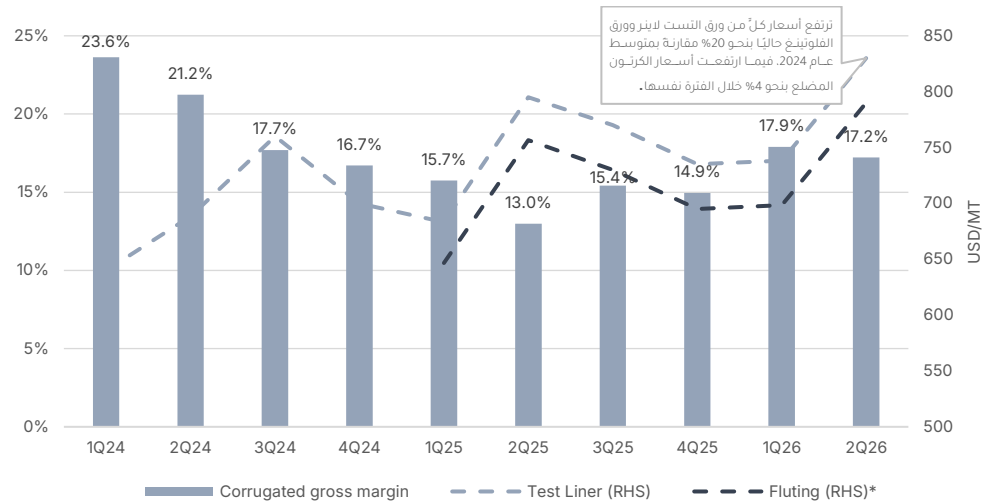
تأخر تمرير ارتفاع تكاليف المواد الخام يسبب تقلبات ربع سنوية في الهوامش

لا يزال الورق المكوّن الرئيسي للتكلفة المتغيرة لدى شركة المتحدة لصناعات الكرتون؛ إذ تشكل المواد الخام بما فيها التكاليف اللوجستية لنقلها إلى مصانع الشركة، نحو 70% من إجمالي تكلفة البضاعة المباعة. لكن التغيرات في الأسعار المرجعية لا تنعكس فوراً أو بالنسبة نفسها على هامش الربح المعلنة. واتضح ذلك في عام 2024، عندما ارتفع السعر المرجعي لورق التست لاينر من نحو 640 دولاراً للطن في الربع الأول إلى 760 دولاراً للطن في الربع الثالث، بينما تراجع هامش الربح الإجمالي لقطاع الكرتون المضلع من 23.6% إلى 17.7%. وانخفض الهامش مجدداً إلى 16.7% في الربع الرابع، رغم تراجع السعر المرجعي إلى 700 دولار للطن، ما يشير إلى اختلاف توقيت التغيرات في تكاليف الشراء واستهلاك المخزون وأسعار البيع. وظهر نمط مشابه في الربع الثاني من عام 2025، حين ارتفعت أسعار ورق التست لاينر وورق التمويج بنحو 16% إلى 17% على أساس ربعي، وتراجع هامش الربح الإجمالي لقطاع الكرتون المضلع بمقدار 2.8 نقطة مئوية، من 15.8% في الربع الأول من عام 2025 إلى 13.0% في الربع الثاني.

جاء أداء الربع الثاني من عام 2026 متماسكاً نسبياً. فرغم ارتفاع أسعار ورق التست لاينر وورق التمويج بنحو 12% إلى 13% على أساس ربعي، تراجع هامش الربح الإجمالي لقطاع الكرتون المضلع بمقدار 0.7 نقطة مئوية فقط إلى 17.2%، وظل أعلى بمقدار 4.2 نقطة مئوية من مستواه في الربع الثاني من عام 2025. ويعكس ذلك ارتفاع أسعار البيع، وزيادة معدلات التشغيل، والاستفادة من المخزون منخفض التكلفة المتبقي من فترات سابقة. لكن لا ينبغي اعتبار ذلك دليلاً على انعكاس كامل أثر ارتفاع التكاليف الأخير في تكلفة البضاعة المباعة، فمع استهلاك المخزون منخفض التكلفة، ستنعكس تكلفة الورق الذي اشترته الشركة بأسعار أعلى لتعويض هذا المخزون على تكلفة البضاعة المباعة، وهو ما نرجح أن يضغط على الهوامش في النصف الثاني من عام 2026.

قد يتأخر تعديل أسعار البيع عن تغير تكاليف المدخلات مدة تصل إلى ستة أشهر، إذ تتفاوض الشركة على الأسعار مع كل عميل على حدة بدلاً من تطبيق زيادة شاملة. وتمر أسعار الورق حالياً بدورة ارتفاع تضغط على هامش الربح في قطاعي الكرتون المضلع والعبوات الكرتونية القابلة للطي. ومع ذلك، من المتوقع أن تساعد تعديلات أسعار البيع الأخيرة على تعويض ارتفاع التكاليف في المدى القريب، مع إتاحة مجال لتحسن إضافي في الهوامش عندما تدخل أسعار الورق دورة هبوط.

الشكل 1: ارتفاع أسعار الورق يسبب تقلب هامش الربح نتيجة تأخر انعكاس تكلفة المخزون وتعديل أسعار البيع



المصدر: العرض التقديمي للشركة، نشرة الإصدار، إفصاح الشركة و دراية المالية. تتوفر بيانات السعر المرجعي لورق التمويج بدءاً من الربع الأول من عام 2025. وتخص الأسعار المرجعية الواردة في مؤشر (Fast Market Index) الورق المستورد فقط، وهي توضح اتجاه السوق ولا تمثل تكاليف شراء الورق الفعلية للشركة المتحدة لصناعات الكرتون.

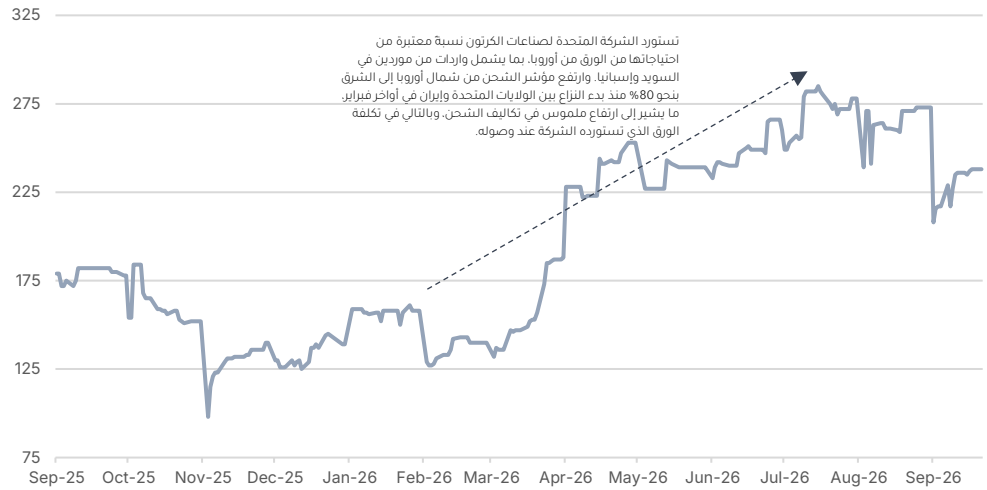
أثر التكاليف اللوجستية يفوق أثر ارتفاع أسعار المواد الخام نفسها

شكّلت الاضطرابات اللوجستية مصدر ضغط على هامش الربح أكبر من ارتفاع أسعار الورق نفسها. فقد أعطت الشركة المتحدة لصناعات الكرتون الأولوية لاستمرارية أعمالها والبقاء مورداً موثوقاً، ما استلزم شراء المواد مع تحمل تكاليف نقل مرتفعة، واللجوء في حالات استثنائية إلى قنوات توريد غير معتادة، مثل شحن مدخلات إنتاج حيوية جواً، من بينها الحبر. كما ارتفعت تكاليف الشحن البحري بسبب طول مسارات الشحن، وزيادة استهلاك الوقود، وتراجع توافر السفن، وارتفاع أقساط التأمين، والرسوم الإضافية المرتبطة بمخاطر الحرب.

وتكتسب هذه المسألة أهمية خاصة لأن أوروبا لا تزال المصدر الرئيسي للورق الذي تستورده الشركة المتحدة لصناعات الكرتون. فقد شكّلت المواد الخام المستوردة نحو 55% من مصادر توريد المواد الخام قبل الاضطرابات الجيوسياسية الأخيرة، مقابل 45% للموردين المحليين. ومنذ ذلك الحين، تحولت النسب إلى نحو 45% للمواد المستوردة و 55% للمواد المحلية، مع زيادة مشتريات الشركة من السوق المحلية. كما تتجه الشركة إلى الاعتماد بدرجة أكبر على مسارات التوريد الغربية، بما في ذلك زيادة مشترياتها من مصر ومن موردين في جدة والمناطق القريبة منها، لتحسين توافر المواد وتقليل تعرضها لاضطرابات طرق الشحن. ومن المتوقع أن يعزز الاعتماد الأكبر على الموردين المحليين والإقليميين استمرارية الإمدادات ويقلل التعرض المباشر لتكاليف الشحن. وإن كانت أسعار الورق المحلي قد تظل متأثرة بالأسعار المرجعية العالمية ومحدودية توافر الواردات. ونظرًا إلى استمرار استيراد نسبة معتبرة من المواد الخام، يُرجّح أن تبقى تكاليف الشحن المرتفعة والنفقات اللوجستية المرتبطة بها مصدرًا لتقلب الهوامش.

نتوقع أن تظل وتيرة ارتفاع التكاليف مرتفعة، لكننا نتوقع تحسّن هوامش الربح الإجمالي تدريجيًا مع استمرار تعديل أسعار البيع بما يعوّض أثر هذه الضغوط ويزيد عليه. ويستند هذا التوقع إلى قوة الطلب، وارتفاع معدلات التشغيل، وطبيعة القطاع ذي الهوامش المنخفضة، التي تجعل تمرير زيادة التكاليف إلى العملاء أمرًا ضروريًا. وقد يؤدي تحسّن الأوضاع الجيوسياسية إلى خفض التكاليف اللوجستية، ما قد يحقق تحسّنًا ملموسًا في الهوامش على المدى القريب، إذ يُرجّح أن تتأخر تخفيضات أسعار البيع أيضًا. وبعد ذلك، يُتوقع أن تتجه الهوامش نحو مستوياتها السابقة للاضطرابات، مع تمرير أثر انخفاض التكاليف تدريجيًا إلى العملاء.

الشكل 2: مؤشر Xeneta للشحن من Compass - من شمال أوروبا إلى الشرق



المصدر: دراية المالية، بلومبرغ

الطلب الهيكلي على منتجات التعبئة والتغليف يوفر دعماً أساسياً للسوق

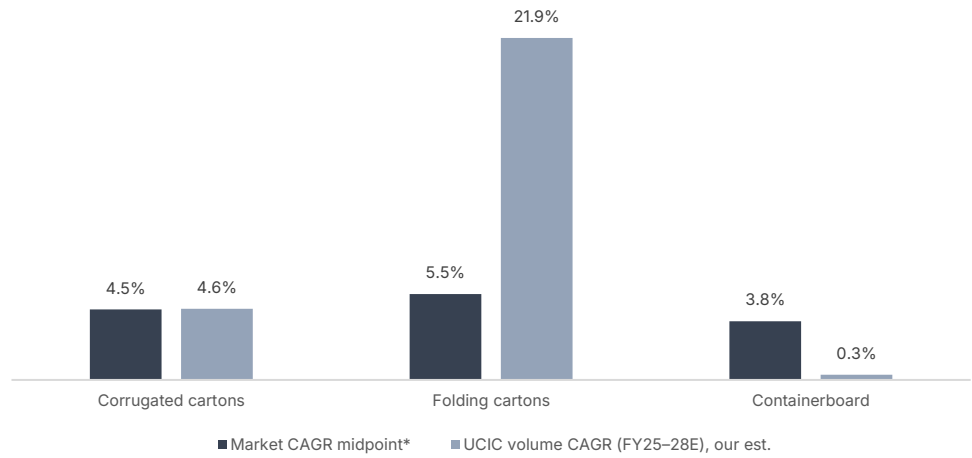
تخدم الشركة المتحدة لصناعات الكرتون أسواقاً نهائية متنامية وذات طابع دفاعي إلى حد كبير، إذ يرتبط الطلب على منتجاتها أساساً بإنتاج وتوزيع الأغذية والمشروبات والمياه المعبأة والسلع الاستهلاكية والصناعية والأدوية وغيرها من المنتجات الأساسية. كما جعل التوسع المستمر في تجارة التجزئة عبر الإنترنت التجارة الإلكترونية مصدرًا متزايد الأهمية للطلب على الكرتون المضلع. ومن المتوقع أن ينمو الطلب على الكرتون المضلع في السعودية بنسبة تتراوح بين 4% و 5% سنوياً من عام 2023 إلى عام 2028. وقد قُدّر حجم السوق بما بين 800 ألف و 850 ألف طن في عام 2023، ومن المتوقع أن يتراوح بين نحو 975 ألف طن و 1.06 مليون طن بحلول عام 2028. وتتسم قاعدة الطلب بتنوع كبير، وإن كانت الفئات ذات الطابع الدفاعي نسبياً تمثل غالبية الاستهلاك. وتمثل الأغذية والمشروبات أكثر من 45% من الطلب على الكرتون المضلع في السعودية، مقابل نحو 18% للمياه المعبأة و 14% للاستخدامات الصناعية. ومن المتوقع أن يدعم النمو توطين التصنيع، والاستثمار في الأمن الغذائي، والتوسع في الطاقة المحلية لتصنيع الأغذية، والسياحة، والتجارة الإلكترونية، وزيادة استخدام مواد التغليف القابلة لإعادة التدوير. وقد أسهم قطاع الأغذية والمشروبات في المملكة بأكثر من 112 مليار ريال في الناتج المحلي الإجمالي عام 2023، فيما يُتوقع أن تولّد الاستثمارات المخططة في القطاع، والبالغة 75 مليار ريال بحلول عام 2035، طلباً إضافياً على مواد التغليف للألبان والدواجن واللحوم والمأكولات البحرية والحبوب والوجبات الخفيفة والأغذية المصنّعة.

تتيح العبوات الكرتونية القابلة للطي للشركة الاستفادة من فئات المنتجات الموجهة للمستهلك، التي تنمو بوتيرة أسرع. ومن المتوقع أن يرتفع الطلب عليها في السعودية من نحو 140 ألفاً إلى 150 ألف طن في عام 2023 إلى ما بين 180 ألفاً و 200 ألف طن بحلول عام 2028. بمعدل نمو سنوي يتراوح بين 5% و 6%. وتمثل الأغذية والمشروبات واستخدامات خدمات الطعام نحو 60% من الطلب، تليها السلع الاستهلاكية بنسبة 20%.، فيما تتوزع النسبة المتبقية على الأدوية ومنتجات العناية الشخصية والمنتجات الصناعية والأجهزة المنزلية. ومن المتوقع أن يدعم النمو توطين إنتاج الأغذية والأدوية، وزيادة استهلاك الوجبات الجاهزة والأغذية المعبأة.

والتوسع في المطاعم وقنوات توصيل الطعام، وارتفاع الطلب على حلول التغليف ذات التصميم والمظهر المميزين.. وفي الإمارات، يُتوقع أن ينمو الطلب على الورق المستخدم في صناعة الكرتون المضلع بنسبة تتراوح بين 3.5% و4.0% سنوياً، من نحو 375 ألفاً إلى 400 ألف طن في عام 2023 إلى ما بين 445 ألفاً و485 ألف طن بحلول عام 2028. ويرتبط نحو 97% من الطلب على هذا الورق بإنتاج الكرتون المضلع، ما يربطه بقطاعات الأغذية والمشروبات وتجارة التجزئة والسلع الاستهلاكية والخدمات اللوجستية وإعادة التصدير في الإمارات، إلى جانب استمرار نمو التجارة الإلكترونية والتغليف المستدام.

وفي ضوء ذلك، يتماشى معدل النمو السنوي المركب الذي نتوقعه للأحجام في قطاع الكرتون المضلع، والبالغ 4.6% خلال الفترة 2025-2028، مع ما ورد في نشرة الإصدار. أما في قطاع الكرتون المطوي، فتتوقع نموًا سنوياً مركباً بنحو 22% خلال الفترة نفسها، بدعم من التوسعة المخطط لها في الطاقة الإنتاجية وما ينتج عنها من زيادة في الحصة السوقية مدفوعة بالبيع المتقاطع. لا نتوقع نموًا ملموساً في أحجام إنتاج ورق الكرتون، في ظل اقتراب معدلات التشغيل الحالية من 100%. وقد يتغير ذلك إذا قررت الشركة المضي قدماً في التوسعة التي تدرسها حالياً في هذا القطاع.

الشكل 3: افتراضات نمو كميات الشركة المتحدة لصناعات الكرتون مقارنةً بالنمو العام للسوق



المصدر: دراية المالية.

*معدل النمو السنوي المركب للسوق مستمد من نشرة إصدار الشركة المتحدة لصناعات الكرتون.

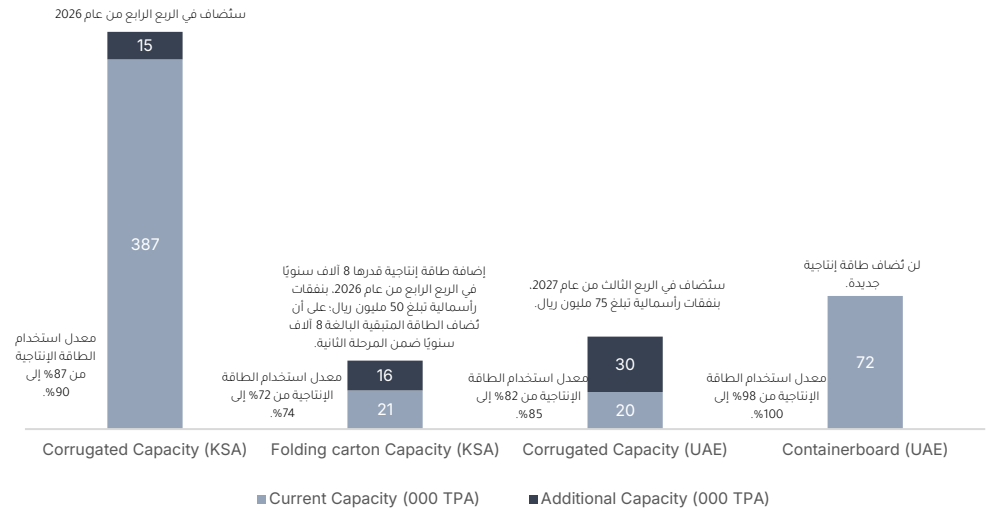
الاستثمار في الطاقة الإنتاجية استجابةً للطلب يدعم المرحلة المقبلة من نمو الأحجام

يدعم ارتفاع معدلات التشغيل في أنشطة الشركة المتحدة لصناعات الكرتون الرئيسية، إلى جانب نمو الأسواق النهائية التي تخدمها، مبرراً واضحاً لإضافة طاقة إنتاجية. ففي قطاع الكرتون المضلع في السعودية، حيث تبلغ حصة الشركة السوقية نحو 37% إلى 40%، تُشغل طاقتها الإنتاجية الحالية البالغة نحو 387 ألف طن سنوياً بمعدل يتراوح بين 87% و90%. ومن المتوقع بدء تشغيل خط إنتاج جديد في الربع الرابع من عام 2026، ليضيف نحو 15 ألف طن سنوياً ويرفع إجمالي الطاقة الإنتاجية للكرتون المضلع في السعودية إلى نحو 402 ألف طن سنوياً، ما يوفر طاقة إضافية لتلبية نمو الطلب في السوق.

في قطاع العبوات الكرتونية القابلة للطي، تبلغ الطاقة الإنتاجية الحالية للشركة المتحدة لصناعات الكرتون نحو 21 ألف طن سنوياً، بمعدل تشغيل يتراوح بين 72% و74%، وحصة سوقية لا تتجاوز 8% إلى 9%. ومن المتوقع زيادة الطاقة الإنتاجية بنحو 16 ألف طن سنوياً، لتصل إلى 37 ألف طن سنوياً على مرحلتين: إذ من المقرر إضافة 8 آلاف طن سنوياً في الربع الرابع من عام 2026، مع التخطيط لإضافة طاقة مماثلة في المرحلة الثانية. ويفترض نموذجنا إنفاقاً رأسمالياً بنحو 50 مليون ريال على هذا التوسع.

يركز الاستثمار في الكرتون المضلع بالإمارات بدرجة أكبر على زيادة الحصة السوقية. وتبلغ الطاقة الإنتاجية الحالية لعمليات الشركة في رأس الخيمة نحو 20 ألف طن سنوياً، بمعدل تشغيل يتراوح بين 82% و85%، وحصة سوقية تتراوح بين 1% و2% فقط. وستتيح إضافة 30 ألف طن سنوياً بحلول الربع الثالث من عام 2027، ليصل الإجمالي إلى 50 ألف طن سنوياً، مجاًلاً لتوسيع حضور الشركة المتحدة لصناعات الكرتون في سوق لا تزال حصتها فيها محدودة. كما يتيح وجودها الحالي في الإمارات من خلال قطاع ورق صناعة الكرتون المضلع فرصة مهمة للبيع المتقاطع، فيما يُتوقع أن يعزز التوسع في التكامل الأمامي نحو إنتاج عبوات الكرتون المضلع كفاءة العمليات وسلسلة الإمداد. وتبلغ التكلفة التقديرية للمشروع نحو 75 مليون ريال. وفي الوقت نفسه، يُتوقع أن تظل الطاقة الإنتاجية لورق صناعة الكرتون المضلع في الإمارات دون تغيير عند نحو 72 ألف طن سنوياً، مع بلوغ معدل تشغيلها حالياً ما بين 98% و100%، وحصتها السوقية نحو 15% إلى 20%. ونتوقع تمويل برنامج التوسع بصورة رئيسية من الموارد المتولدة داخلياً. ومع ذلك، فإن فروض الشركة التقليدية محدودة، ولديها تسهيلات بنكية متاحة، مما يمنحها مجالاً كافياً للاقتراض عند الحاجة، من دون رفع مديونيتها إلى مستوى يُتوقع أن يؤثر جوهرياً في رؤيتنا للشركة.

الشكل 4: الطاقة الإنتاجية الحالية ومعدلات تشغيلها والإضافات المخطط لها في عمليات الشركة المتحدة لصناعات الكرتون



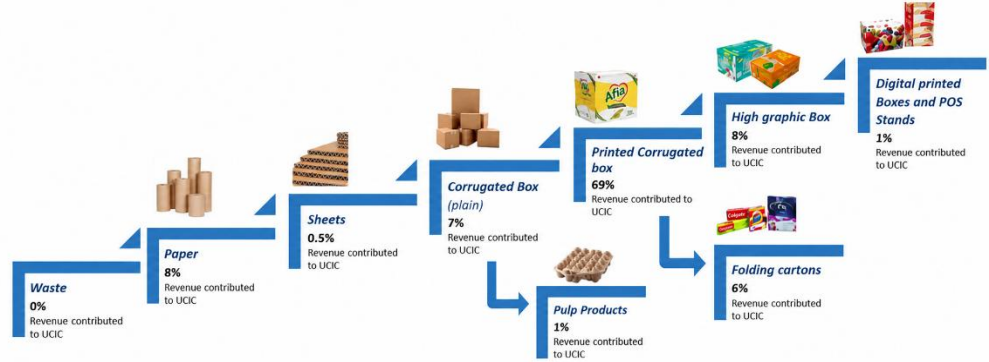
المصدر: إفصاح الشركة، دراية المالية.

تصنيع بعض مدخلات الإنتاج والارتفاع بالمنتجات نحو فئات أعلى قيمة يتيحان فرصاً محتملة على المدى الطويل

بالإضافة إلى افتراضات النمو الأساسية الواردة في نموذجنا، نرى فرصاً إضافية محتملة على المدى الطويل في تصنيع الشركة للورق الذي تستخدمه، وزيادة مساهمة منتجات الكرتون المضلع الأعلى قيمة. وتدرس الشركة المتحدة لصناعات الكرتون حالياً جدوى إنشاء مصنع للورق في السعودية بطاقة إنتاجية محتملة تتراوح بين نحو 100 ألف و 130 ألف طن سنوياً. وإذا مضت في المشروع، فستقترب من نموذج أعمال أكثر تكاملاً رأسياً، بما يتيح لها توفير نسبة أكبر من الورق اللازم لعمليات إنتاج الكرتون المضلع لديها. وإلى جانب تحسين توافر المواد الخام وتقليل تعرضها للورق المستورد وتكاليف الشحن واضطرابات سلاسل الإمداد، قد يتيح لها تصنيع الورق تحقيق جزء من هامش الربح الذي يحققه حالياً موردو الورق الخارجيون، ما يخفض فعلياً تكلفة توفير الورق ويعزز ربحيتها المجمعة. وبما أن الورق يمثل أكبر بنود تكلفة المدخلات في صناعة الكرتون المضلع، فقد يكون أثر المشروع على الأرباح ملموساً. لكن المشروع لا يزال قيد دراسة الجدوى، ولذلك لا ندرج أي مساهمة منه في توقعات سيناريو الأساس. وقد يمكن حجم أعمال الشركة أيضاً من شراء الورق من موردين خارجيين بأسعار أكثر تنافسية بفضل قوتها الشرائية، فيما يمكن بيع الورق المنتج داخلياً إلى شركات أصغر لصناعة الكرتون المضلع بأسعار بيع قد تكون أعلى، ما يدعم الهوامش بدرجة إضافية. وفي رأينا، تكمن أهمية تحديد طاقة إنتاجية للورق تكفي لتنويع مصادر المواد الخام من دون أن تُنشئ مخاطر كبيرة تتعلق بمعدل التشغيل إذا ضعف الطلب الخارجي على الورق، إذ يمكن لعمليات الكرتون المضلع لدى الشركة استهلاك أي فائض من إنتاج الورق داخلياً. وفي ضوء ذلك، نرى أن الطاقة المقترحة، البالغة بين 100 ألف و 130 ألف طن من الورق سنوياً، مناسبة لتحقيق قدر ملموس من التكامل في تصنيع مدخلات الإنتاج، مع الحد من مخاطر نشوء فائض مستمر في الطاقة الإنتاجية. وقد يوفر تصنيع الورق فائدة إضافية من خلال الاستفادة من المخلفات؛ إذ يمكن إعادة تدوير مخلفات الكرتون المضلع التي تبيعها الشركة حالياً لأطراف خارجية واستخدامها في المصنع المقترح، وقد تغطي نحو 40% من احتياجاته من المواد الخام، ما يحسن كفاءة استخدام الموارد ويعزز الجدوى الاقتصادية للمشروع.

ومن جهة أخرى، لدى الشركة المتحدة لصناعات الكرتون مجال لتحسين مزيج منتجاتها من خلال العبوات ذات الرسومات عالية الجودة والتغليف الرقمي. وهي منتجات أعلى قيمة، لكنها لا تمثل حالياً سوى نحو 9% إلى 10% من إيرادات الكرتون المضلع في السعودية. وقد تسهم زيادة مساهمتها تدريجياً في رفع أسعار البيع المحققة وهوامش الربح على المدى الطويل، بما يوفر عاملاً إضافياً لتحسين الربحية إلى جانب نمو الكميات الأساسي.

الشكل 5: تعتمد الشركة المتحدة لصناعات الكرتون الانتقال إلى منتجات أعلى قيمة لتعزيز هوامش الربح



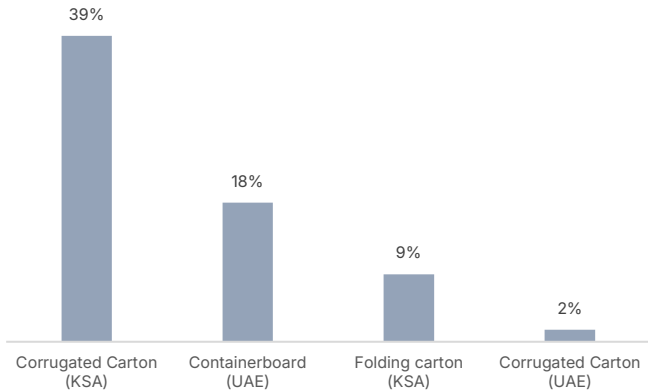
المصدر: إفصاح الشركة، دراية المالية.

المشهد التنافسي: حجم أعمال الشركة المتحدة لصناعات الكرتون وموثوقيتها وتكاملها مع عملائها تدعم ريادتها في السوق

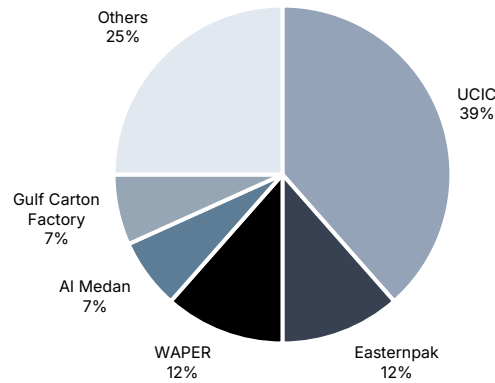
تبدو ريادة الشركة المتحدة لصناعات الكرتون في سوق الكرتون المضلع بالسعودية راسخة، إذ تُقدّر حصتها السوقية بنحو 37% إلى 40%، أي أكثر من ضعف حصة ثاني أكبر منافس، البالغة نحو 18%. وتتوزع بقية السوق بين عدة شركات إنتاج راسخة وأكثر من 50 مُصنِّعًا أصغر للكرتون المضلع، يعمل كثير منهم بصورة غير منتظمة أو موسمية. ونرى أن الشركة في وضع جيد للحفاظ على ريادتها، وربما زيادة حصتها السوقية، بفضل مزايا تتجاوز السعر. فحجم أعمالها وامتلاكها عدة مصانع في الرياض وجدة والأحساء يتيحان لها خدمة العملاء الكبار، وتقريب الإنتاج من مناطق الطلب، وتقليص أوقات التسليم، وتحقيق استمرارية أكبر للأعمال مقارنةً بالمنافسين الأصغر الذين يعملون من موقع واحد. وتكتسب هذه المزايا أهمية خاصة في صناعة الكرتون المضلع؛ فرغم أن العبوات تمثل جزءًا منخفض القيمة نسبيًا من المنتج النهائي للعميل، فإنها عنصر أساسي في سلسلة الإمداد، إذ قد يحول عدم توافر العبوات في الوقت المناسب دون شحن العملاء لمنتجاتهم. ومن ثم، فإن قدرة الشركة على مواصلة التوريد بانتظام رغم الاضطرابات الأخيرة في المواد الخام والشحن تعزز مكانتها كموردًا استراتيجيًا موثوقًا. كما أن علاقاتها مع عملاء تمتد لأكثر من 15 عامًا، وقاعدة عملائها التي تتجاوز 1,000 عميل، من بينهم شركات كبرى في قطاع السلع الاستهلاكية سريعة التداول والقطاع الصناعي، تشيران إلى متانة ارتباط العملاء بها. ويعزز التكامل التقني والخدمي مع العملاء هذه العلاقة بدرجة متزايدة؛ إذ يُقدّم نحو 75% من الطلبات عبر الإنترنت، ويستخدم 80% من أكبر 20 عميلًا للشركة منصة الطلبات الإلكترونية التابعة لها. ويمكن للعملاء تقديم الطلبات ومتابعتها، واعتماد تصاميم العبوات، والاطلاع على معلومات حساباتهم رقميًا، فيما يعزز إطلاق منصة خدمة العملاء Vocal Boxy المدعومة بالذكاء الاصطناعي الخدمات المقدمة لهم. وتستفيد الشركة أيضًا من تنوع منتجاتها وقدراتها في الطباعة، وشبكاتها اللوجستية القائمة، ومرونتها الأكبر في شراء المواد الخام، كما ظهر في قدرتها على التحول نحو الورق المحلي عندما اضطرت إمدادات الورق المستورد. ومن المتوقع أن تزداد أهمية هذه المزايا مع إضافة طاقة إنتاجية جديدة، بما يتيح للشركة الاستفادة من نمو القطاع وزيادة حصتها السوقية المحتملة من دون الاعتماد على خفض الأسعار بقوة. ونرى كذلك أن تهديد دخول منافسين أجانب أو استمرار التسعير الافتراضي محدود. فعبوات الكرتون المضلع كبيرة الحجم ومنخفضة القيمة نسبيًا، ما يجعل استيرادها من مسافات بعيدة غير مجدي اقتصاديًا. ويستلزم من أي منافس أجنبي جاد إنشاء عمليات تصنيع محلية. ومن المرجح أيضًا أن يحتاج المنافس الجديد إلى عمليات متكاملة رأسياً للحد من تقلب الهوامش. نظرًا إلى تواضع هوامش القطاع نسبيًا، وأن الاضطرابات الكبيرة في تكلفة المواد الخام أو توافرها قد تؤدي سريعًا إلى خسائر. لذلك، فإن المجال الاقتصادي المتاح لأي منافس قائم أو جديد للاستمرار في البيع بأسعار تقل عن مستويات السوق لمجرد اكتساب حصة سوقية محدود، في حين تتمتع الشركة بمزايا يصعب محاكاتها بالسعر وحده، تشمل حجم أعمالها وموثوقيتها وتكاملها مع العملاء وعلاقاتها الراسخة معهم.



الشكل 7: تهيمن الشركة المتحدة لصناعات الكرتون على سوق الكرتون المضلع في السعودية بحصة تبلغ نحو 39%



المصدر: إفصاح الشركة، دراية المالية.



المصدر: نشرة إصدار الشركة، البيانات لعام 2023.

الشكل 8: تحليل القوى التنافسية لبورتر- ريادة الشركة في السوق تعوّض أثر التحديات المتأصلة في هيكل القطاع

القوة التنافسية	تقييما	الاعتبارات الرئيسية
التنافس بين الشركات القائمة	متوسط إلى مرتفع	تمنح حصة الشركة المتحدة لصناعات الكرتون في سوق الكرتون المضلع بالسعودية، البالغة 37% إلى 40%. وشبكة مصانعها على مستوى المملكة، وعلاقتها مع العملاء، ميزة كبيرة. لكن منتجات الكرتون المضلع القياسية محدودة التمايز، وتعتمد الجدوى الاقتصادية للمصانع على معدلات التشغيل، ما يحفز المنافسين على تقديم أسعار شديدة التنافسية لرفع معدلات تشغيل طاقتهم الإنتاجية. وتشير آلية تعديل أسعار البيع لكل عميل على حدة أيضًا إلى وجود قيود تفرضها المنافسة.
تهديد دخول منافسين جدد	منخفض إلى متوسط	يتطلب دخول السوق على نطاق واسع استثمارات رأسمالية كبيرة، وقدرات فنية، والحصول على اعتماد العملاء، وتأمين إمدادات موثوقة من الورق، وشبكة مصانع موزعة جغرافيًا بكفاءة. وبشكل حجم أعمال الشركة المتحدة لصناعات الكرتون وانتشار مصانعها الثمانية حواجز أمام دخول المنافسين. ومع ذلك، فإن التقنية متاحة، ويمكن للشركات الجديدة الأصغر حجمًا استهداف مناطق محددة أو فئات متخصصة من المنتجات، لا سيما حيث تشجع السياسات الحكومية التوطن.
القوة التفاوضية للموردين	متوسط إلى مرتفع	تتأثر الشركة المتحدة لصناعات الكرتون بالأسعار المرجعية العالمية للورق، وتعتمد على مواد مستوردة، كما تتعرض للاضطرابات اللوجستية. وتصبح القوة التفاوضية للموردين مرتفعة عندما يقل توافر المواد. لكن ارتفاع أسعار المواد الخام وحده لا يدل بالضرورة على قوة تفاوضية لديهم، لأن الورق سلعة متداولة عالميًا. ويقلل تنويع مصادر التوريد، وزيادة المشتريات المحلية، والتكامل الرأسي الجزئي، اعتماد الشركة على موردين بعينهم.
القوة التفاوضية للعملاء	متوسط إلى مرتفع	قد يستغرق رفع أسعار البيع ما يصل إلى ستة أشهر، ويتفاوض عليه مع كل عميل على حدة، ما يشير إلى تمتع العملاء بقوة تفاوضية ملموسة. ويمكن للعملاء الكبار المقارنة بين الموردين، كما أن الانتقال بين موردي الكرتون القياسي لا يواجه عوائق كبيرة نسبيًا. وتحذ الشركة المتحدة لصناعات الكرتون من أثر ذلك بفضل موثوقية إمداداتها، وتعدد مصانعها، وعلاقتها المستمرة مع العملاء، ومنتجاتها الأكثر تخصيصًا، مثل الكرتون ذي التصميم الغنية بالرسومات والكرتون المطبوع رقميًا.
تهديد المنتجات البديلة	منخفض	يُعدّ التغليف بالكرتون المضلع خيارًا اقتصاديًا قابلاً لإعادة التدوير والتحلل الحيوي، ومناسبًا لاستخدامات النقل والأغذية والمشروبات والتجارة الإلكترونية. وتوفر الصناديق البلاستيكية ومواد التغليف المرنة والحلول القابلة لإعادة الاستخدام بدائل في بعض الاستخدامات، لكن لا يوجد بديل واضح يمكنه أن يحل محل التغليف بالكرتون المضلع على نطاق واسع. ومن المرجح أن تدعم توجهات الاستدامة التغليف الورقي أكثر من أن تضعف الطلب عليه.

المصدر: إفصاح الشركة، دراية المالية.

إجمالاً، نرى أن الشركة المتحدة لصناعات الكرتون تتمتع بمزايا تنافسية رغم عملها في قطاع يواجه تحديات متوسطة الحدة. ويعزز مكانتها حجم أعمالها وشبكة مصانعها، فضلاً عن معدل تكرار التعامل الذي يبلغ نحو 98% بين أكبر 50 عميلًا لديها. ومع ذلك، قد تؤدي الضغوط من الموردين والعملاء إلى تقلبات ملموسة في هامش الربح. لذا نرى أن استراتيجية الشركة لزيادة التكامل الرأسي وتوسيع منتجاتها المطبوعة الأعلى قيمة مهمة، إذ قد تخفف من أثر أقوى عاملي ضغط في تحليل بورتر.

الشكل 9: الميزة التنافسية

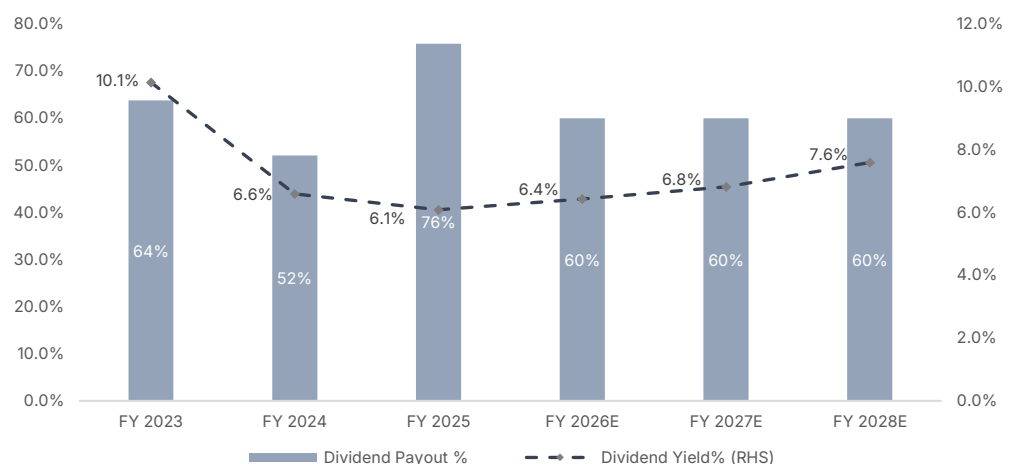
الميزة التنافسية	الأدلة الداعمة	الأثر على التقييم الاستثماري
حجم الأعمال	حصة سوقية تتراوح بين 37% و40% في السعودية؛ والأكثر في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	مرونة المشتريات والإنتاج، والقدرة على خدمة العملاء الكبار وتلبية الطلبات الكبيرة
فارق كبير عن ثاني أكبر منافس	تبلغ حصة ثاني أكبر منافس نحو 18% فقط.	لا يضاهي أي منافس حاليًا حجم أعمال الشركة المتحدة لصناعات الكرتون.
شبكة تضم عدة مصانع	6 مصانع في السعودية موزعة بين الرياض وجدة والأحساء، ومصنعان في الإمارات	يقلل الاعتماد على مصنع واحد ويقرب الطاقة الإنتاجية من العملاء
طاقة إنتاجية للمجموعة تبلغ نحو 500 ألف طن سنويًا	تعمل الشركة في عدة فئات، معظمها في الكرتون المضلع، وهي أكبر شركة في سوق الكرتون المضلع بالسعودية	يتيح حجم الأعمال خدمة العملاء ذوي الطلبات الكبيرة ويوفر مرونة في تلبية الطلبات
خبرة تتجاوز 30 عامًا	تمارس الشركة نشاط الكرتون المضلع منذ عام 1990	عمليات راسخة وعلاقات ممتدة مع العملاء
أكثر من 1,000 عميل	تبلغ حصة أكبر عميل من الإيرادات نحو 5%	قاعدة عملاء متنوعة وراسخة
عملاء من الشركات الرائدة	المراعي، وبروكتر آند جامبل، ويونيليفر، وببسي، ونستله، يولي العملاء الكبار عادةً أهمية أكبر لموثوقية وممارس، وغيرها	يولي العملاء الكبار عادةً أهمية أكبر لموثوقية التوريد والجودة
تقنيات طباعة متعددة	الطباعة الرقمية، وطباعة الأوفست، والطباعة الفلكسوغرافية	القدرة على تلبية نطاق أوسع من متطلبات التغليف
شبكة للتوزيع والخدمات اللوجستية	شبكة لوجستية تستخدم نظام تحديد المواقع، ومصانع تقع في مواقع استراتيجية	تسليم أسرع وتكاليف شحن أقل
التكامل الرقمي	يقدم حاليًا 75% من الطلبات عبر الإنترنت	يرفع جودة الخدمة ويجعل الشركة جزءًا من عمليات العملاء
بوابة العملاء	212 عميلًا نشطًا؛ ويقدم 80% من أكبر 20 عميلًا طلباتهم عبر الإنترنت؛ وأكثر من 50 ألف زيارة شهريًا	يعزز ارتباط العملاء بالشركة بما يتجاوز منتج الكرتون نفسه
التكامل الرأسي	التوسع في الكرتون المضلع بالإمارات، واحتمال إنشاء مصنع للورق في السعودية	يوفر حماية جزئية من اضطرابات المواد الخام والإمداد
قدرة سلسلة الإمداد على مواجهة الاضطرابات	لم تشهد العمليات اضطرابات كبيرة في النصف الأول من عام 2026 رغم الاضطرابات الجيوسياسية	موثوقية أثبتتها الشركة عمليًا وليسست نظرية فحسب

المصدر: إفصاح الشركة، دراية المالية.

القدرة القوية على توليد النقد تدعم عائد توزيعات أرباح مجزيًا ومتناميًا

نتوقع أن تحافظ الشركة المتحدة لصناعات الكرتون على مستوى جيد من توزيعات الأرباح، بدعم من تدفقاتها النقدية الحرة القوية وانخفاض مديونيتها. فقد وزعت الشركة نحو 76% من أرباح السنة المالية 2025، ونرى أن نسبة توزيع تقارب 60% قابلة للاستمرار مستقبلاً رغم التوسع المخطط في الطاقة الإنتاجية، إذ يتوقع تمويل معظم النفقات الرأسمالية من الموارد المتولدة داخليًا، وتشير توقعاتنا إلى استمرار توليد تدفقات نقدية حرة جيدة. كما يمنح انخفاض مديونية الشركة ميزانيتها مرونة إضافية للحفاظ على التوزيعات مع تنفيذ خطط النمو. وتتمتع الشركة أيضًا بطابع دفاعي، نظرًا إلى اعتماد جزء كبير من أعمالها على أسواق نهائية تتمتع بقدر نسبي من الاستقرار، مثل الأغذية والمشروبات والسلع الاستهلاكية سريعة التداول، حيث يميل الاستهلاك، ومن ثم الطلب على مواد التغليف، إلى الاستقرار نسبيًا عبر الدورات الاقتصادية. وعند سعر السوق الحالي، تشير تقديراتنا لأرباح السنة المالية 2026 وتوزيعاتها إلى عائد توزيعات مجزٍ يبلغ نحو 6%، ونتوقع ارتفاعه مع تعافي الأرباح ليصل إلى نحو 7.4% بحلول السنة المالية 2028 وفقًا لتقديراتنا.

الشكل 10: توزيعات أرباح مستقرة تدعمها الطبيعة الدفاعية للأسواق النهائية التي تخدمها الشركة، إلى جانب انخفاض الرافعة المالية.



المصدر: إفصاح الشركة، دراية المالية.

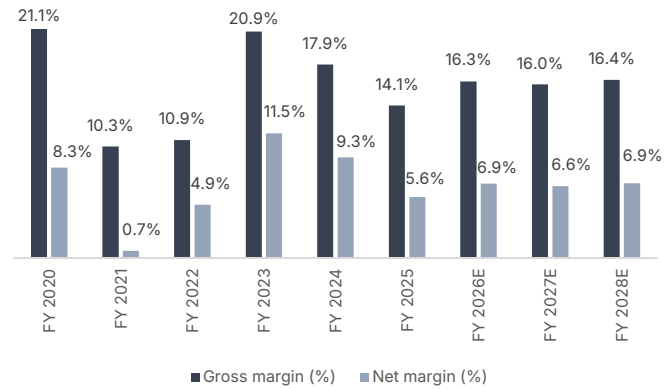
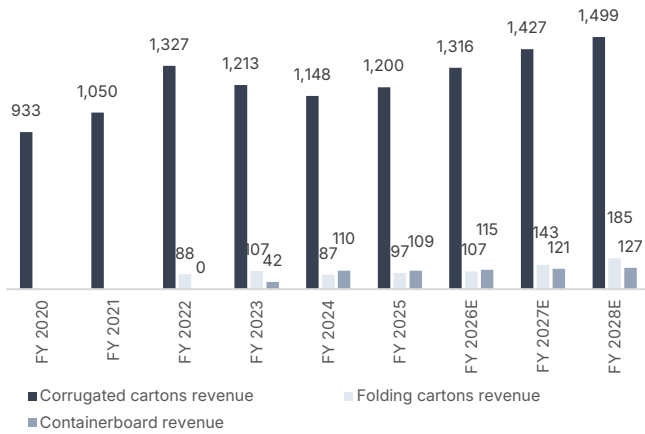
توضيح توقعات الأرباح

نتوقع أن تنمو الإيرادات بمعدل سنوي مركب يقارب 6% حتى عام 2030. مدفوعةً بصورة رئيسية بنمو يُقدَّر بنحو 4% إلى 5% في الأسواق النهائية، وفرص البيع المتقاطع، ومكاسب الحصة السوقية الناتجة عن إضافة الطاقة الإنتاجية، مع استفادة الشركة من مكانتها الرائدة في نشاط الكرتون المضلع. وعلى صعيد الهوامش، نتوقع أن يظل هامش الربح الإجمالي المجمع ضمن نطاق يتراوح بين نحو 16% و 18% حتى عام 2030، مع مساهمة التكامل الأمامي في الإمارات في تعزيز استقرار الهوامش. ولا يتضمن سيناريو الأساس لدينا التكامل الخلفي المحتمل عبر إنشاء مصنع جديد لإنتاج الورق في السعودية، ما يمثل فرصة لتحقيق نتائج تفوق تقديراتنا.

نتوقع أن تلبّي الشركة احتياجاتها من الإنفاق الرأسمالي بالاعتماد على مواردها المتولدة داخليًا، استنادًا إلى توقعات باستقرار التدفقات النقدية، وإضافة الطاقة الإنتاجية على مراحل حتى منتصف عام 2028، ونهج الإدارة المدروس والانتقائي في التوسع. لذلك، لا نتوقع ارتفاعًا ملموسًا في مصروف الفوائد من شأنه أن يقلل صافي الربح. ونقدّر أن يتراوح هامش صافي الربح بين نحو 6.5% و 8.0%، مع عودة تقلباته بصورة رئيسية إلى تكاليف المواد الخام المستوردة والشحن البحري والنفقات اللوجستية المرتبطة بهما.

الشكل 11: الإيرادات بحسب فئات المنتجات

الشكل 12: هامش الربح الإجمالي وصافي الربح



المصدر: إفصاح الشركة، دراية المالية.

المصدر: إفصاح الشركة، دراية المالية.

التقييم

نقيّم الشركة المتحدة لصناعات الكرتون بالجمع بوزن متساوٍ بين منهجية التدفقات النقدية المخصومة والتقييم النسبي بمكرر الربحية.

التدفقات النقدية المخصومة: بافتراض متوسط مرجح لتكلفة رأس المال يبلغ 11.0%، ومعدل نمو نهائي يبلغ 2.0%، وهيكل رأس مال مستهدف يتكون من 10% ديون و 90% حقوق ملكية، نتوصل إلى سعر مستهدف يبلغ 33.0 ريالاً للسهم.

التقييم النسبي: عدد الشركات المقارنة المدرجة محدود نسبياً؛ فالشركات المماثلة مباشرة لا تضاهي حجم أعمال الشركة، بينما لا تتطابق منتجات شركات التغليف الأكبر معها تمامًا، كما يوضح جدول الشركات المقارنة. ويتداول سهم الشركة حاليًا بمكرر ربحية معدّل لآخر 12 شهرًا يبلغ 11.0 مرة، بخضم قدره 54% عن متوسط الشركات المقارنة. ونقيّم السهم بمكرر ربحية مستهدف يبلغ 11.0 مرة، ما يشير إلى سعر مستهدف قدره 30.8 ريالاً للسهم. ويمثل المكرر المستهدف خصمًا قدره 54% عن متوسط مكررات الشركات المقارنة الحالي، و 46% عن وسيطها، و 38% عن متوسط مكرر ربحية الشركة المعدّل لآخر 12 شهرًا منذ إدراجها في منتصف عام 2025. ومع إقرارنا بالقيود الهيكلية المتمثلة في اعتدال نمو الأسواق النهائية وتقلب تكاليف المدخلات والهوامش تبعًا للدورات، فإن تعرض الشركة لأسواق نهائية ذات طابع دفاعي وإمكانات نموها من التوسع في الطاقة الإنتاجية يوازنان هذه القيود جزئيًا. كما تمنحها ريادتها السوقية أساسًا قويًا لإضافة طاقة إنتاجية، والاستفادة من نمو الطلب، وزيادة حصتها السوقية، وهو ما يدعم، في رأينا، المكرر المستهدف البالغ 11.0 مرة.

وبإعطاء المنهجيتين وزنًا متساويًا، نتوصل إلى سعر مستهدف مرجّح يبلغ 31.92 ريالاً للسهم، بما يمثل ارتفاعًا محتملاً بنسبة 30% عن سعر السوق الحالي. وعليه، نبدأ تغطيتنا للشركة بتوصية شراء.

الشكل 13: ملخص التقييم بمنهجية التدفقات النقدية المخصومة

نموذج التدفقات النقدية المخصومة	FY 2030E	FY 2029E	FY 2028E	FY 2027E	FY 2026E	FY 2025	FY 2024	FY 2023
صافي الربح	152.0	146.8	124.8	112.1	105.6	79.1	124.7	156.7
يُضاف: الإهلاك والإطفاء	95.7	93.2	90.5	84.6	77.9	78.7	73.6	70.7
يُضاف: مصروفات الفوائد	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.5	6.0	7.7
يُطرح: الإنفاق الرأسمالي	-95.7	-93.2	-90.5	-111.8	-77.5	-74.2	-57.0	-35.1
يُضاف أو يُطرح: التغيير في رأس المال العامل	-7.5	-9.2	-6.2	-59.4	-46.2	24.0	-64.1	106.3
التدفقات النقدية الحرة للشركة (FCFF)	149.5	142.6	123.6	30.4	64.7	113.2	83.2	306.3
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة	93.9	99.3	95.4	26.1	*1.6			

مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الحرة	316.2	يُطرح:	يُضاف:	
التدفق النقدي الحر للفترة (t+1)	152.5	الديون	النقد وما في حكمه	53.5
القيمة النهائية	1,713.2	التزامات عقود الإيجار	الاستثمارات	0.0
القيمة الحالية للقيمة النهائية	1,075.5	التزامات المناافع المحددة للموظفين	قيمة حقوق الملكية	1,320.7
قيمة المنشأة (EV)	1,391.6	الحصص غير المسيطرة (NCI)	قيمة السهم وفقًا لمنهجية التدفقات النقدية المخصومة	33.0

المصدر: بيانات الشركة، بلومبرغ، دراية المالية، *اقتصر التقدير على التدفقات النقدية الحرة للشركة للنصف الثاني من 2026، نظرًا إلى إعلان نتائج النصف الأول.

الشكل 14: مدخلات التقييم

تكلفة حقوق الملكية (ke)	11.2%
تكلفة الدين بعد الضريبة (kd)	8.5%
نسبة الدين إلى رأس المال	10.0%
المتوسط المرجّح لتكلفة رأس المال (WACC)	11.0%

المصدر: بيانات الشركة، بلومبرغ، دراية المالية.

الشكل 15: تقييم الشركات المقارنة

اسم الشركة	الدولة	القيمة السوقية المعدلة (مليون ريال)	صافي المبيعات 12 شهرًا (مليون ريال)	هامش الربح التشغيلي 12 شهرًا	مكرر الربحية*	مكرر القيمة الدفترية	المكرر الحالي لقيمة المنشأة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك	العائد على حقوق الملكية	العائد على الأصول	عائد توزيعات الأرباح	عائد التدفقات النقدية الحرة	نسبة الدين إلى حقوق الملكية
شركة الشرق الأوسط لصناعة وإنتاج الورق	السعودية	1,434	1,069	4.2%	53.4x	0.9x	11.6x	1.6%	1.0%	0.0%	-16.1%	0.5x
الشركة السعودية لصناعة الورق	السعودية	2,252	915	17.1%	20.3x	3.5x	12.2x	18.5%	8.4%	0.8%	2.0%	0.7x
شركة منزل الورق	السعودية	210	111	16.0%	9.6x	1.9x	9.8x	21.7%	16.0%	-	4.8%	-
الشركة العمانية للتغليف	عمان	72	112	6.5%	12.3x	1.0x	5.7x	7.9%	5.5%	4.4%	13.6%	0.1x
شركة الشعبية الصناعية	الكويت	274	166	7.4%	25.1x	1.2x	9.4x	5.0%	3.9%	3.1%	6.7%	0.1x
المتوسط				10.2%	24.1x	1.7x	9.7x	10.9%	7.0%	2.1%	2.2%	0.4x
الوسيط				7.4%	20.3x	1.2x	9.8x	7.9%	5.5%	1.9%	4.8%	0.3x
الشركة المتحدة لصناعات الكرتون	السعودية	986	1,459	7.9%	9.3x	1.6x	5.2x	17.5%	10.1%	8.1%	4.6%	0.1x

المصدر: بيانات الشركة، بلومبرغ، دراية المالية، مكرر الربحية محسوب على أساس آخر 12 شهرًا، دون تعديل.

المخاطر الرئيسية

- تقلب أسعار المواد الخام: يُعد الورق أكبر بنود تكلفة المدخلات لدى الشركة المتحدة لصناعات الكرتون، ما يجعل ربحيتها حساسة لتغير أسعار ورق صناعة الكرتون المضلع. وقد تؤدي الزيادة الحادة في أسعار الورق، خصوصًا إذا تأخر تعديل أسعار البيع، إلى تراجع هوامش الربح الإجمالي والأرباح. وظهر ذلك في السنتين الماليتين 2021 و2025، حين أسهم ارتفاع تكاليف الورق في انكماش ملموس للهوامش.
- الاضطرابات الجيوسياسية واضطرابات سلاسل الإمداد: تستورد الشركة نسبة معتبرة من احتياجاتها من الورق، بما في ذلك من أوروبا. وقد تؤدي التوترات الجيوسياسية أو اضطرابات الشحن أو ارتفاع تكاليفه أو طول فترات النقل إلى زيادة تكلفة المواد الخام عند وصولها، وربما التأثير في توافرها. ورغم أن زيادة المشتريات المحلية تخفف بعض هذه الآثار، فإن استمرار الاضطرابات قد يضغط على الهوامش ورأس المال العامل.
- عدم القدرة على تمرير ارتفاع تكاليف المدخلات إلى العملاء: عدّلت الشركة أسعار بيعها تاريخيًا استجابةً لتغير تكاليف الورق، لكن توقيت هذه التعديلات وحجمها يعتمدان على ظروف المنافسة والمفاوضات مع العملاء. ويمثل استمرار ارتفاع تكاليف المدخلات بوتيرة تفوق زيادات أسعار البيع خطرًا رئيسيًا على افتراضاتنا للهوامش.
- ضغوط المنافسة والتوسع: رغم حصة الشركة الرائدة، التي تبلغ نحو 37% إلى 40% من سوق الكرتون المضلع في السعودية، يضم القطاع عدة منتجين راسخين وعددًا كبيرًا من المصنعين الأصغر. وقد يحد التسعير الشديد التنافسية من جانب المنافسين، أو إضافة طاقات إنتاجية جديدة، أو دخول شركات جديدة، من قدرة الشركة على رفع الأسعار أو زيادة حصتها السوقية أو الحفاظ على معدلات التشغيل.
- نمو الطلب بوتيرة أبطأ من المتوقع: يرتبط الطلب على التغليف بالكرتون المضلع بنشاط قطاعات السلع الاستهلاكية سريعة التداول والأغذية والمشروبات والإنتاج الصناعي وغيرها من الأسواق النهائية. ورغم استفادة الشركة من فئات استهلاكية تتمتع باستقرار نسبي، فإن ضعف النشاط الاقتصادي أو تباطؤ نمو التصنيع والاستهلاك قد يؤدي إلى كميات طلب على مواد التغليف أقل من المتوقع.
- تركز العملاء وقوتهم التفاوضية: توزد الشركة المتحدة لصناعات الكرتون منتجاتها لعدد من كبار العملاء في قطاعي السلع الاستهلاكية سريعة التداول والأغذية والمشروبات والصناعة. ويتمتع العملاء الكبار عادةً بقوة تفاوضية كبيرة قد تحد من قدرة الشركة على رفع الأسعار، خصوصًا في فترات ضعف الطلب في القطاع. وقد يؤثر فقدان أحد العملاء الرئيسيين سلبيًا في كميات المبيعات ومعدلات التشغيل.
- توليد النقد وتوزيعات الأرباح بمستويات أقل من المتوقع: تفترض رؤيتنا الاستثمارية تدفقات نقدية حرة جيدة واستدامة نسبة توزيع أرباح تقارب 60%. وقد تؤدي زيادة الإنفاق الرأسمالي أو احتياجات رأس المال العامل، أو تراجع الربحية، أو الاستثمار الكبير في مشاريع جديدة، إلى خفض النقد المتاح للتوزيع، فتأتي توزيعات الأرباح دون تقديراتنا.
- تعافي الهوامش دون مستوى التوقعات: يُعد تعافي الربحية من مستوياتها المنخفضة في السنة المالية 2025 عنصرًا رئيسيًا في رؤيتنا الاستثمارية. وقد يحول استمرار ارتفاع تكاليف الورق والشحن والطاقة أو غيرها من تكاليف التشغيل، إلى جانب عدم كفاية التحسن في أسعار البيع، دون وصول الهوامش إلى مستويات توقعاتنا، ما يشكل خطرًا رئيسيًا على الأرباح والتقييم.

نبذة عن الشركة

الشركة المتحدة لصناعات الكرتون شركة سعودية لتصنيع مواد التغليف، تتمتع بخبرة تشغيلية تزيد على ثلاثة عقود. بدأت إنتاج الكرتون المضلع في عام 1990، وأصبحت منذ ذلك الحين أكبر منتج له في السعودية ومنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا. وتعمل الشركة في السعودية والإمارات، وتضم مجموعة منتجاتها الكرتون المضلع، والعبوات الكرتونية القابلة للطي، وورق صناعة الكرتون المضلع. ويظل الكرتون المضلع نشاطها الرئيسي، إذ يمثل نحو 86% من إيرادات المجموعة. وتُقدّر حصة الشركة في سوق الكرتون المضلع بالسعودية بنحو 37% إلى 40%، أي أكثر من ضعف حصة ثاني أكبر منتج، البالغة نحو 18%. كما تبلغ حصتها نحو 8% إلى 9% من سوق العبوات الكرتونية القابلة للطي في السعودية، و 15% إلى 20% من سوق ورق صناعة الكرتون المضلع في الإمارات، و 1% إلى 2% من سوق الكرتون المضلع في الإمارات. ومن حيث التوزيع الجغرافي للإيرادات، تأتي نحو 90% منها من السعودية، والبقية من الإمارات. وتمثل مبيعات عبوات الكرتون المضلع في السعودية نحو 80% من إجمالي إيرادات المجموعة.

الشكل 16: لمحة عن الشركة المتحدة لصناعات الكرتون

المؤشرات التشغيلية الرئيسية	الوضع الحالي
تاريخ النشاط التشغيلي	أكثر من 30 عامًا
الطاقة الإنتاجية للمجموعة	نحو 500 ألف طن سنويًا
قاعدة العملاء	>1,000
عدد المصانع في السعودية	6
عدد المصانع في الإمارات	2
الحصة من سوق الكرتون المضلع في السعودية	37-40% c.
الحصة من سوق العبوات الكرتونية القابلة للطي في السعودية	8-9% c.
الحصة من سوق ورق صناعة الكرتون المضلع في الإمارات	15-20% c.
الحصة من سوق الكرتون المضلع في الإمارات	1-2% c.

المصدر: بيانات الشركة، دراية المالية.

فئات المنتجات

الكرتون المضلع هو النشاط الرئيسي للشركة: يُعد الكرتون المضلع أكبر أنشطة الشركة المتحدة لصناعات الكرتون، ويشمل ألواح الكرتون المضلع والعبوات المصنّعة منها، والمستخدمة في نقل وتخزين وعرض مجموعة واسعة من المنتجات الاستهلاكية والصناعية. وتتراوح منتجات الشركة بين العبوات التقليدية والعبوات الأعلى قيمة ذات التصاميم الغنية بالرسومات أو المطبوعة رقميًا، ما يتيح لها تلبية متطلبات النقل المعتادة واحتياجات التغليف الأكثر تخصيصًا. وتبلغ الطاقة الإنتاجية الحالية لعمليات الكرتون المضلع في السعودية نحو 387 ألف طن سنويًا، بمعدل تشغيل يتراوح بين نحو 87% و 90%. وتضم شبكة التصنيع التابعة للشركة ستة مصانع موزعة بين الرياض وجدة والأحساء. كما تدير مصنعًا للكرتون المضلع في رأس الخيمة بالإمارات، بطاقة إنتاجية حالية تبلغ نحو 20 ألف طن سنويًا ومعدل تشغيل يتراوح بين نحو 82% و 85%.

العبوات الكرتونية القابلة للطي وورق صناعة الكرتون المضلع يوسّعان مجموعة المنتجات: يوفر نشاط العبوات الكرتونية القابلة للطي تغليفًا موجهًا أساسًا للمنتجات الاستهلاكية التي تتطلب طباعة أعلى جودة وعنايةً بطريقة عرض المنتج. وتبلغ الطاقة الإنتاجية الحالية لهذا النشاط نحو 21 ألف طن سنويًا، بمعدل تشغيل يتراوح بين نحو 72% و 74%، وحصة سوقية تُقدّر بنحو 8% إلى 9% في السعودية.

وفي الإمارات، تدير الشركة نشاطًا لإنتاج ورق صناعة الكرتون المضلع من مواد معاد تدويرها، بطاقة إنتاجية تبلغ نحو 72 ألف طن سنويًا ومعدل تشغيل يتراوح بين نحو 98% و 100%. وينتج هذا النشاط ورق صناعة الكرتون المضلع، بما في ذلك ورق التست لاينر وورق الفلوتينغ، الذي يمثل المادة الورقية الأساسية المستخدمة في إنتاج الكرتون المضلع. ويمنح ذلك الشركة حضورًا في مرحلة إنتاج الورق ضمن سلسلة قيمة التغليف، إلى جانب عملياتها لإنتاج الكرتون المضلع في السعودية والإمارات.

الانتشار الجغرافي للمصانع

انتشار واسع للمصانع في السعودية والإمارات: تدير الشركة ثمانية مصانع في البلدين، منها ستة مصانع موزعة بين الرياض وجدة والأحساء، ومصنعان في الإمارات. وتركز مصانعها في السعودية أساسًا على الكرتون المضلع والعبوات الكرتونية القابلة للطي، بينما تشمل عملياتها في الإمارات الكرتون المضلع وورق صناعتها. ويقرب التوزيع الجغرافي للمصانع الإنتاج من مراكز الطلب الرئيسية، ويدعم قدرة الشركة على خدمة العملاء في أسواقها الرئيسية.

الشكل 17: الطاقة الإنتاجية الحالية ومعدلات التشغيل

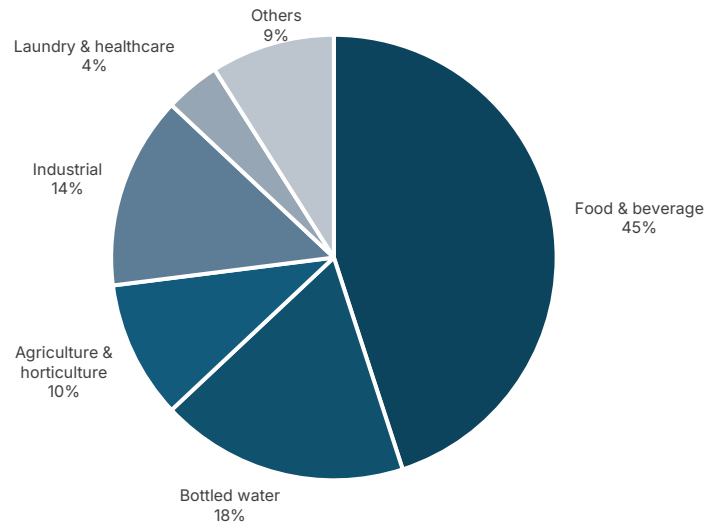
الموقع الجغرافي	المنتج	الطاقة الإنتاجية الحالية	معدل التشغيل	الحصة السوقية
السعودية	الكرتون المضلع	نحو 387 ألف طن سنوياً	c.87-90%	c.37-40%
السعودية	العبوات الكرتونية القابلة للطي	نحو 21 ألف طن سنوياً	c.72-74%	c.8-9%
الإمارات	الكرتون المضلع	نحو 20 ألف طن سنوياً	c.82-85%	c.1-2%
الإمارات	ورق صناعة الكرتون المضلع	نحو 72 ألف طن سنوياً	c.98-100%	c.15-20%

المصدر: بيانات الشركة، دراية المالية.

قاعدة عملاء متنوعة في الأسواق النهائية الاستهلاكية والصناعية

تخدم الشركة المتحدة لصناعات الكرتون أكثر من 1,000 عميل في مجموعة واسعة من الأسواق النهائية، تشمل الأغذية والمشروبات والمياه المعبأة والسلع الاستهلاكية سريعة التداول والمنتجات الصناعية. وتضم قاعدة عملائها شركات محلية وعالمية كبرى، مثل المراعي وبروكت أند جامبل ويونيليفر وبيبي ونستله ومارس. ويظل تركّز العملاء محدوداً نسبياً، إذ تبلغ حصة أكبر عميل من الإيرادات نحو 5%، فيما تمتد علاقات الشركة مع عدد من عملائها لأكثر من 15 عامًا. كما وتبعت الشركة استخدام القنوات الرقمية في تعاملها مع العملاء، ويُقدّم حالياً نحو 75% من الطلبات عبر الإنترنت.

الشكل 18: الطلب على الكرتون المضلع في السعودية بحسب الأسواق النهائية، 2023



المصدر: نشرة إصدار الشركة، دراية المالية.

الورق هو المادة الخام الرئيسية

يُعد ورق صناعة الكرتون المضلع المادة الخام الرئيسية في عمليات الشركة المتحدة لصناعات الكرتون لإنتاج الكرتون المضلع، ويمثل أكبر بنود تكلفة الإنتاج. وتشكل المواد الخام نحو 70% من إجمالي تكلفة البضاعة المباعة، ويستحوذ الورق على معظم تكلفة هذه المواد. وتشمل المواد الخام الأخرى المستخدمة في التصنيع النشا والأحبار والغراء والبوراكس والصودا الكاوية، لكن مساهمتها في إجمالي التكاليف أقل بكثير. وتشمل تكلفة المواد الخام المسجلة أيضاً تكاليف نقل المواد إلى مصانع الشركة وغيرها من التكاليف المرتبطة بوصولها، ولذلك تتأثر تكلفة الورق المستورد عند وصوله بأسعار الورق نفسها وتكاليف الشحن الدولي.

تحصل الشركة على الورق من موردين محليين ودوليين، وقد مثّلت أوروبا تاريخياً مصدراً مهماً للمواد المستوردة، بنحو 50% من إجمالي المواد. وتضم قاعدة مورديها شركات في السعودية والسويد وإسبانيا والإمارات. ويمنح نشاط إنتاج ورق صناعة الكرتون المضلع في الإمارات الشركة حضوراً في مرحلة تصنيع الورق، لكنها تظل مشترطاً صافياً له لتلبية احتياجات عمليات الكرتون المضلع الأكبر حجماً لديها. ولا يعود ذلك إلى عدم كفاية طاقتها الداخلية لإنتاج الورق مقارنةً باحتياجات المجموعة فحسب، بل يرتبط أيضاً بالجدوى الاقتصادية لتوريد الورق من الإمارات إلى عملياتها في السعودية؛ إذ تضيف عمليات النقل عبر الحدود تكاليف لوجستية قد تجعل الورق المنتج داخلياً أقل تنافسية من الورق المشتري محلياً أو من الموردين مباشرةً. وفي المقابل، يمنح حجم



أعمال الشركة قوة شرائية كبيرة عند شراء ورق صناعة الكرتون المضلع من موردين خارجيين، وقد يتيح لها الحصول على أسعار أكثر تنافسية عند الشراء بكميات كبيرة. كما يمكنها بيع الورق الذي تنتجه إلى شركات أصغر لصناعة الكرتون المضلع لا تتمتع بقوة شرائية مماثلة، وربما بأسعار أعلى. لذلك، ليس استهلاك أكبر كمية ممكنة من الورق المنتج في الإمارات داخل المجموعة بالضرورة الخيار الأمثل اقتصاديًا؛ إذ تستطيع الشركة الموازنة بين استهلاكه داخليًا وبيعه خارجيًا وفقًا لأسعار الشراء وتكاليف الشحن وأسعار البيع السائدة في السوق.

وسَّعت الشركة المتحدة لصناعات الكرتون نطاق منتجاتها وانتشارها الجغرافي عبر الاستحواذات

تأسست الشركة المتحدة لصناعات الكرتون في عام 1988، وبدأت عمليات إنتاج الكرتون المضلع بعد ذلك بوقت قصير. وعلى مدى أكثر من ثلاثة عقود، توسَّعت الشركة من خلال نمو أعمالها القائمة والاستحواذات. وكانت إحدى خطواتها المبكرة المهمة الاستحواذ على شركة مصنع الكرتون السعودي في عام 2001، التي دُمجت لاحقًا في الشركة المتحدة لصناعات الكرتون عام 2009. وفي الآونة الأخيرة، وسَّعت المجموعة مجموعة منتجاتها بالاستحواذ على شركة صناعات التغليف المتكاملة (IPIC) في مارس 2022، ما أضاف العبوات الكرتونية القابلة للطي والمنتجات القائمة على لب الورق إلى أنشطتها. وتبع ذلك الاستحواذ على شركة الصناعات الورقية المتحدة (UPIC) في يوليو 2023، ما منحها حضورًا في إنتاج ورق صناعة الكرتون المضلع من مواد معاد تدويرها في الإمارات. ثم وسَّعت الشركة حضورها في إنتاج عبوات التغليف بالإمارات عبر الاستحواذ على شركة رأس الخيمة للتغليف في عام 2024، وأكملت طرحها العام الأولي وأدرجت في السوق المالية السعودية في مايو 2025، منتقلةً بذلك من مجموعة تغليف مملوكة ملكية خاصة إلى شركة مدرجة.

الشكل 19: أبرز المحطات في مسيرة الشركة المتحدة لصناعات الكرتون

السنة	الحدث الرئيسي
1988	تأسيس الشركة
2001	الاستحواذ على شركة مصنع الكرتون السعودي
2007	الاستحواذ على شركة الباطين للكرتون
2009	دمج شركة مصنع الكرتون السعودي في الشركة المتحدة لصناعات الكرتون
2015	الاستحواذ على الشركة الوطنية للتغليف المحدودة
2017	تحول الشركة إلى شركة مساهمة مقفلة وإنشاء مصنع جديد في الخرج
2022	الاستحواذ على شركة صناعات التغليف المتكاملة (IPIC)، وإضافة العبوات الكرتونية القابلة للطي والمنتجات القائمة على لب الورق
2023	الاستحواذ على شركة الصناعات الورقية المتحدة (UPIC)، وإضافة نشاط إنتاج ورق صناعة الكرتون المضلع من مواد معاد تدويرها في الإمارات
2024	الاستحواذ على شركة رأس الخيمة للتغليف، وإضافة نشاط إنتاج الكرتون المضلع في الإمارات
2025	إدراج الشركة المتحدة لصناعات الكرتون في السوق المالية السعودية

المصدر: بيانات الشركة، دراية المالية.

الشركات التابعة المملوكة بالكامل توسَّع حضور المجموعة عبر سلسلة قيمة التغليف

تضم الشركة المتحدة لصناعات الكرتون، بصفتها الشركة الأم، عمليات إنتاج الكرتون المضلع الرئيسية في السعودية، التي تمثل غالبية إيرادات المجموعة وإنتاجها. وإلى جانب الشركة الأم، تعمل المجموعة من خلال أربع شركات تابعة مملوكة لها بالكامل، توسَّع نطاق منتجاتها وانتشارها الجغرافي. وتعمل شركة صناعات التغليف المتكاملة (IPIC) في السعودية، وتنتج العبوات الكرتونية القابلة للطي والمنتجات القائمة على لب الورق. كما أن شركة صناعة الورق المتكاملة مسجلة في السعودية. وفي الإمارات، تدير شركة الصناعات الورقية المتحدة (UPIC) نشاط المجموعة لإنتاج ورق صناعة الكرتون المضلع من مواد معاد تدويرها، بما في ذلك ورق التست لاينر وورق الفلوتينغ المستخدمان في صناعة الكرتون المضلع. بينما تدير شركة رأس الخيمة للتغليف نشاط المجموعة لإنتاج الكرتون المضلع هناك. وتملك الشركة المتحدة لصناعات الكرتون فعليًا 100% من هذه الشركات التابعة، إذ تملك 99.7% من شركة الصناعات الورقية المتحدة مباشرةً، والنسبة المتبقية البالغة 0.3% بصورة غير مباشرة عبر شركة صناعات التغليف المتكاملة. وبذلك، يمنح هيكل المجموعة الشركة حضورًا في تصنيع ورق صناعة الكرتون المضلع، وكذلك في إنتاج الكرتون المضلع والعبوات الكرتونية القابلة للطي.



الشكل 20: هيكل مجموعة الشركة المتحدة لصناعات الكرتون

الشركة	النشاط الرئيسي	الموقع الجغرافي
الشركة المتحدة لصناعات الكرتون (الشركة الأم)	إنتاج الكرتون المضلع	السعودية
شركة صناعات التغليف المتكاملة (IPIC)	العبوات الكرتونية القابلة للطي والمنتجات القائمة على لب الورق	السعودية
شركة صناعة الورق المتكاملة*	ورق صناعة الكرتون المضلع	السعودية
شركة الصناعات الورقية المتحدة (UPIC)	ورق صناعة الكرتون المضلع	الإمارات
شركة رأس الخيمة للتغليف	إنتاج الكرتون المضلع	الإمارات

المصدر: بيانات الشركة، دراية المالية*تأسست الشركة، لكن لم تُصَف أي طاقة إنتاجية حتى الآن، ولا تزال دراسات جدوى إنشاء مصنع لورق صناعة الكرتون المضلع في السعودية جارية.

ملخص توقعات القوائم المالية والنسب المالية الرئيسية

قائمة الدخل

بملايين الريالات السعودية، ما لم يُذكر خلاف ذلك

FY 2028E	FY 2027E	FY 2026E	FY 2025	FY 2024	FY 2023	
1,811	1,691	1,537	1,406	1,344	1,362	الإيرادات
7.1%	10.0%	9.3%	4.6%	-1.3%	-3.7%	نمو الإيرادات
-1,513	-1,420	-1,287	-1,209	-1,104	-1,077	تكلفة البضاعة المباعة
297	271	250	198	240	284	الربح الإجمالي
16.4%	16.0%	16.3%	14.1%	17.9%	20.9%	هامش الربح الإجمالي
-157	-145	-132	-109	-94	-110	إجمالي المصروفات التشغيلية
140	126	119	89	146	175	الربح التشغيلي
7.7%	7.5%	7.7%	6.3%	10.8%	12.8%	هامش الربح التشغيلي
-5	-5	-5	-6	-6	-8	تكاليف التمويل
231	211	197	168	219	245	الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء
12.7%	12.5%	12.8%	11.9%	16.3%	18.0%	هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء
137	123	116	87	140	167	الربح قبل الزكاة والضريبة
-12	-11	-10	-8	-15	-10	الزكاة/الضريبة
125	112	106	79	125	157	صافي ربح الفترة
6.9%	6.6%	6.9%	5.6%	9.3%	11.5%	هامش صافي الربح
11.3%	6.2%	33.4%	-36.5%	-20.4%	125.4%	التغير على أساس سنوي
125	112	106	79	125	157	صافي الربح العائد إلى مساهمي الشركة المتحدة لصناعات الكرتون
6.9%	6.6%	6.9%	5.6%	9.3%	11.5%	هامش صافي الربح
3.1	2.8	2.6	2.0	3.1	3.9	ربحية السهم
1.9	1.7	1.6	1.5	1.6	2.5	توزيعات الأرباح للسهم
60.0%	60.0%	60.0%	75.8%	52.1%	63.8%	نسبة توزيع الأرباح
-0.1x	0.0x	-0.1x	-0.1x	0.0x	0.0x	صافي الدين/(النقد)، باستثناء التزامات عقود الإيجار
0.0x	0.0x	0.0x	0.0x	0.1x	0.1x	صافي الدين/(النقد)، شاملاً التزامات عقود الإيجار

المصدر: بيانات الشركة، دراية المالية.

قائمة المركز المالي

بملايين الريالات السعودية، ما لم يُذكر خلاف ذلك

FY 2028E	FY 2027E	FY 2026E	FY 2025	FY 2024	FY 2023	
207	205	189	201	188	170	المخزون
347	340	313	261	235	223	الذمم المدينة التجارية والأرصدة الأخرى
73	26	66	85	38	31	النقد وما في حكمه
639	581	602	576	500	447	إجمالي الأصول المتداولة
431	431	403	398	393	379	الممتلكات والمعدات
5	5	5	6	7	4	الأصول غير الملموسة
49	49	49	54	53	48	أصول حق الاستخدام
529	529	502	502	497	479	إجمالي الأصول غير المتداولة
1,168	1,110	1,104	1,078	998	926	إجمالي الأصول
3	3	3	30	54	30	القروض قصيرة الأجل
0	0	0	0	0	0	الجزء المتداول من القروض طويلة الأجل
270	267	245	263	199	173	الذمم الدائنة التجارية والأرصدة الأخرى
308	304	345	374	342	337	الالتزامات المتداولة
0	0	0	0	0	0	القروض طويلة الأجل
44	44	44	48	48	43	الجزء غير المتداول من التزامات عقود الإيجار
113	113	113	116	110	106	الالتزامات غير المتداولة
747	693	647	588	546	482	حقوق الملكية
1,168	1,110	1,104	1,078	998	926	إجمالي حقوق الملكية والالتزامات

المصدر: بيانات الشركة، دراية المالية.

قائمة التدفقات النقدية المختصرة

بملايين الريالات السعودية، ما لم يُذكر خلاف ذلك

FY 2028E	FY 2027E	FY 2026E	FY 2025	FY 2024	FY 2023	
209	137	133	169	166	324	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية
-91	-112	-73	-58	-105	-84	التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية
-71	-65	-80	-64	-54	-219	التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية
47	-40	-19	47	7	21	إجمالي التدفقات النقدية

المصدر: بيانات الشركة، دراية المالية.

النسب والمؤشرات المالية الرئيسية

FY 2028E	FY 2027E	FY 2026E	FY 2025	FY 2024	FY 2023	
نسب الربحية						
11.0%	10.1%	9.7%	7.6%	13.0%	17.2%	العائد على الأصول
17.3%	16.7%	17.1%	14.0%	24.3%	34.5%	العائد على حقوق الملكية
19.2%	17.5%	18.7%	15.1%	23.7%	32.8%	العائد على رأس المال المستثمر
12.7%	12.5%	12.8%	11.9%	16.3%	18.0%	هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء
6.9%	6.6%	6.9%	5.6%	9.3%	11.5%	هامش صافي الربح
نسب السيولة						
2.1x	1.9x	1.7x	1.5x	1.5x	1.3x	نسبة الأصول المتداولة إلى الالتزامات المتداولة
0.1x	0.1x	0.1x	0.1x	0.2x	0.2x	نسبة صافي الدين إلى إجمالي حقوق الملكية (شاملاً التزامات عقود
70	72	73	68	64	60	أيام تحصيل الذمم المدينة
50	52	53	61	62	58	أيام بقاء المخزون
65	68	69	79	66	59	أيام سداد الذمم الدائنة
55	57	57	49	60	59	دورة تحويل النقد
نسب المديونية						
-0.1x	0.1x	-0.1x	0.0x	0.3x	0.2x	نسبة صافي الدين إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك
-0.3x	-0.1x	-0.3x	-0.3x	0.1x	0.0x	نسبة صافي الدين إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك
0.1x	0.1x	0.1x	0.1x	0.2x	0.2x	نسبة الدين إلى حقوق الملكية (شاملاً التزامات عقود الإيجار)
0.0x	0.0x	0.0x	0.0x	0.1x	0.1x	نسبة صافي الدين إلى حقوق الملكية (شاملاً التزامات عقود الإيجار)
نسب التقييم						
8.0x	8.9x	9.4x	12.6x	8.0x	6.3x	مكرر الربحية
1.3x	1.4x	1.5x	1.7x	1.8x	2.1x	مكرر القيمة الدفترية
0.5x	0.6x	0.6x	0.7x	0.7x	0.7x	مكرر المبيعات
5.1x	5.6x	6.0x	7.0x	5.3x	4.8x	مكرر قيمة المنشأة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك
11.9%	2.6%	6.1%	11.2%	6.2%	24.1%	عائد التدفقات النقدية الحرة
7.5%	6.8%	6.4%	6.0%	6.5%	10.1%	عائد توزيعات الأرباح

المصدر: بيانات الشركة، دراية المالية

الإفصاحات وإخلاءات المسؤولية

إقرار المحلل

إن المحلل/المحللين المسؤولين عن هذا التقرير، وكذلك أفراد أسرهم، لا يملكون أي مصلحة مالية في أوراق الشركة موضوع التغطية، بما في ذلك - على سبيل المثال لا الحصر - الخيارات، والحقوق، وأوراق الضمان، والعقود المستقبلية، أو أي مراكز شراء أو بيع. كما أن المحلل/المحللين وأفراد أسرهم لا يشغلون أي مناصب تنفيذية أو عضوية في مجلس الإدارة أو لجان استشارية لدى الشركة محل التقرير. ولا ترتبط تعويضات المحلل/المحللين بإيرادات أنشطة الاستثمار البنكي لدى شركة دراية المالية، ولم يتم تقديم أي تعويض لهم من الشركة محل التغطية خلال الاثني عشر شهراً الماضية.

ويجوز لموظفي دراية المالية ومن يرتبط بهم، بمن فيهم المحلل/المحللون الذين أعدوا هذا التقرير، الحصول على مكافآت عامة غير مرتبطة بمنتج أو خدمة محددة. وقد تُحدد هذه المكافآت بناءً على عدة عوامل، من بينها الإيرادات الإجمالية لدراية المالية وشركاتها التابعة، إضافةً إلى حصص من عوائد مجموعة واسعة من المنتجات الاستثمارية. كما يجوز للمديرين أو المحللين أو الموظفين لدى الشركة إجراء معاملات أو الاحتفاظ بمراكز شراء أو بيع في الأوراق المالية المشار إليها في هذا التقرير أو الأدوات المرتبطة بها كالخيارات وأوراق الضمان.

إخلاء مسؤولية

أعد هذا التقرير من قبل شركة دراية المالية، ومقرها الرياض، المملكة العربية السعودية، والمرخصة من قبل هيئة السوق المالية برقم 08109-27، وذلك لغرض تزويد عملائها بالمعلومات العامة، وهو موجه حصرياً للاستخدام الشخصي للمتلقي، ولا يجوز مشاركته أو نسخه أو الإفصاح عنه - كلياً أو جزئياً - دون الحصول على إذن كتابي مسبق من دراية المالية. وبمجرد الاطلاع على هذا المستند، فإنك تقر بعدم توزيعه أو الكشف عن محتواه أو الآراء والاستنتاجات الواردة فيه لأي طرف آخر قبل أن تقوم دراية المالية بنشره رسمياً. وتعتمد البيانات والمعلومات الواردة في هذا التقرير على مصادر نعتقد أنها موثوقة، إلا أن دراية المالية لا تضمن دقتها أو اكتمالها. ولا تقدم الشركة أي ضمانات صريحة أو ضمنية بشأن هذه المعلومات، كما لا تضمن خلوها من الأخطاء أو كفايتها أو ملاءمتها لأي غرض معين. ويُقدّم هذا التقرير لأغراض معلوماتية فقط، ولا يُعد عرضاً أو دعوة أو توصية لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو منتجات استثمارية. كما أنه لا يُعتبر مشورة استثمارية مخصصة، ولا يأخذ في الاعتبار الأوضاع المالية أو الأهداف الاستثمارية الخاصة بأي متلقي. ونوصي القراء بالحصول على استشارة من مستشار مالي أو قانوني أو ضريبي مختص قبل اتخاذ أي قرار استثماري. ونذكر بأن قيمة الاستثمارات ودخلها قد يتقلبان، وأن المستثمر قد يتعرض لخسارة جزء أو كامل رأس المال المستثمر. كما قد تؤثر التغيرات في أسعار الصرف على قيمة بعض الاستثمارات أو عوائدها. وقد يكون لدراية المالية أو موظفيها أو الشركات التابعة لها مصالح أو مراكز استثمارية في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير، بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر الملكيات المباشرة أو الخيارات أو المشتقات ذات الصلة. كما قد تقدم دراية المالية أو الشركات التابعة لها، من وقت لآخر، خدمات الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها للجهات المذكورة في هذا المستند. ولا تتحمل دراية المالية أو الشركات التابعة لها أو موظفوها أي مسؤولية عن أي خسارة مباشرة أو غير مباشرة تنتج عن استخدام هذا التقرير أو محتواه. وتخضع المعلومات والتوصيات الواردة فيه للتغيير دون إشعار مسبق، ولا تتحمل دراية المالية أي التزام بتحديثه. ولا يجوز تعديل أي جزء من هذا التقرير أو نسخه أو إرساله أو توزيعه بأي وسيلة دون موافقة صريحة. كما لا يجوز توزيعه في أي دولة أو جهة يكون فيها هذا التوزيع مخالفاً للقوانين أو يتطلب تسجيلات أو تراخيص إضافية على دراية المالية أو الشركات التابعة لها.

جهات الاتصال للمبيعات

مينا إسكندر

رئيس وساطة المبيعات

+966 11 299 4334

mina.iskander@derayah.com

دراية المالية

الطابق الثالث، بريستيج سنتر

شارع التخصصي، العليا

ص. ب 286546

الرياض 12331

920024433 (KSA)

+966112998000 (outside KSA)

support@derayah.com

المملكة العربية السعودية

FOLLOW US ON X
@derayah

Download
Derayah App

