

السعر المستهدف: 259 ريال/للسهم  
السعر الحالي: 244 ريال/للسهم  
نسبة التغيير: +6.2% (عائد التوزيعات ~1.6%)  
التوصية: محايد

## شركة مجموعة تداول السعودية القابضة (مجموعة تداول)

أرباح الربع الثالث أقل من توقعاتنا بسبب ارتفاع التكاليف التشغيلية؛ نعدل

### السعر المستهدف إلى 259 ريال/للسهم

- جاءت إيرادات الربع الثالث من عام 24 متماشية مع توقعاتنا، ولكن الأرباح أقل من المتوقع بسبب انخفاض الهوامش نتيجة ارتفاع التكاليف التشغيلية
- من المتوقع أن يبقى متوسط القيمة المتداولة اليومية تحت الضغط في الربع الرابع قبل أن ترتفع بنسبة 11.5% على أساس سنوي إلى ~ 8.7 مليار ريال في عام 2025م، بدعم من تخفيض أسعار الفائدة وتحسن السيولة وزيادة في الاكتتابات المتوقعة.
- بعد تحديث تقديراتنا وترحيل تقييمنا للعام القادم، قمنا بتحديث السعر المستهدف إلى 259 ريال/للسهم (263 ريال/للسهم سابقاً) باستخدام مكرر ربحية عند x40 السهم لعام 2025، وبنقي على توصيتنا محايد.

**نتائج الربع الثالث من عام 24:** ارتفعت إيرادات تداول للربع الثالث بنسبة 20.6% على أساس سنوي لتصل إلى 359 مليون ريال (بما يتماشى بشكل عام مع تقديراتنا البالغة 344 مليون ريال)، مدفوعة بالنمو في القطاعات التشغيلية، وخاصة خدمات ما بعد التداول (+19.6% على أساس سنوي) وخدمات التداول (19.3% على أساس سنوي) وسط ارتفاع قيم التداول (+17.1% على أساس سنوي). فاق أداء الخدمات غير المرتبطة بالتداول تقديراتنا، حيث ارتفع بنسبة 22.6% على أساس سنوي مقابل النمو المقدر بنسبة 15.4%. وارتفع إجمالي الربح بنسبة 24.3% على أساس سنوي ليصل إلى 212 مليون ريال (متماشياً مع تقديراتنا)، مع ارتفاع هامش الربح الإجمالي بنسبة 1.8 نقطة مئوية ليصل إلى 59.1%. ومع ذلك، جاء الهامش أقل من المتوقع بسبب زيادة الرواتب والمزايا ذات الصلة. وأدى ذلك، إلى جانب النفقات التشغيلية الأعلى من المتوقع (89 مليون ريال مقابل 68 مليون ريال المتوقعة) بسبب زيادة عدد الموظفين، إلى عدم تماشيها مع تقديراتنا على المستوى التشغيلي. وبشكل عام، نما صافي الدخل بنسبة 37.2% على أساس سنوي ليصل إلى 140 مليون ريال، ولكنه أقل من تقديراتنا البالغة 155 مليون ريال سعودي، بسبب الضغط على الكفاءة التشغيلية.

**مراجعة متوسط القيمة المتداولة اليومية لعام 24؛ توقعات إيجابية لعام 25:** بعد أن شهدت أنشطة التداول انتعاشاً قوياً (+64% على أساس ربعي) في الربع الأول من عام 24، شهد سوق تداول تباطؤاً في أنشطة التداول منذ ذلك الحين مع انخفاض متوسط القيمة المتداولة اليومية (باستثناء الطرح الثانوي لشركة أرامكو) بنسبة 16.6% على أساس ربع سنوي في الربع الثاني من عام 24 وبنسبة 6.9% على أساس ربع سنوي في الربع الثالث. ويمكن أن يعزى ذلك إلى تأخر خفض أسعار الفائدة عن المتوقع، وتزايد المخاوف الجيوسياسية والمخاوف من احتمالات ركود الاقتصاد العالمي. نتوقع أن يظل متوسط القيمة المتداولة اليومية تحت الضغط في الربع الرابع. وبناء على ذلك، خفضنا تقديراتنا لمتوسط القيمة المتداولة اليومية لعام 2024 بنسبة 14% إلى ~ 7.8 مليار ريال (+42.5% على أساس سنوي؛ ~ 9 مليارات ريال سابقاً). ومع ذلك، نتوقع تحسناً في أنشطة التداول في عام 2025، مدعوماً بدورة خفض أسعار الفائدة، والتي قد تحفز أنشطة الإقراض بالهامش من كل من المستثمرين الأفراد والمؤسسات، بالإضافة إلى تدفق الاستثمارات من أسواق الدخل الثابت إلى أسواق الأسهم، (ب) سيولة أفضل، (ج) الزيادة في عدد الاكتتابات المتوقعة، (د) المشاركة القوية من قطاع الأفراد.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

2026م	2025م	2024م	2023	(مليون) ريال سعودي
1,664	1,615	1,453	1,073	الإيرادات
3%	11%	35%	-2%	معدل نمو الإيرادات
1,064	1,029	898	607	اجمالي الدخل
64%	64%	62%	57%	هامش اجمالي الدخل
791	763	650	403	EBITDA
700	676	568	328	الربح التشغيلي
727	713	626	381	صافي الربح
44%	44%	43%	36%	هامش صافي الربح
6.1	5.9	5.3	3.3	ربحية السهم (ريال)
3.9	3.9	3.4	2.3	توزيعات السهم (ريال)
40.3x	41.1x	46.2x	75.1x	مكرر الربحية

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

### بيانات السهم

1111	رمز الشركة
29,280	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
32.2	م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)
40.0%	نسبة الاسهم الحرة
10.4%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.52%	حجم الاسهم الحرة في تاسي

المصدر: بلومبرغ

### تحركات السهم مقارنة بمؤشر تاسي



المصدر: بلومبرغ

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

[Kunal.doshi@gibcapital.com](mailto:Kunal.doshi@gibcapital.com)

وعلاوة على ذلك، نعتقد أنه بالنظر إلى أحدث البيانات الاقتصادية، فإن تضاول الخوف من حدوث ركود اقتصادي عالمي ينبغي أن يدعم أنشطة التداول. ونتيجة لذلك، نتوقع أن يبلغ متوسط القيمة المتداولة اليومية 8.7 مليار ريال في عام 2025 (+11.5% على أساس سنوي. 9.9 مليار ريال تقديراتنا السابقة).

**فرص للنمو مع التنوع في مصادر الإيرادات:** شهدت الإيرادات من قطاع خدمات البيانات والتكنولوجيا زيادة كبيرة، حيث ساهمت بنسبة 16% من إجمالي الإيرادات خلال الربع الثالث من عام 2024. ويتمشى هذا النمو مع مبادرة تداول الاستراتيجية لتنويع مصادر إيراداتها وتقليل الاعتماد على إيرادات التداول المتذبذبة. بالإضافة إلى ذلك، فإن استحواذ تداول على حصة 32.6% في بورصة دبي التجارية (DME) في يونيو 2024، إلى جانب استثمارها في دايركت إف إن، مزود حلول التكنولوجيا المالية، مما يعزز توجه الشركة نحو تنويع مصادر الإيرادات. في حين أن تأثير عمليات الاستحواذ هذه قد لا يتحقق بالكامل في العام المقبل، فمن المتوقع أن تعزز الميزة التنافسية للشركة وتضعها في وضع إيجابي للنمو المستقبلي. يوضح هذا النهج الاستباقي جهود تداول لبناء قاعدة إيرادات أكثر مرونة وتنوعاً وتوسيع عروض خدماتها داخل أسواق رأس المال.

**التغيير في التقديرات:** بعد المراجعة في توقعاتنا لمتوسط القيمة المتداولة اليومية، خفضنا تقديراتنا للإيرادات بنسبة 7-6% للفترة 2024-2025م. علاوة على ذلك، قمنا أيضاً بتخفيض تقديراتنا للأرباح بنسبة 12-13% لعام 2024-2025 لمراعاة زيادة عدد الموظفين والنفقات التشغيلية.

جدول 2: توقعاتنا المحدثه

ريال سعودي	المتوقع لعام 2024		المتوقع لعام 2025		التغير
	الحالي	السابق	الحالي	السابق	
الإيرادات	1,453	1,565	1,615	1,721	-6%
إجمالي الربح	898	1,056	1,029	1,185	-14%
هامش إجمالي الربح	62%	67%	64%	69%	
الربح التشغيلي	568	739	676	869	-23%
هامش الربح التشغيلي	39%	47%	42%	50%	
صافي الربح	626	718	713	817	-13%
هامش صافي الربح	43%	46%	44%	48%	

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

**التقييم:** تقع الشركة في مركز التحول الاقتصادي في إطار برنامج تطوير القطاع المالي للاستفادة من أهداف 2025 المتعددة مثل الزيادة من الإدرجات، الملكية الأجنبية، إصدارات الصكوك، أدوات الدين وغيرها الكثير من المنتجات الحديثة مثل قطاعات الحوكمة البيئية والاجتماعية، الإدارة المالية والتشغيلية وقطاعات البيانات/التحليلات التي سوف تعزز الإيرادات الأخرى. وتماشياً مع ذلك الاستحواذ على 51% من شركة دايركت إف إن مقابل 134 مليون ريال سعودي. علاوة على ذلك وقعت الشركة مؤخراً عدة مذكرات تفاهم مع العديد من الأسواق المالية (بوصة عمان وبورصة شنغهاي وبورصة هونغ كونغ وبورصة سنغافورة وغيرها) لاستكشاف إمكانية الإدراج المزدوج، مما قد يجذب شركات/مستثمرين أجانب جدد، ويوسع قاعدة المستثمرين. وتعزيز سيولة السوق.

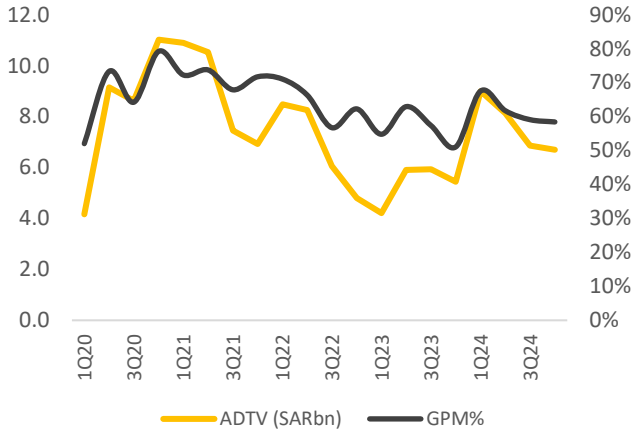
في حين أن تحقيق هذه الأهداف أمر مؤكد، فإن التنبؤ بتوقيت هذه المحركات أمر صعب ولهذا السبب قمنا بعد تحديث تقديراتنا وترحيل تقييمنا للعام القادم باستخدام مكرر ربحية (x40 لعام 2025)، قمنا بتحديث السعر المستهدف إلى 259 ريال/السهم، ونبقي على توصيتنا محايد

جدول 3: ملخص نتائج الربع الثالث من عام 2024

الفرق %	تقديراتنا	على أساس ربع سنوي	الربع الثاني لعام 23	على أساس سنوي	الربع الثالث لعام 23	الربع الثالث لعام 24	(مليون) ريال سعودي
4.3%	344	1.6%	354	20.6%	298	359	الإيرادات
10.4%	133	8.6%	135	15.7%	127	147	تكلفة المبيعات
0.4%	211	-2.7%	218	24.3%	171	212	اجمالي الربح
30.1%	68	22.2%	73	20.2%	74	89	النفقات التشغيلية
-13.7%	143	-15.2%	146	27.4%	97	124	الربح التشغيلي
-9.1%	155	-14.3%	164	37.2%	102	140	صافي الربح
	61.4%		61.7%		57.3%	59.1%	هامش الربح الإجمالي
	41.6%		41.2%		32.6%	34.4%	هامش الربح التشغيلي
	44.9%		46.3%		34.4%	39.1%	هامش صافي الربح

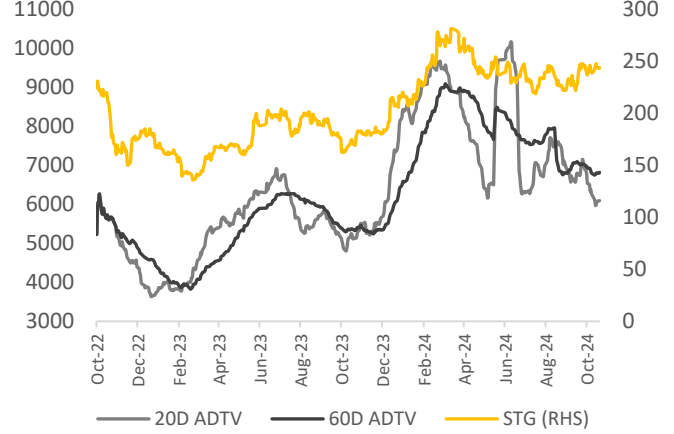
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

شكل 2: متوسط القيمة المتداولة اليومية وهامش اجمالي الربح



المصدر: تداول، جي آي بي كابيتال

شكل 1: مقارنة بين سعر السهم ومتوسط القيمة المتداولة



المصدر: بلومبيرغ، جي آي بي كابيتال

**المخاطر الإيجابية على التقييم:** (1) قد تؤدي أي عملية استحواد أخرى لتنويع مصدر الدخل إلى زيادة الإيرادات المتكررة وتؤدي إلى مراجعة توقعاتنا. (2) تعد رسوم العمولة في المملكة العربية السعودية هي الأدنى حاليًا في المنطقة، وكان آخر تعديل لها في عام 2016 من 0.12% إلى 0.155% حاليًا (زيادة بنسبة +30%). أي مراجعة تصاعدية في رسوم العمولة من شأنها أن تدفع توقعاتنا إلى الأعلى وبالتالي المراجعة التصاعدية في السعر المستهدف.

**المخاطر السلبية:** وتتمحور المخاطر الرئيسية لتوقعاتنا بشكل أساسي حول قيام صندوق الاستثمارات العامة ببيع المزيد من حصته في الشركة وتأخير مبادرات برنامج تطوير القطاع المالي وعدم اعتماد منتجات المشتقات المالية/السندات/الصكوك واللوائح التنظيمية السلبية مثل تخفيض الرسوم والتقلبات بسبب الاعتماد على تداول الأفراد والضعف الاقتصادي العالمي وتقلبات أسعار النفط.

## 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 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. وحي جي 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 لحي جي آي بي كابيتال أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحث) 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 جي 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 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](http://www.gibcapital.com)