

السعر المستهدف **156 ريال/السهم**  
السعر الحالي: 115.3 ريال/السهم  
نسبة الارتفاع: 35% (عائد التوزيعات +3.6%)  
التوصية: زيادة المراكز

## شركة لجام للرياضة (وقت اللياقة)

### تكاليف التوسع تأجل ارتفاع الأرباح; سعر مستهدف عند 156 ريال/السهم

- جاءت إيرادات الربع الثالث من عام 2025 (+9.5% على أساس سنوي) متوافقة مع توقعاتنا؛ إلا أن ارتفاع تكاليف التوسع أدى إلى هبوط الأرباح بـ 56.6% على أساس سنوي. وهذا أقل من توقعاتنا بـ 22%.
- خفضنا توقعاتنا للإيرادات بـ 2-3% والأرباح بـ 22-25% لعامي 2025-26م، مدفوعًا بتباطؤ افتتاح المراكز الجديدة، ضعف النمو، وارتفاع التكاليف.
- قمنا بمراجعة السعر المستهدف لعام قادم إلى 156 ريال/السهم (194 ريال/السهم سابقًا)، بناءً على متوسط نموذج التدفقات النقدية المخصومة و EV/EBITDA (مكرر عند 10.5x لتوقعاتنا لعام 2026).

**نتائج الربع الثالث لعام 2025:** حققت لجام إيرادات بلغت 439 مليون ريال، بارتفاع قدره 9.5% على أساس سنوي، بما يتماشى مع تقديراتنا ومتوسط التوقعات. ويعزى هذا النمو بشكل رئيسي إلى زيادة بـ 9% في إيرادات الاشتراكات والعضويات، مدعومة بافتتاح مراكز جديدة وتوسع جيد في قاعدة الأعضاء، إلى جانب زيادة بـ 9% في إيرادات التدريب الشخصي. ومع ذلك، بلغ إجمالي الربح 170 مليون ريال، بانخفاض قدره 1.2% على أساس سنوي، أي أقل بنحو 10% عن تقديراتنا. ويعزى هذا الانخفاض نتيجة ارتفاع بـ 17.5% في تكلفة الإيرادات، مما يعكس تكاليف التوسع المرتبطة بالمراكز التي تم افتتاحها حديثًا، مما حد أثر النمو في الإيرادات. علاوة على ذلك، بلغ الربح التشغيلي 118 مليون ريال، بانخفاض قدره 7.8% على أساس سنوي، حيث ارتفعت نفقات التشغيل بـ 19% على أساس سنوي. ويعزى ارتفاع النفقات التشغيلية إلى الاستثمارات الاستراتيجية في استقطاب المواهب، والتحول الرقمي، والتطوير التنظيمي، ومبادرات التسويق. نتيجة لذلك، انخفض صافي الربح انخفاضًا حادًا بـ 56.6% على أساس سنوي ليصل إلى 81 مليون ريال، وهو ما يقل عن توقعاتنا البالغة 104 ملايين ريال بنحو 22% (مقارنةً بمتوسط توقعات الإجماع البالغة 106 ملايين ريال؛ أي أقل بـ 24%). ويعود هذا الانخفاض بشكل رئيسي إلى ارتفاع نفقات التشغيل وانخفاض الدخل من المريحة قصيرة الأجل.

**عصر التوسع لا يزال قائمًا وسط مراجعة التوجيهات:** في الأشهر التسعة الأولى من عام 2025، وسّعت لجام نطاق حضورها بافتتاح 23 مركزًا جديدًا (22 مركزًا لعلامة وقت اللياقة، و مركز من ضمن المراكز المتخصصة/أكاديميات)، ليصل إجمالي عدد المراكز إلى 234 مركزًا (214 لعلامة وقت اللياقة). وقد سجّلت هذه الافتتاحات رقمًا قياسيًا لعدد الأعضاء بلغ 532 ألف عضو بحلول سبتمبر 2025، مما تُرجم إلى نمو سنوي في الإيرادات بـ 9.4% خلال الأشهر التسعة الأولى من عام 2025. ومع ذلك، وبعد نتائج الربع الثالث من عام 2025، تم تعديل المستهدف الطموح المتمثل في الوصول لـ 250 مركز لعلامة وقت اللياقة بحلول عام 2025، حيث تستهدف الإدارة الآن بين 228-236 مركزًا (239-246 سابقًا). حيث لا تزال خطة المشاريع نشطة بـ 23 مركزًا قيد الإنشاء و 29 مركزًا قيد التصميم. وبناءً على ذلك، نتوقع بتحفظ أن تحقق لجام جزءًا كبيرًا من مستهدف الوصول لـ 250 مركزًا لعلامة وقت اللياقة في أواخر عام 2026م.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

2026 م	2025 م	2024	2023	ريال (مليون)
1,814	1,644	1,501	1,325	الإيرادات
10.3%	9.5%	13.3%	24.4%	معدل نمو الإيرادات
698	629	623	585	اجمالي الدخل
38.5%	38.3%	41.5%	44.1%	هامش اجمالي الدخل
851	751	731	696	EBITDA
46.9%	45.7%	48.7%	52.5%	هامش EBITDA
362	329	456*	356*	صافي الربح
10.1%	-27.9%	28.2%	38.3%	نمو صافي الربح
20.0%	20.0%	30.4%	26.8%	هامش صافي الربح
6.9	6.3	8.7	6.8	ربحية السهم (ريال)
4.1	3.7	5.2	3.7	توزيعات السهم (ريال)
16.7x	18.3x	13.3x	17.0x	مكرر الربحية
7.4x	8.4x	8.6x	9.0x	EV/EBITDA

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال،\* يتضمن بنود غير متكررة.

### بيانات السهم

1830	رمز الشركة
6,040	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
23.7	م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)
47.4%	نسبة الاسهم الحرة
6.7%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.12%	حجم الاسهم الحرة في تاسي

المصدر: بلومبرغ

### مؤشر تاسي مقابل سهم لجام



المصدر: بلومبرغ

Reem Alotaibi

+966-11-834 8470

[Reem.Alotaibi@gibcapital.com](mailto:Reem.Alotaibi@gibcapital.com)

في ظل افتتاحات أبطأ من المتوقع، نراجع توقعنا للنمو في حجم العضويات ليصبح بمعدل نمو سنوي مركب قدره 6.4% خلال الفترة 2024-2028م (مقارنةً بـ 7.2% سابقاً)، مما يدعم نموًا سنويًا مركبًا قدره 8.1% في إيرادات الاشتراكات والعضويات (مقارنةً بـ 9.3% سابقاً). كما نَقدر أن تنمو إيرادات التدريب الشخصي بمعدل نمو سنوي مركب قدره 6.8% خلال الفترة نفسها. ومن المتوقع أن تحقق هذه العوامل مجتمعة نموًا إجماليًا في الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب قدره 7.9% خلال الفترة 2024-2028م.

**تراجع الهوامش بسبب ضعف وتيرة التشغيل، ومن المتوقع أن تعود الربحية إلى طبيعتها ابتداءً من النصف الثاني من عام 2026 فصاعدًا:** على الرغم من النمو القوي في الإيرادات (+9% على أساس سنوي، +17% على أساس ربعي) والجهود المستمرة التي تبذلها الإدارة لتحويل مزيج الاشتراك نحو الخطط ذات العوائد الأعلى، إلا أن التكاليف المترتبة بالتوسع تواصل في الارتفاع بمعدل أسرع، مما أثر بشكل كبير على الربحية خلال الأشهر التسعة الأولى من عام 2025، حيث انكمش هامش الربح الإجمالي بمقدار 4.4 نقطة مئوية ليصل إلى 36.7%، بينما انخفض هامش الربح التشغيلي بمقدار 4.8 نقطة مئوية ليصل إلى 25.4%. نشأ هذا الضغط بسبب التباطؤ في وتيرة التشغيل للمراكز التي تم افتتاحها حديثًا وارتفاع المساهمة من مراكز اكسبرس ذات العائد الأقل، مما أدى إلى إضعاف العائدات الإجمالية. بالإضافة إلى ذلك، فإن زيادة التكاليف لتجديد المراكز الحالية، وارتفاع المصاريف الإدارية والتسويقية ساهمت في زيادة الضغط على الربحية. وبالنظر إلى المستقبل، من المتوقع أن تستمر التحديات مع استمرار النفقات المتعلقة بالتوسع والتجديد في الضغط على الهوامش خلال عامي 2025 و2026. ومع ذلك، نتوقع تحسنًا تدريجيًا من النصف الثاني من عام 2026 فصاعدًا مع ارتفاع وتيرة تشغيل المراكز الجديدة. حيث أنه من أصل 214 مركزًا لعلامة وقت اللياقة، لا يزال حوالي 17-24% (أي ما بين 36 و52 مركزًا) لم تصل لوتيرة التشغيل للمراكز الناضجة (mature)، والتي تستغرق عادةً من 18 إلى 24 شهرًا للوصول إليها. بمجرد ارتفاع وتيرة تشغيل هذه المراكز لمثيلاتها، من المتوقع أن تُسهم بشكل كبير في الأرباح، حيث تحقق ما يقارب 6.4 مليون ريال/المركز، مقارنةً بما يقارب 3 مليون ريال/المركز التي تم افتتاحها خلال اخر عامين. في ضوء هذه التطورات، نراجع توقعاتنا للهوامش الربحية لعام 2026 إلى 38.5% هامش ربح إجمالي و27.0% هامش ربح تشغيلي وبناءً على ذلك، من المتوقع أن تنمو الأرباح المعدلة بمعدل نمو سنوي مركب قدره 10% خلال الفترة 2024-2028م.

**مراجعة تقديراتنا:** بعد نتائج أضعف من المتوقع، خفّضنا توقعاتنا للإيرادات بـ 2-3% للفترة 2025-2026، مما يعكس تباطؤًا في إطلاق المراكز، وانخفاضًا في نمو العضوية المتوقع بـ 3.2% تقريبًا. بالتزامن مع ذلك، خفّضنا تقديرنا للأرباح بـ 22-25% تقريبًا للفترة نفسها، مدفوعًا بانخفاض توقعات الإيرادات، إلى جانب ارتفاع تكاليف التوسع والتجديد، وزيادة النفقات على التسويق والمبيعات، ارتفاع تكاليف التمويل، وانخفاض مساهمات المراجعة والإيرادات الأخرى.

جدول 2: توقعاتنا المحدثة

مليون ريال	المتوقع لعام 2025			المتوقع لعام 2026		
	الحالي	السابق	التغير	الحالي	السابق	التغير
الإيرادات	1,644	1,693	-2.9%	1,814	1,842	-1.5%
إجمالي الربح	629	707	-11.0%	698	780	-10.5%
هامش إجمالي الربح	38.3%	41.8%		38.5%	42.3%	
الربح التشغيلي	441	514	-14.1%	490	571	-14.3%
هامش الربح التشغيلي	26.9%	30.4%		27.0%	31.0%	
صافي الربح	329	423	-22.3%	362	479	-24.5%
هامش صافي الربح	20.0%	25.0%		20.0%	26.0%	

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

**التقييم والمخاطر:** على الرغم من النتائج الأخيرة، فإننا نحافظ على نظرة إيجابية على المدى المتوسط والطويل استنادًا إلى عدة عوامل رئيسية: أ) القيمة القوية التي تقدمها لجام والأسس المالية الجيدة. ب) مكانتها كقائد في السوق، مدعومة بالبنية التحتية القوية والقدرة الكبيرة على الاستفادة من الاتجاهات المتطورة في مجال اللياقة البدنية والصحة، خاصة مع تحول تفضيلات المستهلكين نحو حصص اللياقة البدنية المخصصة بدلاً من الصالات الرياضية التقليدية). استنادًا إلى تقييم التدفقات النقدية المخصومة (9.2% من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) وتقييم وقيمة المنشأة/الإيرادات قبل الفوائد، الضرائب، الراهنة)، نقوم بمراجعة السعر المستهدف إلى 156 ريال/السهم (194 ريال/السهم سابقًا) مما يعني تصنيف زيادة المراكز مع احتمالية ارتفاع بـ 35%. العوامل الرئيسية الواجب متابعتها هي وتيرة التوسعات في الأرباح المقبلة وعدد الاشتراكات من المخاطر الرئيسية التي تواجه الشركة تشمل زيادة حدة المنافسة، استنزاف المراكز، ارتفاع معدل فقدان العملاء والتغيير في الإنفاق من قبل المستهلكين.

جدول 3: ملخص نتائج الربع الثالث لعام 2025

الفرق %	تقديراتنا	التغير الربعي	الربع الثاني من عام 2025	التغير السنوي	الربع الثالث من عام 2024	الربع الثالث من عام 2025	مليون ريال
-0.8%	443	16.8%	376	9.5%	401	439	الإيرادات
5.9%	254	11.6%	241	17.5%	229	269	التكلفة
-9.9%	189	25.9%	135	-1.2%	172	170	اجمالي الدخل
9.8%	47	23.8%	42	18.2%	44	52	التكاليف التشغيلية
-16.4%	141	26.9%	93	-7.8%	128	118	الربح التشغيلي
-21.9%	104	12.1%	72	-56.7%	187	81	صافي الربح
-21.9%	104	19.7%	68	-14.2%	94	81	صافي الربح المعدل*
	42.6%		35.9%		42.9%	38.7%	هامش اجمالي الدخل
	31.9%		24.7%		31.9%	26.9%	هامش الربح التشغيلي
	23.4%		19.2%		46.6%	18.5%	هامش صافي الربح
	23.4%		18.0%		23.5%	18.5%	هامش صافي الربح المعدل*

المصدر: تداول، جي آي بي كابيتال. \* معدل باستبعاد بيع اراضي بـ 92.4 مليون ريال في الربع الثالث لعام 2024 وبنود غير متكررة بـ 4.6 مليون ريال في الربع الثاني لعام 2025.

## 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 للأخريين 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 لجي 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% -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)