

السعر المستهدف: 194 ريال/للسهم  
السعر الحالي: 152.2 ريال/للسهم  
نسبة الارتفاع: 27.4% (عائد التوزيعات +2.9%)  
التوصية: زيادة المراكز

## شركة لجام للرياضة (وقت اللياقة)

سعر مستهدف عند 194 ريال/للسهم، بناء على توقعاتنا المحدثة

- من المتوقع أن يستمر زخم التوسع في المراكز خلال عام 2025، ومع ذلك، من المرجح أن يضغط التوسع وزيادة النفقات التشغيلية على الهوامش قبل أن تتحسن اعتباراً من عام 2026م.
- من المرجح أن تنمو صافي الأرباح بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 7.7% خلال الفترة 2024-28م، مدفوعاً بنمو عدد المشتركين وزيادة عدد المراكز جنباً إلى جنب مع تحسن تدريجي في الهوامش.
- قمنا بمراجعة السعر المستهدف للسهم للعام القادم إلى 194 ريال/للسهم (230 ريال/للسهم سابقاً)، استناداً إلى متوسط نموذج التدفقات النقدية المخصومة وقيمة المنشأة الأرباح قبل الفوائد، الضرائب، الإهلاك والإطفاء (مكرر عند x13، على توقعاتنا لعام 2025)، مع تصنيف زيادة المراكز.

**نتائج الربع الرابع لعام 2024:** ارتفعت الإيرادات بـ 2.5% على أساس سنوي لتصل إلى 408 مليون ريال، مدفوعة بزيادة بـ 2% على أساس سنوي في الاشتراكات والعضويات كما شهدت البرامج المدفوعة ارتفاعاً بـ 1% على أساس سنوي. وتجدر الإشارة إلى أن إيرادات فروع السيدات نمت بـ 11% على أساس سنوي، متفوقة على نمو الفروع الرجالية التي بلغت 3% على أساس سنوي. ومع ذلك، كانت الإيرادات أقل بـ 7.8% عن تقديراتنا البالغة 443 مليون ريال بسبب التأثيرات الموسمية ويطء في جذب العملاء رغم جهود التوسع (تم افتتاح 12 مركز في الربع الرابع من 2024). بالإضافة إلى ذلك، تراجع الربح الإجمالي بـ 9.1% على أساس سنوي ليصل إلى 174 مليون ريال. علاوة على ذلك، قفزت النفقات التشغيلية بـ 51.4% على أساس سنوي لتصل إلى 55 مليون ريال، بسبب زيادة في مصاريف الإدارية والتسويق والمبيعات المرتبطة بجهود التوسع. أدى ذلك إلى انخفاض الربح التشغيلي بـ 23.3% على أساس سنوي ليصل إلى 119 مليون ريال، مما يعكس ضغطاً على الهوامش وصعوبات تشغيلية في تسريع افتتاح المراكز الجديدة. هذه العوامل أدت إلى انخفاض صافي الدخل بـ 20.3% على أساس سنوي ليصل إلى 102 مليون ريال أقل بـ 10.2% عن تقديراتنا البالغة 114 مليون ريال. هذه النتائج الأخيرة دفعت شركة لجام لإعادة تقييم استراتيجية التسعير والعروض الترويجية لتعزيز مستويات الربحية في الأرباح المقبلة.

**زيادة عدد المراكز يستمر بدفع الإيرادات...** قامت لجام بإفتتاح 36 مركزاً جديداً في عام 2024 (29 مركزاً تحت علامة وقت اللياقة و 7 مراكز متخصصة و أكاديميات)، ليصل الإجمالي إلى 223 مركزاً، رغم أنها لم تحقق النطاق المستهدف لعام 2024 الذي يتراوح بين 229-246 مركزاً جديداً. نتج عن ذلك نمو الإيرادات بـ 13% على أساس سنوي في 2024. نتوقع أن تحافظ لجام على زخم التوسع الخاص بها (مستهدفة 250 مركزاً بحلول عام 2025)، مع معدل نمو سنوي مركب يبلغ 7.2% خلال الفترة 2024-28م. نعتقد أن هذا التوسع سيدعم زيادة عدد العضويات بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 7.4% خلال الفترة 2024-28م، الذي بدوره يؤدي إلى زيادة بـ 9.3% في إيرادات الاشتراكات والعضوية. ومن المتوقع أن ترتفع إيرادات التدريب الشخصي (يمثل 13% من مزيج الإيرادات) بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 11% خلال نفس الفترة. نتوقع أن يزيد إجمالي الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب قدره 9.5% خلال الفترة 2024-28م.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

م 2026	م 2025	2024	2023	(مليون ريال)
1,842	1,693	1,501	1,325	الإيرادات
9%	13%	13%	24%	معدل نمو الإيرادات
780	707	623	585	اجمالي الدخل
42.3%	41.8%	41.5%	44.1%	هامش اجمالي الدخل
913	827	731	696	EBITDA
49.5%	48.8%	48.7%	52.5%	هامش EBITDA
479	423	456	356	صافي الربح
26.0%	25.0%	20.8%*	24.1%*	هامش صافي الربح
9.2	8.1	8.7	6.8	ربحية السهم (ريال)
5.0	4.4	5.2	3.7	توزيعات السهم (ريال)
16.6x	18.9x	17.5x	22.4x	مكرر الربحية

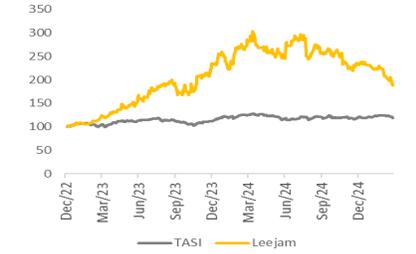
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال، \* معدل بخصم الأرباح الغير متكررة

### بيانات السهم

رمز الشركة	1830
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	7,973
م. قيمة التداول (3 شهور (مليون ريال)	22.6
نسبة الاسهم الحرة	47.5%
نسبة المستثمرين الأجانب	9.2%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.17%

المصدر: بلومبرغ

### مؤشر تاسي مقابل سهم لجام



المصدر: بلومبرغ

Reem Alotaibi

+966-11-834 8470

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

... ومع ذلك، من المحتمل أن تظل الهوامش الإجمالية والتشغيلية تحت الضغط في عام 2025 قبل أن تبدأ في التحسن اعتبارًا من 2026: على الرغم من النمو الجيد للإيرادات في العام الماضي، انخفضت الهوامش الإجمالية والتشغيلية بـ 2.6 نقطة مئوية على أساس سنوي و 4.2 نقطة مئوية لتصل إلى 41.5% و 29.8% على التوالي في 2024. يعود الضغط على الهوامش المذكورة إلى عدة عوامل تشغيلية: (أ) تم افتتاح معظم المراكز الجديدة في النصف الثاني من 2024؛ لذا لم تبدأ هذه المراكز في تحقيق معدلات تشغيل مرتفعة بعد، بما في ذلك مراكز إكسبريس ذات العوائد الأقل (مثلت ~30% من الافتتاحات الجديدة)، (ب) تغيير في مزيج الاشتراكات نحو اشتراكات ذات مدة أطول وعوائد شهرية أقل، (ت) زيادة في تكلفة المراكز المعاد تجديدها بسبب إدخال معدات جديدة (~70 مركزًا)، و (د) ارتفاع في المصاريف الإدارية، التسويق والمبيعات. بالنظر إلى المستقبل، من المرجح أن تواصل النفقات المرتبطة بالتوسع والتجديد الضغط على الربحية طوال عام 2025 مع تحسن طفيف متوقع في النصف الثاني من 2025م مع بدء وصول المراكز الجديدة لمرحلة النضج، وبالتالي تبدأ في المساهمة بشكل ملموس في الإيرادات والأرباح. بناءً على ذلك، قمنا بمراجعة توقعاتنا للهوامش الإجمالية والتشغيلية إلى 41.8% (مقابل 45.2% سابقًا) و 30.4% (مقابل 34.7% سابقًا) لعام 2025. ومع ذلك، نتوقع أن تتحسن الهوامش تدريجيًا بدءًا من عام 2026م، بدعم من زيادة عدد المراكز في مرحلة النضج (زيادة عدد المراكز المكتملة)، وتحسين الأسعار، وتقليص العروض الترويجية. ونتيجة لذلك، نتوقع أن تنمو الأرباح بمعدل نمو سنوي مركب قدره 7.7% خلال الفترة 2024-2028م.

**مراجعة تقديراتنا:** بعد نتائج الربع الرابع الأقل من المتوقع، قمنا بخفض تقديرات إيراداتنا بنسبة 6-10% للفترة 2025-2026م بسبب الارتفاع الأبطأ من المتوقع في الاشتراكات وانخفاض الأسعار. علاوة على ذلك، قمنا أيضًا بتخفيض توقعاتنا للأرباح بنسبة 15-20% للفترة 2025-2026م نتيجة المراجعة لتقديراتنا النهائية، إلى جانب زيادة النفقات المتعلقة بالتوسع والتجديد، وارتفاع نفقات التشغيل.

جدول 2: توقعاتنا المحدثة

ريال	المتوقع لعام 2025		المتوقع لعام 2026		التغير
	الحالي	السابق	الحالي	السابق	
الإيرادات	1,693	1,797	1,842	2,045	-9.9%
إجمالي الربح	707	812	780	941	-17.1%
هامش إجمالي الربح	41.8%	45.2%	42.3%	46.0%	
الربح التشغيلي	514	624	571	728	-21.6%
الربح التشغيلي	30.4%	34.7%	31.0%	35.6%	-12.9%
صافي الربح	423	499	479	602	-20.4%
هامش صافي الربح	25.0%	27.8%	26.0%	29.4%	

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

**التقييم والمخاطر:** على الرغم من النتائج الأخيرة وتعديلنا للسعر المستهدف، 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. (ت) رأينا أن سعر السهم قد شهد تحسُّنًا مبالغًا فيه بعد إعلان الأرباح الأخير، حيث انخفض بنحو 18%.

استنادًا إلى تقييم التدفقات النقدية المخصومة (9.2% من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) وتقييم وقيمة المنشأة/الإيرادات قبل الفوائد، الضرائب، الإهلاك والإطفاء (مكرر عند 13x، وبناءً على توقعاتنا لعام 2025)، نقوم بمراجعة السعر المستهدف إلى 194 ريال/السهم (230 ريال/السهم سابقًا) مع تصنيف زيادة المراكز. العوامل الرئيسية الواجب متابعتها هي وتيرة التوسعات في الأرباح المقبلة وعدد الاشتراكات في الفترة 2024-28. من المخاطر الرئيسية التي تواجه الشركة من وجهة نظرنا الاستثمارية تشمل شدة المنافسة، والتغيير في الإنفاق من قبل المستهلكين.

جدول 2: ملخص نتائج الربع الرابع

الفرق %	تقديراتنا	التغير الربعي	الربع الثالث من عام 2024	التغير السنوي	الربع الرابع من عام 2023	الربع الرابع من عام 2024	مليون ريال
-7.8%	443	0.7%	406	2.5%	398	408	الإيرادات
-6.7%	251	0.7%	232	13.2%	207	234	التكلفة
-9.2%	192	0.6%	173	-9.1%	192	174	اجمالي الدخل
13.6%	49	28.1%	43	51.4%	37	55	التكاليف التشغيلية
-17.0%	143	-8.5%	130	-23.3%	155	119	الربح التشغيلي
-10.2%	114	8.5%	94*	-20.3%	129	102	صافي الربح
	43.4%		42.7%		48.1%	42.7%	هامش اجمالي الدخل
	32.4%		32.1%		38.9%	29.1%	هامش الربح التشغيلي
	25.7%		23.3%*		32.2%	25.1%	هامش صافي الربح

المصدر: تداول، جي آي بي كابيتال. \* معدل يخصم الأرباح الغير متكررة

## 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 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.

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](http://www.gibcapital.com)