

السعر المستهدف: 96.0 ريال/السهم

السعر الحالي: 78.8 ريال/السهم

نسبة الارتفاع: 21.8% (عائد التوزيعات +4.6%)

التوصية: زيادة المراكز

شركة لجام للرياضة (وقت اللياقة)

تباطؤ النمو وتوقعات أضعف لهوامش الأرباح

- جاءت نتائج الربع الثاني لعام 2026 متوافقة مع توقعاتنا، نمت الإيرادات بـ 9.4% على أساس سنوي مدفوعة بنمو عدد الأعضاء، بينما أدى ارتفاع تكاليف التوسع والتمويل إلى انخفاض الأرباح بـ 12.6% على أساس سنوي.
- قمنا بتخفيض توقعاتنا للفترة 2026-2027م، بتخفيض توقع الإيرادات بنسبة 3-4% والأرباح بنسبة 19-21% وسط تباطؤ نمو عدد الأعضاء وارتفاع التكاليف المرتبطة بالتوسع.
- قمنا بمراجعة السعر المستهدف لعام قادم إلى 96 ريال/السهم، بناءً على متوسط نموذج التدفقات النقدية المخصومة و EV/EBITDA (مكرر عند 9.5x لمتوسط توقعاتنا لعام 2026-2027).

نتائج الربع الثاني لعام 2026: أعلنت شركة لجام عن إيرادات بلغت 411 مليون ريال في الربع الثاني لعام 2026، بزيادة قدرها 9.4% على أساس سنوي، وهي نتائج تتماشى إلى حد كبير مع تقديراتنا؛ حيث جاء هذا النمو مدفوعاً بزيادة نسبتها 9% في إيرادات العضويات والاشتراكات، بدعم من نمو قاعدة الأعضاء بنسبة 8% لتصل إلى 523 ألف عضو واستمرار توسع شبكة المراكز. في المقابل، ظلت إيرادات التدريب الشخصي مستقرة نسبياً (زيادة 1% على أساس سنوي) نتيجة لانخفاض عدد جلسات التدريب عقب إعادة الهيكلة التشغيلية لهذا القطاع. ورغم استمرار نمو الإيرادات بمعدل جيد، إلا أن إجمالي الربح ارتفع بوتيرة أبطأ بلغت 4.9% على أساس سنوي ليصل إلى 141 مليون ريال (وهو ما يتماشى مع التوقعات)، في حين انخفض هامش إجمالي الربح من 35.8% في الربع الثاني لعام 2025 إلى 34.4% في الربع الثاني لعام 2026؛ وذلك بسبب ارتفاع التكاليف الناجمة عن افتتاح مراكز جديدة وأعمال التجديد وزيادة نفقات الإيجار. وبناءً على ذلك، استقر الربح التشغيلي عند 93 مليون ريال، مع تراجع الهامش التشغيلي إلى 22.7% مقارنة بـ 24.9% في الربع الثاني لعام 2025، حيث ارتفعت المصاريف التشغيلية بنسبة 16.9% على أساس سنوي، مدفوعةً بشكل رئيسي بزيادة قدرها 17% في المصاريف العمومية والإدارية والبيعية المرتبطة بتوسع الشبكة والاستثمارات التقنية. ونتيجة لذلك، انخفض صافي الربح بنسبة 12.6% على أساس سنوي ليصل إلى 63 مليون ريال (وهو ما يتماشى مع تقديراتنا البالغة 61 مليون ريال، وي فوق متوسط توقعات السوق البالغ 51 مليون ريال). ويعزى هذا الانخفاض بشكل رئيسي إلى زيادة بنسبة 32% على أساس سنوي في التكاليف التمويلية، الناتجة عن ارتفاع الاقتراض لتمويل التوسع وزيادة تكاليف التمويل المتعلقة بعقود الإيجار عقب نمو عدد المراكز التشغيلية.

استمرار التوسع في ظل بيئة نمو تتسم بالتحديات: واصلت لجام توسيع نطاق أعمالها، مضيفاً 12 مركز لعلامة وقت اللياقة (صافي 11 مركز) خلال النصف الأول لعام 2026، ليصل إجمالي شبكتها إلى 247 مركز (230 مركز لعلامة وقت اللياقة). خففت الإدارة من خطط التوسع، حيث تخطط لافتتاح 9 مراكز إضافية في النصف الثاني لعام 2026، ما يعني افتتاح 21 مركزاً جديداً خلال 2026 مقابل 25 مركزاً وفقاً للتوجيهات السابقة، ما يشير إلى تباطؤ وتيرة افتتاح المراكز.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

(مليون ريال سعودي)	2024	2025	2026م	2027م	2028م
الإيرادات	1,501	1,614	1,744	1,857	1,974
معدل نمو الإيرادات	13.3%	7.5%	8.0%	6.5%	6.3%
إجمالي الدخل	623	615	625	670	718
هامش إجمالي الدخل	42%	38.1%	35.8%	36.1%	36.4%
EBITDA	731	747	781	836	895
EBITDA margin	48.7%	46.3%	44.8%	45.0%	45.3%
صافي الربح	456	302	293	319	353
نمو صافي الربح	28.2%	-33.8%	-3.0%	8.9%	10.5%
هامش صافي الربح	30.4%	18.7%	16.8%	17.2%	17.9%
ربحية السهم (ريال)	8.7	5.8	5.9	6.4	7.1
توزيعات السهم (ريال)	5.2	3.5	3.7	3.6	3.9
مكرر الربحية	9.1x	13.6x	13.4x	12.3x	11.1x
EV/EBITDA	6.1x	6.0x	5.7x	5.4x	5.0x

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

بيانات السهم

رمز الشركة	1830
القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)	4,128
م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)	11.4
نسبة الاسهم الحرة	41.2%
نسبة المستثمرين الأجانب	7.4%
حجم الاسهم الحرة في تاسي	0.08%

المصدر: بلومبرغ

مؤشر تاسي مقابل سهم لجام



المصدر: بلومبرغ

Reem Alotaibi

+966-11-834 8470

Reem.Alotaibi@gibcapital.com

بالإضافة لذلك، لدى لجام خطة أولية للخمس سنوات القادمة للتوسع بافتتاح مراكز تتراوح بين 80 و100 مركز جديد. على الرغم من استمرار عمليات التوسع، سجل متوسط أعداد الأعضاء نمواً متواضعاً بنسبة 2.9% على أساس سنوي في النصف الأول لعام 2026؛ مما يعكس احتدام المنافسة في السوق التي تنتم بسياسات تسعير هجومية ودخول منافسين جدد. ويشكل هذا الوضع تحدياً خاصاً لنموذج المراكز الرياضية الكبيرة (Big Box) الذي تنتبها شركة لجام -والذي يتطلب استثمارات رأسمالية ضخمة- حيث بلغ عدد هذه المراكز 186 مركزاً (ما يعادل 81% من شبكة المراكز) بحلول النصف الأول لعام 2026. وبناءً على ذلك، نتوقع الآن نمو أعداد الأعضاء بمعدل سنوي مركب قدره 6.3% خلال الفترة (2025-2028)، مما سيدعم نمو إيرادات العضويات والاشتراكات بمعدل سنوي مركب يبلغ 7.0% خلال الفترة نفسها. وفي الوقت ذاته، ظل قطاع التدريب الشخصي يواجه ضغوطاً، حيث انخفضت إيراداته بنسبة 3.9% على أساس سنوي في النصف الأول لعام 2026 عقب عملية إعادة هيكلة تشغيلية أدت إلى تقليص عدد جلسات التدريب؛ ومع ذلك، نتوقع تعافي هذا القطاع تدريجياً مع استقرار نموذج التشغيل الجديد. وبشكل عام، تشكل هذه الافتراضات الأساس لتوقعاتنا بنمو إجمالي الإيرادات بمعدل سنوي مركب قدره 6.9% (مقارنة بتوقعات سابقة بلغت 7.4%) خلال الفترة 2025-2028.

تدفع المراكز غير الناضجة عجلة النمو، لكنها تواصل الضغط على هامش الربح: تواصل المراكز الناضجة وغير الناضجة إظهار تباين واضح في الأداء، مما يشير بالتضحية بالأرباح قصيرة الأجل لدعم التوسع طويل الأجل. فقد ظلت المراكز الناضجة (التي افتتحت قبل ديسمبر 2022) تمثل المصدر الرئيسي للإيرادات (مستحوذة على 77.5% من إجمالي الإيرادات)، رغم تسجيلها انخفاضاً طفيفاً في الإيرادات بنسبة 5.3% على أساس سنوي خلال النصف الأول لعام 2026. رغم احتفاظ هذه المراكز بمستويات ربحية عالية، إلا أن هذا التراجع يعكس تزايد الضغوط التنافسية، تغيير سلوكيات العملاء، ودرجة معينة من تآكل الحصة السوقية لصالح المراكز الأحدث. ونتيجة لذلك، انخفض هامش الربح الإجمالي للمراكز القائمة من 39% إلى 35%، ويعزى ذلك في المقام الأول إلى ارتفاع التكاليف التشغيلية، بما في ذلك زيادة نفقات الإيجار الناجمة عن تجديد العقود، التكاليف المرتبطة بأعمال التجديد، فضلاً عن ارتفاع نفقات الإهلاك والصيانة عقب تحديث المعدات.

في غضون ذلك، تواصل المراكز غير الناضجة (التي افتتحت بعد ديسمبر 2022) دفع نمو الإيرادات، لكنها تظل عاملاً رئيسياً يضغط على الربحية في المدى القريب. فقد ارتفعت إيرادات هذه المراكز بنسبة 46.5% على أساس سنوي في النصف الأول لعام 2026، مدفوعةً بإضافة 74 مركزاً تحت علامة وقت اللياقة منذ ديسمبر 2022، رغم أن فترة الوصول إلى مرحلة التشغيل الكامل تستغرق وقتاً أطول مما توقعته الإدارة في البداية؛ إذ تراوحت بين 36 و42 شهراً مقارنةً بـ 18 إلى 24 شهراً في التقديرات السابقة. ونتيجة لذلك، انخفض هامش الربح الإجمالي إلى 12% مقارنةً بـ 18% في النصف الأول لعام 2025، حيث تعمل النوادي الأحدث بمعدلات اشغال دون المستوى الأمثل مع تحملها لهيكل تكاليف مماثل للمراكز الناضجة. وقد تفاقم هذا الضغط بسبب نموذج "اكسبرس" الأقل ربحية، والذي يمثل 25% من المراكز غير الناضجة. وتشير الإدارة إلى أن المراكز غير الناضجة تحقق حالياً نحو 50% فقط من إيرادات المراكز الناضجة، مما يتيح مجالاً كبيراً للنمو مع وصولها إلى مرحلة النضج. ونظراً لأن هذه المراكز تشكل الآن 33% من شبكة مراكز علامة وقت اللياقة (78 من أصل 230 مركزاً)، فإننا نعتقد أن انخفاض الهوامش يعكس المزيج الحالي للمراكز وليس ضعفاً هيكلياً، ومن المتوقع أن يتلاشى هذا الأثر تدريجياً مع ارتفاع معدلات الاشغال. وبالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن يظل نمو الربحية متواضعاً على المدى القريب والمتوسط وحتى عام 2028م، قبل أن يتحسن مع نضج المراكز، تعزز الرافعة التشغيلية، وتباطؤ وتيرة التوسع في افتتاح مراكز جديدة. وبناءً على ذلك، قمنا بخفض افتراضاتنا لمتوسط الهوامش لعام 2026 لتصل إلى 36.1% للهوامش الإجمالي و24.4% للهوامش التشغيلي، مقارنةً بـ 38.5% و27.0% على التوالي. ونتيجة لذلك، من المتوقع أن يبلغ متوسط هامش صافي الربح 17.3% حتى عام 2028م.

مراجعة تقديراتنا: أدى تباطؤ نمو الإيرادات وارتفاع التكاليف إلى خفض توقعاتنا، حيث خفضنا توقعاتنا للإيرادات للعامين 2026 و2027 بنسبة تتراوح بين 3% و4%، وذلك نتيجة لوتيرة تشغيل المراكز الأبطأ من المتوقع وافتراضات تشير إلى انخفاض نمو العضوية بنحو 9%. كما قمنا بخفض تقديرات الأرباح للفترة نفسها بنسبة تتراوح بين 19% و21%، ويعزى ذلك بصفة رئيسية إلى انخفاض توقعات الإيرادات واستمرار ضغوط التكاليف الناجمة عن التوسع وأعمال التجديد، وارتفاع نفقات المبيعات والتسويق وتكاليف التمويل، فضلاً عن انخفاض الدخل من المربحة ومصادر الدخل الأخرى.

جدول 2: توقعاتنا المحدثة

مليون ريال	المتوقع لعام 2026			المتوقع لعام 2027		
	الحالي	السابق	التغير	الحالي	السابق	التغير
الإيرادات	1,744	1,814	-3.9%	1,857	1,908	-2.7%
إجمالي الربح	625	698	-10.5%	670	741	-9.5%
هامش إجمالي الربح	35.8%	38.5%		36.1%	38.8%	
الربح التشغيلي	422	490	-13.8%	453	523	-13.5%
هامش الربح التشغيلي	24.2%	27.0%		24.4%	27.4%	
صافي الربح	293	362	-19.1%	319	402	-20.6%
هامش صافي الربح	16.8%	20.0%		17.2%	21.1%	

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

التقييم والمخاطر: على الرغم من النتائج الضعيفة والتحديات قصيرة الأجل، 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 وتقييم قيمة المنشأة /الإيرادات قبل الفوائد، الضرائب، الإهلاك والإطفاء (مكرر عند $9.5 \times$ لمتوسط توقعاتنا لعام 2026-27م؛ تمت مراجعة المكرر من 10.5 إلى $9.5 \times$ ليعكس اتجاهات السوق الراهنة)، نقوم بمراجعة السعر المستهدف إلى 96 ريال/للسهم مما يعني تصنيف زيادة المراكز مع احتمالية ارتفاع بـ 21.8%. العوامل الرئيسية الواجب متابعتها هي وتيرة التوسعات في الأرباع 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 الثاني لعام 2026

مليون ريال	الربع الثاني لعام 2026	الربع الثاني لعام 2025	التغير السنوي	الربع الأول لعام 2026	التغير الربعي	تقديراتنا	الفرق %
الإيرادات	411	376	9.4%	369	11.2%	393	4.6%
التكلفة	270	241	11.9%	251	7.6%	256	5.5%
اجمالي الدخل	141	135	4.9%	118	20.1%	137	2.8%
التكاليف التشغيلية	48	42	16.9%	41	17.1%	45	6.2%
الربح التشغيلي	93	93	-0.4%	77	20.3%	92	1.1%
صافي الربح	63	72	-12.6%	49	29.6%	61	2.6%
هامش اجمالي الدخل	34.4%	35.8%		31.8%		34.9%	
هامش الربح التشغيلي	22.7%	24.9%		20.9%		23.4%	
هامش صافي الربح	15.3%	19.2%		13.2%		15.6%	

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال.

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. وحيث أن جي آي بي كابيتال لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا توفر 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 البحوث) 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. وحيث أن 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