

السعر المستهدف: 87 ريال/السهم

السعر الحالي: 75.1 ريال/السهم

نسبة الإرتفاع: ~16% (+عائد التوزيعات ~2.6%)

التوصية: زيادة المراكز

شركة الآمار الغذائية (الآمار)

التعافي يتأخر أكثر من المتوقع، مراجعة السعر المستهدف

- التحديات الجيوسياسية تكبل أهداف التوسع في عام 2024 مع زيادة متواضعة بـ 2٪ على أساس سنوي في عدد الفروع الجديدة التي تم افتتاحها في الربع الثالث لعام 2024.
- من المرجح أن يستأنف النمو في عام 2025، بدعم من انتعاش المبيعات من قاعدة منخفضة، وزيادة في افتتاح الفروع، وتوسع الهوامش بفضل تحسين الكفاءة.
- بعد تعديل تقديراتنا وتحديث تقييمنا لأجل سنة، نقوم بتخفيض السعر المستهدف إلى 87 ريال سعودي للسهم، لكننا نحافظ بتوصية "زيادة المراكز" بسبب الانخفاض الأخير في السعر.

نتائج الربع الثالث لعام 24: تراجع مبيعات الآمار بـ 13% على أساس سنوي إلى 229 مليون ريال سعودي، الذي كان أقل بقليل من تقديرنا البالغة 233 مليون ريال سعودي. ويعود هذا الانخفاض بشكل رئيسي إلى: (1) الوضع الجيوسياسي الإقليمي المستمر، (2) التوسع المحدود في عدد الفروع (فروع جديد واحد مقابل 7 فروع متوقعة)، (3) انخفاض طفيف في قيمة العملة في مصر (88% من الإيرادات بعملة مقيمة بالدولار الأمريكي). وعلى الرغم من ذلك، أطفيت آثار بعض هذه التحديات بتعافي بعض الأسواق الإقليمية، مدفوعة بمبادرات تسويق مستهدفة. بالإضافة إلى ذلك، انخفض إجمالي الربح بـ 16.4% على أساس سنوي إلى 67 مليون ريال سعودي، مما كان أقل من تقديرنا التي كانت تبلغ 74 مليون ريال سعودي، ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى ارتفاع التكاليف المباشرة وزيادة النفقات غير المتعلقة بالمواد الخام. ومع ذلك، شهدت الشركة تحسناً في الكفاءة التشغيلية نتيجة جهود الإدارة في خلق هيكل تكاليف أكثر مرونة وتحقيق توازن أفضل بين التكاليف المتغيرة والثابتة. مدعوماً أيضاً بمساهمة العناصر غير المتكررة، انخفض صافي الربح بوتيرة أبطأ بـ 6.1% على أساس سنوي إلى 19 مليون ريال سعودي (متجاوزاً تقديراتنا البالغة 16 مليون ريال سعودي)، مع هامش صافي الربح بلغ 8.4% (+0.62 نقطة مئوية على أساس سنوي).

لا يزال الأداء تحت الضغط: تعافي إيرادات الآمار كان أبطأ من المتوقع، حيث شهدت "دومينوز" انخفاضاً بـ 11% على أساس سنوي، بينما سجلت "دنكن" انخفاضاً أكثر حدة بـ 41% على أساس سنوي في الربع الثالث من عام 2024. ومع ذلك، ووفقاً للشركة، تظهر "دومينوز" بعض العلامات المبكرة للتعافي في عمان، بينما استمر الأداء في المملكة العربية السعودية (-4% على أساس سنوي) والامارات العربية المتحدة مستقرة إلى حد كبير. وفي المقابل، تواصل الأسواق في الكويت، قطر، البحرين والأردن تسجيل أداء متأثر بشكل كبير. أما منطقة شمال إفريقيا، فقد شهدت تراجعاً بـ 26% على أساس سنوي، وواجهت تحديات أكبر، متأثرة بشكل أكبر بانخفاض قيمة العملة والتحديات الاقتصادية العامة، لا سيما في مصر، التي أثرت سلباً على الأداء ووضعت عقبات كبيرة أمام استراتيجية التوسع.

جدول 1: المقاييس المالية الرئيسية

م 2026	م 2025	م 2024	2023	2022	(مليون ريال سعودي)
1,116	972	895	992	1,076	الإيرادات
15%	9%	-10%	-8%	24%	معدل نمو الإيرادات
355	293	255	293	362	إجمالي الربح
32%	30%	29%	30%	34%	هامش إجمالي الربح
236	185	155	201	268	EBITDA
21%	19%	17%	20%	25%	الربح التشغيلي
91	53	29	57	115	صافي الربح
8%	5%	3%	6%	11%	هامش الربح
3.8	2.2	1.3	2.3	4.5	ربحية السهم (ريال)
2.7	2.0	1.3	2.1	3.4	التوزيعات السهم (ريال)
19.9x	34.5x	59.3x	33.0x	16.6x	مكرر الربحية

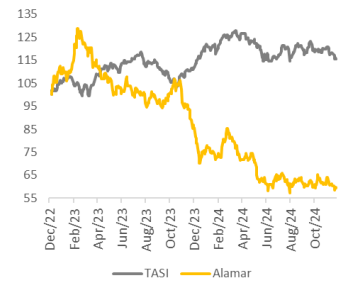
المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال

بيانات السهم

6014	رمز الشركة
1,915	القيمة السوقية للشركة (مليون ريال)
4.8	م. قيمة التداول 3 شهور (مليون ريال)
42.1%	نسبة الاسهم الحرة
6.4%	نسبة المستثمرين الأجانب
0.04%	حجم الاسهم الحرة في تاسي

المصدر: بلومبيرج

مؤشر تاسي مقابل سهم الآمار



المصدر: بلومبيرج

Reem Alotaibi

+966-11-834 8470

Reem.Alotaibi@gibcapital.com

Kunal Doshi

+966-11-834 8372

Kunal.doshi@gibcapital.com

التحديات الجيوسياسية تعيق أهداف التوسع على المدى القريب: بحلول نهاية الربع الثالث من عام 2024، بلغ عدد فروع الأمار المؤسسة 526 فرع، مما يعكس زيادة طفيفة بـ 2% على أساس سنوي ممثلة بإضافة 13 فرع جديدًا منذ بداية العام (10 فروع لدومينوز و3 فروع لندنكن). وفي المقابل، لم يتم افتتاح أي فروع جديدة غير مؤسسية (الامتيازات الفرعية) خلال نفس الفترة. مستقبلاً، نتوقع أن تفتح الأمار 3 فروع جديدة في الربع الرابع من عام 2024 (جميعها لدومينوز) في المملكة العربية السعودية والامارات، من بين 17 موقعًا مؤتمناً لهذه الأسواق في النصف الثاني من عام 2024. كما نتوقع أن تستكمل الشركة تحقيق أهداف التوسع المخطط لها بحلول النصف الأول من عام 2025. بالإضافة إلى ذلك، تواصل الأمار تنفيذ خطة نقل الفروع (30 فرع) في السعودية، حيث تم نقل 3 فروع بنجاح في الربع الثالث من 2024. ومع ذلك، أدت عدم الوضوح للظروف الجيوسياسية إلى تأخر خطط التوسع للفروع غير المؤسسية في كلا من باكستان، الكويت وعمان. ورغم هذه التحديات، أعربت الإدارة عن تفاؤلها بشأن استئناف جهود التوسع مع الشركاء المحليين في باكستان.

الاستفادة من تطبيقات التوصيل وسط المنافسة الشديدة في المملكة العربية السعودية: ساهمت شراكة شركة الأمار مع 9 شركات توصيل في تعزيز المبيعات الرقمية بشكل كبير، وهي تمثل حوالي 30% إلى 35% من إجمالي المبيعات وحوالي 50% من المبيعات الرقمية. وقد ساعدت هذه الخطوة الإستراتيجية، استجابةً للتغير في سلوك المستهلك، إلى رفع متوسط سعر العمليات (ATP) في المملكة العربية السعودية على أساس ربع سنوي طوال عام 2024. ومع ذلك، تواجه شركة الأمار منافسة متزايدة في سوق مطاعم الخدمة السريعة السعودي. في حين تحافظ دومينوز على مكانة تنافسية قوية، لا سيما في مجال التوصيل والمشاركة الرقمية، فإنها تواجه تحديات من ظهور العلامات التجارية السريعة الغير تقليدية والعلامات التجارية الخاصة بالتوصيل فقط، بما في ذلك المطابخ السحابية. يمكن لهؤلاء المنافسين الجدد، الذين يعملون بأقل قدر من النفقات العامة ويستفيدون من نماذج التسليم الفعالة، أن يقدموا أسعارًا تنافسية ومرونة أكبر، مما يزيد الضغط على العلامات التجارية التقليدية مثل دومينوز للمحافظة على النمو والربحية.

2025 وما بعدها: بالنظر إلى المستقبل، نتوقع نموًا متحفظًا بمعدل نمو سنوي مركب بـ 8.6% في عدد افتتاح فروع جديدة مؤسسية بين الأعوام 2025 و27م، مقارنة بتوجهات الإدارة البالغة 11-13% معدل نمو سنوي مركب. نأخذ هذه التوقعات الحذرة باعتبار ظروف السوق الحالية ونتوقع أن تكتسب افتتاحات الفروع الجديدة زخمًا في العام المقبل مع تلاشي آثار المقاطعة. بالإضافة إلى ذلك، نتوقع انتعاشًا معتدلًا في الإيرادات لكل متجر مؤسسي، بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 4% تقريبًا خلال الفترة 2025-27م، ضمن نطاق توجهات الإدارة بـ 3-5%. سيكون هذا التعافي مدفوعًا بما يلي: (1) جهود التسويق الإستراتيجية، (2) الاعتماد الكامل لخدمات التوصيل من طرف ثالث في المملكة العربية السعودية - مما يؤدي إلى تقليل أوقات التسليم وتحسين أنظمة تتبع السائق، و(3) إطلاق برنامج مكافآت أكثر كفاءة يتميز بالإسترداد النقدي الفوري للمحفظة الإلكترونية، ليحل محل نظام المكافآت المؤجلة السابق. إلى جانب ارتفاع متوسط سعر العمليات (ATP) الملحوظ في المملكة العربية السعودية مقارنة بالقنوات الغير رقمية. ومن المتوقع أن تدعم هذه التدابير التعافي.

وفيما يتعلق بتوقعات الهوامش، انخفض هامش الأرباح المعدلة قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك إلى 20% في عام 2023 من 25% في عام 2020. ونتوقع مزيدًا من الانخفاض إلى 17% في عام 2024. ومع ذلك، مع التخفيف المحتمل لتأثير المقاطعة، وانخفاض أسعار المواد الخام، ومحدودية تأثير انخفاض قيمة الجنيه المصري، إلى جانب الاستراتيجيات المستمرة لتحسين التكلفة، نتوقع انتعاش الهامش بدءًا من عام 2025م. نتوقع أن يبلغ متوسط هامش الأرباح المعدلة قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك حوالي 21% خلال الفترة من 2025 إلى 27م، بما يتماشى مع نطاق توجهات الإدارة الذي يتراوح بين 19% إلى 21% لنفس الفترة.

جدول 2: توقعات جي آي بي كابيتال وتوجهات إدارة الشركة

2024م		2025-2027م	
توجهات الإدارة	توقعات جي آي بي كابيتال	توجهات الإدارة	توقعات جي آي بي كابيتال
نمو الإيرادات للفرع*	-4%	5-3%	4%
نمو عدد فروع الشركة%	4%	13-11%	8.6%
الإنفاق الرأسمالي/الإيرادات %	4%	6-5%	5.9%#
نسبة التوزيعات %	94%	80-70%	82%#

المصدر: بيانات الشركة، جي آي بي كابيتال، *فرع مؤسسي، #متوسط 2025-2027م

المحفزات: نتقدم شركة الأمارة نحو توسيع محفظتها من خلال صفقتي اندماج واستحواذ. تستهدف علامة تجارية محلية واحدة في دول مجلس التعاون الخليجي وعلامة تجارية دولية واحدة، ومن المتوقع الكشف عن مزيد من التفاصيل بحلول الربع الأول من عام 25م. وقد يؤدي ذلك إلى تعزيز وتنويع مزيج محفظة/إيرادات الشركة وتوفير فرص نمو إضافية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وخارجها.

التقييم والمخاطر: قمنا بتقييم شركة الأمارة باستخدام نهج التدفق النقدي المخصوم، مع تطبيق المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بـ 9%، والوصول إلى سعر مستهدف أجل لمدة عام قدره 87 ريال للسهم (134.8 ريال للسهم سابقاً)، مما دفعنا إلى الحفاظ على تصنيف "زيادة الوزن" مع نسبة ارتفاع بـ 16%، نظراً للانخفاض الأخير في أسعار السوق. نعتقد أن سعر السوق الحالي قد عكس بالفعل العوامل السلبية، مما أدى إلى جعل مخاطر الإنخفاض محدودة. وتشمل المخاطر السلبية الرئيسية زيادة المنافسة، وارتفاع تكاليف المواد الخام، والتحول في تفضيلات المستهلكين، وزيادة الضغط على الإنفاق الاستهلاكي، وتعطيل خطط التوسع، وعدم الاستقرار الجيوسياسي، وتقلبات العملة.

جدول 3: ملخص نتائج الربع الثالث من عام 2024

الربع الثالث لعام 24	الربع الثالث لعام 23	الربع الثاني لعام 23	الربع الثاني لعام 23	الربع الثالث لعام 23	الربع الثالث لعام 24	الربع الثالث لعام 24	الربع الثالث لعام 24
الفرق %	تقديراتنا	أساس ربع سنوي	أساس ربع سنوي	أساس ربع سنوي	أساس ربع سنوي	أساس ربع سنوي	الفرق %
		1.1%	226	-13.1%	264	229	الإيرادات
-1.8%	233	3.1%	158	-11.7%	184	162	تكلفة المبيعات
1.9%	159	-3.3%	69	-16.5%	80	67	اجمالي الربح
-9.9%	74	-10.9%	50	-17.4%	54	45	النفقات التشغيلية
-13.8%	52	16.7%	19	-14.6%	26	22	الربح التشغيلي
-0.7%	22	48.6%	13	-6.1%	20	19	صافي الربح
21.3%	16						
	31.7%		30.4%		30.2%	29.1%	هامش الربح الإجمالي
	9.5%		8.3%		9.8%	9.6%	هامش الربح التشغيلي
	6.8%		5.7%		7.7%	8.4%	هامش صافي الربح

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 وأراء، 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 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. 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

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