



بدء التغطية

## شركة التجزئة الرائدة في المملكة

نبدأ التغطية لشركة بن داود القابضة وتوصيتنا هي الحياد وبسعر مستهدف 118.6 ريال. تعتبر بن داود ثالث أكبر بائع تجزئة للمواد الغذائية وغير الغذائية من حيث الإيرادات والأكثر ربحية في القطاع. تعمل الشركة في قطاع سريع النمو ومن المتوقع أن تستفيد من التوسع في القطاع وارتفاع الدخل المتاح للإنفاق. ومن أهم نقاط القوة للسهم هو الربحية العالية والعلاقات القوية مع الموردين وخطة التوسع المدروسة وخبرة إدارية قوية. كما نعتقد أن تنمو الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب بـ 10.8% خلال 2019-2025 مدفوعاً بالتوسع القوي ونمو المتاجر القائمة وكفاءات التحكم بالتكاليف. يتداول السهم بمكرر قيمة المنشأة/ الأرباح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء (EV/EBITDA) لعام 2021 عند 15.0 مرة أعلى من متوسط الشركات النظيرة والبالغ 11.2 مرة وعند مكرر ربحيه قدره 25.8 مرة أعلى من متوسط الشركات النظيرة والبالغ 22.3 مرة لعام 2021.

● أكبر بائعي التجزئة تحقيقاً للربحية في المملكة: تكمن القيمة التي تتميز بها بن داود في (1) تنوع المنتجات (140,000 صنف) (2) ارتفاع مساهمة المنتجات الطازجة والمستوردة (3) بائع التجزئة الأول الذي يخدم الحجاج والمعتمرين (4) تقديم تجربة تسوق مميزة (5) ولديها سلسلة توريد فعالة. أصبحت شركة بن داود من أكثر تجار التجزئة تحقيقاً للربحية في المملكة. إلى جانب دعم الموردين القوي، أصبحت الشركة من أكثر بائعي التجزئة للمواد الغذائية وغير الغذائية تحقيقاً للربحية في المملكة. وفي العام 2019، بلغ هامش الربح قبل الفائدة والضرائب والاستهلاك والإطفاء 19.4%، أعلى من متوسط نظيراتها من الشركات المحلية بنسبة 7.5%.

● التركيز على التوسع المربح: تخطط الشركة لتوسيع سلسلة متاجرها إلى ما لا يقل عن 100 متجر بحلول عام 2024، من أصل 73 متجراً في سبتمبر 2020. نعتقد أن الشركة ستفتتح 108 متجراً بحلول عام 2025 بنفقات رأسمالية قدرها 704 مليون ريال. كما تعزز شركة بن داود بشكل أساسي على افتتاح متاجر السوبرماركت حيث أنها الأكثر نمواً وربحية تحت العلامة التجارية الدانوب. وتتبع الشركة خطوات مدروسة في توسع المتاجر من خلال اتباع نهج منظم لاختيار المواقع حيث لم تقم بإغلاق أي من فروعها تاريخياً.

● صافي الدخل يرتفع بمعدل نمو سنوي مركب لمدة 6 سنوات بنسبة 10.8%: نعتقد أن الإيرادات ستتنمو بنسبة 49% لتصل إلى 7.21 مليار ريال في عام 2025 والتي بلغت سابقاً 4.84 مليار ريال في عام 2019 وأن ينمو صافي الدخل بنسبة 85% ليصل إلى 774 مليون ريال في عام 2025 والذي بلغ سابقاً 419 مليون ريال في عام 2019. وبالنظر إلى التدفقات النقدية القوية، نتوقع أن تبلغ نسبة توزيع الأرباح نقدية 80% خلال 2020-2025، بمعدل توزيعات نقدية بنسبة 2.9% في 2020 وينمو إلى 4.3% في عام 2025.

● التوصية الحياد وسعر مستهدف 118.6 ريال: نبدأ التغطية لشركة بن داود القابضة بتوصية الحياد وسعر مستهدف 118.6 ريال. يتداول السهم بمكرر قيمة المنشأة/ الأرباح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء (EV/EBITDA) لعام 2021 عند 15.0 مرة وهو أعلى من متوسط الشركات النظيرة والبالغ 11.2 مرة وعند مكرر ربح قدره 25.8 مرة وهو أعلى من متوسط الشركات النظيرة والبالغ 22.3 مرة لعام 2021. نعتقد أن العلاوة في السعر المستهدف مبرر بسبب (1) ارتفاع الربحية والهوامش (2) نمو الإيرادات (3) خبرة إدارية قوية.

## بيانات مالية

مليون ريال	2025f	2024f	2023f	2022f	2021f	2020f	2019a
الإيرادات	7,214	6,776	6,354	5,948	5,493	5,274	4,844
الدخل الإجمالي	2,406	2,267	2,132	2,002	1,854	1,790	1,645
هوامش الربح الإجمالي	33.4%	33.5%	33.6%	33.7%	33.8%	34.0%	34.0%
الربح التشغيلي	876	819	763	709	659	602	518
هوامش الربح التشغيلي	12.1%	12.1%	12.0%	11.9%	12.0%	11.4%	10.7%
صافي الدخل	774	717	660	605	554	515	419
هوامش صافي الدخل	10.7%	10.6%	10.4%	10.2%	10.1%	9.8%	8.7%
ربح السهم	6.78	6.27	5.77	5.30	4.84	4.51	3.67

المصدر: الشركة، أبحاث الأهلي كابيتال

## الحياد

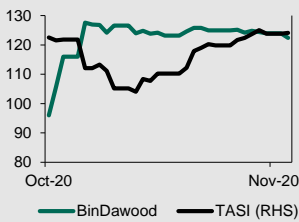
السعر المستهدف (ريال)	118.6
السعر الحالي (ريال)	124.8
الفرق عن السعر المستهدف (%)	5.0%
تفاصيل الأسهم	
نطاق سعري لآخر 52 اسبوع	131/106
القيمة السوقية (مليون دولار)	3,712
الأسهم المصدرة (مليون)	114
مدرجة في سوق	تداول
الأداء السعري %	شهر
مطلق	15.9
نسبي	14.8
قيمة التداول (مليون)	ريال
شهر	39.5
رمز رويترز	4161.SE
رمز بلومبرج	BINDAWOO AB
www.bindawoodholding.com	

## مضاعفات التقييم

	21f	20f	19a
مكرر الربحية (مرة)	25.8	27.7	34.0
مكرر القيمة الدفترية (مرة)	10.2	11.1	12.0
EV/EBITDA (x)	15.0	16.3	17.6
العوائد النقدية (%)	3.1	2.9	1.7

المصدر: أبحاث الأهلي كابيتال

## أداء سعر السهم



المصدر: تداول

+966 11 874 9774  
n.khan@alahlicapital.com

نعمان خان

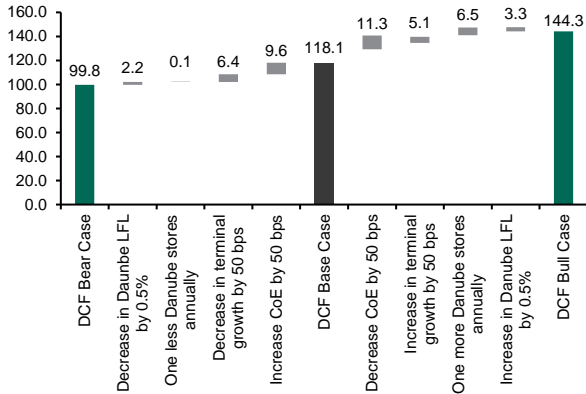
+966 11 874 7176  
f.alasaad@alahlicapital.com

فيصل الأسعد

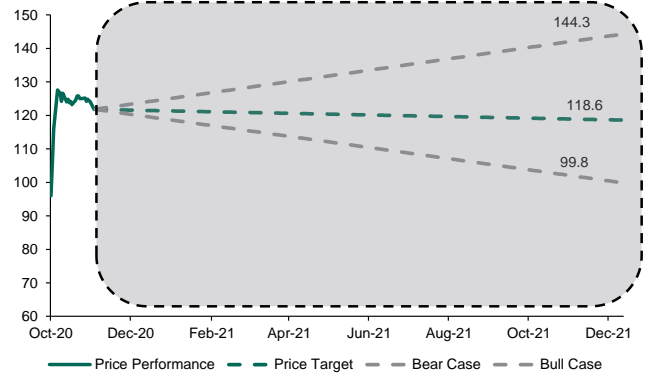
## عرض السيناريوهات الاستثمارية

## الإداء السعري التاريخي والمتوقع

## تحليل سيناريوهات تقييم التدفقات النقدية المخصومة



المصدر: أبحاث الأهلي كابيتال



المصدر: أبحاث الأهلي كابيتال

## الرأي الاستثماري

## السيناريوهات الاستثمارية

من متاجر التجزئة الأكثر ربحية في المملكة: تكمن القيمة التي تتميز بها شركة بن داود بـ (1) تنوع المنتجات (140,000 صنف و 2) ارتفاع مساهمة المنتجات الطازجة والمستوردة (3) تعتبر بن داود بائع التجزئة الأول الذي يخدم الحجاج (4) يقدم تجربة تسوق مميزة (5) وسلسلة توريد فعالة. إلى جانب دعم الموردين القوي، أصبحت الشركة من أكثر بائعي التجزئة للمواد الغذائية والغير غذائية تحقيقاً للربحية في المملكة. في العام 2019، حققت الشركة هامش ربح قبل الفائدة والضرائب واستهلاك الدين بنسبة 19.4%، أعلى من متوسط نظيراتها من الشركات المحلية بنسبة 7.5%.

علامتان تجاريتان تستهدفان شرائح مختلفة: تدير الشركة متاجرها تحت علامتين تجاريتين، هما الدانوب وبين داود واللذان تستهدفان شرائح مختلفة من السكان مما يسمح للشركة أن تستهدف قاعدة عملاء أكبر من منافسيها.

اختيار الحجاج: لدى الشركة حضور قوي في مكة المكرمة والمدينة المنورة حيث يوجد لديها 10 و 6 متاجر، على التوالي تحت العلامة التجارية "بن داود". وتمثل هذه المتاجر 22% من إجمالي متاجر بن داود. ومع مبادرة رؤية 2030 التي تستهدف نمواً في أعداد الحجاج بنسبة 275% إلى 30 مليون حاج بحلول عام 2030، يتوقع أن تستفيد هذه المتاجر من الزيادة الكبيرة في عدد الحجاج.

التركيز على التوسع المريح: تخطط الشركة لتوسيع سلسلة متاجرها إلى ما لا يقل عن 100 متجر بحلول عام 2024، اعتباراً من أصل 73 متجراً في سبتمبر 2020. نتوقع أن تفتتح الشركة 108 متجراً بحلول عام 2025 بنفقات رأسمالية قدرها 704 مليون ريال. كما تعزز الشركة بشكل أساسي على افتتاح متاجر سوبرماركت حيث أنها الأكثر نمواً وربحية وسوف يتم افتتاحها إلى بشكل أساسي تحت العلامة التجارية الدانوب. وتتبع الشركة خطوات مدروسة في توسع المتاجر من خلال اتباع نهج منظم لاختيار المواقع حيث لم تقم بإغلاق أي من فروعها تاريخياً.

السعر المستهدف  
118.6 ريال:

الوزن لتقييم التدفقات النقدية المخصومة هو 70%، ولتقييم مكرر الربحية 15%. ولتقييم قيمة المنشأة/للربح قبل الفوائد والضرائب والاهلاك 15%. ويتم احتساب مكرر الربحية باستخدام ربح السهم البالغ 4.8 ريال في 2021.

يعتبر النمو القوي في المتاجر القائمة والنمو الأفضل من المتوقع في متاجر الدانوب والنظرة الاقتصادية الإيجابية من أهم المحفزات الإيجابية التي ستؤدي إلى ارتفاع معدل النمو السنوي المركب للمبيعات بنسبة 7.4% ومعدل النمو السنوي المركب لصادفي الربح خلال 2019-2025 بنسبة 11.6%.

السيناريو المتفائل  
للتدفقات النقدية  
المخصومة:  
144.3 ريال

نعتقد أن الإيرادات سنتمو بنسبة 49% لتصل إلى 7.21 مليار ريال في عام 2025 من 4.84 مليار ريال في عام 2019 وأن ينمو صافي الدخل بنسبة 85% ليصل إلى 774 مليون ريال في عام 2025 من 419 مليون ريال في عام 2019، مدعوماً بزيادة عدد المتاجر من 72 متجراً إلى 108 متجراً بحلول العام 2025.

السيناريو الأساسي  
للتدفقات النقدية  
المخصومة:  
118.1 ريال

بطء عملية التوسع والضعف في نمو المتاجر القائمة سيؤدي إلى نمو في الإيرادات بمعدل سنوي مركب بنسبة 6.3% بين 2019 – 2025، مع نمو في صافي الدخل بمعدل سنوي مركب بنسبة 9.9% خلال الفترة.

السيناريو المتحفظ  
للتدفقات النقدية  
المخصومة:  
99.8 ريال

## مخاطر الاستثمار

## المحفزات المحتملة

- **افتتاح متاجر أقل من المتوقع:** نعتقد أن الشركة ستفتتح 35 متجرًا جديدًا بحلول عام 2025، وبذلك، يصل إجمالي عدد متاجرها إلى 108 متجرًا. ومن الممكن أن يترتب على الوضع الاقتصادي وجائحة كوفيد-19 تأخر في افتتاح المتاجر. وفي حال كان العدد الفعلي للمتاجر المفتوحة أقل من توقعاتنا، فسيؤدي ذلك إلى انخفاض في الإيرادات المحققة وصافي الدخل.
- **زيادة المنافسة:** تخطط الشركة لزيادة تواجدتها بشكل أساسي في المناطق الوسطى والشرقية، والتي يتواجد بها أكبر عدد من مشغلي سلاسل المواد الغذائية والغير غذائية مقارنة بالمناطق الأخرى. ونعتقد أن زيادة المنافسة يمكن أن تضغط على الهوامش وقد تتسبب في تمديد فترة اكتمال التشغيل للمتاجر الجديدة.
- **التغييرات التنظيمية:** من أجل الامتثال لمتطلبات السعودية، تحتاج الشركة إلى الحفاظ على نسبة معينة من الموظفين السعوديين. ولقد زادت الرسوم الحكومية المطبقة على الموظفين غير السعوديين مؤخرًا وأي زيادة في هذه الرسوم في المستقبل قد يزيد من نفقات التشغيل.
- **التوسع في قطاع المتاجر المنظمة:** من المتوقع أن ينمو إجمالي مبيعات التموينات بنسبة 10.2% ليبلغ 151 مليار ريال بحلول عام 2024 بمعدل سنوي مركب بنسبة 2% خلال 2019-2024. ومن المتوقع أن ينمو إجمالي مبيعات السوبرماركت بوتيرة أسرع 28% لتصل إلى 73 مليار ريال في عام 2024 والتي بلغت 57 مليار ريال في عام 2019 وبمعدل نمو سنوي مركب 5.1% خلال 2019-2024. ومن المتوقع أن تنخفض مبيعات البقالات بنسبة 2.9% خلال نفس الفترة الزمنية، بسبب التوسع بقطاع المتاجر المنظمة (الغذائية و الغير غذائية). وبحلول 2024، نعتقد أن تمثل مبيعات قطاع المتاجر المنظمة 48% من إجمالي المبيعات قطاع التجزئة (والتي كانت سابقا 41% في العام 2019) على الرغم من أنها ستمثل 18% فقط من منافذ البيع للمواد الغذائية والغير غذائية.
- **أحد المستفيدين من رؤية 2030:** إن عدد السكان في المملكة من الشباب في تزايد مستمر حيث أن 67% من السكان تقل أعمارهم عن 35 عاماً. وبناء على رؤية 2030، تمر البلاد بفترة تحول كبيرة والتي نعتقد أنها ستؤدي في النهاية إلى زيادة الدخل المتاح للإنفاق. ومن المتوقع أن تؤدي مبادرات رؤية 2030 إلى زيادة أعداد الحجاج والمعتمرين، وبالتالي نعتقد أن بن داود ستكون أحد المستفيدين الرئيسيين من ذلك بسبب موقعها الريادي في منطقتي مكة المكرمة والمدينة المنورة. وبالإضافة إلى ذلك فإن مبادرات رؤية 2030، والتي تهدف إلى التركيز على الأنماط الصحية، ستؤدي إلى اتباع عادات غذائية صحية وبالتالي إلى زيادة مبيعات المنتجات الطازجة ذات الهامش المرتفع.
- **التوسع في متاجر الخدمات السريعة (إكسبريس):** التوسع في متاجر الخدمات السريعة (إكسبريس) قد يؤثر على مبيعات متاجر السوبرماركت ومتاجر الهايبرماركت وكذلك زيادة المبيعات لكل متر مربع. وبالرغم من ذلك نود أن نوضح على أنه حالياً قد تم التخطيط لافتتاح 4 متاجر إكسبريس فقط.

## تقييمات الأهلي كابيتال الاستثمارية

زيادة	السعر المستهدف يمثل عائد متوقع يزيد عن 15% خلال الـ 12 شهراً القادمة
محايد	السعر المستهدف يمثل عائد متوقع بين +15% و هبوط متوقع أقل من 10% خلال الـ 12 شهراً القادمة
انخفاض	السعر المستهدف يمثل هبوط متوقع في سعر السهم يزيد عن 10% خلال الـ 12 شهراً القادمة
السعر المستهدف	يقوم المحللون بوضع أسعار مستهدفة للشركات خلال 12 شهراً، هذه الأسعار تعتبر عرضة لعدد من عوامل المخاطرة المتعلقة بالشركة و السوق بشكل عام، يتم تحديد السعر المستهدف لكل سهم باستخدام طرق تقييم يختارها المحلل و التي يعتقد أنها تمثل أفضل الطرق لتحديد السعر خلال الـ 12 شهراً القادمة

## تعريفات أخرى

NR: غير مقيم. تم إيقاف التقييم الاستثماري مؤقتاً. هذه العملية تعتبر متوافقة مع الأنظمة و القوانين و الأحداث ذات العلاقة كأن يكون الأهلي كابيتال مستشاراً في عمليات اندماج أو استحواذ أو أية صفقات استراتيجية تكون فيها الشركة أحد الأطراف بالإضافة إلى بعض الأحداث الأخرى.

CS: تعليق التغطية. قام الأهلي كابيتال بتعليق تغطية هذه الشركة

NC: غير مغطى. لم يقم الأهلي كابيتال بتغطية هذه الشركة

## معلومات هامة

يشهد محررو هذه الوثيقة بأن الآراء التي أعربوا عنها تعبر تعبيراً دقيقاً عن آرائهم الشخصية بشأن الأوراق المالية والشركات التي هي موضوع هذه الوثيقة. كما يشهدون بأنه ليس لديهم أو لشركائهم أو مُمالهم (في حال تواجدهم) أي انتفاع من الأوراق المالية التي هي موضوع هذه الوثيقة. الصناديق الاستثمارية التي تديرها شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) أو الشركات التابعة لها لصالح أطراف أخرى قد تمتلك أوراق مالية والتي هي موضوع هذه الوثيقة. شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) أو الشركات التابعة لها قد تمتلك أوراق مالية أو أموال أو صناديق يديرها طرف آخر في واحدة أو أكثر من الشركات المذكورة أعلاه. محررو هذه الوثيقة قد يمتلكون أوراقاً مالية في صناديق مطروحة للعلامة تستثمر بأوراق مالية مشار إليها في هذه الوثيقة كجزء من محفظة متنوعة والتي ليست لديهم عليها أي سلطة لإدارتها. إدارة الاستثمارات المصرفية بشركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) قد تكون في طور طلب أو تنفيذ خدمات مربحة للشركات التي إما أن تكون موضوعاً لهذه الوثيقة أو وردت بها.

تم إصدار هذا الوثيقة إلى الشخص الذي خصته شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) بها. وتهدف هذه الوثيقة إلى عرض معلومات عامة فقط و لا يجوز نسخها أو إعادة توزيعها لأي شخص آخر. لا تعد هذه الوثيقة عرضاً أو تحفيزاً فيما يخص شراء أو بيع أي ورقة مالية. كما لم يؤخذ في الاعتبار عند إعداد هذه الوثيقة مدى ملاءمتها للاحتياجات الاستثمارية للمتلقى. و بصفة خاصة، فإن هذه الوثيقة لم يتم إعدادها بهدف تلبية أي أهداف استثمارية معينة، أو أوضاع مالية، أو قدرة على تحمل المخاطر، أو أي احتياجات أخرى لأي شخص يستلم هذه الوثيقة. و توصي شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) كل مستثمر محتمل الحصول على استشارة قانونية، و خدمات مالية و محاسبية إرشادية والتي ستحدد مدى ملاءمة الاستثمار لاحتياجات المستثمر. أي توصيات استثمارية ذكرت في هذه الوثيقة قد أخذت في الاعتبار كل من المخاطر والعوائد المتوقعة. إن المعلومات والآراء الواردة في هذه الوثيقة قد تم تجميعها أو التوصل إليها من قبل الأهلي كابيتال من مصادر يعتقد بأنها موثوقة بها، ولكن لم يتم الأهلي كابيتال منفردة بالتحقق من محتويات هذه الوثيقة، وأن تلك المحتويات قد تكون موجزة أو غير كاملة، وتبعا لذلك فإنه لا يوجد أي زعم أو ضمانات سواء معلنه أو ضمنية فيما يتعلق بالاعتماد على مدى نزاهة ودقة واكتمال وصحة المعلومات والآراء الواردة في هذه الوثيقة. إن شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) لن تكون مسؤولة عن أي خسارة قد تنشأ من استخدام هذه الوثيقة أو أي من محتوياتها، أو أي خسارة قد تنشأ عن أي معلومات ذات صلة بهذه الوثيقة، أو أي من التوقعات المالية، أو تقديرات القيم العادلة، أو البيانات المتعلقة بالنظرة العامة المستقبلية المذكورة في هذه الوثيقة والتي قد لا تتحقق لأقصى حد تسمح به القوانين والأنظمة واجبة التطبيق. إن جميع الآراء والتقييمات الواردة في هذه الوثيقة تمثل رأي و تقدير شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) بتاريخ إصدار هذه الوثيقة، وهي خاضعة للتغيير دون إشعار مسبق. إن الأداء السابق لأي استثمار لا يعد مؤشراً للنتائج المستقبلية. إن قيمة الأوراق المالية، والعائد الممكن تحقيقه منها، وأسعارها و عملاتها يمكن أن تتغير صعوداً أو هبوطاً، و من المحتمل أن يحصل المستثمر على مبلغ أقل من ذلك الذي استثمره في الأصل. بالإضافة إلى ذلك، فإنه قد تفرض بعض الرسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. كما أن التذبذب في سعر العملات يمكن أن يؤدي إلى تأثير سلبي على قيمة أو سعر أو دخل الورقة المالية. لا يجوز نسخ أي جزء من هذه الوثيقة بدون تصريح كتابي من شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال). كما لا يجوز توزيع هذه الوثيقة أو نسخة منها خارج المملكة العربية السعودية في أي مكان يحظر توزيعها بموجب القانون. ويتعين على متلقي هذه الوثيقة أن يطلعوا ويلتزموا بأي قيود قد تنطبق عليها. إن قبول هذه الوثيقة يعني موافقة المتلقي و التزامه بالقيود السابق ذكرها.

شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بموجب ترخيص رقم 37-06046، جيز للشركة التعامل بصفة أصيل ووكيل والتعهد بالتغطية، والإدارة والترتيب وتقديم المشورة والحفظ في الأوراق المالية. وعنوان مركزها الرئيسي المسجل: شارع الملك سعود بالرياض، ص ب 22216 ، الرياض 11495 ، المملكة العربية السعودية.

www.alahlicapital.com  
www.alahlitadawul.com  
http://research.alahlicapital.com  
@alahlicapital  
920000232

الأهلي كابيتال  
الأهلي تداول  
أبحاث الأهلي كابيتال  
تويتر  
مركز الاتصال

الأهلي كابيتال  
NCB Capital

