

أحد أكبر بائعي التجزئة في المنطقة

تقييم الشركة عند 12.4 مليار ريال (109 ريال للسهم)

يعتمد تقييمنا البالغ 12.4 مليار ريال (108.50 ريال للسهم) على طريقة التدفقات النقدية المخصومة باستخدام تكلفة حقوق الملكية بنسبة 5.2%. في ظل عدم وجود ديون لدى شركة بن داود القابضة مع مركز مالي قوي وربحية جيدة بالتزامن مع إمكانيات نمو جيدة. بالتالي، فإننا نبدأ التغطية بتوصيتنا بالشراء عند سعر مستهدف يبلغ 109.00 ريال للسهم.

قطاع تجارة تجزئة المنتجات الغذائية والكماليات

من المتوقع أن ينمو قطاع تجارة تجزئة المنتجات الغذائية والكماليات في المملكة العربية السعودية بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 2.8% خلال الفترة ما بين 2020 و 2027 ليصل إلى 177.5 مليار ريال، مستفيداً من النظرة الإيجابية التوسعية للاقتصاد السعودي.

الارتفاع التدريجي في سكان المناطق الحضرية في المملكة العربية السعودية

من المتوقع أن تستمر معدلات التحضر المرتفعة وسلوكيات المستهلكين المتطورة في دعم السوق الحديث لتجزئة المنتجات الغذائية وغير الغذائية. وفقاً ليورومونيتر إنترناشيونال، خلال عام 2017 بلغت مبيعات تجزئة المنتجات الغذائية وغير الغذائية ما قيمته 146 مليار ريال، حيث شكّلت متاجر التجزئة التقليدية ما نسبته 59% في حين شكّلت متاجر التجزئة الحديثة ما نسبته 41%، والتي من المتوقع أن تصل إلى ما نسبته 48% بحلول عام 2024.

تشكّل السلع الاستهلاكية سريعة الحركة جزءاً كبيراً من الإيرادات

تمثلت غالبية إيرادات شركة بن داود القابضة في السلع الاستهلاكية سريعة الحركة (بما في ذلك منتجات الألبان ومنتجات النظافة ومنتجات العناية الشخصية). حيث شكّلت هذه الفئة ما نسبته 60% و 61% و 64% من إجمالي الإيرادات في الأعوام 2019 و 2020 و 2021، على التوالي.

التوسع في شبكة المتاجر يقود النمو

نتوقع أن تنمو الإيرادات الموحدة لشركة بن داود القابضة بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 9% خلال الفترة ما بين 2022 و 2026، وذلك على خلفية ارتفاع شبكة المتاجر بإضافة 23 متجراً خلال الأعوام ما بين 2022 و 2026 (14 متجراً لعلامة الدانوب و 9 متاجر لعلامة بن داود)، حيث تسعى الشركة لتعزيز مكانتها في المناطق الغربية والوسطى والشرقية.

شكل 1: الملخص المالي والنسب الرئيسية (2021-2026)

	2026*	2025*	2024*	2023*	2022*	2021
قائمة الدخل (مليون ريال)						
المبيعات	6,753	5,883	5,194	4,721	4,361	4,382
الدخل الإجمالي	2,236	1,945	1,710	1,564	1,453	1,439
الدخل التشغيلي	638	530	436	368	322	275
صافي الدخل	584	470	365	291	242	241
النسب الرئيسية						
الهامش الإجمالي	33%	33%	33%	33%	33%	33%
الهامش التشغيلي	9%	9%	8%	8%	7%	6%
الهامش الصافي	9%	8%	7%	6%	6%	5%

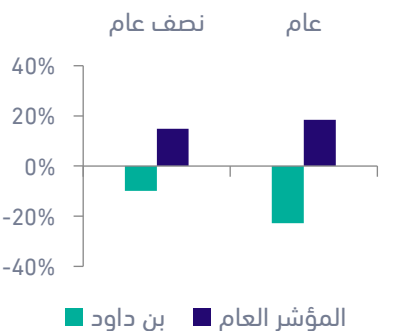
المصدر: الرياض المالية
* متوقعة

بيانات السوق

السعر في 06 يونيو 2022 (ريال)	88.70
التغير	22.9%
عائد الأرباح الموزعة	1.9%
إجمالي العوائد المتوقعة	24.8%

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً (ريال)	86.9/115.6
القيمة السوقية (مليون ريال)	10,138
الأسهم المتداولة (مليون سهم)	114
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	20.0%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهر)	149,597
رمز بلومبيرغ	BINDAWOO AB

أداء السهم السنوي



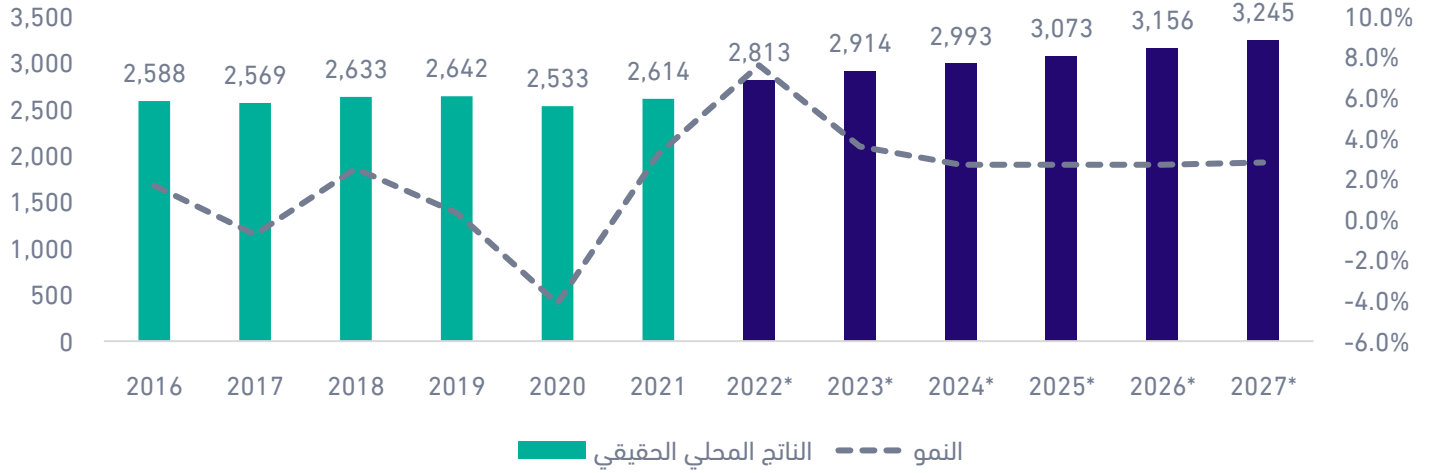
المصدر: بلومبيرغ

■ نظرة عامة على الاقتصاد

استمرار نمو الناتج المحلي الإجمالي للمملكة العربية السعودية

من المتوقع استمرار نمو الناتج المحلي الإجمالي للمملكة العربية السعودية خلال الأعوام ما بين 2022 و2027، وذلك على خلفية الاستثمارات المخطط لها وكذلك الإصلاحات الاقتصادية والاجتماعية التي تشكل جزءًا من برنامج رؤية المملكة العربية السعودية 2030، إلى جانب ارتفاع أسعار النفط.

شكل 2: الناتج المحلي الإجمالي للمملكة العربية السعودية

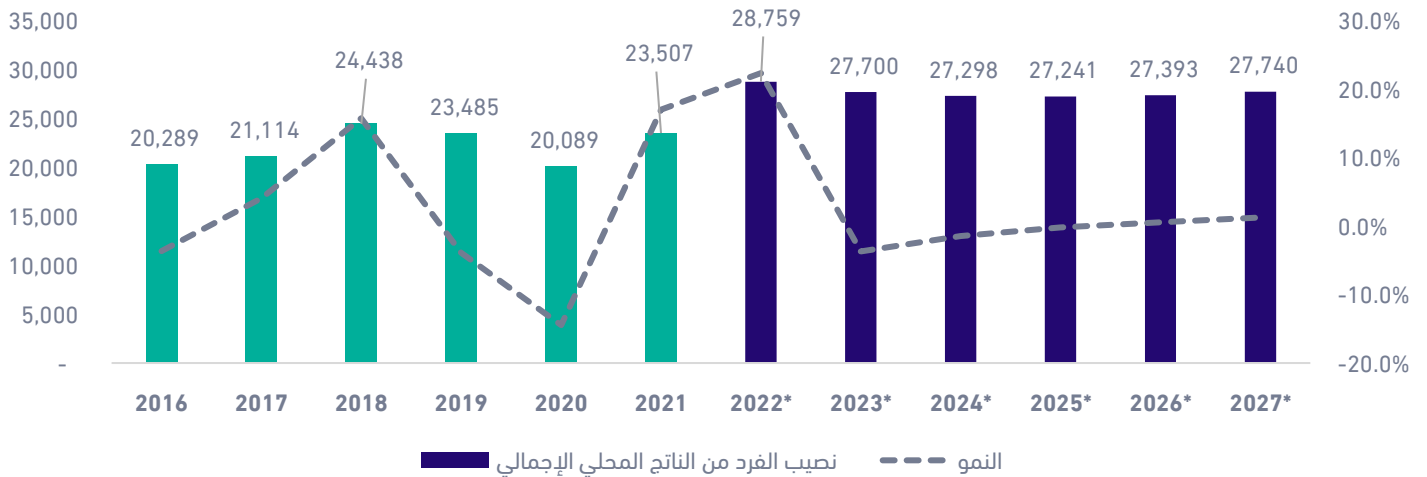


المصدر: الرياض المالية، صندوق النقد الدولي
*متوقعة

نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في المملكة العربية السعودية

بالتزامن مع نمو الناتج المحلي الإجمالي، من المتوقع استمرار نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 22.3% على أساس سنوي ليصل إلى 28.8 ألف دولار خلال عام 2022، وذلك على خلفية نمو الاقتصاد.

شكل 3: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالدولار

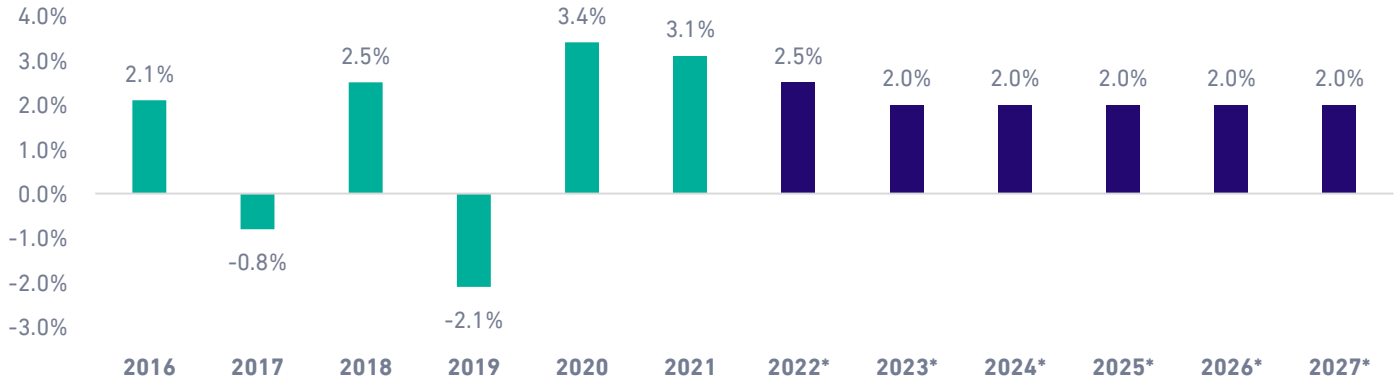


المصدر: الرياض المالية، صندوق النقد الدولي
*متوقعة

معدل التضخم في المملكة العربية السعودية

خلال عام 2020، بلغ معدل التضخم مستوى الـ 3.4%، وذلك على خلفية ارتفاع ضريبة القيمة المضافة، والتي ارتفعت من 5.0% إلى ما نسبته 15.0% خلال شهر يوليو 2020، بالتزامن مع ارتفاع الرسوم الجمركية خلال شهر يونيو 2020، والتي ارتفعت من 5.0% إلى ما نسبته 15% على العديد من المنتجات. بالإضافة إلى الضغوط المتزايدة الناتجة عن كوفيد-19 على سلاسل الإمداد العالمية والخدمات اللوجستية، مما أدى بدوره إلى ارتفاع تكاليف المنتجات والخدمات. وفقاً لتوقعات صندوق النقد الدولي، من المتوقع أن ينخفض معدل التضخم إلى ما نسبته 2.5% في عام 2022، ثم إلى ما نسبته 2.0% في عام 2023 ليستقر بعد ذلك عند 2.0% حتى عام 2027.

شكل 4: معدلات التضخم في المملكة العربية السعودية

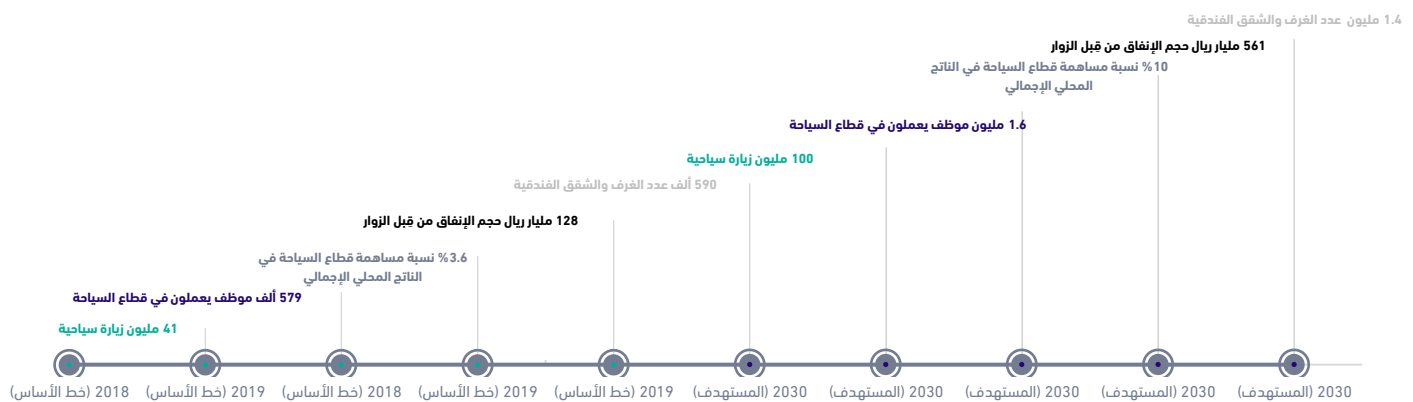


المصدر: الرياض المالية، صندوق النقد الدولي
* متوقعة

نمو ملحوظ في السياحة

تعد تنمية السياحة محركاً مهماً لنمو لمستقبل المملكة العربية السعودية. حيث تعتبر الركائز الأساسية في صميم خطة رؤية 2030 للإسهام في تنويع قاعدة الاقتصاد الوطني وتقليل الاعتماد على النفط. تم إنشاء وزارة السياحة والهيئة السعودية للسياحة وصندوق التنمية السياحي بما يتماشى مع أفضل الممارسات الدولية وبهدف دعم النمو في هذا القطاع المهم ومساعدته على الازدهار. نتوقع أن يكون قطاع السياحة أحد المحركات الرئيسية للبقالة الحديثة.

شكل 5: الأهداف الاستراتيجية لقطاع السياحة



المصدر: الرياض المالية، برنامج جودة الحياة

■ نظرة عامة على القطاع

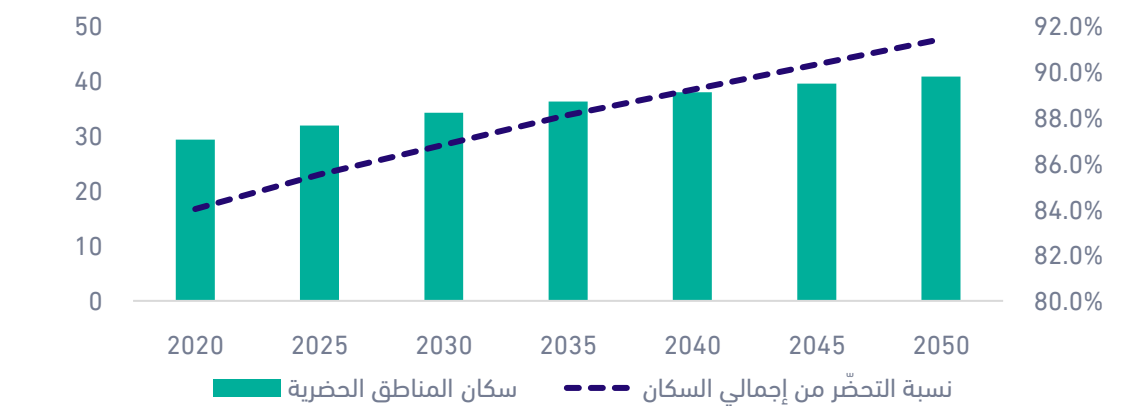
قطاع تجارة تجزئة المنتجات الغذائية والكماليات

من المتوقع أن ينمو قطاع تجارة تجزئة المنتجات الغذائية والكماليات في المملكة العربية السعودية بمعدل نمو سنوي مركب قدره 2.8% بين عامي 2020 و 2027 ليصل إلى 177.5 مليار ريال، وذلك نتيجةً للتوسع المستمر في الاقتصاد السعودي والتركيب السكانية الشابة سريعة النمو والاستثمار الحكومي في البنية التحتية والسياحة. إن تجار التجزئة الذين يتمتعون بوفورات الحجم وقدرتهم على توفير منتجات متميزة هم في وضع أفضل للاستفادة من فرص السوق.

ارتفاع تدريجي في سكان المناطق الحضرية في المملكة العربية السعودية

من المتوقع أن تستمر معدلات التحضر المرتفعة وسلوك المستهلكين المتطورة في دعم السوق الحديث لتجزئة المنتجات الغذائية وغير الغذائية. انخفض سوق تجزئة المواد الغذائية وغير الغذائية من 146 مليار ريال في عام 2017 إلى 137 مليار ريال في عام 2019، وذلك نتيجةً للأحداث الغير متكررة كارتفاع تكاليف العمالة جراء سعودة الأيدي العاملة وفرض ضريبة القيمة المضافة خلال شهر يناير 2018. من المتوقع أن تستمر حصة متاجر التجزئة الحديثة من إجمالي مبيعات متاجر المنتجات الغذائية وغير الغذائية في الارتفاع مقابل نظيرتها التقليدية، لتصل إلى 48.0% خلال عام 2024 مقارنةً بنسبة 41.0% في عام 2019. وذلك على خلفية ارتفاع مستويات نصيب الفرد من الدخل المتاح في المملكة ومعدلات التحضر وتطور سلوك المستهلكين السعوديين تجاه التسوق، حيث أصبحوا يقدرون بشكل متزايد جودة المنتجات وتنوعها وبيئة التسوق الممتعة والراحة التي توفرها متاجر التجزئة الحديثة لتجزئة المنتجات الغذائية وغير الغذائية.

شكل 6: عدد سكان المناطق الحضرية في المملكة العربية السعودية (مليون نسمة)



المصدر: الرياض المالية، وورلد ميتر

المنطقة الوسطى والغربية أكبر الأسواق الحديثة لتجزئة المنتجات الغذائية وغير الغذائية

وفقاً لتوقعات يورومونيتور إنترناشيونال، تعتبر المنطقة الوسطى والمنطقة الغربية من أكبر الأسواق للمتاجر الحديثة لتجزئة المنتجات الغذائية وغير الغذائية، حيث يشكلان ما نسبته 37% و30%، على التوالي، من إجمالي السوق في المملكة العربية السعودية في عام 2019. وتليهما من حيث الأهمية المنطقة الشرقية (بحصة بلغت 18% كما في عام 2019)، والمنطقة الجنوبية بحصة سوقية بلغت 10% في عام 2019 والمنطقة الشمالية بحصة سوقية بلغت 5% كما في عام 2019. من المتوقع أن تسجل المنطقة الغربية أسرع نمو بالقيمة المطلقة في سوق المتاجر الحديثة لتجزئة المنتجات الغذائية وغير الغذائية، لتتوسع بمقدار 5 مليار ريال خلال هذا الإطار الزمني. وذلك بدعم من عوامل تشمل الاستثمار المتوقع في مشاريع مثل مدينة نيوم ومدينة الملك عبد الله الاقتصادية ومدينة المعرفة الاقتصادية ومشروع البحر الأحمر السياحي ومشروع وسط جدة، والذي سيقوم بتطوير 5.7 مليون متر مربع قبالة البحر الأحمر. إلى جانب خطط الحكومة لزيادة السياحة الدينية بحوالي أربعة أضعاف بحلول عام 2030 ومكاسب أعلى نسبياً من الارتفاع في مستويات الدخل المتاح في المنطقة الغربية. ونتيجة لذلك، من المتوقع أن ترتفع نسبة القيمة الإجمالية لسوق المتاجر الحديثة لتجزئة المنتجات الغذائية وغير الغذائية في المنطقة الغربية بما نسبته 30% في عام 2019 إلى ما نسبته 32% خلال عام 2024.

متاجر التجزئة الحديثة ونظيراتها التقليدية

وفقاً ليورومونيتر إنترناشيونال، خلال عام 2017 بلغت مبيعات تجزئة المنتجات الغذائية وغير الغذائية ما قيمته 146 مليار ريال، حيث شكّلت متاجر التجزئة التقليدية ما نسبته 59% في حين شكّلت متاجر التجزئة الحديثة ما نسبته 41%، والتي من المتّوقع أن تصل إلى ما نسبته 48% بحلول عام 2024. من ناحية عدد المتاجر، من المتّوقع أن تنخفض أعداد متاجر التجزئة التقليدية مما نسبته 86% في عام 2017 لتصل إلى 82% بحلول عام 2024. في حين أن متاجر التجزئة الحديثة من المتّوقع أن تنمو إلى ما نسبته 18% بحلول عام 2024 من 14% في عام 2017. من المتّوقع أن ترتفع مساحة البيع لمتاجر التجزئة الحديثة لتصل إلى 4,413 ألف متر مربع بحلول عام 2024 من 3,762 ألف متر مربع في عام 2019، مع انخفاض مساحة البيع لمتاجر التجزئة التقليدية لتصل إلى 2,948 ألف متر مربع بحلول عام 2024 من 3,152 ألف متر مربع في عام 2019.

شكل 7: تجزئة المنتجات الغذائية وغير الغذائية في المملكة العربية السعودية

المؤشر	الوحدة	2017	2019	2024*
متاجر التجزئة الحديثة	قيمة المبيعات بالمليون ريال	59,566	56,501	72,564
متاجر التجزئة التقليدية	قيمة المبيعات بالمليون ريال	86,569	80,604	78,628
متاجر التجزئة الحديثة	عدد المتاجر	6,127	5,944	6,914
متاجر التجزئة التقليدية	عدد المتاجر	38,030	35,948	31,529
متاجر التجزئة الحديثة	مساحة البيع (ألف متر مربع)	3,722	3,762	4,413
متاجر التجزئة التقليدية	مساحة البيع (ألف متر مربع)	3,341	3,152	2,948

المصدر: الرياض المالية، يورومونيتر إنترناشيونال
*متوقعة

شركة بن داود القابضة مقارنة بالمنافسين الرئيسيين

في عام 2021، بلغ عدد المتاجر لأربعة شركات رئيسية في المملكة العربية السعودية 623 متجر مقارنة بـ 588 في عام 2018، شكّلت شركة أسواق عبدالله العثيم ما نسبته 44% من الإجمالي بعدد 272 متجر، في حين بلغ عدد متاجر شركة بنده للتجزئة 191 متجر بنسبة بلغت 31%، متبوعة بنسبة 13% لكلاً من الشركة السعودية للتسويق وشركة بن داود القابضة. نعتقد بأن شركة بن داود القابضة بعلامتيها التجاريتين في وضع فريد وتتمتع بميزة مقارنة بأقرانها من حيث التوسع حيث تستهدف الشركة جميع الأوضاع الاجتماعية والاقتصادية.

شكل 8: عدد المتاجر الحديثة لتجزئة المنتجات الغذائية وغير الغذائية للمنافسين الرئيسيين

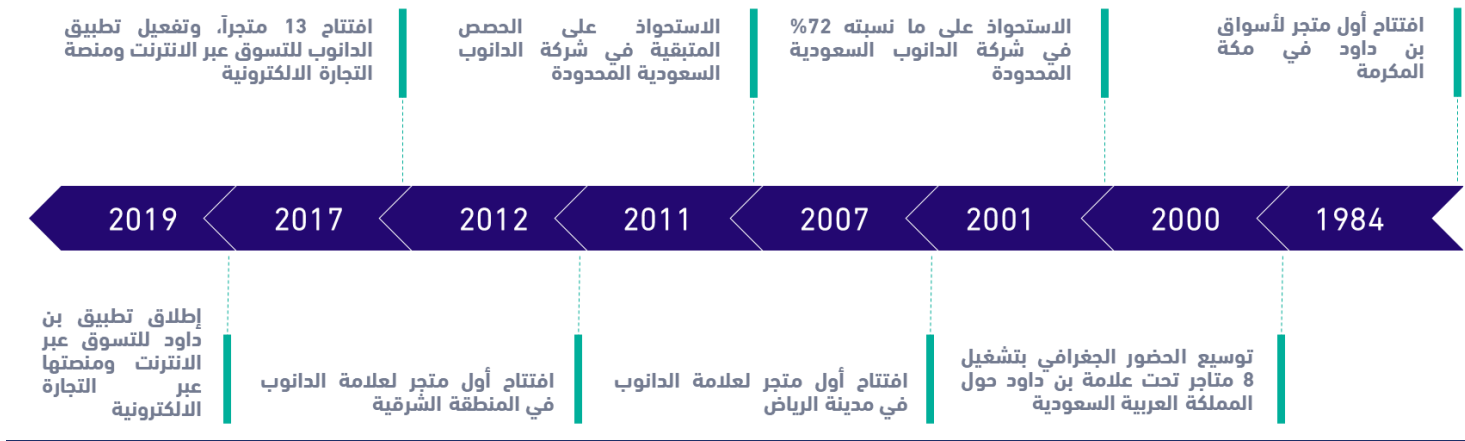
2021	2020	2019	2018	
272	250	214	203	شركة أسواق عبدالله العثيم
191	201	214	219	شركة بنده للتجزئة
82	84	103	99	الشركة السعودية للتسويق
78	74	69	67	شركة بن داود القابضة

المصدر: الرياض المالية، يورومونيتر إنترناشيونال، تقارير الشركات

■ نظرة عامة على شركة بن داود القابضة

بن داود هي شركة قابضة تمتلك أسهم في شركاتها التابعة. تشمل الأنشطة الرئيسية للشركات التابعة تجارة السلع الاستهلاكية سريعة الحركة والمنتجات الغذائية الطازجة والسلع غير الغذائية، بما في ذلك المواد الاستهلاكية المنزلية بالإضافة إلى ملكية وإدارة المخازن داخل المتاجر. شركة بن داود القابضة هي إحدى الشركات الرائدة في مجال تشغيل متاجر البقالة بالتجزئة على شكل متاجر هايبر ماركت ومتاجر السوبر ماركت في المملكة العربية السعودية. تمتلك الشركة من خلال شركاتها التابعة محفظة من المتاجر بلغت 78 متجراً بنهاية عام 2021، منها 52 متجراً هايبر ماركت و26 متجراً سوبر ماركت. تقع المتاجر بمواقع استراتيجية في جميع أنحاء المملكة العربية السعودية وتدير علامتين تجاريتين متكاملتين، هما بن داود والدانوب لجذب شرائح مختلفة من المستهلكين، بما فيهم الحجاج والمعتمرين. تتمتع شركة بن داود القابضة بإرث عريق يمتد لأكثر من 50 عام، منها 35 عاماً متمركزة على تجارة التجزئة في المواد الغذائية والكماليات. نمت الشركة كمؤسسة تجارية صغيرة إلى واحدة من أبرز متاجر التجزئة في المملكة العربية السعودية عبر مسيرة نجاح كانت ولاتزال مدفوعة بالابتكار المستمر والالتزام الراسخ ببناء علاقات ممتدة مع الموردين والشركاء والعملاء.

شكل 9: الأحداث الرئيسية منذ تأسيس الشركة

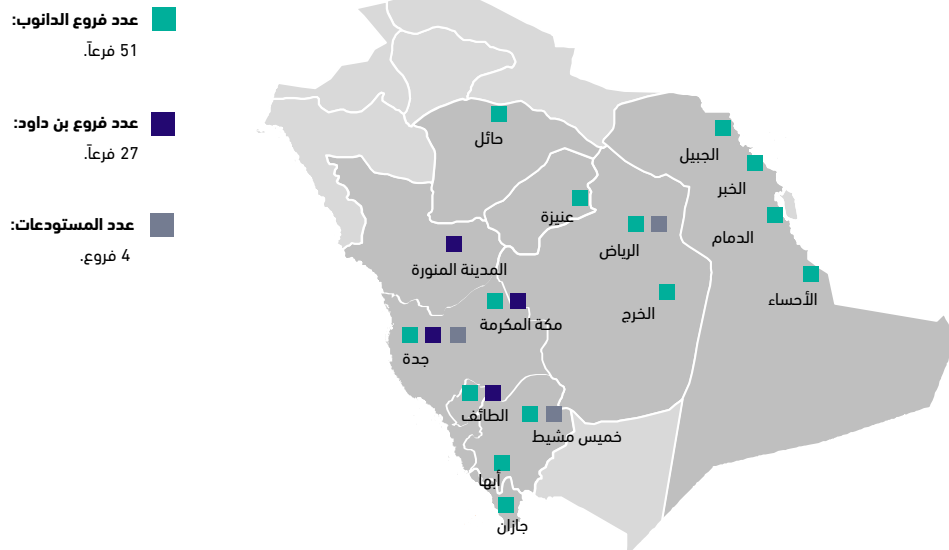


المصدر: الرياض المالية، شركة بن داود القابضة

مواقع مميزة

تتمتع شبكة متاجر شركة بن داود القابضة بمواقع استراتيجية في جميع أنحاء المملكة العربية السعودية.

شكل 10: نظرة على مواقع متاجر الشركة والمستودعات



المصدر: الرياض المالية، شركة بن داود القابضة

علامات بن داود

أسواق بن داود: تُعد إحدى علامات التجزئة الشهيرة في المملكة العربية السعودية مع 27 من محلات الهايبر ماركت والسوبر ماركت التي يسهل الوصول إليها في جميع أنحاء المملكة. هي علامة تجارية مميزة في المملكة، وتركز على توفير قيمة عالية وخدمة عملاء ممتازة.

أسواق الدانوب: تُعد إحدى علامات التجزئة الأشهر والأفخم في المملكة العربية السعودية. كما تعتبر مرادفاً للجودة والمنتجات الطازجة، بفضل ما توفره من تنوع كبير في عروضها، إلى جانب تشكيلتها المتميزة والمنتقاة من المنتجات العضوية والمتخصصة. كما تشتهر أيضاً بريادتها في مجال الابتكار، كما أنها كانت في طليعة العلامات التجارية التي وفرت خدمة التسوق عبر الإنترنت في المملكة مع إطلاق منصة الدانوب أونلاين في عام 2017، وإتاحتها من خلال موقع إلكتروني وتطبيق للأجهزة الذكية مع خدمة التوصيل المنزلي للعملاء في خمس مدن حول المملكة العربية السعودية.

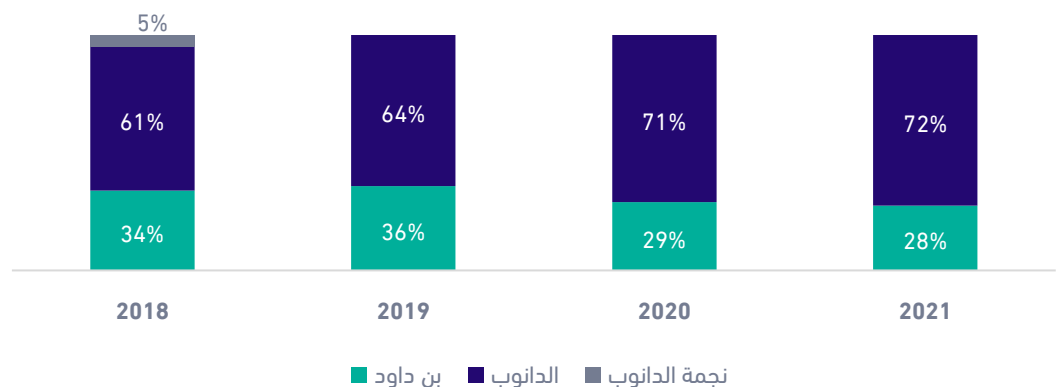
شكل 11: قنوات البيع

أسواق بن داود	أسواق الدانوب	منصة للتجارة الإلكترونية
حضور قوي في قطاعات السوق المتوسطة وتقدم تجربة متميزة تستهدف بها الفئات السكانية من المواطنين والمقيمين والدخل المنخفض والمتوسط.	حضور قوي في قطاعات السوق الفاخرة وتقدم تجربة متميزة تستهدف بها الفئات السكانية من المواطنين والمقيمين ذوي الدخل المتوسط والعالي.	منصة بقالة فريدة عبر الإنترنت للعلامتين التجاريتين وتوفر خدمة الاستلام من المتجر والتوصيل المريح إلى المنزل.

المصدر: الرياض المالية، شركة بن داود القابضة

يعتمد نموذج عمل الشركة على زيادة طلب المستهلكين على المنتجات الغذائية والأدوات المنزلية عالية الجودة في المملكة بأسعار تنافسية. وتدرك الشركة أهمية متاجر الهايبر ماركت والسوبر ماركت لقطاع التجزئة في المملكة حالياً ومستقبلاً. لذلك تسعى الشركة بشكل متواصل لإيجاد طرق وخلق مفاهيم جديدة ضمن أعمالها وتقديم منتجات فريدة في متاجرها. كما تسعى أيضاً لوضع تصاميم حديثة وتوفير المنتجات الغذائية وغير الغذائية والسلع الاستهلاكية سريعة الحركة المتميزة في متاجرها مع ضمان أعلى مستويات الجودة. كما أن الشركة تعتقد أن متاجرها أصبحت إحدى الوجهات المفضلة للمتسوقين في قطاع التجزئة في المواد الغذائية وغير الغذائية في المملكة لكونها تلبي احتياجات المتسوقين. والجدير بالذكر أن تنوع الأصناف هو أحد العوامل التي تميز متاجر الشركة عن متاجر منافسيها، كما تتميز معظم متاجر الشركة بتوفير مخازن عالية الجودة وتوفر خدمة الدفع الذاتي وخدمة عملاء ذات معايير عالية.

شكل 12: توزيع الإيرادات حسب الشركة التابعة

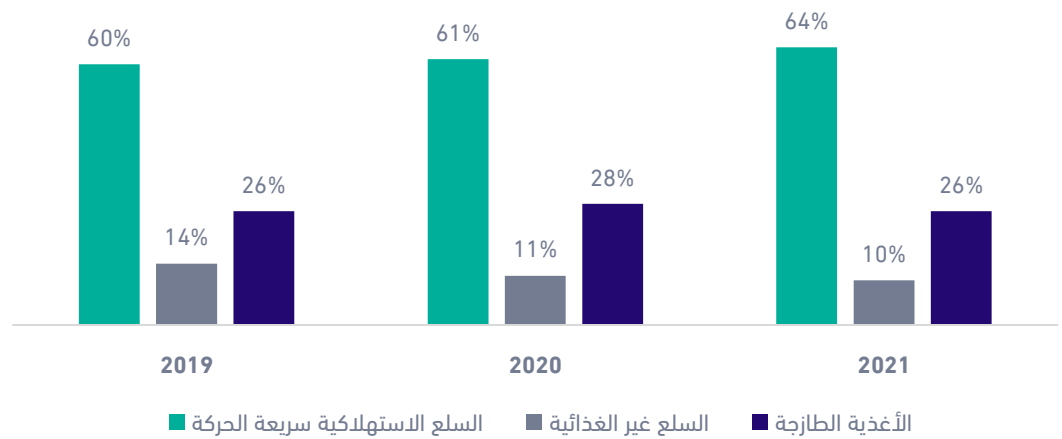


المصدر: الرياض المالية، شركة بن داود القابضة

فئات السلع والبضائع

تُعزى غالبية الإيرادات إلى السلع الاستهلاكية سريعة الحركة (بما في ذلك على نطاق واسع منتجات الألبان ومنتجات النظافة والعناية الشخصية). شكّلت هذه الفئة ما نسبته 60% و61% و64% من إجمالي الإيرادات في الأعوام 2019 و2020 و2021، على التوالي. تتعلق منتجات الأطعمة الطازجة في الأساس بالمواد الطازجة سريعة التلف والمكسرات (بشكل رئيسي الفواكه والخضروات والتمور والمكسرات) واللحوم ومنتجات الأسماك إلى جانب منتجات المخبز. شكّلت هذه الفئة ما نسبته 26% و28% و26% من إجمالي الإيرادات في الأعوام 2019 و2020 و2021، على التوالي. في حين شكّلت إيرادات المنتجات غير الغذائية (الأجهزة الإلكترونية والملابس والأغطية وغيرها من الأدوات المنزلية) ما نسبته 14% و11% و10% من إجمالي الإيرادات في الأعوام 2019 و2020 و2021، على التوالي.

شكل 13: الإيرادات حسب فئات السلع والبضائع



المصدر: الرياض المالية، شركة بن داود القابضة

استحواذ على حصة أغلبية في شريكها لقنوات التجارة الإلكترونية

قامت شركة بن داود القابضة بتوقيع اتفاق نهائي من خلال شركة مستقبل التجزئة لتقنية المعلومات التابعة لها، وذلك للاستحواذ على ما نسبته 62% في شركة التطبيقات الدولية التجارية مقابل ما قيمته 107.5 مليون ريال، ومبلغ إضافي من المحتمل أن يتم دفعه في عام 2023 في حال تحقيق شركة التطبيقات الدولية التجارية للعوائد الموضحة في الاتفاقية وذلك فيما يتعلق بنهاية عام 2022، ومبلغ إضافي من المحتمل أن يتم دفعه في عام 2026 في حال تحقيق شركة التطبيقات الدولية التجارية نسبة الأرباح الموضحة في الاتفاقية فيما يتعلق بالعام المالي 2025. تُعتبر هذه الشركة هي التي قامت وتقوم حالياً بتشغيل قنوات التجارة الإلكترونية لكل من علامتي بن داود والدانوب التابعتين لشركة بن داود القابضة. يخضع إتمام الصفقة لعدد من الشروط والتي تشمل على سبيل المثال لا الحصر الحصول على الموافقات اللازمة من أطراف الاتفاقية بالإضافة إلى موافقة الشركاء والموافقات التجارية والتنظيمية فيما يتعلق بالصفقة. من الجدير بالذكر أن الصفقة تتماشى مع أهداف الشركة الاستراتيجية في تعزيز مكانتها في التجارة الإلكترونية متعددة القنوات.

التوسع الإقليمي

تسمح العلامتان التجاريتان الفريدتان بالتوسع الإقليمي حيث تخطط الشركة لافتتاح أول متجر لها خارج المملكة العربية السعودية في مملكة البحرين تحت علامة الدانوب التجارية خلال عام 2022. في ظل وضعها النقدي القوي وعدم وجود ديون لدى الشركة، يُعطي الشركة حيزاً إضافياً للتوسع في العديد من دول مجلس التعاون الخليجي من خلال افتتاح متاجر جديدة أو من خلال عمليات الاستحواذ.

■ المزايا التنافسية لشركة بن داود القابضة

تحتل الشركة مركزاً فريداً وريادياً في سوق تجزئة المنتجات الغذائية وغير الغذائية، وتستقطب مختلف فئات المستهلكين في المملكة العربية السعودية من خلال متاجر تحمل علامتين بن داود. تسمح العلامتين المتميزتين والمعروفتين للشركة بالتفاوض مع الموردين الرئيسيين وتحقيق خفض في التكاليف الناشئة عن حوافز دعم الموردين لأنها توفر للموردين إمكانية الوصول إلى جميع الفئات الاجتماعية والاقتصادية.

تلبية احتياجات جميع الفئات

تسمح العلامتين المتميزتين والمعروفتين التي تعمل الشركة من خلالها إلى الوصول لجميع الفئات الاجتماعية والاقتصادية.

مزايا وتجارب فريدة مقدمة للعملاء

تتمحور المزايا التي تقدمها الشركة للعملاء على عدد من المميزات الرئيسية الموضحة أدناه، والتي تهدف إلى توفير تجربة تسوق تمتاز بمنتجات وخدمات عالية الجودة:

تقديم منتجات فاخرة: من خلال العلامتين التجاريتين، تتوفر أكبر مجموعة من المنتجات الفاخرة في المملكة العربية السعودية، والتي تشمل على مجموعة مختارة من البضائع المستوردة المنتقاة بعناية والتي تختارها الشركة وتستوردها بنفسها، وتشمل ستاربكس وجاردن بيو وأورجانيك لادرر وأورجانيك بيونا.

مجموعة متنوعة من المنتجات الرائدة بأسعار تناسب فئات مختلفة من المستهلكين: لدى الشركة مجموعة شاملة ومتنوعة من المنتجات تضم أكثر من 140 ألف صنف، تحصل عليها من موردين محليين وإقليميين ودوليين، كما تتميز متاجر الشركة بعدد كبير من المنتجات المطروحة فيها والتي تشمل العلامات التجارية الرائدة وذات السمعة الجيدة والتي تلبي مختلف احتياجات المستهلكين.

تجربة تسوق تتمحور حول المنتجات الطازجة: تُعتبر الشركة واحدة من شركات تجزئة المنتجات الغذائية وغير الغذائية القليلة التي تستورد منتجات من مزارع خارج المملكة بشكل مباشر ليتم إدارة منتجات الشركة قصيرة الصلاحية بكفاءة وبيعها خلال فترة قصيرة.

علاقات قوية مع الموردين الرئيسيين

تتمتع الشركة بعلاقات طويلة الأمد مع مورديها الرئيسيين، وتستفيد من وكلائها خارج المملكة، المتواجدين في أوروبا وآسيا، والذين يوفرّون لها منتجات فريدة، غير متوفرة في المملكة العربية السعودية.

حضور قوي لعلامة بن داود في منطقة الحرمين

في ظل سعي المملكة العربية السعودية لمضاعفة السياحة الدينية بمعدل أربعة أضعاف بحلول عام 2030، تخدم علامة متاجر بن داود الحرمين منذ عام 1984 ولديها ما يقارب 8 متاجر تعمل بكامل طاقتها. كما تعمل هذه المتاجر أيضاً كمستودعات لبعضها البعض مع مخزون متاح بسهولة. قد ساهم هذا بشكل خاص في هيمنة بن داود على المنطقة مقارنة بالمنافسين الآخرين الذين واجهوا تحديات في توزيع المخزون والحفاظ عليه في متاجرهم بسبب التحديات اللوجستية حول المنطقة.

نمو مُحتمل في متاجر الإكسبرس

أصبحت الشركة بمتاجرها الإكسبرس واحدة من الشركات القليلة التي تخدم جميع أنواع سوق تجزئة المنتجات الغذائية وغير الغذائية مع 5 متاجر إكسبرس من المقرر افتتاحها قريباً (4 في قطار الحرمين السريع وواحد في مطار جدة). وسيتم تركيز العرض فيها بشكل أساسي على المنتجات الغذائية وكذلك تخزين الحد الأدنى من المواد غير الغذائية لتلبية احتياجات الحاج.

■ التحليل المالي

الإيرادات حسب الشركات التابعة

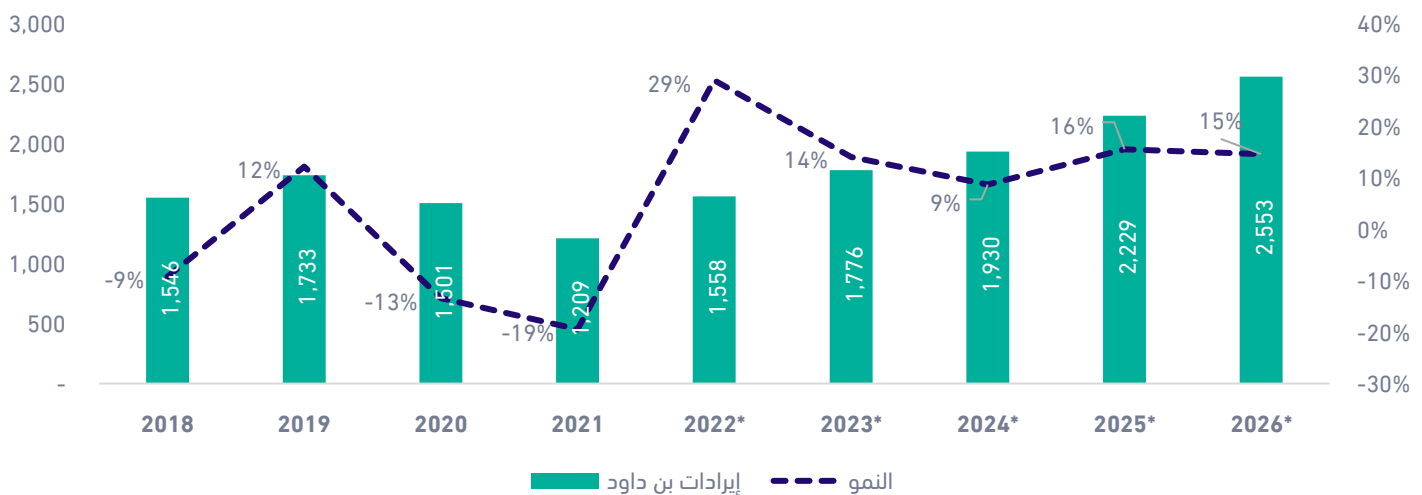
أ. التوسع في متاجر بن داود يقود النمو

خلال عام 2018، انخفضت الإيرادات بنسبة 9% على أساس سنوي لتصل إلى 1.5 مليار ريال، وذلك نتيجةً لانخفاض أعداد المعاملات بنسبة 8% وذلك على خلفية قرار الإدارة بإيقاف أعمال مبيعات الجملة وانخفاض مبيعات المواد الطازجة سريعة التلف والمكسرات (كالخضروات والفواكه) وذلك جراء قرار الإدارة بشراء البضائع من الموزعين المعتمدين فقط، وكذلك أعمال البناء في مدينتي مكة المكرمة والمدينة المنورة، والذي تسبب بشكل سلبي على عدد تأشيرات العمرة والحج الصادرة، مما نتج عنه انخفاض أعداد الحجاج في عام 2018. في عام 2019، ارتفعت الإيرادات بنسبة 12% على أساس سنوي لتصل إلى 1.7 مليار ريال، وذلك على خلفية تركيز الشركة على عملاء التجزئة النوعيين من خلال وقف المبيعات بالجملة، وإدارة المزيد من المهرجانات الترويجية بالإضافة إلى تأثير العام بأكمله من المتاجر التي تم افتتاحها في عام 2018 بالإضافة إلى متجر بن داود الجديد الذي تم افتتاحه في مدينة الطائف في عام 2019.

انخفضت الإيرادات بنسبة 13% على أساس سنوي خلال عام 2020، ويعود ذلك بشكل أساسي إلى قيود السفر الوبائية التي أدت إلى غياب تدفق المعتمرين والحجاج خلال مواسم العمرة والحج ورمضان والقيود المفروضة على المتاجر في منطقة مكة المكرمة والمدينة المنورة، إلى جانب عدم وجود حملات ترويجية مثل العودة إلى المدرسة ومهرجانات الطعام في نهاية العام. على الرغم من استفادتها الكبيرة من سلوك الشراء الاندفاعي والذي حدث استجابةً لإجراءات الإغلاق المتخذة للحد من تفشي جائحة كورونا والتحوط قبل دخول قرار رفع قيمة ضريبة القيمة المضافة حيز التنفيذ. كما انخفضت الإيرادات بنسبة 19% على أساس سنوي في عام 2021، حيث أدى استمرار القيود التي فرضت على حركة السفر ضمن الإجراءات الاحترازية لمكافحة الجائحة إلى انخفاض أعداد الحجاج والمعتمرين خلال مواسم العمرة والحج ورمضان، والقيود على المتاجر في منطقتي مكة المكرمة والمدينة المنورة.

وبالمضي قدماً، نتوقع نمو الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 10% ليصل إلى 2.6 مليار ريال خلال الأعوام 2022 و2026، ويعود ذلك بشكل أساسي إلى ارتفاع أعداد المتاجر، والتي نتوقع أن تصل إلى 36 متجرًا بحلول عام 2026. في ظل سعي الشركة إلى التوسع في مدينة الرياض من خلال علامة بن داود ومع رفع جميع القيود المفروضة على أداء الحجاج العمرة وارتفاع متوسط المبيعات لكل متجر (بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 6% للفترة ما بين 2022 و2026 يُعد أمراً مفيداً).

شكل 14: اتجاه إيرادات بن داود خلال 2018 – 2026 (مليون ريال)



المصدر: الرياض المالية، شركة بن داود القابضة
* متوقعة

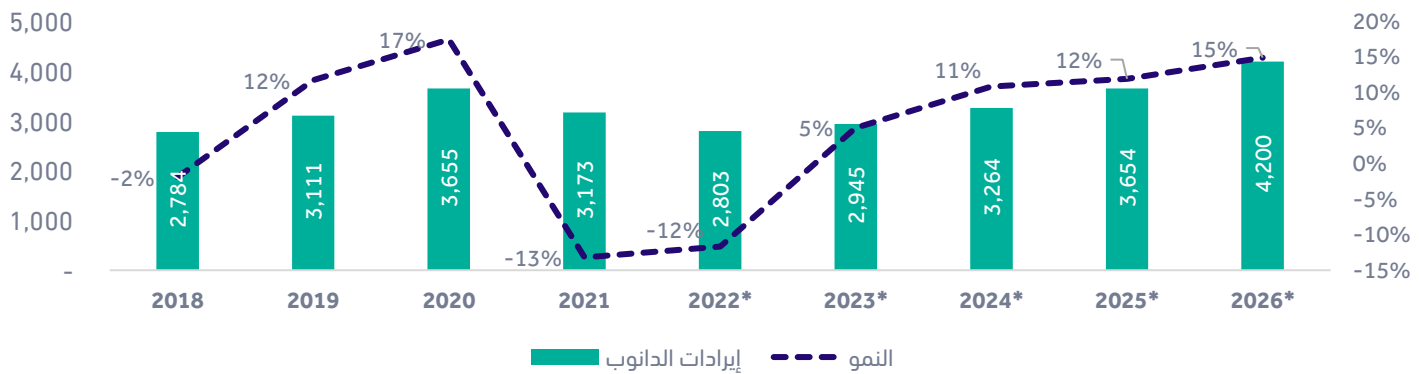
ب. نمو إيرادات الدانوب بدءاً من عام 2023

خلال عام 2018، انخفضت الإيرادات بنسبة 2% على أساس سنوي لتصل إلى 2.8 مليار ريال، وذلك نتيجة لانخفاض متوسط المبيعات لكل متجر بنسبة 11.0% على أساس سنوي، وذلك على خلفية استراتيجية الشركة لإيقاف مبيعات المنتجات الإلكترونية مرتفعة الأسعار ذات الهوامش المنخفضة وانخفاض مبيعات المواد الطازجة سريعة التلف والمكسرات (كالخضروات والفواكه) وذلك جراء قرار الإدارة بشراء البضائع من الموزعين المعتمدين فقط، كما تأثر نمو إيرادات الدانوب أيضاً بانخفاض مبيعات المتاجر القائمة بسبب التباطؤ الاقتصادي العام والزيادة في تكلفة المعيشة مما أثر على القوة الشرائية للعملاء من ذوي الدخل المتوسط إلى المرتفع.

ارتفعت الإيرادات بنسبة 12% على أساس سنوي لتصل إلى 3.1 مليار ريال خلال عام 2019، وذلك على خلفية تأثير العام بأكمله بالمتاجر التي تم افتتاحها خلال عام 2018، وكذلك التوسع الجغرافي لتطبيق الدانوب. ارتفعت إيرادات الدانوب بشكل قوي خلال عام 2020 لتُسجل ارتفاعاً نسبته 17% على أساس سنوي لتصل إلى 3.7 مليار ريال، نتيجة للمشتريات المتعلقة بكوفيد-19. في عام 2021، انخفضت الإيرادات بنسبة 13% على أساس سنوي لتصل إلى 3.2 مليار ريال، مقارنةً بسنة الأساس حيث استفادت بشكل كبير من سلوك الشراء الاندفاعي والذي حدث استجابةً لإجراءات الإغلاق المتخذة للحد كوفيد-19 والتحوط قبل دخول قرار رفع قيمة ضريبة القيمة المضافة حيز التنفيذ.

نتوقع انخفاض إيرادات الدانوب بنسبة 12% على أساس سنوي خلال عام 2022، وذلك نتيجة لمستويات التضخم العالية، والذي نتوقع أن يؤثر على متوسط إيرادات كل متجر لعامي 2022 و2023 بنسبة 15% و4%، على التوالي. مع ذلك، فإننا نفترض معدل نمو سنوي مركب يبلغ 6% خلال الأعوام 2023 و2026، نظراً لأن التوسع في متاجر علامة الدانوب من شأنه أن يعوّض الانخفاض في متوسط المبيعات لكل متجر بدءاً من عام 2023 حيث نتوقع ارتفاع الإيرادات بنسبة 5% على أساس سنوي.

شكل 15: اتجاه إيرادات الدانوب خلال 2018 – 2026 (مليون ريال)

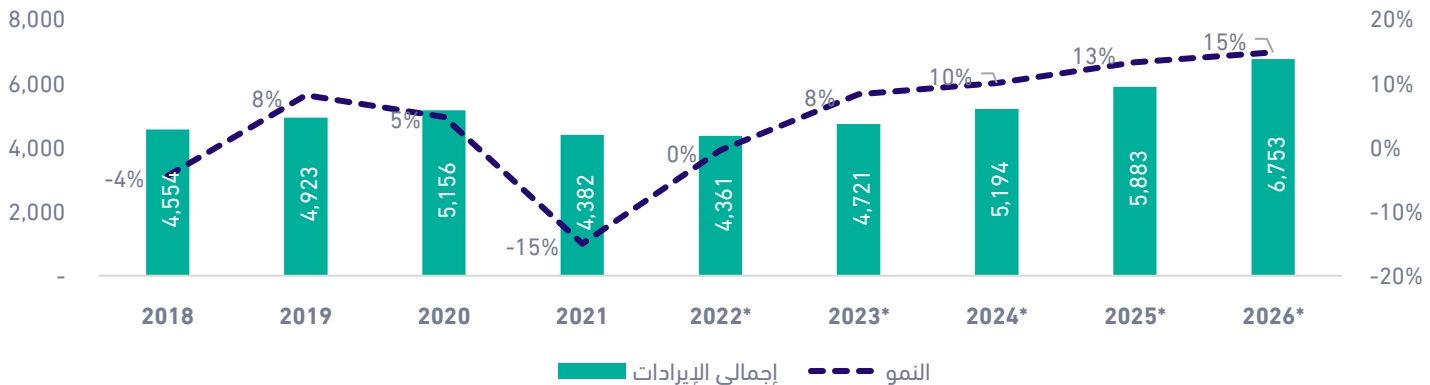


المصدر: الرياض المالية، شركة بن داود القابضة

*متوقعة

يوضح الشكل أدناه إجمالي الإيرادات الموحدة لشركة بن داود القابضة.

شكل 16: اتجاه إجمالي الإيرادات الموحدة خلال 2018 – 2026 (مليون ريال)



المصدر: الرياض المالية، شركة بن داود القابضة

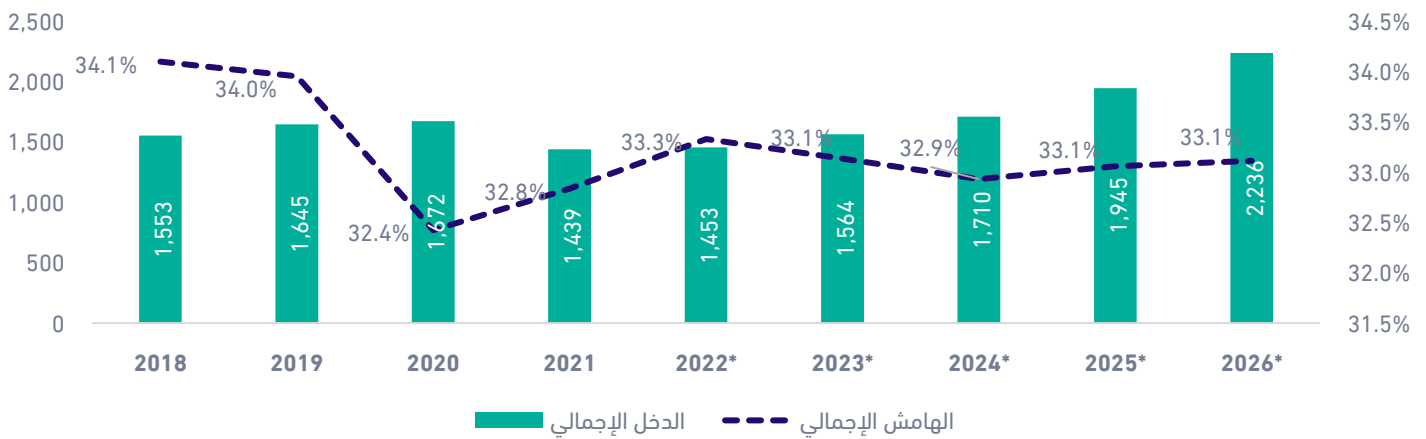
*متوقعة

الهوامش تحت الإدارة

ارتفع الدخل الإجمالي البالغ 1.7 مليار ريال في عام 2020 بنسبة 2% على أساس سنوي، في حين انكمش الهامش الإجمالي البالغ 32.4% بمقدار 153 نقطة أساس على أساس سنوي، وذلك بسبب ضعف الأداء في النصف الثاني من عام 2020 بسبب خسارة المهرجانات والحملات الترويجية والعمليات محدودة النطاق في المتاجر التي تخدم الحجاج والمعتمرين. خلال عام 2021، انخفض الدخل الإجمالي بنسبة 14% على أساس سنوي ليصل إلى 1.4 مليار ريال، في حين اتسع الهامش الإجمالي على أساس سنوي بمقدار 41 نقطة أساس ليصل إلى مستوى 32.8%، وذلك على خلفية التأثير الإيجابي لتطبيق آليات صارمة لضبط التكاليف وتقليل الهدر والتلفيات وغير ذلك من أسباب انكماش المخزون وتحسين كفاءة المشتريات.

نؤمن بقدرة الإدارة على الحفاظ على مستويات الهامش الإجمالي عند مستوى 33% خلال الأعوام القادمة على الرغم من وجود تحديات.

شكل 17: الدخل الإجمالي 2018 – 2026 (مليون ريال)

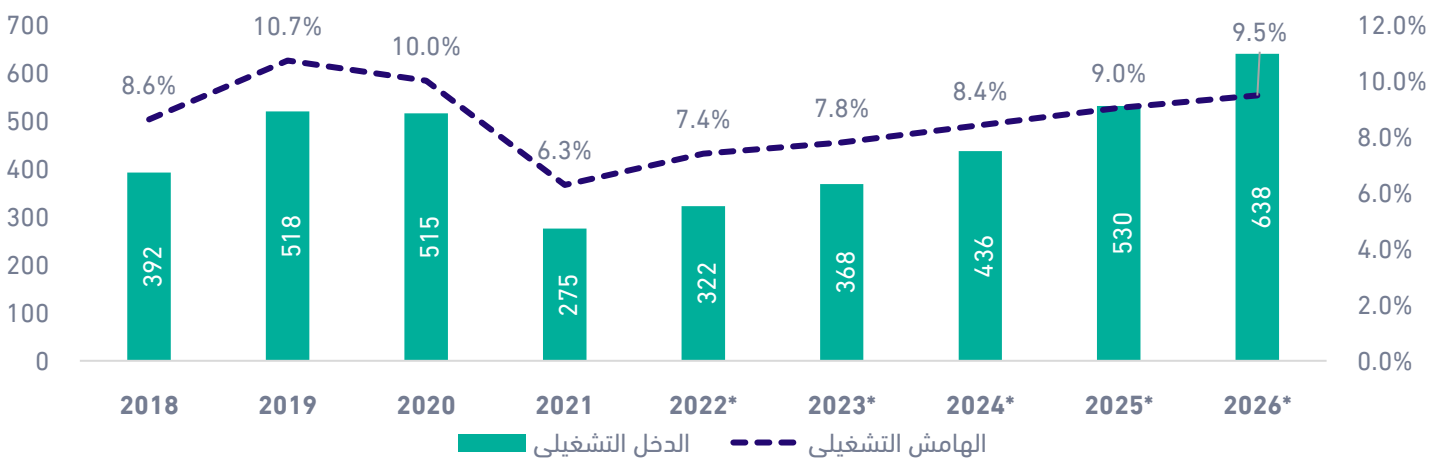


المصدر: الرياض المالية، شركة بن داود القابضة
* متوقعة

ارتفاع الدخل التشغيلي بشكل تدريجي

انخفض الدخل التشغيلي بنسبة 47% على أساس سنوي خلال عام 2021، لم تختلف النفقات التشغيلية عن عام 2020، على الرغم من افتتاح متاجر جديدة وأداء تأثير تكلفة المتاجر التي تم افتتاحها خلال عام 2020. نتوقع ارتفاع الدخل التشغيلي بنسبة 17% على أساس سنوي ليصل إلى 322 مليون ريال خلال عام 2022، وذلك نتيجة لانخفاض التكاليف مقارنةً بعام 2021. كما نفترض معدل نمو سنوي مركب يبلغ 15% خلال الأعوام 2023 و2026.

شكل 18: الدخل التشغيلي 2018 – 2026 (مليون ريال)

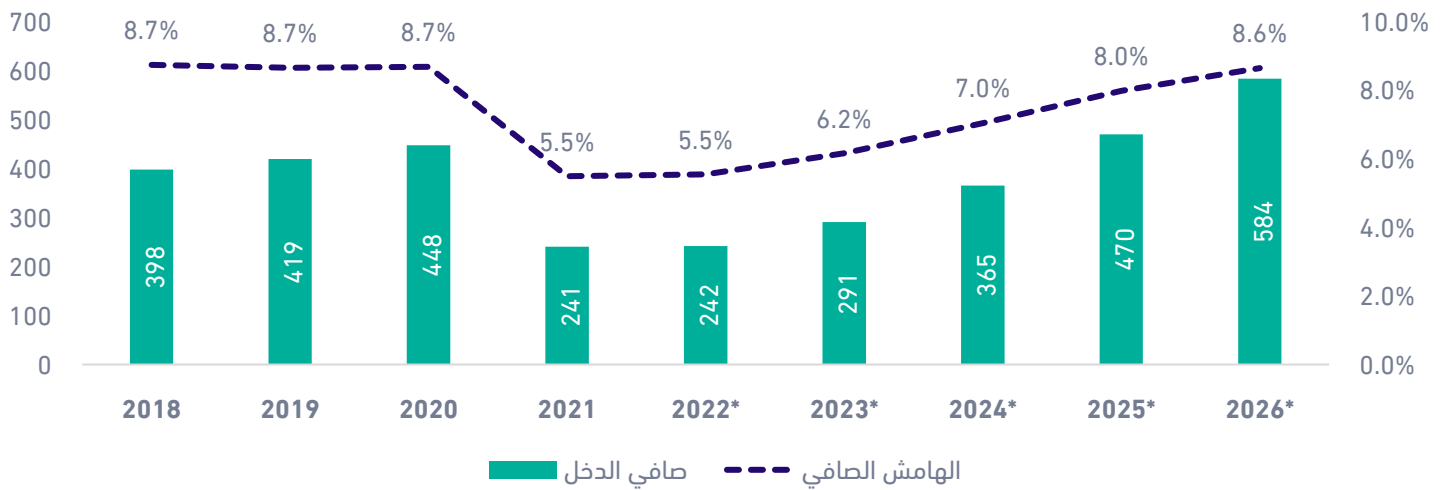


المصدر: الرياض المالية، شركة بن داود القابضة
* متوقعة

صافي الدخل

خلال عام 2019، ارتفع صافي الدخل بنسبة 5% على أساس سنوي ليصل إلى 419 مليون ريال. ويُعزى ذلك إلى ارتفاع إجمالي الدخل بنسبة 5.9% إلى جانب انخفاض مصاريف البيع والتوزيع بنسبة 3.9%. تم تعويض ذلك جزئياً من خلال مدفوعات مطلوبات عقود إيجار، والتي تم تسجيلها في عام 2019 تماشياً مع تطبيق المعيار الدولي رقم 16 لإعداد التقارير المالية. كما نما صافي الدخل بنسبة 7% على أساس سنوي ليصل إلى 448 مليون ريال في عام 2020 نتيجة لارتفاع الإيرادات الأخرى (والتي ارتفعت بنسبة 467% على أساس سنوي) وانخفاض كلفة التمويل على التزامات الإيجار. في حين، انخفض صافي الدخل بنسبة 46% على أساس سنوي ليصل إلى 241 مليون ريال في عام 2021، ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى انخفاض المبيعات والأثر الناتج عن التكاليف الثابتة. نتوقع استقرار صافي الدخل عند 242 مليون ريال خلال عام 2022، وذلك على خلفية انخفاض الإيرادات الأخرى بنسبة 62% على أساس سنوي، في حين نفترض معدل نمو سنوي مركب يبلغ 19% خلال الأعوام 2023 و2026، ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى ارتفاع أعداد المتاجر من 78 متجراً كم في نهاية عام 2021، لتصل إلى 101 متجراً بحلول عام 2026.

شكل 19: صافي الدخل 2018 – 2026 (مليون ريال)

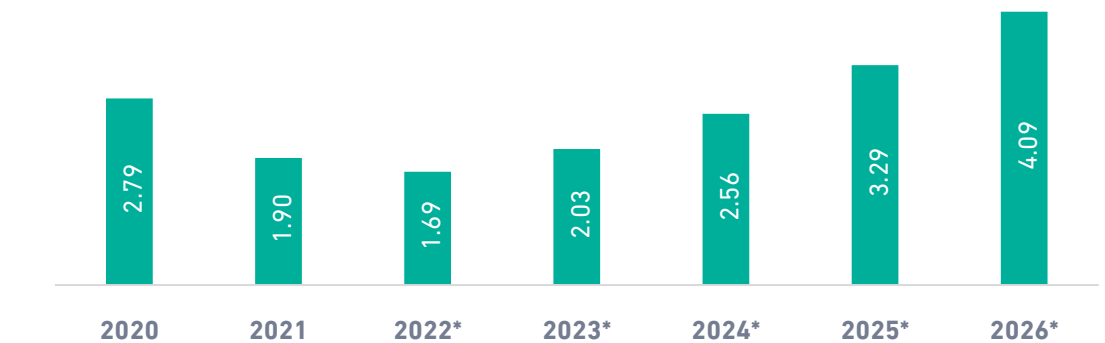


المصدر: الرياض المالية، شركة بن داود القابضة
* متوقعة

من المتوقع أن تصل التوزيعات النقدية ما قيمته 4.09 بحلول عام 2026

خلال عام 2021، قامت الشركة بتوزيع أرباح نقدية بقيمة 1.90 ريال للسهم وبنسبة توزيعات نقدية بلغت 90%، نتوقع أن تصل التوزيعات النقدية إلى ما قيمته 4.09 ريال للسهم بحلول عام 2026، مع نسبة توزيعات نقدية تبلغ تقريباً 80% خلال الأعوام 2022 و2026.

شكل 20: التوزيعات النقدية للسهم 2020 – 2026 (ريال)



المصدر: الرياض المالية، شركة بن داود القابضة
* متوقعة

■ التقييم

قمنا بتقييم شركة بن داود القابضة باستخدام طريقة التدفقات النقدية المخصومة، حيث توصلنا إلى قيمة الشركة عند 12,406 مليون ريال أو 108.50 ريال للسهم. بالتالي، قمنا بتحديد سعرنا المستهدف عند 109.00 ريال للسهم لشركة بن داود القابضة.

لحساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، استخدمنا عائد خالي من المخاطر بنسبة 3.4% مع علاوة مخاطر السوق بنسبة 6.6% ومعامل بيتا المعدل عند 0.27.

قمنا بافتراض وزن حقوق المساهمين ووزن الدين بنسبة 100% وبنسبة 0%، على التوالي. بتطبيق الأوزان المخصصة لتكلفة حقوق الملكية وتكلفة الدين، توصلنا إلى قيمة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 5.20%.

شكل 21: افتراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

تكلفة حقوق المساهمين	
العائد الخالي من المخاطر	3.4%
علاوة العائد على السوق	6.6%
معامل البيت	0.27
تكلفة حقوق المساهمين	5.20%
متوسط نسبة حقوق المساهمين	100.0%
تكلفة الدين	
تكلفة الدين	0.0%
الزكاة	2.5%
متوسط نسبة الديون	0.0%
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال	
5.2%	

المصدر: الرياض المالية

شكل 22: التدفقات النقدية المخصومة

2026*	2025*	2024*	2023*	مليون ريال
638	530	436	368	الدخل التشغيلي
198	201	210	219	الإستهلاك
(231)	(182)	(136)	(238)	التغير في رأس المال العامل
(193)	(163)	(138)	(148)	المصاريف الرأس مالية
412	386	372	200	التدفقات النقدية الحرة
13,139				القيمة النهائية
13,551	386	372	200	إجمالي التدفقات النقدية
0.82	0.86	0.90	0.95	معدل الخصم
11,064	332	336	191	التدفقات النقدية المخصومة
			2.0%	معدل النمو طويل الأجل
			11,922	قيمة المنشأة
			0	ناقص: صافي الديون
			0	مضاف: الاستثمار
			484	مضاف: النقد
			12,406	قيمة حقوق المساهمين
			114	عدد الأسهم (مليون)
			108.5	القيمة العادلة للسهم

المصدر: الرياض المالية
* متوقعة

■ الملخص المالي

فيما يلي بيان لقائمة الدخل والمركز المالي لشركة بن داود القابضة:

شكل 23: قائمة الدخل

2026*	2025*	2024*	2023*	2022*	2021	قائمة الدخل (مليون ريال)
6,753	5,883	5,194	4,721	4,361	4,382	الإيرادات
(4,517)	(3,938)	(3,483)	(3,157)	(2,908)	(2,943)	تكلفة البضاعة المباعة
2,236	1,945	1,710	1,564	1,453	1,439	الدخل الإجمالي
(1,612)	(1,427)	(1,285)	(1,207)	(1,141)	(1,174)	إجمالي المصاريف التشغيلية
14	12	11	10	9	10	إيرادات تشغيل أخرى
638	530	436	368	322	275	الدخل التشغيلي
63	54	41	32	27	72	إيرادات أخرى
(88)	(88)	(88)	(88)	(88)	(88)	تكلفة تمويلية
613	496	389	312	261	258	صافي الدخل قبل الزكاة
(29)	(26)	(24)	(21)	(19)	(18)	الزكاة
584	470	365	291	242	241	صافي الدخل
%33	%33	%33	%33	%33	%33	الهامش الإجمالي
%9	%9	%8	%8	%7	%6	الهامش التشغيلي
%9	%8	%7	%6	%6	%5	الهامش الصافي

المصدر: الرياض المالية
* متوقعة

شكل 24: قائمة المركز المالي

2026*	2025*	2024*	2023*	2022*	2021	قائمة المركز المالي (مليون ريال)
الأصول						
2,969	2,580	2,237	1,958	1,802	1,808	إجمالي الأصول المتداولة
2,484	2,497	2,543	2,622	2,699	2,824	إجمالي الأصول الغير المتداولة
5,453	5,077	4,780	4,580	4,501	4,631	إجمالي الأصول
المطلوبات وحقوق الملكية						
1,361	1,227	1,103	1,014	997	1,029	إجمالي المطلوبات المتداولة
1,976	1,938	1,932	1,955	2,002	2,192	إجمالي المطلوبات الغير المتداولة
3,337	3,165	3,035	2,969	2,999	3,220	إجمالي المطلوبات
2,116	1,912	1,744	1,611	1,503	1,411	إجمالي حقوق الملكية
5,453	5,077	4,780	4,580	4,501	4,631	إجمالي حقوق الملكية والمطلوبات

المصدر: الرياض المالية
* متوقعة

تصنيف السهم

شراء	حياد	بيع	غير مُصنّف
إجمالي العوائد المتوقعة أكبر من 15%	إجمالي العوائد المتوقعة بين 15% و 15%	إجمالي العوائد المتوقعة أقل من 15%	تحت المراجعة/ مقيد

* تعتبر نسب العوائد تقديرية، حيث تعتمد التوصيات على عوامل أخرى أيضاً

لبدء أي ملحوظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال research@riyadcapital.com

بيان إخلاء المسؤولية

الرياض المالية شركة مساهمة مقفلة. رأس المال المدفوع 500 مليون ريال سعودي تعمل بموجب ترخيص من هيئة السوق المالية برقم (07070-37) وسجل تجاري رقم 1010239234. الإدارة العامة: واحة غرناطة 2414 حي الشهداء، الوحدة رقم 69 الرياض 13241-7279، المملكة العربية السعودية. الهاتف: 920012299.

قد تتعامل الرياض المالية مع الشركة وتتلقى تعويضات من الشركة مقابل الخدمات المقدمة إليها. قد تقوم الرياض المالية بدور المستشار أو متعهد التغطية فيما يتعلق بالطرح المقترح للأوراق المالية من قبل الشركة. تم تقديم هذا المستند إليك لمعلوماتك فقط ولا يجوز إعادة إنتاجه أو إعادة توزيعه أو نقله إلى أي شخص آخر. لا يجوز توزيع هذه الوثيقة بشكل مباشر أو غير مباشر على أي سلطة قضائية حيث يكون القيام بذلك غير قانوني.

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنها موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية. وبناءً عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، و/أو عدالة، و/أو اكتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، ولن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء، ومسؤولين، وموظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو أحد أو أكثر من الشركات التابعة أو عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير. الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء أو تنبؤات أو توقعات واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي. القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و/أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وفقاً لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف، وأهداف، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ. قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائماً لجميع الأشخاص. لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كلياً أو جزئياً، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.