



US\$7.97mn متوسط حجم التداول اليومي
%36 الأسهم المتداولة
US\$14.68bn القيمة السوقية

السعر المستهدف 50.0
السعر الحالي 57.0 بتاريخ 8/4/2018
-12.3% أعلى من الحالي

إدارة البحوث

Nivedan Reddy Patlolla, CFA

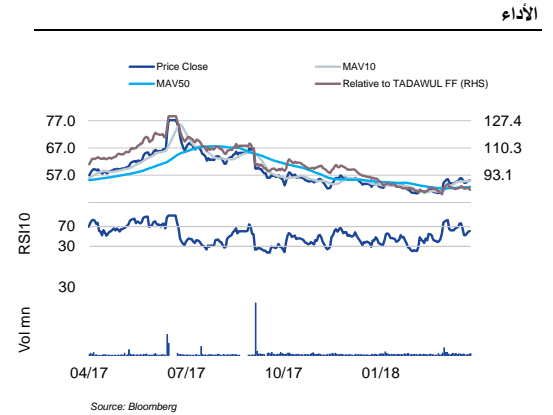
Tel +966 11 211 9423, patlollan@alrajhi-capital.com

التصنيف الحالي

تخفيض المراكز | المحافظة على المراكز | زيادة المراكز

المراعي الربع الأول : تفوق الهوامش على التقديرات يدعم النتائج غير المتوقعة في الأرباح

بلغت أرباح المراعي للربع الأول 2018 حوالي 344 مليون ريال وكانت أعلى من تقديراتنا ومن متوسط تقديرات المحللين (312 مليون ريال و 318 مليون ريال على التوالي)، وكان العامل الرئيسي وراء ذلك هو تجاوز هامش الربح الاجمالي للتوقعات بدرجة كبيرة (38.8%)، بارتفاع بمقدار 400 نقطة أساس على أساس سنوي مقارنة بتقديراتنا التي بلغت 35.0%، وقد ساعد على ارتفاع الهوامش الاجمالية، أسعار السلع المستقرة وتحسن الأداء التشغيلي لقسمي الدواجن وأغذية الأطفال الرضع، والتي قمنا بتضمينها بالفعل في تقديراتنا. بيد أننا قد افترضنا حدوث ارتفاع بنسبة معينة في تكاليف البرسيم ولكن يبدو من المرجح أن ذلك لم يحدث، كما أن الشركة قد أعلنت عن تلقيها لدفعات أعلى من الاعانات مما ساعد في زيادة هامش الربح الاجمالي - العامل الرئيسي وراء تجاوز الأرباح للتقديرات، وخاصة لتوافق الإيرادات التي بلغت 3,232 مليار مع تقديراتنا. وبالنسبة للتوقعات المستقبلية، فقد قمنا بخفض تقديراتنا للإيرادات بنسبة تراوحت بين 3-4% للعام المالي 2019/2018 بناء على تقديراتنا المعدلة لتأثير الرسوم المفروضة على المرافقين والتأثير الكلي للإصلاحات التي تمت في المملكة على انفاق المستهلكين. وقد ذكرت المراعي في البيان الصحفي الذي نشرته حول الأرباح، أنها لا تزال تشهد انعكاسا ايجابيا قويا في قسمي منتجات الدواجن وأغذية الأطفال الرضع، كما تشهد نموا أفضل في حجم الانتاج في مصر - قمنا باستيعاب هذه البيانات في تقديراتنا كما قمنا برفع تقديراتنا للهوامش الاجمالي بمقدار 50-75 نقطة أساس للسنتين القادمتين، مما أدى الى تعديل بنسبة 4% في تقديراتنا للربح بعد الضرائب لكل عام من عامي 2018 و 2019 الماليين. وبناء على تقديراتنا المعدلة، فقد قمنا برفع سعرنا المستهدف لسهم المراعي لشهر ديسمبر 2018 الى 50 ريالا للسهم (السابق 48.2 ريال)، مما يعني ضمنا احتمال انخفاض سعر السهم بنسبة 12.3% من سعره الحالي. وقد قمنا كذلك بخفض تصنيفنا للشركة الى التوصية بخفض المراكز في سهمها (سابقا كان تصنيفنا محايدا متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها).



الأرباح

Period End (SAR)	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E
Revenue (mn)	14,339	13,936	13,839	14,145
Revenue growth	3.9%	-2.8%	-0.7%	2.2%
EBIT (mn)	2,609	2,794	2,928	2,996
EBIT growth	15.3%	7.1%	4.8%	2.3%
EPS	2.15	2.18	2.34	2.45
EPS growth	12.1%	1.6%	7.2%	4.9%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم

Period End (SAR)	12/16A	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (x)	25.6	25.2	23.5	22.4
P/B (x)	4.1	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA (x)	14.7	14.0	13.6	13.3
RoE (%)	16.5%	15.1%	14.6%	14.0%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

- النظرة المستقبلية:** اننا نعتقد أن حجم سوق السلع الاستهلاكية سريعة الحركة الأساسية في المملكة، سوف يتعرض للضغط على مدى أرباع السنة القليلة القادمة، ومع اقتران ذلك مع حصة المراعي المرتفعة بالفعل (65-70% في الحليب، اللبن، والخيز)، فانه سيحول دون نمو الإيرادات من خلال المكاسب المتحققة من حصة الشركة في السوق في هذه الأصناف المذكورة. وبالإضافة الى ذلك، فان بعض عمليات الاندماج في الصناعة ربما يؤدي أيضا الى زيادة حدة المنافسة - على سبيل المثال، فان اندماج نادك والصابي دانون يمكن أن يؤدي الى ايجاد شركة تحتل المرتبة الثانية في هذا القطاع وتهدف الى زيادة حصتها في السوق مدعومة بميزانيتها المشتركة. ان خلفية العوامل الخارجية هذه، تلقي بظلال من الشكوك حول امكانية حدوث نمو في الأرباح خلال المدى المتوسط الى البعيد، حتى مع تحقيق تعزيزات الأداء الداخلي (برنامج ترشيد التكلفة، حدوث انعكاس ايجابي في القطاعات الصغيرة مثل منتجات الدواجن وأغذية الأطفال الرضع. الخ) لنتائج ملموسة.
- الربح التشغيلي وصافي الربح:** رغمًا عن تجاوز الربح الاجمالي للتقديرات بدرجة كبيرة بمبلغ 113 مليون ريال، فقد بلغ مقدار تجاوز صافي الربح للتقديرات 32 مليون ريال فقط، ويعزى ذلك أساسا الى حلول أجل استحقاق الذمم المدينة التجارية بدون أن تسدد (العوامل الاقتصادية العامة غير المواتية وتغير النظام المحاسبي واتباع النظام المحاسبي المعياري الدولي 9)، والخسارة التي تكبدتها الشركة في سوق صرف العملات الأجنبية (تحرك عكسي لليورو).
- التقييم:** لا تزال مستمرين في تقييم سهم شركة المراعي على أساس طريقة تقييم تجمع بأوزان متساوية بين طريقة التدفقات النقدية المخصومة (نمو نهائي بنسبة 3%، 35% دين في هيكل رأس المال و 7.9% متوسط مرجح لتكلفة رأس المال) وطريقة التقييم النسبي (مكرر ربح سهم يبلغ 20 مرة للسنة المالية 2019)، مما أدى لافتراض أن سعر السهم المستهدف لشهر ديسمبر 2018 سيبلغ 50 ريال للسهم. هذا وقد قمنا بخفض تصنيفنا للشركة الى التوصية بخفض المراكز في سهمها (سابقا كان تصنيفنا محايدا متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها).

Figure 1 Almarai: Summary of Q1 2018 results

	Q1 2017	Q4 2017	Q1 2018	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	3,384	3,419	3,232	-4.5%	-5.5%	3,256
Gross profit	1,177	1,335	1,253	6.4%	-6.2%	1,140
Gross profit margin (%)	34.8%	39.1%	38.8%			35.0%
Operating profit	421	598	481	14.2%	-19.6%	419
Net profit	328	513	344	4.9%	-32.9%	312

Source: Company data, Al Rajhi Capital



الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

خلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. 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 شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية 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 عرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي ورد في هذه الوثيقة يشكل عرضا 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 ويأثر 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 أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسئولين 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 المشتقات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية 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 الراجحي المالية، 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. وشركة الراجحي المالية 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 كليا أو جزئيا بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقيما 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 مخالفا للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10% فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 10% دون سعر السهم الحالي و 10% فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 10% دون مستوى السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقا للقيمة العادلة المقدره للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلا لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدره لذلك السهم، ونشرح الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

يرجى ملاحظة أن تحقيق أي سعر مستهدف يخضع لأوضاع السوق بوجه عام والاتجاهات الاقتصادية وغيرها من العوامل الخارجية، أو إذا كانت الأرباح أو الأداء التشغيلي للشركة المعنية يتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

للاتصال

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 211 9449

بريد الكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37