



US\$4.014mn متوسط حجم التداول اليومي  
%60 الأسهم المتداولة  
US\$5.70bn القيمة السوقية

السعر المستهدف 26.00 أعلى من الحالي -6.3%  
السعر الحالي 27.75 بتاريخ 15/11/2018

إدارة الأبحاث  
عبدالمك السالم

Tel +966 11 211 9353, AlsalemA@alrajhi-capital.com

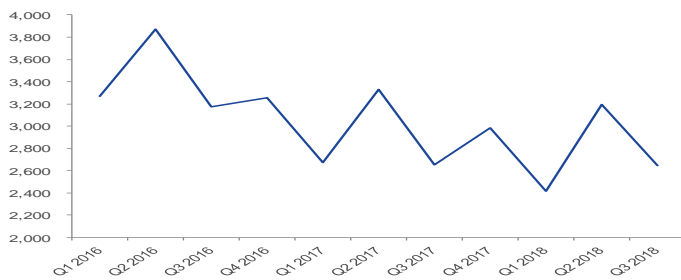
## مجموعة صافولا

### الصعوبات مستمرة في المدى القريب؛ سعر السهم المستهدف 26 ريال

أعلنت مجموعة صافولا عن تكديدها لخسائر صافية بلغت 51 مليون ريال في الربع الثالث 2018 (مقابل أرباح صافية بلغت 829 مليون ريال في الربع الثالث 2017). وقد أسهمت مجموعة من العوامل الهيكلية غير المواتية، مثل انخفاض عدد العملاء، خفض قيمة العملات، الضوابط على أسعار المنتجات النهائية في الأسواق الخارجية، إلى جانب التغيرات التنظيمية غير المواتية، أسهمت مجتمعة في خفض صافي ربح المجموعة بنسبة 6.9% على أساس سنوي. وبالنسبة للفترة القادمة، فإننا نتوقع أن تستمر الظروف التشغيلية المحفوفة بالتحديات مما سيؤثر سلباً على أعمال الشركة مستقلة عن الشركات الأخرى. علاوة على ذلك، فإن تأثير خفض العملات، وخاصة في كل من إيران والسودان وتركيا، على رأس المال العامل، من المحتمل أن يمثل مزيداً من الضغوط على احتياجات الشركة من السيولة في المدى القريب، ومن المرجح أن يؤدي ذلك إلى مزيد من الارتفاع في تكاليف التمويل. وبالإضافة إلى ذلك، فإن استراتيجية الشركة الرامية إلى إيجاد وضع جيد لها في الأسواق ذات أسعار المنتجات المعقولة، تبدو غير واضحة، ومن المحتمل أن يؤثر ذلك على الجهود التي تبذلها إدارة الشركة لتحقيق انعكاس إيجابي لوضع الشركة في المدى القريب، في رأينا. ووفقاً لذلك، فقد خفضنا سعرنا المستهدف لسهم الشركة إلى 26 ريال (السابق: 33 ريال للسهم)، والذي كان مدعوماً بدرجة كبيرة بالأداء الأفضل لشركتي هرفي والمرعي، بينما لم تسهم أعمال الشركة مستقلة بأي شيء في قيمة الشركة. هذا، وقد أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

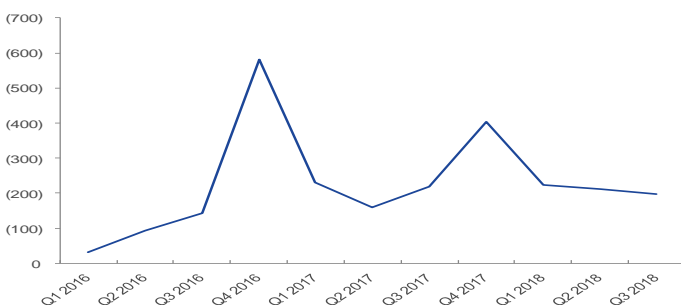
- **بندة مستمرة في تكبد الخسائر:** لقد لاحظنا أن قسم التجزئة بالشركة (بندة) لا يزال مستمراً في تكبد الخسائر منذ بداية 2016، متأثراً بدرجة كبيرة بانخفاض الإيرادات. علاوة على ذلك، وفي الماضي القريب، ظل أداء بندة منخفضاً بسبب انخفاض قاعدة العملاء، ويعزى ذلك بدرجة كبيرة إلى انخفاض عدد السكان الأجانب الذين يشكلون نسبة 33% من إجمالي عدد عملائها. وبالإضافة إلى ذلك، فقد تقلص حجم السوق الكلي بنسبة 3%، مما يظل معرقلاً لأي تحسن في الأداء، رغمًا عن العديد من المبادرات التي قامت بها الشركة، مثل إغلاق بعض الفروع، ترشيد التكلفة وتعديل الإدارة من أجل أحداث انعكاس إيجابي في الأداء. وقد ظلت إيرادات بندة بدون تغيير على أساس سنوي عند مستوى 2,644 مليون ريال، بينما بلغت الخسارة الصافية 198 مليون ريال في الربع الثالث. أما في الفترة المستقبلية، فإننا نتوقع أن يستمر ضعف الأداء في المديين القريب إلى المتوسط حتى يتم إزالة المشاكل الهيكلية المتعلقة بنموذج الأعمال.

الشكل 1 : الإيرادات - بندة (ريال سعودي)



Source: Company data, Al Rajhi Capital

الشكل 2 : صافي الربح/ الخسائر - بندة

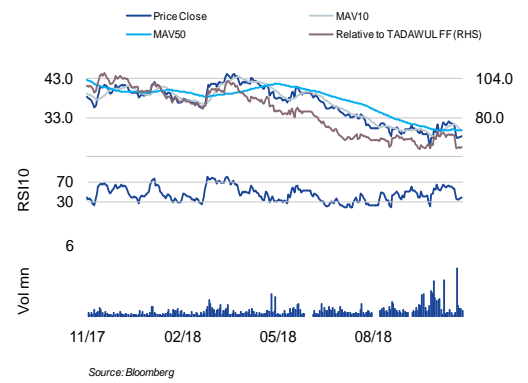


Source: Company data, Al Rajhi Capital

#### التصنيف الحالي

زيادة المراكز | المحافظة على المراكز | تخفيض المراكز

الأداء



Source: Bloomberg

الأرباح

Period End (SAR)	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E
Revenue (mn)	26,492	23,878	21,829	20,949
Revenue growth	0.3%	-9.9%	-8.6%	-4.0%
EBIT (mn)	344	269	323	419
EBIT growth	-66.5%	-21.9%	20.2%	29.7%
EPS	1.01	0.49	1.44	1.67
EPS growth	-60.4%	-51.2%	191.7%	16.0%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



US\$4.014mn

متوسط حجم التداول اليومي

%60

الأسهل المتداولة

US\$5.70bn

القيمة السوقية

- **نتائج الربع الثالث 2018 :** انخفضت ايرادات الشركة للربع الثالث 2018 الى 5,212 مليون ريال (-6.9% على أساس سنوي؛ تقديراتنا : 5,323 مليون ريال). وقد أثرت مجموعة من العوامل شملت، انخفاض قاعدة العملاء، خفض قيمة العملات، ضبط الأسعار في الأسواق الخارجية، الى جانب مستويات حملات التخفيضات الكبيرة في الأسواق المحلية، على الإيرادات. وقد استمرت بنده في تكبد الخسائر نظرا لتأثر مبيعات المحلات القائمة بانخفاض قاعدة العملاء؛ بينما تأثر قسم الأغذية بخسائر العملات التي حدثت بشكل أساسي في كل من ايران والسودان. من جانب اخر، فقد أثرت عوامل السوق المحلي غير المواتية وأسعار السلع المنخفضة بسبب الفائض العالمي، على قطاع السكر. وفي الوقت ذاته، فقد استمرت الشركة في خفضها لعدد الفروع وذلك بإغلاقها لهياكل بنده واحد ، و 7 من فروع بندتي في الربع الثالث. وقد انخفض الربح قبل خصم الفائدة والضرائب والاستهلاك والاطفاء EBITDA بنسبة 32% على أساس سنوي ليصل الى 351 مليون ريال، بينما قفزت تكاليف التمويل بنسبة 68.6% على أساس سنوي، مما نتج عنه خسارة صافية بلغت 51 مليون ريال خلال الربع.

الشكل 3 : ملخص النتائج المالية لمجموعة صافولا للربع الثالث 2018

(SAR mn)	Q3 2017	Q2 2018	Q3 2018	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	5,596	6,148	5,212	-6.9%	-15.2%	5,323
Gross profit	1,054	1,067	932	-11.6%	-12.6%	985
Gross profit margin	18.8%	17.4%	17.9%			18.5%
Operating profit	280	235	170	-39.4%	-27.5%	379
Net profit	829	141	(51)	NM	NM	314

Source: Company data, Al Rajhi Capital

- **التقييم :** يتداول سهم الشركة حاليا عند مكرر ربح يبلغ 16.6 مرة على أساس تقديراتنا لربح السهم للسنة المالية 2019، أي أقل من متوسط مكرر ربحه لفترة 3 سنوات الذي يبلغ 19.8 مرة. ويبلغ سعرنا المستهدف للسهم استنادا الى طريقة التدفقات النقدية المخصومة، 26 ريال للسهم ( السابق : 33 ريال للسهم)، بافتراض 9.2% كمتوسط مرجح لتكلفة رأس المال (دين بنسبة 40% في هيكل رأس المال) و 3.0% كنسبة نمو نهائي، مما يعني ضمنا تصنيف محايد للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها. وقد كان العامل المحرك الرئيسي للسعر المستهدف للسهم هو حصتها في المراعي وهرفي، رغما عن أن النظرة المستقبلية لأعمال الشركة الرئيسية مستقلة عن الشركات الأخرى، لا تزال متوسطة نظرا للعوامل الهيكلية.



## 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 مضملة أو أنها تصلح لأي عرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد 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 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 النخل 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 المستثمرين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محطلي 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 أفق الزماني. 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 الإلكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد إلكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

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