



إدارة البحوث
عبدالمك السالم

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

المراعي

نتائج ضعيفة في ظل عوامل السوق غير المواتية

أعلنت المراعي عن تحقيق أرباح صافية ضعيفة بلغت 370 مليون ريال (-28% على أساس سنوي)، وكانت أقل من تقديراتنا التي بلغت 534 مليون ريال وذلك نظرا لاستمرار ظروف السوق غير المواتية في ظل انخفاض الانفاق على السلع غير الضرورية وارتفاع التكاليف، في التأثير سلبا وبشكل قوي على صافي ربح الشركة. بيد أننا نعتقد أن الانخفاض الذي كان أكبر من التوقعات في صافي أرباح الربع الرابع، يعكس بدرجة كبيرة تأثير لمرحلة واحدة ارتبط بشطب بعض الديون وعدم استمرار عمليات إنتاج البرسيم محليا. وقد استمر قطاع إنتاج الألبان والعصائر الأكبر في الشركة (75% من إجمالي الإيرادات) يعاني من المشاكل، ويعزى ذلك أساسا إلى تكاليف البرسيم وارتفاع الاستثمار في نشاطات التسويق والترويج للمنتجات الجديدة. أننا نتوقع أن تظل الربحية الكلية للشركة منخفضة نظرا لأن تكاليف المدخلات المرتفعة مقرونة بزيادة الانفاق للمحافظة على حصة الشركة في السوق، إلى جانب محدودية القوة التمييزية، سوف تؤثر سلبا على هامش الربح في المدى القريب. ومع ذلك، فإننا نعتقد أن إيرادات المراعي سوف ترتفع مدعومة بمكاسب الشركة في حصتها السوقية، وخاصة في قطاعات إنتاج الدواجن ومنتجات المخازن ومنتجات الألبان طويلة الأجل، حتى مع استمرار خروج مزيد من العاملين الأجانب. علاوة على ذلك، فإن الوضع المالي الجيد للشركة، سوف يمكنها من البحث عن عمليات اندماج واستحواذ محتملة يمكن أن تتحقق منها فوائد للشركة. وعقب نتائج الربع الرابع، قمنا بتعديل تقديرنا المستقبلي للشركة مما نتج عنه تحديد سعر مستهدف لسهم الشركة بلغ 48 ريال. وقد حقق سهم المراعي ارتفاعا بنسبة بلغت 22% خلال الثلاثة أشهر الأخيرة؛ وبناء عليه فقد أبقينا على تصنيفنا للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

نتائج الربع الرابع: انخفضت إيرادات الشركة للربع الرابع 2018 بدرجة طفيفة لتصل إلى 3,389 مليون ريال (-0.9% على أساس سنوي)، وكانت متماشية مع تقديرنا التي بلغت 3,373 مليون ريال نظرا لأن ظروف السوق الصعبة، وخاصة في قطاع منتجات الألبان والعصائر، قد استمرت خلال الربع. وقد انخفض الربح الإجمالي بنسبة 7.5% على أساس سنوي ليصل إلى 1,235 مليون ريال إذ أثرت تكاليف استيراد البرسيم المرتفعة وتكاليف العمالة، تأثيرا سلبيا على مستوى التحسن في التحكم في التكلفة. وفي حين انخفضت مصروفات البيع والمصروفات العمومية والإدارية بنسبة 2.8% على أساس سنوي بسبب التحسن في مستوى فعالية التشغيل المرتبطة بالتوزيع، فقد ارتفعت المصروفات العمومية والإدارية بنسبة 8.9% على أساس سنوي ويعزى ذلك أساسا إلى مصروفات تأمين لمرة واحدة. وقد ارتفعت المصروفات الأخرى لسبب رئيسي يعزى إلى مخصصات لمرة واحدة بسبب عدم استمرار عمليات إنتاج البرسيم محليا. وقد بلغ صافي الربح 370 مليون ريال (-28% على أساس سنوي)، وجاء أقل من تقديرنا التي بلغت 534 مليون ريال بسبب ظروف السوق الضعيفة بشكل عام وارتفاع التكاليف المرتبطة بنشاطات التسويق والترويج. وعلى أساس القطاعات: تعرض قطاع منتجات الألبان والعصائر لانخفاض بنسبة بلغت 23.5% على أساس سنوي في أرباحه ويعزى ذلك بدرجة كبيرة إلى ارتفاع تكاليف البرسيم، وارتفاع حجوم الأسعار وشطب بعض الأصول. ولكن، وعلى أساس المعدلات العادية، فقد كان الانخفاض أقل حدة بنسبة بلغت -13.5% على أساس سنوي في صافي أرباح القطاع. وقد انخفض صافي أرباح قطاع منتجات المخازن أيضا بنسبة 35.4% على أساس سنوي ويعزى ذلك أساسا إلى الاستثمارات الضخمة في إطلاق منتجات جديدة. بيد أن قطاع منتجات الدواجن استمر في وضع جيد من بين جميع قطاعات الشركة ومثل نقطة مشرقة إذ ارتفع بنسبة 194.3% على أساس سنوي في صافي ربحه نظرا لأن النمو القوي في نشاط خدمة المنتجات الغذائية واستمرار معدل النفوق المنخفض للطيور، قد أدى إلى رفع المبيعات.

الشكل 1 : نتائج شركة المراعي للربع الرابع 2018

(SAR mn)	Q4 2017	Q3 2018	Q4 2018	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	3,418.7	3,370.8	3,388.7	-0.9%	0.5%	3,372.5
Gross profit	1,335.3	1,452.2	1,234.7	-7.5%	-15.0%	1,315.8
Gross profit margin	39.1%	43.1%	36.4%			39.0%
Operating profit	598.5	755.1	465.9	-22.2%	-38.3%	673.4
Net profit	512.9	634.5	369.6	-27.9%	-41.7%	534.4

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

US\$4.02mn %36 US\$14.03bn
متوسط حجم التداول اليومي الأسهم المتداولة القيمة السوقية

السعر المستهدف
السعر الحالي

48.0
52.6

8.7% أقل من الحالي
بتاريخ 20/01/2019

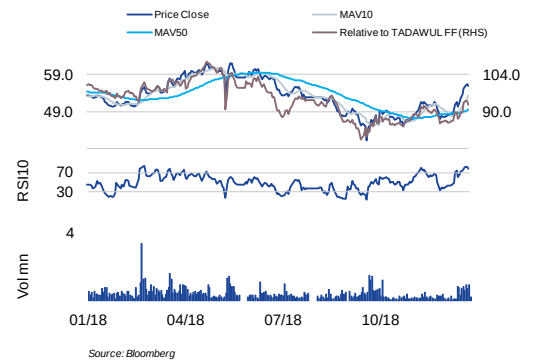
التصنيف الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

الأداء



الأرباح

Period End (SAR)	12/17A	12/18A	12/19E	12/20E
Revenue (mn)	13,936	13,723	13,970	14,401
Revenue growth	-2.8%	-1.5%	1.8%	3.1%
EBIT (mn)	2,794	2,461	2,524	2,602
EBIT growth	7.1%	-11.9%	2.6%	3.1%
EPS	2.18	2.01	2.02	2.13
EPS growth	-18.7%	-7.9%	0.5%	5.4%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



US\$4.02mn

متوسط حجم التداول اليومي

%36

الأسهم المتداولة

US\$14.03bn

القيمة السوقية

التقييم : لقد استمرينا في تقييمنا للمراعي على أساس طريقة تقييم تمزج بأوزان متساوية بين طريقة التدفقات النقدية المخصومة (معدل نمو نهائي 2.5%، 35% دين في هيكل رأس المال و 8.0% متوسط مرجح لتكلفة رأس المال) وطريقة التقييم النسبي (23 مرة ربح السهم للسنة المالية 2019) مما يؤدي الى تحقيق سعر مستهدف لسهم الشركة يبلغ 48 ريال، ويعني ذلك ضمنا احتمال انخفاض سعر السهم بنسبة 8.9% من سعره الحالي. ويتداول سعر السهم حاليا عند مكرر ربح يبلغ 26.0 مرة على أساس تقديركمنا لربح السهم للعام 2019، أي أعلى من متوسط مكرر ربحه لثلاث سنوات الذي يبلغ 23.0 مرة. وجاء تصنيفنا للشركة محايدا متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها اخذين في الاعتبار احتمال استمرار التحديات التشغيلية، حتى بعد استمرار الشركة في الاعتماد على قسم انتاج الدواجن الاخذ في النمو حاليا، للتعويض جزئيا عن تأثير انخفاض انفاق المستهلكين وتساعد تكاليف المدخلات.

المخاطر : تشمل مخاطر انخفاض سعر السهم (أ) حدوث ارتفاع في أسعار السلع، و (ب) حدوث انخفاض كبير في حجم السوق في ظل الرسوم المالية المفروضة على الأجانب وعدم حدوث زيادة في عدد السكان.

وتشمل مخاطر ارتفاع سعر السهم (أ) حدوث مكاسب في حصة الشركة في السوق رغما عن الارتفاع في أسعار المنتجات، (ب) ارتفاع إيرادات الصادرات نتيجة للانتعاش الاقتصادي الحالي في دول مجلس التعاون الخليجي، و (ج) حدوث تحسن كبير في معنويات المستهلكين في ظل الاصلاحات العديدة التي تجرى في المملكة حاليا.

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 والإطلاع 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 غرض 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 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 المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محطي 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 الخيارات 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 أي مدة للتوزيع أو لاستخدامها 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 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، ونتوقع 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، ونتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقا للقيمة العادلة المقدرة 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 المقدرة 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