



إدارة الأبحاث

Pratik Khandelwal

Tel +966 11 211 9301, PratikK@alrajhi-capital.com

مجموعة صافولا

التحول الإيجابي يبدو بعيدا

ارتفع صافي ربح صافولا للربع الأول 2019 إلى 6.5 مليون ريال مقارنة بخسارة بلغت 84.3 مليون ريال في الربع الأول 2018، متفوقا على تقديراتنا (3 مليون ريال) وعلى متوسط تقديرات المحللين (خسارة تبلغ 120 مليون ريال). وقد كان نمو صافي الربح يعزى بشكل رئيسي إلى الهوامش المرتفعة التي تحققت في قطاع المواد الغذائية. ورغم أن حدوث انخفاض بنسبة 6% على أساس سنوي في الإيرادات، فقد ارتفع هامش الربح قبل الفائدة والضرائب والاستهلاك والإطفاء (EBITDA) لقطاع الأغذية بمقدار 270 نقطة أساس ليصل إلى 8.6%. وحقق قطاع التجزئة كفاءة في المستوى التشغيلي ونتيجة لذلك فقد انخفضت الخسارة الصافية من قطاع التجزئة إلى 193 مليون ريال مقارنة بخسارة بلغت 223 مليون ريال في الربع الرابع 2018. وفي عام 2019، وكاستراتيجية للتحوّل أو الانعكاس الإيجابي، ربما تغلق الشركة عددا إضافيا قليلا من فروعها مما سوف يساعدها على تحقيق مستوى أعلى من الكفاءة التشغيلية و مقدار إيجابي من EBITDA في قطاع التجزئة للشركة. وبالنسبة للفترة القادمة، فإننا نتوقع أن تستمر الإيرادات من قطاع التجزئة في التراجع نظرا لإغلاق عدد كبير من الفروع في الفترة السابقة. بيد أنه ونظرا للمبادرات الرامية لتثريد التكلفة واستراتيجية التحول الإيجابي، فإننا نتوقع أن قيمة EBITDA سوف تصل إلى نقطة التعادل في المدى القريب. وبالنسبة لقطاع المواد الغذائية، فإننا نتوقع أن يظل نمو الحجم ضعيفا كما نتوقع أن تظل العوامل الهيكلية غير المواتية الناتجة عن تنذب أسعار السلع والعمولات تمثل مخاوف رئيسية للقطاع. علاوة على ذلك، فإن صافولا تستثمر في نشاطات أعمال متنوعة وفي أسواق عالمية ربما تؤدي من وقت لآخر إلى انخفاض في قيمة الأصول وإلى مخصصات غير متكررة. وسوف نظل حذرين حول نموذج أعمال الشركة في المدى القريب حتى يتم القضاء على المشاكل الهيكلية المرتبطة بهذا النموذج. ووفقا لذلك، فقد قمنا برفع سعرنا المستهدف لسهم الشركة إلى 27 ريال (السابق: 25 ريال للسهم)، ليعكس المخاطر. هذا، وقد أبقينا على تصنيفنا للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

نتائج الربع الأول 2019: ارتفعت الإيرادات الموحدة للشركة بنسبة 5.5% على أساس سنوي إلى 5.3 مليار ريال مدعومة بنمو مبيعات المحلات القائمة بنسبة 18%، وارتفاع عدد العملاء وسلة مشتريات العملاء. وسجل الربح الإجمالي ارتفاعا بنسبة 17% على أساس سنوي ويعود السبب في ذلك إلى ارتفاع هامش الربح (+200 نقطة أساس على أساس سنوي) ومن المحتمل أن يعزى ذلك إلى انخفاض أسعار السلع في قطاع المواد الغذائية. وقد ارتفع هامش EBITDA بدرجة كبيرة (+460 نقطة أساس) نتيجة لكفاءة التشغيل ونتيجة لذلك فقد تضاعفت قيمة EBITDA تقريبا لتصل إلى 505 مليون ريال في الربع الأول 2019 من 246 مليون ريال في الربع الأول 2018. وحققت الشركة ربحا صافيا بلغ 6 مليون ريال مقابل خسارة بلغت 84 مليون ريال، ويعزى ذلك أساسا إلى الهوامش المرتفعة التي تحققت في قطاع المواد الغذائية.

النتائج حسب القطاعات:

- انخفضت إيرادات قطاع المواد الغذائية بنسبة 6% على أساس سنوي لتصل إلى 2.4 مليار ريال،** ويعزى ذلك إلى انخفاض أحجام مبيعات (-3% على أساس سنوي إلى 395 طن متري) قطاع الزيوت. وكان أكبر تباطؤ في قطاع إنتاج الزيوت يعزى إلى انخفاض بنسبة 30% في الإنتاج في جمهورية إيران (ارتفعت أحجام إنتاج زيوت الطعام في جميع المناطق باستثناء إيران). وقد ارتفعت إيرادات السكر بنسبة 3.6% على أساس سنوي لتصل إلى 712 مليون ريال رغم أن حدوث انخفاض بنسبة 10% في حجم المبيعات الإجمالي، ويعزى ذلك أساسا إلى ارتفاع أسعار السكر. وسجل الربح الإجمالي للقطاع ارتفاعا بنسبة 11% على أساس سنوي ليصل إلى 367 مليون ريال بسبب أسعار السلع المنخفضة. وقد تمكنت الشركة من بيع كمية كبيرة من المنتجات ذات القيمة العالية وهوامش الربح المرتفعة وقد نتج عن ذلك تحقيقها لربح صاف بلغ 112 مليون ريال في الربع الأول 2019 مقابل خسارة بلغت 8 مليون ريال في الربع الأول 2018. وقد شهد قطاع الزيوت وقطاع السكر، على حد سواء، معدل نمو عال في المملكة العربية السعودية مما يعتبر مؤشرا إيجابيا نظرا لأن الشركة تحقق نسبة 75% من إجمالي إيراداتها من أعمالها في المملكة العربية السعودية (بلغت هذه النسبة 70% في السنة المالية 2018)
- انخفضت إيرادات قطاع التجزئة بنسبة 12% على أساس سنوي إلى 2.7 مليار ريال،** ويعزى ذلك بصفة رئيسية إلى ارتفاع نمو المحلات القائمة (+18% على أساس سنوي) ومن المرجح أن يعزى ذلك إلى مبيعات بداية شهر رمضان والتحسين الكلي في قطاع المستهلكين الأفراد، وارتفاع عدد العملاء وارتفاع حجم مشتريات العملاء. وسجل هامش الربح الإجمالي ارتفاعا بنسبة 11% على أساس سنوي ليصل إلى 557 مليون ريال بينما تقلصت الخسارة الصافية إلى 168 مليون ريال (بعد تأثير تطبيق المعيار العالمي المحاسبي رقم 16، سوف تصبح 193 مليون ريال) من 223 مليون ريال في الربع الأول 2018. وقد أغلقت الشركة 9 أسواق وافتتحت سوبر ماركت واحد في الربع الأول من السنة المالية 2019. وفي الفترة القادمة، يتوقع إغلاق عدد يتراوح بين 3-5 سوبر ماركت.

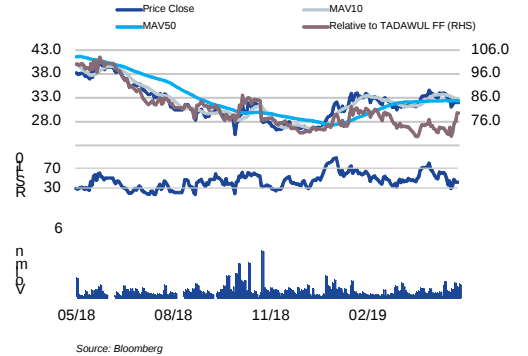
US\$3.966mn	%60	US\$4.556bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية

السعر المستهدف	27.00	15.5% - أعلى من الحالي
السعر الحالي	31.95	بتاريخ 15/05/2019

التصنيف الحالي

تخفيض المراكز	المحافظة على المراكز	زيادة المراكز
---------------	----------------------	---------------

الأداء



الأرباح

Period End (SAR)	12/17A	12/18A	12/19E	12/20E
Revenue (mn)	23,830	21,815	21,101	21,147
Revenue growth	-9.5%	-8.5%	-3.3%	0.2%
EBIT (mn)	273	(98)	176	361
EBIT growth	-20.8%	NM	NM	104.6%
EPS	1.92	(0.97)	1.30	1.67
EPS growth	NM	NM	NM	28.9%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



US\$3.966mn

متوسط حجم التداول اليومي

%60

الأسهم المتداولة

US\$4.556bn

القيمة السوقية

- الأعمال الأخرى : شهدت الإيرادات من قطاع الأغذية المجمدة نموا جيدا وتسهم حاليا بنسبة 2% من إجمالي إيرادات الشركة. وقد استحوذت مجموعة صافولا على حصة تبلغ 51% في شركة الكبير في العام الماضي ومن ثم دخلت في قطاع الأغذية المجمدة. اننا نتوقع أن ترتفع مساهمة الأغذية المجمدة خلال المديين المتوسط الى البعيد نظرا لحجم الطلب المرتفع لهذه الأغذية في السوق.

الشكل 1 : ملخص النتائج المالية لمجموعة صافولا للربع الأول 2019

(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 : استخدمنا طريقة تحليل مجموع الأجزاء SOTP لتقييم مجموعة صافولا. وقد استندت قيمة حصة الشركة في المراعي على سعرنا المستهدف الذي يبلغ 51.0 ريال للسهم ويتضمن ذلك خفضا بنسبة 20% للشركة القابضة ، بينما تم تقييم الاستثمارات الأخرى حسب القيمة الدفترية. وتم تقييم الشركات المستقلة (تشمل هرفي) عند قيمة EBITDA تبلغ 10 مرات للسنة المالية 2019، نظرا لأن صافي الربح للشركة المستقلة منخفض حاليا بدرجة لا تسمح باستخدام طريقة مكرر الربح. وبناء على تقديراتنا المعدلة، فإن سعرنا المستهدف لسهم صافولا يبلغ حاليا 27 ريال، مما يعني ضمنا انخفاض سعر السهم بنسبة 15.49% من سعره الحالي في السوق. هذا، وقد قمنا بإبقاء توصية "خفض المراكز في سهمها".

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 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 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 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 استسماخ 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 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 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 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 أفقنا الزمني. 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