



إدارة البحث

Nivedan Reddy Patlolla, CFA,  
Tel +966 11 2119423, patlolan@alrajhi-capital.com

## صافولا النظرة المستقبلية لا تزال متباينة

تأثرت نتائج الربع الرابع لصافولا بشكل أساسي بشطب مخزون لمرة واحدة وانخفاض قيمة استثمارات، إلى جانب خفض قيمة الجنيه المصري، مما نتج عنه خسارة ربعية بلغت 964 مليون ريال. وبينما ربما تتكرر مثل هذه الرسوم في المستقبل، فإننا نعتقد أن حجمها لن يكون كبيراً، إذ أعلنت إدارة الشركة أنه عقب الحملات الترويجية/الحسومات الأسعافية التي امتدت لفترة طويلة خلال الربع الأخير، فقد عادت مستويات المخزون في معظمها إلى أوضاعها العاديّة. كذلك، وبعد انخفاض قيمة بعض الاستثمارات في محفظة صافولا (شركات تابعة واستثمارات متوفّرة للبيع على حد سواء) وانخفاض بعض الأصول/الشهرة في العمليات التشغيلية لشركة صافولا بمصر (بلغ صافي تأثيرهما معاً 517 مليون ريال في الربع الرابع)، فليس هناك احتمال لحدوث مزيد من الانخفاض الكبير في قيمة الأصول في المدى القريب. وبعد تعويم الجنيه المصري وانخفاض قيمته بأكثر من 100% على اثر ذلك ، وعلى أساس الأداء المالي الحالي للشركة ، فمن المتوقع أن يكون تأثير أسعار صرف العملات على ميزانية الشركة ، وتذبذب الأرباح من الخسائر/المكاسب المرتبطة بأسعار صرف العملات الأجنبية ، أقل ، في رأينا. وقد جعلتنا هذه التطورات، نعتقد أن وضع إيرادات/أرباح الشركة ، ربما يعود إلى حالته الطبيعية في المستقبل. بيد أن كلاً قسم التجزئة والمواد الغذائية ، سوف يواجهان ظروفًا غير مواتية من جراء تباطؤ مستويات اتفاق المستهلكين في المملكة والمنافسة المرتفعة. وبلغ سعرنا المعدل لسهم صافولا حالياً 36.8 ريال ( 37.4 ريال للسهم سابقاً ) ، كما أبقينا على تقييمنا المحايد للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهامها. إن حدوث انعكاس إيجابي في قسم التجزئة وارتفاع في هامش الربح في قسم المواد الغذائية ، سوف يكون هو المحفز الأساسي لتصنيف شركة صافولا.

**تحول قسم التجزئة قادم:** لقد تأثر أداء قسم التجزئة بانخفاض مستوى اتفاق المستهلكين ، ويعزى ذلك إلى ،(أ) نشاطها في بيع بعض السلع غير الضرورية بخلاف الحال لبعض نظيراتها من الشركات ، و(ب) بقاء مساحات البيع بدون تغيير نتيجة لإغلاق متاجر بنتدي. ومن أجل إيقاف الانخفاض في مبيعات المحلات القائمة ورفع مستوى نمو الإيرادات والهؤامش، فقد بدأت الشركة في إجراءات تحول ربما تبدأ في تحقيق نتائجها في النصف الأول من 2017. وحتى ذلك التاريخ، فإننا نعتقد أن الشركة سوف تبني وتنمية التوسيع والاستثمار في محلات جديدة.

**انخفاض الإنفاق الرأسمالي في المستقبل:** انخفض الإنفاق الرأسمالي لعام 2016 إلى 1.5 مليار ريال ، من 2.1 مليار ريال في 2015 ، نظراً لتراجع كثافة الاستثمارات. وبالنسبة لعام 2017 ، من المتوقع أن يكون الإنفاق الرأسمالي أقل من 1 مليار ريال، ومن شأن ذلك أن يساعد في خفض الدين بوتيرة أسرع.

**التقييم:** لقد استمررنا في تقييم صافولا باستخدام معايير منفصلة لأعمالها الرئيسية ( التدفق النقدي الحر ) وقيمة الشركات التالية ( حسم بنسبة 20% لسعر المستهدف لأسمها في كل من المراعي وهرفي، بالإضافة إلى القيمة الدفترية لاستثمارات أخرى). وبلغ سعرنا الحالي المستهدف لسهم الشركة ، 36.8 ريال ( 37.4 ريال سابقاً ) ، ومع الأخذ في الاعتبار احتمال حدوث انخفاض في سعر السهم بنسبة 4% من سعر السوق الحالي، فقد أبقينا على تقييمنا المحايد للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهامها.

Period End (SAR)	12/13A	12/14A	12/15A	12/16A	12/17E
Revenue (mn)	25,281	26,588	26,425	25,008	25,551
Revenue Growth	-7.7%	5.2%	-0.6%	-5.4%	2.2%
Gross profit margin	18.9%	18.3%	19.3%	17.7%	19.0%
EBITDA margin	9.4%	8.2%	6.3%	3.2%	5.8%
Net profit margin	5.9%	7.1%	6.8%	-1.8%	4.0%
EPS	2.91	3.52	3.36	(0.85)	1.93
EPS Growth	3.7%	21.0%	-4.7%	-125.2%	
ROE	16.8%	19.0%	17.4%	-4.7%	11.4%
ROCE	11.4%	9.3%	6.4%	0.4%	5.1%
Capex/Sales	4.0%	6.3%	7.3%	5.9%	3.0%

السعر الحالي	36.8	3.8% - أعلى من الحالي
التصنيف الحالي	زيادة المراكز	المحافظة على المراكز

الانخفاض	زيادة المراكز	المحافظة على المراكز	انخفاض المراكز
----------	---------------	----------------------	----------------



RSI10

## فصاحات مهمة للأشخاص الأمريكيين

يجيب على جهة أمريكية ملئقة لهذا التغريب الجيبي، وترغب في تقييد أي عملية شراء أو بيع أو رواية مالية أو أدوات مالية مرتبطة بها على المعلومات المقدمة في هذا التقرير الجيبي، يجب عليها أن تقبل ذلك، فقط من خلال موسعة وروزنامة تغطية كوكورينز كورپوريشن، 20 Broad Street 26th Floor, New York NY 10005، وعنوانها: Rosenblatt Securities Inc، وبطء وسطي ملائم مطبخ في الولايات المتحدة الأمريكية. ولا يسمح، تحت أي ظرف، لأي طرف آخر، بما في ذلك هاتا التغريب الجيبي، تقييد أي عملية شراء أو بيع أو رواية مالية أو أدوات مالية مرتبطة بها من خلال الرابحي، وتقبل موسعة وروزنامة كوكورينز كورپوريشن، في حالة تسليم هذا التغريب الجيبي، وفقاً للشروط المضمنة بهذه، من مسؤولية المتلقي بموجب هذه التغريبات الأمريكية لا يمكن مستثنى مسوبيات أمريكي رئيسيا.

الآن، في سياق تطبيق FINRA لـ FINRA Rule 3110، فإن الملاك الأفراد والمؤسسات التي ينظرون إلى الأوراق المالية والبورصات الأمريكية هم ملحوظون. فيما يلي بعض النصائح المهمة لـ FINRA:

لملكية وتضارب المصالح الجوهرى

شاطات التعويض والمصرفية الاستثمارية

سکورپیونز اکنورپوش، او اي شركه ماليه لها بادره او المشاركه في اداره طرح علم لاتكتاب في اوراق مالية للشركة التابعة خلال الائتي عشر (12) شهرا الماديه، كما انه لم تنتهي

فاصحات اضافية

في هذا التقرير البجبي متى تتطلبه ظروف التي يمكن أن يصح بها القانون المعمول به ولا يتلخص هذا التقرير البجبي بالأهداف الاستثنائية المحددة أو الموسيسات المالية أو الاحتياجات الخاصة بأي متلقٍ حذف، حتى لو تم إرساء الالتمان على متنقٍ وجيد لهذا التقرير. إن هذا التقرير البجبي ليس مضموناً أن يكون على يد كلٍّ أو ملخص لأي أوراق مالية أو أسوأ أو تقارير أو تقريرات، حسب ما هو مشار إليه في هذا التقرير البجبي.

فيما يلي بعض الأمثلة على أي الأرجح أو أي من الأوراق التي يمكن أن تكتفى ببيانها في هذا التقرير البجبي، بما في ذلك ملخص عن أي خطأ أو عدم دقة أو عدم اكتمال يتعلق بحقيقة أو رأي متضمن في سؤال أو إجابة على أي من الأسئلة التالية:

- إذاً هل أنت...** (أي إجابة على أي من الأسئلة التالية):
  - أنت مدين**، أو **أنت مدين بأكثر من** ...
  - أنت مدين بأقل من** ...
  - أنت مدين بأكثر من** ...
  - أنت مدين بأقل من** ...

ويتم ذلك بتعذر الاتصال، على حواجز معلومات information barriers ، مثل "الجدران الصينية Chinese Walls " للسيطرة على تدفق المعلومات في ما بين مجالات أو وحدات أو أقسام أو مجموعات أو

ان الاستئثار في أي اوراق مالية غير امريكية او في أدوات مالية مرتبطة بها (يشمل ذلك اصدارات ادوارق الارقام المالية (ADRs) التي تم تفاصيلها في هذا التقرير البالى ، ر بما يظهر مخاطر معينة. ذلك لأن الارقام المالية الخاصة بهذه اصدارات غير امريكية ، ربما لا تكون مسجلة لدى او ربما تكون خاضنة لافعلة ، هذه الارقام المالية والبورصات الامريكية . ويمكن ان تكون المعلومات المتعلقة بهذه الارقام المالية غير مكتملة او الدوافع المالية ذات الصلة ، محدودة. وربما لا تكون الشركات الاجنبية ، خاضعة لمعايير المراجعة ورفع التقارير والتسليات التظيفية التي يمكن مقارنتها بتلك المعروفة داخل الولايات المتحدة الأمريكية.

لليلة على قيمة أو الربح المتحقق من تلك الأوراق المالية أو الأدوات المالية المرتبطة بها.

في الناء الماضي، ليس بالضرورة أن يكون دليلاً ومرشداً للإمام المستقبلي، كما أن شركة الرأي الجاهي المالية لا تقدم تعهداً أو ضماناً، صريحاً أو ضمنياً، في ما يتعلق بالأداء المستقبلي. وقد يشهد الربح من الاستثمارات بخلاف ذلك، فأن سعر أي قيمة الاستثمارات التي يرتبط بها هذا التقرير الجاهي، سواءً بشكل مباشر أو غير مباشر، ربماً يبيّن أو يرتفع بشكل مغلوط لصالح المستثمرين. وقد تصبح أي تووصية أو رأي متضمن في هذا التقرير الجاهي، سواءً تتعلق بالتوقعات المستقبلية، أو تتعلّق بالمتغيرات التي تحدث في البيئة التي تعمل فيها الجهة المصدرة للأوراق المالية التي تخضع للتحليل، بالإضافة إلى التغيرات التي تطرأ على التقديرات والتوقعات والافتراضات ومنهجية التقييم المستخدمة في إعداده. في هذا التقرير



## الإخلاء من المسئولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

### أخلاقيات من المسئولية

أعدت وثيقة الإلزام 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 ، كلياً أو جزئياً ، أو بأي شكل أو طريقة ، دون موافقة كتابية مسبقة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح عنها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للأخرين بما يخصها من معلومات وأراء ، واستنتاجات أو معلومات قيل شر تلك المعلومات للمعلوم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلطة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دققها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أي إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقدر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير ممكّلة أو أنها تصلح لاي غرض محدد. ففيما يلي الوثيقة التي يتضمنها هذه الوثيقة قد تغير في المعرفة أو المعايير أو الأدلة أو الأدوات المالية أو الأسواق. ولذلك فإننا نوصي بقراءة كل جزء من هذه الوثيقة بانتظام. كما أنه لا ينصح بالاعتماد على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة كافية لاتخاذ أي قرار مادي أو غير مادي أو اتخاذ أي إجراء مادي أو غير مادي. وتحذر من أن المعلومات الواردة في هذه الوثيقة قد تتغير في المعرفة أو المعايير أو الأدلة أو الأدوات المالية أو الأسواق.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المنشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملائمة الاستثمار في أي أوراق مالية ، أو استثمار آخر أو أي 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 ينبع للمستثمرين ملاحظة أن النجاح من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات ، إن وجد ، قد يتعرض للتقلبات وبيان سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في سعر المصرف قد يكون لها آثار سلبية على ثمن ، أو النigel المالي من استثمارات معينة. وبهذا ، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ذلك يكون أقل من مبلغ رأس المال المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون شركة الراجحي المالية أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها ( بما في ذلك محلات البحث ) مصالحة مالية في الأوراق المالية الجهة 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 المفود الأجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات ، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بإدارة الخدمات المالية أو غيرها من المنشآت أو موطئها ، أو غيرها من الاستثمارات أو غيرها من الأصول من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة الراجحي المالية ، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموطئها ، 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 المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تضخم هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغير دون إشعار مسبق. وشركة الراجحي المالية لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديد المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث بغير مرحلة إلى أو من وثائق البحث بغير مرحلة من وثائق البحث بغير مرحلة من وثائق التوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقيناً في أي مكان أو دولة أو بلد أو جهة وخلاف ذلك. حيثما تكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفًا للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بالي تسجيل أو استيفاء أي شروط ترخيص ضمن تلك البلد أو تلك الولاية الضامنة.

### شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتل لجميع الأسهم في إطار تطبيقها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير المتزممة باحکام الشريعة الإسلامية:

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

"المحافظة على المراكز" Neutral: تتوقع 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 مطابقاً لقيمة العادلة للسهم المعنى ، ولكن قد لا يكون بالضرورة مملاً لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرير بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر السهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقاً الزمني. وفي مثل هذه الحالة ، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدرة لذلك السهم ، ونشر 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 يتتجاوز أو دون مستوى توقعنا.

### للاتصال

CFA  
جيبيش قببي،  
مدير إدارة الأبحاث والمؤسسات المالية  
هاتف: 9332 211 1 966+  
بريد الكتروني: gopij@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية  
إدارة البحث  
طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي  
ص ب 5561 11432 الرياض  
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