



إدارة البحوث

Nivedan Reddy Patlolla, CFA

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

المراعي

الربع الثاني : التحكم في الانفاق الرأسمالي يغطي على الإيرادات الضعيفة

جاء صافي ربح المراعي للربع الثاني الذي بلغ 674 مليون ريال ، متوافقا مع تقديراتنا ومع متوسط تقديرات المحللين التي بلغت مليون ريال 661 و 670 مليون ريال على التوالي. بيد أن الإيرادات استمرت ضعيفة. فبعد أن حققت إيرادات خلال أرباع السنة الثلاثة الأخيرة (2.5-0% على أساس سنوي) ، فقد انخفضت إيرادات الربع الثاني بنسبة 4.2% على أساس سنوي، ويعزى ذلك أساسا إلى انخفاض بنسبة 3.8% في إيرادات الشركة من المملكة (3/2) الإيرادات الكلية للشركة (وبنسبة 22.5% من إيرادات الشركة في الدول الأخرى (يعزى ذلك أساسا إلى خفض قيمة الجنيه المصري). وقد ذكرت الشركة أن ضعف معنويات المستهلكين كان له تأثيره على إيرادات الشركة في المملكة وخاصة أهم أقسامها وهو قسم منتجات الألبان والعصائر الذي يشكل نسبة 4% من الإيرادات الكلية للشركة. إننا نعتقد أن عدة عوامل منها ، سعر منتجات المراعي المرتفع في قسم منتجات الألبان الطازجة والعصائر ، واتجاه المستهلكين لشراء السلع الأرخص سعرا ، إلى جانب الانخفاض المحتمل في عمالة الأجنبية ، ربما قد تكون أثرت على حجم مبيعات الشركة خلال أرباع السنة القليلة الماضية. ومن المحتمل أن يتم خفض متوسط تقديرات المحللين للإيرادات لعام 2018/2017 بنسبة 5-6% ، رغم أن إعادة البدلات والمزايا للعاملين بالقطاع العام في المملكة العربية السعودية، مما سوف يساعد في تخفيف بعض الضغوط على إيرادات الشركة. من جانب آخر ، فإن مكونات الأرباح لا تزال مرتفعة مدعومة بما يلي : (أ) ارتفاع الهامش (الربع الثاني : الهامش الإجمالي +260 نقطة أساس ، و ربح التشغيل +243 نقطة أساس) على أثر أسعار السلع الموازية ، وبرنامج خفض التكلفة/ تحسين الإنتاجية ، الذي بدأ تنفيذه في نهاية 2016 (استهدف البرنامج خفض التكلفة بمبلغ 500 مليون ريال خلال السنتين القادمتين) ، (ب) تحسن أداء قسم إنتاج الدواجن -تم خفض الخسارة الصافية إلى 7 مليون ريال مقابل 76 مليون ريال في العام الماضي. وقد أبقينا على سعرنا المستهدف للسهم بدون تغيير عند 61 ريال للسهم. وقد تم ابطال الأثر السلبي لتقديرات الإيرادات المنخفضة ، بالهامش الأفضل وافترضات الانفاق الرأسمالي المنخفض. ويعني سعرنا المستهدف ضمنيا ، انخفاضا بنسبة 27.4% من سعر السهم الحالي، وعليه فقد أبقينا على تصنيفنا لشركة المراعي الذي يتضمن التوصية بخفض المراكز في سهمها. ولا نرى احتمال حدوث ارتفاع لسعر السهم نتيجة لارتفاع التوقعات النقدية الحرة (هي جزء من التدفق النقدي المخصص) أو الارتفاع الكبير في الأرباح (الفوائد المحققة من التحكم في التكلفة / ابطال الأثر الإيجابي لانخفاض أسعار المدخلات بسبب ضعف نمو الإيرادات وارتفاع تكاليف البرسيم). وبالإضافة إلى ذلك ، فإن بلوغ دورة السلع أدنى مستوى لها خلال أرباع السنة القليلة القادمة ، يمثل يمثل مخاطر لافتراضات الخاصة بالهامش.

- **النظرة المستقبلية:** ذكرت الشركة أن النظرة المستقبلية للنصف الثاني ، لا تزال محفوفة بالشكوك وعدم التيقن نظرا لبيئة السوق وحالة الموسمية غير المواتية في الربع الثالث.
- **التقييم:** لا تزال مستثمرين في تقييم شركة المراعي على أساس اعطاء أوزان متساوية لطريقة التقييم التي تمزج بين طريقة التدفق النقدي المخصص وطريقة التقييم النسبي القائمة على مكرر الربح. ويبلغ سعرنا المستهدف للسهم على أساس الطريقة القائمة على التدفق النقدي المخصص ، 63.5 ريال ، بافتراض متوسط مرجح لتكلفة رأس المال يبلغ 7.9% (35% دين في هيكل رأس المال ، وقيمة بيتا معدلة تبلغ 0.9). ويبلغ سعرنا المستهدف للسهم على أساس الطريقة القائمة على مكرر الربح 58.4 ريال على أساس أن أرباح للسنة المالية 2018 تبلغ 20 مرة. وقد خصصنا هذا التقييم الإضافي لشركة المراعي ، رغم أن معدل نمو الأرباح السنوي المركب ، أقل بنسبة 10% خلال السنوات المالية 2016-2020 وأن العائد على رأس مال المساهمين ليس كبيرا جدا إذ يبلغ 16% ، وذلك للأخذ في الاعتبار الطبيعة الدفاعية للشركة وعدم وجود العديد من الشركات الاستثمارية ذات الرسلة الكبيرة في ظل بيئة السوق الحالية. ويبلغ سعر السهم المستهدف على أساس الدمج بين طريقتي التقييم بأوزان متساوية ، 61.0 ريال ، مما يعني ضمنا احتمال انخفاض سهم الشركة بنسبة 27.4% من سعره الحالي. هذا وقد أبقينا على تصنيفنا لشركة المراعي الذي يتضمن التوصية بخفض المراكز في سهمها.

الشكل 1: ملخص أداء شركة المراعي للربع الثاني 2017

	Q2 2016	Q1 2017	Q2 2017	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	3,926	3,384	3,760	-4.2%	11.1%	4,109
Gross profit	1,521	1,177	1,555	2.2%	32.1%	1,644
Gross profit margin (%)	38.7%	34.8%	41.3%			40.0%
Operating profit	771	462	830	7.7%	79.8%	803
Net profit	658	328	674	2.4%	105.3%	661

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

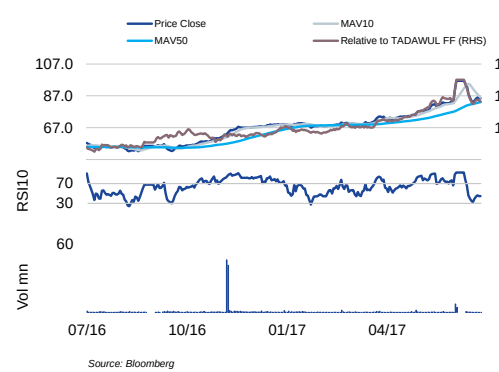
US\$8.78mn	%36	US\$18.23bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية

السعر المستهدف	61.0	السعر الحالي
20/7/2017 بتاريخ	84.0	

التصنيف الحالي

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

الأداء



الأرباح

Period End (SAR)	12/15A	12/16A	12/17E	12/18E
Revenue (mn)	13,795	14,699	14,143	14,748
Revenue growth	9.4%	6.6%	-3.8%	4.3%
EBITDA (mn)	3,850	4,337	4,320	4,503
EBITDA growth	11.5%	12.6%	-0.4%	4.2%
EPS	2.39	2.60	2.71	2.92
EPS growth	14.4%	8.6%	4.0%	7.9%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم

Period End (SAR)	12/15A	12/16A	12/17E	12/18E
P/E (x)	35.1	32.3	31.1	28.8
P/B (x)	5.6	5.2	4.7	4.2
EV/EBITDA (x)	20.3	18.0	18.1	17.4
RoE (%)	15.9%	16.0%	15.0%	14.7%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

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، كلياً أو جزئياً، 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 عرضاً 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 المائي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ وأسماهم المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسؤولين 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 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 كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أي معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقوماً 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 مخالفاً 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 الملتزمة بأحكام 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 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 مطابقاً للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلاً 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