



قطاع التجزئة السعودي

توقعات قوية للأرباح

تبقى توقعاتنا قوية لأرباح قطاع التجزئة السعودي. أهم عوامل النمو هي التوسع من خلال افتتاح متاجر جديدة ودعم وفورات الحجم للهوامش إضافة إلى التنظيم في أسواق التجزئة. أما أهم مصادر القلق فهي ضغوطات تضخم الأجور بسبب السعودة والمخاطر التنفيذية بسبب افتتاح المتاجر الجديدة إضافة إلى المنافسة السعرية القوية. ونبقي على التوصية بزيادة الوزن للحكيم و اكسترا كما نبقي على الحياد لكل من سهمي جرير والعثيم.

● الإبقاء على زيادة الوزن لسهمي الحكير واكسترا والحياد للعثيم وجرير

نبقي على زيادة الوزن لسهم الحكير بسعر مستهدف 129 ريال واكسترا 132 ريال، بينما نبقي على الحياد لجرير بسعر مستهدف 164 ريال والعثيم بسعر مستهدف 92 ريال. وستستمر استفادة الحكير واكسترا من توسع المتاجر وارتفاع الهوامش. كما نعتقد أن جرير شركة عالية الجودة رغم أن أغلب الإيجابيات مسعرة في السهم عند المستويات الحالية. ونعتقد أن الرؤية قوية للعثيم على المدى البعيد إلا أن الشركة ستواجه صعوبات خلال الـ12 شهرا القادمة نتيجة لانخفاض نمو المبيعات العضوية والضغوطات الناتجة عن السعودة.

● التنظيم في قطاع التجزئة من أهم المحفزات

يعتبر التنظيم في قطاع التجزئة الذي تسيطر عليه المتاجر المستقلة من أهم محفزات سوق التجزئة السعودي. ونرى أن جرير واكسترا والعثيم في وضع مناسب للاستفادة من هذا الميل الهيكلي في قطاعاتهم لزيادة حصتهم السوقية، مما يؤدي إلى ارتفاع عدد متاجرهم بنسبة 30-50% خلال الأعوام الخمسة القادمة. وبالنسبة للحكيم، سيبقى النمو ثابتا في قطاع الماركات المتوسطة أما النمو الأكبر فيتركز في القطاعات التي تتميز بانخفاض الأسعار والتوسع خارج المملكة.

● السعودة تضغط على الهوامش

منذ الربع الرابع في 2012، اضطرت الشركات السعودية لدفع رسوم 2400 ريال سنويا مقابل كل عامل أجنبي. ونعتقد أن هذه الرسوم ستؤدي إلى ضغط 3-5% على هوامش الربح قبل الفوائد والضرائب في قطاع التجزئة. ومن بين الشركات التي تقوم بتغطيتها بتراوح هذا الأثر من 0.2% لجرير إلى أكثر من 5% في العثيم. وستكون العثيم الأكثر تأثرا بسبب انخفاض معدلات السعودة فيها وانخفاض الهوامش المطلقة وعدم القدرة على تمرير هذه التكاليف للمستهلك. ونعتقد أن التغييرات الجارية في قانون السعودة ستكون من أهم المخاطر على شركات التجزئة السعودية التي تعتمد على العمالة الأجنبية بشكل كبير.

● جاذبية التقييم نظرا لقوة التوقعات

يتداول القطاع عند مكرر ربحية 13.6 مرة لـ2013 نظرا للتوقعات القوية لنمو القطاع. ويعود اختلاف المكررات بين الأسهم تحت تغطيتنا إلى اختلاف سيناريوهات المخاطر الخاصة بها. وتتداول العثيم على خصم نتيجة لانخفاض النمو العضوي وكذلك الحال للحكيم وذلك للمخاطر المتعلقة بالتوسع. اكسترا تتداول على علاوة نظرا لتوقعات النمو المستقبلية وكذلك الحال مع جرير وذلك بسبب عائد التوزيع المرتفع.

ملاحظة: يعتبر هذا التقرير ترجمة وملخص للتقرير الأصلي باللغة الإنجليزية وفي حال وجود أي اختلاف فإن النص الإنجليزي هو الأساس

شركات التجزئة المغطاة - جدول التقييم

العائد على الأصول (%)	العائد على الملكية (%)	العائد على النقدية (%)	السعر للقيمة الدفترية (%)	EV/ EBITDA	مكرر الربحية لعام (مرة)	أداء السهم		القيمة السوقية		التوصية
						أداء السهم	سعر مستهدف			
'13	'13	'13	'13	'13	'13	أداء السهم	سعر مستهدف	2,009	128.8	الحكيم
16.8	35.8	3.7	3.4	8.6	10.6	أداء السهم	سعر مستهدف	2,479	163.6	جرير
31.2	59.7	5.8	8.1	14.1	14.3	أداء السهم	سعر مستهدف	494	92.3	العثيم
9.0	22.3	3.6	2.4	9.2	11.4	أداء السهم	سعر مستهدف	727	131.7	اكسترا
15.2	30.9	2.2	4.6	11.7	14.8	أداء السهم	سعر مستهدف			

المصدر: أبحاث الاهلي كابيتال، كل الأسعار كما في 27 فبراير 2013.

توقعات قطاع التجزئة السعودي

● **تنظيم القطاعات التي يشملها قطاع التجزئة من أهم دعائم الإيرادات**
لا يزال السوق السعودي شديد التجزئة وستكون الشركات التي نقوم بتغطيتها من أهم المستفيدين من تنظيم السوق و هذا من أهم الأسباب التي ستدعم أسهمها. وتخطط الشركات الأربع التي نغطيها (الحكيم، اكسترا، جرير، العثيم) للتوسع بشكل كبير خلال الأعوام الخمسة القادمة (بمعدل ارتفاع 30% في مساحات البيع) في محاولة للاستفادة قدر الامكان من التنظيم في القطاع لاستحواذ على حصة سوقية اكبر. ونعتقد أن هناك عدة عوامل ستدعم الميل إلى التنظيم منها: الفوائد المعتادة من وفورات الحجم وتحسن القوة الشرائية بالنسبة للشركات، وانخفاض الأسعار وتحسن خدمات مابعد البيع بالنسبة للعملاء. إلا أننا نتوقع أن يتحقق 80% فقط من الخطط التوسعية نتيجة للمخاطر التي سنذكرها لاحقاً.

● **استمرار نمو القطاع نتيجة لقوة توقعات الاقتصاد الكلي**
نعتقد أن القطاعات التي تعمل بها الشركات التي نقوم بتغطيتها ستستمر في النمو إضافة إلى ارتفاع حصتها السوقية. ونعتقد أنه سيكون هناك تزايد في عدد المستهلكين إلى جانب ارتفاع القوة الشرائية لكل مستهلك، نتيجة لكون ثلث السكان تحت سن 14، وتنامي عدد السكان بنسبة 3% إلى جانب قوة النفقات الحكومية. كما أن استمرار أسعار النفط فوق 100 دولار للبرميل سيؤثر إيجاباً على المستهلكين مما يدعم النمو. وتقدر قيمة سوق التجزئة السعودي ككل بـ 92 مليار دولار، حيث ينمو بمعدل مركب يبلغ 9% ليصل إلى 131 مليار دولار في 2016.

● **التوسع الهائل محفوف بالمخاطر لكل الشركات**
نعتقد أن الشركات التي نقوم بتغطيتها قد تكون ضحية لنجاحها وذلك في سعيها الحثيث للتوسع. فالتركيز الهائل على التوسع قد يؤدي إلى تدهور الأداء في الأعمال الحالية إلى جانب المخاطر المتعلقة بتأخير هذه الخطط التوسعية. وقد واجهت هذه الشركات الكثير من التأخير في خططها التوسعية في الماضي القريب وذلك نظراً لاعتمادها على المقاولين، متطلبات توظيف العمالة الوافدة والحصول على الأوراق الحكومية المطلوبة وما إلى ذلك، كما أن الخطط التوسعية خارج المملكة قد تضيف المزيد من المخاطر لهذه الشركات. ومع ذلك، نعتقد أن التوسع الحكيم والحذر أمر لا بد منه لمضاعفة مكاسب النمو.

● **السعودية تضغط على الهوامش إلا أن بعض شركات التجزئة ستستفيد**
نعتقد أن تركيز الحكومة على السعودية سيؤدي إلى المزيد من تضخم الأجور والضغط على الهوامش. كما نعتقد أن التعديلات الأخيرة (سنذكرها لاحقاً) ماهي إلا بداية لعملية طويلة تخلص إلى ارتفاع تكلفة العمالة لشركات التجزئة. وستكون العثيم الشركة الأكثر تضرراً من هذا النظام بسبب انخفاض معدلات السعودية لديها، وانخفاض رواتب عمال التجزئة الغذائية وارتفاع عدد العاملين إلى جانب محدودية المكاسب من تزايد القوة الشرائية من المواطنين الذين يستفيدون من قانون السعودية هذا.

و بالنسبة لنظام العمل السعودي ، فقد اضيف تعديل أخير في نوفمبر 2012 و الذي ينص على رفع تكلفة تراخيص العمل للوافدين إلى المملكة من 100 ريال في السنة إلى 200 ريال في الشهر (2400 ريال في السنة). وستفرض رسوم إضافية على الشركات التي يزداد بها عدد العمالة الوافدة عن العاملين السعوديين بواقع 2400 ريال عن كل عامل إضافي. ونعتقد أن قطاع التجزئة سيكون من أكبر المتأثرين بهذا النظام، إلى جانب قطاع الإنشاءات، وذلك نظراً لانخفاض معدل السعوديين العاملين في شركات هذه القطاعات. مع ذلك، فإننا نرى أن الحد الأدنى لرواتب السعوديين العاملين في القطاع الخاص عند 3000 ريال وازدياد توظيفهم في هذه الشركات بروتب اعلى سيدعم الانفاق في قطاع التجزئة خصوصاً للمنتجات غير الأساسية التي توفرها شركات مثل جرير، الحكيم و اكسترا.



زيادة الوزن

128.8	السعر المستهدف (ريال)
107.5	السعر الحالي (ريال)

تفاصيل الأسهم

119/68	نطاق سعري لآخر 52 اسبوع
2,009	القيمة السوقية (مليون دولار)
70	الأسهم المصدرة (مليون)
تداول	مدرجة في سوق تداول

الأداء السعري %	شهر	3 أشهر	12 شهر
مطلق	(0.9)	11.7	53.6
نسبي	(0.6)	4.6	56.6
قيمة التداول (مليون)	ريال	دولار	
3 أشهر	5.1	1.4	
12 شهراً	6.9	1.9	

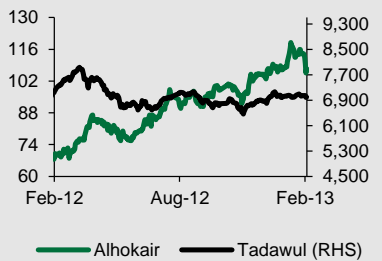
4240.SE	رمز رويترز
ALHOKAIR AB	رمز بلومبرج
www.fawazalhokair.com	

مضاعفات التقييم

FY14E	FY13E	FY12A	
10.6	13.0	16.8	مكرر الربحية المعلن (مرة)
3.4	4.2	5.4	مكرر القيمة الدفترية (مرة)
8.6	11.0	14.0	EV/EBITDA (x)
3.7	2.8	1.9	العائد النقدي (%)

المصدر: تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

أداء سعر السهم



المصدر: رويترز

+966 2 690 7717
f.miah@ncbc.com

فاروق ميا، CFA

استمرار النمو لكن فرصة محدودة لارتفاع سعر السهم

نبقى على توصيتنا بزيادة الوزن لسهم الحكير بسعر مستهدف 129 ريال. وجاء ارتفاع التقديرات مدعوما بالتوسع في المتاجر إلى جانب النمو العضوي. إلا أننا لا زلنا نتوقع الحد الأدنى من توجيهات الإدارة. وأهم مصادر القلق هي المخاطر التنفيذية من افتتاح المتاجر الجديدة خصوصا خارج المملكة إلى جانب تذبذب مستويات الدخل من نشاطات غير تشغيلية.

توقعات قوية للنمو المالي

نتوقع أن يرتفع صافي دخل الحكير بمعدل نمو سنوي مركب 20% بين 2013-2017، وذلك على خلفية التوسع في المتاجر والنمو العضوي والدخول في أعمال ومناطق جديدة. وبالنسبة للربع المنتهي في مارس 2013، نتوقع أن تسجل الحكير ارتفاع 37% في الإيرادات على أساس سنوي إلى 977 مليون ريال، وارتفاع الربح قبل الضرائب والفوائد 38% على أساس سنوي إلى 79 مليون ريال، مع أن صافي الدخل ارتفع بمقدار 10% فقط على أساس سنوي نتيجة لانخفاض الدخل من العمليات غير التشغيلية وارتفاع الزكاة. أما بالنسبة للعام المالي 2014، نتوقع أن يرتفع الربح قبل الفوائد والضرائب 26% على أساس سنوي إلى 722 مليون ريال، وأن ينمو صافي الدخل 23% إلى 712 مليون ريال.

ارتفاع تقديرات الربح قبل الفوائد والضرائب 3-4% وافتتاح المتاجر سيكون عند الحد الأدنى من التوقعات

قمنا برفع تقديراتنا لارتفاع المتاجر الجديدة 5% لكل السنة إلى جانب ارتفاع تقديراتنا لمعدلات النمو العضوي في الأعوام القادمة من 2.5% إلى 4%. إلا أننا لا زلنا عند الحد الأدنى من توقعات الإدارة وذلك نتيجة للمخاطر التنفيذية. ونتوقع حاليا أن يبلغ معدل افتتاح المتاجر 172 متجر جديد في السنة خلال الأعوام الثلاثة القادمة (تهدف الإدارة إلى افتتاح 250 في السنة) ونتوقع نمو عضوي بنسبة 7% خلال الأعوام الثلاثة القادمة (توجيهات الإدارة 7-10%).

توقعات الهوامش من أهم المحفزات المحتملة

استقرت هامش الربح قبل الفوائد والضرائب عند حوالي 13% وذلك بعد التذبذب الهائل خلال الأعوام القليلة الماضية. وتهدف الإدارة إلى رفع هامش الربح قبل الفوائد والضرائب إلى حدود 15-17% وأن يأتي هذا التوسع مدعوما بمميزات وفورات الحجم (تحسن أسعار شراء السلع، التوفير في الأمور اللوجستية... الخ) إضافة إلى ارتفاع الهوامش في بعض المناطق العالمية. ونتوقع حاليا أن يبلغ هامش الربح قبل الفوائد والضرائب حوالي 15%. وقد انخفضت تقديراتنا لصافي الهوامش 70-100 نقطة أساس وذلك نتيجة للتقديرات المتحفظة حول الدخل من نشاطات غير تشغيلية.

تفوق السهم على سوق الأسهم السعودي بنسبة 7% منذ رفع التوصية

ارتفع السهم 11% منذ توصيتنا بزيادة الوزن في ديسمبر 2012 ممايحد من احتمالية الصعود الإضافي إلى 20% بناءً على السعر المستهدف الجديد. ونظرا للاداء القوي للسهم مؤخرا، فإننا نتوقع أن يكون هناك فترات من جني الأرباح وقد تكون هذه فرصة جيدة لدخول السهم.

بيانات مالية

النمو السنوي %	FY16E	FY15E	FY14E	FY13E	FY12A	مليون ريال سعودي
						الإيرادات
						الدخل التشغيلي
						هامش الدخل التشغيلي (%)
						صافي الدخل
						هامش صافي الدخل (%)
						ربح السهم (ريال)

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

القوائم المالية

العرض 1: قائمة المركز المالي

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

FY16E	FY15E	FY14E	FY13E	FY12	FY11	
7,508	6,504	5,477	4,398	3,203	2,575	الإيرادات
15.4	18.8	24.5	37.3	24.4	24.1	%تغير
17.1	16.6	16.3	16.0	16.8	14.1	هامش الأرباح قبل الفوائد ، الضرائب ، الاستهلاكات (%)
212	191	173	134	114	102	الإستهلاكات و الإطفاءات
1,071	891	722	571	426	262	الأرباح قبل الفوائد ، الضرائب ، الاستهلاكات
20.2	23.4	26.4	34.2	62.5	8.7	%تغير
14.3	13.7	13.2	13.0	13.3	10.2	هامش الأرباح قبل الضرائب والاستهلاكات (%)
95	88	81	74	76	89	الدخل الاخر
(29)	(35)	(39)	(24)	(18)	(16)	صافي دخل الفوائد
1,137	944	764	621	484	335	الأرباح قبل الضرائب (الزكاة)
(79)	(66)	(51)	(40)	(36)	(15)	الضرائب (الزكاة)
1,056	877	712	580	447	315	صافي الدخل
20.4	23.2	22.7	29.6	41.8	36.3	%تغير
14.1	13.5	13.0	13.2	14.0	12.3	هامش صافي الدخل (%)
15.08	12.52	10.17	8.28	6.39	4.51	ربح السهم (ريال سعودي)

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 2: قائمة المركز المالي

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

FY16E	FY15E	FY14E	FY13E	FY12	FY11	
406	275	181	117	198	107	النقد و ما تشابه
2,916	2,487	2,059	1,735	1,203	1,029	الأصول المتداولة الأخرى
244	244	244	245	245	219	استثمارات
1,575	1,506	1,417	1,326	790	613	صافي الأصول الثابتة
591	584	576	568	140	143	أصول أخرى
5,732	5,094	4,478	3,992	2,575	2,169	مجموع الأصول
461	486	344	350	227	161	قروض قصيرة الأجل
1,289	1,116	925	768	562	616	المطلوبات المتداولة الأخرى
397	631	890	1,007	313	225	قروض طويلة الأجل
121	105	91	72	49	42	مطلوبات أخرى
2,267	2,336	2,249	2,196	1,150	1,044	مجموع المطلوبات
700	700	700	700	700	700	رأس المال
512	406	318	247	189	144	الإحتياطيات والفائض
2,225	1,624	1,185	825	513	250	أرباح مبقاه
3,436	2,730	2,204	1,772	1,402	1,095	مجموع حقوق المساهمين
5,732	5,094	4,478	3,992	2,575	2,169	مجموع حقوق المساهمين والمطلوبات

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 3: قائمة التدفقات النقدية

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

FY16E	FY15E	FY14E	FY13E	FY12	FY11	
1,050	865	755	16	400	304	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (أ)
-289	-287	-271	-689	-313	-42	صافي النقد المتوفر من الأنشطة الاستثمارية (ب)
997	829	674	534	394	250	صافي الربح التشغيلي المعدل للضرائب
-256	-237	-167	-326	-228	24	رأس المال العامل
-312	-309	-300	-503	-298	-64	نفقات رأس المال
212	191	173	134	114	102	الاستهلاكات
641	475	379	-161	-19	313	التدفق النقدي الحر
-629	-485	-420	591	4	-236	صافي النقد المتوفر من الأنشطة التمويلية (ج)
-259	-117	-123	817	153	16	الديون
12	-10	-40	431	-14	77	صافي التغير النقدي (أ+ب+ج)
275	181	117	198	107	77	النقدية في بداية السنة
406	275	181	117	198	107	النقدية في نهاية السنة

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 4: نسب مهمة

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

FY16E	FY15E	FY14E	FY13E	FY12	FY11	
15.1	12.5	10.2	8.3	6.4	4.5	ربح السهم
9.2	6.8	5.4	(2.3)	(0.3)	4.5	التدفق النقدي الحر للسهم
5.0	5.0	4.0	3.0	2.0	2.5	التوزيعات النقدية للسهم
49.1	39.0	31.5	25.3	20.0	15.6	القيمة الدفترية للسهم
						نسب التقييم (مكررات)
7.1	8.6	10.6	13.0	16.8	23.9	مكرر الربحية
11.7	15.8	19.8	nm	nm	24.0	السعر / التدفق النقدي الحر
2.2	2.8	3.4	4.2	5.4	6.9	مكرر القيمة الدفترية
1.0	1.2	1.4	1.8	2.4	2.9	EV/Sales
5.9	7.1	8.6	11.0	14.0	20.8	EV/EBITDA
4.7	4.7	3.7	2.8	1.9	2.3	العائد النقدي (%)
						نسب الربحية (%)
45.8	45.5	45.4	45.3	45.2	44.2	هامش إجمالي الربح
14.3	13.7	13.2	13.0	13.3	10.2	هامش الأرباح التشغيلية
17.1	16.6	16.3	16.0	16.8	14.1	هامش الأرباح قبل الفوائد ، الضرائب ، الاستهلاكات
14.1	13.5	13.0	13.2	14.0	12.3	هامش صافي الربح
19.5	18.3	35.8	36.5	35.8	28.8	عائد على حقوق المساهمين
34.2	35.5	16.8	17.7	18.9	15.6	عائد على الأصول
						نسب السيولة
1.9	1.7	1.8	1.7	1.8	1.5	النسبة الحالية
0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	النسبة السريعة
						نسب التشغيل (أيام)
171	168	165	160	155	152	المخزون
0	0	0	0	0	0	أيام الذمم المدينة
56	55	53	57	50	73	أيام الذمم الدائنة
171	168	165	160	155	152	الدورة التشغيلية
115	113	112	104	105	80	الدورة النقدية

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال



زيادة الوزن

131.7	السعر المستهدف (ريال)
113.5	السعر الحالي (ريال)

تفاصيل الأسهم

114/83	نطاق سعري لآخر 52 اسبوع
727	القيمة السوقية (مليون دولار)
24	الأسهم المصدرة (مليون)
تداول	مدرجة في سوق تداول

الأداء السعري %	شهر	3 أشهر	12 شهر
مطلق	5.8	21.4	33.1
نسبي	6.2	14.3	36.1
قيمة التداول (مليون)	ريال	دولار	
3 أشهر	3.7	1.0	
12 شهراً	5.2	1.4	

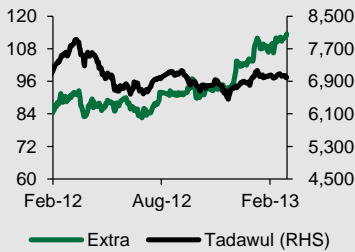
4003.SE	رمز رويترز
EXTRA AB	رمز بلومبرج
www.extrastores.com	

مضاعفات التقييم

14E	13E	12A	
13.5	14.8	17.2	مكرر الربحية المعلن (مرة)
3.8	4.6	5.8	مكرر القيمة الدفترية (مرة)
10.3	11.7	14.0	EV/EBITDA (x)
2.6	2.2	2.2	العائد النقدي (%)

المصدر: تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

أداء سعر السهم



المصدر: رويترز

+966 2 690 7717
f.miah@ncbc.com

فاروق ميا، CFA

توقعات بعام آخر قوي في 2013

نبقى على التوصية بزيادة الوزن لأكسترا مع ارتفاع السعر المستهدف إلى 131.7 ريال. ونعتقد أن نمو الأرباح سيكون مدعوم بافتتاح المتاجر الجديدة وقوة النمو العضوي. وسيعمل ارتفاع الحصة السوقية والمبادرات مثل الشراء مباشرة من المصنعين على دعم الهوامش. وقد بدأ التقييم يبدو مرتفعاً إلى حد ما إلا أننا نعتقد أن السهم فرصة استثمارية جيدة على المدى البعيد وننصح بزيادة الوزن عند فترات جني الأرباح.

• توقعات باداء مالي قوي في 2013

نتوقع نمو الإيرادات 19% في 2013 إلى 3.6 مليار ريال وارتفاع صافي الدخل 16% على أساس سنوي إلى 189 مليون ريال. ونتوقع ضغط على الهوامش (14-30 نقطة أساس) نتيجة للتوسع في المتاجر خصوصاً خارج المملكة. وتقديراتنا توازي/ أقل بشكل طفيف عن توقعات الإدارة التي تشير إلى نمو 20% في الإيرادات والأرباح الصافية في 2013، بينما بلغ إجماع المحللين 17% و 16% لنمو الإيرادات وصافي الدخل.

• التوسع في المتاجر والنمو العضوي يدعمان المبيعات

قمنا برفع تقديراتنا للمتاجر الجديدة في 2013 و 2014 من 3 إلى 4 متاجر في السنة مقابل توقعات الإدارة البالغة 5 متاجر في السنة. وتشير تقديراتنا إلى بلوغ عدد المتاجر متجر 40 بحلول عام 2015 مقابل أهداف الإدارة التي تشير إلى 44 متجر. وبالرغم من التوقعات بارتفاع عدد المتاجر 38% في 2015، إلا أن مساحة البيع سترتفع 23% نتيجة لصغر حجم المتاجر الجديدة. ويعتبر ارتفاع أرقام النمو العضوي مهما للنمو على المدى البعيد.

• قوة الهوامش مؤشر إيجابي

ارتفعت الهوامش 33-67 نقطة أساس على أساس سنوي في الربع الرابع من 2012، بالرغم من ارتفاع المبيعات 33% بدعم من التخفيضات. ويعتبر استقرار الهوامش هذا مشجعاً، بالرغم من ارتفاع الأحجام، ونعتقد أنه مؤشر لقوة أكسترا في التفاوض مع الموردين. وتعتقد الإدارة أن هناك قدرة على توسع الهوامش خلال الأعوام القادمة، إلا أننا نفترض في حساباتنا ثبات أو انخفاض طفيف في الهوامش (كنتيجة جزئية للتوسع خارج المملكة) ما يعطي مجالاً لارتفاع إذا تمكنت الإدارة من الحفاظ على توسع الهوامش هذا.

• الإبقاء على زيادة الوزن

نبقى على التوصية بزيادة الوزن مع ارتفاع السعر المستهدف إلى 132 ريال. والأسباب الرئيسية لارتفاع السعر المستهدف هي ارتفاع تقديرات عدد المتاجر والهوامش والنمو العضوي إلى جانب انخفاض علاوة المخاطر. ويبدو التقييم الحالي مرتفعاً إلى حد ما رغم التوقعات بانخفاض مكرر الربحية 30% بحلول 2015 إلى 12 مره.

بيانات مالية

النمو السنوي %	2016E	2015E	2014E	2013E	2012A	مليون ريال سعودي
						الإيرادات
13.9	5,071	4,617	4,123	3,599	3,015	الإيرادات
12.6	852	780	701	623	531	اجمالي الربح
	16.8	16.9	17.0	17.3	17.6	هامش إجمالي الربح (%)
11.8	255	233	207	189	164	الدخل التشغيلي
	5.0	5.0	5.0	5.3	5.4	هامش الدخل التشغيلي (%)
11.9	249	227	202	184	159	صافي الدخل
	4.9	4.9	4.9	5.1	5.3	هامش صافي الدخل (%)
11.9	10.36	9.44	8.40	7.68	6.61	ربح السهم (ريال)
12.5	4.00	3.00	3.00	2.50	2.50	عوائد السهم (ريال)

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

لماذا ارتفع سعرنا المستهدف؟

ارتفع سعرنا المستهدف 23% إلى 132 ريال منذ آخر تحديث لنا في ديسمبر 2012. والأسباب الرئيسية لذلك هي: ارتفاع تقديرات افتتاح المتاجر الجديدة وارتفاع هوامش النمو العضوي والتوقعات بانخفاض الضغط على الهوامش. وفيما يلي نتناول كل نقطة بالتفصيل.

أهمية الكفاءة وتوسع المتاجر للتقييم

يبقى ازدياد عدد المتجر أمر جوهري عند النظر إلى نمو اكسترا. فقد توسعت الشركة بشكل سريع خلال الأعوام الخمسة الماضية من 9 متاجر في 2007 إلى 29 متجر في 2012. وتهدف الإدارة إلى إيصال عدد المتاجر إلى 44 بحلول 2015. ويشير هذا إلى خططها لافتتاح حوالي 5 متاجر سنويا حتى 2015.

نتوقع حاليا 40 متجر بحلول 2015 مقابل توقعاتنا السابقة البالغة 37 متجر في 2015 و 50 متجر بحلول 2019

قمنا برفع تقدير اتنا لعدد المتاجر المفتحة بمعدل متجرين سنويا، وذلك على خلفية النجاح مؤخرا في افتتاح المتاجر. وقد كنا نتوقع في السابق أن يبلغ إجمالي المتاجر 36 بحلول 2015 و قمنا برفع التقديرات إلى 40 متجر، إلا أن هذا لا يزال دون توقعات الإدارة البالغة 44 متجر. وسيكون التوسع خارج المملكة أهم مصدر لافتتاح المتاجر الجديدة في 2013. وتتوقع الإدارة أن تمثل المتاجر المفتحة خارج المملكة اثنين (البحرين وعمان) من اصل خمسة مقترحة. ويبين الجدول التالي الاختلافات في توقعاتنا لافتتاح المتاجر.

العرض 5: التغيير في تقديراتنا لعدد المتاجر

عدد المتاجر

2018E	2017E	2016E	2015E	2014E	2013E	
40	39	38	36	34	31	إجمالي المتاجر (سابقا)
48	46	43	40	37	33	إجمالي المتاجر (حاليا)
20.0	17.9	13.2	11.1	8.8	6.5	الارتفاع/الانخفاض
						توجيهات الإدارة
						حتى 44

لمصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

انخفاض حجم المتاجر الجديدة نتيجة لافتتاحها في مدن اصغر

من نقاشاتنا مع الإدارة وتحليلاتنا، وجدنا أن متوسط مساحات المتاجر الجديدة تقل عن المتاجر الموجودة حاليا. ونعتقد أن هذا يبرز أهمية متابعة إجمالي المساحات المتوفرة للبيع مقابل عدد المتاجر.

وتصنف الإدارة المتاجر إلى الفئة أ (متوسط المساحة 3000 متر مربع) حتى الفئة د (متوسط المساحة 1200 متر مربع). فقد كان متوسط مساحة أول سبعة متاجر تم افتتاحها 4,429 متر مربع بينما بلغت مساحة اخر سبعة متاجر تم افتتاحها 1500 متر مربع. وهذا نتيجة لكون المتاجر الكبرى هي من اوائل المتاجر التي افتتحت أما المتاجر الملاحقة فإما أن تكون في المدن الصغيرة أو في ضواحي المدن الكبرى. وقد أشارت الإدارة إلى أنها ستستمر بهذا الاتجاه مع أن المتجر المفتوح في البحرين في يناير 2013 سيحد من انخفاض متوسط مساحة المتاجر الجديدة.

القوائم المالية

العرض 6: قائمة المركز المالي

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2016E	2015E	2014E	2013E	2012A	2011A	
5,071	4,617	4,123	3,599	3,015	2,462	الإيرادات
9.8	12.0	14.6	19.4	22.5	38.4	%تغير
(4,219)	(3,837)	(3,423)	(2,977)	(2,485)	(2,026)	تكلفة المبيعات
852	780	701	623	531	435	إجمالي الربح
16.8	16.9	17.0	17.3	17.6	17.7	هامش إجمالي الربح (%)
(596)	(547)	(494)	(433)	(367)	(299)	مصروفات التشغيل
301	274	243	221	192	158	الأرباح قبل الفوائد ، الضرائب ، الاستهلاكات
5.9	5.9	5.9	6.1	6.4	6.4	هامش الأرباح قبل الفوائد ، الضرائب ، الاستهلاكات (%)
46	41	36	32	28	22	الإستهلاكات و الإطفاءات
255	233	207	189	164	136	الأرباح قبل الضرائب والاستهلاكات
5.0	5.0	5.0	5.3	5.4	5.5	هامش الأرباح قبل الضرائب والاستهلاكات (%)
0	0	0	0	0	(1)	التكاليف المالية
0	0	0	0	0	0	الدخل الاخر/النفقات ،صافي
(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.1	الدخل الاخر
255	233	207	189	163	135	الأرباح قبل الضرائب (الزكاة)
(7)	(6)	(5)	(5)	(5)	(3)	الضرائب (الزكاة)
249	227	202	184	159	132	صافي الدخل
9.7	12.4	9.4	16.2	20.1	35.1	%تغير
4.9	4.9	4.9	5.1	5.3	5.4	هامش صافي الدخل (%)
10.36	9.44	8.40	7.68	6.61	5.50	ربح السهم (ريال سعودي)

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 7: قائمة المركز المالي

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2016E	2015E	2014E	2013E	2012A	2011A	
423	315	214	135	48	65	النقد و ما شابه
18	17	15	13	12	5	حسابات مدينة
0	0	0	0	0	3	المستحق من أطراف ذات علاقة
655	596	532	477	417	341	المخزون
104	97	82	69	78	43	مصاريف مدفوعة مقدماً
1,201	1,025	842	695	556	457	مجموع الأ ول المتداولة
0	0	0	0	0	1	استثمارات في شركة تابعة
516	494	466	428	390	317	الممتلكات والمعدات
516	494	466	428	391	318	مجموع الأصول غير المتداولة
1,716	1,519	1,309	1,123	946	775	مجموع الأصول
0	0	0	0	0	0	قروض قصيرة الأجل
629	588	537	486	439	370	المطلوبات المتداولة الأخرى
629	588	537	486	439	370	مجموع المطلوبات المتداولة
0	0	0	0	0	0	قروض طويلة الأجل
54	50	45	41	35	30	مطلوبات أخرى
54	50	45	41	35	30	مجموع المطلوبات غير المتداولة
683	638	582	526	474	400	مجموع المطلوبات
240	240	240	240	240	240	رأس المال
118	94	71	51	32	16	احتياطي قانوني
675	547	415	306	200	119	أرباح مبقاه
1,033	881	726	597	473	375	مجموع حقوق المساهمين
1,716	1,519	1,309	1,123	946	775	مجموع حقوق المساهمين والمطلوبات

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 8: قائمة التدفقات النقدية

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2016E	2015E	2014E	2013E	2012A	2011A	
272	242	225	216	153	125	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (أ)
(68)	(69)	(74)	(69)	(109)	(73)	صافي النقد المتوفر من الأنشطة الاستثمارية (ب)
269	249	227	202	184	159	صافي الربح التشغيلي المعدل للضرائب
(24)	(27)	(30)	(18)	(5)	(49)	رأس المال العامل
(72)	(68)	(69)	(74)	(69)	(109)	نفقات رأس المال
51	46	41	36	32	28	الاستهلاكات
224	200	169	146	142	29	التدفق النقدي الحر
(96)	(72)	(72)	(60)	(61)	(18)	صافي النقد المتوفر من الأنشطة التمويلية (ج)
108	101	79	87	(17)	34	صافي التعديل النقدي (أ+ب+ج)
315	214	135	48	65	30	النقدية في بداية السنة
423	315	214	135	48	65	النقدية في نهاية السنة

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 9: نسب مهمة

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2016E	2015E	2014E	2013E	2012A	2011A	
10.4	9.4	8.4	7.7	6.6	5.5	ربح السهم
9.3	8.3	7.0	6.1	5.9	1.2	التدفق النقدي الحر للسهم
4.0	3.0	3.0	2.5	2.5	2.5	التوزيعات النقدية للسهم
43.1	36.7	30.3	24.9	19.7	15.6	القيمة الدفترية للسهم
						نسب التقييم (مكررات)
11.0	12.0	13.5	14.8	17.2	20.6	مكرر الربحية
12.2	13.6	16.1	18.7	19.3	94.5	السعر / التدفق النقدي الحر
2.6	3.1	3.8	4.6	5.8	7.3	مكرر القيمة الدفترية
0.5	0.5	0.6	0.7	0.9	1.1	EV/sales
7.6	8.8	10.3	11.7	14.0	16.8	EV/EBITDA
3.5	2.6	2.6	2.2	2.2	2.2	العائد النقدي (%)
						نسب الربحية (%)
16.8	16.9	17.0	17.3	17.6	17.7	هامش إجمالي الربح
5.0	5.0	5.0	5.3	5.4	5.5	هامش الأرباح التشغيلية
5.9	5.9	5.9	6.1	6.4	6.4	هامش الأرباح قبل الفوائد ، الضرائب ، الاستهلاكات
4.9	4.9	4.9	5.1	5.3	5.4	هامش صافي الربح
24.0	25.7	27.8	30.9	33.6	35.2	عائد على حقوق المساهمين
13.6	14.0	14.3	15.2	15.3	15.3	عائد على الأصول
						نسب السيولة
1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	النسبة الحالية
0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	النسبة السريعة
						نسب التشغيل (أيام)
57	57	57	59	61	61	المخزون
1	1	1	1	1	1	أيام الذمم المدينة
54	56	57	60	64	67	أيام الذمم الدائنة
58	58	58	60	63	62	الدورة التشغيلية
4	2	1	0	(2)	(4)	الدورة النقدية

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال



الحياة

163.9	السعر المستهدف (ريال)
154.8	السعر الحالي (ريال)

تفاصيل الأسهم

165/141	نطاق سعري لآخر 52 اسبوع
2,479	القيمة السوقية (مليون دولار)
60	الأسهم المصدرة (مليون)
تداول	مدرجة في سوق تداول

الاداء السعري %	شهر	3 أشهر	12 شهر
مطلق	(1.3)	2.0	9.8
نسبي	(0.9)	(5.1)	12.7

قيمة التداول (مليون)	ريال	دولار
3 أشهر	0.5	0.1
12 شهراً	4.9	1.3

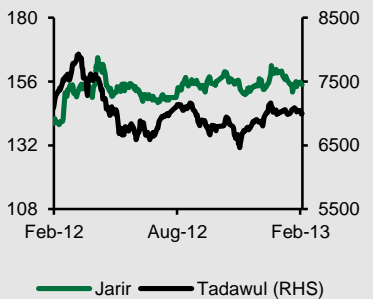
4190.SE	رمز رويترز
JARIR AB	رمز بلومبرج
www.jarirbookstore.com	

مضاعفات التقييم

14E	13E	12A
12.6	14.3	16.3
7.2	8.1	9.0
12.3	14.1	15.7
6.6	5.8	5.1

المصدر: تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

أداء سعر السهم



المصدر: رويترز

+966 2 690 7717
f.miah@ncbc.com

فاروق ميا، CFA

نجاح التوسع في عدد المتاجر من العوامل المحفزة الرئيسية

نبقى على التوصية الحيادية لجرير مع ارتفاع السعر المستهدف بشكل طفيف إلى 164 ريال. ويبقى نجاح الخطط التوسعية (افتتاح خمسة متاجر كل عام مقارنة بالمعدل التاريخي البالغ متجرين) من أهم محفزات نمو الربحية. كما ان توقف انخفاض الهوامش والدخول في أعمال جديدة من المحفزات المحتملة أيضاً. أما أهم المخاطر فتكمن في تزايد المنافسة والمزيد من الضغط على الهوامش.

• "اي فون 5" يعزز أرباح الربع الأول من السنة ونمو الأرباح مستمر في 2013

نتوقع أن يبلغ نمو الإيرادات 15% في الربع الأول من 2013 وذلك لأن مبيعات "اي فون 5" المتأخرة قد بدأت في الربع الأول من 2013. ونتوقع نمو الإيرادات 15% ونمو صافي الأرباح 13% في 2013. ومن المتوقع أن يتعزز هذا النمو عن طريق افتتاح متاجر جديدة (تهدف الإدارة إلى افتتاح 5 متاجر) إلى جانب استمرار النمو العضوي.

• أهمية نجاح التوسع في المتاجر امر مفصلي

أوضحت الإدارة أنها تهدف إلى امتلاك 55 متجراً بحلول 2017 مقابل 32 متجراً في الوقت الراهن. وسيؤدي هذا إلى بلوغ النفقات الرأسمالية حوالي 120-150 مليون ريال في السنة. ونعتقد أن الافتراضات بافتتاح 4-5 متاجر في السنة خلال الأعوام الخمسة القادمة شديد التفاؤل ونتوقع حالياً أن يبلغ معدل افتتاح المتاجر 2-3 في السنة (وقد بلغ المعدل متجرين في السنة خلال الأعوام الخمسة الماضية). وإذا كان معدل افتتاح المتاجر أعلى من توقعاتنا، فسيكون هذا محفزاً للسهم.

• القلق حول الهواتف الذكية منخفضة الثمن واستمرار الاعتماد على موسم إطلاق الأجهزة

نعتقد أن أهم دعائم نمو قطاع الهواتف الذكية هو انخفاض سعر البيع الذي يستهدف ذوي الدخل المنخفض من المستهلكين. وبالرغم من إمكانية ارتفاع مبيعات الهواتف، إلا أن نمو القيمة بالريال قد يكون منخفضاً مما يحد من نمو إيرادات جرير. هذا النمط مشابه لما حدث في 2011 حيث تفوقت مبيعات أجهزة "النوت بوك" منخفضة السعر على أجهزة الكمبيوتر المحمول "اللاب توب" مرتفعة السعر. هذا ويستمر اعتماد جرير على موسم إطلاق الأجهزة الجديدة، وقد انعكس ذلك على ارتفاع الإيرادات بنسبة 6% في النصف الثاني من 2012 (مقابل المتوسط التاريخي البالغ 21%) نتيجة لتأخير إطلاق "اي فون 5". فإذا تأخر إطلاق المنتجات الجديدة أو لم تحصل على أصداء إيجابية، فسيحد هذا من نمو أرباح جرير.

• التقييم عادل عند المستوى الحالي

قمنا بالتوصية بالحياد منذ نوفمبر 2011 وقد كان أداء السهم متمشياً مع مؤشر السوق منذ ذلك الحين. لأغلبية عام 2012 حيث ان السهم تداول بين مستويات 150-160 ريال. سيكون تنفيذ الخطط التوسعية واستقرار الهوامش من أهم المحفزات. ويتداول السهم حالياً عند مكرر ربحية 14.0 مرة للعام 2013.

بيانات مالية

مليون ريال سعودي	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	النمو السنوي %
الإيرادات	4,634	5,350	6,079	6,822	7,530	12.9
اجمالي الربح	694	785	886	984	1,075	11.6
هامش إجمالي الربح (%)	15.0	14.7	14.6	14.4	14.3	
الربح قبل الفوائد والضرائب	562	645	734	816	888	12.1
هامش الربح قبل الفوائد والضرائب (%)	12.1	12.1	12.1	12.0	11.8	
صافي الدخل	570	648	736	816	887	11.7
هامش صافي الدخل %	12.3	12.1	12.1	12.0	11.8	
ربح السهم	9.5	10.8	12.3	13.6	14.8	11.7

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

القوائم المالية

العرض 10: قائمة المركز المالي

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2016E	2015E	2014E	2013E	2012	2011	
7,530	6,822	6,079	5,350	4,634	4,147	الإيرادات
10.4	12.2	13.6	15.4	11.7	37.6	%تغير
6,455	5,838	5,193	4,565	3,940	3,514	تكلفة المبيعات
1,075	984	886	785	694	634	إجمالي الربح
14.3	14.4	14.6	14.7	15.0	15.3	هامش إجمالي الربح (%)
186	168	152	140	132	127	مصروفات التشغيل
2.5	2.5	2.5	2.6	2.9	3.1	مصروفات التشغيل كنسبة مئوية من المبيعات
888	816	734	645	562	507	الربح التشغيلي
11.8	12.0	12.1	12.1	12.1	12.2	هامش الربح التشغيلي (%)
934	853	764	669	584	528	الأرباح قبل الضرائب والاستهلاكات
(5)	(4)	(6)	(8)	(5)	(7)	صافي دخل الفوائد
915	843	759	669	588	530	الأرباح قبل الضرائب (الزكاة)
29	26	24	21	18	17	الضرائب (الزكاة)
887	816	736	648	570	513	صافي الدخل
8.6	11.0	13.5	13.8	11.1	28.0	%تغير
11.8	12.0	12.1	12.1	12.3	12.4	هامش صافي الدخل (%)
14.78	13.61	12.26	10.80	9.50	8.55	ربح السهم (ريال سعودي)

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 11: قائمة المركز المالي

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2016E	2015E	2014E	2013E	2012	2011	
178	126	44	51	111	60	النقد و ما شابه
1,761	1,534	1,393	1,222	1,022	883	الأصول المتداولة الأخرى
5	5	6	6	6	7	استثمارات
958	939	903	861	814	742	صافي الأصول الثابتة
28	28	28	28	28	28	أصول أخرى
2,929	2,632	2,373	2,168	1,981	1,720	مجموع الأصول
0	0	0	0	0	0	قروض قصيرة الأجل
1,058	925	834	757	680	568	المطلوبات المتداولة الأخرى
133	108	117	183	200	108	قروض طويلة الأجل
93	84	75	66	58	41	مطلوبات أخرى
1,335	1,201	1,092	1,023	955	813	مجموع المطلوبات
600	600	600	600	600	600	رأس المال
994	831	681	546	426	307	الإحتياطيات والفائض
1,594	1,431	1,281	1,146	1,026	907	مجموع حقوق المساهمين
2,929	2,632	2,373	2,168	1,981	1,720	مجموع حقوق المساهمين والمطلوبات

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 12: قائمة التدفقات النقدية

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2016E	2015E	2014E	2013E	2012	2011	
847	813	681	556	553	594	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (أ)
(63)	(73)	(72)	(70)	(93)	(207)	صافي النقد المتوفر من الأنشطة الاستثمارية (ب)
861	790	711	625	544	490	صافي الربح التشغيلي المعدل للضرائب
(50)	(93)	(124)	(26)	46	(68)	رأس المال العامل
(73)	(72)	(70)	(93)	(207)	(39)	نفقات رأس المال
37	30	24	22	21	20	الاستهلاكات
775	655	540	527	405	403	التدفق النقدي الحر
(732)	(658)	(617)	(546)	(408)	(379)	صافي النقد المتوفر من الأنشطة التمويلية (ج)
(8)	8	(17)	(17)	42	25	الديون
52	82	(7)	(60)	51	7	صافي التغير النقدي (أ+ب+ج)
126	44	51	111	60	52	النقدية في بداية السنة
178	126	44	51	111	60	النقدية في نهاية السنة

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 13: نسب مهمة

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2016E	2015E	2014E	2013E	2012	2011	
14.8	13.6	12.3	10.8	9.5	8.5	ربح السهم
14.1	13.6	11.4	9.3	9.2	9.9	التدفق النقدي الحر للسهم
12.1	11.1	10.0	8.8	7.8	7.0	التوزيعات النقدية للسهم
26.6	23.9	21.3	19.1	17.1	15.1	القيمة الدفترية للسهم
						نسب التقييم (مكررات)
10.5	11.4	12.6	14.3	16.3	18.1	مكرر الربحية
11.0	11.4	13.6	16.7	16.8	15.6	السعر / التدفق النقدي الحر
5.8	6.5	7.2	8.1	9.0	10.2	مكرر القيمة الدفترية
1.2	1.4	1.5	1.8	2.0	1.6	EV/sales
9.9	10.9	12.3	14.1	15.7	12.9	EV/EBITDA
8.0	7.3	6.6	5.8	5.1	4.6	العائد النقدي (%)
						نسب الربحية (%)
14.3	14.4	14.6	14.7	15.0	15.3	هامش إجمالي الربح
11.8	12.0	12.1	12.1	12.1	12.2	هامش الأرباح التشغيلية
12.4	12.5	12.6	12.5	12.6	12.7	هامش الأرباح قبل خصم الفوائد ، الضرائب ، الاستهلاكات
11.8	12.0	12.1	12.1	12.3	12.4	هامش صافي الربح
58.6	60.2	60.6	59.7	59.0	60.2	عائد على حقوق المساهمين
31.9	32.6	32.4	31.2	30.8	32.5	عائد على الأصول
						نسب السيولة
1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.4	النسبة الحالية
0.7	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	النسبة السريعة
						نسب التشغيل (أيام)
59	57	59	59	57	53	المخزون
23	22	22	21	20	21	أيام الذمم المدينة
49	47	48	50	53	48	أيام الذمم الدائنة
83	79	81	81	78	75	الدورة التشغيلية
33	32	33	31	25	26	الدورة النقدية

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال



الحياة

92.3	السعر المستهدف (ريال)
82.3	السعر الحالي (ريال)

تفاصيل الأسهم

97/80	نطاق سعري لآخر 52 اسبوع
494	القيمة السوقية (مليون دولار)
22.5	الأسهم المصدرة (مليون)
تداول	مدرجة في سوق

الاداء السعري %	شهر	3 أشهر	12 شهر
مطلق	0.3	0.3	(9.1)
نسبي	0.6	(6.8)	(6.1)

قيمة التداول (مليون)	ريال	دولار
3 أشهر	0.1	0.0
12 شهراً	5.0	1.3

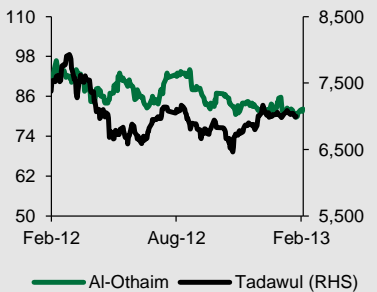
4001.SE	رمز رويترز
ALOTHAIM AB	رمز بلومبرج
www.othaimmarkets.com	

مضاعفات التقييم

14E	13E	12A
10.4	11.4	10.7
2.1	2.4	2.7
8.3	9.2	9.2
3.6	3.6	3.6

المصدر: تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

أداء سعر السهم



المصدر: رويترز

+966 2 690 7717
f.miah@ncbc.com

فاروق ميا، CFA

انخفاض النمو العضوي يحد من التقدم

نبقى على التوصية الحيادية للعظيم مع انخفاض السعر المستهدف 1.7% إلى 92.3 ريال. وسيعمل افتتاح سبعة متاجر جديدة على تعزيز نمو الإيرادات إلا أنه من المتوقع أن يحد النمو العضوي المتواضع من تقدم المبيعات. وستؤدي الرسوم المفروضة على العمالة الوافدة (2400 ريال في السنة لكل عامل) إلى ضغوطات على الهوامش في 2013 بمقدار 20 نقطة أساس.

توقعات بأن تستمر الصعوبات في العام 2013

نتوقع أن تنمو الإيرادات 8% إلى 4.6 مليار ريال وأن تنخفض الهوامش 5-55 نقطة أساس على أساس سنوي. ومن المتوقع أن يؤدي هذا إلى انخفاض صافي الدخل 6% على أساس سنوي إلى 162 مليون ريال. ونعتقد أن افتتاح سبعة متاجر جديد سيساعد على تخفيف مشكلة ضعف النمو العضوي و المقدر عند 2%. ويرجع الضغط على الهوامش إلى قانون السعودة حيث تدفع رسوم قدرها 200 ريال شهريا عن كل عامل أجنبي مقابل 100 ريال سنويا في الماضي.

لاتزال مستويات النمو العضوي منخفضة جدا

نعتقد أن مستوى النمو العضوي لا يزال بين 1-2% دون الحد الأدنى المتوقع والبالغ 4-5% والذي يتماشى مع توقعات التضخم والنمو السكاني. ونعتقد أن إدارة سلسلة التوريد، أي الحصول على المنتجات اللازمة من الموردين وعرضها بطريقة سريعة وفعالة تواجه مشاكل خصوصا مع التوسع في افتتاح متاجر جديدة، إلى جانب الضغوط التنافسية التي تؤدي إلى انخفاض النمو العضوي. إن ارتفاع النمو العضوي من أهم متطلبات تحسين التوقعات للشركة على المدى البعيد.

ارتفاع احتمالية افتتاح المتاجر الجديدة

لقد كان التأخير الكبير في افتتاح المتاجر الجديدة من أهم أسباب ضعف النمو في 2012. فقد تم افتتاح 5 متاجر فقط معظمها في الربع الرابع من 2012 وهو أدنى من المعدل السنوي المستهدف والبالغ 8-10 متاجر سنويا. ونعتقد أن احتمالية افتتاح تسعة متاجر جديدة في 2013 مرتفعة نظرا لحصول الإدارة على المساحات المطلوبة والبدء في عمليات الترميم في العديد من المتاجر.

الرسوم البالغة 2400 ريال للعمالة الوافدة سيبلغ تأثيرها 10 مليون ريال على الشركة

من المتوقع أن يؤدي تطبيق الرسوم السنوية البالغة 2400 ريال على كل عامل أجنبي إلى نفقات بقيمة 10 مليون ريال على العظيم. وسيخفض هوامش الربح قبل الفوائد والضرائب 20 نقطة أساس. ويبقى التغيير في متطلبات السعودة من أهم المخاطر على هوامش العظيم بالماضي قديما.

تداول اسهم الشركة عند اسعار منخفضة لكن مبرره

تداول العظيم عند مكرر ربحية جذاب يبلغ 11.4 مرة لعام 2013 إلا أننا نعتقد أن الاسعار الحالية مبررة نظرا للمخاوف حول النمو. فارتفاع النمو العضوي وافتتاح المتاجر عوامل مهمة جدا لتعزيز ارتفاع سعر السهم.

بيانات مالية

النمو السنوي %	2016E	2015E	2014E	2013E	2012A	مليون ريال سعودي
	8.4	5,894	4,976	4,619	4,266	الإيرادات
	7.9	425	364	338	314	اجمالي الربح
		7.2	7.3	7.3	7.4	هامش اجمالي الربح (%)
	4.5	186	174	155	144	الربح قبل الفوائد والضرائب
		3.2	3.2	3.1	3.1	هامش الربح قبل الفوائد والضرائب (%)
	5.5	214	200	179	173	صافي الدخل
		3.6	3.7	3.6	3.5	هامش صافي الربح (%)
	5.5	9.53	8.89	7.94	7.22	ربح السهم (ريال)

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

القوائم المالية

العرض 14: قائمة الدخل

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2016E	2015E	2014E	2013E	2012	2011	
5,894	5,421	4,976	4,619	4,266	4,091	الإيرادات
8.7	8.9	7.7	8.3	4.3	16.3	%تغير
425	396	364	338	314	323	إجمالي الربح
7.2	7.3	7.3	7.3	7.4	7.9	هامش إجمالي الربح (%)
239	222	209	194	159	166	مصرفات التشغيل
186	174	155	144	156	158	الدخل التشغيلي
3.2	3.2	3.1	3.1	3.7	3.9	هامش الدخل التشغيلي (%)
246	237	222	215	240	233	هامش الأرباح قبل الفوائد ، الضرائب ، الاستهلاكات
4	7	3	-10	3	19	%تغير
59.9	63.1	66.8	71.2	84.1	75.3	الإستهلاكات و الإطفاءات
219	204	182	166	176	154	الأرباح قبل الضرائب (الزكاة)
4.7	4.3	3.9	3.5	3.8	3.5	الضرائب (الزكاة)
214	200	179	162	173	150	صافي الدخل المعن
7.1	12.0	10.0	(6.0)	15.1	(8.2)	%تغير
3.6	3.7	3.6	3.5	4.0	3.7	هامش صافي الدخل المعن (%)
214	200	179	162	174	150	صافي الدخل المعدل
3.6	3.7	3.6	3.5	4.1	3.7	هامش صافي الدخل المعدل (%)
9.5	8.9	7.9	7.2	7.7	6.7	ربح السهم المعدل
9.5	8.9	7.9	7.2	7.7	6.7	ربح السهم المعدل

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 15: قائمة المركز المالي

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2016E	2015E	2014E	2013E	2012	2011	
477	336	190	85	63	44	النقد و ما شابه
618	563	515	474	402	417	أصول متداولة أخرى
304	269	236	204	174	119	استثمارات في شركات تابعة
988	1,003	1,023	1,047	1,076	1,025	صافي الأصول الثابته
53	49	44	40	37	58	مشاريع تحت الإنشاء
2,452	2,232	2,019	1,862	1,763	1,676	مجموع الأصول
78	78	78	78	78	61	قروض قصيرة الاجل
30	33	37	44	105	103	الجزء المتداول من قروض طويلة الاجل
1,062	986	899	837	757	778	مجموع المطلوبات الأخرى
56	61	69	82	101	166	قروض طويلة الاجل
59	54	49	45	41	35	مطلوبات أخرى
1,286	1,213	1,133	1,087	1,083	1,144	مجموع المطلوبات
225	225	225	225	225	225	رأس المال
150	128	108	90	74	57	الإحتياطيات والفائض
1,166	1,019	886	775	680	531	مجموع حقوق المساهمين
2,452	2,232	2,019	1,862	1,763	1,676	مجموع حقوق المساهمين والمطلوبات

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 16: قائمة التدفقات النقدية

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2016E	2015E	2014E	2013E	2012	2011	
301	307	270	245	228	295	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (أ)
(84)	(81)	(79)	(76)	(139)	(209)	صافي النقد المتوفر من الأنشطة الاستثمارية (ب)
183	171	152	141	153	154	صافي الربح التشغيلي المعدل للضرائب
22	39	21	7	(5)	77	رأس المال العامل
(49)	(48)	(47)	(46)	(115)	(210)	نفقات رأس المال
60	63	67	71	84	75	الاستهلاكات
215	225	193	173	117	96	التدفق النقدي الحر
(76)	(80)	(87)	(148)	(69)	(87)	صافي النقد المتوفر من الأنشطة التمويلية (ج)
(8)	(12)	(19)	(80)	(23)	(20)	الديون
141	146	105	21	20	(2)	صافي التغير النقدي (أ+ب+ج)
336	190	85	63	44	45	النقدية في بداية السنة
477	336	190	85	63	44	النقدية في نهاية السنة

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 17: نسب مهمة

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2016E	2015E	2014E	2013E	2012	2011	
9.5	8.9	7.9	7.2	7.7	6.7	ربح السهم
11.2	11.5	9.9	8.8	6.1	4.1	التدفق النقدي الحر للسهم
3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	1.0	التوزيعات النقدية للسهم
51.8	45.3	39.4	34.5	30.2	23.6	القيمة الدفترية للسهم
						نسب التقييم (مكررات)
8.6	9.2	10.4	11.4	10.7	12.3	مكرر الربحية
7.4	7.2	8.3	9.3	13.5	20.0	السعر / التدفق النقدي الحر
1.6	1.8	2.1	2.4	2.7	3.5	مكرر القيمة الدفترية
0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	EV/sales
6.2	7.1	8.3	9.2	9.2	10.3	EV/EBITDA
3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	1.2	العائد النقدي (%)
						نسب الربحية (%)
7.2	7.3	7.3	7.3	7.4	7.9	هامش إجمالي الربح
3.2	3.2	3.1	3.1	3.7	3.9	هامش الأرباح التشغيلية
4.2	4.4	4.5	4.7	5.6	5.7	هامش الأرباح قبل الفوائد ، الضرائب ، الاستهلاكات
3.6	3.7	3.6	3.5	4.0	3.7	هامش صافي الربح
19.6	21.0	21.5	22.3	28.5	30.6	عائد على حقوق المساهمين
9.2	9.4	9.2	9.0	10.0	9.5	عائد على الأصول
						نسب السيولة
0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	النسبة الحالية
0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	النسبة السريعة
						نسب التشغيل (أيام)
32	31	31	31	30	30	المخزون
9	9	9	9	7	9	أيام الذمم المدينة
57	58	57	57	56	62	أيام الذمم الدائنة
41	40	40	40	37	40	الدورة التشغيلية
(17)	(17)	(17)	(18)	(20)	(22)	الدورة النقدية

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

الرجاء إرسال استفساراتكم إلى البريد الإلكتروني لبحوث الاستثمار في الأهلي كابيتال research@ncbc.com

موقع الشركة	موقع وساطة الأسهم	الموقع الإلكتروني لأبحاث الأهلي كابيتال
www.ncbc.com	www.alahlitadawul.com	http://research.ncbc.com
	www.alahlibrokerage.com	

تقييمات الأهلي كابيتال الاستثمارية

زيادة	السعر المستهدف يمثل عائد متوقع يزيد عن 15% خلال الـ 12 شهراً القادمة
محايد	السعر المستهدف يمثل عائد متوقع بين +15% و هبوط متوقع أقل من 10% خلال الـ 12 شهراً القادمة
انخفاض	السعر المستهدف يمثل هبوط متوقع في سعر السهم يزيد عن 10% خلال الـ 12 شهراً القادمة
السعر المستهدف	يقوم المحللون بوضع أسعار مستهدفة للشركات خلال 12 شهراً. هذه الأسعار تعتبر عرضة لعدد من عوامل المخاطرة المتعلقة بالشركة و السوق بشكل عام. يتم تحديد السعر المستهدف لكل سهم باستخدام طرق تقييم يختارها المحلل و التي يعتقد أنها تمثل أفضل الطرق لتحديد السعر خلال الـ 12 شهراً القادمة

تعريفات أخرى

NR: غير مقب. تم إيقاف التقييم الاستثماري مؤقتاً. هذه العملية تعتبر متوافقة مع الأنظمة و القوانين و الأحداث ذات العلاقة كأن يكون الأهلي كابيتال مستشاراً في عمليات اندماج أو استحواذ أو أية صفقات استراتيجية تكون فيها الشركة أحد الأطراف بالإضافة إلى بعض الأحداث الأخرى.

CS: تعليق التغطية. قام الأهلي كابيتال بتعليق تغطية هذه الشركة

NC: غير مغطى. لي يتم الأهلي كابيتال بتغطية هذه الشركة

معلومات هامة

يشهد محررو هذه الوثيقة بأن الآراء التي أعربوا عنها تعبر تعبيراً دقيقاً عن آرائهم الشخصية بشأن الأوراق المالية و الشركات التي هي موضوع هذه الوثيقة. كما يشهدون بأنه ليس لديهم أو لشركائهم أو مخلصهم (في حال تواجدهم) أي انتفاع من الأوراق المالية التي هي موضوع هذه الوثيقة. الصناديق الاستثمارية التي تديرها شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) أو الشركات التابعة لها لصالح أطراف أخرى قد تمتلك أوراق مالية والتي هي موضوع هذه الوثيقة. شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) أو الشركات التابعة لها قد تمتلك أوراق مالية أو أموال أو صناديق يديرها طرف آخر في وحدة أو أكثر من الشركات المذكورة أعلاه. محررو هذه الوثيقة قد يمتلكون أوراقاً مالية في صناديق مطروحة للعامه تستثمر بأوراق مالية مشار إليها في هذه الوثيقة كجزء من محفظة متنوعة والتي ليست لديهم عليها أي سلطة لإدارتها. إدارة الاستثمارات المصرفية بشركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) قد تكون في طور طلب أو تنفيذ خدمات مربحة للشركات التي إما أن تكون موضوعاً لهذه الوثيقة أو وردت بها.

تم إصدار هذا الوثيقة إلى الشخص الذي خصته شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) بها. وتهدف هذه الوثيقة إلى عرض معلومات عامة فقط، و لا يجوز نسخها أو إعادة توزيعها لأي شخص آخر. لا تعد هذه الوثيقة عرضاً أو تحفيزاً فيما يخص شراء أو بيع أي ورقة مالية. كما لم يؤخذ في الاعتبار عند إعداد هذه الوثيقة مدى ملاءمتها للاحتياجات الاستثمارية للمتلقي. و بصفة خاصة، فإن هذه الوثيقة لم يتم إعدادها بهدف تلبية أي أهداف استثمارية معينة، أو أوضاع مالية، أو قدرة على تحمل المخاطر، أو أي احتياجات أخرى لأي شخص يستلم هذه الوثيقة. و توصي شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) كل مستثمر محتمل الحصول على استشارة قانونية، و خدمات مالية و محاسبية إرشادية والتي ستحدد مدى ملاءمة الاستثمار لاحتياجات المستثمر. أي توصيات استثمارية ذكرت في هذه الوثيقة قد أخذت في الاعتبار كل من المخاطر والعوائد المتوقعة. إن المعلومات والآراء الواردة في هذه الوثيقة قد تم جمعها أو التوصل إليها من قبل الأهلي كابيتال من مصادر يعتقد بأنها موثوق بها، ولكن لم يتم الأهلي كابيتال منفردة بالتحقق من محتويات هذه الوثيقة، وأن تلك المحتويات قد تكون موجزة أو غير كاملة، وتبعاً لذلك فإنه لا يوجد أي زعم أو ضمانه سواء معلنة أو ضمنية فيما يتعلق بالاعتماد على مدى نزاهة ودقة واكتمال وصحة المعلومات والآراء الواردة في هذه الوثيقة. إن شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) لن تكون مسؤولة عن أي خسارة قد تنشأ من استخدام هذه الوثيقة أو أي من محتوياتها، أو أي خسارة قد تنشأ عن أي معلومات ذات صلة بهذه الوثيقة، أو أي من التوقعات المالية، أو تقديرات القيم العادلة، أو البيانات المتعلقة بالنظرة العامة المستقبلية المذكورة في هذه الوثيقة والتي قد لا تتحقق لأقصى حد تسمح به القوانين والأنظمة واجبة التطبيق. إن جميع الآراء والتقدير الواردة في هذه الوثيقة تمثل رأي وتفسير شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) بتاريخ إصدار هذه الوثيقة، وهي خاضعة للتغيير دون إشعار مسبق. إن الأداء السابق لأي استثمار لا يعد مؤشراً للنتائج المستقبلية. إن قيمة الأوراق المالية، والعائد الممكن تحقيقه منها، وأسعارها و عملاتها يمكن أن تتغير صعوداً أو هبوطاً، و من المحتمل أن يحصل المستثمر على مبلغ أقل من ذلك الذي استثمره في الأصل. بالإضافة إلى ذلك، فإنه قد تفرض بعض الرسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. كما أن التذبذب في سعر العملات يمكن أن يؤدي إلى تأثير سلبي على قيمة أو سعر أو دخل الورقة المالية. لا يجوز نسخ أي جزء من هذه الوثيقة بدون تصريح كتابي من شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال). كما لا يجوز توزيع هذه الوثيقة أو نسخة منها خارج المملكة العربية السعودية في أي مكان يحظر توزيعها بموجب القانون. ويتعين على المتلقي هذه الوثيقة أن يطلعوا ويلتزموا بأي قيود قد تنطبق عليها. إن قبول هذه الوثيقة يعني موافقة المتلقي و التزامه بالقيود السابق ذكرها.

شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بموجب ترخيص رقم 06046-37، يجيز للشركة التعامل بصفة أصيل ووكيل والتعهد بالتغطية، والإدارة و الترتيب وتقديم المشورة والحفظ في الأوراق المالية. وعنوان مركزها الرئيسي المسجل: شارع المعز بالرياض، ص ب 22216، الرياض 11495، المملكة العربية السعودية.