



إدارة البحوث

Nivedan Reddy Patlolla, CFA

Tel +966 1 211 9423, patlollan@alrajhi-capital.com

تحت المراجعة\*

19/1/2017 بتاريخ 29.70

السعر المستهدف

السعر الحالي

## صافولا

### الربع الرابع : هامش ضعيف، المصروفات غير المتكررة تؤثر سلبا على الأداء

بلغت خسائر صافولا الصافية للربع الرابع 964 مليون ريال وكانت تعزى لسلسلة من المصروفات غير المتكررة وهامش الربح المنخفض. وترتبط سلسلة المصروفات غير المتكررة/المبالغ المشطوبة، أساسا بانخفاض قيمة أصول وشهرة ترتبط بعمليات الشركة في مصر، وخفض تكاليف المخزون في بنده، وانخفاض قيمة الاستثمارات غير الرئيسية. وتبلغ القيمة الصافية لهذه البنود غير الاستثنائية مجمعة، 860 مليون ريال. ووفقا للبيان الذي نشرته الشركة، فقد بلغ صافي الربح المعدل 74 مليون ريال بعد إعادة التكاليف غير المتكررة، وخسائر صرف العملات والتأثير غير العادي للمخزون وبعض البنود الاستثنائية الأخرى، والتي جاءت أقل من تقديراتنا المعدلة لصافي الربح التي بلغت 234 مليون ريال. وقد جاءت إيرادات التجزئة للربع الرابع التي بلغت 3.2 مليار ريال، أقل من تقديراتنا التي بلغت 3.5 مليار ريال، كما أنها من المحتمل أن تشير إلى بعض الخسارة في حصة الشركة في السوق، نظرا للأداء الأقوى للشركات المنافسة لصافولا في هذا القطاع. واجمالا، فقد أسهمت ربحية قطاع التجزئة، في معظم انخفاض أداء صافولا في 2016، بينما انخفضت ربحية قطاع المواد الغذائية بشكل نسبي، ويعزى ذلك إلى طبيعته الدفاعية التي تجعله لا يتأثر بالعوامل غير المواتية في السوق بشكل عام. هذا، وقد وضعنا صافولا "قيد النظر"، ونبحث في إعادة النظر في تقديراتنا وتصنيفنا للشركة، بعد إعلانها لتفاصيل أرباحها يوم الأربعاء 25 يناير.

- **الإيرادات:** ظلت الإيرادات لقسمي المواد الغذائية والتجزئة، بدون تغيير على أساس سنوي. وبينما تأثرت إيرادات قسم المواد الغذائية بخسائر صرف العملات الأجنبية في مصر، فقد تأثرت إيرادات قسم التجزئة أساسا بالانخفاض في مبيعات المحلات القائمة، ويعزى ذلك إلى الانخفاض الكبير في مبيعات محلات السوبرماركت والهيايماركت، ووفقا للشركة.
- **الهوامش وصافي الربح:** بلغ هامش الربح الإجمالي، المعدل لشطب المخزون، 18.1%، بانخفاض بمقدار 230 نقطة أساس على أساس سنوي عن تقديراتنا التي بلغت 19.5%. وكانت مصروفات البيع والمصروفات العمومية والإدارية، أعلى بشكل طفيف من تقديراتنا. وبالإضافة إلى هوامش الربح الإجمالي المنخفضة، والبنود الاستثنائية التي أشرنا إليها انفاء، فقد تأثر صافي الربح أيضا بحصة الربح المنخفضة من الشركات التابعة، ورسوم التمويل المرتفعة والخسائر الكبيرة في شركة السكر المتحدة في مصر.
- **نقاط أخرى:** ذكرت الشركة، أنها سوف لن تدفع أرباح أسهم ربعية خلال عام 2017. وبالنسبة لشركة السكر المتحدة المصرية ( وهي شركة تابعة غير مباشرة لصافولا)، فإن اتفاقية المساهمين مع البنك الأوروبي لإعادة البناء والتنمية، وبعض الإجراءات الرسمية الأخرى، سوف تكتمل في الربع الأول 2017، وبعد ذلك سوف تنظر صافولا في استثمارها في شركة السكر على أساس حصتها في رأس المال.
- **التقييم:** وضعنا صافولا "قيد النظر" ونبحث في مراجعة تقديراتنا وتصنيفنا للشركة بعد إعلانها لتفاصيل أرباحها يوم الأربعاء 25 يناير. وقد كان تقييمنا السابق للشركة "محايدا" متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها، مع تحديد سعر مستهدف لسهمها يبلغ 37.4 ريال.

Figure 1 Savola: Summary of Q4 2016 results

(SAR mn)	Q4 2015	Q3 2016	Q4 2016	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC Est
Revenue	6,260	5,847	6,250.0	-0.2%	6.9%	6,500
Gross profit	1,274	1,157	755	-40.7%	-34.8%	1,269
Gross margin	20.4%	19.8%	12.1%	-	-	19.5%
Operating profit	378	311	(176)	-146.6%	-156.6%	143
Net profit	515	173	(964)	-287.1%	-656.1%	234

Source: Company data, Al Rajhi Capital

الأداء



الأرباح

Period End (SAR)	12/13A	12/14A	12/15A	12/16A
Revenue (mn)	25,281	26,588	25,100	25,010
Revenue growth	-7.7%	5.2%	-5.6%	-0.4%
EBIT (mn)	1,729	1,477	1,785	835
EBIT growth	-4.1%	-14.6%	20.9%	-53.2%
EPS	3.19	3.88	3.36	(0.85)
EPS growth	21.6%	21.6%	-13.6%	n.a.

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 والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وآراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للمعموم 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 عرض 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 المئتي 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 محطلي 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 بداء 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 خسائر 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 وإرادة 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 لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان موطناً 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.

### الإفصاح عن معلومات إضافية:

#### 1. 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، 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.

#### 2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: يوصى محللونا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 6-9 شهور. ويعبارة أخرى، فيم يتوقعون أن يصل سعر سهم معين إلى المستوى المستهدف خلال تلك الفترة.

"القيمة العادلة" Fair value: نحن نقدر القيمة العادلة لكل سهم من الأسهم التي نقوم بتغطيتها. وهذا يتم في العادة باتباع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعني، مثال ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التوقعات النقدية المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقاً للقيمة العادلة المقدره للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلاً 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 المقدره 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

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