

التقييم	محايد
السعر الحالي (ريال سعودي)*	٥١,٢٥
السعر المستهدف خلال ١٢ شهر (ريال سعودي)	٥٣,٥٠
التغير المتوقع في السعر	٤,٤%

\*السعر كما في ٢ مايو ٢٠١٧

## أهم البيانات المالية

المبالغ بالمليون ريال سعودي مالم يذكر خلاف ذلك	السنة المالية ٢٠١٦	السنة المالية ٢٠١٥	السنة المالية ٢٠١٧ (متوقع)
الإيرادات	٩٨٧,٦	١,١٣٥	٨٣٥,٢
النمو %	٨,١٥%	٦,٦%	١٥,٤٣%
صافي الربح	٥٢,٠	١٠٤,١	٧٣,٦
النمو %	٥٤,٨%	١٤,٦%	٤١,٥%
ربح السهم	١,٨٢	٣,٦٤	٢,٥٨

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

## أهم البيانات المالية للسوق

القيمة السوقية (مليار)	١,٤٦
الأداء السعري	- ١٧,٥%
٥٢ أسبوع (الأعلى)	٦٦,٧٥
٥٢ أسبوع (الأدنى)	٤٠,٨٠
الأسهم القائمة (مليون)	٢٨,٥٧

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

## أهم النسب

المبالغ بالمليون ريال سعودي مالم يذكر خلاف ذلك	السنة المالية ٢٠١٦	السنة المالية ٢٠١٥	السنة المالية ٢٠١٧ (متوقع)
الهامش الإجمالي	٢٣,٣%	٢٩,٣%	٢٤,١%
هامش صافي الربح	٥,٣%	٩,٢%	٨,٨%
مكرر الربحية (مرة)	٣٤,٣١	٢٤,٢٣	١٩,٨٩
مكرر القيمة الدفترية (مرة)	٣,٣٧	٥,٣٩	٢,٨٠
EV/EBITDA (مرة)	١٠,٧٢	١٢,٤٥	١٠,٤٣
عائد توزيع الربح إلى سعر السهم	٤,٠%	٢,٣%	٤,٨%

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

## أداء السعر



المصدر: بلومبرغ، الجزيرة كابيتال

حلواني إخوان: حجم المبيعات مخيب للأمال؛ مع ذلك، جاء صافي ربح الربع الأول ٢٠١٧ أعلى من توقعاتنا بسبب انخفاض تكلفة المبيعات عن المتوقع وانخفاض النفقات التشغيلية بالإضافة إلى انخفاض خسائر صرف العملات. شهدت المبيعات تراجع بمعدل ٢٦,٧% نتيجة لتعويم العملة للشركة التابعة في مصر، بينما اتسع الهامش بمقدار ٢١٠ نقطة أساس. من المتوقع المزيد من الاستقرار في الأداء الربع السنوي عند المستوى الحالي مع فرص نمو طفيفة للأرباح القادمة. زيادة القدرة الإنتاجية للأعمال الرئيسية لتعويض بعض الآثار المحتملة لمخاطر العملة للسنة المالية ٢٠١٧. التوصية "محايد" مع الاستمرار عند نفس السعر المستهدف للسهم.

• جاء صافي ربح الربع الأول ٢٠١٧ أعلى من توقعاتنا بفارق ٢٧,٥%، لكن كانت المبيعات مخيبة للأمال. أعلنت شركة حلواني إخوان عن صافي ربح بقيمة ٢٠,٤ مليون ريال سعودي؛ في إشارة إلى ارتفاع عن الربع المماثل من العام السابق بمعدل ٤٨,٩% وأفضل من نتائج الربع السابق الذي تم تسجيل خسائر بقيمة ١٥ مليون ريال سعودي. نعتقد أن قوة صافي الربح تعود بشكل رئيسي إلى (١) انخفاض مصاريف البيع والمصاريف الإدارية والعمومية نتيجة أثر فرق تحويل العملة من الجنيه المصري إلى الريال السعودي، (٢) تراجع خسائر صرف العملة خلال الربع الحالي مقابل خسائر بقيمة ٢٣,٩ مليون ريال سعودي في الربع المماثل من العام السابق، بسبب تعويم الجنيه المصري، (٣) ارتفاع المراجعة الإسلامية، التي من المتوقع أن تبلغ ١,٣ مليون ريال سعودي (٤) تعافي هامش إجمالي الربح بسبب تخفيض أسعار المواد الأولية الأساسية، عموماً، تراجعت إيرادات الشركة بشكل كبير نتيجة تراجع المبيعات المحلية ومبيعات الشركة التابعة بسبب أثر فرق تحويل العملة من الجنيه المصري إلى الريال السعودي.

• بلغت مبيعات حلواني خلال الربع الأول من العام الحالي ٢٠٣,٥ مليون ريال سعودي، أقل من توقعاتنا البالغة ٢٣٩,٢ مليون ريال سعودي بشكل كبير، مما يشير إلى تراجع عن الربع المماثل من العام السابق وعن الربع السابق بمعدلات بلغت ٢٦,٧% و ٥,٤% على التوالي. نحن نعتقد أنه على الرغم من توسعات الطاقة الإنتاجية مؤخراً للأعمال الرئيسية في جدة، كان كل من قيمة وحجم المبيعات تحت الضغط بسبب أثر صرف العملة وتغير عادات المستهلك التي أدت إلى تراجع الطلب المحلي لبعض المنتجات. في الربع الأول ٢٠١٧، استقر سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي، حيث قرر بنك مصر المركزي سابقاً تعويم الجنيه المصري في ٣ نوفمبر ٢٠١٦. نتيجة إلى ذلك، نتوقع انتهاء السيناريو الأسوأ لتعويم الجنيه المصري نتيجة إلى تحسن أساسيات الدولة، بالتالي، من المرجح أن تظهر المبيعات المزيد من القوة عند المستويات الحالية مع نمو طفيف للأرباح القادمة.

• بلغ إجمالي الربح ٧١,١ مليون ريال سعودي بانخفاض عن الربع المماثل من العام السابق بنسبة ٢٢,١% و ٧,٢% عن الربع السابق، أقل بكثير من توقعاتنا البالغة ٧٤,٣ مليون ريال سعودي، نتيجة إلى انخفاض تكلفة المبيعات عن المتوقع. تحسن هامش إجمالي الربح خلال الربع الأول ٢٠١٧ إلى ٢٤,٩% بدلا من ٢٢,٨% في الربع الأول ٢٠١٦ على خلفية تراجع تكلفة المواد الأولية بالرغم من ارتفاع الاستهلاك بعد تشغيل المصانع الجديدة في المدينة الصناعية في جدة. بلغ الربح التشغيلي ٣٠,٥ مليون ريال سعودي بانخفاض عن الربع المماثل من العام السابق بمعدل ٢٨,٤% وارتفاع عن الربع السابق بمعدل ١١,٣%، حيث سجلت الشركة انخفاض في النفقات التشغيلية (مصاريف البيع والمصاريف العمومية والإدارية) بقيمة ٤٠,٦ مليون ريال سعودي مقابل ٤٨,٦ مليون ريال سعودي في الربع الأول ٢٠١٦ و ٤٩,٢ مليون ريال سعودي في الربع السابق. يعود ذلك بشكل أساسي إلى الأثر الإيجابي الناتج عن تحويل العملة من الجنيه المصري إلى الريال السعودي، الذي من المتوقع أن يستمر منخفضاً في الأرباح القادمة.

**النظرة العامة:** بلغت نسبة التعرض لمبيعات الشركة في مصر عند ٥١% خلال السنة المالية ٢٠١٦ و ٦٥% من إجمالي صافي الربح، مما أدى إلى تسجيل خسائر بقيمة تقارب ٧٤,٨ مليون ريال سعودي بعد تراجع الجنيه المصرية في العام ٢٠١٦ بنسبة ١٣٢%. عموماً، من المرجح أن تظهر أداء الأرباح المقبلة المزيد من التحسن بالإضافة إلى نمو طفيف للأرباح القادمة نتيجة استقرار العملة، المزيد من تحسن الهوامش وانخفاض النفقات التشغيلية. من المتوقع أن تحقق الشركة صافي ربح بقيمة ٧٣,٦ مليون ريال سعودي (ربح السهم ٢,٥٨ ريال سعودي) للسنة المالية ٢٠١٧، مما يشير إلى ارتفاع ٤١,٥% عن الربع المماثل من العام السابق بسبب توسعة الطاقة الإنتاجية للأعمال الأساسية وانخفاض تأثير مخاطر العملة. نستمر في التوصية لسهم شركة حلواني على أساس "محايد" مع سعر مستهدف للسهم عند ٥٣,٥٠ ريال سعودي، في إشارة إلى احتمال ارتفاع سعر السهم بنسبة ٤,٤%. يتم تداول سهم الشركة بمكرر ربحية وبمكرر قيمة دفترية متوقع للسنة المالية ٢٠١٧ بمقدار ١٩,٩ مرة و ٢,٨ مرة على التوالي، بناء على توقعاتنا لصافي ربح السنة المالية ٢٠١٧. نتوقع أن تحافظ الشركة على توزيع أرباح عند ٢,٥ ريال سعودي للسهم (عائد توزيع الربح إلى السعر ٤,٨%) خلال العام ٢٠١٧.

## ملخص النتائج

مليون ريال سعودي (مالم يذكر خلاف ذلك)	الربع الأول ٢٠١٦	الربع الرابع ٢٠١٦	الربع الأول ٢٠١٧	التغير عن العام السابق	التغير عن الربع السابق	الفارق عن توقعاتنا
الإيرادات	٢٧٧,٨	٢١٥,٢	٢٠٣,٥	- ٢٦,٧%	- ٢٠,٤%	- ١٤,٩%
إجمالي الربح	٩١,٢	٧٦,٦	٧١,١	- ٢٢,٠%	- ٧,٢%	- ٤,٣%
إجمالي الهامش EBIT	٤٢,٦	٢٧,٤	٣٠,٥	- ٢٨,٤%	- ١١,٣%	- ٢٥,٤%
صافي الربح	١٣,٧	١٥-	٢٠,٤	- ٤٨,٩%	غ/ز	٢٧,٥%
ربح السهم	٠,٤٨	(٠,٥٥)	٠,٧١	-	-	-

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال، غ/ذ:غير ذي معنى

محلل

جاسم الجبران

٤٨١٢٥١٢٤٨

j.aljabran@aljaziracapital.com.sa

رئيس إدارة الأبحاث المكلف  
طلحة نزر  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٢٥٠  
t.nazar@aljziracapital.com.sa

محلل  
سلطان القاضي  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٣٧٤  
s.alkadi@aljziracapital.com.sa

محلل  
جاسم الجبران  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٢٤٨  
j.aljabran@aljziracapital.com.sa

محلل  
وليد الجبير  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦١٤٦  
W.aljubayr@aljziracapital.com.sa

محلل  
مهند العودان  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦١١٥  
M.alodan@aljziracapital.com.sa

المدير العام لإدارة أعمال الوساطة والمبيعات  
علاء اليوسف  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٠١٠  
a.yousef@aljziracapital.com.sa

المدير العام المساعد -  
رئيس الوساطة الدولية والمؤسساتية  
لؤي جواد المطوع  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٢٧٧  
lalmutawa@aljziracapital.com.sa

المدير العام المساعد - المنطقة الشرقية ومنطقة  
القصيم  
عبد الله الرهيط  
+٩٦٦ ١١ ٣٦١٧٥٤٧  
aalrahit@aljziracapital.com.sa

المدير العام المساعد - مجموعة خدمات الوساطة  
والمبيعات بالمنطقة الوسطى  
سلطان إبراهيم المطوع  
+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٣٦٤  
s.almutawa@aljziracapital.com.sa

المدير العام المساعد - رئيس المراكز الاستثمارية  
للمنطقة الغربية والجنوبية  
منصور حمد الشيعبي  
+٩٦٦ ١٢ ٦٦١٨٤٤٣  
m.alshuaibi@aljziracapital.com.sa

تعد شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) الذراع الاستثماري لبنك الجزيرة، وهي شركة سعودية مساهمة مغلقة متخصصة في أعمال الأوراق المالية، وملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع تعاملاتها. تعمل الجزيرة كابيتال تحت إشراف هيئة سوق المال السعودية. لقد تم ترخيص الشركة من قبل هيئة سوق المال لتقديم خدمات التعامل في أعمال الأوراق المالية بصفة أصيل و وكيل والتعهد بالتغطية وخدمات الإدارة والحفظ والترتيب وتقديم المشورة. إن الجزيرة كابيتال استثمارية لقصة نجاح طويلة في سوق الأسهم السعودية حافظت خلالها لسنوات عدة على الريادة والتي تطمح بمواصلتها عن طريق التطوير المستمر لخدماتها، ومن خلال فتح آفاق تداول جديدة لعملائنا الكرام للوصول لأسواق الأوراق المالية الإقليمية والعالمية.

١. زيادة المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أقل من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والأسهم المصنفة "زيادة المراكز" يتوقع أن يرتفع سعرها بأكثر من ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الاثني عشر المقبلة.
٢. تخفيض المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أعلى من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والأسهم المصنفة "تخفيض المراكز" يتوقع أن ينخفض سعرها بأكثر من ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الاثني عشر المقبلة.
٣. محايد: يعني أن السهم يتم تداوله في نطاق قريب من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والسهم المصنّف "محايد" يمكن أن يتراوح سعره زائد أو ناقص ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الاثني عشر المقبلة.
٤. التوقف عن التغطية (SR/RH): يعني أن التصنيف معلق بانتظار مزيد من التحليل بسبب وجود تغيير جوهري في أداء الشركة التشغيلي/المالي، أو تغيير ظروف السوق أو أية أسباب أخرى خاصة بشركة الجزيرة للأسواق المالية.

## إفصاحات وإقرارات وإخلاء المسؤولية

إن الغاية من إعداد هذا التقرير هي تقديم صورة عامة عن الشركة أو القطاع الاقتصادي أو الموضوع الاقتصادي محل البحث، وليس الهدف تقديم توصية ببيع أو شراء أو الاحتفاظ بأية أوراق مالية أو أصول أخرى. بناءً على ما سبق، لا يأخذ هذا التقرير بعين الاعتبار الظروف المالية الخاصة بكل مستثمر ومدى قابليته / رغبته بتحمل المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى، وبالتالي قد لا يكون مناسباً لجميع العملاء باختلاف أوضاعهم المالية وقدرتهم ورغبتهم في تحمل المخاطر. يفضل عموماً أن يقوم المستثمر بأخذ المشورة من عدة جهات ومصادر متعددة عندما يتعلق الأمر بالقرارات الاستثمارية وأن يدرس تأثير هذه القرارات على وضعه المالي والقانوني والضريبي وغيره قبل الدخول بهذه الاستثمارات أو تصفيها جزئياً أو كلياً. إن أسواق الأسهم والسندات والمتغيرات الاقتصادية الجزئية والكلية ذات طبيعة متغيرة وقد تشهد تقلبات مفاجئة بدون سابق إنذار، لذلك قد يتعرض المستثمر في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى لمخاطر وتقلبات غير متوقعة، جميع المعلومات والأراء والتوقعات والقيم العادلة أو الأسعار المستهدفة الواردة في التقرير مستقاة من مصادر تعتقد شركة الجزيرة للأسواق المالية بأنها موثوقة، لكن لم تقم شركة الجزيرة للأسواق المالية بتقنين هذه المعلومات بشكل مستقل، لذلك قد يحدث أن تكون هذه المعلومات مختصرة وغير كاملة، وبناءً عليه تعتبر شركة الجزيرة للأسواق المالية غير مسؤولة عن مدى دقة أو صحة المعلومات والتوقعات المبينة عليها الواردة في التقرير ولا تتحمل أية مسؤولية عن أية خسارة مادية أو معنوية قد تحدث بسبب استخدام هذا التقرير أو أجزاء منه. لا تقدم شركة الجزيرة للأسواق المالية أية ضمانات بخصوص التوقعات أو الأسعار العادلة أو الأسعار المستهدفة أو الأرقام الواردة بالتقرير وجميع التوقعات والبيانات والأرقام والقيم العادلة والأسعار المستهدفة قابلة للتغيير أو التعديل بدون إشعار مسبق. الأداء السابق لأي استثمار لا يعتبر مؤشراً للأداء المستقبلي. تقديرات السعر العادل أو السعر المستهدف والتوقعات والتوصيات بخصوص الآفاق المستقبلية الواردة بالتقرير قد لا تحصل فعلياً. قد ترتفع أو تنخفض قيمة الأسهم أو الأصول المالية الأخرى أو العائد منها. أي تغير في أسعار العملات قد يكون له أثر إيجابي أو سلبي على قيمة / عائد السهم أو الأوراق المالية الواردة في التقرير. قد يحصل المستثمر على مبلغ أقل من المبلغ الأصلي المستثمر في حالات معينة. بعض الأسهم أو الأوراق المالية قد تكون بطبيعتها قليلة السيولة / التداول أو تصبح كذلك بشكل غير متوقع في ظروف معينة وهو ما قد يزيد المخاطرة على المستثمر. قد تطبق رسوم على الاستثمارات في الأسهم. تم إعداد هذا التقرير من قبل موظفين متخصصين في شركة الجزيرة للأسواق المالية، وهم يتعهدون بزواجهم وأولادهم لا يمتلكون أسهماً أو أوراقاً مالية أخرى يتضمنها هذا التقرير بشكل مباشر وقت إصدار هذا التقرير، لكن كاتبو هذا التقرير و/أو زوجاتهم / أولادهم قد يمتلكون أوراقاً مالية / حصص في الصناديق المفتوحة للجمهور المستثمرة في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير كجزء من محفظة متنوعة والتي تدار من قبل طرف ثالث. تم إعداد هذا التقرير بشكل منفصل ومستقل من قبل إدارة الأبحاث في شركة الجزيرة للأسواق المالية ولم يتم إطلاع أي أطراف داخلية أو خارجية قد يكون لها مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في محتويات هذا التقرير قبل النشر، ما عدا أولئك الذين يسمح لهم مركزهم الوظيفي بذلك، و/أو الأطراف الرابعة الذين التزموا باتفاقية الحفاظ على سرية المعلومات مع الجزيرة كابيتال. قد تملك الجزيرة كابيتال و/أو الشركات التابعة لها حصصاً في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير بشكل مباشر، أو بشكل غير مباشر عن طريق صناديق استثمارية تديرها و/أو ضمن صناديق استثمارية تدار من قبل أطراف ثالثة. قد تكون إدارة المصرفية الاستثمارية للجزيرة كابيتال في طور المباحثات للحصول أو حصلت فعلاً على صفقة أو صفقات من قبل الشركات موضوع هذا التقرير. قد يكون أحد أعضاء مجلس الإدارة في شركة الجزيرة للأسواق المالية أو أحد مدراءها التنفيذيين، أو أكثر من فرد واحد، عضو / أعضاء في مجلس إدارة أو الإدارة التنفيذية في إحدى الشركات المذكورة في هذا التقرير أو الشركات التابعة لها. لا يسمح بنسخ هذا التقرير أو أي جزء منه للتوزيع لأي جهة سواء داخل أو خارج المملكة العربية السعودية بدون الحصول على إذن خطي مسبق من شركة الجزيرة للأسواق المالية. على الأفراد والجهات المتقنية لهذا التقرير الالتزام بهذه القيود، والقبول بهذا التقرير يعني قبول الالتزام بالقيود السابقة.

إدارة الأصول | الوساطة | تمويل الشركات | خدمات الحفظ | المشورة

الإدارة العامة، طريق الملك فهد، ص.ب. ٢٠٤٢٨ الرياض ١١٤٥٥ المملكة العربية السعودية، هاتف: ٠١١-٢٢٥٦٠٠٠ فاكس: ٠١١-٢٢٥٦٠٦٨

شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) شركة مساهمة سعودية مغلقة مرخصة من هيئة السوق المالية ترخيص رقم (٧٦٠٧-٠٣٧)

www.aljaziracapital.com.sa | ٨٠٠ ١١٦ ٩٩٩٩