



US\$4.028mn %60 US\$4.442bn  
متوسط حجم التداول اليومي الأسهم المتداولة القيمة السوقية

السعر المستهدف 25.00  
السعر الحالي 31.20  
-19.8% أعلى من الحالي بتاريخ 26/03/2019

إدارة الأبحاث

عبدالمك السالم

Tel +966 11 211 9353, AlsalemA@alrajhi-capital.com

## مجموعة صافولا

### لا يزال ضعف الأداء مستمرا؛ سعر السهم المستهدف 25 ريال

جاءت نتائج صافولا للربع الرابع متضمنة الكثير من انخفاض الأرقام عن التقديرات، إذ أعلنت الشركة عن خسائر صافية بلغت 526 مليون ريال مقابل تقديراتنا التي أشارت إلى ربح صافي يبلغ 161 مليون ريال. وكما كان متوقعا، فقد ظل الأداء التشغيلي ضعيفا، غير أن معظم انخفاض صافي الربح عن التقديرات حدث نتيجة لوجود العديد من البنود غير المتكررة. وقد انخفضت الإيرادات والربح الإجمالي بنسبة 8% وبنسبة 15% على أساس سنوي، على التوالي، ويعزى ذلك أساسا إلى الأداء المخيب للتوقعات في قطاع المواد الغذائية (انخفاض الربح الإجمالي لهذا القطاع بنسبة 50% تقريبا) الذي كان يعاني من الضوابط المفروضة على الأسعار وانخفاض قيمة العملات. بيد أن هامش الربح في قطاع التجزئة (بند) أظهر تحسنا نتيجة للمبادرات الرامية لترشيد التكلفة. وبالنسبة للفترة القادمة، فإننا نتوقع أن يستمر قطاع التجزئة في التراجع نظرا لانكشافه على الأسواق الخارجية حيث يواجه عوامل هيكلية غير مواتية تتمثل في انخفاض أسعار السلع (الضوابط الحكومية على الأسعار) وانخفاض أسعار صرف العملات. وبالنسبة لقطاع التجزئة، فإننا نتوقع أن تتخفف الخسائر تدريجيا حتى تصل إلى نقطة التعادل وعتبة الربح، مدعومة باستراتيجية الشركة الرامية إلى تحقيق انعكاس إيجابي لوضع الشركة في ظل التحسن في معنويات المستهلكين. علاوة على ذلك، لا تزال صافولا عرضة لمخصصات لمخصصات شطب الممتلكات وحالات نقص في قيمة الأصول، بالإضافة إلى مخاطر العملات، وذلك نظرا لاستثمارها في مجالات أعمال متنوعة في الأسواق العالمية. وإجمالاً، فإننا نتوقع أن يستمر ضعف الأداء في المدينين القريب إلى المتوسط حتى يتم إزالة المشاكل الهيكلية المتعلقة بنماذج الأعمال. ووفقاً لذلك، فقد خفضنا سعرنا المستهدف لسهم الشركة إلى 25 ريال (السابق: 26 ريال للسهم)، والذي كان مدعوماً بدرجة كبيرة بالأداء الأفضل لشركتي هرفي والمراعي، بينما لم تسهم أعمال الشركة الرئيسية بأي شيء في قيمة الشركة. هذا، وقد أبقينا على تصنيفنا المحايد للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

- أحدث المستجدات في شركة بنده:** كجزء من الاستراتيجية الرامية لإحداث انعكاس إيجابي وتحسن في أداء الشركة، فقد أغلقت الشركة 138 فرعاً من فروع بندي (تمثل نسبة 2.5% فقط من إيرادات قسم التجزئة)، و 9 فروع من فروع سوبر بنده وواحد من فروع هايبر بنده، خلال 2018. لقد أدى إغلاق الفروع غير المربحة، وخاصة عدم استمرار نمط بندي في الربع الرابع (تم إغلاق جميع ال 123 فرعاً المتبقية) إلى إضافة 140 نقطة أساس على أساس سنوي في الربع الرابع. علاوة على ذلك، فإن الإدارة تتوقع تحقيق تأثير إيجابي تبلغ قيمته 30 مليون ريال في الربح قبل الفائدة والاستهلاك والإطفاء EBITDA في عام 2019 وحده نتيجة لإغلاق فروع بندي ال 123 المذكورة. اننا نعتقد أن هذه الخطوة تعتبر خطوة حكيمة تصب في اتجاه زيادة الربحية وهو ما يتوافق مع توقعات الإدارة لتحقيق نقطه التعادل في EBITDA خلال عام 2019. علاوة على ذلك، فمن المحتمل أن يؤدي ذلك إلى تحقيق نمو في مبيعات المحلات القائمة في المستقبل. وكانت مبيعات المحلات القائمة قد أظهرت بعض التحسن بالفعل إذ انخفضت بنسبة 2% فقط مقابل انخفاضها بنسبة 11% في 2017.
- التقييم:** يتداول سهم الشركة حالياً عند مكرر ربح يبلغ 24.2 مرة على أساس تقديراتنا لربح السهم للسنة المالية 2019، أي أعلى من متوسط مكرر ربحه لفترة 3 سنوات الذي يبلغ 21.7 مرة. ويبلغ سعرنا المستهدف للسهم استناداً إلى طريقة التدفقات النقدية المخصومة، 25 ريال للسهم (السابق: 26 ريال للسهم)، بافتراض 9.2% كمتوسط مرجح لتكلفة رأس المال (دين بنسبة 40% في هيكل رأس المال) و 3.0% كنسبة نمو نهائي، مما يعني ضمناً تصنيف محايد للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها. وقد كان العامل المحرك الرئيسي للسعر المستهدف للسهم هو حصتها في المراعي وهرفي، رغماً عن أن النظرة المستقبلية لأعمال الشركة الرئيسية مستقلة عن الشركات الأخرى، لا تزال متوسطة نظراً للعوامل الهيكلية

الشكل 3 : ملخص النتائج المالية لمجموعة صافولا للربع الرابع 2018

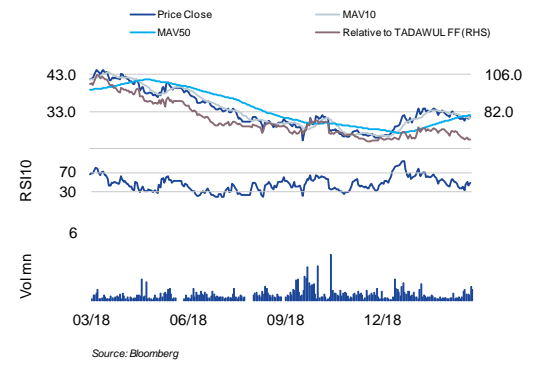
(SAR mn)	Q3 2017	Q2 2018	Q3 2018	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	5,596	6,148	5,212	-6.9%	-15.2%	5,323
Gross profit	1,054	1,067	932	-11.6%	-12.6%	985
Gross profit margin	18.8%	17.4%	17.9%			18.5%
Operating profit	280	235	170	-39.4%	-27.5%	379
Net profit	829	141	(51)	NM	NM	314

Source: Company data, Al Rajhi Capital

التصنيف الحالي

تخفيض المراكز المحافظة على المراكز زيادة المراكز

الأداء



الأرباح

Period End (SAR)	12/17A	12/18A	12/19E	12/20E
Revenue (mn)	23,830	21,815	21,101	21,147
Revenue growth	-9.5%	-8.5%	-3.3%	0.2%
EBIT (mn)	273	(98)	176	361
EBIT growth	-20.8%	NM	NM	104.6%
EPS	1.92	(0.97)	1.30	1.67
EPS growth	NM	NM	NM	28.9%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



US\$4.028mn

متوسط حجم التداول اليومي

%60

الأسهم المتداولة

US\$4.442bn

القيمة السوقية

- نتائج الربع الرابع 2018 :** انخفضت ايرادات الشركة بنسبة 7.7% على أساس سنوي الى 5,347 مليون ريال (جاءت متوافقة مع تقديراتنا)، ويعزى ذلك أساسا الى انخفاض أسعار زيت الطعام والسكر بالإضافة الى تأثير انخفاض أسعار صرف العملات ( الريال الإيراني، الجنيه السوداني والليرة التركية). وسجل الربح الاجمالي انخفاضا بنسبة 14.0% على أساس سنوي ليصل الى 991 مليون ريال ( متوافق مع تقديراتنا)، ويعود السبب في ذلك الى انخفاض هامش الربح في قطاع المواد الغذائية. وقد انخفض ربح التشغيل بدرجة كبيرة الى 33 مليون ريال ( الربع الرابع 2017 : 150 مليون ريال)، بسبب استمرار ضعف الكفاءة التشغيلية. أما مصروفات الفائدة فقد ارتفعت بنسبة 17.4% على أساس سنوي نتيجة لارتفاع صافي الدين الى 7,054 مليون ريال ( الربع الرابع 2017 : 6,099 مليون ريال). وسجلت الزكاة والضرائب ارتفاعا بمقدار 34 مليون ريال في الربع الرابع، على أساس ربعي. بيد أن الشركة سجلت خسارة صافية بلغت 526 مليون ريال ( الربع الرابع 2017 : 38 مليون ريال) مقابل تقديراتنا التي أشارت الى ربح صافي يبلغ 161 مليون ريال. وقد تفاقمت هذه الخسارة نتيجة لوجود بنود استثنائية مثل (1) الخسارة الناتجة عن انخفاض أرض شركة كان التي بلغت 104 مليون ريال (2) مخصص الضمان المرتبط بشركة جسور الذي بلغ 101 مليون ريال (3) مخصص الرسوم الجمركية لشركة عافية الذي بلغ 32 مليون ريال. وكانت النتائج حسب القطاعات، كما يلي :
- انخفضت ايرادات قطاع التغذية بنسبة 16.4% على أساس سنوي الى 2,161 مليون ريال، رغما عن ارتفاع أحجام المبيعات بنسبة 12% على أساس سنوي الى 815.0 طن متري ( أحجام مبيعات زيت الطعام ارتفعت في الجزائر ومصر). وقد انخفضت ايرادات الأغذية أساسا بسبب انخفاض ايرادات زيت الطعام (-22.6% على أساس سنوي) بسبب القيود المفروضة على الأسعار وانخفاض قيمة صرف العملات. وسجلت ايرادات السكر والمكرونة انخفاضا هامشيا بنسبة 2.5% و 1.9%، على التوالي. وقد تراجع هامش الربح الاجمالي بنسبة 6.5% على أساس سنوي الى 9.7% نتيجة لمنح حسومات أسعار للمحافظة على حصة الشركة السوقية وبلغت صافي خسارة قطاع الأغذية 116 مليون ريال في الربع الرابع 2018 مقارنة بربح صافي بلغ 199 مليون ريال في الربع الرابع 2017.
- انخفضت ايرادات قطاع التجزئة بنسبة 4.1% على أساس سنوي الى 2,863 مليون ريال، ويعزى ذلك بصفة رئيسية الى الانخفاض في عدد العملاء واغلاق الكثير من الفروع. وسجل هامش الربح الاجمالي ارتفاعا بمقدار 140 نقطة أساس الى 23.3%، مدعوما بتعزيز فعالية التكلفة على اثر اغلاق الفروع غير المربحة. هذا، وقد تقلصت الخسارة الصافية الى 285 مليون ريال، من 408 مليون ريال في الربع الرابع 2017.



## 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، كليا أو جزئيا، 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 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 عرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضا 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 وبأن 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 المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المستثمرين 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 المشتقات 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 كليا أو جزئيا بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقيما 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 مخالفا 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 الملزمة 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.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقا للقيمة العادلة المقدره للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلا لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفق الزماني. 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

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