



إدارة البحوث

Nivedan Reddy Patlolla, CFA

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

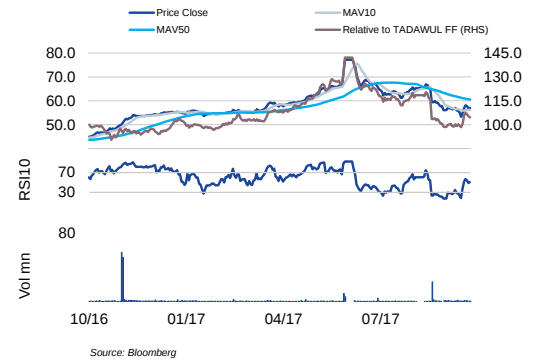
US\$12.42mn %36 US\$15.20bn
متوسط حجم التداول اليومي الأسهم المتداولة القيمة السوقية

السعر المستهدف 50.4
السعر الحالي 57.0
-11% أعلى من الحالي بتاريخ 19/10/2017

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	13,932	14,547
Revenue growth	9.4%	6.6%	-5.2%	4.4%
EBIT (mn)	2,262	2,542	2,777	2,912
EBIT growth	13.2%	12.4%	9.3%	4.9%
EPS	1.92	2.08	2.19	2.40
EPS growth	14.4%	8.6%	5.3%	9.4%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم

Period End (SAR)	12/15A	12/16A	12/17E	12/18E
P/E (x)	29.8	27.4	26.0	23.8
P/B (x)	4.7	4.4	3.9	3.6
EV/EBITDA (x)	17.7	15.7	15.5	14.9
RoE (%)	15.9%	16.0%	15.2%	15.0%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

شركة المراعي

الربع الثالث: النتائج الإيجابية غير المتوقعة للإنفاق الرأسمالي تؤدي إلى تجاوز الأرباح للتوقعات

تجاوزت أرباح المراعي للربع الثالث التوقعات مدعومة بأداء هامش الأرباح الذي كان أفضل من التوقعات، بينما كانت الإيرادات التي بلغت 3.37 مليار ريال (بانخفاض بنسبة 4.5% على أساس سنوي)، متوافقة مع تقديراتنا التي بلغت 3.32 مليار ريال. ووفقا لما كان متوقعا، فقد أدى الانخفاض في معدل النمو السكاني (نتيجة للخروج النهائي لبعض العاملين الأجانب) والانفاق الاستهلاكي الضعيف، بالإضافة إلى تأثير الصادرات سلبيا، إلى ضعف الإيرادات، وهو أمر يتوقع استمراره في المستقبل، في رأينا. بيد أن هوامش المراعي قد استمرت في الارتفاع مدعومة ببرنامجهما لخفض وتزويد التكاليف (وفورات التكلفة السنوية المستهدفة تبلغ 500 مليون ريال، وقد انعكست على قائمة الدخل، والميزانية، على حد سواء، أي على رأس المال العامل ووفورات الانفاق الرأسمالي). وقد ارتفعت الهوامش الإجمالية/ هوامش EBIT بمقدار 287 نقطة أساس /308 نقطة أساس على أساس سنوي في الربع الثالث، بأعلى من تقديراتنا التي بلغت 137 نقطة أساس /167 نقطة أساس، على التوالي. وبالإضافة إلى برنامج خفض التكلفة، فإن تحسن الربحية في قسم الدواجن وقسم "النشاطات الأخرى" (أغذية الأطفال الرضع وعمليات إنتاج البرسيم العالمية)، يعتبر عاملا آخر أسهم في تجاوز الأرباح للتوقعات. على سبيل المثال، في الربع الثالث، بلغ الارتفاع السنوي في صافي الربح لقسم الدواجن وقسم "النشاطات الأخرى" مجتمعين، 102 مليون ريال، بينما لم يطرأ تغيير على الربح المجمع على أساس سنوي. إننا نعتقد أن ارتفاع استغلال الطاقة الإنتاجية في قسم الدواجن (يعمل بطاقة إنتاجية تبلغ 55% تقريبا) وبلوغ دورة الاستثمار في قسم أغذية الأطفال الرضع/عمليات إنتاج البرسيم العالمية مرحلة جني الثمار، سوف تؤدي إلى تحقيق أداء أفضل في هذين القسمين في المستقبل. وقد استوعبنا العوامل السابقة في تقديراتنا كما قمنا بتمديد فترة تقييمنا إلى ديسمبر 2018. ويبلغ سعرنا المستهدف المعدل لسهم الشركة 50.4 ريال (السابق 48.8 ريال) مما يعني ضمنا حدوث ارتفاع بنسبة 11.6% في سعر السهم من سعره الحالي. كذلك، فقد أبقينا على تصنيفنا للشركة متضمنا التوصية بخفض المراكز في سهمها.

● **التقييم:** لقد قمنا بتمديد فترة سعرنا المستهدف لسهم المراعي إلى ديسمبر 2018، من ديسمبر 2017 سابقا. ويبلغ سعرنا المستهدف لسهم الشركة على أساس طريقة التدفق النقدي المخصوم، 48.3 ريال، بافتراض متوسط تكلفة لرأس المال المرجح، تبلغ 7.9% (نسبة دين تبلغ 35% في هيكل رأس المال، ومعدل بيتا معدل يبلغ 0.9). ويبلغ سعرنا المستهدف للسهم على أساس مكرر الربح، 52.5 ريال بناء على مكرر ربح تقديري للسنة المالية 2019 يبلغ 20 مرة. ويبلغ السعر المستهدف للسهم على أساس استخدام طريقتي التقييم بأوزان متساوية، 50.4 ريال، مما يشير إلى احتمال انخفاض سعر السهم بنسبة 11.6% من سعره الحالي.

● **النظرة المستقبلية:** منذ تاريخ تقييمنا الذي أوصى بخفض المراكز في سهم المراعي بعد الاعلان عن نتائج الربع الثاني، فقد شهد سعر سهم المراعي انخفاضا بنسبة 15% تقريبا. وبينما تعرض نتائج الربع الثالث القوة المتأصلة في قدرات المراعي على تحقيق الأداء الأفضل، فقد قمنا بالفعل بتضمين الزيادة التدريجية في الهوامش في السنتين القادمتين، نظرا لأن برنامج خفض التكاليف وتزويدها من المتوقع أن يقضي على التأثير العكسي للنمو الضعيف للإيرادات، وتكاليف إنتاج البرسيم المرتفعة، والارتفاع المحتمل في أسعار الطاقة/المياه والكهرباء. ورغم ذلك، فإن سهم الشركة يتداول حاليا عند مكرر ربح يبلغ 24 مرة على أساس الربح التقديري للسنة المالية 2018، مما يعني أنه مقيم بأعلى من قيمته الحقيقية في السوق في رأينا، إذا أخذنا في الاعتبار انخفاض الأرباح على أساس معدل نمو سنوي مركب لفترة السنوات المالية 2017-2020 بنسبة 10%، وعائد على حقوق المساهمين يبلغ 15% تقريبا. هذا، وقد أبقينا على تصنيفنا للشركة متضمنا التوصية بخفض المراكز في سهمها.

Figure 1 Almarai: Summary of Q3 2017 results

	Q3 2016	Q2 2017	Q3 2017	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	3,530	3,760	3,373	-4.5%	-10.3%	3,320
Gross profit	1,485	1,555	1,516	2.1%	-2.5%	1,477
Gross profit margin (%)	42.1%	41.4%	44.9%			44.5%
Operating profit	752	830	776	3.1%	-6.6%	732
Net profit	664	674	667	0.4%	-1.1%	601

Source: Company data, Al Rajhi Capital

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 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 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 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 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 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 كليا أو جزئيا بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أي مدة للتوزيع أو لاستخدامها 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 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 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، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقا للقيمة العادلة المقدرة 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 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