

US\$11.8mn

متوسط الحجم اليومي

%54.9

الاسهم الحرة

US\$10.5bn

القيمة السوقية

17.2% أعلى من الحالي

10.5% أعلى من الحالي

بتاريخ 2010/03/ 29

45.8

43.2

39.2

القيمة السوقية المستهدفة

القيمة السوقية المتفق عليها

القيمة السوقية الحالية

إدارة البحوث

خالد الرويع ، محلل استثمار

Tel +966 1 211 9310, alruwaighka@alrajhi-capital.com



قطاع الزراعة والصناعات الغذائية اقطف الثمار

تؤدي زيادة السكان وتحسن التعليم إلى دعم النمو في قطاع الأغذية في المملكة . إن المنافسة في مجال منتجات الألبان تزداد بشدة حالياً ولكن هناك مجالات أخرى توفر فرصاً جديدة للشركة القاندة للسوق وهي شركة المراعي . شركة صافولا بدورها تجد دعماً من استقرار أسعار المنتجات الغذائية والاتجاه نحو التسوق في منافذ التجزئة الكبيرة . وتوضح الأرباح الاقتصادية المرتفعة لشركة المراعي نجاحها في استيعاب عمليات الاستحواذ الأخيرة وإدارتها بفعالية بينما نجد أن عائدات صافولا الأساسية أفضل مما تبدو ، ولذلك أوصينا بزيادة المراكز فيهما .

سوق المنتجات الغذائية مباشر وواعد: مع الزيادة الملحوظة في أعداد السكان وارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ، فإن قطاع المنتجات الغذائية مهياً للنمو أكثر . علاوة على ذلك ، فإن ارتفاع مستوى التعليم وأنماط الحياة الجديدة تعمل على تنشيط ودعم قطاع المنتجات الغذائية الصحية مثل منتجات الألبان . وتسيطر شركتا المراعي و صافولا على هذا القطاع مع وجود شركات أخرى أقل حجماً تعاني من بعض الضغوط .

أسواق منتجات الألبان والمنتجات الغذائية: فرص جيدة رغمًا عن التحديات : تتبوأ شركة المراعي موقع الصدارة في مجال منتجات الألبان على مستوى منطقة دول مجلس التعاون الخليجي . وبينما نتوقع زيادة حدة المنافسة في هذا القطاع فقد استطاعت المراعي بدرجة كبيرة تقليل اعتمادها على مبيعاتها من منتجات الألبان . ويتوقع أن تنمو شركة المراعي بوتيرة أسرع من الآن فصاعداً في مجالات مثل العصائر ومنتجات المخازن والأجبان . وبعد انخفاضات حادة في عام 2008 ، تبدو أسعار المواد الغذائية مستقرة الآن . ونتوقع أن تنمو وحدات إنتاج السكر وزيوت الطعام في صافولا بمعدلات متصاعدة كما أنه من المحتمل أن تشهد المجالات الأخرى نمواً أيضاً . إن الاتجاه نحو التسوق في منافذ التجزئة الكبيرة يعتبر أمراً إيجابياً لمبيعات المواد الغذائية . ويتوقع أن يتحسن قطاع التجزئة في صافولا في عام 2010 بعد زيادة الفعالية التشغيلية للأسواق التي استحوذت عليها الشركة مؤخراً .

الاندماج والاستحواذ هي طريقة النمو الرئيسية : سعت شركة المراعي لتحقيق النمو من خلال عمليات الاندماج والاستحواذ وأهمها الاستحواذ على هادكو . ولقد استطاعت المراعي المحافظة على ربح اقتصادي مرتفع مما يوضح أنها تمكنت من إحداث عملية تكامل الوحدات الجديدة مع القديمة بنجاح وإدارتها بفعالية . وقد ارتفع حجم الدين لتمويل عمليات الاستحواذ ولكن معدل المديونية لا يزال تحت السيطرة . لقد انخفضت العائدات الرئيسية لصافولا بسبب تشكيلة أعمالها وحقيقة أن جزءاً كبيراً من رأس مالها تم ربطه في استثمارات . ومع ذلك ، فإن تقديراتنا تشير إلى أن صافولا استطاعت تحقيق هامش ربح اقتصادي بنسبة بلغت 3% في عام 2009 . وبنبغي أن نركز أيضاً على أن استثمارات صافولا ، وبخاصة استثماراتها في المراعي وهرفي حققت نجاحاً كبيراً .

ملخص السهم : إن توصيتنا هي زيادة المراكز في سهم المراعي مع تحديد سعر مستهدف يبلغ 220 ريالاً مما يشير إلى إمكانية ارتفاع سعر السهم بنسبة 17.1% . كما نوصي بزيادة المراكز في سهم صافولا أيضاً مع تحديد سعر مستهدف يبلغ 41.1 ريالاً للسهم مما يشير إلى إمكانية ارتفاع سعر السهم بنسبة 17.4% . لقد كان أداء السهمين جيداً ومن الواضح جداً أن أسعارهما غير منخفضة إذ بلغت قيمة الشركة /الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء للشركتين 12.3 مرة و 9.6 مرة على التوالي . علاوة على ذلك ، فإننا نتوقع مستوى أعلى من الشفافية وزيادة شعبية الشركة ورواجها مع احتمال أن يؤدي دخول المستثمرين العالميين إلى رفع سعر السهم إلى مستويات أعلى .

زيادة المراكز	المحافظة على المراكز	تخفيض المراكز
---------------	----------------------	---------------

مواضيع رئيسية

إننا نتوقع أن يستمر قطاع الزراعة والصناعات الغذائية في المملكة العربية السعودية في نموه مدعوماً بارتفاع عدد السكان وتحسن المستوى التعليمي . وقد استطاعت أكبر شركات هذه القطاع وهي شركة المراعي ترسيخ أسماها في مجال منتجات الألبان بيد أن هناك مجالات حديثة كإنتاج العصائر ومنتجات المخازن توفر حالياً المزيد من الفرص الواعدة . ويتوقع أن يؤدي ازدياد مستوى التسوق في أسواق السوبر ماركت والهايبر ماركت إلى دعم مبيعات المنتجات الغذائية وتحقيق الفائدة لصافولا بحكم وجودها في قطاعي التجزئة والمنتجات الغذائية . وقد نمت كلتا المجموعتين عبر عمليات الاستحواذ والدمج ويتوقع أن يستمر هذا التوجه . ويوضح مستوى الربح الاقتصادي المرتفع لشركة المراعي أنها قد نجحت في استيعاب عمليات الاستحواذ بشكل جيد بينما نجد أن العائدات الأساسية لشركة صافولا أفضل مما تبدو عليه .

الاستنتاجات

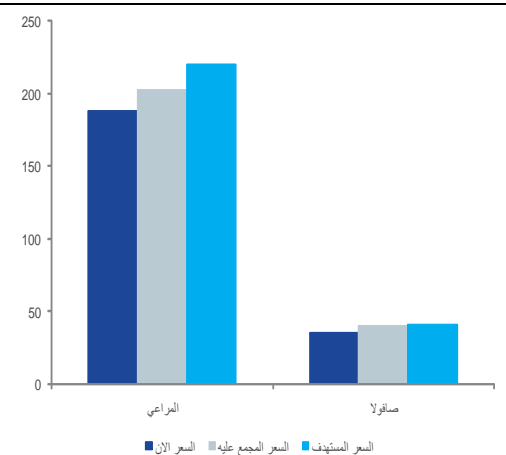
إن توصيتنا بخصوص سهمي المراعي و صافولا هي زيادة المراكز فيهما . فشركة المراعي أظهرت أداءً تشغيلياً ومالياً قوياً بينما عادت صافولا لمسارها الصحيح وحققت نتائج ممتازة لعام 2009 . وبينما نجد أن أداء كلا السهمين كان جيداً بالفعل ، فإننا نتوقع استمرار هذا المستوى العالي من الشفافية لدعم أسعار أسهمهما كما نعتقد أنهما سوف يستقطبان المستثمرين العالميين إذا ما تم فتح سوق الأسهم السعودية بالكامل .

وجهة نظراً

السهم	التصنيف	الأسعار المستهدفة
المراعي	زيادة المراكز	SAR220
صافولا	زيادة المراكز	SAR41.1

الميررات	2010 EV/EBITDA	3 year EBITDA CAGR	Stock
المراعي	12.3x	12%	
صافولا	9.6x	11%	

أين تقديراتنا مقارنة بالسعر المتفق عليه ؟

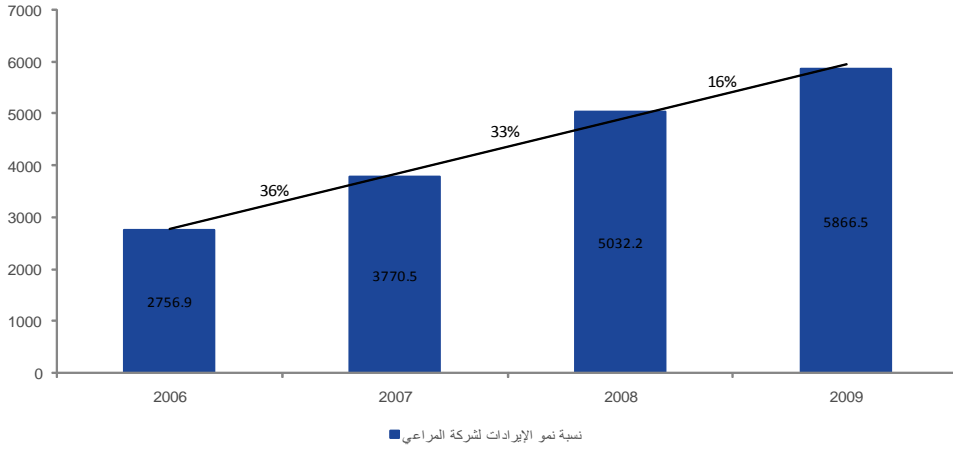


المصدر: بلومبرج ، الراجحي المالية



1. نمو الإيرادات لشركة المراعي

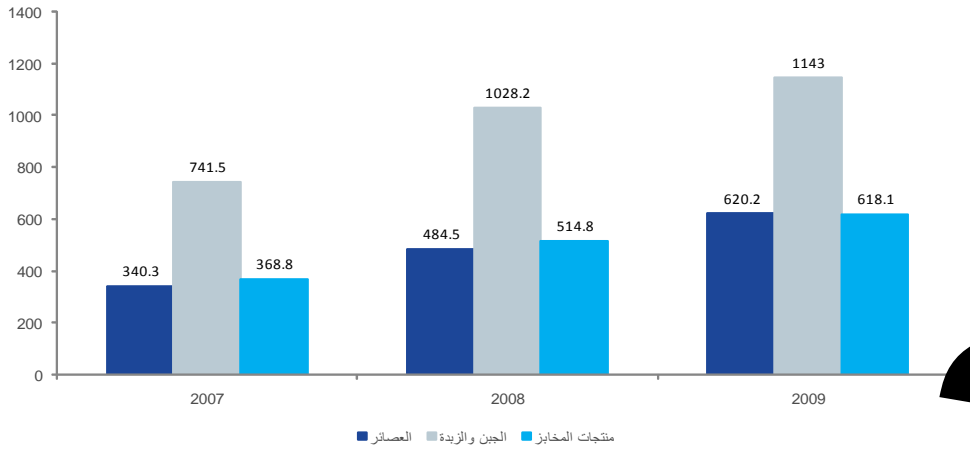
حافظت المراعي على نمو جيد خلال السنوات الأربع الماضية



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

2. إيرادات المراعي من الانتاجات الجديدة

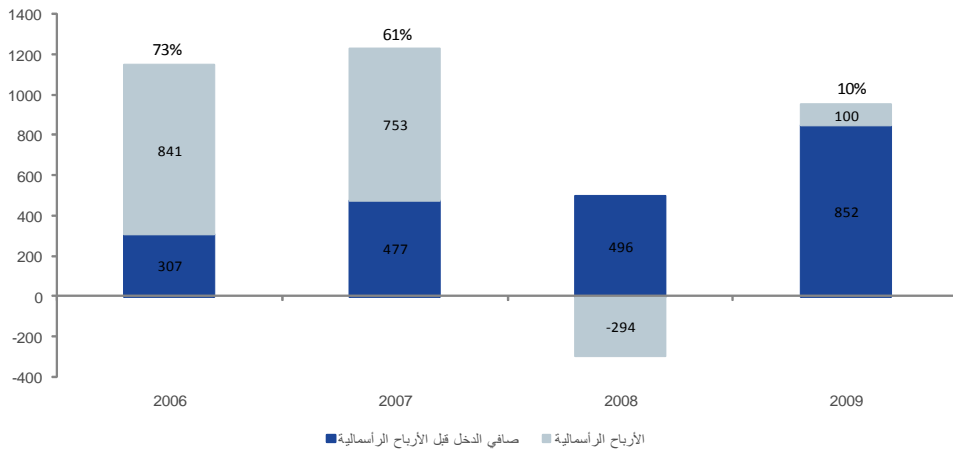
أدارت المراعي بكفاءة جميع المنتجات التي دخلت في إنتاجها



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

3. تقسيمات صافي دخل صافولا

قللت صافولا اعتمادها بشكل تدريجي على الأرباح الرأسمالية



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



تشير الصفحات التالية إلى محتويات الدراسة بالنسخة الانجليزية من التقرير والذي تعتبر هذه الترجمة العربية تلخيصاً له.

سوق المنتجات الغذائية مبشر وواعد

البيانات السكانية (الديموغرافية) المواتية وتحسين المستوى التعليمي يسهمان في زيادة مستوى النمو
يبدو أن قطاع المنتجات الغذائية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي، وبخاصة المملكة العربية السعودية، مهياً تماماً لتحقيق مزيد من النمو. ونشير هنا إلى أن تحسن المستوى التعليمي وأنماط الحياة الجديدة للسكان هي من أهم العوامل المحركة لقطاعات المنتجات الغذائية الصحية كمنتجات الألبان. في هذه التقرير قمنا بتغطية شركة المراعي، أكبر شركة في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي في مجال المنتجات الغذائية وكذلك شركة صافولا التي تعمل أيضاً في مجال المنتجات الغذائية وقطاع التجزئة .

منتجات الألبان والمواد الغذائية : فرص جيدة رغمًا عن التحديات

سوق منتجات الألبان يشهد نمواً غير أن المنافسة ستكون شرسة

تسيطر شركة المراعي على سوق منتجات الألبان في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي. ونتوقع أن تشدد المنافسة وتضعف نمو المراعي في هذه السوق. ولحسن الحظ، فقد استطاعت المراعي تقليل اعتمادها على منتجات الألبان إذ خفضت إيراداتها منها من نسبة 100% إلى 60% .

المياه يمكن أن تكون مهدداً ولكن البدائل متوفرة

تصاعدت المخاوف حول فرض حظر على تصدير منتجات الألبان بسبب شح المياه. ولكن، حسب المراعي وبعض شركات منتجات الألبان الأخرى، فإن الحلول متوفرة وقد تمت الموافقة عليها تقريباً.

سوق المنتجات الغذائية مستقر

بعد انخفاض حاد في عام في عام 2008، تبدو أسعار المنتجات الغذائية مستقرة الآن. ونتوقع أن تنمو وحدات صافولا لإنتاج السكر وزيت الطعم بشكل مستقر من الآن فصاعداً. ويحتمل حدوث توسع في المجالات الأخرى أيضاً.

سوق المنتجات الزراعية الصرفة يعاني

إن أسهم الشركات الزراعية الصرفة في مؤشر تداول صغيرة في معظمها وتخضع لضغوط تشغيلية.

قطاعات منتجات الأغذية الأخرى مزدهرة

نعقد أن هناك فرص نمو كبيرة لشركة المراعي وبشكل خاص في أسواق العصائر ومنتجات المخابز المجزأة، وإلى حد ما في سوق الألبان و الزبدة أيضاً.

قطاع التجزئة المزدهر ينعش قطاع المنتجات الغذائية أيضاً

إن الاتجاه نحو التسوق في أسواق السوبر ماركت والهايبر ماركت يعتبر أمراً إيجابياً لمبيعات المنتجات الغذائية. ويتوقع أن ينمو قطاع التجزئة في صافولا في عام 2010 بعد أن نجحت في زيادة فعالية الوحدات التجارية التي استحوذت عليها في الأونة الأخيرة .

الاندماج والاستحواذ هي الطريقة الرئيسية للنمو

المراعي : إستراتيجية الاستحواذ تشهد نجاحاً

لقد سعت المراعي لتحقيق النمو عبر عمليات الاستحواذ وبخاصة الاستحواذ على هادكو. وقد استطاعت المراعي تحقيق أرباح اقتصادية عالية مما يوضح أنها ظلت قادرة على استيعاب وإدارة العمليات الجديدة بنجاح. وقد ارتفع مستوى الدين لدى الشركة لتمويل عمليات الاندماج والاستحواذ بيد أن مستوى مديونية الشركة تحت السيطرة التامة.

صافولا : العائدات الرئيسية أفضل مما تبدو

انخفضت العائدات الرئيسية لشركة صافولا بسبب نمط أعمالها وحقيقة أن جزءاً كبيراً من رأس المال أصبح مربوطاً في استثمارات. ومع ذلك فإن تقديرنا تشير إلى أن صافولا قد حققت هامش ربح اقتصادي رئيسي بنسبة بلغت حوالي 3% في عام 2009 .

صافولا تمتلك استثمارات إستراتيجية قيمة بينما استثمارات المراعي مثيرة للساؤل

تتوخى صافولا جدية تامة في أعمالها الاستثمارية ولذلك فإن استثماراتنا (على سبيل المثال في المراعي وهرفي) تعتبر ناجحة. وعلى العكس من ذلك، فإننا أقل اقتناعاً باستثمار المراعي في شركة زين السعودية.

التقييم: لاتزال أمام المراعي وصافولا فرصاً لارتفاع أسعار سهميهما

تصنيفنا للمراعي وصافولا يوصي بزيادة المراكز في سهميهما

لقد قمنا بتقييم المراعي وصافولا باستخدام طريقة تجمع بين الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد وتحليل الأجزاء المقارنة. وقد أوصينا بزيادة المراكز في سهم المراعي ووضعنا سعراً مستهدفاً يبلغ 210 ريالاً مما يشير إلى احتمال ارتفاع سعر السهم بنسبة 18.1% وقد أوصينا أيضاً بزيادة المراكز في صافولا واقترضنا سعراً مستهدفاً لها يبلغ 42.4 ريالاً مما يشير إلى إمكانية ارتفاع سعر السهم بنسبة 15.1% ويتوقع أن يستمر مستوى الشفافية العالي في كلتا الشركتين لدعم أسعار أسهمهما كما نتوقع أن يحظى كلا السهمين بتفضيل المستثمرين العالميين إذا ما تم فتح سوق الأسهم السعودي لهؤلاء المستثمرين.

ملخص عن الشركات وبيانات مالية



إدارة البحوث

خالد الرويغ ، محلل استثمار

Tel +966 1 211 9310, alruwaihka@alrajhi-capital.com

US\$8.00mn

متوسط حجم التداول اليومي

%44.7

الأسهم المتداولة

US\$5.70bn

القيمة السوقية

السعر المستهدف

220.0

السعر المتفق عليه

202.0

السعر الحالي

188.0

بتاريخ 29/3/2010

السعر المستهدف

220.0

السعر المتفق عليه

202.0

السعر الحالي

188.0

بتاريخ 29/3/2010

المراعي دائماً مثمرة

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

مواضيع رئيسية

شركة المراعي هي أكبر شركة في قطاع الزراعة والصناعات الغذائية حسب القيمة السوقية كما أنها قوية من ناحية مركزها المالي. وقد حافظت الشركة على نمو جيد خلال السنوات القليلة الماضية. وقد تحقق هذا النمو من وضع الشركة القوي في قطاع منتجات الألبان ودخولها في قطاعات جديدة للمنتجات الغذائية. ونعتقد أن الشركة سوف تستثمر في اتجاهها التوسعي رغمًا عن أنها ربما ترحب هذا التوسع في 2010 لترتيب أوضاع الشركات التي تم الاستحواذ عليها مؤخراً (أهمها هادكو). وتمتلك المراعي سجلاً مميزاً في إدارة وضبط قطاعات الأعمال الجديدة بكل كفاءة. وعالية، فأنتنا نرى أنها سوف تتجح في إدارة هادكو أيضاً.

السوق: إننا نعتقد أن سكان المملكة الذين تغلب عليهم فئة الأعمار الشابة (50% دون سن العشرين) والمتزايدة أعدادهم بشكل مضطرد يلعبون دوراً حاسماً في إنعاش سوق المنتجات الغذائية. وينطبق نفس الشيء على دول مجلس التعاون الخليجي أيضاً التي تغلب عليها فئة الأعمار شابة بمعدل نمو سنوي يبلغ 2.5% وتعتبر المملكة العربية السعودية أكبر سوق في المنطقة حيث يبلغ عدد سكانها حوالي 25 مليون نسمة بينما يبلغ نصيب الفرد فيها من الناتج المحلي الإجمالي حوالي 19,000 دولار. ونميل في هذا التقرير للتركيز على المملكة العربية السعودية إذ أنها تمثل أكثر من 50% من سوق دول مجلس التعاون الخليجي. علاوة على ذلك، فإن مستوى التعليم يعمل على دعم نمو صناعة منتجات الألبان حيث أصبح الناس أكثر إدراكاً لفوائد الغذاء الصحي وربما يؤثر ذلك على أسواق المنتجات الغذائية غير الصحية في المدى البعيد.

الاندماج والاستحواذ والفرص الجديدة: بالإضافة إلى استحواذ المراعي على شركة هادكو (التي تمثل حوالي 8% من تقديراتنا لمبيعات 2010)، فقد استثمرت حوالي 700 مليون ريال في أغذية الأطفال الرضع. ونعتقد أن هذين القطاعين (قطاع منتجات الدواجن وأغذية الأطفال) بالإضافة إلى منتجات المخازن والعصائر ستدعم نمو الشركة خلال السنوات القليلة القادمة. علاوة على ذلك، فإن لدى المراعي فرصة للتوسع جغرافياً في منطقة شمال أفريقيا ودول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا الأخرى إذا ما نجح مشروعها المشترك مع شركة بيبسي. أما السوق العراقي الذي يضاها في كبره وحجمه السوق السعودي، فإنه يمثل منطقة استراتيجيتها أخرى يمكن للمراعي التوسع فيها إذا تم التوصل إلى حلول للمشاكل السياسية العالقة.

مشكلة المياه مبالغ فيها: لقد ألقنا المخاوف بشأن الاستخدام المفرط للمياه في إنتاج منتجات الألبان بظلالها على سعر سهم المراعي. وحسب المراعي وشركات منتجات الألبان الأخرى فإن قضية المياه على وشك أن تحل. وكانت المراعي قد اقترحت استيراد البرسيم بما يكفي لإنتاج منتجات الألبان الخاصة بالتصدير، وقد تمت الموافقة على هذا المقترح تماماً تقريباً وفقاً لمصادر الشركة. وسوف يؤدي ذلك إلى التأثير على هوامش الربح بشكل طفيف، إذا أخذنا في الاعتبار أن الصادرات تشكل نسبة تقل عن 30% من مبيعات المراعي. كذلك فإننا نعتقد أن المراعي ربما تتحلل في مشروع مشترك أو تقوم بشراء مزارع خارج المملكة للقضاء على هذه المشكلة نهائياً.

التقييم: لا تزال هناك فرص لارتفاع سعر سهم المراعي: باستخدام طريقة تحليل القيمة الاقتصادية المحسومة للمدى البعيد، قمنا بتقدير القيمة العادلة للسهم لشركة المراعي عند سعر 235 ريال. أما باستخدام طريقة الأجزاء المتعددة المقارنة فقد قدرنا القيمة العادلة لسعر السهم بمبلغ 186 ريال. وقد حددنا سعراً مستهدفاً لسهم المراعي عند 220 ريال استناداً إلى المتوسط المرجح لطريقتي التقدير المذكورتين وذلك بإعطاء وزن يبلغ 70% للطريقة الأولى و30% للطريقة الثانية. إن سعرنا المستهدف يفترض ضمناً ارتفاعاً بنسبة 17.1% تقريباً من المستويات الحالية. ويتم تداول سهم المراعي في 2010 عند مضاعف قيمة الشركة/الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء 12.3 مرة ونسبة سعر إلى الأرباح في 2010 تبلغ 16.9 مرة وبحق عائدنا بنسبة 2.2%. وبينما لم يعد سعر السهم المراعي رخيصاً، فإن تقييم السهم ينماشى مع نظرائه على المستوى العالمي مثل سهم نستله وشركة دانون. ونعتقد أيضاً أن هذا التقييم له ما يبرره بالنسبة لشركة:

(1) تتسم بشفاافية عالية وتمتع بعلاقات قوية مع المستثمرين،

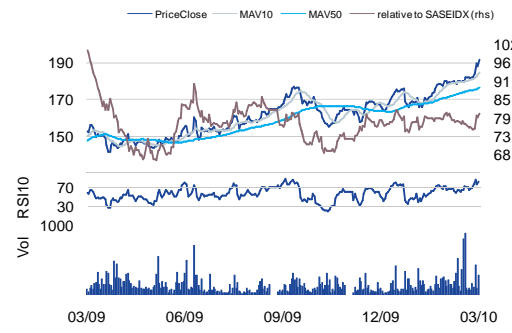
(2) تحقق ربحاً اقتصادياً جيداً: يبلغ عائد المراعي على رأس المال المستثمر 15.9% (تقديرنا لعام 2010) ويعادل ذلك ضعف المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

إننا نعتقد أن صناعة المنتجات الغذائية سوف تستمر في نموها القوي. وتحظى شركة المراعي بمركز قوي جداً في سوق منتجات الألبان في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي. ونعتقد أن المراعي سوف تستمر في دخول قطاعات جديدة في السوق من خلال تدشين وحدات جديدة أو عمليات الاستحواذ وذلك للمحافظة على نموها المتميز.

استنتاجات

سهم المراعي هو سهمنا المفضل في قطاع الزراعة والصناعات الغذائية. أن أداء هذا السهم جيد من الناحية التشغيلية ويحقق نمواً في المدى القريب بتقييم معقول.

الأداء



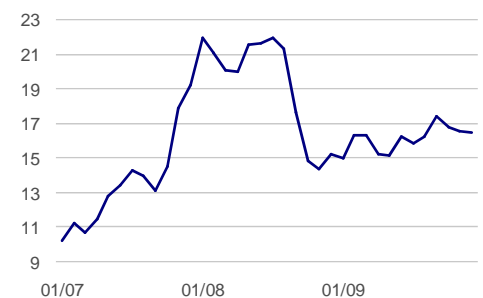
الأرباح

آخر المدة - SAR	12/12E	12/11E	12/10E	12/09
المبيعات - SARmn	8,281	7,460	6,661	5,869
نمو المبيعات	11.0%	12.0%	13.5%	16.7%
EBITDA - SARmn	2,415	2,175	2,045	1,732
نمو EBITDA	11.0%	6.4%	18.0%	19.5%
الربح الموزع للسهم	15.40	13.51	11.11	9.78
نمو ربحية السهم	14.0%	21.6%	13.6%	9.0%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم

السعر السوقى/الأرباح



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

إخلاء من المسؤولية فضلاً راجع وثيقة الإخلاء من المسؤولية في نهاية التقرير



التقييم					معلومات السهم			ملخص الشركة
آخر المدة	12/12E	12/11E	12/10E	12/09	القيمة السوقية (SAR/US\$)	52 أسبوع متوسط الحجم اليومي في	متنجات الألبان والأغذية في العالم وقد اكتسبت	
المبيعات - SARmn	8,281	7,460	6,661	5,869	22.00bn / 5.90bn	141.5 - 191.5	منتجاتها سمعة جيدة في دول مجلس التعاون الخليجي	
EBITDA - SARmn	2,415	2,175	2,045	1,732	8.00mn	115.0mn	التي تعمل فيها. وقد بدأت المراعي عملياتها في عام	
صافي الربح - SARmn	1,771	1,554	1,278	1,095	115.0mn	115.0mn	1976 تحت قيادة سمو الأمير/ سلطان بن محمد بن	
الربح الموزع للسهم - SAR	15.40	13.51	11.11	9.78	%44.7		سعود الكبير واستمرت تحت قيادته حتى يومنا هذا .	
الربح الموزع للسهم - SAR	6.25	5.00	4.00	4.00			ويقع مقر الشركة في الرياض , عاصمة المملكة	
نمو ربحية السهم	%14.0	%21.6	%13.6	%9.0			العربية السعودية . وتمتد شبكة المراعي لتغطي كافة	
قيمة الشركة/EBITDA	10.1	11.5	12.6	14.6			أرجاء تحت قيادة سمو الأمير/ سلطان بن محمد بن	
P/E (x)	12.4	14.2	17.2	19.6			مجال التصنيع الزراعي وصناعة متنجات الألبان	
P/B (x)	2.7	3.1	3.6	4.1			وتوزيع المتنجات الغذائية . وكانت المراعي قد بدأت	
نسبة العائد	%3.3	%2.6	%2.1	%2.1			عملياتها التشغيلية كشركة تعمل فقط في مجال الألبان	
المصدر: بلومبيرج، والراجحي المالية							ثم توسعت بشكل كبير في مجالات تصنيع الألبان	
							ومتنجات المخازب والعصائر والدواجن .	

شركة المراعي تنمو باضطراد

عمليات الاستحواذ هي النمط الجديد

لقد اتخذت شركة المراعي استراتيجية تتمثل في عمليات الاستحواذ بغرض التوسع في عملياتها خلال السنوات القليلة الماضية . وفي رأينا فإن هذا التحرك جدير بالاستحسان إذ أنه يؤدي إلى تنوع محفظة المراعي وتوسيع نطاق تغطيتها الجغرافية . وبالإضافة إلى عمليات الاندماج والاستحواذ التي أتمتها في السنوات الأخيرة ، فقد كونت المراعي شركة مشتركة مع شركة بيبيسي العالمية لاستكشاف فرص أعمال جديدة في مجالات منتجات الألبان والعصائر في جنوب شرق آسيا وأفريقيا والشرق الأوسط باستثناء دول مجلس التعاون الخليجي . ووفقاً لمصادر شركة المراعي ، فإن الشركة المشتركة الجديدة التي تسمى الشركة العالمية لمنتجات الألبان والعصائر ، التي تملك فيها المراعي نسبة 48% تم تأسيسها برأس مال أولي مدفوع يبلغ 7.5 مليون دولار . وقد أبدت الشركة الأم وهي شركة بيبيسي العالمية عزمها على دخول قطاع إنتاج السلع الغذائية الصحية وذلك بالوصول إلى كبار اللاعبين في هذا المجال في مناطق العالم المختلفة . إن توجه هذه الشركة نحو شركة المراعي يبرهن على السمعة الجيدة للمراعي وذيوع صيتها . وسوف تسهم المراعي بالمعرفة الفنية بينما سوف تستفيد شركة بيبيسي العالمية من شبكتها القوية وفهمها للسوق المستهدف . ورغماً عن الغموض الذي يكتنف هذا المشروع المشترك ، فإننا نعتقد أنها ستؤدي ثمارها في المدى البعيد إذا أخذنا في الاعتبار الأطراف المشتركة فيها وأهدافها المعلنة . وكما استفادت شركة الصافي من شركة دانون ، فإن شركة المراعي يتوقع أن تستفيد من شركة بيبيسي العالمية باعتبارها شركة متعددة الجنسيات ، على الأقل في تطوير القوى العاملة لديها وجلب المعرفة الفنية .

وكانت المراعي قد استكملت في مستهل عام 2005 عملية الاستحواذ على نسبة 75% من شركة طيبة للاستثمار والصناعات الغذائية المتطورة في الأردن . وبموجب هذه العملية دفعت المراعي مبلغ 271 مليون ريال لملاك الأسهم المؤسسين . إلا أن شركة المراعي قامت في يونيو 2009 بتحويل استثماراتها التي تبلغ 75% في شركة طيبة إلى الشركة الدولية لمنتجات الألبان والعصائر مقابل أسهم وأموال نقدية . وبالإضافة إلى ذلك ، ووفقاً للتقرير السنوي لشركة المراعي لعام 2009 ، فقد تم تسجيل شركة جديدة تابعة أطلق عليه اسم شركة المراعي العالمية القابضة كشركة قابضة للاستحواذ على الشركة العالمية للمشاريع الصناعية الزراعية (بيتي) في مصر . وقد استكملت هذه الصفقة في 30 سبتمبر 2009 وقد دفعت الشركة تعويضاً مالياً بلغ 127.1 مليون دولار (477.7 مليون ريال) . وقد قامت المراعي مؤخراً بتمويل ما نسبته 100% من حصتها في (بيتي) إلى الشركة الدولية لمنتجات الألبان والعصائر مقابل أسهم وأموال نقدية .

وفي شهر أكتوبر 2009 ، استحوذت المراعي على ما نسبته 100% من رأس مال أسهم هادكو ، وهي شركة زراعية يتركز نشاطها الرئيسي في إنتاج الدواجن ، مقابل 6 مليون سهم جديد أصدرتها المراعي بنسبه سهم واحد جديد من أسهم المراعي لكل خمسة أسهم من أسهم هادكو ودفع مبلغ 0.50 ريال مقابل كل سهم من أسهم هادكو . وقد بلغ صافي التعويضات النقدية 15.0 مليون ريال . وبلغ إجمالي تكلفة الاستحواذ على شركة هادكو بما في ذلك مصروفات الاستحواذ 1.082 مليون ريال على أساس أن سعر السهم المصدر يبلغ 174.75 ريال عند إغلاق السوق بتاريخ 14 أكتوبر 2009 . إننا نعتقد أن عملية الاستحواذ هذه لن تؤدي فقط إلى تنوع محفظة منتجات المراعي ولكنها سوف تسهم بنسبة 8% تقريباً في إيرادات المراعي في عام 2010 .

لقد أظهرت شركة المراعي مقدره جيدة في دخول وإدارة قطاعات أعمال جديدة من الناحيتين المالية والتشغيلية . ونتيجة لذلك فإننا نعتقد أن الشركة ستنتج في إدارة الشركات التي استحوذت عليها في الآونة الأخيرة كما نتوقع أن تحافظ على اتجاهها التوسعي .

على أية حال ، ينبغي علينا توجيه الانتباه إلى بعض المشاكل . أولاً ، ربما يؤدي توسع المراعي بهذا المستوى الكبير من خلال عمليات الاستحواذ إلى تشتيت جهودها وتشكيل خطر على حصتها في السوق في مجال أعمالها الرئيسي وهو قطاع منتجات الألبان . ثانياً ، إن دخول المراعي في العديد من القطاعات سيؤدي إلى زيادة منافستها مما يعني أنه يتعين على المراعي أن تحارب في عدة جبهات . ثالثاً ، وكما أوضحنا آنفاً ، فإن الغرض من مشروع المراعي المشترك مع بيبيسي يبدو غامضاً بعض الشيء بالنسبة لنا ونحن مهتمون بمعرفة أثر ذلك على الأسهم التجاري لشركة المراعي . وفي رأينا ، فإن هذه الشركة المشتركة قد تؤثر بشكل سلبي على صورة المراعي في أذهان المستهلكين باعتبار أن شركة المراعي معروفة بتوفيرها لمنتجات غذائية عالية النوعية وصحية في المقام الأول . ومع ذلك ، فإننا لا نزال نعتقد إن هذه الاستحواذات تستحق الجهود التي بذلت فيها وسوف تكون مثمرة أكثر إذا تلبغت المراعي على التحديات التي تواجهها .

أخيراً ، يجب علينا إلقاء الضوء على مستوى الشفافية لدى المراعي وتطبيقها لعلاقات المستثمرين . لقد اعترفت جمعية الشرق الأوسط لعلاقات المستثمرين (ME-IR-Society) بمستوى علاقات المستثمرين لدى المراعي ومنحتها الجائزة الخاصة بذلك كأفضل شركة لديها علاقات مستثمرين في المملكة ومن أفضل الشركات على مستوى الشرق الأوسط وشمال أفريقيا في عام 2009 . إننا نعتقد أن هذا الاعتراف يعكس مستوى الاحترافية في عمل الشركة . وتهدف الجمعية المذكورة إلى دعم تطوير وممارسة مفهوم علاقات المستثمرين

الإستحواذات والدخول في مجالات جديدة
سيقود نمو الشركة

المراعي لديها سجل ناجح في إدارة
الاستحواذات الجديدة

حصول المراعي على التصنيف الأفضل في
المملكة من حيث علاقات المستثمرين ليس
مصادفة

عبر دول منطقة الشرق الأوسط تمثيلاً مع النمو المضطرد في أسواق رأس المال في المنطقة والطلب المتزايد من المستثمرين على مستوى المنطقة وعلى المستوى العالمي على حد سواء وذلك لتحقيق مستويات أفضل من الإفصاح والشفافية.

المراعي في وضع جيد

تحليل نقاط القوة والضعف , والفرص والمخاطر

نقاط القوة

- عمليات تشغيلية بكفاءة عالية.
- شبكة توزيع ممتازة نتج عنها تغطية جغرافية متميزة داخل المملكة
- علامة تجارية معروفة جداً ومفضلة للعملاء
- نشاط تسويقي يتسم بالابتكارية

نقاط الضعف

- تفقير المراعي إلى النمو الطبيعي، أي تطوير قطاعات الشركة من خلال الابتكار وهو المجال الوحيد الذي نعتقد أن الصافي دانون تتفوق فيه على المراعي إذ استفادت الصافي من خبرات دانون الضخمة في مجال البحث والتطوير .
- الإيرادات غير منوعة تنوعاً جغرافياً جيداً (حوالي 70% منها تأتي من المملكة العربية السعودية).

الفرص

- التعليم يشجع على استهلاك منتجات الألبان حيث أصبح الناس أكثر وعياً واهتماماً بصحتهم .
- التزايد المضطرد في أعداد السكان وحقيقة أنهم من الأعمار الشابة يؤدي إلى زيادة النمو.
- زيادة حصة الشركة في السوق في القطاعات الجديدة التي تمت حيازتها وبخاصة قطاعي الدواجن ومنتجات المخازن .
- التوسع عن طريق دخول أسواق جديدة (أسواق منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا) أو الأسواق الموجودة حالياً، بمنتجات جديدة (الشركات الجديدة التي تم الاستحواذ عليها).
- الاستمرار في اتجاه عمليات الاستحواذ للنمو أفقياً ورأسياً.
- سوق التجزئة المتنامي يؤدي بشكل عام إلى تنشيط حركة السلع الاستهلاكية سريعة الدوران
- السوق العراقي الذي يساوي في حجمه السوق السعودي سوف يكون فرصة للتوسع إذا ما تم حل المشاكل السياسية.

المخاطر

- الاعتماد على منتجات الألبان الطازجة ربما يؤثر سلباً على صافي أرباح الشركة إذ أننا نتوقع تحركاً لخفض الأسعار من قبل الشركات الأخرى .
- القيود الحكومية على استخدام المياه. إن إنتاج لتر واحد من الحليب يتطلب استخدام 500 لتر من المياه، مما يؤثر العديد من التساؤلات حول استهلاك المياه في هذه الصناعة إذا أخذنا في الاعتبار ندرة المياه في المملكة العربية السعودية .
- التوسع بشكل مضطرد ربما يؤدي إلى تشتيت جهود الشركة ونتيجة لذلك ربما تفقد الشركة تركيزها على أعمالها الرئيسية وتفقد كذلك مركزها القوي .
- التذبذب في أسعار المواد الخام (البرسيم).
- حصة استثمارية غير مقنعة في شركة زين المتعثرة , ربما تؤدي إلى خسائر استثمارية.

التقييم

لقد قمنا باستخدام طريقتين للتقييم هما : القيمة الاقتصادية المضافة للمدى الطويل وتحليل المضاعفات النسبية . وبالنسبة لتحليل المضاعفات، استخدمنا مضاعف قيمة الشركة / الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء ومضاعفات السعر/الأرباح - ونعتقد أننا كنا انتقائين ومحتفظين جداً باختيارنا للشركات قوية متعددة الجنسيات كمؤشرات قياسية . وهاتان الشركتان هما : دانون ونستله. ورغم أن قيمتهما الكبيرة في السوق مقارنة بقيمة المراعي في السوق ، فأنا نعتقد أنهما يوفران مجالاً جيداً للمقارنة تقريباً باعتبار طبيعة أعمالهما. ونعتبر أن وجود المراعي في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا يعادل في قوته مركزي هاتين الشركتين في المناطق التي تعملان بها .

قمنا باختيار شركتين من شركات الأغذية متعددة الجنسيات كمؤشرات قياسية.

4. مقارنة المراعي مع شركات عالمية في نفس المجال

الشركة	السوق	القطاع	القيمة السوقية	مكرر الربحية	قيمة الاقتصادية إلى الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والإهلاكات	ربحية السهم	رمز بلومبرج
Danone	باريس EN	الأغذية المتنوعة	36,552	15.4	12.2	3.6	BN FP
Nestle	سويسرا SX	الأغذية المتنوعة	168,680	16.8	11.9	3.08	NESN VX
المراعي	تداول	الأغذية والزراعة	5173.3	16.9	12.3	3.3	Almarai AB

المصدر: بلومبرج، والراجحي المالية

باستخدام متوسطات السعر/الأرباح وقيمة الشركة / EBITDA للشركتين المستخدمتين كمؤشرين قياسييين ، فقد قمنا بتقدير سعر سهم المراعي بحوالي 186 ريال . ومن المهم أن نشير هنا إلى أننا قد أعطينا وزناً بنسبة 30% لهذه الطريقة. وقد استخدمنا طريقة القيمة الاقتصادية المضافة ، من جانب آخر ، لتقدير القيمة العادلة لشركة المراعي باستخدام متوسط مرجح لتكلفة رأس المال (WACC) يبلغ 8.1% وباستخدام افتراضنا الأساسي وهو استمرار الميزة التنافسية للشركة لفترة 30 عاماً ، قدرنا القيمة العادلة لسهم شركة المراعي بـ 235 ريالاً .



وبالنسبة لسعرنا المستهدف لسهم المراعي فقد حددناه عند 220 ريالاً . وقد توصلنا إلى هذا السعر المستهدف من خلال إعطاء وزن بنسبة 70% بطريقة القيمة الاقتصادية المضافة للمدى الطويل (235 ريال كقيمة عادلة للسهم) و30% لطريقة المضاعفات (186 ريال كقيمة عادلة للسهم). ونعتقد أن التباين في السعر بين الطريقتين يمكن أن يعزى إلى حقيقة أن المراعي تمر حالياً بمرحلة توسع كبيرة من خلال عمليات الاستحواذ.

علاوة على ما تقدم فأنا نرى أن المستهلكين ينظرون إلى السعر الحالي لسهم المراعي باعتباره عالياً مقارنة بالأسهم الأخرى . ومن وجهة نظرنا يمكن اعتبار ذلك ببساطة انعكاساً لسعر سهم المراعي من حيث الأرقام المطلقة. ونعتقد أن تجزئة السهم أو توزيع أرباح أسهم سيكون عاملاً محفزاً لرفع سعر سهم المراعي.

تجزئة السهم أو أرباح السهم الموزعة من شأنها زيادة سعر سهم المراعي

المخاطر المرتبطة بافتراضاتنا

من الضروري أن نركز أن تقييمنا يعتمد كثيراً على توقعات مستقبلية غير مؤكدة وقد توصلنا إلى العديد من الافتراضات تتضمن النمو وتكلفة رأس المال واتجاهات السوق لعمل توقعاتنا حول أداء الشركة المستقبلي. وقد حاولنا التوصل إلى أكثر الافتراضات دقة، غير أن الحقيقة ربما تعكس انحرافاً عن توقعاتنا ويعتمد ذلك على مستجدات العوامل الاقتصادية الجزئية أو الكلية . وتمثل المنافسة عاملاً آخر يمكن أن يؤثر على افتراضاتنا . أما دخول لاعبين جدد أو /و تحول المنافسين الحاليين فإنه سيؤدي إلى حدوث تغيير في السوق برمته وبالتالي في تقدير اتنا .



12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة الدخل - SARmn
8,281	7,460	6,661	5,869	5,030	المبيعات
(4,886)	(4,401)	(3,892)	(3,503)	(2,963)	تكلفة المبيعات
3,395	3,059	2,768	2,366	2,067	الربح الإجمالي
(1,491)	(1,343)	(1,272)	(1,087)	(938)	الرسوم الحكومية
1,905	1,716	1,496	1,279	1,129	المصاريف الإدارية والتسويقية
(5,866)	(5,285)	(4,616)	(4,136)	(3,580)	ربح العمليات
2,415	2,175	2,045	1,732	1,450	مصاريف نقدية تشغيلية
(510)	(460)	(549)	(454)	(321)	EBITDA
1,905	1,716	1,496	1,279	1,129	استهلاك و اطفاء
(74)	(109)	(175)	(151)	(125)	ربح العمليات
-	-	-	-	-	صافي المصاريف المالية
-	-	-	-	-	ربح/خسارة تحويل العملات الأجنبية
-	-	-	-	-	مخصصات
-	-	-	-	-	الإيرادات الأخرى
(15)	(13)	(11)	(3)	(1)	مصاريف أخرى
1,816	1,594	1,311	1,125	1,003	حقوق الأقلية
(45)	(40)	(33)	(29)	(25)	الدخل قبل الزكاة والضريبة
1,771	1,554	1,278	1,095	978	الضريبة / الزكاة
(719)	(575)	(460)	(460)	(380)	صافي الربح
-	-	-	-	-	مجموع الأرباح موزعة
-	-	-	-	-	تحويل إلى الاحتياطي

نمو ممتاز للإيرادات مدعوما بالمنتجات الجديدة

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	
115.0	115.0	115.0	115.0	109.0	عدد الأسهم المعهنة
19.83	17.51	15.89	13.83	11.92	التدفق النقدي للسهم - SAR
15.40	13.51	11.11	9.78	8.97	الربح الموزع للسهم - SAR
6.25	5.00	4.00	4.00	3.49	الربح الموزع للسهم - SAR

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النمو
%11.0	%12.0	%13.5	%16.7	%33.4	نمو المبيعات
%11.0	%10.5	%17.0	%14.5	%38.4	نمو الربح الإجمالي
%11.0	%6.4	%18.0	%19.5	%42.2	نمو EBITDA
%11.0	%14.7	%17.0	%13.3	%44.6	نمو ربح العمليات
%14.0	%21.6	%16.7	%12.0	%46.5	نمو صافي الربح
%14.0	%21.6	%13.6	%9.0	%46.5	نمو ربحية السهم

نتوقع أن تحافظ المراعي على نمو قوي فوق 11% للثلاث سنوات القادمة

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	الهوامش
%41.0	%41.0	%41.6	%40.3	%41.1	هامش الربح الإجمالي
%29.2	%29.2	%30.7	%29.5	%28.8	للفوائد
%23.0	%23.0	%22.5	%21.8	%22.4	هامش ربح العمليات
%21.9	%21.4	%19.7	%19.2	%19.9	هامش الدخل قبل الضريبة والذكاة
%21.4	%20.8	%19.2	%18.7	%19.4	هامش صافي الربح

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب الأخرى
%15.2	%14.9	%14.3	%13.6	%16.7	العائد على رأس المال التشغيلي
%15.6	%15.4	%14.9	%17.1	%19.5	العائد على رأس المال الموظف
%23.0	%23.2	%22.1	%24.3	%29.3	العائد على حقوق الملاك
%2.5	%2.5	%2.5	%2.6	%2.5	نسبة الضريبة / الزكاة
%10.0	%10.0	%12.0	%20.9	%31.3	انفاق رأس المال المبيعات
%40.6	%37.0	%36.0	%42.0	%38.9	نسبة الأرباح الموزعة

الاستحواذ على هادكو أثر سلبي على هامش الربح لعام 2009, نتوقع أن تحافظ المراعي على هامش ربح أعلى من 41%

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	مقاييس التقييم
12.4	14.2	17.2	19.6	21.3	P/E (x)
9.7	10.9	12.1	13.8	16.1	P/CF (x)
2.7	3.1	3.6	4.1	5.8	P/B (x)
2.9	3.4	3.9	4.3	4.8	قيمة الشركة/المبيعات
10.1	11.5	12.6	14.6	16.8	قيمة الشركة/EBITDA
12.7	14.6	17.2	19.8	21.6	قيمة الشركة/EBIT
1.9	2.1	2.4	2.7	3.3	قيمة الشركة / رأس المال الموظف
%3.3	%2.6	%2.1	%2.1	%1.8	نسبة العائد

نتوقع تحسن نسبة قيمة الشركة/EBITDA ونسبة قيمة الشركة/المبيعات

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



قائمة الأصول تشهد توسعا نتيجة للتوسع الكبير مؤخرا

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	المركز المالي - SARmn
2,550	1,781	1,072	508	247	النقد وما يعادله
828	746	672	455	294	ذمم تجارية
1,491	1,343	1,210	1,219	1,097	مخزون
-	-	-	-	107	الأصول المتداولة الأخرى
4,869	3,870	2,954	2,182	1,760	مجموع الأصول المتداولة
7,904	7,586	7,299	7,049	5,343	مجموع الأصول الثابتة
963	963	963	963	489	إجمالي الاستثمارات
793	793	793	793	549	الشهرة
-	-	-	-	40	الأصول غير الملموسة الأخرى
-	-	-	-	-	مجموع الأصول الأخرى
9,660	9,342	9,056	8,805	6,422	مجموع الأصول طويلة الأجل
14,529	13,212	12,010	10,987	8,181	مجموع الأصول
396	396	396	396	511	الدين قصير الأجل
1,076	970	874	963	600	الالتزامات التجارية
259	115	-	-	-	أرباح دائنة
82	82	82	82	154	الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
1,813	1,562	1,351	1,440	1,266	مجموع الخصوم قصيرة الأجل
4,264	4,264	4,264	3,981	3,133	مجموع الخصوم طويلة الأجل
-	-	-	-	-	الالتزامات الأخرى طويلة الأجل
166	166	166	166	151	مخصصات
4,430	4,430	4,430	4,147	3,284	مجموع الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
55	40	28	17	14	حقوق الأقلية
1,150	1,150	1,150	1,150	1,090	رأس المال المدفوع
7,081	6,029	5,051	4,233	2,527	إجمالي الاحتياطيات
8,231	7,179	6,201	5,383	3,617	أجمالي حقوق المساهمين
8,286	7,220	6,228	5,400	3,631	مجموع حقوق المساهمين
14,529	13,212	12,010	10,987	8,181	مجموع حقوق المساهمين والخصوم

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
2,110	2,879	3,588	3,869	3,391	صافي الدين - SARmn
0.87	1.32	1.75	2.23	2.34	صافي الدين / EBITDA
%25.5	%39.9	%57.6	%71.7	%93.4	صافي الدين/حقوق المساهمين
32.6	19.9	11.7	11.5	11.6	صافي مصروفات التمويل / EBITDA
71.58	62.43	53.92	46.81	33.18	القيمة النظرية للسهم - SAR

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة التدفق النقدي - SARmn
1,831	1,606	1,321	1,128	1,003	صافي الربح قبل خصم الضريبة والزيكاه وحقوق الأقلية
510	460	549	454	321	استهلاك واطفاء
(123)	(111)	(297)	(174)	(296)	التغير في رأس المال العامل
(45)	(40)	(33)	1,581	23	التدفقات النقدية الأخرى
2,172	1,915	1,541	2,989	1,051	صافي النقد من الأنشطة التشغيلية
(828)	(746)	(799)	(1,227)	(1,572)	انفاق رأس المال
-	-	-	(484)	-	استثمارات جديدة
-	-	-	-	-	أخرى
(828)	(746)	(799)	(1,711)	(1,572)	صافي النقدية المستخدمة في الأنشطة الاستثمارية
1,344	1,169	741	1,278	(521)	صافي النقد التشغيلي
(575)	(460)	(460)	(381)	(271)	توزيعات أرباح مدفوعة
-	-	-	-	-	عوائد بيع الأسهم
-	-	283	542	927	القروض بالصافي
-	-	-	-	-	تأثير تحويل العملة على النقد
-	-	-	9	8	الأخرى
(575)	(460)	(177)	170	665	صافي النقد من الأنشطة التمويلية
769	709	564	1,448	144	صافي التغير في النقدية وشبه النقدية
1,781	1,072	508	247	138	النقدية وشبه النقدية في بداية الفترة
2,550	1,781	1,072	1,694	282	النقدية وشبه النقدية في نهاية السنة

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
%10.0	%10.0	%12.0	%20.9	%31.3	انفاق رأس المال المبيعات

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التدفق النقدي للمراعي جيد جدا



US\$4.900mn متوسط حجم التداول اليومي	%60.10 الأسهم المتداولة	US\$4.600bn القيمة السوقية
17.4% أعلى من الحالي	41.11	السعر المستهدف
14.3% أعلى من الحالي	40.0	السعر المتفق عليه
بتاريخ 29/3/2010	35.0	السعر الحالي

إدارة البحوث

خالد الرويع ، محلل استثمار

Tel +966 1 211 9310, alruwaighka@alrajhi-capital.com

صافولا

عائدة إلى مسارها الصحيح

يبدو أن شركة مجموعة صافولا ، ثاني أكبر شركة في قطاعات الصناعات الغذائية ، بدأت تعود الآن إلى مسارها الصحيح بعد أن عانت في عام 2008 . ونعتقد أن تركيز الشركة على مجالات أعمالها الرئيسية وهي الصناعات الغذائية والتجزئة ، سيؤدي إلى تحقيق النتائج المرجوة ومن ثم الأرباح في المدى البعيد . وقد استطاعت الشركة تقليل اعتمادها على الأرباح الرأسمالية لدرجة كبيرة حيث شكلت نسبة 10% فقط من الأرباح الصافية لعام 2009 . ونتوقع أن تؤدي عملية الاستحواذ الأخيرة والتوسعات في مجال المواد الغذائية والتجزئة ثمارها في السنوات القادمة . ويتوقع أن تساعد أسعار المواد الغذائية المستقرة الشركة في المحافظة على وضعها القوي في هذا القطاع .

السوق : إننا نعتقد أن عدد سكان المترابدين باضطراب والذي تشكل شرائح العمرية الشابة غالبية (50% تحت سن 20 عاماً) يلعب دوراً هاماً في تنشيط سوق المواد الغذائية. ويغلب على تركيبة السكان في دول مجلس التعاون الخليجي شريحة الأعمار الشابة وينمو عدد السكان بنسبة 2.5% سنوياً . وتمثل المملكة العربية السعودية أكبر أسواق المنطقة بعدد سكان يبلغ حوالي 25 مليون نسمة ، بينما يبلغ نصيب الفرد في الناتج المحلي الإجمالي حوالي 19,000 ريال. ونظراً لأن أسواق التجزئة الكبيرة (السوبرماركت) تمثل حوالي 37% فقط حالياً من إجمالي سوق التجزئة، مقرونة برغبة السكان في التمتع بأنماط الحياة العصرية ، فإن سوق التجزئة مهيباً للنمو بشكل كبير ليصل حجمه إلى 97 بليون دولار في نهاية عام 2013 ، من 76 بليون دولار في عام 2008. وتشكل مبيعات التجزئة حوالي 44% من إجمالي مبيعات صافولا.

فرص جديدة : رغمًا عن استحواذاتها الأخيرة ومصانعها الجديدة ، فأنه لا يزال لدى صافولا فرص للاستمرار في هذه الاتجاه أخذين في الاعتبار التناقضات التشغيلية الجيدة للشركة . ويمكن للشركة تنوع مجموعة أو شريحة منتجاتها الغذائية عن طريق إنتاج أنواع أخرى من المنتجات الغذائية . وقد بدأت الشركة بالفعل في إقامة مصنع للمعجنات . كذلك فأننا نرى أن قطاعات التجزئة والبلاستيك تمثل العوامل الرئيسية المحركة للنمو في السنوات القليلة القادمة . وسوف تتمكن صافولا من تحسين مبيعاتها وأرباحها على حد سواء وذلك بزيادة كفاءة شركة جيان التي استحوذت عليها مؤخراً ومحلات صافولا الجديدة الأخرى . من جانب آخر ، فإن قطاع البلاستيك يحظى بإمكانات للنمو إذا أخذنا في الاعتبار حجمه الحالي وحقيقة أن لديه قاعدة عملائه الخاصة به . أما المبيعات الداخلية إلى الشركات التابعة لمجموعة صافولا فإنها تمثل أقل من 10% من إجمالي مبيعات البلاستيك .

استثمارات إستراتيجية : تمتلك صافولا حصة قيمة في شركة المراعي وقد زادت حصتها هذه في الآونة الأخيرة من 25.8% إلى 29.9% . وبينما نجد أن امتلاك هذه الحصة لا يمثل أمراً أساسياً لصافولا ، إلا أننا نستحسن ذلك لسببين : (1) ظلت صافولا تملك هذه الحصة منذ 1991 كاستثمار طويل الأجل ولا نرى أن هناك سبباً لتغيير الوضع الراهن ، (2) : إننا ننظر إلى المراعي كواحدة من أفضل شركات المنتجات الغذائية في العالم . علاوة على ذلك ، فإن صافولا تملك أيضاً حصة رئيسية أخرى في شركة هرفي التي تحولت إلى شركة مساهمة عامة مؤخراً . من جانب آخر ، تملك صافولا بعض الاستثمارات العقارية التي لدينا تحفظات تجاهها ليس فقط لأن هذه الاستثمارات لا تتماشى مع مجال الأعمال الرئيسي للشركة ولكن أيضاً لأنها غامضة أو غير واضحة المعالم .

التقييم : صافولا لا تزال توفر قيمة : بتطبيق أسلوب تقييم الربح الاقتصادي المحسوم على المدى الطويل ، قمنا بتقدير القيمة العادلة لسهم صافولا عند سعر 43.2 ريالاً ، أما على أساس مجموع الأجزاء المقارن ، فقد قمنا بتقدير القيمة العادلة للسهم عند سعر 36.2 ريالاً . أما السعر المستهدف المحدد من جانبنا لسهم الشركة وهو 41.1 ريالاً فهو عبارة عن متوسط مرجح للتقديرين وذلك بإعطاء وزن نسبته 70% لطريقة تقييم الربح الاقتصادي المحسوم على المدى الطويل ونسبة 30% لطريقة مجموع الأجزاء المقارن . ويتضمن السعر المستهدف من قبلنا احتمال ارتفاع السهم بنسبة 17.4% . وننوه هنا إلى أننا في تقييمنا لقيمة الشركة قمنا بتضمين حصة صافولا في المراعي بالقيمة السوقية وليس حسب تقييمنا للقيمة العادلة . فإذا تضمنت تقديرنا للقيمة العادلة حصة صافولا في المراعي ، فإن تقديرنا للقيمة العادلة للسهم ستكون 47 ريالاً . ويتم تداول سهم صافولا في 2010 بمضاعف 9.6 مرة على أساس قيمة الشركة / الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والإهلاكات أي عند نسبة سعر إلى الأرباح تبلغ 16.7 مرة ومع تحقيق عائد قدرة 2.7% .

زيادة المراكز	المحافظة على المراكز	تخفيض المراكز
---------------	----------------------	---------------

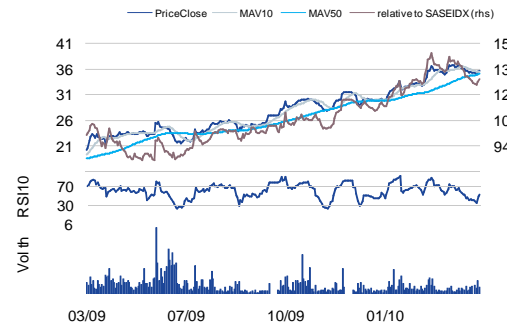
مواضيع رئيسية

مدعوماً بارتفاع عدد السكان والتحسين في مستوى التعليم ، فإننا نتوقع أن يستمر قطاع المنتجات الغذائية في نموه. ويتوقع كذلك أن يدعم تزايد حركة التسوق في محلات السوبرماركت والهايبرماركت مبيعات المواد الغذائية ويعود بالفائدة على صافولا نظراً لحضورها في قطاعي التجزئة والمواد الغذائية.

استنتاجات

صافولا هي ثاني شركة مفضلة لنا في قطاع المنتجات الغذائية . وتمتع صافولا بنسب مالية جذابة تعكس تحسنها. إن أداء صافولا جيد من الناحية التشغيلية ، كما توفر نمواً في المدى القريب بتقييم معقول.

الأداء

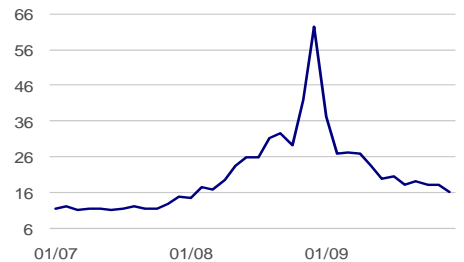


الأرباح

آخر المدة - SAR	12/12E	12/11E	12/10E	12/09	SAR
المبيعات - SARm	22,602	20,927	19,288	17,917	22,602
المبيعات	8.0%	8.5%	7.7%	29.9%	8.0%
EBITDA - SARm	1,841	1,704	1,540	1,331	1,841
نمو EBITDA	8.0%	10.7%	15.7%	64.7%	8.0%
الربح الموزع للسهم	2.37	2.17	2.00	1.82	2.37
نموية السهم	8.3%	8.1%	10.1%	370.2%	8.3%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم				معلومات السهم		ملخص الشركة
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	آخر لمدة	القيمة السوقية (SAR/US\$)	شركة صافولا هي واحدة من الشركات القيادية في قطاعات المنتجات الغذائية والتجزئة ، وهي عبارة عن مجموعة تمتلك العديد من الشركات التي تعمل في العديد من الصناعات . وحسب البيانات المنشورة في موقع صافولا ، تؤدي المجموعة أعمالها من خلال أربعة قطاعات رئيسية وهي " قطاع صافولا للمواد الغذائية " ويشمل " زيوت الطعام والمنتجات الغذائية والسكر " ، و " قطاع التجزئة بصافولا " ويشمل " قسم التجزئة (بنده وهاير بنده) " ، و " قطاع العقارات (كناں العالمية) ، و " قطاع البلاستيك بصافولا . علاوة على ذلك ، فإن لدى صافولا استثمارات رئيسية في الشركة المرعي ، الرائدة في مجال منتجات الألبان في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي لدول الخليج العربية وشركة هرفي لأغذية وشركة تعوير الأردنية بحصص تبلغ 28% و 70% و 5% على التوالي.
17.9bn / 4.8bn	20.65 - 36.80	4.900mn	500.0mn	مبيعات - SARm	52 أسبوع متوسط الحجم اليومي في متوسط حجم التداول اليومي (US\$)	
22,602	20,927	19,288	17,917	EBITDA- SARm	متوسط حجم التداول اليومي (US\$)	
1,841	1,704	1,540	1,331	صافي لربح - SARm	الأسهم المتداولة	
1,239	1,134	1,048	952	لربح لموزع للسهم - SAR	الأسهم الحرة (مقدرة)	
2.37	2.17	2.00	1.82	لربح لموزع للسهم - SAR	الإداء :	
1.38	1.15	0.96	0.96	نمو ربحية لسهم	شهر	
3%	8.1%	10.1%	70.2%	قيمة لشركة EBITDA	3 أشهر	
8.5	9.2	10.3	12.8	P/E (x)	المطلق	
15.1	16.5	17.8	19.6	P/B (x)	مقارنة بالمؤشر	
2.2	2.3	2.5	2.7	نسبة لحداد	الملاك الرئيسيين:	
3.9%	3.2%	2.7%	2.7%	المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية	محمد ابراهيم العيسى	
					المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية	
					المصدر: بلومبيرج،الراجحي المالية	

صافولا تعود إلى مسارها الأول إيرادات متنوعة

شركة صافولا هي واحدة من الشركات القيادية في قطاعات المنتجات الغذائية والتجزئة ، وهي عبارة عن مجموعة تمتلك العديد من الشركات التي تعمل في العديد من الصناعات . وحسب البيانات المنشورة في موقع صافولا ، تؤدي المجموعة أعمالها من خلال أربعة قطاعات رئيسية وهي " قطاع صافولا للمواد الغذائية " ويشمل " زيوت الطعام والمنتجات الغذائية والسكر " ، و " قطاع التجزئة صافولا " ويشمل " قسم التجزئة (بنده وهاير بنده) " ، و " قطاع العقارات (كناں العالمية) ، و " قطاع البلاستيك بصافولا . علاوة على ذلك ، فإن لدى صافولا استثمارات رئيسية في الشركة المرعي ، الرائدة في مجال منتجات الألبان في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي لدول الخليج العربية وشركة هرفي لأغذية وشركة تعوير الأردنية بحصص تبلغ 28% و 70% و 5% على التوالي.

تقسيمات الإيرادات لشركة صافولا



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

إننا نعتقد أن استراتيجية صافولا يمكن أن تحقق بعض الفوائد ذلك بالاستفادة من تكامل قطاعين متقاربين من بعضهما وهما قطاعا التجزئة والمنتجات الغذائية . كما أن قطاع البلاستيك مواز للأعمال الرئيسية لشركة صافولا إذ أنه يوفر التغليف بالبلاستيك لقسم السلع الاستهلاكية سريعة الدوران – إن الاستثمار الاستراتيجي لا يسهم فقط في إيرادات صافولا ولكنه يؤدي إلى تنوع أعمالها أيضاً مع الأخذ في الاعتبار أكبر استثماراتنا في أفضل شركة لمنتجات الألبان في المملكة وهي شركة المرعي.

إن لدى صافولا إمكانية التوسع في قطاعها الخاص بالمنتجات الغذائية بالدخول في مجال إنتاج مجموعات غذائية جديدة كالمعجنات . ولدى الشركة فرصة جيدة أيضاً لزيادة إيراداتها وأرباحها من قطاع التجزئة عن طريق تحسين الكفاءة أو الفعالية التشغيلية في الأسواق الحالية وفتح أو الاستحواذ على أسواق جديدة في مناطق جغرافية جديدة . وينبغي زيادة نسبة تغطية قطاع التجزئة الحالية المنخفضة (35%) مما سينعكس إيجابياً على إيرادات قطاع التجزئة في صافولا.

استثمار استراتيجي

رغم أن شكوكنا إلى حد ما حول استثمار صافولا في قطاع العقارات ، فإننا نلحظ إلى حصتها التي تبلغ 29.9% في شركة المرعي كاستثمار ذي قيمة عالية بشكل حوالي 20% من القيمة العادلة لسهم صافولا . لقد ظلت صافولا مساهماً رئيسياً في شركة المرعي من عام 1991 وظلت تحتفظ بعلاقة قوية معها من ذلك التاريخ. ويجب أن ننوه هنا إلى أنه بالرغم من أن المرعي هي أحد عملاء قطاع البلاستيك في صافولا ، فإنها لا تقوم بشراء أي منتجات غذائية من صافولا. وعليه ، فإن الشركتين تربط بينهما علاقة قوية وثيقة. غير أن هذه العلاقة قائمة على الاستقلالية وعلى قدم المساواة. فشركة صافولا لا تمارس سيطرة إدارية على المرعي ، كما أن

صافولا تملك فرص جيدة للتوسع في قطاع التجزئة والدخول في منتجات غذائية جديدة



استثمارها في المراعي ليس ضرورياً لقيام العلاقة التجارية بين الشركتين. وبناءً عليه، يمكن أن نتساءل، لماذا تمتلك صافولا هذه الحصة في المراعي؟

ويمكن القول بكل صراحة أنه من المحتمل أن يكون ليس ضرورياً من الناحية الإستراتيجية لصافولا حيازة هذه الحصة. ومع ذلك، فإننا نتفق مع حيازة الحصة للأسباب التالية:

1. أنها تمثل استثماراً قيماً جداً يتكون من 20% من القيمة العادلة لصافولا.
2. حازت صافولا على هذه الحصة منذ عام 1991 كاستثمار طويل الأجل، ولا نرى سبباً لتغيير الوضع الراهن.
3. إننا ننظر إلى المراعي كواحدة من أفضل شركات المواد الغذائية في العالم، وهذا من شأنه توضيح كيف ظل هذا الاستثمار ناجحاً جداً بالنسبة لصافولا

علاوة على ذلك، فإن شركة هرفي، التي تم إدراجها في مؤشر تداول مؤخراً تمثل استثماراً قيماً آخر سيحقق سيولة جيدة لصافولا. لقد حققت صافولا أرباحاً رأسمالية بلغت حوالي 200 مليون ريال (30% من حصتها) عندما تحولت هرفي إلى شركة مساهمة عامة في فبراير 2010.

لقد استمرت صافولا في زيادة حصتها في المراعي حتى هذه اللحظة لتصل حالياً إلى 29.9%. ونعتقد أن الأسباب التي تكمن وراء هذه الخطوة تتلخص في: أولاً، لقد انخفضت حصة صافولا في المراعي بعد استحواذ الأخيرة لهادكو. ثانياً، الأرباح الرأسمالية التي حققتها صافولا من الاكتتاب الأولي في أسهم شركة هرفي وبيعها مستودعات لشركة الراجحي المالية. ثالثاً وأخيراً، فإننا نعتقد أن دمج هذه الأسباب مع اعتقاد صافولا القوي في شركة المراعي أدى إلى هذه التحرك.

من ناحية أخرى، فإننا نميل لأن نكون شاككين حول استثمار صافولا في مجال العقارات. إن لدى صافولا العديد من الاستثمارات في شركات العقارات والمشاريع العقارية مثل كنان العالمية ومدينة الملك عبد الله الاقتصادية ومدينة المعرفة. بيد أن مخاوفنا تنبع من الغموض الذي يكتف هذه الخطوة والمخاطر المرتبطة بمثل هذه المشاريع العملاقة. وهناك سبب آخر يمكن أن نسوغه وهو أن صافولا لا تملك أي خبرات مميزة في مجال العقارات. ومع ذلك، فإن استثمارات صافولا في مجال العقارات يمكن أن تبرهن أنها قيمة على المدى البعيد إذا أخذنا في الاعتبار الطفرة التي يشهدها قطاع العقارات في المملكة.

صافولا تؤدي بشكل أفضل تحليل نقاط القوة والضعف والفرص والمخاطر

نقاط القوة

- شركة قيادية في أسواق زيوت الطعام والسكر وتملك حصصاً في هذه الأسواق تبلغ 62% و68% على التوالي.
- تدفقات نقدية جيدة.
- أعمال متنوعة بشكل جيد.
- تمتلك حصة تبلغ 29.9% في شركة واحدة، وواحدة من أفضل الشركات في المنطقة وهي شركة المراعي.

نقاط الضعف

- مستوى ضعيف لتطوير المنتجات الجديدة (نمو عضوي من خلال الابتكار).
- مستوى منخفض للتوزيع الجغرافي للتجزئة.
- تكلفة رأس المال مرتفعة بشكل كبير.

الفرص

- يشهد نمط الحياة نمط الحياة في المملكة العربية السعودية تغيراً إذ أصبح العديد من الناس يفضلون التسوق في الأسواق المريحة ومتاجر السوبر ماركت والهايبر ماركت على التسوق في الأسواق التقليدية. وقد كان العامل المحفز لذلك هو تركيبة سكان المملكة التي تغلب عليها الأعمار الشابة.
- تغطية سوق التجزئة منخفضة عند مستوى 37%.
- التوسع في قطاعات سوق المواد الغذائية الأخرى (الأرز والمعجنات).
- استخدام الأرباح الرأسمالية المتحققة من هرفي في استثمارات إستراتيجية أخرى.
- رغمًا عن أننا لدينا شكوك حول استثمارات صافولا العقارية، فإن الطفرة التي يشهدها قطاع العقارات حالياً في المملكة العربية السعودية ربما تجعل هذه الاستثمارات جديرة بالاهتمام.

المخاطر

- ارتفاع وعي المواطنين تجاه الأمور الصحية مما سيؤثر على قطاع المنتجات الغذائية في صافولا. العامل الرئيسي المحرك لهذه الوعي هو الثورة التعليمية في المملكة العربي السعودية.
- الارتفاع المتزايد في أسعار الصودا ربما يؤثر على الطلب على هذا المنتج وبالتالي على الطلب على السكر.
- مخاطر التعرض لأسعار المنتجات الغذائية العالمية. إن زيوت الطعام متذبذبة في أسعارها إذ لا يوجد لها سوق تتوفر فيه السيولة. ونتيجة لذلك فإن صافولا ليست محمية بنسبة 100% كما هو حالها بالنسبة لأسعار السكر.
- شكوك حول استثمارات الشركة في العقارات.



التقييم

لقد قمنا باستخدام طريقتين للتقييم لأجل الوصول إلى السعر المستهدف لشركة صافولا : القيمة الاقتصادية المضافة على المدى البعيد ، وتحليل مجموع الأجزاء المقارن. بالنسبة لمجموع الأجزاء المقارن ، قمنا باستخدام نسبة القيمة الاقتصادية إلى الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والإهلاكات و نسبة مكرر الربحية. كما قمنا بتحديد لمعيارنا بشكل انتقائي ومتحفظ. وحيث أن نشاط صافولا يتركز بشكل أساسي في السلع الغذائية (السكر وزيت الطعام) وأسواق التجزئة والتي تشكل ما نسبته 52% و 40% من إيرادات الشركة على التوالي ، فقد اخترنا ثلاث شركات عالمية ، اثنتين منهما من شركات إنتاج الأغذية (السكر والمعكرونة) وواحدة في التجزئة. نحن نعتقد أن هذا هو المعيار الأنسب لمقارنة أنشطة صافولا المتعددة. هذه الشركات الثلاث هي : Suedzucker AG (الأغذية) ، Tate & Lyle PLC (الأغذية) و كارفور (التجزئة). إن هذه الشركات لها قيمة سوقية مقارنة لصافولا باستثناء كارفور والتي قيمتها السوقية أكبر بكثير من صافولا. على الرغم من ذلك ، باعتبارنا أن جميع الشركات الثلاث أعطت نسب مقارنة جيدة بالنظر إلى طبيعة أنشطتها المقارنة لصافولا.

اخترنا ثلاث شركات عالمية لمقارنتها مع شركة صافولا

مقارنة صافولا مع شركات عالمية في نفس المجال

الشركة	السوق	القطاع	القيمة السوقية	مكرر الربحية	قيمة الاقتصادية إلى الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والإهلاكات	ربحية السهم	رمز بلومبرج
Suedzucker AG	Xetra (ألمانيا)	الأغذية (السكر)	4,233	16.5	11.37	1.41	SZU GY
Tate & Lyle PLC	لندن	الأغذية	2,284	10.75	11.67	0.58	TATE LN
كارفور	EN باريس	التجزئة - الأغذية	33,657	17.8	7.7	3.18	CA FP
صافولا	تداول	الأغذية والزراعة	4,467	17.7	9.6	0.5	SAVOLA AB

المصدر: بلومبرج، والراجحي المالية

عند استخدام معدل مجموع الأجزاء المقارن للشركات المقارنة الثلاث لنسبة مكرر الربحية والقيمة الاقتصادية إلى الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والإهلاكات ، حصلنا على قيمة لسهم صافولا عند 36.2 ريال. الجدير بالذكر أننا جعلنا وزن هذه الطريقة 30%. كما قمنا باستخدام طريقة القيمة الاقتصادية المضافة لحساب القيمة العادلة لصافولا باستخدام متوسط مرجح لتكلفة رأس المال يساوي 9.1% تقريباً. في طريقة القيمة الاقتصادية المضافة على المدى البعيد ، من المهم الإشارة إلى أننا عند حسابنا لقيمة صافولا ، أخذنا بالاعتبار القيمة السوقية لحصتها في شركتي هرفي والمراعي. وباستخدامنا لفرضنا الأساسي بتحديد الميزة التنافسية للشركة عند 30 سنة ، قدرنا السعر العادل للسهم لصافولا بـ 43.2 ريال.

لقد حددنا السعر المستهدف لصافولا 41.1 ريال للسهم. حيث توصلنا لهذه القيمة باعطاء وزن 70% لطريقة القيمة الاقتصادية المضافة على المدى البعيد (43.2 ريال قيمة السهم العادلة) ، و 30% لطريقة مجموع الأجزاء المقارن (36.2 ريال قيمة السهم العادلة). وإذا أدخلنا حصة الشركة في المراعي بقيمتها العادلة بدلاً من القيمة السوقية في عملية حسابنا للقيمة العادلة ، فإن تقديرنا للسعر العادل لصافولا سيكون 47.0 ريال. ولكننا نكتفي باحتساب القيمة السوقية للمراعي. وعليه فإن تقييمنا للسعر العادل المبني على طريقة مجموع الأجزاء المقارن عند 36.2 ريال والقيمة الاقتصادية عند 43.2 وباستخدامنا لنفس الأوزان ، ستكون القيمة العادلة لصافولا 41.1 ريال.

المخاطر المرتبطة بافتراضاتنا

يجدر بنا أن نلفت إلى أن هذا التقييم يعتمد بشكل كبير على التوقعات المستقبلية والتي هي غير مؤكدة. لقد خرجنا بمجموعة من الافتراضات تشمل النمو ، والتنافسية ، وتكلفة رأس المال ، واتجاه السوق لتوقع الأداء المستقبلي. لقد حاولنا التوصل إلى أكثر الافتراضات دقة ، لكن الحقيقة ربما تخالف توقعاتنا بسبب نشوء عوامل كلية أو جزئية جديدة. بالإضافة إلى ذلك فإن صافولا تتحوط لتجنب الضرر الناتج من تذبذب أسعار السكر وزيت الطعام. إن حدوث تغير ملحوظ في الأسعار ربما يؤثر على الشركة وبالتالي على افتراضاتنا.



12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة الدخل - SARmn
22,602	20,927	19,288	17,917	13,795	المبيعات
(18,677)	(17,293)	(15,939)	(14,801)	(12,007)	تكلفة المبيعات
3,925	3,634	3,349	3,116	1,788	الربح الإجمالي
(2,560)	(2,370)	(2,185)	(2,145)	(1,587)	الرسوم الحكومية
1,365	1,264	1,165	971	201	المصاريف الإدارية والتسويقية
					ربح العمليات
(20,761)	(19,223)	(17,748)	(16,586)	(12,987)	مصاريف نقدية تشغيلية
1,841	1,704	1,540	1,331	809	EBITDA
(476)	(441)	(376)	(360)	(607)	استهلاك و اطفاء
1,365	1,264	1,165	971	201	ربح العمليات
147	119	114	246	324	صافي المصاريف الماليه
-	-	-	-	-	ربح/خسارة تحويل العملات الأجنبية
-	-	-	-	(437)	مخصصات
4	4	4	107	134	الإيرادات الأخرى
-	-	-	(74)	-	مصاريف أخرى
(245)	(224)	(208)	(236)	32	حقوق الأقلية
1,270	1,163	1,075	1,014	254	الدخل قبل الزكاة والضريبة
(32)	(29)	(27)	(63)	(52)	الضريبة / الزكاة
1,239	1,134	1,048	952	202	صافي الربح
(720)	(600)	(500)	(500)	(500)	مجموع الأرباح موزعة
-	-	-	-	-	تحويل إلى الاحتياطي

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	
523.0	523.0	523.0	523.0	523.0	عدد الأسهم لمحلله
3.278	3.010	2.722	2.508	1.548	تنفق لتقدي للسهم - SAR
2.368	2.167	2.004	1.819	0.387	لربح لموزع للسهم - SAR
1.377	1.147	0.956	0.956	0.956	لربح لموزع للسهم - SAR

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النمو
%8.0	%8.5	%7.7	%29.9	%32.5	المبيعات
%8.0	%8.5	%7.5	%74.3	%6.5	نمو لربح إجمالي
%8.0	%10.7	%15.7	%64.7	-%7.9	نمو EBITDA
%8.0	%8.5	%19.9	%382.3	-%54.4	ربح العمليات
%9.3	%8.1	%10.1	%370.2	-%83.5	نمو صافي الربح
%9.3	%8.1	%10.1	%370.2	-%83.5	نمو ربحية لسهم

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	الهوامش
%17.4	%17.4	%17.4	%17.4	%13.0	هامش الربح الإجمالي
%8.1	%8.1	%8.0	%7.4	%5.9	للفوائد
%6.0	%6.0	%6.0	%5.4	%1.5	هامش ربح العمليات
%5.6	%5.6	%5.6	%5.7	%1.8	هامش الدخل قبل الضريبة والزكاة
%5.5	%5.4	%5.4	%5.3	%1.5	هامش صافي الربح

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	نسب الأخرى
%10.6	%10.4	%10.3	%9.2	%2.4	لعداد على رأس لمل لتشغيلي
%8.8	%8.6	%8.4	%7.8	%1.7	لعداد على رأس لمل لموظف
%15.0	%14.6	%14.5	%14.3	%3.0	على حقوق الملاك
%2.5	%2.5	%2.5	%6.2	%20.4	نسبة لضريبة الزكاة
%5.0	%5.0	%4.0	%5.7	%6.8	ن رأس المال للمبيعات
%68.1	%62.9	%47.7	%62.5	%247.1	نسبة الأرباح لموزعه

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	مقاييس تقييم
15.1	16.5	17.8	19.6	92.3	P/E (x)
10.9	11.9	13.1	14.2	23.1	P/CF (x)
2.2	2.3	2.5	2.7	2.9	P/B (x)
0.7	0.7	0.8	1.0	1.2	قيمة لثركه للمبيعات
8.5	9.2	10.3	12.8	20.7	قيمة لثركه EBITDA
11.5	12.4	13.7	17.6	83.0	قيمة لثركه EBIT
1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	قيمة لثركه /رأس لمل لموظف
%3.9	%3.2	%2.7	%2.7	%2.7	نسبة لعداد

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

ارتفاع الربح التشغيلي الى مستواه الطبيعي
بعد انخفاضه في 2008

نتوقع أن تحافظ الشركة على نمو جيد أعلى
من 7%

التحسن في هامش ربح قطاع التجزئة للشركة
سيساعد في المحافظة على هامش الربح
القوي لعام 2009

نسبة قيمة الشركة EBITDA جيدة جدا
مقارنة بشركات الصناعات الغذائية الأخرى



أصول صافولا تشهد توسعا نتيجة لعمليات
الاستحواذ الأخيرة

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	المركز المالي - SARmn
2,152	1,948	1,398	1,131	605	النقد وما يعادله
2,034	1,883	1,672	1,447	1,209	ذمم تجارية
2,260	2,093	2,551	2,354	2,039	مخزون
746	746	746	746	1,179	الأصول المتداولة الأخرى
7,193	6,670	6,367	5,679	4,729	مجموع الأصول المتداولة
6,724	6,070	5,464	5,068	4,251	مجموع الأصول الثابتة
5,028	5,028	5,028	5,028	4,771	إجمالي الاستثمارات
1,398	1,398	1,398	1,398	654	الشهرة
-	-	-	-	140	الأصول غير الملموسة الأخرى
-	-	-	-	-	مجموع الأصول الأخرى
13,149	12,495	11,890	11,494	9,817	مجموع الأصول طويلة الأجل
20,342	19,165	18,256	17,172	14,546	مجموع الأصول
3,027	3,027	3,027	3,027	3,433	الدين قصير الأجل
3,955	3,662	3,611	3,283	1,704	الالتزامات التجارية
220	100	-	-	160	أرباح دائنة
-	(0)	-	0	704	الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
7,202	6,789	6,638	6,310	6,001	مجموع الخصوم قصيرة الأجل
2,012	2,012	2,012	2,012	1,117	مجموع الخصوم طويلة الأجل
67	67	67	67	74	الالتزامات الأخرى طويلة الأجل
265	265	265	265	217	مخصصات
2,344	2,344	2,344	2,344	1,408	مجموع الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
2,253	2,008	1,784	1,576	748	حقوق الأقلية
5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	رأس المال المدفوع
3,542	3,023	2,490	1,942	1,389	إجمالي الاحتياطيات
8,542	8,023	7,490	6,942	6,389	أجمالي حقوق المساهمين
10,796	10,032	9,274	8,518	7,137	مجموع حقوق المساهمين
20,342	19,165	18,256	17,172	14,546	مجموع حقوق المساهمين والخصوم

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
2,887	3,091	3,641	3,908	3,798	صافي الدين - SARmn
1.57	1.81	2.36	2.93	4.70	صافي الدين / EBITDA
%26.7	%30.8	%39.3	%45.9	%53.2	صافي الدين/حقوق المساهمين
(12.6)	(14.3)	(13.6)	(5.4)	(2.5)	صافي مصروفات التمويل / EBITDA
16.33	15.34	14.32	13.27	12.22	القيمة النظرية للسهم - SAR

النسب المالية لصافولا واعدة

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة التدفق النقدي - SARmn
1,516	1,387	1,283	1,250	223	صافي الربح قبل خصم الضريبة والركاه وحقوق الأقلية
476	441	376	360	607	استهلاك واطفاء
(25)	297	(93)	598	(573)	التغير في رأس المال العامل
(32)	(29)	(27)	218	513	التدفقات النقدية الأخرى
1,935	2,096	1,538	2,427	770	صافي النقد من الأنشطة التشغيلية
(1,130)	(1,046)	(772)	(1,029)	(937)	انفاق رأس المال
-	-	-	(62)	(907)	استثمارات جديدة
-	-	-	(362)	(507)	أخرى
(1,130)	(1,046)	(772)	(1,453)	(2,351)	صافي النقدية المستخدمة في الأنشطة الاستثمارية
805	1,050	767	974	(1,581)	صافي النقد التشغيلي
(600)	(500)	(500)	(507)	(370)	توزيعات أرباح مدفوعة
-	-	-	-	-	عوائد بيع الأسهم
-	-	-	(238)	2,486	القروض بالصافي
-	-	-	-	-	تأثير تحويل العملة على النقد
-	-	-	446	162	الأخرى
(600)	(500)	(500)	(299)	2,278	صافي النقد من الأنشطة التمويلية
205	550	267	675	697	صافي التغير في النقدية وشبه النقدية
1,948	1,398	1,131	605	335	النقدية وشبه النقدية في بداية الفترة
2,152	1,948	1,398	1,279	1,031	النقدية وشبه النقدية في نهاية السنة

صافولا تتمتع بتدفقات نقدية جيدة

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
%5.0	%5.0	%4.0	%5.7	%6.8	انفاق رأس المال المبيعات

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

إخلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من علاء 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 (صرحية 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 المسولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي الجوث) 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 بإداء 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 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.

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 الملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 15% 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 5% دون سعر السهم الحالي و 15% فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 5% 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 شهورا. ويعياره أخرى، فهم 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 تقوم بتغطيتها. وهذا يتم في العادة بإتباع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومتناسبة للسهم أو القطاع المعنى، مثال ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التدفقات النقدية المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقا للقيمة العادلة المقترحة للسهم المعنى، ولكن قد لا يكون بالضرورة مثلا 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 المقترحة لتلك السهم، ونشرح الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

"EBITDA" الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والإهلاك.

"EBIT" الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب.

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

د. صالح السحيباني
مدير ادارة البحوث
هاتف : +966 1 2119434
alsuhaibanis@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، شركة تابعة لمصرف الراجحي تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37