



US\$2.600mn	51.1%	US\$0.54bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية
21.9% أعلى من الحالي	89.60	السعر المستهدف
بتاريخ 23/6/2010	غير موجود	السعر المتفق عليه
	73.50	السعر الحالي

إدارة البحوث
خالد الرويع

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

هرفي

تسير نحو الأفضل

شركة هرفي هي الشركة الوحيدة من الشركات العاملة في مجال تقديم الوجبات السريعة المسجلة في سوق الأسهم السعودي تحت قطاع المنتجات الغذائية والزراعة. وقد سجلت هذه الشركة نمواً جيداً خلال السنوات القليلة الماضية. ويتوقع أن تؤدي إستراتيجية الشركة للتوسع الكبير في نشاطها بفتح مطاعم جديدة يتراوح عددها بين 20 و 25 مطعمًا في كل عام مقرونة بزيادة الطاقة الإنتاجية لأقسام منتجات المخازن واللحوم إلى زيادة نمو الشركة خلال السنوات الثلاث التالية. وبناءً عليه، فقد أعدنا هذه التغطية لشركة هرفي وخلصنا إلى التوصية بزيادة المراكز في أسهمها مع تحديد سعر مستهدف لسهمها يبلغ 89.6 ريالاً. ويشتمل ذلك ضمنياً على إمكانية ارتفاع سعر السهم بنسبة 19.8%.

السوق: إننا نعتقد أن تركيبة السكان في المملكة التي تنسم بارتفاع نسبة الأعمار الشابة فيها (50% دون سن العشرين) والتزايد المضطرد لأعداد السكان يلعبان دوراً هاماً في تنشيط وحفز سوق الوجبات السريعة. وحسب تقديرنا، فإن حجم سوق مطاعم الخدمة السريعة يبلغ حالياً 6.3 مليار ريال تشكل منها مطاعم الهامبرجر للوجبات السريعة نسبة 32%. ورغم أن ارتفاع درجة المنافسة في سوق الوجبات السريعة، فإن هذا السوق لديه إمكانية النمو إذا أخذنا في الاعتبار التوسع الأفقي المضطرد الذي تشهده المدن الكبيرة وكذلك التحول في أنماط المعيشة للأسر السعودية. ومع ذلك، فإن الطلب المرتفع على الأراضي وما يصاحبه من ارتفاع في الإيجارات وتزايد مستوى السعادة في قطاع المطاعم يفرض ضغوطاً على سوق مطاعم الخدمات السريعة ويمثل عائقاً لهذا التوسع.

النمو اعتماداً على زيادة الإنتاج والمبيعات هو النهج الحالي: إن لدى شركة هرفي خطة طموحة لتحسين مبيعات جميع أقسامها بالاعتماد على زيادة الإنتاج. وبالنسبة لقسم الوجبات السريعة، فإن الشركة تخطط لفتح عدد من المطاعم يتراوح بين 20 و 25 مطعمًا في العام. وهناك مصنع جديد لمنتجات المخازن قيد الإنشاء حالياً تزيد طاقته عن أربعة أضعاف طاقة المصنع الحالي. علاوة على ذلك، فإن الشركة تدرس حالياً التوسع في نشاطات أعمالها العالمية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي ومنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا من خلال نظام الامتيازات التجارية Franchises. وتملك الشركة حالياً 16 فرعاً في كل من الكويت والبحرين ودولة الإمارات ومصر. وبناءً عليه، ومع الأخذ في الاعتبار هذه الخطة التوسعية الطموحة، فإننا نتوقع أن تحقق هرفي نمواً في إيراداتها بنسبة 13 و 14% في عامي 2010 و 2011 على التوالي.

نمو مبيعات المحلات القائمة يؤثر التساؤل ولكن يمكن أن يتحسن: رغمًا عن أنها كانت قوية في عامي 2008 و 2009 بنسبة بلغت حوالي 5%، فإن تقديرنا تشير إلى أن هرفي قد حققت نمواً في مبيعات المطاعم القائمة بنسبة بلغت حوالي 1% فقط في الربع الأول 2010. وبالإضافة إلى ذلك، فرغمًا عن حقيقة أن لدى هرفي مطاعم تزيد عن مكدونالدز بـ 55 محلاً، فإن تقديرنا تشير إلى أن مكدونالدز لديها حصة في السوق أعلى من هرفي. ويعني ذلك، حسب تقديرنا، أن مبيعات مكدونالدز تبلغ 2.6 مرة متوسط مبيعات المطعم الواحد لشركة هرفي. ورغمًا عن ذلك، فإننا نعتقد أنه بمقدور هرفي زيادة هذا الرقم من خلال عمليات التوصيل المجاني للمنازل وخدمة طلبات السيارات وإنشاء محلات كبيرة جديدة وإضافة أصناف جديدة لقوائم وجبات.

التقييم: لا تزال هناك فرص لارتفاع سهم هرفي باستخدام طريقة الربح الاقتصادي المحسوم طويل الأجل فقد قمنا بتقدير القيمة العادلة لسهم شركة هرفي بـ 97.0 ريالاً. وباستخدام طريقة تحليل الأجزاء المتعددة المقارنة، فقد بلغ تقديرنا للقيمة العادلة لسهم الشركة 72.3 ريالاً. أما سعرنا المستهدف لسهم هرفي فهو عبارة عن متوسط مرجح يجمع بين التقديرين المذكورين حيث أعطينا وزناً بنسبة 70% لطريقة الربح الاقتصادي المحسوم طويل الأجل و 30% لطريقة تحليل الأجزاء المتعددة المقارنة. ويشتمل سعرنا المستهدف ضمناً على احتمال ارتفاع سهم الشركة بنسبة 19.8% عن مستوياته الحالية. ويتم تداول سهم هرفي في عام 2010 عند نسبة مضاعف قيمة الشركة / الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء تبلغ 12.1 مرة ونسبة السعر إلى الأرباح في 2010 تبلغ 15.4 مرة كما يحقق نسبة عائد موزع تبلغ 4.4%. ومع أن سعر سهم هرفي لم يعد رخيصاً، فإن تقييم السهم يتماشى مع نظرائه على المستوى العالمي مثل أسهم شركات مكدونالدز وبيرجر كينج. ونعتقد أيضاً أن هذا التقييم تسنده مبررات منطقية لشركة (1) تنسم بشغافية عالية رغمًا عن إدراجها في سوق الأسهم قبل أشهر قليلة فقط. (2) توزع أرباحاً جيدة. العائد الموزع عند مستوى 4.4%. و (3) تحقق ربحاً اقتصادياً جيداً. أن العائد الذي تحققه هرفي على رأس المال المستثمر بنسبة تبلغ 29.7% (تقديرنا لعام 2010) يعادل أكثر من ثلاثة أضعاف المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة الذي يبلغ 8.9%.

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

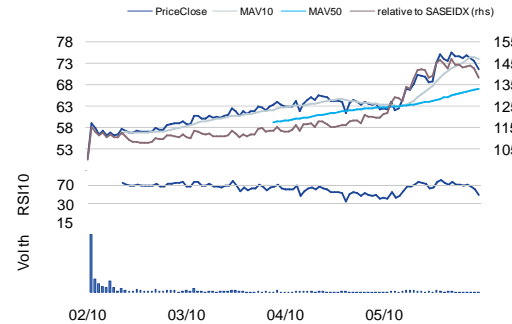
مواضيع رئيسية

إننا نعتقد أن قطاع الوجبات السريعة سوف يستمر في النمو القوي. وتحظى شركة هرفي بمكانة راسخة جداً في سوق الوجبات السريعة. وتأتي هرفي في الوقت الراهن في المرتبة الثانية مباشرة بعد مكدونالدز. إن إستراتيجية هرفي لافتتاح عدد من المطاعم يتراوح بين 20 و 25 مطعم سنوياً مقرونة بزيادة الطاقة الإنتاجية لقسمي منتجات المخازن واللحوم سوف تساعد الشركة على النمو بشكل قوي.

استنتاجات

إن سهم هرفي هو أحد أسهمنا المفضلة في قطاع الزراعة والمنتجات الغذائية. ويعتبر أداء الشركة جيداً من الناحية التشغيلية كما أن سعر سهمها مرشح لارتفاع في المدى القريب عند مستوى تقييم معقول. إننا نعتقد أن أرباح الأسهم الجيدة التي توزعها هرفي مقرونة بالمستوى الجيد من الشفافية للشركة سوف تستمر تمثل عامل دعم لسعر سهم الشركة.

الأداء



الأرباح

آخر المدة - SAR	12/12E	12/11E	12/10E	12/09
المبيعات - SARmn	765	667	584	518
نمو المبيعات	14.8%	14.1%	12.9%	11.0%
EBITDA - SARmn	217	191	166	145
نمو EBITDA	13.5%	15.2%	14.1%	16.2%
الربح الموزع للسهم	6.51	5.59	4.83	6.20
نمو ربحية السهم	16.4%	15.7%	-22.1%	-32.1%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



ملخص التقرير

هرفي: النمو اعتماداً على زيادة الإنتاج والمبيعات هو النمط السائد حالياً

العديد من الفرص والقيود من العوائق

يعتبر نمو عدد السكان السعوديين من أسرع معدلات النمو السكاني في العالم. ويغلب على سكان المملكة العربية السعودية جيل الشباب إذ تقل أعمار 50% من السكان عن 20 عاماً (المرجع: صندوق النقد الدولي). علاوة على ذلك، ورغم أن أسواق الوجبات السريعة في المدن الكبيرة مغطاة بدرجة كبيرة، فإن التوسع الأفقي الكبير الذي تشهده هذه المدن يوفر فرصاً جيدة للنمو. ويفرض الطلب المرتفع على الأراضي المتاحة وما يصاحبه من زيادة الأيجارات بالإضافة إلى عملية السعودة ضغطاً على مطاعم الخدمة السريعة ويعيق التوسع.

هرفي: النمو اعتماداً على زيادة الإنتاج والمبيعات هو النمط السائد حالياً

قسم المطاعم: إستراتيجية طموحة وذكية للتوسع

تخطط هرفي، من خلال افتتاح عدد من المطاعم يتراوح تقريباً بين 20 و 25 مطعمًا سنويًا، لاستمرار التوسع في أعمالها في قطاع المطاعم. ويتوقع أن يؤدي ذلك، ليس فقط إلى دفع معدل النمو في الشركة، ولكن أيضاً إلى زيادة الحجم الكلي لسوق مطاعم الهامبرجر. ومن وجهة نظرنا، فإن الشيء الجدير بالانتباه حول هذه الإستراتيجية ليس هو فقط عدد المحلات التي تقوم هرفي بافتتاحها ولكن اختيار مواقع هذه المحلات. فبالإضافة إلى المدن الكبيرة مثل الرياض والدمام، فإن هرفي تخطط للتوسع في المناطق الريفية وضواحي المدن والمدن الصغيرة حيث لا توجد هناك مطاعم لشركات تملك سلسلة مطاعم مثل هرفي.

قسم منتجات المخازن: في انتظار التوسع في 2011

تعمل شركة هرفي حالياً في إنشاء مصنع جديد لإنتاج منتجات المخازن تبلغ طاقته الإنتاجية أربع مرات طاقة المصنع الأول. ويتوقع أن يبدأ هذا المصنع إنتاجه في نهاية 2011. إننا نعتقد أن هرفي سوف تعتمد على شبكة توزيعها وتحقق نمواً جيداً في المبيعات بنسبة 20% في هذا القطاع في عام 2012.

قسم إنتاج اللحوم: نمو ملحوظ

لقد أسهم قسم إنتاج اللحوم بنسبة 2.5% من إيرادات هرفي لعام 2009 ومع ذلك فقد نما بنسبة 47% خلال الربع الأول 2010 مقارنة بنفس الربع من العام السابق ليشكل نسبة 3% من إجمالي الإيرادات. ونتوقع أن يتجاوز قسم اللحوم قسم الشاوية ويشكل نسبة 4.5% من الإيرادات بحلول عام 2012.

قسم الشاوية: نمو جيد

القسم الرابع من أقسام هرفي هو قسم الشاوية. ويشتمل هذا القسم على منتجات الشاوية بأنواعها والبسكويت والتمور (المعمول). ويسهم هذا القسم بنسبة تتجاوز 3% فقط من مبيعات هرفي. وقد ظلت مبيعات هذا القسم تنمو بنسبة مقدره بلغت حوالي 11% سنوياً.

التقييم: سهم هرفي لا يزال مرشحاً للارتفاع

هرفي: شركة مربحة جداً

تشير تقديراتنا إلى أن صافي هامش الربح لشركة هرفي يبلغ 22.2% مقارنة بنسبة 20.0% و 7.9% لشركتي ماكдонаلدز وبيرجر كينج على التوالي. كذلك، وحسب تقديراتنا، فقد حققت هرفي خلال الفترة 2008 – 2009 عائداً على رأس المال المستثمر تراوح بين 32 – 33%. وفي الوقت الراهن، يتم تداول سهم هرفي عند نسبة عائد ربح موزع تبلغ 4.4% ويعتبر ذلك جيداً مقارنة بشركات المنتجات الغذائية الأخرى.

تصنيفنا لشركة هرفي هو زيادة المراكز فيها

قمنا بتقييم شركة هرفي بالمزج بين طريقتين هما طريقة الربح الاقتصادي المحسوم طويل الاجل وتحليل المضاعفات المقارنة. وقد أوصينا بزيادة المراكز في سهم هرفي وحددنا سعراً مستهدفاً لسهمها يبلغ 89.6 ريالاً. ويشتمل ذلك ضمناً على إمكانية ارتفاع سعر السهم بنسبة قد تصل إلى 19.8%. ويتوقع أن تستمر أرباح الأسهم الموزعة الجيدة والربح الاقتصادي المميز ومستوى الشفافية الممتاز في دعم أسعار أسهم الشركة كما نتوقع أن تحظى أسهم الشركة بقبول لدى المستثمرين العالميين إذا ما تم فتح سوق الأسهم السعودي للاستثمارات الأجنبية.



التقييم					معلومات السهم		ملخص الشركة
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	آخر المدة			
765	667	584	518	المبيعات - SARmn	2.1bn / 0.54bn	القيمة السوقية (SAR/US\$)	تعمل شركة هرفي في مجال خدمات الأغذية وقد أسسها في عام 1981 كل من أحمد السعيد وحمود البراهيم. وتتقسم نشاطات أعمال الشركة إلى أربعة أقسام هي: سلسلة الوجبات السريعة، قسم المخازن، قسم الشايورة وقسم اللحوم. ويعتبر قسم الوجبات السريعة أكبر أقسام الشركة إذ يمثل نسبة 77% من إجمالي الإيرادات. وتملك شركة هرفي أعمالاً عالمية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي وفي منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من خلال نظام الامتيازات التجارية والصادرات. وقد تم تسجيل الشركة في سوق الأسهم السعودي في فبراير 2010.
217	191	166	145	EBITDA - SARmn	51.00 - 75.50	52 أسبوع متوسط الحجم اليومي في متوسط حجم التداول اليومي (US\$)	
176	151	130	115	صافي الربح - SARmn	2.500mn	الأسهم المتداولة	
6.51	5.59	4.83	6.20	الربح الموزع للسهم - SAR	27.00mn	الأسهم الحرة (مقدرة)	
4.34	3.77	3.28	2.97	الربح الموزع للسهم - SAR	%	الأداء:	
%16.4	%15.7	-%22.1	-%32.1	نمو ربحية السهم	شهر	شهر	
9.1	10.2	11.6	9.1	قيمة الشركة/EBITDA	12 شهر	3 أشهر	
11.0	12.8	14.8	11.5	P/E (x)	%	%17.2	
3.7	4.2	4.8	6.1	P/B (x)	%	%14.4	
%6.1	%5.3	%4.6	%4.2	نسبة العائد	%	%6	
المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية					الملاك الرئيسيون:		
					مجموعة صافولا		
					احمد حمد محمد السعيد		
					المصدر: بلومبيرج، والراجحي المالية		

سوق الوجبات السريعة في المملكة العربية السعودية يحقق نمواً ولكنه يشهد تنافساً

تعتبر صناعة خدمات المطاعم في المملكة العربية السعودية بحجمها الذي يبلغ 12.5 بليون ريال هي الأكبر في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي ولديها الإمكانيات للنمو أكثر. وتتكون هذه الصناعة من عدة أقسام فرعية مختلفة مثل مطاعم الخدمات السريعة وبعض أنواع المطاعم الأخرى. وتتكون مطاعم الخدمات السريعة، وهو اسم آخر لمطاعم الوجبات السريعة، من جميع المطاعم التي تقدم قوائم طعام تشتمل على أصناف يمكن إعدادها بشكل سريع كالبرجر والبيتزا والساندوتشات والمشروبات والوجبات الخفيفة الأخرى. وحسب تقديراتنا، فإن حجم سوق مطاعم الخدمات السريعة يبلغ حوالي 6.3 مليار ريال. وهناك العديد من اللاعبين الكبار الذين يضمهم هذا السوق إذ تشمل قائمة الشركات المحلية شركات كودو وهرفي والبيك بينما تشمل قائمة الشركات الأجنبية شركات ماك دونالدز وبيرجر كينج ودومينيز وهايريز.

يبلغ حجم سوق مطاعم الخدمات السريعة 6.3 مليا ريال

يمكن تقسيم مطاعم الخدمة السريعة إلى مطاعم الوجبات السريعة (الهامبرجر) والمطاعم السريعة الأخرى. ويضم هذا السوق جميع مطاعم الوجبات السريعة التي تتشكل أصنافها الرئيسية من البرجر وتمثل نسبة 32% تقريبا (2 مليا ريال) من إجمالي مطاعم الخدمة السريعة. وبناءً على تقديراتنا فإن ماك دونالدز تتصدر هذا السوق بحصة سوق تبلغ نسبتها حوالي 38%، تليها هرفي في المرتبة الثانية بحصة سوقية تبلغ 24%. ورغمًا عن ذلك، فإن هناك تداخلا بين هذه الأسواق. على سبيل المثال، نجد أن مطاعم هرفي التي تمثل أنواع البرجر المختلفة أصنافها الرئيسية، تقدم لزيائنها أيضا الدجاج المقلي. وفي مثال آخر، نجد أن مطاعم كودو، المتخصصة في تقديم أنواع مميزة من سندوتشات الدجاج ولحوم البقر، تقدم أيضا أنواعا مختلفة من البرجر.

أسواق مطاعم الوجبات السريعة في المدن الكبيرة متركة

ومنذ بداية دخول مطاعم الوجبات السريعة العالمية الى المملكة، فقد توارت العديد من المطاعم المحلية والمطاعم المستقلة وابتعدت عن السوق. وقد استطاع عدد قليل من المطاعم ذات الماركات المحلية مثل هرفي وكودو أن يقاوم هذا الغزو من المطاعم العالمية ويرسخ أقدامه في السوق المحلي، ويمكنه أن ينافس بفعالية، في رأينا، ضد المطاعم ذات العلامات العالمية مثل ماك دونالدز. بيد أن سوق مطاعم الخدمة السريعة في المملكة العربية السعودية قد شهد العديد من المبادرات المحلية الناجحة من قبل بعض الشركات. ويلعب التعليم دوراً هاماً في هذا الجانب حيث نشهد تزايد المحاولات من قبل أصحاب المبادرات السعوديين للانتقال إلى سوق مطاعم الخدمة السريعة. ورغمًا عن أنه يصعب على أصحاب الأعمال الجديدة منافسة الشركات العالمية الضخمة التي تملك سلسلة منتشرة من المطاعم، فإننا نعتقد أن هذه الشركات قد جعلت السوق أكثر تنافسية وبالتالي ساعدت في زيادة حجمه بشكل عام.

العديد من الفرص والقيل من المعوقات

عوامل سكانية مواتية وأنماط حياة جديدة

يعتبر نمو عدد السكان في المملكة من أسرع معدلات نمو السكان في العالم. وتحظى المملكة العربية السعودية بجبل تغلب عليه فئة الشباب إذ نجد أن 50% يقعون في الفئة العمرية دون سن 20 عاماً (المصدر: صندوق النقد الدولي). ويعتبر هذا العامل عاملاً جوهرياً إذا أخذنا في الاعتبار أن الزبائن الرئيسيين لمطاعم الوجبات السريعة هم من فئة المراهقين والشباب. علاوة على ذلك، فقد ظل نمط الحياة في المملكة يشهد تغييراً ملحوظاً إذ أصبح المواطنون يتناولون وجباتهم من المطاعم كثيراً محاكين في ذلك أسلوب ونمط الحياة الأمريكية. وبالإضافة إلى ذلك، وعلى صعيد شريحة النساء، اللاتي كن يقمن بإعداد الطعام في منازلهم، فقد أوكلت لهن أدوار إضافية في المجتمع وأصبحن يلتحقن بالقوة العاملة تدريجياً. إننا نعتقد أن جميع هذه العوامل مجتمعة سوف تؤدي إلى تحريك النمو في هذا السوق في المستقبل.

50% من السكان السعوديين في الفئة العمرية أقل من 20 عاماً

التوسع الأفقي يسهم في زيادة حجم السوق

رغمًا عن أن أسواق الوجبات السريعة في المدن مغطاة تغطية جيدة، فإن التوسع الأفقي الضخم في هذه المدن يوفر فرصاً جديدة للنمو. على سبيل المثال، فإن مدينة الرياض تشهد تمداً واسعاً لدرجة أن المدن الأخرى الصغيرة التي كانت خارج نطاق مدينة الرياض أصبحت في الأونة الأخيرة تقع داخل النطاق العمراني لمدينة الرياض. علاوة على ذلك، فإن المدن الصغيرة والمناطق

المدن الكبيرة تشهد توسعاً أفقياً مضطرباً

الريفية وضواحي المدن أصبحت توفر فرصاً أخرى تساعد في نمو هذا السوق. وقد أصبح للعديد من هذه المناطق في الوقت الراهن مطاعمها المحلية الصغيرة الخاصة بها. إننا نعتقد أن هذه المناطق توفر فرصاً لنمو العلامات التجارية للمطاعم المحلية مثل كودو وهرفي إذ أن سكان هذه المناطق يميلون لأن يكونوا أكثر تحفظاً وربما يجنحون إلى مقاطعة العلامات التجارية العالمية. وبشكل عام ، فإننا نرى أن هذه الصناعة تحظى بإمكانات كبيرة للنمو والتوسع الجغرافي.

ظفرة العقارات تمثل تحدياً

تتكون محلات مطاعم الوجبات السريعة من ثلاثة أنواع المطاعم المستقلة والمطاعم أو المحلات المستأجرة في داخل بعض المباني والمحلات المتواجدة داخل المراكز التجارية (المولات). وتمثل الظفرة التي تشهدها أسواق العقارات عائقاً أمام توسع مطاعم الوجبات السريعة المكونة من سلسلة مطاعم بسبب ارتفاع تكلفة شراء وإيجارات العقارات. وحسب تقديراتنا ، فإن المطاعم المستقلة ، تشكل نسبة 40% تقريباً من مبيعات مطاعم الخدمة السريعة. وحتى يتسنى لأي شركة وجبات سريعة فتح مطعم مستقل ، فإنها أمام خيارين: إما شراء أو استئجار الأرض. وكما هو معلوم فإن شراء الأرض يمكن أن يكون مكلفاً جداً وبالتالي فإنه يكون في كثير من الأحوال غير مجدداً اقتصادياً. وعليه فإن خيار استئجار الأرض يكون هو الأفضل كثيراً عادة غير أن الكثيرين من أصحاب العقارات لا تغريهم فكرة الدخول في عقود إيجارات طويلة الأجل عندما يجدون فرص بيع أفضل كثيراً مع الأخذ في الاعتبار قوة سوق العقارات في المملكة العربية السعودية. وبالمثل ، فقد أصبح استئجار المحلات في داخل المباني أمراً مكلفاً نتيجة لتزايد الطلب على المساحات الخالية داخل المدن.

إن شراء الأراضي لفتح مطاعم مستقلة مكلف جداً

السعودية تفرض ضغطاً أيضاً

استمراراً منها في محاولتها لخفض معدل البطالة في المملكة ، فقد حددت وزارة العمل والعمال السعودية نسبة 30% كحد أدنى للنسبة المطلوبة من تشغيل العمالة السعودية في شركات مطاعم الوجبات السريعة. ليس ذلك فحسب ، بل أن الوزارة جعلت إصدار التأشيرات للأجانب أمراً صعباً ، وبخاصة للشركات التي لا تفي بمتطلبات تشغيل نسبة الـ 30% المحددة. إن هذا الأمر يفرض ضغطاً مالياً وتشغيلياً على هذه الصناعة. فمن الناحية المالية ، نجد أن العمالة السعودية أكثر تكلفة من العديد من العمالة الأجنبية ، كالعائلة الفلبينية على سبيل المثال. غير أن هذا الضغط المالي خفف منه إنشاء صندوق تنمية الموارد البشرية. ويعمل هذا الصندوق على دعم سياسة الدولة الخاصة بالسعودية من خلال دفع نسبة 50% من رواتب العمال السعوديين. وبطبيعة الحال ، فإن الصندوق يفرض شروطاً قاسية غير أن العديد من الشركات كشرية هرفي ، لديها اتفاقيات مع الصندوق تساعد على التعاقد مع أعداد أكبر من السعوديين. وتكمن المشكلة أكثر في الناحية التشغيلية إذ أن العديد من السعوديين الذين يعملون كأمناء صناديق ، ومعظمهم داخل المطاعم ، هم من فئة الشباب صغار السن والمراهقين الذين يفتقرون في كثير من الأحيان إلى ثقافة الالتزام والانضام في العمل. على سبيل المثال ، يمكن أن يعمل بعض هؤلاء الشباب لفترة شهر واحد ثم يترك العمل بعد ذلك. أضف إلى ذلك أن إنتاجيتهم ضعيفة مقارنة بالعمالة الأجنبية وخير مثال لذلك العمالة الفلبينية التي أثبتت نجاحها الفائق وجدارتها في العمل في المطاعم في المملكة. مما تقدم فإننا نعتقد أن هذا الموضوع يمثل عامل ضغط على مطاعم الوجبات السريعة ويمكن أن يعيق توسعها.

تتطلب الحكومة السعودية أن تكون نسبة العمالة السعودية 30% من حجم عمالة أي شركة

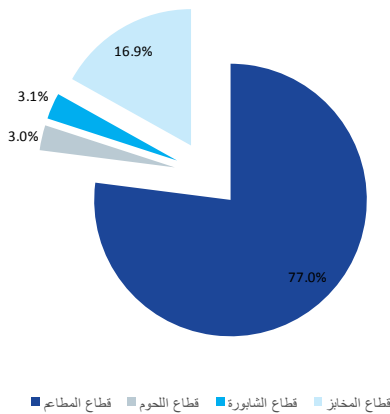
هرفي تشهد توسعاً

زيادة الإنتاج والمبيعات هو النمط السائد حالياً

تحتوي أعمال هرفي على أربعة أقسام هي: سلسلة مطاعم الوجبات السريعة ، قسم المخازن ، قسم الشاؤورة وقسم اللحوم. وفي الربع الأول من عام 2010 ، أسهمت هذه الأقسام بنسبة 77.0% ، 16.9% ، 3.1% و 3.0% من إجمالي الإيرادات على التوالي. وقد سجلت جميع الأقسام نمواً قوياً في الأونة الأخيرة غير أن قسم اللحوم كان الأكثر نمواً إذ سجل نمواً في المبيعات بنسبة تجاوزت 47% في الربع الأول 2010 مقارنة بأرقام نفس الفترة من العام السابق. أما أقسام المطاعم والمخازن والشاؤورة فقد نمت مبيعاتها بنسبة 11% ، 7% و 8% على التوالي مقارنة بأرقام نفس الفترة من عام 2009.

قسم مطاعم الوجبات السريعة هو الأكبر في هرفي

1. هرفي: تفاصيل الإيرادات



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

نتوقع تحقيق هرفي لنمو في مبيعاتها بنسبة 13% و 14% في عامي 2010 و 2011 على التوالي

إن لدى شركة هرفي خطة طموحة لتحسين مبيعات جميع أقسامها بزيادة الإنتاج. وفي ما يتعلق بقسم الوجبات السريعة ، فإن الشركة تخطط لفتح ما بين 20 و 25 مطعمًا في كل عام. وهناك مصنع جديد لمنتجات المخابز يجري إنشاؤه حالياً وتعادل طاقته الإنتاجية أربعة مرات طاقة المصنع الحالي. وبالإضافة إلى ذلك ، فإن الشركة تدرس حالياً توسعة نشاطاتها العالمية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من خلال منح امتيازات تجارية لها هناك. وتملك الشركة حالياً 15 محلاً في كل من الكويت والبحرين ودولة الإمارات ومصر. وإذا أخذنا في الاعتبار هذه الخطة الطموحة للتوسع ، فإننا نتوقع أن تحقق هرفي نمواً في مبيعاتها بنسبة 13% و 14% في عامي 2010 و 2011 على التوالي.

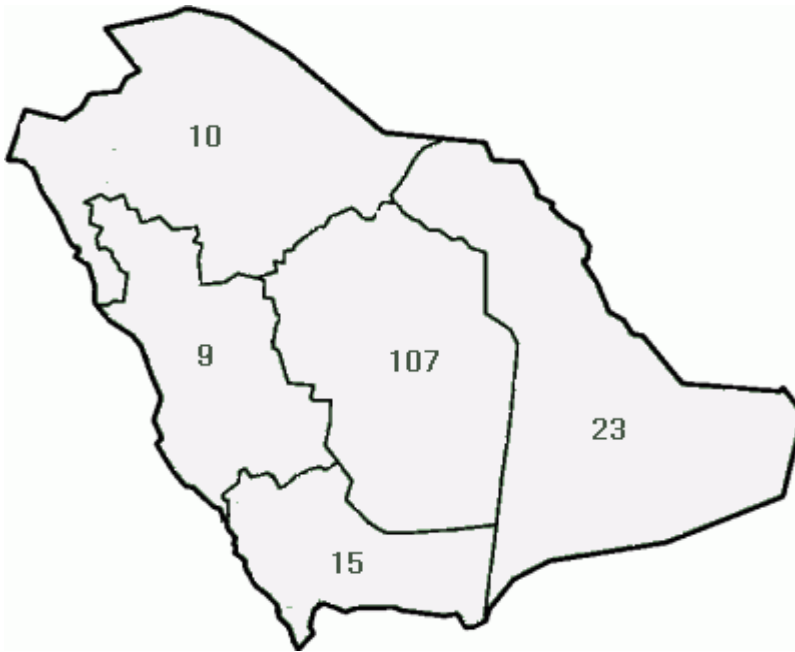
قطاع المطاعم: إستراتيجية طموحة و ذكية للتوسع

تخطط هرفي ، من خلال افتتاح عدد من المطاعم يتراوح تقريباً بين 20 و 25 مطعمًا سنويًا ، لاستمرار التوسع في أعمالها في قطاع المطاعم. ويتوقع أن يؤدي ذلك ، ليس فقط إلى دفع معدل النمو في الشركة ، ولكن أيضاً إلى زيادة الحجم الكلي لسوق مطاعم الهامبرجر. ومن وجهة نظرنا ، فإن الشيء الجدير بالانتباه حول هذه الإستراتيجية ليس هو فقط عدد المحلات التي تقوم هرفي بافتتاحها ولكن اختيار مواقع هذه المحلات. فبالإضافة إلى المدن الكبيرة مثل الرياض والدمام ، فإن هرفي تخطط للتوسع في المناطق الريفية وضواحي المدن والمدن الصغيرة حيث لا توجد هناك مطاعم لشركات تملك سلسلة مطاعم مثل هرفي. وقد افتتحت هرفي بالفعل مطاعم جديدة في كل من عرعر والإحساء. وبالرغم من أن سوق الوجبات السريعة في الرياض قد تمت تغطيته بدرجة كبيرة ، فإننا نعتقد أنه لا يزال يشتمل على إمكانات كبيرة للنمو نظراً للتوسع الأفقي السريع والكثافة السكانية العالية ومستوى دخل الأسرة المرتفع.

هرفي تخطط لفتح عدد من المطاعم يتراوح بين 20 و 25 مطعمًا جديداً في العام

وتملك شركة هرفي في الوقت الراهن 107 مطعمًا في المنطقة الوسطى وعشرة مطاعم في المنطقة الجنوبية و 15 مطعمًا في المنطقة الشمالية و 23 مطعمًا في المنطقة الشرقية وتسعة مطاعم في المنطقة الغربية. ومن الواضح أن العدد الأقل يوجد في المنطقة الغربية كنتيجة طبيعية للحضور القوي لمطاعم البيك ، وهي شركة لها سلسلة مطاعم للدجاج المقلي تسيطر على سوق الوجبات السريعة في تلك المنطقة.

2. هرفي: توزيع مطاعم هرفي حسب المناطق



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

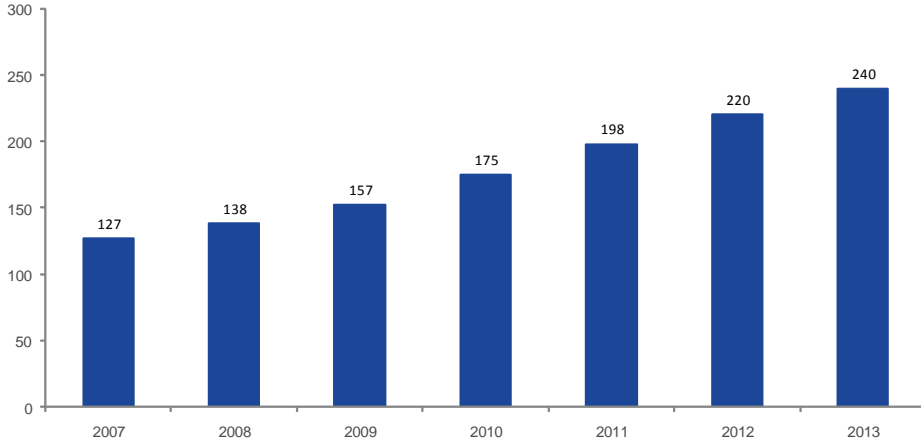
وفقاً لهذه الإستراتيجية ، فإن هرفي ترمي لاصطياد عصفورين بحجر واحد. فمن جانب ، سوف تتوسع الشركة في مناطق لم يتم اختراقها من قبل مع مواكبة التوسع في المدن الكبيرة مما سوف يتيح لشركة هرفي المحافظة على مركزها القوي في هذه المدن. ومن جانب آخر ، فإن المنافسين العالميين مثل ماكدونالدز وبرجر كينج سوف يفكرون طويلاً قبل أن يسيروا على خطى هرفي إذ أن مثل هذه المطاعم لا تحظى عادة بقبول كبير في أوساط الزبائن. إن سكان تلك المناطق يميلون لأن يكونوا أكثر تحفظاً وربما يكون لديهم الاستعداد لدعم أي نوع من أنواع المقاطعة ضد العلامات التجارية الأمريكية والأوروبية. وحتى لو قررت هذه الشركات محاكاة هرفي والسير على خطاها ، فسوف تكون لدى هرفي ميزة التواجد هناك أولاً. وعليه ، فإننا نعتقد أن إتباع هذه الإستراتيجية يعتبر أمراً ذكياً ويتوقع أن يؤتي ثماره في المستقبل.

بالإضافة إلى المدن الكبيرة ، تخطط هرفي لدخول بعض المدن الصغيرة

استناداً إلى خطط الشركة ، فإن تقديراتنا تشير إلى أن عدد مطاعم هرفي سوف يصل إلى 240 بحلول عام 2013. وقد افتتحت الشركة 8 مطاعم لها في عام 2010 كما نتوقع أن تفتح عشرة مطاعم أخرى خلال هذا العام. ونتوقع أن ينتج عن ذلك نمواً قوياً بنسبة 13% في مبيعات قسم المطاعم لهرفي في عام 2010.

نتوقع أن يصل عدد محلات هرفي إلى 240 بحلول 2013

3. هرفي: عدد المطاعم



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

مبيعات الفروع القائمة مثيرة للتساؤل

رغمًا عن أن هرفي تدعى أنها قد حققت نمواً في متوسط المبيعات للفروع القائمة بنسبة 5% في عامي 2008 و 2009 ، فإننا نعتقد أن الشركة قد استفادت في عام 2009 من مقاطعة الكثير من المستهلكين للشركات الأجنبية التي لها امتيازات تجارية هنا مثل ماكدونالدز نتيجة لبعض الأحداث السياسية. وقد أدى ذلك إلى تعزيز مبيعات هرفي للفروع القائمة. وحسب تقديراتنا ، فقد كان النمو خلال الربع الأول 2010 لمبيعات هذه الفروع منخفضاً عند نسبة 1% . وقد سجل قسم المطاعم نمواً في مبيعاته بنسبة 11% في الربع الأول. ومع الأخذ في الاعتبار أن خمسة من هذه المحلات قد تم افتتاحها خلال هذه الفترة ، فإننا نعتقد أن هذا الرقم ، أي 11% ، قد تحقق أساساً من مبيعات الفروع الجديدة.

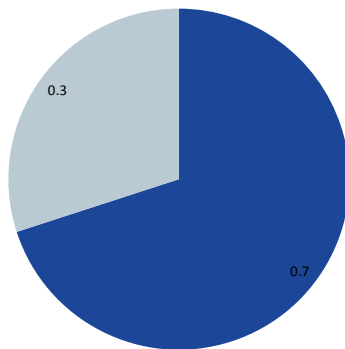
تقديراتنا تشير إلى نمو مبيعات الفروع القائمة بنسبة 1% في الربع الأول 2010

خدمة السيارات والتوصيل للمنازل يمكن أن تزيد مبيعات الفروع القائمة

نظراً لأن هرفي تخطط لافتتاح عدد من المطاعم يتراوح بين 20 و 25 مطعماً كل عام ، فإننا نعتقد أن تزايد تركيز الشركة على منافذ البيع الكبيرة يجب أن يؤدي إلى زيادة المبيعات للفروع القائمة. وسوف توفر المطاعم المستقلة مساحات لخدمة السيارات كما يمكنها زيادة المبيعات للزبائن الذين يتناولون وجباتهم داخل المطاعم. وبالإضافة إلى ذلك ، فإن منافذ البيع الكبيرة عادة ما تقوم بدور تسويقي نظراً لاجتذابها للزبائن. من جانب آخر ، فإن توصيل الطلبات للمنازل بشكل جزء كبيراً من سوق الوجبات السريعة في المملكة. إن نمط الحياة العصرية الاستهلاكية في المملكة يسهم بدرجة كبيرة في انتعاش سوق الوجبات السريعة. وحسب تقديراتنا ، فإن نسبة تتراوح بين 20% و 25% من مبيعات الوجبات السريعة تتحقق من خدمة توصيل الطلبات إلى المنازل. وبالنسبة لهرفي فإن نسبة 30% من مبيعات المطاعم تأتي من خدمة التوصيل للمنازل. ومع الأخذ في الاعتبار أن هرفي بصدد تنفيذ خدمة جديدة للهاتف المجاني لتلبية خدمة التوصيل للمنازل ، فإننا نعتقد أنه بإمكان هرفي تحسن مبيعات هذه الشريحة الفرعية التي يمكن أن تؤدي في نهاية المطاف إلى تحسين متوسط المبيعات للفروع القائمة.

تسهم خدمات التوصيل للمنازل بنسبة 30% من إيرادات المطاعم

4. هرفي: توزيع المبيعات



توصيل المنزل ■ داخل المحل ■

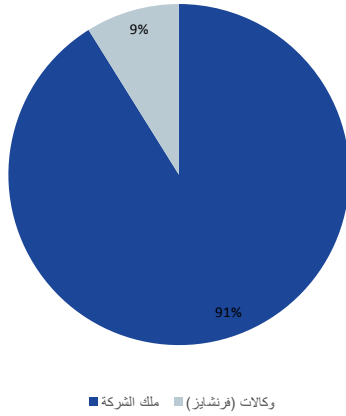
المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

الامتيازات التجارية (الفروع المرخصة) لديها إمكانية النمو

لقد منحت هرفي تراخيص لجهات أخرى لفتح مطاعم باسمها في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي ومصر بنظام الامتياز التجاري. وتملك هرفي ستة مطاعم في الكويت وثلاثة مطاعم في البحرين وثلاثة مطاعم في الإمارات وثلاثة في مصر. ويشكل ذلك نسبة 9% فقط من إجمالي عدد المحلات. ومن البديهي أن أعمال هرفي لا تستند في المقام الأول على نظام الامتيازات التجارية كما هو الحال لماكدونالدز بيد أننا نعتقد أن الشركة لديها إمكانية التوسع في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي ومنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا من خلال نظام الامتيازات التجارية. وحسب هرفي ، فإنها تدرس حالياً التوسع على المستوى العالمي لتصل الى لبنان. إن أرباح تراخيص الامتيازات التجارية تسهم في الوقت الراهن بنسبة تصل إلى 5% من صافي الربح.

هرفي تملك 15 مطعمًا فقط على أساس الامتياز التجاري

5. هرفي: تفاصيل ملكية فروع المطاعم



وكالات (فرانشايز) ■ ملك الشركة ■

المصدر: معلومات الشركة والراجحي المالية

قوائم الطعام المختلفة تسيطر عليها أصناف لحوم الدجاج

تقدم سلسلة مطاعم هرفي أصنافاً متعددة من الأطعمة تشمل لحوم الدجاج واللحوم البقرية والأسماك. وتسيطر أصناف لحوم الدجاج على قوائم الطعام إذ أن هناك ثمانية وجبات مكونة من لحوم الدجاج. والوجبة المعروفة أكثر هي "سوبر تشيكن كومبو". إن هذا العدد الكبير من أصناف الوجبات المكونة من لحوم الدجاج يعكس نمط سوق الوجبات السريعة في المملكة الذي تسيطر عليه منتجات لحوم الدجاج. وتشير تقديراتنا إلى أن أصناف لحوم الدجاج تشكل نسبة تتراوح بين 65 و 70% من مبيعات اللحوم في هذا السوق. وتتكون قوائم طعام هرفي ، من جانب آخر ، من خمس وجبات مكونة من لحوم الأبقار وأشهرها وأوسعها انتشاراً وجبة (سوبر هرفي). علاوة على ذلك ، فإن مطاعم هرفي تقدم لزيائنها وجبات من لحوم الأسماك ووجبات خاصة بالأطفال وأطباق جانبية مثل السلطات والحلويات.

هرفي تقدم منتجات لحوم دجاج في مطاعمها أكثر من الأصناف الأخرى ما يعكس الطلب السعودي

بالإضافة إلى ما تقدم ، فقد أحرزت هرفي نجاحاً في طرح منتجات جديدة مثل تورتيلا الدجاج والبقير والسلك. وفقاً لمعلومات الشركة ، فإن هرفي تخطط لطرح ما بين اثنين إلى ثلاثة من أصناف الوجبات الجديدة في كل عام. والسؤال الذي يطرح نفسه هنا هو: إلى أي مدى ستنجح هذه الخطة؟ وللإجابة على هذا السؤال نذكر أن هرفي قد حققت نجاحاً في الأونة الأخيرة بطرحها لتورتيلا الدجاج وسوبر ستار برجر وكذلك في طرحها للدجاج المقلي قبل فترة طويلة من ذلك. ولكن ، رغم أن هذه المنتجات يبدو أنها تحظى بقبول واسع في السوق ، فليس لدينا أرقاماً لخطوط المنتج الفردية للحكم بشكل دقيق على مدى نجاحها. إضافة إلى ذلك ، فإننا غير متأكدين من مستوى إحلال الأصناف الحالية الذي نتج عن إطلاق هذه الأصناف الجديدة وبالتالي لا يمكننا قياس إلى أي مدى استطاعت هذه المنتجات إضافة مبيعات جديدة وزبائن جدد. وبالنظر إلى نمو متوسط مبيعات الفروع القائمة الذي تبلغ نسبته 5% والذي تدعى هرفي أنها قد حققتها خلال السنتين السابقتين ، فإنه يبدو أن الأصناف الجديدة قد حققت مبيعات جديدة. ومع ذلك ، وعند الأخذ في الاعتبار تقديراتنا لمتوسط نمو المبيعات للفروع القائمة في الربع الأول 2010 ، فإننا نعتقد أن هرفي ربما تحتاج لتحسين عملية تطوير منتجاتها من أجل زيادة مبيعات فروعها القائمة ومن ثم تعزيز مبيعاتها لتتجاوز النمو الذي سوف يحقق من افتتاح محلات جديدة.

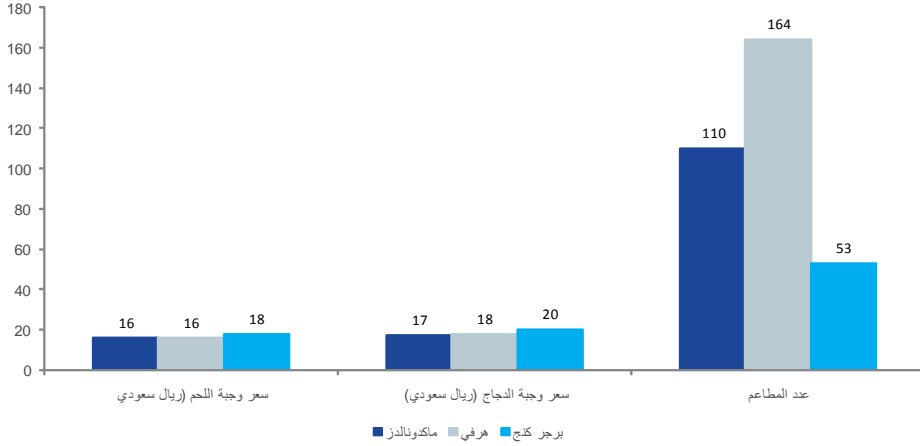
بدأ تقديم تشيكن تورتيلا وسوبر ستار مؤخراً وقوبلت بنجاح

مقارنة بين هرفي وشركات مطاعم الوجبات السريعة الأخرى

تأتي هرفي في صدارة سوق الوجبات السريعة من حيث عدد المطاعم في المملكة. وتملك هرفي حالياً 165 مطعمًا مقارنة بعدد 110 لماكدونالدز و53 لبرجر كينج. ومن حيث الأسعار ، فإننا نعتقد أن أسعار هرفي تأتي في مستوى وسط بين ماكدونالدز باعتبارها الأرخص وبرجر كينج الأكثر تكلفة. وفي هذا الصدد ، فإن سعر وجبة الدجاج (سوبر تشيكن كومبو) التي تقدمها هرفي يبلغ 18 ريالاً مقارنة بسعر 17 ريالاً و 20 ريالاً للوجبات المقارنة في ماكدونالدز (ماك تشيكن) وبرجر كينج (هوبر تشيكن) على التوالي. وبالمثل ، فإن سعر وجبة هرفي المكونة من اللحم البقري (سوبر هرفي كومبو) يبلغ 16 ريالاً مقارنة بسعر 16 ريالاً و 18 ريالاً للوجبات المقارنة في ماكدونالدز (بيف ماك) و برجر كينج (سوبر ميل) على التوالي. ويمكن أن يقول البعض في هذا الصدد ، أن الوجبات التي تقدمها برجر كينج وهرفي أكبر في أحجامها من تلك التي تقدمها مطاعم ماكدونالدز وهي وجهة نظر يمكن أن ننق معها. بيد أننا نعتقد أن المستهلكين أكثر حساسية للأسعار ويقارنون بين مطاعم الوجبات السريعة في المقام الأول على أساس الأسعار وليس الحجم.

هرفي تأتي في صدارة سوق الوجبات السريعة في المملكة من حيث عدد المطاعم

6. السعودية: مقارنة هرفي مع ماكdonaldز و برجر كنج



المصدر: معلومات الشركة، بلومبيرج، والراجحي المالية

رغمًا عن حقيقة أن عدد محلات هرفي أعلى بكثيرًا من عدد محلات ماكdonaldز، فإن تقديراتنا تشير إلى أن ماكdonaldز تستحوذ على الحصة الأكبر في السوق بنسبة 38% في سوق مطاعم الوجبات السريعة للهامبرجر. وتأتي في المرتبة الثانية شركة هرفي بحصة في السوق تبلغ 24%. والسؤال المطروح هنا هو لماذا تستأثر ماكdonaldز بأعلى حصة في السوق في الوقت الذي تزيد فيه محلات هرفي بواقع 55 فرعًا عن ماكdonaldز؟ والإجابة هي أن متوسط المبيعات للمطعم الواحد أعلى بكثيرًا في ماكdonaldز. وحتى يمكن لماكdonaldز المحافظة على هذه الحصة من السوق، فإنها تحتاج لأن يبلغ متوسط مبيعاتها للفرع الواحد 2.6 مرة متوسط مبيعات الفرع الواحد لشركة هرفي. وهذا بدوره يثير السؤال التالي: كيف يمكن لماكdonaldز التفوق في أدائها على هرفي وتحقيق متوسط مبيعات أعلى كثيرًا من متوسط مبيعات هرفي؟ إن إجابتنا على هذا السؤال موضحة في النقاط التالية:

مواقع المحلات وحجمها وتصميمها

إن ماكdonaldز انتقائية جدًا في اختيار المواقع لمحلاتها الجديدة. فهي تقوم بالبحث عن المواقع التي تكون واضحة جدًا للزبائن وفي المناطق ذات الكثافة السكانية العالية. إن العديد من هذه المواقع توجد في زوايا الأسواق. وبالإضافة إلى ذلك، فإن معظم فروعها هي عبارة عن محلات منفصلة كبيرة وتتميز بخدمة مريحة لطلبات السيارات. وحسب تقديراتنا، فإن ما نسبته 70% إلى 80% من مطاعم ماكdonaldز هي عبارة عن مطاعم في بنايات مستقلة بينما تقل هذه النسبة عن 50% لشركة هرفي. علاوة على ذلك، فقد قامت ماكdonaldز في الأونة الأخيرة بتجديد العديد من مطاعمها. وبالمقارنة فإن معابنتنا لمطاعم هرفي أعطتنا انطباعًا بأن معظمها قديم ويحتاج لتجديد.

الشباب السعودي والمراهقين

إننا نعتقد أن ماكdonaldز تروق أكثر لشريحة الشباب والمراهقين. ويعتبر ذلك ميزة إذا أخذنا في الاعتبار أن 50% من السكان السعوديين في الفئة العمرية دون سن العشرين. ويتركز مستهلكو الوجبات السريعة في أوساط الشباب والمراهقين.

نشاط التسويق والترويج

إن ماكdonaldز نشطة جدًا في مجال الإعلانات الخارجية (في الشوارع) والإعلانات التلفزيونية. ومن الواضح أن هذه الإعلانات تستهدف شريحة الشباب والمراهقين. وفي رأينا، فإن هرفي نشطة فقط في إعلانات الشوارع وهي تستهدف جميع شرائح المستهلكين والمستهلكين من الأسر.

إننا نعتقد أن العوامل المذكورة أعلاه هي العوامل الرئيسية التي مكنت ماكdonaldز من التفوق على هرفي من حيث متوسط المبيعات لكل مطعم. وحتى يتسنى لهرفي زيادة متوسط مبيعاتها لكل محل، فإننا نرى أن الشركة تحتاج للتركيز على المطاعم المستقلة في المستقبل وتجديد محلاتها القديمة وزيادة نشاطها التسويقي.

وفقًا لإدارة هرفي، فإنها تخطط لفتح المزيد من المحلات الكبيرة المزودة بخدمات طلبات سيارات وتوصيل طلبات للمنازل مريحة أكثر من تلك المتوفرة للمحلات الصغيرة. بالإضافة إلى ذلك، تخطط الشركة لتنفيذ دعايات تلفزيونية إلى جانب دعايات الشوارع التي تقوم بها حاليًا. إننا نتوقع أن تؤدي مثل هذه السياسة إلى زيادة متوسط المبيعات لكل فرع وتساعد في البدء في تضيق الفجوة بينها وبين ماكdonaldز.

تشير تقديراتنا إلى أن ماكdonaldز لديها حصة في السوق أكبر من حصة هرفي

ماكdonaldز أكثر انتقائية في مواقع مطاعمها كما أن مطاعمها أكبر من مطاعم هرفي

هرفي تخطط لاتخاذ خطوات لزيادة متوسط المبيعات لكل محل

قسم منتجات المخابز: في انتظار التوسع في 2011

نظراً لحجمه في السوق الذي يبلغ حوالي 1.4 بليون ريال ، فإننا نعتقد أن سوق منتجات المخابز مهيباً للاستمرار في النمو بنسبة 5% تقريباً في العام مدعوماً بالعوامل السكانية المواتية. إننا نرى أن هذا السوق مجزأ بدرجة كبيرة وتسيطر المحلات الصغيرة والمحلية على السوق إلى جانب العلامات التجارية الخاصة بأسواق السوبر ماركت. ومع ذلك ، فإن هناك عدداً قليلاً من اللاعبين المهمين مثل لوزين والراشد وأمريكانا وهرفي. وتستحوذ هرفي حالياً على حصة في السوق تبلغ حوالي 7%. ونعتقد أن الشركة يمكنها التفوق على السوق من حيث معدل النمو عن طريق زيادة حصتها السوقية على حساب صغار اللاعبين في السوق بشكل أساسي.

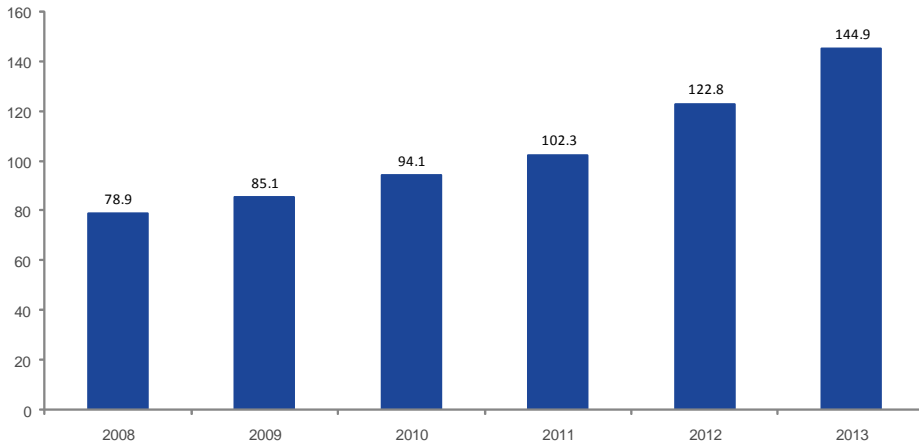
ان قسم المخابز في هرفي هو ثاني أكبر قسم في الشركة من حيث الإيرادات. ويسهم هذا القسم بنسبة 17% تقريباً من إجمالي مبيعات هرفي. وقد نمت إيرادات هذا القسم بنسبة 8% تقريباً خلال السنوات القليلة الماضية. وتذهب نسبة 15% من إنتاج هذا القسم إلى قسم المطاعم. وتضم قائمة منتجات المخابز الخبز والمعجنات والبطائر والحلويات والكيك. ويتم توزيع منتجات قسم المخابز بهرفي من خلال أسواق السوبر ماركت والهابير ماركت والبقالات ومحلات توزيع منتجات مخابز هرفي. لقد تم تنفيذ فكرة محلات توزيع منتجات مخابز هرفي مؤخراً. وتملك هرفي في الوقت الراهن 19 محلاً لتوزيع منتجات المخابز وتقع جميعها في المنطقة الوسطى. ووفقاً لهرفي ، فإنها تخطط لفتح ثلاثة محلات سنوياً. ومن شأن ذلك أن يدعم مبيعات منتجات المخابز ويرفع حصة هرفي في السوق.

بدأت شركة هرفي حالياً التحضيرات لبناء مصنع جديد لمنتجات المخابز تعادل طاقته الإنتاجية أربعة مرات طاقة المصنع الأول. ويتوقع أن يبدأ هذا المصنع إنتاجه في أواخر عام 2011 . ونعتقد أن شركة هرفي سوف تستفيد من شبكة توزيعها وتعمل على تحقيق نمو قوي في المبيعات بنسبة تصل إلى 20% في هذا القسم في عام 2012 . وحتى حلول ذلك التاريخ ، فإننا نتوقع أن يظل نمو مبيعات قسم المخابز جيداً حول مستوى 10%. ورغم أن نسبة النمو هذه أعلى من متوسط نمو المبيعات للسنتين الأخيرتين ، فإنها تعتبر معقولة ، من وجهة نظرنا ، إذ أخذنا في الاعتبار أن الشركة تخطط لزيادة مبيعاتها ونشاطاتها التسويقية.

زيادة الطاقة الإنتاجية ستدعم نمو قسم
المخابز في عام 2012

نتوقع نمو قسم المخابز بنسبة 11% تقريباً
في 2010

7. هرفي: مبيعات قسم المخابز



المصدر: معلومات الشركة والراجحي المالية

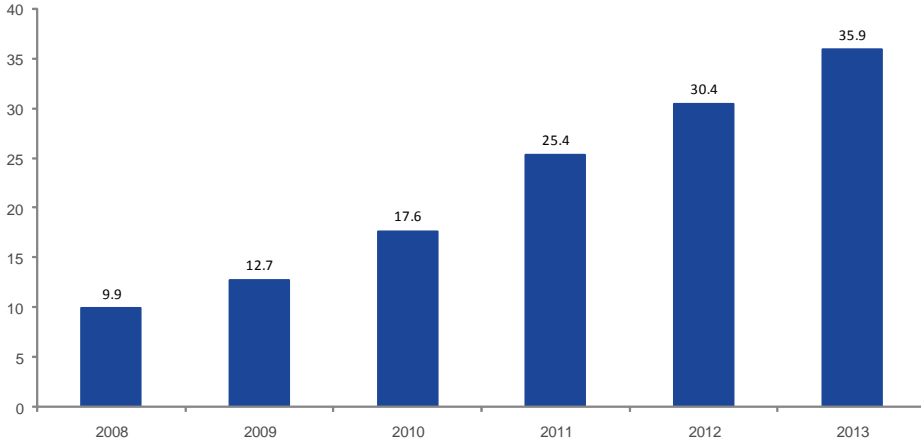
قسم اللحوم: نمو ملحوظ

يبلغ إجمالي حجم سوق اللحوم في المملكة 1.7 مليار ريال سعودي وهو ينمو بدرجة كبيرة مدفوعاً بسوق المطاعم الذي يشهد توسعاً كبيراً وكذلك بالتغيرات التي تحدث في أنماط معيشة المستهلكين. ويتكون هذا السوق من اللحوم الطازجة واللحوم المجمدة. وتشمل قائمة أصناف اللحوم لحوم الدجاج ولحوم البقر ، وكذلك لحوم الأسماك ، على نقيض الحال في الأسواق الغربية. وبشكل استهلاك المطاعم نسبة 60% من إجمالي مبيعات اللحوم بينما يشكل الاستهلاك المنزلي نسبة 40%.

نما قسم اللحوم بنسبة 47% في الربع الأول
ونتوقع أن يحافظ على هذا النمو في عامي
2010 و 2011

ويتكون قسم اللحوم في هرفي من أصناف لحوم الدجاج (بما فيها شرائح الدجاج ، شرائح لحم البرجر ، أجنحة الدجاج وقطع الدجاج الناعمة) وشرائح لحوم البقر. ويستهلك قسم المطاعم حوالي 60% من إجمالي إنتاج لحوم هرفي بينما يتم بيع الحصة المتبقية في السوق الخارجي. ويمثل قسم اللحوم نسبة 2.5% من إيرادات هرفي كما في 2009 ولكنه سجل نمواً كبيراً في الربع الأول من 2010 حيث ارتفعت مبيعاته بنسبة 47% عما كانت عليه لنفس الفترة من عام 2009 لتشكل نسبة 3% من إجمالي الإيرادات. ونتوقع أن يتخطى قسم اللحوم قسم الشاوية ويسهم بنسبة 4.5% من الإيرادات بحلول 2012 .

8. هرفي: مبيعات قطاع اللحوم



المصدر: معلومات الشركة والراجحي المالية

إن إنتاج اللحوم الحالي يمثل نسبة 85% تقريباً من إجمالي الطاقة الإنتاجية. ومع أننا نتوقع أن يتم تشغيل مصنع اللحوم في هرفي بكامل طاقته الإنتاجية بنهاية عام 2010، فسوف لن تتم الاستفادة منه بالكامل حيث سيتم تشغيله على أساس وردية واحدة لثمانية ساعات. ويشير ذلك إلى أن هرفي يمكن تزيد طاقتها الإنتاجية ببساطة بإضافة وردية أخرى. ووفقاً لهرفي، فإن قسم اللحوم يمر حالياً بفترة زيادة في طاقته الإنتاجية ويتوقع أن يؤدي هذا التوسع إلى زيادة الطاقة الإنتاجية بنسبة 50% علماً بأنه لن يتم تشييد مصنع جديد ولكن سوف تتحقق الزيادة من التوسع في خط الإنتاج الحالي للمصنع ويتوقع أن يكتمل ذلك في مستهل 2011.

في الوقت الراهن، نجد أن قنوات التوزيع للحوم محدودة وتقتصر على التوزيع لمحال الهايبر ماركت والسوبر ماركت ومخابز هرفي وعدد قليل من البقالات. وقد كان تركيز الشركة المتزايد على هذا القسم في الأشهر القليلة الماضية واضحاً ويمكنها الاستفادة من شبكة توزيعها الحالية للتوسع في توزيع منتجاتها من اللحوم إلى مزيد من البقالات. إننا نعتقد أن هذا الاتجاه، مقرونًا بزيادة الطاقة الإنتاجية والمنتجات الجديدة، يمكن أن يؤدي إلى دعم هذا القطاع في المستقبل. وبناءً عليه، فإننا نتوقع أن تحافظ هرفي على النمو القوي في مبيعاتها بنسبة تتجاوز 40% في هذا القسم في عامي 2010 و 2011.

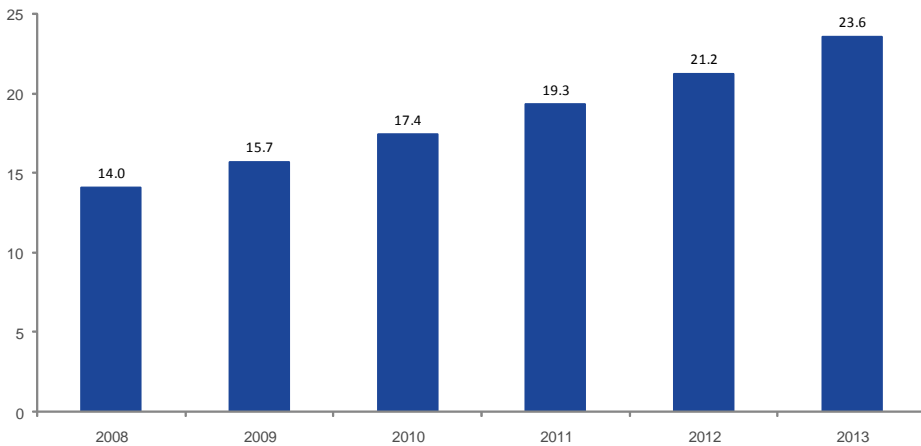
إن زيادة الطاقة الإنتاجية بالإضافة إلى التوسع في قنوات التوزيع سوف يدعم نمو هذا القسم

قسم الشابورة: نمو جيد

القسم الرابع من أقسام هرفي هو قسم الشابورة. ويضم هذا القسم منتجات الشابورة وأنواع البسكويت المختلفة والمعمول (المنتج من التمور). ويسهم هذا القسم بنسبة 3% تقريباً من إجمالي مبيعات هرفي. وقد أظهرت مبيعات هذا القسم نمواً جيداً بنسبة بلغت حوالي 11% سنوياً. ويتم توزيع منتجات هذا القسم، مثلها مثل قسم المخابز، عبر محال الهايبر ماركت والسوبر ماركت ومحلات منتجات المخابز الخاصة بهرفي بالإضافة إلى البقالات. ووفقاً للشركة، لا توجد خطط للتوسع في هذا القسم، على الأقل في الوقت الراهن. وبناءً عليه، فإنه يمكننا القول أن هذا القسم سوف يشهد نمواً ثابتاً بنسبة تتراوح بين 10 و 11% خلال السنوات القليلة القادمة.

نتوقع نمو قسم الشابورة باستمرار بنسبة 10%

9. هرفي: مبيعات قسم الشابورة



المصدر: معلومات الشركة والراجحي المالية

التقييم

سهم هرفي لا يزال مرشحاً للارتفاع

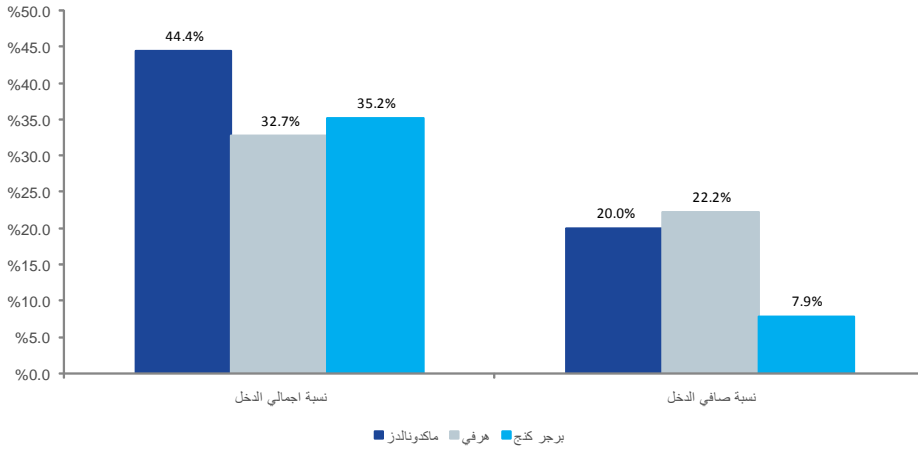
هرفي : شركة مربحة جداً

صافي هامش الربح منافس جداً

إن شركتنا مكدونالدز وبرجر كينج غير مدرجتين في سوق الأسهم السعودي. وبناءً عليه ، فقد قررنا مقارنة ربحية هرفي بشركتي مكدونالدز انكوربوريشن وبرجر كينج انكوربوريشن في الولايات المتحدة الأمريكية. ورغم أن الشركتين تتمتعان بهوامش ربح إجمالية أعلى من هرفي ، فإن كلتا الشركتين أقل في أدائهما من أداء هرفي من حيث صافي هامش الربح. فشركة هرفي لديها صافي هامش ربح تبلغ نسبته 22.2% مقارنة بنسبة 20% و 7.9% لشركتي مكدونالدز و برجر كينج على التوالي. إننا نعتقد أن هذا التفوق في الأداء لشركة هرفي يمكن أن يعزى لعاملين: أولاً معدل الضرائب المنخفض في المملكة العربية السعودية وثانياً ، صافي هامش الربح المرتفع لأقسام هرفي الأخرى (اللحوم ، الشاورمة والمخابز).

تتمتع هرفي بأعلى نسبة صافي هامش ربح من بين الثلاث شركات الرئيسية في هذا المجال ، بنسبة 22%

10. مقارنة نسبة إجمالي وصافي الربح لهرفي مع شركات عالمية



المصدر: معلومات الشركات، والراجحي المالية

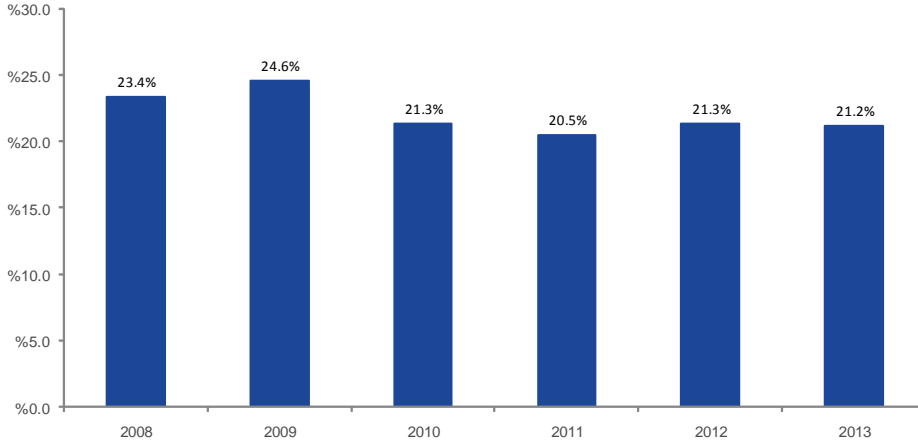
إن هامش الربح الإجمالي لشركة هرفي يبدو جيداً ولكنه منخفض مقارنة بشركة مكدونالدز . ونذكر هنا أن المواد الأولية ومدخلات الإنتاج الأساسية التي تستخدمها هرفي هي اللحوم التي تستورد معظمها من البرازيل وكذلك الدقيق. وقد ظلت أسعار اللحوم ، خاصة لحوم الأبقار ، تسجل ارتفاعاً مضطرباً بسبب تزايد الطلب عليها. وحسب هرفي ، من المحتمل أن ترتفع أسعار لحوم الأبقار بنسبة تصل إلى حوالي 4% خلال عام 2010 . ورغم أننا نعتقد أنه سيكون صعباً على هرفي زيادة هامش أرباحها خلال عام 2010 فإننا نعتقد أنه سيكون بإمكانها المحافظة على مستوى هامش ربحها الإجمالي الحالي. أما في المستقبل ، وما لم ترتفع أسعار اللحوم بشكل غير متوقع ، فإن التوسع في أقسام اللحوم والمخابز ينبغي أن يؤدي إلى زيادة إجمالي هامش الربح لشركة هرفي نظراً لربحيتهما القوية.

ربح اقتصادي ممتاز : أرباح الأسهم الموزعة هي الثمار

وفقاً لتقديرنا ، فقد حققت هرفي خلال الفترة 2008 – 2009 عائداً على رأس المال تراوح بين 32 و 33% . ويزيد ذلك عن ثلاثة أضعاف تقديراتنا للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال الذي تبلغ نسبته 8.9% مما يشير إلى أن الشركة قد حققت هامش ربح اقتصادي (العائد على رأس المال المستثمر – المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) تراوح بين 23% و 24%. ونتوقع أن ينخفض هامش الربح الاقتصادي لشركة هرفي انخفاضاً طفيفاً من هذا العام فصاعداً ولكننا رغم أن ذلك نعتقد أن الشركة بإمكانها تحقيق عائد اقتصادي ممتاز بنسبة 20- 22% خلال الفترة 2010 – 2013 .

ربح اقتصادي قوي يتراوح بين 23 و 24%

11. هرفي: نسبة الربح الاقتصادي



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

نسبة العائد الموزع لشركة هرفي يبلغ حالياً 4.4% تقريباً

يتم تداول سهم شركة هرفي حالياً عند نسبة عائد موزع يبلغ حوالي 4.4% ويعتبر ذلك جيداً مقارنة بشركات المنتجات الغذائية الأخرى، مثل المراعي (2.2%). وهناك إمكانية لنمو أرباح الأسهم الموزعة نظراً للتدفقات النقدية القوية للشركة. وحسب تقديرنا، فإننا نتوقع أن تبلغ نسبة أرباح الأسهم الموزعة حوالي 6% بحلول عام 2013.

تقييم الشركة: ملخص لمنهجيتنا ونتائج ختامية

إن الطريقة الرئيسية التي قمنا باستخدامها لتقييم شركات إنتاج المواد الغذائية السعودية هي طريقة الربح الاقتصادي المحسوم طويل الأجل والتي تسمى أيضاً طريقة القيمة الاقتصادية المضافة المحسومة للمدى البعيد. وتختلف هذه الطريقة اختلافاً طفيفاً عن طريقة التدفق النقدي المحسوم ولكنها مساوية لها من الناحية الحسابية. وقد درجنا في نماذجنا أن نقوم بعمل التوقعات الصريحة لقائمة الدخل والميزانية والتدفق النقدي الخارج حتى عام 2020. ثم بعد ذلك نفترض انخفاضاً مستمراً في العائد على رأس المال المستثمر، أي العائد الإضافي، حتى نصل إلى تكلفة رأس المال على مدى فترة تصل إلى 50 عاماً من نهاية فترتنا للتنبؤات الصريحة. إن هذه الطريقة تساعد على تجنب مشكلة عامة تشتمل عليها طريقة نماذج الفترات الطويلة وهي بالتحديد أن المحللين يتوقعون عن التنبؤات عند نقطة عشوائية في وقت تكون فيه الشركة المعنية لا تزال تحقق عائدات مرتفعة. ومن حيث النظرية المالية فإن ذلك يعتبر غير محتمل كما أن العائدات الإضافية سوف تختفي في نهاية المطاف من خلال المنافسة أو الأنظمة أو بعض الطرق الأخرى.

طريقتنا الرئيسية للتوقعات طويلة الأجل هي الربح الاقتصادي المحسوم

إن عمليات التقييم التي استخدمناها والتي تستند على طريقة الربح الاقتصادي المحسوم حساسة للعديد من العوامل بما في ذلك نمو الإيرادات المقترضة وهامش الربح قبل تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء ونسبة المصروفات الرأسمالية / المبيعات في عام 2020، أي السنة الأخيرة للتدفقات الصريحة. وهناك متغير هام آخر وهو المدة المقترضة لفترة الميزة التنافسية، أي الفترة التي تحقق الشركة خلالها عائدات أعلى من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. إن اتخاذ القرار الخاص بطول فترة الميزة التنافسية هو بطبيعة الحال ممارسة غير موضوعية. وقد افترضنا فترة 25 سنة لشركة هرفي على أساس أنها واحدة من الشركات الرائدة في السوق وسوف يحتاج منافسوها في السوق لعدة سنوات لمنافستها بشكل فعال. علاوة على ذلك، فإن المملكة العربية السعودية تضع شروطاً قاسية لإصدار تراخيص للشركات العالمية الجديدة التي تنوي دخول السوق السعودي.

قدرنا نسبة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لهرفي عند 8.9%

وعلى كل حال، وكما هو الحال في أي طريقة قائمة على التدفق النقدي المحسوم، فإن العامل الذي تكون طريقة التقييم باستخدام الربح الاقتصادي المحسوم حساسة جداً له هو المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. وقد افترضنا متوسطاً مرجحاً لتكلفة رأس المال بنسبة 8.9% لشركة هرفي. ووفقاً لبلومبيرج، فإن قيمة بيتا المعدلة لشركة هرفي تبلغ 0.6. ونظراً لأن هرفي قد تم إدراجها في السوق عقب اكتتاب عام أولي جرى مؤخراً في شهر فبراير الماضي، فإننا نرى أن الشركة ليس لديها تاريخ طويل في سوق الأسهم يكفي لجعل قيمة بيتا الخاصة بها ذات مغزى، وعليه فقد استخدمنا قيمة بيتا تعادل 0.95 على أساس متوسط قيمة بيتا لشركتي المراعي وصافولا (وهما شركتان تعملان أيضاً في قطاع المنتجات الغذائية). وبالإضافة إلى ذلك، فإن هرفي تتميز بانخفاض سعر الفائدة على الديون وقد نتج ذلك عن حقيقة أن جزءاً كبيراً من ديونها يأتي من صندوق التنمية الصناعية السعودي. إن سعر الفائدة على هذه الديون منخفض جداً أو ربما يصل إلى الصفر.

إن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال حساس جداً أيضاً لبنية رأس المال الأمثل. كما أن تقدير بنية رأس المال الأمثل يعتبر أيضاً ممارسة غير موضوعية. وقد افترضنا أن نسبة حجم الدين النهائي (الدين مضافاً إليه رأس المال) لشركة هرفي تبلغ 25% مقارنة بنسبة 5% تقريباً في الوقت الراهن. وبينما يعتبر هذا الرقم منخفضاً وفقاً للمعايير التقليدية، فإننا نعتبر أن أعمال شركة هرفي محققة للنقدية بدرجة كبيرة وبناءً عليه فإننا نتوقع أن يظل معدل المديونية منخفضاً على المدى البعيد.



12. هرفي: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

العائد عديم المخاطر	3.2%
عائد السوق - العائد عديم المخاطر	8.0%
بيتا	1.0
تكلفة رأس المال	10.8%
تكلفة الدين	3.5%
الضريبة	2.5%
تكلفة الدين بعد الضريبة	3.4%
الوزن المستهدف	25.0%
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال	8.9%

المصدر: بلومبيرج، والراجحي المالية

تقديرنا تشير إلى أن القيمة العادلة للربح الاقتصادي المحسوم لشركة هرفي تبلغ 97.0 ريال

بناءً على تحليل الربح الاقتصادي المحسوم طويل الأجل، وباستخدام افتراضنا الأساسي لفترة ميزة تنافسية تبلغ 25 عاماً، فقد قمنا بتقدير القيمة العادلة لسهم الشركة عند مستوى 97.0 ريالاً.

بالإضافة إلى طريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد، فقد استخدمنا طريقة تحليل المضاعفات المقارنة لتقييم شركة هرفي مقارنة بالشركات العالمية القوية العاملة في نفس المجال. وفقاً لهذه الطريقة فإننا نستخدم مقارنات لمقاييس التقييم وأهمها - قيمة الشركة / EBITDA ومكرر الربحية لمقارنة هرفي مع نظيراتها من شركات الوجبات السريعة العالمية المدرجة في أسواق الأسهم من أجل تقدير القيمة العادلة. وقد أخذنا متوسطاً مرجحاً لطريقتي التقييم المستخدمتين باعتباره يمثل سعرنا المستهدف وذلك بإعطاء وزن بنسبة 70% لطريقة الربح الاقتصادي المحسوم طويل الأجل وبنسبة 30% لطريقة تحليل المضاعفات المقارنة. وكان ينبغي علينا من ناحية منطقية أن نستخدم فقط طريقة التدفقات النقدية المحسومة للمدى البعيد أو طريقة الربح الاقتصادي المحسوم، ليس فقط لأنها أسهل تبريراً من الناحية النظرية، ولكن أيضاً لأنها تناسب جداً قطاع مثل قطاع المنتجات الغذائية يمكن التنبؤ بتدفقاته النقدية بشكل معقول. عموماً، فإننا نرى أن طريقة المضاعفات المقارنة تمثل مؤشراً جيداً للاداء وتحديد السعر في الواقع إذا أخذنا في الاعتبار أن شركة هرفي قد تم تسجيلها في سوق الأسهم مؤخراً فقط.

استخدمنا تحليل المضاعفات المقارنة بالإضافة إلى تحليل الربح الاقتصادي المحسوم

في ما يتعلق بطريقة تحليل المضاعفات المقارنة، فإننا نعتقد أننا كنا انتقائيين ومتحفظين جداً وذلك باختبارنا لشركات قوية متعددة الجنسيات كمقاييس معيارية. وقد كانت هاتان الشركتان هما شركة ماكدونالدز وشركة برجر كينج. ورغم أن ارتفاع قيمتهما في السوق كثيراً عن شركة هرفي، فإننا نعتقد أنهما يوفران مؤشرات مقارنة ممتازة نظراً لطبيعة أعمالهما. ويوضح الجدول التالي الأرقام والنسب الرئيسية لهاتين الشركتين مقارنة بأرقام شركة هرفي.

لقد اخترنا شركتين متعددتي الجنسيات في مجال الوجبات السريعة كمقياس معياري لشركة هرفي

13. هرفي: التقييم مقارنة بشركات أخرى

الشركة	السوق	القطاع	القيمة السوقية	مكرر الربحية	EV/EBITDA	رمز بلومبيرج
ماكدونالدز	نيويورك	التجزئة - المطاعم	\$ 71,756	15.4	11.9	MCD US
برجر كينج	نيويورك	التجزئة - المطاعم	\$ 2,540	16.8	11.5	BKC US
هرفي	تداول	الزراعة والصناعات الغذائية	\$ 497	15.2	11.9	Herfy AB

المصدر: بلومبيرج، والراجحي المالية

وباستخدام متوسط نسب ربح السهم وقيمة الشركة / EBITDA للشركات التي اتخذناها كمقاييس معيارية، فقد قمنا بتقدير القيمة العادلة لسهم شركة هرفي وفقاً لهذه الطريقة عند 72.3 ريالاً.

استناداً إلى إعطاء وزن يبلغ 70% لطريقة الربح الاقتصادي المحسوم طويل الأجل و30% لطريقة تحليل المضاعفات المقارنة، فقد توصلنا إلى سعر مستهدف يبلغ 89.6 ريالاً لشركة هرفي. ويعني ذلك ضمناً إمكانية ارتفاع سعر السهم بنسبة 19.8% من سعر السهم الحالي وبناءً عليه يصبح تصنيفنا لهرفي هو زيادة المراكز في سهمها. ونضيف هنا أن هرفي ليس لديها فقط إمكانية تحقيق ربح رأسمالي ولكن لديها أيضاً إمكانية تحقيق أرباح موزعة بنسبة جيدة تبلغ 4.4%. إننا نعتقد أن نسبة أرباح الأسهم الموزعة تعبر كبيرة مقارنة بشركات المنتجات الغذائية الأخرى كما أن لديها إمكانية النمو إذا أخذنا في الاعتبار أن هرفي تتمتع بتدفقات نقدية كبيرة.

توصيتنا بخصوص شركة هرفي هي زيادة المراكز في سهمها والسعر المستهدف هو 89.6 ريالاً

المستوى العالي من الشفافية يتوقع أن يستمر في دعم سعر سهم هرفي

رغم أن سعر سهم هرفي ظل يسجل أداءً قوياً خلال الفترة الماضية، فإننا نعتقد أنه بإمكانه الاستمرار في هذا الارتفاع. ومن الأسباب الرئيسية التي يمكن أن تكون وراء هذا الارتفاع المستوى العالي لشفافية الشركة. لقد عقدنا اجتماعاً جيداً جداً مع إدارة شركة هرفي تمت فيه الإجابة على كل الأسئلة التي طرحناها تقريباً. إن شركة هرفي يمكنها دائماً بذل المزيد من الجهود لتقوية علاقاتها مع المستثمرين، بيد أننا نعتقد أن الجانب المتعلق بعلاقات الشركة مع مستثمريها جيد جداً في الوقت الراهن إذا أخذنا في الاعتبار أنه قد تم إدراج أسهمها في سوق الأسهم قبل أشهر قليلة مضت فقط. إن الالتزام بالمستوى العالي من الشفافية من قبل الشركة لا يوضح فقط المعايير المهنية للشركة ولكنه يعكس أيضاً ثقة الشركة الكبيرة في أعمالها. إننا نعتقد أن المستثمرين من قطاع المؤسسات، وبخاصة المستثمرين العالميين، لديهم الرغبة أكثر في الاستثمارات التي تتمتع بالشفافية أكثر من غيرها.



في هذا الإطار ، يجدر بنا أن نركز على أننا نتوقع أن تعمل هرفي على زيادة رغبات المستثمرين في شراء أسهمها فور السماح للمستثمرين الأجانب بالمشاركة الكاملة في سوق الأسهم السعودي. ونشير هنا إلى أن هيئة السوق المالية قد وافقت مؤخراً على إطلاق صناديق المبادلة في السوق السعودي. وينبغي أن يسمح للمستثمرين العالميين بالاستثمار في الصناديق المتداولة في البداية ويتوقع كثيراً أنه سوف يسمح لهم بالاستثمار مباشرة في الأسهم السعودية في المستقبل.

فور فتح السوق للمستثمرين الأجانب ، فإننا نتوقع أن يتجه المستثمرون العالميون للاستثمار في هرفي

المخاطر المرتبطة بافتراضاتنا

من المهم أن نركز على أن تقييمنا للشركة يعتمد بدرجة كبيرة على التنبؤات المستقبلية وهي غير مؤكدة. لقد توصلنا إلى العديد من الافتراضات التي تشمل النمو وتكلفة رأس المال واتجاهات السوق من أجل التنبؤ بالأداء المستقبلي للشركة. وقد حاولنا أيضاً الوصول إلى أكثر الافتراضات دقة غير أن الواقع ربما يكون مغايراً لتوقعاتنا نتيجة لعوامل اقتصادية كلية أو جزئية. ويأتي عامل المنافسة كعامل آخر يمكن أن يؤثر على افتراضاتنا. إن دخول لاعبين جدد إلى السوق أو/و التحول الذي ربما يطرأ على نماذج أعمال المنافسين الحاليين قد يتسبب في حدوث تغيير في السوق برمته وبالتالي في افتراضاتنا ككل وتوقعاتنا الخاصة بالأرباح.



12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة الدخل - SARmn
765	667	584	518	466	المبيعات
(509)	(445)	(391)	(348)	(323)	تكلفة المبيعات
256	222	194	169	144	الربح الإجمالي
(82)	(72)	(64)	(56)	(48)	الرسوم الحكومية
174	150	130	113	96	المصاريف الإدارية والتسويقية
					ربح العمليات
(548)	(476)	(418)	(372)	(342)	مصاريف نقدية تشغيلية
217	191	166	145	125	EBITDA
(42)	(41)	(36)	(32)	(29)	استهلاك و اطفاء
174	150	130	113	96	ربح العمليات
0	(1)	(1)	(1)	(2)	صافي المصاريف المالية
-	-	-	-	-	ربح/خسارة تحويل العملات الأجنبية
-	-	-	-	-	مخصصات
5	5	5	5	(2)	الإيرادات الأخرى
					مصاريف أخرى
180	155	134	118	94	الدخل قبل الزكاة والضريبة
(5)	(4)	(4)	(3)	(3)	الضريبة / الزكاة
176	151	130	115	91	صافي الربح
(117)	(102)	(89)	(80)	-	مجموع الأرباح موزعة
					تحويل إلى الاحتياطي
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	
27.00	27.00	27.00	27.00	10.00	عدد الأسهم المعجلة
8.07	7.09	6.15	7.92	12.04	التدفق النقدي للسهم - SAR
6.51	5.59	4.83	6.20	9.13	الربح الموزع للسهم - SAR
4.337	3.772	3.280	2.972	0.000	الربح الموزع للسهم - SAR
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النمو
%14.8	%14.1	%12.9	%11.0	%24.4	نمو المبيعات
%15.3	%14.8	%14.3	%17.6	%32.2	نمو الربح الإجمالي
%13.5	%15.2	%14.1	%16.2	%39.4	نمو EBITDA
%16.0	%15.6	%14.6	%18.5	%46.8	نمو ربح العمليات
%16.4	%15.7	%13.7	%25.6	%48.2	نمو صافي الربح
%16.4	%15.7	-%22.1	-%32.1	-%25.9	نمو ربحية السهم
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	الهوامش
%33.5	%33.3	%33.1	%32.7	%30.9	هامش الربح الإجمالي
%28.3	%28.6	%28.4	%28.1	%26.8	للفوائد
%22.8	%22.5	%22.3	%21.9	%20.5	هامش ربح العمليات
%23.5	%23.2	%22.9	%22.8	%20.2	هامش الدخل قبل الضريبة والزكاة
%23.0	%22.6	%22.3	%22.2	%19.6	هامش صافي الربح
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب الأخرى
%30.9	%30.1	%31.1	%34.8	%34.2	العائد على رأس المال التشغيلي
%33.5	%34.4	%37.8	%37.8	%34.0	العائد على رأس المال الموظف
%35.8	%35.0	%36.2	%39.6	%37.0	العائد على حقوق الملاك
%2.5	%2.5	%2.6	%2.7	%3.2	نسبة الضريبة / الزكاة
%15.0	%16.3	%16.7	%16.4	%7.2	انفاق رأس المال المبيعات
%66.7	%67.5	%67.9	%70.0	%0.0	نسبة الأرباح الموزعة
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	مقاييس التقييم
11.0	12.8	14.8	11.5	7.8	P/E (x)
8.9	10.1	11.6	9.0	5.9	P/CF (x)
3.7	4.2	4.8	6.1	2.7	P/B (x)
2.6	2.9	3.3	2.6	1.6	قيمة الشركة/المبيعات
9.1	10.2	11.6	9.1	5.8	قيمة الشركة/EBITDA
11.2	12.9	14.8	11.6	7.6	قيمة الشركة/EBIT
3.4	3.8	4.5	5.8	2.5	قيمة الشركة / رأس المال الموظف
%6.1	%5.3	%4.6	%4.2	%0.0	نسبة العائد

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

نتوقع أن تبلغ الإيرادات 584 مليون ريال خلال العام الحالي

نتوقع أن يبقى معدل النمو عند مستوى 13%

نتوقع أن يظل هامش إجمالي الدخل عند مستوى 33%, بينما تحقق الشركة صافي ربح جيد بين 22 و 23%

وفقاً لتقديرنا، يعتبر العائد على رأس المال المستثمر عند 33% جيد جداً



12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	المركز المالي - SARmn
20	36	29	20	21	النقد وما يعادله
28	25	23	20	14	ذمم تجارية
61	54	49	43	54	مخزون
47	47	47	51	39	الأصول المتداولة الأخرى
157	162	148	134	128	مجموع الأصول المتداولة
480	407	339	277	226	مجموع الأصول الثابتة
-	-	-	-	-	إجمالي الاستثمارات
-	-	-	-	-	الشهرة
-	-	-	-	-	الأصول غير الملموسة الأخرى
-	-	-	-	-	مجموع الأصول الأخرى
480	407	339	277	226	مجموع الأصول طويلة الأجل
637	569	488	411	355	مجموع الأصول
9	9	9	9	12	الدين قصير الأجل
-	-	-	-	-	الالتزامات التجارية
(20)	(20)	(20)	-	-	أرباح دائنه
-	-	-	-	-	الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
49	46	46	62	57	مجموع الخصوم قصيرة الأجل
43	40	15	9	18	مجموع الخصوم طويلة الأجل
-	-	-	-	-	الالتزامات الأخرى طويلة الأجل
24	24	24	22	18	مخصصات
67	64	38	32	36	مجموع الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
-	-	-	-	-	حقوق الأقلية
270	270	270	270	100	رأس المال المدفوع
251	189	133	47	162	إجمالي الاحتياطات
521	459	403	317	262	أجمالي حقوق المساهمين
521	459	403	317	262	مجموع حقوق المساهمين
637	569	488	411	355	مجموع حقوق المساهمين والخصوم

ميزانية هرفي تشهد توسعا بسبب التوسع في عملياتها

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
32	14	(6)	(2)	9	صافي الدين - SARmn
0.15	0.07	(0.04)	(0.01)	0.07	صافي الدين / EBITDA
%6.1	%2.9	-%1.5	-%0.6	%3.3	صافي الدين/حقوق المساهمين
(705.4)	201.0	240.3	148.6	75.6	صافي مصروفات التمويل / EBITDA
19.31	17.00	14.93	11.73	26.21	القيمة النظرية للسهم - SAR

نسبة الدين إلى رأس المال منخفضة جدا حاليا

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	قائمة التدفق النقدي - SARmn
42	41	36	32	29	صافي الربح قبل خصم الضريبة والذكاه وحقوق الأقلية
(8)	(7)	(2)	0	(19)	استهلاك واطفاء
176	151	134	124	97	التغير في رأس المال العامل
210	185	167	156	107	صافي النقد من الأنشطة التشغيلية
(115)	(109)	(98)	(85)	(34)	انفاق رأس المال
-	-	-	-	-	استثمارات جديدة
-	-	0	7	7	أخرى
(115)	(109)	(98)	(78)	(27)	صافي النقدية المستخدمة في الأنشطة الاستثمارية
95	76	70	78	81	صافي النقد التشغيلي
(113)	(95)	(64)	(60)	(60)	توزيعات أرباح مدفوعة
-	-	-	-	-	عوائد بيع الأسهم
-	-	-	-	-	تأثير تحويل العملة على النقد
-	-	-	-	-	الأخرى
(111)	(70)	(59)	(72)	(72)	صافي النقد من الأنشطة التمويلية
(16)	6	11	6	9	صافي التغير في النقدية وشبه النقدية
36	29	20	21	20	النقدية وشبه النقدية في بداية الفترة
20	36	31	27	29	النقدية وشبه النقدية في نهاية السنة

تتمتع هرفي بتدفقات نقدية جيدة جدا

12/12E	12/11E	12/10E	12/09	12/08	النسب
%15.0	%16.3	%16.7	%16.4	%7.2	انفاق رأس المال المبيعات

نتوقع أن تظل نسبة المصروفات الرأسمالية المبيعات عند مستوى 16%

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 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 لكنها لا تضمن 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 المئتي 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 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 خسائر أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات وإرادة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وشركة الراجحي المالية لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث 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 مقوما 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، ونتوقع 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، ونتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: يوصى محلولنا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 6-9 شهور. ويعبارة 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 نقوم بتغطيتها. وهذا يتم في العادة بتباعد أساليب مقبولة على نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعني، 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 المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلا لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرز 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، ونشر 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

د. صالح السحبياتي

مدير إدارة 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 إلكتروني:

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