



شركات القطاعات الاستهلاكية في المملكة العربية السعودية

لم ينته النمو في القطاع الاستهلاكي بعد، نبدأ التغطية بنظرة للنمو القادم

نبدأ تغطيتنا بارتفاع متوقع بشكل معاكس لمتوسط التوقعات؛ خيارنا المفضلة هي أسهم كل من الطيار، جري، والمراعي؛ من غير المرجح أن يؤدي التصحيح الكبير في أسعار النفط الذي تراجع بحدود ٥٠٪ من أعلى مستوى إلى تخفيض كبير في الإنفاق الحكومي، الأمر الذي لا يتوقع معه أن يتباطأ القطاع الاستهلاكي السعودي، خاصة في المواد الانتقائية. مع استمرار المحفزات الرئيسية دون تغيير، والمتملة في بيئة طلب فاعلة، مراكز مالية وتدفقات نقدية حرة قوية لشركات القطاع الاستهلاكي يجعلها في وضع يمكنها من النمو. أيضا، وبعد خمس سنوات من تفوق الأداء كنتيجة للنمو الكبير في الأرباح مقارنة بمؤشر السوق الرئيسي وبعض القطاعات الرئيسية الأخرى خلال فترة التوقعات من ٢٠١٤ وحتى ٢٠١٦، حيث نتوقع أن يتفوق النمو في صافي ربح شركات القطاع الاستهلاكي على السوق الرئيسي، مما يعني أننا ننظر إلى تفوق كبير في الأداء خلال العام القادم. بعد ارتفاع قارب ٢٩٪ منذ بداية العام الحالي وحتى تاريخه مقارنة بتراجع بحدود ١٪ لمؤشر السوق الرئيسي، يتم تداول شركات القطاع الاستهلاكي بمكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٥ بقيمة ٢٠،٤ مرة مقابل مكرر ربحية متوقع للشركات المشابهة في كل من الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة بقيمة ٢٠،٠ و ١٨،٨ مرة على التوالي، مما يعني أن تقييمها غير مكتمل خاصة بالنظر إلى الأرباح والتدفقات النقدية الواضحة وقوة نموذج نمو صافي الأرباح. نبدأ تغطيتنا لشركات قطاع المنتجات الاستهلاكية السعودي بارتفاع متوقع بشكل معاكس لمتوسط التوقعات. في هذا التقرير، نوصي لأسهم ثمان شركات من أصل ١٠ شركات بتوصية "شراء" وهي المراعي، صافولا، الحكير، جري، العثيم، إكسترا، هرفي، والطيار، مع توصية "احتفاظ" لكل من سداكو وناك. خيارنا المفضلة هي أسهم شركات الطيار وجري والمراعي حيث تجمع أفضل مزج للنمو المحتمل والقيمة تبعا لمكانتهم السوقية.

من غير المتوقع أن تحدث تغيرات في السوق الاستهلاكي كنتيجة لتراجع أسعار البترول مؤخراً؛ بلغ تصحيح سعر البترول ما يقارب ٥٠٪ من أعلى مستوى، مما أثار المخاوف بين المستثمرين حيال قوة السوق الاستهلاكي في المملكة العربية السعودية. تعتبر هذه المخاوف مبررة حيث أن ارتفاع الإنفاق الحكومي كان الحافز الأهم في نمو الإنفاق الاستهلاكي للفرد بمعدل سنوي مركب يقارب ١٠،٥٪ خلال الفترة ما بين العام ٢٠٠٢ والعام ٢٠١٢، وأن أي خفض في الإنفاق الحكومي قد يؤثر سلباً على القطاع، الأمر الذي نعتبره مبالغ فيه إلى درجة كبيرة، على المدى القريب إلى المتوسط في حده الأدنى. نحن نعتقد أن التراجع الحالي في سعر النفط هو ظاهرة مؤقتة، كما أن التركيبة السكانية في المملكة (ما يقارب ٥٠٪ من السكان من الفئة العمرية أقل من ٢٥ سنة) تتطلب إنفاقاً رأسمالي لتتمكن من خلق الوظائف للشباب، الأمر الذي تستطيع الحكومة أن تحققه نظراً لانخفاض القروض السيادية وارتفاع معدل الإيرادات إلى الإنفاق خلال العام ٢٠١٣ إلى ما يقارب ٢٨٢٪ مقابل المعدل ذاته خلال عقد التسعينات حيث بلغ معدل الاحتياطات إلى الإنفاق ما يقارب ١٨٪ و ٢١٪ و ٣١٪ خلال السنوات ١٩٩٣ و ١٩٩٤ و ١٩٩٨ حيث تراجع الإنفاق الحكومي بسبب تراجع أسعار النفط.

المحفزات الهيكلية / بيئة طلب نشطة / مركز مالي قوي، تعني أن شركات القطاع الاستهلاكي جاهزة للاستفادة من النمو المتوقع في الأرباح بمعدل سنوي مركب يقارب ١٥٪ خلال الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٦؛ يتمتع القطاع الاستهلاكي في المملكة العربية السعودية بمحفزات هيكلية مثل عدد السكان الكبير والنمو السكاني، نسبة الفئة العمرية الشابة الكبيرة، ارتفاع متوسط دخل الفرد، بالإضافة إلى اتجاه متوسط عدد أفراد الأسرة إلى الانخفاض، مما يمثل أرضية قوية لاستقرار الاستهلاك. لقد كان هذا واضحا من خلال النمو في مبيعات التجزئة بمعدل سنوي مركب يقارب ٨٪ خلال الفترة من ٢٠٠٩ حتى ٢٠١٤، وصافي أرباح شركات التجزئة التي نمت خلال نفس الفترة بمعدل سنوي مركب يقارب ١٧٪، الأمر الذي لا نعتقد أنه سيتغير في ظل ازدهار النشاط الاقتصادي حيث لم تتغير المحفزات الهيكلية. أيضا، تتمتع غالبية شركات المنتجات الاستهلاكية بمراكز مالية قوية مع معدلات رفع مالي منطقية للقطاع في المتوسط (قروض تقارب ٣٥٪ من رؤوس الأموال / معدل صافي القروض إلى الربح قبل الضرائب والفوائد والزكاة والاستهلاك والإطفاء (EBITDA) يبلغ ١،٣ مرة، السلع الاستهلاكية هي أصول بحد ذاتها بينما شركات التجزئة أصولها خفيفة)، قوة التدفقات النقدية المتوقعة (معدل التدفقات النقدية الحرة المستقبلية إلى الربح قبل الضرائب والفوائد والزكاة والاستهلاك والإطفاء (EBITDA) يقارب ٥٢٪) تعني أن الشركات الاستهلاكية جاهزة لنمو بعيد المدى. بصفة عامة، نتوقع للقطاع ككل نمواً في صافي الربح بمعدل سنوي مركب يقارب ١٥٪ خلال الفترة من ٢٠١٤ وحتى ٢٠١٦، لتتفوق بذلك على أداء مؤشر السوق الرئيسي المتوقع خلال نفس الفترة بنمو بمعدل سنوي مركب يقارب ١١٪.

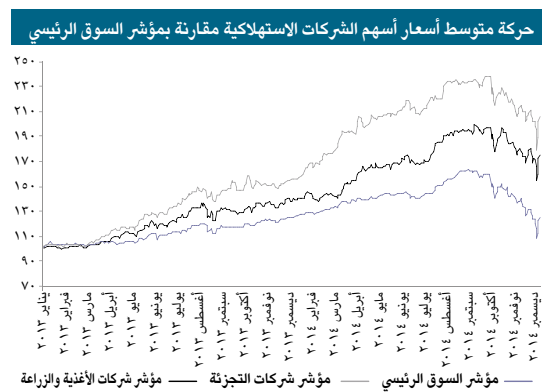
تقييم غير مكتمل (مكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٥ بقيمة ٢٠،٤ مرة مقابل مكرر ربحية متوقع للشركات المشابهة في كل من الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة بقيمة ٢٠،٠ و ١٨،٨ مرة على التوالي؛ نتوقع قوة في الأداء للعام القادم بعد خمس سنوات متتالية من تفوق الأداء؛ يعتمد القطاع الاستهلاكي على النمو في صافي الأرباح يتضح في النمو الكبير لصافي الأرباح حيث تفوق على المؤشر الرئيسي لخمس سنوات متتالية كما كان أقوى أثناء التراجعات / التصحيحات التي حدثت في السوق بشكل عام. بينما أعيد تصنيف مكررات الربحية للقطاع الاستهلاكي بشكل كبير (الأمر ذاته حدث مع الشركات المشابهة في كل من الأسواق الناشئة والمتقدمة)، يتم تداوله بمتوسط مكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٥ بقيمة ٢٠،٤ مرة متوافقاً بذلك مع متوسط المكرر للشركات المشابهة في كل من الأسواق الناشئة والمتقدمة والبالغ ٢٠،٠ مرة على التوالي، الأمر الذي نعتبره غير مكتمل بالنظر إلى الأرباح والتدفقات النقدية الواضحة وقوة نموذج النمو. من المتوقع خلال الفترة من العام ٢٠١٤ وحتى العام ٢٠١٦ أن تتفوق أرباح القطاع على مؤشر السوق الرئيسي (نمو بمعدل سنوي مركب يقارب ١٥٪ مقابل ما يقارب ١١٪ للسوق الرئيسي خلال فترة التوقعات من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٦)، وإذا كان الأداء التاريخي مقياساً، سنرى قوة في أداء القطاع الاستهلاكي خلال العام القادم.

ملخص التوصية				
الشركة	التوصية	السعر	السعر المستهدف	التغير %
المراعي	شراء	٧٦,٥	٩٢,٠	٢٠%
ناك	احتفاظ	٢٩,٩	٣١,٠	٤%
سدافكو	احتفاظ	١٢٧,٠	١٢٢,٠	-٤%
صافولا	شراء	٧٦,٨	٩٢,٠	٢٠%
العثيم	شراء	١١١,٠	١٣٣,٠	٢٠%
الحكير	شراء	١٠٣,٥	١٢٥,٠	٢١%
جري	شراء	١٨٤,٥	٢٣٠,٠	٢٥%
إكسترا	شراء	٩١,٠	١٠٨,٠	١٩%
هرفي	شراء	١٠٣,٠	١٢٤,٠	٢٠%
الطيار	شراء	١١٨,٣	١٦٥,٠	٤٠%

* السعر كما في ٢٣ ديسمبر ٢٠١٤.

ملخص التقييم المتوقع للعام ٢٠١٥	الشركة	مكرر الربحية (مرة)	مكرر EV / EBITDA *	عائد توزيع الربح إلى سعر السهم %	عائد التدفق النقدي الحر %
المراعي	٢٤،٨	١٦،١	١٦،١	١،٦٪	٠،١٪
ناك	١٩،٢	٩،١	٩،١	٢،٠٪	٤،٤٪
سداكو	٢٢،٢	١٥،٣	١٥،٣	٣،٥٪	٣،٤٪
صافولا	١٩،٩	١٨،٢	١٨،٢	٣،٣٪	٢،٢٪
العثيم	٢١،٢	١٣،٦	١٣،٦	١،٨٪	٣،٩٪
الحكير	٢٥،٥	١٧،٩	١٧،٩	٢،٩٪	٤،٤٪
جري	٢٠،٣	١٩،٨	١٩،٨	٣،٨٪	٣،٥٪
إكسترا	١٥،٢	١١،٩	١١،٩	٤،٧٪	٤،٣٪
هرفي	٢١،٠	١٦،٨	١٦،٨	٢،٩٪	٢،٤٪
الطيار	١٣،٦	١٢،٦	١٢،٦	٤،١٪	٦،٢٪

المصدر: الشركة وتحليلات السوق السعودي الفرنسي كابيتال. * قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والركلة والاستهلاك والإطفاء



تغطية القطاع

ديبانجان راي

DipanjnanRay@FransiCapital.com.sa

+٩٦٦ ١١ ٢٨٣٦٨٦١

عبد العزيز جودت

AJawdat@FransiCapital.com.sa

+٩٦٦ ١١ ٢٨٣٦٨٥٦



شركات القطاعات الاستهلاكية في المملكة العربية السعودية

الشكل ١: نظرة على التوصيات

المراعي	نادك	سدافكو	صافولا	العثيم	الحكيم	جريب	إكسترا	هرفي	الطيار	المتوسط
سعر السوق الحالي	٧٦,٥	٢٩,٩	١٢٧,٠	٧٦,٨	١١١,٠	١٠٣,٥	١٨٤,٥	٩١,٠	١٠٣,٠	١١٨,٣
الرسمة السوقية (مليون ر.س.)	٤٥,٩٠٠	٢,٠٩٣	٤,١٢٨	٤٠,٩٨٥	٤,٩٩٥	٢١,٧٢٥	١٦,٦٠٥	٢,٧٣٠	٤,٧٥٩	١٧,٧٢٨
قيمة الشركة (مليون ر.س.)	٥٥,١٠٤	٣,٥٣١	٤,١٧٣	٤٤,٤٣٦	٤,٣٦٠	٢٣,٦٦٩	١٦,٦٨٨	٢,٧٦٥	٤,٨٤١	١٧,٥٩٤
مكرر الربحية المتوقع ٢٠١٤	٢٧,٩	٢٠,٧	٢٣,٦	٢١,١	٢٣,٨	٣١,٦	٢٣,٣	١٩,١	٢٢,٦	١٥,٦
مكرر الربحية المتوقع ٢٠١٥	٢٤,٨	١٩,٢	٢٢,٢	١٩,٩	٢١,٢	٢٥,٥	٢٠,٣	١٥,٢	٢١,٠	١٣,٦
مكرر EV/EBITDA المتوقع ٢٠١٤	١٨,٦	٩,٨	١٦,٤	٢٠,٤	١٥,١	٢١,٧	٢٢,٨	١٤,٣	١٩,٢	١٤,٦
مكرر EV/EBITDA المتوقع ٢٠١٥	١٦,١	٩,١	١٥,٣	١٨,٢	١٣,٦	١٧,٩	١٩,٨	١١,٩	١٦,٨	١٢,٦
نمو الربح المركب المتوقع ٢٠١٤-٢٠١٦*	١٥	١٠	٧	١٢	١٤	٢٢	١٥	٧	١٤	١٦
عائد الربح الموزع إلى السعر المتوقع ٢٠١٥	١,٦	٢,٠	٢,٥	٢,٣	١,٨	٢,٩	٢,٨	٤,٧	٢,٩	٤,١
عائد التدفق النقدي الحر المتوقع ٢٠١٥	٠,١	٤,٤	٢,٤	٢,٢	٢,٩	٤,٤	٣,٥	٤,٣	٢,٤	٦,٢
التوصية	شراء	احتفاظ	احتفاظ	شراء	شراء	شراء	شراء	شراء	شراء	شراء
السعر المستهدف	٩٢	٣١	١٢٢	٩٢	١٣٣	١٢٥	٢٣٠	١٠٨	١٢٤	١٦٥
الارتفاع المتوقع%	٢٠	٤	٤-	٢٠	٢٠	٢١	٢٥	١٩	٢٠	٤٠
التراجع من أعلى مستوى %	٧-	٣٩-	٣-	١٣-	٣-	١٨-	١١-	٣٦-	٥-	١٩-

المصدر: تحليلات السعودي الفرنسي كابيتال، تشمل شركتين غير مشمولين في التغطية

شركة المراعي (التوصية: شراء؛ السعر المستهدف: ٩٢ ر.س. للسهم) - شركة غذائية دائمة التطور: نحن نرى أن شركة المراعي هي شركة أغذية ابتكارية دائمة التطور لكن المستثمرين لم يأخذوا في اعتبارهم فرص الشركة وإيجابياتها حتى الآن. يمثل قطاعي الألبان والعصائر ما يقارب ٧٩٪ من الإيرادات المتوقعة للعام ٢٠١٤ وما يقارب ٩٣٪ من الربح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء، حيث نتوقع لهما نمواً بأكثر من ١٠٪. أما قطاع الدواجن الذي يشكل ما يقارب ٨٪ من الإيرادات (لكنه يستهلك ما يقارب ١٢٪ من الأرباح)، نتوقع أن يصل إلى نقطة التعادل النقدي خلال العام ٢٠١٥، حيث تعالج الإدارة موضوع استغلال الطاقة الانتاجية. بالإضافة لما تقدم، بعد ارتفاع السهم منذ بداية العام وحتى تاريخه بحدود ٤٧٪، يتم تداول سهم المراعي بمكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٥ بمقدار ٢٤,٨ مرة. بافتراض سيناريو أسوأ الحالات مع أخذ خسائر قطاع الدواجن التي تتجه للتحسن في التقييم وصولاً إلى التعادل، يتم تداول القطاعات الأساسية (دون خسائر قطاع الدواجن) بمكرر ربحية يبلغ ٢١,٧ مرة مما يعني أن التقييم غير مكتمل بالنظر إلى مركز المراعي المتقدم في السوق وقدرتها على التنفيذ. عموماً، نبدأ التوصية لسهم شركة المراعي على أساس "شراء" وبسعر مستهدف يبلغ ٩٢ ر.س. للسهم.

شركة نادك (التوصية: احتفاظ؛ السعر المستهدف: ٣١ ر.س.) - في واجهة المنافسة: إن شركة نادك هي شركة سعودية متوسطة الحجم تقوم بأعمال إنتاج المواد الغذائية ومنتجات الألبان وتشكل إيرادات الشركة من قسمي منتجات الألبان والعصائر بحدود ٨٦٪ / ٨٢٪ من إجمالي إيراداتها. بينما تحتل مختلف أصناف المنتجات الغذائية لنادك حصة سوقية في المملكة العربية السعودية تتراوح ما بين حدود ٤٪ إلى ١٥٪ (مقابل حصة سوقية ما بين ٢٠٪ إلى ٦٠٪ لشركة المراعي) ويتوقع أن تشهد حصتها السوقية ارتفاعاً لتتماشى بذلك إلى حد كبير مع تلك التي في قطاع الصناعات الغذائية، إلا أنه وبالنظر إلى طبيعة المنافسة الشديدة بين الشركات الغذائية المتوسطة الحجم بالإضافة إلى الاستقطاب في هذا القطاع من قبل شركات المواد الغذائية الكبيرة، بالتالي هناك احتمال ضعيف في أن تحقق نادك نمواً كبيراً في حصتها السوقية. بالنتيجة، نحن نتوقع أن تنمو أرباح نادك خلال الفترة من عام ٢٠١٤ إلى ٢٠١٦ بمعدل سنوي مركب يقارب ١٠٪، وهو معدل نمو أقل من متوسط النمو في القطاع الاستهلاكي السعودي (للشركات الواقعة تحت تغطيتنا) بحدود ١٥٪. بالإضافة لما سبق، فإن النسبة العالية الديون / الملاءة المالية (نسبة المديونية حدود ١١٩٪، نسبة صافي الديون إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء بحدود ٤ مرة) مما يحد من قدرة الشركة على النمو الكبير، بينما التدفقات النقدية المستقبلية المنخفضة تعني تعرض توزيع الأرباح للضغط. بعد هبوط أسهم نادك بما يقارب ٢٩٪ من أعلى مستوى (مقابل تراجع مؤشر قطاع الزراعة والصناعات الغذائية بحدود ١٢٪)، نتوقع أن يتم تداول السهم بمكرر ربحية لعام ٢٠١٥ بقيمة ١٩,٢ مرة (متوسط مكرر الربحية للقطاع الاستهلاكي السعودي ٢٠,٤ مرة) الأمر الذي نرى أنه لا يكفي لرفع التوصية للسهم. من هنا، نبدأ بالتوصية لسهم نادك على أساس "احتفاظ" بسعر مستهدف ٣١ ر.س.

الشركة السعودية لمنتجات الألبان والأغذية - سدافكو (التوصية: احتفاظ؛ السعر المستهدف: ١٢٢ ر.س. للسهم) - لها مكانتها في الألبان طويلة الأجل: شركة أغذية سعودية تعتمد على السوق المحلي بشكل أساسي وتعمل في القطاعات الحديثة، الحليب بفترة صلاحية طويلة الأجل / معجون الطماطم / الأيس كريم حيث تشكل ما يقارب ٦٤٪ و ١٠٪ و ١٦٪ على التوالي من صافي الربح. بصفة عامة، نحن معجبين بزيادة سدافكو في القطاع (حيث تستحوذ على ما يقارب ٥٠٪ من الحصة السوقية للحليب طويل الأجل في المملكة وما يقارب ٤٠٪ من معجون الطماطم وما يقارب ٢٠٪ من الأيس كريم) ومكانتها في السوق ومركزها المالي القوي والخالي من الدين بالإضافة إلى قوة التدفقات النقدية. نحن نعتقد أن ضعف مجموعة المنتجات والاعتماد المفرط على النمو البطيء في فئة المنتج (الحليب طويل الأجل) والافتقار إلى النمو من التوسع في الطاقة الانتاجية تعتبر تحديات رئيسية للنمو القوي على المدى المتوسط (توقعات السعودي الفرنسي للفترة من العام ٢٠١٤ إلى العام ٢٠١٦ معدل نمو سنوي مركب يبلغ ٧٪، مقابل متوسط يقارب ١٥٪ للشركات العاملة في السوق الاستهلاكي في المملكة). علاوة على ذلك، يتم تداول سهم سدافكو بمكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٥ بمقدار ٢٢,٢ مرة (مقابل مكرر ربحية متوقع لكل من: متوسط شركات المنتجات الاستهلاكية المشابهة في المملكة بمقدار ٢٠,٤ مرة، والشركات المشابهة في الاسواق الناشئة بمقدار ٢١,٠ مرة، والشركات المشابهة في الاسواق المتقدمة ٢٢,٢ مرة. نبدأ التوصية لسهم سدافكو على أساس "احتفاظ" وبسعر مستهدف يبلغ ١٢٢ ر.س. للسهم.



شركات القطاعات الاستهلاكية في المملكة العربية السعودية

القطاعات الاستهلاكية | أبحاث الأسهم | ٢٤ ديسمبر ٢٠١٤

- **شركة صافولا (شراء، سعر مستهدف بقيمة ٩٢ ر.س. للسهم) - أعمال التجزئة من أهم القطاعات:** تعد شركة صافولا من أكبر شركات الأغذية في المملكة، كما تبلغ مساهمة قطاعات كل من الأغذية / التجزئة / المرامي ما يقارب ٣٠٪ / ٢٠٪ / ٢٨٪ من صافي الربح المتوقع للعام ٢٠١٤. كان قطاع الأغذية بطيء النمو خلال الفترة ٢٠١٢ إلى ٢٠١٤ (متوقع) دون تغير متوقع على وتيرة النمو، بينما نتوقع أن تستمر قوة النمو في أعمال التجزئة نتيجة للحفيزات الأساسية في الشركة ومنهجية الشركة التقدمية في هذا الإطار. خلال فترة التوقعات ما بين العام ٢٠١٤ إلى العام ٢٠١٦، وبينما نتوقع نمواً في صافي الربح خلال الفترة بمعدل سنوي مركب يقارب ١٢٪، نتوقع مساهمة فيه بمعدلات تقارب ٥١٪ و ٣٩٪ من كل من التجزئة والمرامي على التوالي. في هذا المشهد، نحن نرى أن اهتمام صافولا بالاستحواذ على أمريكانا علامة إيجابية. يمكن لهذا الاستحواذ أن يوفر مدخلاً لصافولا لنمو سريع في الأرباح مع تدفقات نقدية واضحة بالإضافة إلى كونه خطوة للارتقاء في سلسلة القيمة التي توفرها الأعمال الأغذية، خاصة في ظل عدم وجود فوارق جغرافية مما يعني صعوبات أقل وتكامل أعلى في التوزيع. يتم تداول سهم صافولا بمكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٥ يبلغ ١٩,٩ مرة (مقابل ٢٠,٤ مرة لشركات القطاع الاستهلاكي في المملكة و ٢١,٠ مرة للشركات المشابهة في الأسواق الناشئة و ٢٢,٢ مرة للشركات المشابهة في الأسواق المتقدمة) وهو ما نعتبره غير مكتمل. نبدأ التوصية لسهم شركة صافولا على أساس "شراء" بسعر مستهدف ٩٢ ر.س. للسهم.
- **شركة العثيم (التوصية: شراء؛ السعر المستهدف: ١٣٣ ر.س.) - دور في قطاع تجزئة المواد الغذائية في المملكة العربية السعودية:** نحن نرى أن شركة العثيم سيكون لها دوراً كبيراً في قطاع تجزئة المواد الغذائية المنظم. بينما ينمو القطاع في المملكة بنسبة معقولة تقارب ٨٪، مع تحول العادات الشرائية نحو محلات السوبر ماركت والهياكل ماركت، لا يزال سوق التجزئة مشتهت إلى حد كبير (تبلغ حصة سوق التجزئة غير المنظم بحدود ٧٥٪)، مما يخلق بحسب وجهة نظرنا أرضية خصبة للشركات الغذائية المنظمة ذات المراكز المالية القوية والتي لديها شبكة توزيع قوية مثل شركة العثيم لتقوم بالاستثمار من أجل النمو وزيادة الحصة السوقية (ثاني أكبر حصة سوقية بحدود ٤٪ بعد الحصة السوقية لبندة التي تقارب ١٠٪). بشكل عام، بينما نتوقع أن تنمو أرباح العثيم بمعدل سنوي مركب يبلغ بحدود ١٤٪ خلال أعوام ٢٠١٤ إلى عام ٢٠١٦، يتعين على المستثمرين متابعة الزيادة في عدد المتاجر الجديدة (توقعاتنا - من ٨ إلى ١٠ متاجر جديدة سنوياً مقابل خطط إدارة الشركة بإضافة ما بين ١٠-١٢ متجر سنوياً)، حيث ستشكل أرباحها نسبة تقارب ٦٠٪ من نسبة النمو في أرباح العثيم، بينما يمثل التحسن في إيرادات المتاجر القائمة ما يقارب ٣٣٪ من النمو. يتم تداول سهم العثيم بمكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٥ يبلغ ٢١,٢ مرة (مقابل مكرر الربحية المتوقع لكل من: قطاع التجزئة السعودي: ٢٠,٦ مرة، الشركات المشابهة في الأسواق الناشئة والمتقدمة ٢٠,٨ مرة و ١٨,٦ مرة على التوالي)، بينما نعتقد أن هذا التقييم غير مكتمل بالنظر إلى مكانة الشركة في السوق وفرصها في النمو. نبدأ التوصية لسهم شركة العثيم على أساس "شراء" بسعر مستهدف ١٣٣ ر.س.
- **شركة فواز الحكير وشركاه (التوصية: شراء؛ السعر المستهدف: ١٢٥ ر.س. للسهم) - قصة نمو قوية:** نحن نرى أن الحكير تمثل قصة نمو قوية، حيث بلغ النمو في أرباح الشركة بحدود ٣٥٪ سنوياً خلال الثلاث سنوات الماضية (٢٠١٠ / ٢٠١١ إلى ٢٠١٣ / ٢٠١٤) نتيجة لاستراتيجية النمو الطموحة التي اتبعتها إدارة الشركة، بجانب عمليات الاستحواذ الداخلية والخارجية، لذلك فإننا نتوقع نمو الأرباح بشكل سنوي بحدود ٢٢٪ خلال فترة التوقعات للسنوات المالية من ٢٠١٤ / ٢٠١٥ إلى ٢٠١٦ / ٢٠١٧ مع وجود مجال لمضاعفة الإيرادات وصافي الربح خلال الخمس أعوام القادمة وذلك بفضل النمو السريع لسوق تجزئة الملابس في المملكة، جاذبية عرض أزيائها في مولات التجزئة في السعودية وتحسن الربحية في بعض أعمالها الخارجية. بالإضافة لما سبق، فإن نسبة المديونية بحدود ٨٢٪ تبدو مرتفعة، نسبة صافي الدين إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء بحدود ١,٥ مرة مع وجود تدفقات نقدية تشغيلية قوية بقيمة ١,٢ مليار ر.س. سنوياً تمنح الشركة المجال الكافي للاستمرار في: النمو الكبير في الإنفاق الرأسمالي، سداد الديون، دفع توزيعات الأرباح، والاستمرار في عمليات الاستحواذ على شركات متوسطة الحجم. يتم تداول سهم الحكير بمكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٥ بمقدار ٢٥,٥ مرة مقابل مكرر ربحية متوقع لكل من قطاع التجزئة السعودي بمقدار ٢٠,٦ مرة، والشركات المماثلة في الأسواق الناشئة بمقدار ١٧,٠ مرة والشركات المماثلة في الأسواق المتقدمة بمقدار ١٦,٣ مرة) وبالرغم من ارتفاعه إلا أننا نعتقد أن التقييم غير مكتمل عندما ننظر إلى فرص النمو القوية لسهم الحكير. نبدأ بالتوصية لسهم الحكير على أساس "شراء" بسعر مستهدف يبلغ ١٢٥ ر.س.
- **شركة جريز للتسويق (التوصية: شراء؛ السعر المستهدف: ٢٣٠ ر.س. للسهم) - شركة رائدة في تجزئة الإلكترونيات:** نحن نرى أن شركة جريز هي شركة رائدة تنفذ خطوات سريعة ومدروسة (حيث تستحوذ على ما يقارب ٥٠٪ من الحصة السوقية للأجهزة اللوحية وأجهزة الكمبيوتر المحمولة، وما يقارب ١٠٪ إلى ١٥٪ من أجهزة الهواتف الذكية، وما يقارب ٢٠٪ من مستلزمات المكاتب) الأمر الذي يرفع من العائد لكل متجر والنمو الكبير في الأرباح (متوسط العائد على حقوق الملكية للعام ٢٠١٤ بحدود ٥٤٪) في هيكل أعمال خفيف الأصول (ما يقارب ٨٣٪ من المخازن المستأجرة). علاوة على ذلك، ينمو سوق تجزئة الإلكترونيات في المملكة العربية السعودية بوتيرة سريعة حيث بلغ معدل النمو السنوي المركب خلال الفترة من العام ٢٠٠٩ إلى العام ٢٠١٤ ما يقارب ٨٪ مما يعني أن السوق غير مغطى بالكامل من قبل شركات تجزئة الأجهزة الإلكترونية الكبيرة، وبما أن المركز المالي والتدفقات النقدية الحرة قوية لدى جريز فإن ذلك يمنحها الميزة للتوسع. على العموم، نتوقع إيرادات أقوى للفترة من العام ٢٠١٤ إلى العام ٢٠١٦ بمعدل نمو سنوي مركب بحدود ١٥٪، حيث يجب على المستثمرين مراقبة التطورات في افتتاح المتاجر (توقعات السعودي الفرنسي كابيتال من أربع إلى خمس متاجر سنوياً مقابل ما تسعى إدارة الشركة لتحقيقه بإضافة خمس إلى ست متاجر سنوياً) حيث من الممكن أن تشكل ما يقارب ٧٥٪ من النمو في الأرباح بينما نسبة ٢٥٪ المتبقية تكون من تحسن الأرباح من المتاجر القائمة. يتم تداول سهم جريز بمكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٥ بمقدار ٢٠,٣ مرة (مقابل مكرر الربحية لكل من: شركات التجزئة السعودية بقيمة ٢٠,٦ مرة، الشركات المشابهة في الأسواق الناشئة بقيمة ١٧,٥ مرة، الشركات المشابهة في الأسواق المتقدمة بقيمة ١٧,٠ مرة)، الوضع الذي نعتقد معه أن تقييم السهم غير مكتمل نظراً إلى مكانة جريز في السوق وتاريخها وفرص النمو المتاحة. نبدأ التوصية "شراء" لسهم شركة جريز وبسعر مستهدف يبلغ ٢٣٠ ر.س. للسهم.



شركات القطاعات الاستهلاكية في المملكة العربية السعودية

القطاعات الاستهلاكية | أبحاث الأسهم | ٢٤ ديسمبر ٢٠١٤

■ **شركة إكسترا (التوصية: شراء؛ السعر المستهدف: ١٠٨ ر.س. للسهم) – تقييم مغري بعد التصحيحات الأخيرة:** تعتبر شركة إكسترا شركة رائدة في تجارة التجزئة للأجهزة الإلكترونية والمنزلية، حيث تدير ٣٨ متجر (٣٦ منها في المملكة العربية السعودية، ومتجرين في سلطنة عمان والبحرين) وهي موزعة بشكل جيد في المملكة العربية السعودية. من أجل الاستفادة من طلب السوق القوي (نمو بمعدل سنوي مركب بحدود ٨٪ خلال الفترة من العام ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٤)، توسعت الشركة بصورة قوية، بينما تراجع مستوى النمو في الأداء التشغيلي عن مستوى الزيادة في عدد المتاجر (ارتفع عدد المتاجر بمعدل سنوي مركب بلغ حدود ١٧٪ خلال الفترة من العام ٢٠١١ إلى ٢٠١٤؛ مقابل نسبة النمو للإيرادات الاعتيادية وصافي الربح الاعتيادي بحدود ١٣٪ و ٩٪، ونسبة النمو المتوقعة السنوية المركبة فيما بين عامي ٢٠١٣ و ٢٠١٤ للإيرادات الاعتيادية والأرباح الاعتيادية بحدود ٥٪ و ٣٪). بناء على ما سبق، بينما نعتبر أن تباطؤ النمو يمثل مصدر قلق رئيسي، فإننا نتوقع أن تزيد الإدارة من درجة تركيزها على تحسين العوائد في المتاجر، كما أننا نتوقع قياس درجة التحسن في الأداء (نمو بمعدل سنوي مركب خلال الفترة من العام ٢٠١٤ إلى ٢٠١٦ للإيرادات الاعتيادية والأرباح الاعتيادية بحدود ٧٪ و ٧٪). بالإضافة لما سبق، بينما يعتبر صافي النقد في قائمة المركز المالي للشركة وعائد الربح الموزع إلى سعر السهم المتوقع للعام ٢٠١٥ بحدود ٤,٧٪ يعتبر الأعلى فيما بين قطاع الاستهلاك السعودي (للشركات الواقعة ضمن تغطيتنا)، بعد الاصلاحات الأخيرة (تراجع سهم إكسترا بحدود ٢٦٪ مقابل تراجع مؤشر قطاع التجزئة السعودي بحدود ١٢٪)، يتم تداول سهم شركة إكسترا بمكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٥ بمقدار ١٥,٢ مرة (مقابل مكرر ربحية متوقع لكل من قطاع التجزئة السعودي بمقدار ٢٠,٦ مرة، والشركات المماثلة في الأسواق الناشئة بمقدار ١٧,٥ مرة، والأسواق المتقدمة بمقدار ١٧,٠ مرة) وهو تقييم مغري حتى إذا اعتبرنا فرص نمو سهم شركة إكسترا أقل مقارنة بالشركات المماثلة. نبدأ التوصية لسهم شركة إكسترا على أساس "شراء" وبسعر مستهدف يبلغ ١٠٨ ر.س.

■ **شركة هرفي للخدمات الغذائية (التوصية: شراء؛ السعر المستهدف: ١٢٤ ر.س. للسهم) – شركة رائدة في قطاع مطاعم الوجبات السريعة:** نرى أن شركة هرفي شركة رائدة في النمو السريع في قطاع مطاعم الوجبات السريعة. تعتمد الشركة على نموذج خفيف الأصول (ما يقارب ٨٨٪ من متاجرها هي مستأجرة) مما أدى إلى تحقيقها أرباح مجزية (يبلغ العائد على متوسط حقوق الملكية بحدود ٣٢٪)، كما يؤدي التكامل الرأسي في العمليات (ما يقارب ٧٠٪ و ٣٠٪ من انتاج اللحوم والمخبوزات تستخدم في الانتاج الداخلي) إلى استقرار الهوامش، مركز مالي قوي وفرصة كبيرة لتحقيق تدفقات نقدية حرة قوية مما يعني أن الشركة في وضع ملائم يهيئ لها النمو. بالإضافة لما سبق، وبعد ضعف أداء المطاعم الجديدة التي تم افتتاحها في العام ٢٠١٣ نتيجة لتأخر أعمال الإنشاء، عادت أعمال افتتاح المطاعم الجديدة إلى مسارها المعتاد مع افتتاح ٢٤ مطعم جديد حتى ١٤ سبتمبر ٢٠١٤ إضافة إلى التخطيط لافتتاح ٢٦ مطعم جديد بحلول نهاية العام ٢٠١٤. في حين يعتبر ذلك امر استثنائي ولا يحتمل تكراره، إلا أن توجهات إدارة الشركة إضافة ما يتراوح بين ٢٠ إلى ٢٥ مطعم سنوياً خلال فترة التوقعات من العام ٢٠١٥ إلى ٢٠١٨، ليصل بذلك إجمالي عدد المطاعم إلى ما بين ٣٢١ إلى ٣٤١ مطعم بحلول العام ٢٠١٨ (نمو متوقع يتراوح ما بين ٣٣٪ إلى ٤٢٪ اعتباراً من عام ٢٠١٤). على العموم، في حين نتوقع نمو الأرباح بمعدل سنوي مركب خلال الفترة من العام ٢٠١٤ إلى ٢٠١٦ يقارب ١٤٪. يتعين على المستثمرين متابعة التقدم في عمليات افتتاح المطاعم الجديدة، حيث يتوقع أن تشكل أرباحها ما يقارب ٧٠٪ من النمو المتوقع في الأرباح خلال الفترة ما بين العام ٢٠١٤ إلى العام ٢٠١٦.

■ **مجموعة الطيار للسفر القابضة (التوصية: شراء؛ السعر المستهدف: ١٦٥ ر.س. للسهم) – شركة رائدة في سوق متسارع النمو بمركز مالي قوي لتحقيق أهداف استراتيجية:** شركة الطيار هي شركة قيادية في سوق السفر السعودي السريع النمو (معدل نمو سنوي مركب بحدود ٨٪)، حيث تحتل حصة سوقية تقارب ٣٢٪، وتوفر خدمات بيع تذاكر السفر والخدمات ذات العلاقة للعملاء رفيعي المستوى من الجهات الحكومية والشركات التي تشكل إيراداتها ما يقارب ٦٩٪ من إجمالي إيرادات الشركة، بينما تشكل إيرادات الخدمات المقدمة لقطاع الأفراد بحدود ٣١٪. بالنظر إلى تاريخ الشركة في تحقيق نمو كبير، في ظل النشاط الاقتصادي المزدهر، فإننا نتوقع أن تستمر وتيرة النمو هذه في الشركة (نسبة النمو المتوقعة السنوية المركبة بحدود ١٦٪ خلال أعوام ٢٠١٤-٢٠١٦). بالإضافة لما سبق، فإن قيمة صافي النقد المرتفعة في قائمة المركز المالي للشركة وقوة تدفقات النقد الحر تعني أنه سيكون هناك فرصة لارتفاع العائد السنوي للربح الموزع إلى سعر السهم (متوقع للعام ٢٠١٥ بحدود ٤,١٪) مع وجود نقد كافٍ لتلبية أهداف الشركة الاستراتيجية. وفي ظل هذا الإطار، فإننا نرى أن سياسة شركة الطيار التوسعية نحو سوق الفنادق في مكة، هي خطوة مهمة، بالأخص أن رحلات السياحة الدينية تشكل ما يقارب ٣٧٪ / ٥٠٪ من الرحلات الداخلية / السفر إلى المملكة العربية السعودية، بينما يشكل البدء في افتتاح الفنادق اعتباراً من الربع الأول ٢٠١٥ عاملاً محفزاً على المدى القريب، فإن هناك فرصة على المدى البعيد لمضاعفة العدد المتوقع للزوار بغرض ممارسة الشعائر الدينية بحلول عام ٢٠١٨ وذلك بمجرد اكتمال أعمال توسعة الحرم الشريف. يتداول سهم شركة الطيار بمكرر ربحية متوقع لعام ٢٠١٥ بحدود ١٣,٦ مرة (يبلغ مكرر الربحية لأعمال الشركة الرئيسية بما يقارب ١٢,٧ مرة) التي هي أقل بقليل من الشركات المنافسة. نبدأ التوصية لسهم مجموعة الطيار على أساس "شراء" بسعر مستهدف ١٦٥ ر.س.

التقييم

لقد استخدمنا منهجية خصم التدفقات النقدية لتقييم الشركات العاملة في سوق المستهلك في المملكة العربية السعودية، كما قمنا بمقارنة نتائج خصم التدفقات النقدية مع مكررات الشركات المشابهة (مكرر الربحية ومكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء). لدى مقارنة نسب مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء (الضرائب على الشركات السعودية لا تذكر) مع الشركات المشابهة في الأسواق الناشئة وعالمياً (حيث تختلف من ضرائب مرتفعة إلى قليلة)، قمنا بتعديل الأثر الضريبي للمكرر ليصبح مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء المعدل للضريبة.

إن شركات القطاع الاستهلاكي في المملكة متوافقة بشكل عام مع الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية والشركات المشابهة في الأسواق الناشئة وعالمياً. يتم تداول أسهم شركات القطاع الاستهلاكي بمتوسط مكرر ربحية متوقع للعام ٢٠١٥ يبلغ ٢٠,٤ مرة (للشركات المشابهة في الأسواق الناشئة والمتقدمة ٢٠,٠ مرة و ١٨,٨ مرة على التوالي).

أهم مخاطر الاستثمار

يعمل القطاع الاستهلاكي السعودي في السوق المحلي بشكل أساسي، ويمكن تصنيفه إلى مجموعتين رئيسيتين للسلع: سلع استهلاكية و سلع كمالية. تشمل أهم المخاطر ذات العلاقة بالسلع الاستهلاكية: ١/ تذبذب أسعار المواد الخام (الحبوب، بوردرة الحليب منزوع الدسم، خامات زيت الطعام، مواد التعبئة والتغليف وغيرها) وعدم قدرة الشركات على عكس تكلفة التضخم إلى المستهلك، ٢/ زيادة المنافسة تؤدي إلى تآكل الهوامش، ٣/ احتمال صدور تعليمات حكومية مقيدة لارتفاع الأسعار. أيضاً، هناك أمور تتعلق بالجانب التشغيلي مثل الإغلاق الغير مجدول للمصانع وكفاءة شبكة التوزيع مما يمكن أن يؤثر على تقييمنتنا.

أهم المخاطر ذات العلاقة بالسلع الكمالية تشمل، ١/ التباطؤ في النمو الاقتصادي يمكن أن يؤثر في الإنفاق على الكماليات، ٢/ تراجع أسعار النفط لمدة طويلة يمكن أن يؤثر على الإنفاق الحكومي، ٣/ عدم وجود مساحات في المباني كافية للتوسع واحتمال عدم تجديد عقود إيجار المتاجر الناجحة (للشركات التجزئة)، ٤/ عدم كفاية الأصناف الجديدة من الموزعين العالميين، ٥/ المنافسة بتخفيض الأسعار تؤثر على الهوامش، ٦/ تخفيض عمولة البيع من قبل شركات الطيران (تؤثر على مجموعة الطيار).



التوصيات

إطار العمل بالتوصيات

- شراء:** يوصي المحلل بشراء السهم عندما يكون تقديرنا للقيمة العادلة للسهم أعلى من سعر السهم في السوق بنسبة ١٠٪ أو أكثر.
- احتفاظ:** يوصي المحلل بالاحتفاظ بالسهم عندما يكون تقديرنا للقيمة العادلة للسهم أعلى أو أقل بنسبة ١٠٪ من سعر السهم في السوق.
- بيع:** يوصي المحلل ببيع السهم عندما يكون تقديرنا للقيمة العادلة للسهم أقل بنسبة ١٠٪ أو أكثر من سعر السهم السائد في السوق.
- تحت المراجعة:** أسهم الشركات الواقعة ضمن تغطيتنا للأسهم التي يطرأ عليها تغييراً مؤقتاً عن نطاق التصنيف المحدد لها.



معلومات الاتصال

قسم الأبحاث والمشورة

Research&Advisory@FransiCapital.com.sa

السعودي الفرنسي كابيتال

مركز الاتصال

٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

الموقع الإلكتروني

www.sfc.sa

شركة السعودي الفرنسي كابيتال ذ.م.م.

سجل تجاري رقم ١٠١٠٢٣١٢١٧، صندوق بريد ٢٣٤٥٤، الرياض ١١٤٢٦،

المملكة العربية السعودية، المركز الرئيسي - الرياض

مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (١١١٥٣-٣٧)



اخلاء المسؤولية

اخلاء المسؤولية

تم اعداد هذا التقرير من قبل شركة السعودي الفرنسي كابيتال، شركة استثمارية متخصصة لخدمات البنوك الاستثمارية، ادارة الأصول، الوساطة، الأبحاث، وخدمات الحافظ الأمين. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو شركتها التابعة علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمد هذا التقرير على المعلومات المتاحة للعموم والتي نعتقد بثقتها، ولكننا لا نقدمها كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجب الاتكال عليها كمعلومات متكاملة أو دقيقة. وعليه، لا نقدم أو نضمن، لا صراحة ولا ضمناً، وينبغي أن لا يعول على عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم اعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة انتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاستثمار لطبيعة المستثمر. تحديداً، لم يتم خصيص هذا التقرير للائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر المرغوبة، أو احتياجات أي شخص متلقي لهذا التقرير. تنصح شركة السعودي الفرنسي كابيتال بشدة أي مستثمر محتمل أن يطلب إرشاد قانوني، محاسبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاستثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته/متطلباتها. تتضمن أي توصيات استثمارية متضمنة في التقرير المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال غير مسؤولة، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما يعلق به. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتوقعات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ اعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من المحتمل أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاستثمار إلى رسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات إلى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة انتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية بمثل هذا المنع والالتزام مثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال، شركة محدودة المسؤولية؛ سجل تجاري ١٠١٠٣٣١٢١٧، صندوق بريد: ٢٣٤٥٤، الرياض ١١٤٢٦ المملكة العربية السعودية، المركز الرئيسي - الرياض. شركة مرخصة وخاضعة لأنظمة هيئة السوق المالية السعودية بموجب الترخيص رقم (١١١٥٣-٣٧).