

الضغط ستستمر على الهوامش

لقد قمنا بمراجعة تقديراتنا لإيرادات الربع الرابع من عام 2012 ورفعها من 1,899 مليون ريال إلى 2,503 مليون ريال (بنمو قدره 20% مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي). نتوقع بأن يفوق قطاعا الدواجن وعصائر الفاكهة النمو في الإيرادات، حيث تشير تقديراتنا إلى نموها بنسبة 51% و 31% على التوالي وذلك مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي. من وجهة نظرنا، فإننا نرى أن الشركة ستستمر في المستقبل القريب في مواجهة تحديات مرتبطة بأسعار اللقيم. لقد قمنا بتخفيض تقديراتنا لهامش الدخل الإجمالي إلى 38.1%. حققت شركة المراعي في الأشهر التسعة الماضية دخلاً قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك متماشياً مع تقديراتنا، لذا فإنه يبدو من غير المحتمل أن يحدث بشكل كبير عن تقديراتنا للربع الرابع. في اعتقادنا أن قرار رفع رسوم رخص العمل للعملة الوافدة سيتسبب في رفع إجمالي تكاليف الموظفين بنسبة ضئيلة تبلغ 0.5%. تشير تقديراتنا إلى أن المراعي ستقوم في عام 2014 برفع رأسمالها بنسبة 50% (بما يعادل 2 مليار ريال) وذلك لدعم خططها الرأسمالية البالغة قيمتها 16 مليار والتي تمتد حتى عام 2017، ذلك إضافة إلى الصكوك والتسهيلات البنكية. سنقوم بإصدار تقرير إلحاحي تفصيلي يتضمن تقديراتنا للشركة وذلك بعد أن نقوم بنشر قوائمها المالية السنوية. نكرر توصيتنا بالبيع وبسعر مستهدف يبلغ 56 ريال، والذي يمثل مكرراً لقيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 12.0 وذلك وفقاً لتقديراتنا لعام 2013.

توقع بأن يفوق قطاعا الدواجن وعصائر الفاكهة النمو في الإيرادات

قمنا بمراجعة ورفع تقديراتنا لإيرادات الربع الرابع من 1,899 مليون ريال إلى 2,503 مليون ريال (بنمو قدره 20% مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي) وذلك لعكس أثر دمج أعمال شركة الألبان والعصائر العالمية على القوائم المالية لشركة المراعي. من المتوقع أن ينمو قطاع الألبان الطازجة بنسبة 16.4% مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي ليُشكل حوالي 41% من إجمالي إيرادات الشركة، إلا أننا نتوقع أن يفوق قطاعا الدواجن وعصائر الفاكهة النمو في الإيرادات. ننوه إلى أن وزارة التجارة السعودية قد قامت برفع الحظر على تصدير منتجات الدواجن، إلا أنه لا يترتب على الشركات المُصدرة إعادة قيمة الدعم المُقدم من الحكومة والبالغ ريالين لكل كيلوغرام (1) من الدواجن. أشارت الشركة إلى أن هذا القرار لا يؤثر بشكل جوهري على نتائجها المالية.

تخفيض هامش الدخل الإجمالي إلى 38%

نظراً لارتفاع أسعار اللقيم بالإضافة إلى ارتفاع تكاليف الموظفين، فإننا نعتقد أن الضغط على هوامش الشركة الربحية سيستمر في المستقبل القريب. قمنا بمراجعة تقديراتنا لهامش الدخل الإجمالي وتخفيضها من 44.2% إلى 38.1%. من المتوقع أن يؤثر الارتفاع الذي شهدته أسعار السلع خلال فصل الصيف على النتائج المالية للشركة نظراً للتأخر المعتاد والبالغ 6 أشهر. تشير تقديراتنا إلى بلوغ الدخل التشغيلي للشركة 453 مليون ريال (بنمو قدره 32% مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي)، مما سيؤدي إلى بلوغ هامش الدخل التشغيلي 18.1%. في اعتقادنا أن التكاليف الناجمة عن دمج تكاليف شركة الألبان والعصائر العالمية تفوق النمو الذي سنحققه في الإيرادات. تقوم شركة المراعي في الوقت الحالي بإعادة تنظيم وحدة شركة الألبان والعصائر العالمية في الأردن، مما قد ينتج عنه تحقيقها لأداء إيجابي في النصف الثاني من عام 2013.

تماشي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك مع تقديراتنا

حققت شركة المراعي في الأشهر التسعة الماضية دخلاً قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك متماشياً مع تقديراتنا والتي كانت تشير إلى بلوغه 1,754 مليون ريال. لقد قمنا برفع تقديراتنا للربع الرابع بشكل طفيف من 638 مليون ريال إلى 652 مليون ريال (بنمو قدره 31% مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي)، ما دفع بالهامش ليصل إلى 26%. في اعتقادنا أنه من غير المتوقع أن تحقق الشركة دخلاً قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يختلف بشكل كبير عما قمنا بتقديره. تشير تقديراتنا إلى بلوغ ربحية السهم للربع الرابع من هذا العام 0.99 ريال (بنمو قدره 217.3% مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي). ننوه إلى أننا قمنا بتعديل ربحية السهم للربع الرابع من عام 2011 لاحتساب أثر الخسائر الناتجة عن انخفاض قيمة الاستثمار في شركة زين السعودية والبالغة -0.40 ريال للسهم.

تأثير طفيف لقرار رفع رسوم رخص العمل للعملة الوافدة

بناء على بيانات الشركة في عام 2011، فقد بلغ عدد الموظفين السعوديين العاملين لدى المراعي حوالي 4,800 موظف من إجمالي 15,000 موظف. أعلنت وزارة العمل السعودية مؤخراً عن مضاعفة رسوم رخص العمل للعملة الوافدة للشركات التي تبلغ فيها نسبة السعودة دون 50% إلى 2,400 ريال. تشير تقديراتنا إلى أنه سيترتب على هذا القرار ارتفاع إجمالي تكاليف الموظفين بحوالي 6.5 مليون ريال، أو بنسبة 0.5%. إن أثر هذا القرار يُعد محدوداً جداً، ولكن إذا احتسبنا قرار الوزارة بتحديد رواتب موظفي القطاع الخاص بحد أدنى يبلغ 3,000 ريال وذلك من أجل أن يتم تضمينهم في عملية احتساب نسبة السعودة، فإنه سيؤدي إلى ارتفاع تكاليف الموظفين. في اعتقادنا أنه وفي حال قمنا باستثناء الأثر المالي للقرار، فإن التكلفة مع التغيرات التنظيمية سيُضاف إلى التحديات التي تواجهها الشركة.

البيانات المالية الأساسية					
*متوقعة					
السنة المالية تنتهي في 31 ديسمبر (مليون ريال)	2011	2012	2013	2014	
الإيرادات	7,951	9,740	12,115	15,081	
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	2,037	2,406	2,751	3,473	
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	25.6%	24.7%	22.7%	23.0%	
ربحية السهم (ريال)	4.95	3.67	3.94	5.15	
هامش الدخل الصافي	14.3%	15.1%	13.0%	13.7%	
أرباح السهم الموزعة (ريال)	2.25	1.55	1.60	2.10	
معدل دفع أرباح الأسهم	45%	42%	41%	41%	
العائد على متوسط حقوق الملكية	17.7%	20.4%	19.4%	20.0%	
تغطية الفائدة	11.2x	11.1x	9.0x	10.6x	
الدين / حقوق الملكية	1.0x	1.1x	1.2x	1.1x	
قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	16.6x	14.1x	12.3x	9.7x	
السعر / الأرباح	22.3x	17.3x	16.1x	12.3x	
السعر / الإيرادات	3.2x	2.6x	2.1x	1.7x	

**تم تعديلها لعكس أثر زيادة رأس المال إلى 400 مليون سهم

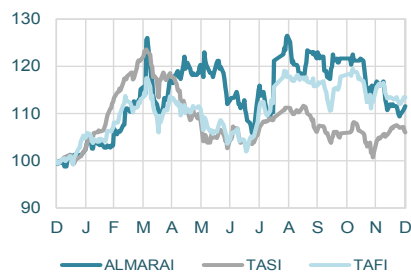
إجمالي العوائد المتوقعة

السعر في 31-ديسمبر-2012	63.50 ريال
العائد المتوقع لسعر السهم	(11.8%)
عائد الأرباح الموزعة	2.5%
إجمالي العوائد المتوقعة	(9.3%)

بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً	56.50/72.00 ريال
القيمة السوقية	25,400 مليون ريال
قيمة المنشأة	33,821 مليون ريال
الأسهم المتداولة	400 مليون
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	29.2%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهراً بالآلاف)	559.2
الوزن في المؤشر العام السعودي	1.8%
رمز الشركة في رويترز	2280.SE
رمز الشركة في بلومبيرغ	ALMARAI AB

أداء السهم



المصدر: بلومبيرغ

المراعي	مؤشر تداول العام	مؤشر الزراعة والصناعات الغذائية
31-ديسمبر-2012	63.50	6,590
6 أشهر	(1.6%)	1.4%
سنة	12.4%	6.5%
سنتان	(1.2%)	2.2%

إجمالي التغير

الربع الرابع	*2012	2011
الإيرادات (مليون ريال)	2,503	2,089
هامش الدخل الإجمالي	38.1%	34.6%
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك (مليون ريال)	652	498
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	26.1%	23.8%
الدخل الصافي (مليون ريال)	398	125
هامش الدخل الصافي	15.9%	6.0%
ربحية السهم (ريال)	0.99	0.31

أحمد كريمة

محلل بحوث مساعد

ahmed.korayem@riyadcapital.com
+966-1-203-6800 Ext. 5075

عاصم بختیار، سي إف إيه

رئيس قسم الأبحاث

asim.bukhtiar@riyadcapital.com
+966-1-203-6800 Ext. 5016

شركة الرياض المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق

المالية السعودية (رقم 07070-37)

شراء قوي	شراء	احتفاظ	بيع	غير مُصنّف
إجمالي الإيرادات المتوقعة	إجمالي الإيرادات المتوقعة	إجمالي الإيرادات المتوقعة	سعر مبالغ فيه	تحت المراجعة/ مقيد
≤ 25%	≤ 15%	> 15%		

المكتب الرئيسي

الرياض المالية
صندوق بريد 21116
الرياض 11475
المملكة العربية السعودية

الهاتف

800 124 0010

الموقع الإلكتروني

www.riyadcapital.com

البريد الإلكتروني

research@riyadcapital.com

بيان إخلاء المسؤولية

تم إعداد هذا المستند البحثي لاستخدام عملاء الرياض المالية، ولا يجوز إعادة توزيعه أو نقله، أو نشره، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو بأية طريقة، بدون موافقة كتابية صريحة من الرياض المالية. يشكل استلام هذا المستند البحثي، ومراجعته موافقة من جانبك على عدم إعادة توزيع أو نقل، أو نشر المحتويات، أو الآراء، أو الاستنتاجات، أو المعلومات الواردة في هذا المستند للآخرين قبل نشر تلك المعلومات بشكل عام من قبل الرياض المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذا المستند من مصادر عامة متنوعة نعتقد بأنها موثوقة، لكننا لا نضمن دقتها، ولا نقدم الرياض المالية أي تعهدات، أو ضمانات من أي نوع فيما يتعلق بالبيانات، والمعلومات المقدمة، ولا نتعهد الرياض المالية، بأن محتوى هذا المستند من المعلومات مستوف أو خال من أي خطأ. ولا يوفر هذا المستند البحثي سوى معلومات عامة، ولا تشكل أية معلومات، أو أي رأي معلن عرضاً، أو دعوة لتقديم عرض، أو شراء، أو بيع أي سندات، أو منتجات استثمارية أخرى متعلقة بتلك السندات أو الاستثمارات. ولا يقصد بهذا المستند تقديم استشارة استثمارية شخصية، كما أنه لا يضع في اعتباره أهداف استثمارية، أو وضع مالي، أو احتياجات خاصة بأي شخص بعينه قد يتلقى هذا المستند.

يجب على المستثمرين السعي للحصول على استشارة مالية، أو قانونية، أو ضريبية بشأن ملائمة الاستثمار في أي سندات، أو استثمارات، أو استراتيجيات استثمارية أخرى تمت مناقشتها، أو التوصية بها في هذا المستند، ويجب عليهم تفهم أن البيانات الخاصة بالتوقعات المستقبلية قد لا تتحقق، كما ينبغي أن يراعي المستثمرين أن الدخل المتوقع من تلك السندات، أو الاستثمارات الأخرى قد يتذبذب، إن وجد، وأن قيمة مثل تلك السندات، والاستثمارات قد ترتفع، أو تهبط. وبناء عليه، فقد يحصل المستثمرون على أموال أقل مما استثمروه بالفعل. وقد يكون للرياض المالية أو الموظفين لديها (بما في ذلك المحللين البحثيين) حصة مالية في سندات المصدر (المصدرين)، أو الاستثمارات ذات الصلة. ولا تتحمل الرياض المالية مسؤولية أية خسارة، أو أضرار قد ينشأن، بشكل مباشر أو غير مباشر، عن أي استخدام للمعلومات الواردة في هذا المستند البحثي، وقد يخضع هذا المستند البحثي للتغير بدون إشعار مسبق.