

## الاعتماد على الإلكترونيات بدلا من القرطاسية

كانت الإيرادات لعام 2012 والتي بلغت 4.6 مليار ريال (بنمو قدره 12% مقارنة بعام 2011) متماثية مع تقديراتنا، إلا أن هوامش الربحية والتي فاقت تقديراتنا دفعت بالشركة لتحقيق دخل صافي يفوق تقديراتنا حيث بلغت ربحية السهم 9.50 ريال (بنمو قدره 11% مقارنة بعام 2011) مقارنة بتقديراتنا التي كانت تشير إلى بلوغها 9.15 ريال. فيما يخص عام 2013، فإن التركيبة السكانية للمملكة من المفترض أن تدعم استمرارية إقبال المستهلكين والمشتريين على معارض شركة جرير، كما أنها ستسهم في الحد من تأثير إيراداتها بسبب افتتاحها لمعارض جديدة. نظراً لتأثير الإيرادات بالإصدارات الجديدة من الأجهزة الإلكترونية، فإن تأثيرها بالعوامل الموسمية قد بدأ بالتلاشي. تشير تقديراتنا لعام 2013 إلى تحقيق الشركة لإيرادات تبلغ 5.6 مليار ريال (بنمو قدره 21% مقارنة بعام 2012)، وأن تبلغ ربحية السهم والأرباح النقدية الموزعة 11.09 ريال و 9.00 ريال على التوالي وهو ما يمثل معدل دفع لأرباح الأسهم يبلغ 81%. دفعنا استخدامنا لطريقة القيمة الحالية لأرباح الأسهم الموزعة المستقبلية إلى رفع السعر المستهدف من 163 ريال إلى 186 ريال، مع الإبقاء على التوصية بالشراء.

### توقع وصول العدد الإجمالي للمعارض بنهاية هذا العام إلى 37

من المتوقع أن تقوم الشركة هذا العام بافتتاح 5 معارض جديدة، منها 4 في المملكة العربية السعودية وفرع واحد في دولة الكويت. سيؤدي ذلك إلى ارتفاع العدد الإجمالي لمعارض الشركة من 32 إلى 37 معرضاً، حيث من المتوقع أن تفتتح الشركة غالبية هذه الفروع في النصف الثاني من العام. س يدعم الاختيار الأمثل للأماكن ذات الكثافة السكانية العالية لافتتاح هذه المعارض متوسط الإيرادات لكل معرض والذي من المتوقع أن يرتفع من 145 مليون ريال في العام الماضي إلى 152 مليون ريال في هذا العام.

### ارتفاع أحجام المبيعات سيؤوض انخفاض الهوامش الربحية

سينتج عن انخفاض أسعار الهواتف الذكية والكمبيوترات اللوحية ارتفاع الطلب عليهما وذلك مع استهداف الشريحتين المتوسطة وما دونها. من المثير للاهتمام انخفاض تأثير الإيرادات بالعوامل الموسمية الناتجة عن موسم العودة للمدارس لأنه من الواضح أنها أصبحت تتأثر بالإصدارات الجديدة للأجهزة الإلكترونية. تشير تقديراتنا لعام 2013 إلى تحقيق الشركة لإيرادات تبلغ 5,629 مليون ريال (بنمو قدره 21% مقارنة بعام 2012). من المتوقع أن ينخفض هامش الدخل الإجمالي بمقدار 20 نقطة أساس ليصل إلى 14.8% وذلك نظراً لانخفاض قوة السياسة التسعيرية للشركة وتوحيد أسعار المنتجات لجميع الشركات العاملة في مجال بيع الإلكترونيات من قبل الشركات المصنعة للأجهزة الإلكترونية. سيتم تعويض الانخفاض في الهوامش الربحية بارتفاع أحجام المبيعات.

### توقع نمو صافي الدخل بنسبة 17% مقارنة بعام 2012

لقد قمنا باحتساب وتقدير ارتفاع المصروفات التشغيلية لتشمل أثر المصروفات التي تسبق افتتاح الشركة لمعارضها الجديدة، إضافة إلى ارتفاع أعداد موظفيها والارتفاع المحتمل لرواتبهم. تشير تقديراتنا إلى تحقيق الشركة في عام 2013 لدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 693 مليون ريال (بنمو قدره 19% مقارنة بعام 2012)، مما سيؤدي إلى بلوغ الهامش 12.3% وذلك بالمقارنة مع متوسط نظراء شركة جرير يبلغ 9.2%. نتوقع استقرار ربحية السهم للربع الأول من هذا العام والتي من المتوقع أن تبلغ 2.74 ريال مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي، إلا أننا نتوقع نموها لمُجمَل عام 2013 وذلك بنسبة 17% مقارنة بعام 2012 لتصل إلى 11.09 ريال.

### رفع السعر المستهدف من 163 ريال إلى 186 ريال

دفعنا استقرار التوزيعات النقدية الربحية واستهداف الشركة لمتوسط معدل دفع لأرباح الأسهم يبلغ 80% إلى استخدام طريقة القيم الحالية لأرباح الأسهم الموزعة المستقبلية لتقييم سهم شركة جرير. تشير تقديراتنا للربع الأول من عام 2013 ولمُجمَل العام إلى توزيع الشركة لأرباح نقدية تبلغ 2.25 ريال و 9.00 ريال على التوالي. لقد وصلنا للسعر المستهدف الجديد والبالغ 186 ريال (السعر السابق كان 163 ريال) باستخدام مكرر قيمة نهائية للشركة يبلغ 16.5. يمثل السعر المستهدف الجديد مكرر مبيعات (السعر / الإيرادات) ومكرر ربحية (السعر / الأرباح) يبلغ 2.2 و 16.8 على التوالي وذلك وفقاً لتقديراتنا لعام 2013، ذلك في الوقت الذي يبلغ فيه متوسط مكرر المبيعات ومكرر الربحية لنظراء الشركة في القطاع 0.9 و 14.2 على التوالي. نكرر توصينا بالشراء، كما نشير إلى أن العائد الحالي للأرباح الموزعة يبلغ 5.8%

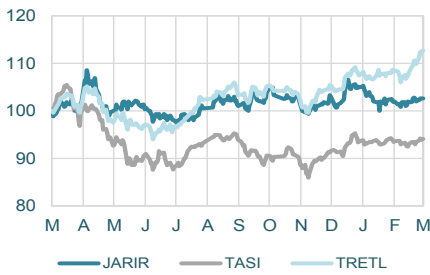
#### إجمالي العوائد المتوقعة

السعر في 19-مارس-2013	156.00 ريال
العائد المتوقع لسعر السهم	19.2%
عائد الأرباح الموزعة	5.8%
إجمالي العوائد المتوقعة	25.0%

#### بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً	148.00/165.00 ريال
القيمة السوقية	9,360 مليون ريال
قيمة المنشأة	9,466 مليون ريال
الأسهم المتداولة	60 مليون
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	45.5%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهراً بالآلاف)	34.2
الوزن في المؤشر العام السعودي	0.6%
رمز الشركة في رويترز	4190.SE
رمز الشركة في بلومبيرغ	JARIR AB

#### أداء السهم



المصدر: بلومبيرغ

مؤشر قطاع التجزئة	مؤشر تداول العام	جرير	19-مارس-2013
8,088	7,076	156.00	2013
<b>إجمالي التغير</b>			
9.1%	0.3%	1.6%	6 شهور
12.7%	(5.9%)	2.6%	سنة
75.4%	11.5%	77.3%	سنتان

الربع الأول من عام 2013	مليون ريال
الإيرادات	1,368
الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك	177
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك	13.0%
الدخل الصافي	164
هامش الدخل الصافي	12.0%
ربحية السهم (ريال)	2.74

البيانات المالية الأساسية		السنة المالية تنتهي في 31 ديسمبر (مليون ريال)			
مترجمة*		2015*	2014*	2013*	2012
الإيرادات		7,471	6,636	5,629	4,634
الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك		878	799	693	584
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك		11.8%	12.0%	12.3%	12.6%
ربحية السهم (ريال)		13.72	12.62	11.09	9.50
هامش الدخل الصافي		11.0%	11.4%	11.8%	12.3%
أرباح السهم الموزعة (ريال)		11.00	10.10	9.00	7.75
معدل دفع أرباح الأسهم		80%	80%	81%	82%
العائد على متوسط حقوق الملكية		59%	62%	61%	59%
العائد على متوسط الأصول		28%	29%	31%	31%
قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك		10.8x	11.8x	13.7x	16.2x
السعر / الأرباح		11.4x	12.4x	14.1x	16.4x
السعر / التدفق النقدي للسهم		12.7x	14.9x	16.5x	16.9x
السعر / الإيرادات		1.3x	1.4x	1.7x	2.0x

أحمد كريمة

محلل بحوث مساعد

ahmed.korayem@riyadcapital.com

+966-1-203-6800 Ext. 5075

عاصم بختيار، سي إف ايه

رئيس قسم الأبحاث

asim.bukhtiar@riyadcapital.com

+966-1-203-6800 Ext. 5016

شركة الرياض المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق

المالية السعودية (رقم 37-07070)

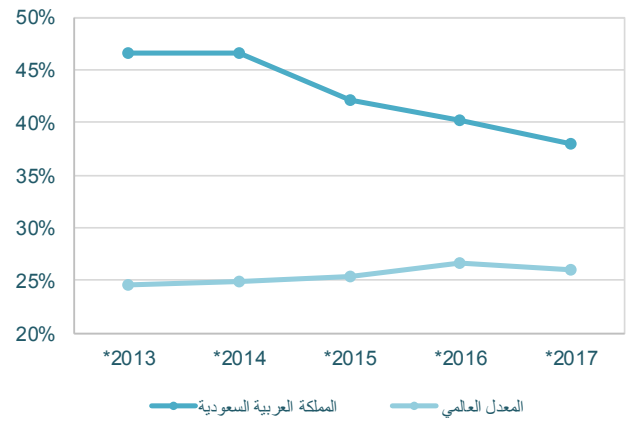
## نمو الطلب على الأجهزة الإلكترونية

يزداد إقبال المستهلكين من الشباب في المملكة العربية السعودية على الأجهزة الإلكترونية كالمبيوترات اللوحية والهواتف الذكية وألعاب الكمبيوتر وذلك نظراً لارتفاع القدرة على تحمّل تكاليفها، كما أن انخفاض أسعارها يسهم في نمو معدلات انتشارها. تتوقع شركة إريكسون أن يرتفع عدد الهواتف الذكية في العالم من 0.7 مليار جهاز في عام 2011 إلى 3 مليار ريال في عام 2017.

على مدى العامين الماضيين، استحوذت الهواتف الذكية ووسائل التواصل الاجتماعي على اهتمام الكثيرين في المملكة العربية السعودية. تشير بيانات موقع (Discover Digital Arabia) إلى وجود أكثر من 3 مليون مستخدم لموقع تويتر و 0.8 مليون مستخدم لموقع لينكدان و 6 مليون مستخدم لموقع فيسبوك في المملكة العربية السعودية، كما أن أغلب هؤلاء المستخدمين تتراوح أعمارهم بين 25 سنة و 34 سنة. إضافة إلى ذلك، فإن 65% من مستخدمي الإنترنت في المملكة يستخدمونه للعب الألعاب الإلكترونية عن بعد.

تشير تقديرات صندوق النقد الدولي إلى استمرار نمو الإنفاق الاختباري في المملكة على مدى السنوات الأربع القادمة نظراً لتراجع معدل الادّخار القومي الإجمالي من 48% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي في عام 2011 إلى 38% في عام 2017، وهو ما يفوق المعدل العالمي بواقع 12% (1,200 نقطة أساس). تدعم التركيبة السكانية للمملكة فرص النمو لشركات التجزئة العاملة في بيع الأجهزة الإلكترونية كشركة جرير على سبيل المثال.

### شكر رقم 1: معدل الادّخار القومي الإجمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: صندوق النقد الدولي

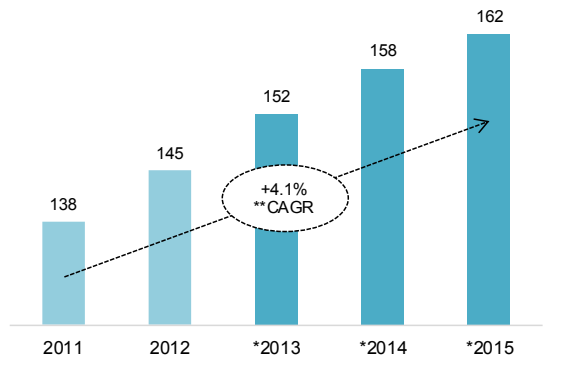
\*متوقع

اكتسبت شركة جرير ميزة كونها إحدى أولى الشركات الرئيسية العاملة في قطاع التجزئة التي دخلت سوق الأجهزة الإلكترونية، إلا أن احتدام المنافسة من شركات مثل اكسترا وأكسيوم يشير إلى تلاشي الفروقات بينهم. إن التحدي الذي يواجه شركة جرير يكمن في تحديد الأماكن المثلى من معارضها الجديدة للاستفادة القصوى من إقبال المستهلكين عليها والاستفادة أيضاً من انتشار فروعها.

## افتتاح المزيد من المعارض

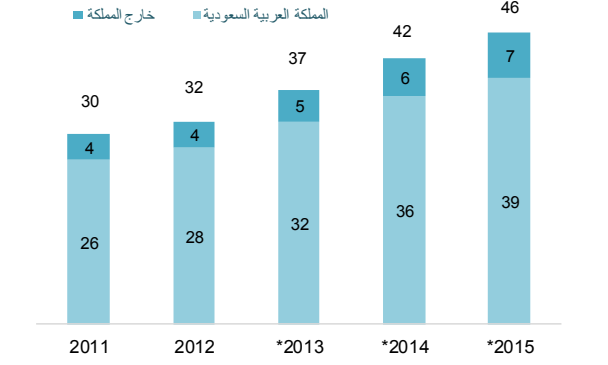
إن نمو الإيرادات سيكون معتمداً على إضافة الشركة لمزيد من المعارض حتى عام 2017. في اعتقادنا أن المعارض الجديدة ستركز في المدن الرئيسية في المملكة العربية السعودية. أعلنت جرير عن عزمها افتتاح 5 معارض جديدة سنوياً على مدار العامين القادمين. تستهدف الشركة رفع العدد الإجمالي لمعارضها من 32 معرضاً في عام 2012 إلى 55 معرضاً بحلول عام 2017، إلا أننا كنا منحفظين في تقديرنا حيث قمنا برفع تقديرنا للعدد الإجمالي لمعارضها بحلول عام 2017 من 50 إلى 51. قامت الشركة بافتتاح معرضين جديدين لها في كل من الرياض وينبع في عام 2012. كان من المفترض أن تفتتح الشركة العام الماضي فرعها في دولة الكويت، إلا أنه يبدو أنها تأخرت عن الجدول الزمني المحدد. نتوقع أن تقع 4 من المعارض الـ 5 التي تعزم الشركة افتتاحها في المملكة العربية السعودية، وأن يكون الفرع الخامس في دولة الكويت. من الواضح أن التركيز سيكون على السوق المحلية، حيث يبدو أن الشركة قد أجلت خططها بالدخول للسوق المصرية والأسواق الإقليمية الأخرى.

شكل رقم 3: متوسط الإيرادات لكل معرض (مليون ريال)



المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية  
\*متوقع  
\*\*CAGR: معدل النمو السنوي المركب

شكل رقم 2: عدد معارض جرير



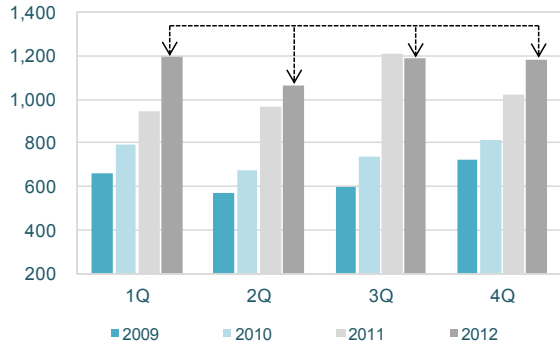
المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية  
\*متوقع

على الرغم أن شركة جرير لم تعلن عن بيانات إيرادات نفس المعرض (Same Store Sales)، إلا أننا لا نتوقع تأثرها بشكل كبير بسبب لافتتاح المعارض الجديدة. ارتفع متوسط الإيرادات لكل معرض من 138 مليون ريال في عام 2011 إلى 145 مليون ريال (بنمو قدره 5.1% مقارنة بعام 2011) في عام 2012. ننوه إلى أن متوسط الإيرادات لكل معرض في المملكة قد بلغ في العام الماضي 153 مليون ريال مقابل 87 مليون ريال خارج المملكة. أسهم النمو السكاني والتمدد في استمرار الحفاظ على تدفق حركة المستهلكين والمستهترين لمعارض الشركة. في اعتقادنا أن المدن الرئيسية مازالت تشكل فرصة للشركة للتوسع فيها بشكل أكبر نظراً لوجود أماكن ذات كثافة سكانية عالية. قد تكون سهولة الوصول للمعارض عاملاً حاسماً للمستهترين الذين قد تدفعهم رغبة الشراء بشكل عفوي بالتوجه للشراء من فروع شركتي أكسترا أو أكسيوم الواقعة في المجمعات التجارية، لذلك فقد قمنا بتعديل تقديراتنا لمتوسط الإيرادات لكل معرض لتنمو بمعدل سنوي مركب للفترة بين عامي 2011 و 2015 يبلغ 4.1%.

#### السياسة التسعيرية ستضغط على الهوامش

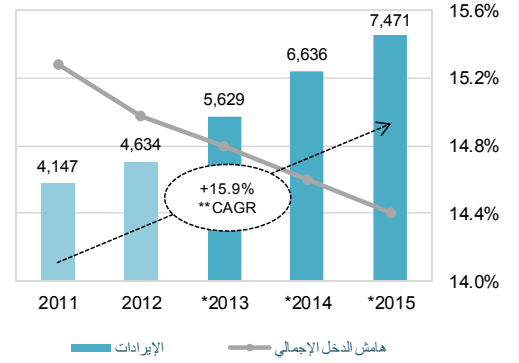
تماشت الإيرادات التي حققتها شركة جرير في عام 2012 والبالغة 4,634 مليون ريال (بنمو قدره 12% مقارنة بعام 2011) مع تقديراتنا والتي كانت تشير إلى بلوغها 4,619 مليون ريال. تشير تقديراتنا لعام 2013 إلى نمو الإيرادات بنسبة 21% لتصل إلى 5,629 مليون ريال مقارنة بتقديرات المحللين في بلومبيرغ والتي تشير إلى بلوغها 5,406 مليون ريال. يعود سبب نظرنا المتفائلة إلى عزم الشركة افتتاح 5 معارض جديدة خلال العام. من المتوقع أن تنمو الإيرادات بين عامي 2011 و 2015 بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 16%، مما يعكس استمرارية نمو الشركة. من المتوقع أيضاً أن يستمر هامش الدخل الإجمالي بالانخفاض من 15.0% في عام 2012 ليصل إلى 14.4% بحلول عام 2015 وذلك لسببين رئيسيين: الأول هو تحديد المصنّعين لأسعار بيع منتجاتهم، إضافة إلى انخفاض أسعار الأجهزة نظراً لتغير ديناميكية السوق مما يؤثر على هامش الدخل الإجمالي. في اعتقادنا أن القوة التسعيرية تتجه من شركة جرير إلى صالح الشركات المصنّعة كشركتي أبل وسامسونغ اللتان تحددان أسعار بيع ثابتة لمنتجاتهما عبر جميع المنافذ والأسواق. أما السبب الثاني فيعود إلى ما كان عليه الحال في عام 2010 مع الكمبيوترات المحمولة عندما انخفضت أسعارها آنذاك مما ضغط على الهوامش ما أدى إلى انخفاض هامش الدخل الإجمالي بمقدار 240 نقطة أساس. في اعتقادنا تلك الظاهرة ستجدد على مدى العامين القادمين مع الهواتف الذكية والكمبيوترات اللوحية. إن انخفاض الأسعار سيدعم نمو الإيرادات على حساب الهوامش الربحية.

شكل رقم 5: الإيرادات الربعية (مليون ريال)



المصدر: تقارير الشركة

شكل رقم 4: الإيرادات (مليون ريال) وهامش الدخل الإجمالى



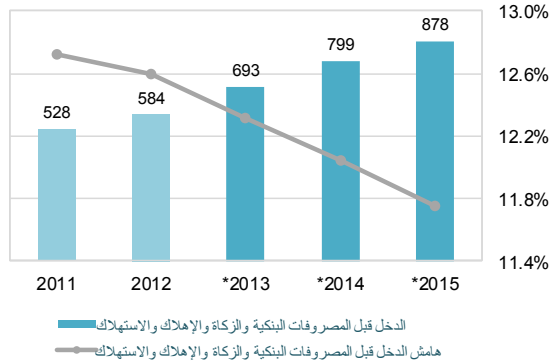
المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية  
\*مُتوقع  
\*\* CAGR: معدل النمو السنوي المركب

من المثير للاهتمام أن التغيير في مزيج المنتجات قد حدّ من أثر العوامل الموسمية على النتائج الربعية حيث تبدو الإيرادات الربعية في عام 2012 متساوية بشكل يفوق عامي 2009 و 2010. ما لفت النظر هو انحسار أثر موسم العودة إلى المدارس خلال الربع الثالث على نتائج العام الماضي مقارنة بالأعوام السابقة. إننا نرى أن الإيرادات الربعية تتجه للتأثر بالإصدارات الجديدة من الأجهزة (مثل جهازى آيفون وجالكسي) بشكل يفوق التأثير بالأحداث التي تحرك الطلب على اللوازم المدرسية.

### ارتفاع المصروفات التشغيلية

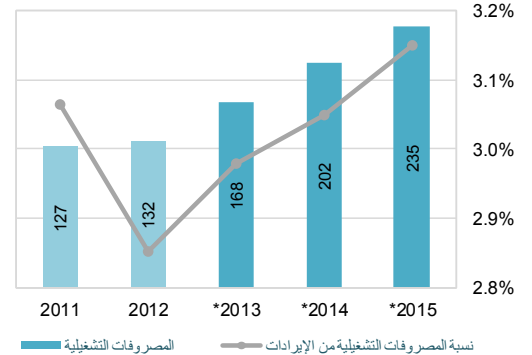
في اعتقادنا أن الخطط التوسعية ستدفع بالمصروفات التشغيلية للارتفاع نظراً لارتفاع عدد الموظفين واحتمال ارتفاع رواتبهم أيضاً. أشارت شركة جرير إلى عدم تأثرها بالمبادرات الخاصة بالسعودة، إضافة إلى قدرتها الكبيرة على المحافظة على موظفيها. تقوم الشركة بتدريب ممثلي مبيعاتها لزيادة فعاليتهم. من المُتوقع أن ترتفع نسبة المصروفات التشغيلية إلى الإيرادات من 2.9% في عام 2012 إلى حدود 3.2% في عام 2015.

شكل رقم 7: تقديرات الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك (مليون ريال)



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية  
\*مُتوقع

شكل رقم 6: المصروفات التشغيلية (مليون ريال) ونسبتها من الإيرادات



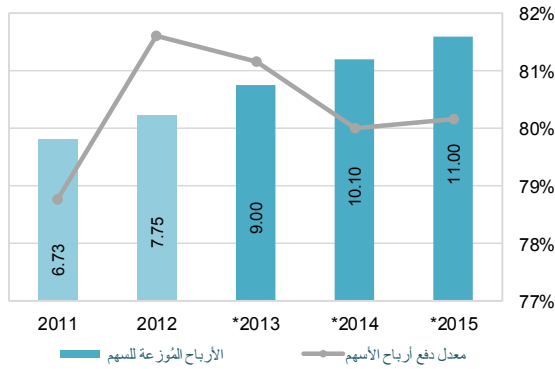
المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية  
\*مُتوقع

حققت جرير في عام 2012 دخلاً قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك بلغ 584 مليون ريال (بنمو قدره 11% مقارنة بعام 2011) والذي فاق تقديراتنا التي كانت تشير إلى بلوغه 570 مليون ريال. فيما بتعلق بعامي 2013 و 2014، فإن تقديراتنا للدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك تشير إلى بلوغه 693 مليون ريال و 799 مليون ريال على التوالي. لكننا في الوقت ذاته نتوقع انخفاض هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك لعام 2013 بمقدار 30 نقطة أساس ليصل إلى 12.3%، ذلك على الرغم من أن إدارة الشركة قد أشارت في وقت سابق إلى استقرار الهوامش. في اعتقادنا أنه في حال استقرت الهوامش الربحية لشركة جرير في عام 2013، فإن ذلك سيكون نقطة إيجابية رئيسة لها.

### ارتفاع صافي الدخل سينتج عنه ارتفاع التوزيعات النقدية

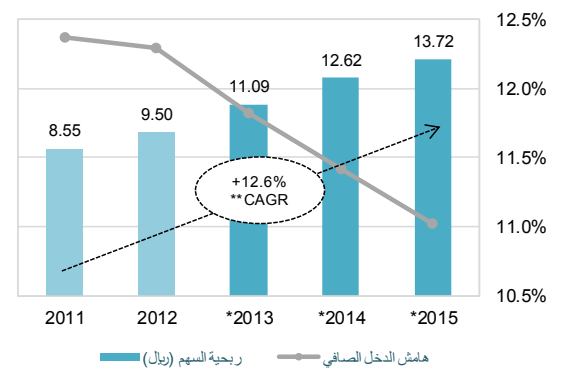
إن انخفاض نسبة الرفع المالي إلى 0.2 قد أدى إلى جعل من أثر المصروفات التمويلية على الشركة ضئيلاً. حصلت الشركة في شهر أغسطس من عام 2012 على تمويل بقيمة 233 مليون ريال بفترة سماح تمتد لعامين من أجل تمويل خططها التوسعية، حيث ستقوم بالسداد على 4 دفعات متساوية. حققت الشركة في عام 2012 دخلاً صافياً بلغ 570 مليون ريال (بنمو قدره 11% مقارنة بعام 2011) والذي فاق تقديراتنا التي كانت تشير إلى بلوغه 549 مليون ريال. في اعتقادنا أن ربحية السهم ستتمو بين عامي 2011 و 2015 بمعدل نمو سنوي مُركَّب يبلغ حوالي 13%. فيما يتعلّق بعام 2013، فإن تقديراتنا تشير إلى بلوغ ربحية السهم 11.09 ريال (بنمو قدره 17% مقارنة بعام 2012)، مما سيؤدي إلى بلوغ هامش الدخل الصافي 11.8%. يُذكر أن تقديرات المحللين تشير إلى أن ربحية السهم لهذا العام ستبلغ 10.54 ريال.

شكل رقم 9: الأرباح المُوزعة للسهم (ريال) ومعدل دفع أرباح الأسهم



المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية  
\*مُتوقع

شكل رقم 8: انخفاض هامش الدخل الصافي



المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية  
\*مُتوقع  
\*\* CAGR: معدل النمو السنوي المركب

تعنزم شركة جرير المحافظة على معدل دفع لأرباح الأسهم يبلغ 80% والذي تماشى مع التوقعات، مما يعني أن نمو أرباحها سينعكس على نمو توزيعاتها النقدية. تشير تقديراتنا إلى أن الشركة ستقوم بتوزيع أرباح نقدية عن عام 2013 تبلغ 9.00 ريال. تشير إلى أن الأرباح المُوزعة للسهم قد نمت بنسبة 15% مقارنة بعام 2011 والتي تماشت مع نسبة نمو صافي الدخل.

### ملخص عام 2012

كنا متحفظين في تقديراتنا لعام 2012 للهوامش الربحية لشركة جرير حيث أنها فاقت تقديراتنا بما بين 30 إلى 40 نقطة أساس وذلك على المستويات كافة. تماشى معدل دفع أرباح الأسهم مع تقديراتنا، إلا أن الأرباح المُوزعة للسهم والتي بلغت 7.75 ريال فاقت تقديراتنا التي كانت تشير إلى بلوغها 7.50 ريال.

جدول رقم 1: أداء عام 2012

المتوقعة	المعلنة	مليون ريال
4,619	4,634	الإيرادات
11.4%	11.7%	النمو مقارنة بعام 2011
674	694	الدخل الإجمالى
14.6%	15.0%	هامش الدخل الإجمالى
570	584	الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك
12.3%	12.6%	هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك
545	562	الدخل التشغيلي
11.8%	12.1%	هامش الدخل التشغيلي
549	570	الدخل الصافي
11.9%	12.3%	هامش الدخل الصافي
7.0%	11.1%	النمو مقارنة بعام 2011
9.15	9.50	ربحية السهم (ريال)
7.50	7.75	الأرباح الموزعة للسهم (ريال)
82%	82%	معدل دفع أرباح الأسهم

المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية

التقديرات الربعية

فيما يلي تقديراتنا الربعية لعام 2013. نوه إلى أن الحصة الأكبر من النمو في الإيرادات سيتحقق في النصف الثاني من العام نظراً حيث ستقوم الشركة وقتها بافتتاح فروعها الجديدة. فيما يخص الربع الأول، فإن تقديراتنا تشير إلى تحقيق الشركة لإيرادات تبلغ 1,368 مليون ريال (بنمو قدره 14% مقارنة بالفترة نفسها من عام 2012)، كما تشير أيضاً إلى بلوغ ربحية السهم 2.74 ريال. نتوقع أن تقوم الشركة بتوزيع أرباح نقدية عن الربع الأول تبلغ 2.25 ريال، ما يمثل معدل دفع لأرباح الأسهم يبلغ 82%.

جدول رقم 2: التقديرات الربعية لعام 2013

*2013	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	مليون ريال
5,629	1,576	1,494	1,191	1,368	الإيرادات
21.5%	33.3%	25.6%	11.7%	14.3%	النمو مقارنة بالفترة نفسها من عام 2012
833	225	239	162	206	الدخل الإجمالى
14.8%	14.3%	16.0%	13.6%	15.1%	هامش الدخل الإجمالى
693	180	203	133	177	الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك
12.3%	11.4%	13.6%	11.2%	13.0%	هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك
665	173	195	126	171	الدخل التشغيلي
11.8%	11.0%	13.1%	10.6%	12.5%	هامش الدخل التشغيلي
665	194	188	120	164	الدخل الصافي
11.8%	12.3%	12.6%	10.1%	12.0%	هامش الدخل الصافي
16.8%	40.5%	16.8%	11.9%	0.0%	النمو مقارنة بالفترة نفسها من عام 2012
11.09	3.23	3.13	2.00	2.74	ربحية السهم (ريال)
9.00	2.65	2.50	1.60	2.25	الأرباح الموزعة للسهم (ريال)
81%	82%	80%	80%	82%	معدل دفع أرباح الأسهم

المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية

\*متوقع

## التقييم والتوصية

نظراً لاستقرار الأرباح النقدية ومعدل دفع أرباح الأسهم، فقد قمنا باستخدام طريقة القيمة الحالية لأرباح الأسهم الموزعة المستقبلية لتقييم سهم شركة جرير. إن تقييمنا يشتمل على معدل نمو على المدى الطويل يبلغ 2.5%، وعائد خالي من المخاطر يبلغ 4.5%. إن العائد الخالي من المخاطر الذي قمنا باستخدامه نتج عن إضافة 340 نقطة أساس لمعدل الإقراض بين البنوك السعودية (سايبور) لمدة 12 شهراً، ذلك نظراً لعدم وجود سوق نشطة للصكوك والسندات الحكومية الموقومة بالريال. يبلغ الفارق بين السندات الحكومية الأمريكية لأجل سنة واحدة وأجل لعشر سنوات حوالي 180 نقطة أساس، لذلك فقد قمنا بإضافة 160 نقطة أساس لعكس المخاطر الفطرية. باستخدام معامل بيتا حسب بلومبيرغ والذي يبلغ 0.7 وعلاوة مخاطر الاستثمار بسوق الأسهم تبلغ 6.0%، فقد قمنا باحتساب معدل العائد المطلوب عند 8.7%

جدول رقم 3: طريقة القيمة الحالية لأرباح الأسهم الموزعة المستقبلية

	*2017	*2016	*2015	*2014	*2013	
الأرباح الموزعة للسهم	12.60	12.00	11.00	10.10	9.00	الأرباح الموزعة للسهم
معدل النمو على المدى الطويل	2.5%	9.1%	8.9%	12.2%	16.1%	النمو
العائد الخالي من المخاطر	4.5%	3	2	1		فترة الخصم
علاوة مخاطر الاستثمار بسوق الأسهم	6.0%	0.7163	0.7786	0.8463	0.9200	معامل الخصم
معامل بيتا	0.7	9.03	9.34	9.31	9.29	القيمة الحالية لأرباح الأسهم الموزعة المستقبلية
معدل العائد المطلوب	8.7%	16.5x				مكرر القيمة النهائية للشركة
		208				القيمة النهائية للشركة
		149				القيمة الحالية للمكرر المستقبلي للقيمة النهائية للشركة
		<b>186.17</b>				<b>السعر العادل للسهم</b>

المصدر: الرياض المالية

\*متوقع

نتج عن استخدام طريقة القيمة الحالية لأرباح الأسهم الموزعة المستقبلية بلوغ السعر العادل للسهم 186.17 ريال، لذلك فقد قمنا برفع السعر المستهدف لثلاثي عشر شهراً القادمة إلى 186 ريال، والذي يمثل مكرر مبيعات يبلغ 2.2 ومكرر ربحية يبلغ 16.8 وذلك وفقاً لتقديراتنا لعام 2013. يُذكر أن السعر المستهدف السابق كان يبلغ 163 ريال، وقد تم احتسابه بناء على استخدام طريقة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية. لغرض المطابقة، فقد قمنا باستخدام طريقة القيم الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية بعد مراجعة تقديراتنا، ما نتج عنه بلوغ السعر العادل للسهم 166.38 ريال، لذلك وفي هذه الحالة فإننا نفضل استخدام طريقة القيمة الحالية لأرباح الأسهم الموزعة المستقبلية كطريقة مثلى لتقييم سهم شركة جرير. نكرر التوصية بالشراء.

يُداول سهم شركة جرير على مكرر مبيعات يبلغ 1.7 والذي يفوق بشكل طفيف متوسط نظرائها في المملكة العربية السعودية الذي يبلغ 1.4، كما يفوق أيضاً متوسط المجموعة أدناه والذي يبلغ 0.9. على العكس من ذلك وبالنظر إلى مكرر الربحية حسب تقديرات عام 2013، فإن سهم الشركة يُداول على مكرر يبلغ 14.1 والذي هو دون متوسط نظرائها في المملكة والذي يبلغ 15.4. من غير المُستغرب أن يُبرَّر ارتفاع العائد على حقوق الملكية مقارنة بنظرائها في المجموعة أدناه ارتفاع مكرر القيمة الدفترية لسهم شركة جرير.



جدول رقم 4: التقييمات للشركات المقارنة

الشركة	الدولة	السعر (بالعملة المحلية)	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية (بمليارات السعودي)	السعر / الإيرادات			قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك			السعر / القيمة الدفترية		
					2012	*2013	*2014	2012	*2013	*2014	2012	*2013	*2014
الشركة المتحدة للإلكترونيات (اكسترا)	المملكة العربية السعودية	127.00	24	3,048	0.7x	0.9x	1.0x	11.8x	13.4x	15.6x	14.6x	16.6x	19.2x
شركة فواز عبدالعزيز الحكير وشركاه	المملكة العربية السعودية	124.75	70	8,733	1.7x	2.0x	2.7x	10.1x	11.9x	16.8x	12.9x	14.3x	19.5x
شركة المراعي	المملكة العربية السعودية	66.25	400	26,498	2.0x	2.3x	2.7x	11.1x	12.9x	14.6x	14.4x	16.9x	18.4x
مجموعة صافولا	المملكة العربية السعودية	40.20	500	20,100	0.6x	0.7x	0.7x	8.8x	9.9x	11.5x	10.9x	12.9x	14.4x
شركة هرفي للخدمات الغذائية	المملكة العربية السعودية	114.25	30	3,428	3.1x	3.5x	4.1x	11.6x	13.1x	15.1x	14.7x	16.7x	18.9x
شركة أسواق عبدالله العثيم	المملكة العربية السعودية	83.75	23	1,884	0.4x	0.4x	0.4x	7.4x	8.2x	8.8x	10.2x	11.4x	11.0x
أرامكس	الإمارات العربية المتحدة	2.19	1,464	3,274	0.8x	0.9x	1.0x	6.1x	6.9x	7.9x	10.0x	11.3x	13.1x
راديو شاك	الولايات المتحدة الأمريكية	3.50	100	1,307	0.1x	0.1x	0.1x	7.5x	10.0x	14.5x	n.m.	n.m.	n.m.
بيست باي	الولايات المتحدة الأمريكية	21.93	338	27,807	0.2x	0.2x	0.1x	3.5x	3.6x	3.3x	9.3x	10.0x	n.m.
أوفيس دبيو	الولايات المتحدة الأمريكية	4.07	286	4,358	0.1x	0.1x	0.1x	3.4x	3.7x	3.8x	30.8x	63.6x	n.m.
شركة جرير للتسويق	المملكة العربية السعودية	156.00	60	9,360	1.4x	1.7x	2.0x	11.8x	13.7x	16.2x	12.4x	14.1x	16.4x
<b>المتوسط</b>					<b>0.7x</b>	<b>0.9x</b>	<b>1.0x</b>	<b>8.8x</b>	<b>10.0x</b>	<b>14.5x</b>	<b>12.6x</b>	<b>14.2x</b>	<b>17.4x</b>

المصادر: الرياض المالية، بلومبيرغ  
\*متوقع

جدول رقم 5: المعايير التشغيلية للشركات المقارنة

الشركة	الدولة	معدل النمو السنوي المركب (2012 - 2014)			هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك			هامش الدخل الصافي			العائد على حقوق الملكية		
		الإيرادات	الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	ربحية السهم	2012	*2013	*2014	2012	*2013	*2014	2012	*2013	*2014
الشركة المتحدة للإلكترونيات (اكسترا)	المملكة العربية السعودية	16%	15%	15%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	34%	31%	29%
شركة فواز عبدالعزيز الحكير وشركاه	المملكة العربية السعودية	27%	29%	23%	17%	17%	17%	14%	14%	13%	24%	34%	31%
شركة المراعي	المملكة العربية السعودية	15%	14%	13%	24%	24%	24%	14%	14%	15%	19%	18%	16%
مجموعة صافولا	المملكة العربية السعودية	9%	14%	15%	9%	9%	9%	5%	5%	5%	17%	16%	17%
شركة هرفي للخدمات الغذائية	المملكة العربية السعودية	15%	14%	14%	27%	27%	27%	21%	21%	22%	35%	34%	33%
شركة أسواق عبدالله العثيم	المملكة العربية السعودية	10%	9%	4%	5%	5%	6%	4%	3%	4%	25%	22%	22%
أرامكس	الإمارات العربية المتحدة	11%	13%	15%	12%	12%	12%	8%	8%	8%	12%	13%	14%
راديو شاك	الولايات المتحدة الأمريكية	(5%)	39%	n.m.	2%	2%	1%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
بيست باي	الولايات المتحدة الأمريكية	(1%)	(2%)	n.m.	5%	5%	5%	2%	2%	0%	n.m.	18%	18%
أوفيس دبيو	الولايات المتحدة الأمريكية	(1%)	5%	n.m.	3%	3%	3%	0%	0%	n.m.	n.m.	2%	4%
شركة جرير للتسويق	المملكة العربية السعودية	20%	17%	15%	12%	12%	13%	12%	12%	12%	56%	58%	58%
<b>المتوسط</b>		<b>11%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>24%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>

المصادر: الرياض المالية، بلومبيرغ  
\*متوقع



ملخص البيانات والنسب المالية

جدول رقم 7: النسب المالية

*2015	*2014	*2013	2012	2011	النمو السنوي
13%	18%	21%	12%	38%	الإيرادات
10%	15%	19%	11%	27%	الدخل قبل المصروفات البنكية والركاة والإهلاك والاستهلاك
9%	14%	17%	11%	28%	الدخل الصافي
9%	12%	20%	11%	24%	الأرباح النقدية
*2015	*2014	*2013	2012	2011	تحليل التكاليف
86%	85%	85%	85%	85%	تكلفة الإيرادات
1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	المصروفات العمومية والإدارية
1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%	المصروفات الترويجية والتسويقية والتشغيلية
3.9%	3.6%	3.3%	2.8%	3.3%	متوسط الإهلاك
*2015	*2014	*2013	2012	2011	هوامش الربحية
14.4%	14.6%	14.8%	15.0%	15.3%	الدخل الإجمالي
11.8%	12.0%	12.3%	12.6%	12.7%	الدخل قبل المصروفات البنكية والركاة والإهلاك والاستهلاك
11.3%	11.6%	11.8%	12.1%	12.2%	الدخل الإجمالي
11.0%	11.4%	11.8%	12.3%	12.4%	الدخل الصافي
*2015	*2014	*2013	2012	2011	نسب الدين
1.4x	1.4x	1.5x	1.6x	1.4x	نسبة جاريات السيولة (الأصول المتداولة / المطلوبات المتداولة)
0.2x	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x	الدين / حقوق الملكية
0.1x	0.1x	0.1x	0.1x	0.1x	الدين / الأصول
0.3x	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x	صافي الدين / الدخل قبل المصروفات البنكية والركاة والإهلاك والاستهلاك
*2015	*2014	*2013	2012	2011	دورة النقدية (يوم)
32	42	37	35	38	دورة تحول النقدية
*2015	*2014	*2013	2012	2011	دوران النقدية
22	21	19	20	20	أيام المبيعات غير ممددة
66	74	66	62	59	أيام بقاء المخزون
56	53	49	46	42	أيام الحسابات الدائنة المستحقة

المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية  
\*متوقع

جدول رقم 6: القوائم المالية المختصرة

*2015	*2014	*2013	2012	2011	قائمة الدخل (مليون ريال)
7,471	6,636	5,629	4,634	4,147	الإيرادات
6,395	5,668	4,796	3,940	3,514	تكلفة الإيرادات
<b>1,076</b>	<b>969</b>	<b>833</b>	<b>694</b>	<b>634</b>	الدخل الإجمالي
235	202	168	132	127	المصروفات التشغيلية
<b>840</b>	<b>767</b>	<b>665</b>	<b>562</b>	<b>507</b>	الدخل التشغيلي
14	18	22	26	23	المصروفات الأخرى (الإيرادات الأخرى)
31	27	22	18	17	مخصص الزكاة
<b>823</b>	<b>757</b>	<b>665</b>	<b>570</b>	<b>513</b>	صافي الدخل
60	60	60	60	60	الأسم المتداولة
<b>13.72</b>	<b>12.62</b>	<b>11.09</b>	<b>9.50</b>	<b>8.55</b>	ربحية السهم
38	33	28	22	21	الإهلاك
<b>878</b>	<b>799</b>	<b>693</b>	<b>584</b>	<b>528</b>	الدخل قبل المصروفات البنكية والركاة والإهلاك والاستهلاك
*2015	*2014	*2013	2012	2011	قائمة المركز المالي (مليون ريال)
41	38	41	111	60	النقدية وشبه النقدية
2,082	1,792	1,420	1,022	883	الأصول المتداولة الأخرى
<b>2,123</b>	<b>1,830</b>	<b>1,461</b>	<b>1,133</b>	<b>943</b>	إجمالي الأصول المتداولة
1,005	950	875	814	742	المتكاثات والمعدات
32	33	34	34	35	الاستثمارات
<b>3,160</b>	<b>2,813</b>	<b>2,370</b>	<b>1,981</b>	<b>1,720</b>	إجمالي الأصول
0	0	0	0	0	قروض قصيرة الأجل
255	138	8	17	67	المطلوبات المتداولة الأخرى
1,286	1,135	938	680	597	إجمالي المطلوبات المتداولة
50	150	200	200	108	قروض طويلة الأجل
103	87	72	58	41	المصروفات المتعلقة بالموظفين
<b>1,694</b>	<b>1,510</b>	<b>1,218</b>	<b>955</b>	<b>813</b>	إجمالي المطلوبات
<b>1,467</b>	<b>1,303</b>	<b>1,152</b>	<b>1,026</b>	<b>907</b>	إجمالي حقوق الملكية
<b>3,160</b>	<b>2,813</b>	<b>2,370</b>	<b>1,981</b>	<b>1,720</b>	إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية
*2015	*2014	*2013	2012	2011	قائمة التغيرات النقدية (مليون ريال)
855	784	688	588	530	الدخل قبل الزكاة
53	48	42	11	36	التسويات غير النقدية
(143)	(179)	(144)	(30)	41	التغيرات في رأس المال العامل
(28)	(23)	(18)	(17)	(14)	الركاة وتعويضات نهاية الخدمة المدفوعة
<b>737</b>	<b>630</b>	<b>568</b>	<b>553</b>	<b>594</b>	صافي النقد من الأنشطة التشغيلية
(92)	(107)	(88)	(93)	(207)	صافي المصروفات الرأسمالية
(92)	(107)	(88)	(93)	(207)	صافي النقد المستخدم في الأنشطة الاستثمارية
17	80	(9)	42	25	الارتفاع (الانخفاض) في المديونية
(660)	(606)	(540)	(450)	(404)	الأرباح النقدية المدفوعة
<b>(643)</b>	<b>(526)</b>	<b>(549)</b>	<b>(408)</b>	<b>(379)</b>	صافي النقد المستخدم في الأنشطة التمويلية
<b>2</b>	<b>(3)</b>	<b>(69)</b>	<b>51</b>	<b>7</b>	صافي التغير في النقدية وشبه النقدية
38	41	111	60	52	النقدية وشبه النقدية في بداية الفترة
41	38	41	111	60	النقدية وشبه النقدية في نهاية الفترة

المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية  
\*متوقع

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

#### المكتب الرئيسي

الرياض المالية  
صندوق بريد 21116  
الرياض 11475  
المملكة العربية السعودية

#### الهاتف

800 124 0010

#### الموقع الإلكتروني

[www.riyadcapital.com](http://www.riyadcapital.com)

#### البريد الإلكتروني

[research@riyadcapital.com](mailto: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 تقدم الرياض المالية أي تعهدات، أو ضمانات من أي نوع فيما يتعلق بالبيانات، والمعلومات المقدمة، ولا تتعهد 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 فهم 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 المُصدّر (المُصدّر)، أو الاستثمارات ذات الصلة. ولا تتحمل الرياض المالية مسؤولية أية خسارة، أو أضرار قد ينشأ، بشكل مباشر أو غير مباشر، عن أي استخدام للمعلومات الواردة في هذا المستند البحثي، وقد يخضع هذا المستند البحثي للتغير بدون إشعار مسبق.