

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010



مقدمة

هذا التقرير و الذي تم إعداده من قبل قسم بحوث الاستثمار بشركة الأول للخدمات المالية ، يهدف في المقام الأول إلى مساعدة عملاء شركة الأول من المستثمرين بكافة فئاتهم سواء كانوا مستثمرين أفراد أو مؤسسات و كذلك إلى مساعدة مديري المحافظ الاستثمارية و مديري صناديق الاستثمار ، في اتخاذ القرار الاستثماري بشكل علمي و سليم .

إن هذا التقرير يعرض نتائج تقييم قسم بحوث الاستثمار بشركة الأول للخدمات المالية ، لسهم مجموعة صافولا إحدى الشركات السعودية المدرجة في قطاع الزراعة و الصناعات الغذائية في سوق المال السعودي تداول .

مجموعة صافولا

إن شركة مجموعة صافولا ، شركة مساهمة سعودية تأسست وفقاً لنظام الشركات في المملكة العربية السعودية بتاريخ 9 مارس من عام 1978 . و هذه الشركة تعمل في قطاعات رئيسية محددة هي قطاع التغذية و قطاع التجزئة و قطاع البلاستيك و قطاع التطوير العقاري . و بالنسبة لنشاطها في قطاع التغذية فإنه يقتصر على إنتاج و بيع و تصدير زيوت الطعام و السكر .

و شركة مجموعة صافولا مدرجة في سوق المال السعودي تداول في قطاع الزراعة و الصناعات الغذائية تحت كود 2050 و يبلغ رأس المال المدفوع لتلك الشركة حالياً حوالي 5 مليار ريال سعودي مقسم على عدد 500 مليون سهم و القيمة الاسمية للسهم عشرة ريالات و عدد الأسهم الحرة للشركة يبلغ حالياً 369,733,657 أي تقريباً 73.95 % من إجمالي الأسهم المصدرة ، و تبلغ القيمة السوقية لمجموعة صافولا حالياً حوالي 15.55 مليار ريال سعودي و تمثل 35.85 % من القيمة السوقية لقطاع الزراعة و الصناعات الغذائية في سوق المال السعودي ، كما تمثل القيمة السوقية الحالية لمجموعة صافولا حوالي 1.30 % من القيمة السوقية لسوق المال السعودي ككل . و السعر السوقي الحالي لسهم صافولا كما في تاريخ هذا التقرير يبلغ 30.10 ريال بينما أن أعلى و أقل سعر تحقق للسهم خلال 52 أسبوع هو 31.70 ريال و 15.50 ريال على التوالي

للتنبية : يرجى مراجعة فقرة إخلاء المسؤولية و المبينة في نهاية هذا التقرير .

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

تمارس مجموعة صافولا نشاطها الرئيسي الذي يقوم على العمل في قطاعات التغذية و التجزئة و البلاستيك و التطوير العقاري و الامتياز و الاستثمارات من خلال مجموعة من الشركات التابعة و الشقيقة الكائنة داخل المملكة و في حوالي ثمانية دول أخرى في المنطقة و هي مصر و إيران و باكستان و كازاخستان و المغرب و الجزائر و تركيا و السودان .

و بالنسبة لنشاط مجموعة صافولا في قطاع التغذية و الذي يعتمد على إنتاج و بيع و تصدير زيوت الطعام و السكر الأبيض ، فتمارس صافولا هذه الأنشطة من خلال شركاتها التابعة التالية : شركة صافولا للأغذية و شركة عافية العالمية و شركة صافولا للأغذية للأسواق الناشئة و شركة صافولا هسهر بإيران و شركة عافية العالمية مصر لزيوت الطعام و شركة يودوم التركية لزيوت الطعام و شركة صافولا كازاخستان لزيوت الطعام و شركة صافولا للاستثمارات الصناعية الخاصة بإنتاج السكر و الشركة المتحدة للسكر بالسعودية و الشركة المصرية المتحدة للسكر بمصر و شركة الإسكندرية للسكر (مشروع سكر البنجر) و شركة صافولا المغرب و شركة عافية العالمية الجزائر لزيوت الطعام و شركة صافولا لزيوت الطعام بالسودان . و الجدير بالذكر أن حصص مجموعة صافولا في تلك الشركات تتعدد بين مباشرة و غير مباشرة كما أن نسب ملكية مجموعة صافولا سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة في تلك الشركات فإنها قد تتراوح بين 100 % و 75 % أي أنه مازال هناك حقوق أقلية في بعض تلك الشركات . كما يمكن إدراج الحصة التي تملكها صافولا في شركة المراعي السعودية و البالغة حالياً 28 % تحت بند قطاع التغذية رغم أنها حصة استثمارية حيث أن صافولا لا تشارك في إدارة شركة المراعي .

أما عن نشاط صافولا في قطاع التجزئة فإنه يتم أيضاً من خلال حصص تمتلكها مجموعة صافولا سواء بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر في شركة العزيزية بنده المتحدة و شركة هرفي للخدمات الغذائية غير أن هرفي لها إدارتها المستقلة أي أن صافولا لا تقوم بإدارتها .

أما عن نشاط صافولا في قطاع البلاستيك فيتم من خلال حصص تملكها صافولا بشكل مباشر أو غير مباشر في الشركات التالية : شركة صافولا لأنظمة التغليف بالسعودية (جدة) و شركة الشروق للصناعات البلاستيكية بالرياض و شركة نيومارينا للصناعات البلاستيكية في مصر و تمتلك تلك الشركات ستة مصانع ، اثنان في جدة و اثنان في الرياض و اثنان في مصر .

أما عن نشاط صافولا في قطاع التطوير العقاري فيتم من خلال ما تملكه من حصص في شركة كنان الدولية للتطوير العقاري و كذلك في شركة التعمير الأردنية و كذلك في شركة إعمار المدينة الاقتصادية و غيرها من الاستثمارات العقارية .

تنبه : تم إرفاق أشكال توضيحية في هذا التقرير تظهر في الصفحات من 11 إلى 13 و توضح نسب ملكية مجموعة صافولا في شركاتها التابعة و الشقيقة كما توضح طبيعة هذه الملكية من حيث كونها مباشرة أو غير مباشرة كما توضح تلك الأشكال التوضيحية إيرادات كل شركة عن عام 2008 .

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

أداء مجموعة صافولا خلال العام المالي 2008

بلغت إيرادات مجموعة صافولا في عام 2008 حوالي 13.8 مليار ريال سعودي و ذلك بنسبة زيادة بلغت 32.8 % عنها خلال العام 2007 و ساهم قطاع الأغذية بنسبة 50.32 % من تلك الإيرادات في حين ساهم قطاع التجزئة بنسبة 43.59 % كما ساهم قطاع البلاستيك بنسبة 5.53 % و ساهم قطاع التطوير العقاري بنسبة 0.28 % و النسبة المتبقية و هي حوالي 0.27 % كانت تدرج تحت بند استثمارات أخرى و تحت بند نشاط الامتياز من خلال شركة البتول العالمية المملوكة بالكامل لمجموعة صافولا ، و تقوم تلك الشركة بتشغيل عدد من العلامات التجارية العالمية في مجال المواد التجميلية و المنتجات الجلدية و الملابس النسائية و قد حققت هذه الشركة مبيعات في 2008 بلغت 37.5 مليون ريال بزيادة قدرها 27 % عن 2007 و قد تمكن القطاع من تحقيق نقطة التعادل في 2008 .

و بلغ صافي الربح لمجموعة صافولا عن عام 2008 حوالي 202 مليون ريال و ذلك بنسبة انخفاض قدرها 83.58 % بالمقارنة بصافي الربح المحقق خلال العام السابق 2007 . و هذا الانخفاض الحاد سببه الهبوط الحاد و السريع في أسعار المواد الخام و الذي حدث في الربع الرابع من عام 2008 و كذلك ما نتج عن الأزمة المالية العالمية من انهيار سريع في سوق المال السعودي مما أدى إلى انخفاض القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية للمجموعة و إزاء ذلك اضطرت المجموعة إلى تكوين مخصصات لمواجهة الانخفاض في أسعار مخزونها من المواد الخام و المتعاقد عليها مسبقاً بأسعار مرتفعة و بلغت تلك المخصصات حوالي 242 مليون ريال كما تم تكوين مخصص آخر بقيمة 434 مليون ريال لمواجهة الانخفاض في القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية للمجموعة و بذلك تم شطب أية خسارة تحققت بسبب الأزمة العالمية و عليه هبط صافي الربح إلى 202 مليون ريال عن 2008 غير أنه ينبغي التأكيد أيضاً على أن صافي أرباح العام السابق 2007 تشتمل على أرباح رأسمالية تتجاوز 700 مليون ريال نتجت عن بيع حصة المجموعة في الشركة المصرية للأسمدة .

و عن صافي الربح للقطاعات الأساسية خلال 2008 نجد أن صافي الربح لقطاع الأغذية قد بلغ فقط مليون ريال رغم أن هذا القطاع كان قد حقق حوالي 253 مليون ريال صافي ربح عن التسعة أشهر الأولى من عام 2008 و ذلك بزيادة نسبتها 80 % عن نفس الفترة من 2007 إلا أن الانهيار السريع في أسعار المواد الخام في الربع الرابع من 2008 و اضطرار الشركة إلى تكوين مخصص لشطب تلك الخسارة قد هبط بربحية القطاع إلى مليون ريال . بينما بلغ صافي الربح لقطاع التجزئة عن 2008 حوالي 177 مليون ريال و بنسبة زيادة بلغت 247 % بالمقارنة بها خلال 2007 . و بلغ صافي الربح لقطاع البلاستيك 56 مليون ريال و بنسبة زيادة بلغت 40 % عنها خلال 2007.

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

أداء مجموعة صافولا خلال الثلاثة أرباع الأولى من عام 2009 (آخر نتائج أعمال معلنة من مجموعة صافولا حتى تاريخ إعداد هذا التقرير)

بلغت إجمالي إيرادات مجموعة صافولا خلال فترة التسعة أشهر الأولى من عام 2009 حوالي 13 مليار ريال و ذلك بنسبة زيادة بلغت 28 % بالمقارنة بنفس الفترة من العام 2008 و عن إيرادات قطاع الأغذية فقد بلغت حوالي 7.2 مليار ريال أي ما نسبته 55.38 % من إجمالي إيرادات الفترة و أيضاً زادت إيرادات قطاع الأغذية بنسبة 20 % بالمقارنة بها خلال نفس الفترة من العام 2008 . و بالنسبة لإيرادات قطاع التجزئة فقد بلغت خلال التسعة أشهر الأولى من 2009 حوالي 5.8 مليار ريال أي ما نسبته 44.6 % من إجمالي إيرادات صافولا لتلك الفترة و أيضاً نلاحظ أن إيرادات قطاع التجزئة قد زادت بنسبة 41.46 % عنها خلال نفس الفترة من العام السابق 2008 . في حين لم تظهر أية إيرادات تحت بند الاستثمارات و الأنشطة الأخرى في القوائم المالية غير المدققة لفترة التسعة شهور الأولى من عام 2009 و بالتالي تكون إجمالي إيرادات الفترة من قطاعي الأغذية و التجزئة .

تقييم سهم شركة مجموعة صافولا في سوق المال السعودي

تم استخدام طريقتين في تقييم سهم مجموعة صافولا و هما طريقة خصم التدفقات النقدية و طريقة التوزيعات المخصصة ثم تم أخذ متوسط النتائج للطريقتين مع منح أوزان متساوية تبلغ 50 % لنتيجة كل طريقة منهما . و بالتالي تم احتساب القيمة العادلة لسهم مجموعة صافولا عند 50 ريال أي بنسبة زيادة تبلغ 66 % عن السعر السوقي الحالي لسهم صافولا و البالغ 30.10 ريال كما في تاريخ هذا التقرير . فيما يلي إيضاح بنتائج التقييم ثم يعقبه شرح للنماذج المستخدمة في التقييم مع إيضاح مبررات الوصول إلى هذه النتائج .

نتائج تقييم سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2009 و وفقاً لطرق التقييم الموضحة

Valuation Methodology	Estimated Value of the Stock	Weight %
FCFF Discount Method	44.62	50
Dividend Discount Model	55.61	50
SAVOLA Share Estimated Fair Value in SR	50	
SAVOLA Share Current Market Price in SR	30.10	
% Potential Upside	66.11%	

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

التقييم بطريقة خصم التدفقات النقدية

افتراض التقييم أن تحقق مجموعة صافولا معدل نمو سنوي مركب في إيراداتها الإجمالية يبلغ 19.8 % في أعوام 2009 و 2010 ثم يصبح 20 % في 2011 و 2012 و ما بعدها حيث أن الإيرادات الإجمالية لمجموعة صافولا حققت معدل نمو سنوي مركب خلال الفترة من 2004 إلى 2008 بلغ 19.8 % ، كما افترض النموذج أن تحقق الشركة أداءً أفضل في التحكم في أسعار تكلفة المواد الخام من خلال جني ثمار إستراتيجية التركيز على قطاعات محددة و أن تنخفض تكاليف المواد الخام من مستوى 83 % من إجمالي الإيرادات في 2009 إلى 76 % في 2012 ، بينما لم يأخذ النموذج في اعتباره أية إيرادات أخرى و اعتمد بشكل كامل و حصري على إيرادات المبيعات للقطاعات الرئيسية لمجموعة صافولا و لم يعط النموذج لبند إيرادات الاستثمارات إلا قدر يسير للغاية لضمان الالتزام بالتوجه المتحفظ في التقييم حيث انخفضت مساهمة تلك الإيرادات من 3 % من إجمالي إيرادات المجموعة في 2009 إلى حوالي 0.30 % في 2012 بينما افترض النموذج زيادة هامش مجمل الربح من 17 % في 2009 إلى 24 % في 2012 و زاد هامش صافي الربح بشكل تدريجي من 4.83 % في 2009 إلى حوالي 11 % في 2012 . و بالنسبة لباقي المتغيرات المطبقة في التقييم بهذه الطريقة ، فإنها موضحة في النموذج في صفحة 14 من هذا التقرير .

الافتراضات التي تم الاعتماد عليها في بناء نموذج التقييم

أولاً : فيما يتعلق بقطاع الأغذية في مجموعة صافولا

فإن توقعاتنا بمعدل نمو مركب سنوي في الإيرادات الإجمالية لمجموعة صافولا تبلغ 19.8 % في 2009 و 2010 ثم 20 % في 2011 و 2012 مرده إلى : يمتلك القطاع الغذائي لمجموعة صافولا حالياً حصص في حوالي 14 شركة منهم شركتين مازالتا تحت الإنشاء و حوالي ثلاث شركات أخرى لم تبدأ الإنتاج التجاري إلا في تواريخ مايو و يوليو و أكتوبر 2008 . و قد بلغت إيرادات 12 شركة منهم خلال 2008 حوالي 9.2 مليار ريال شاملةً حقوق الأقلية. و لكن بعد خصم حقوق الأقلية بلغت صافي إيرادات قطاع الأغذية لمجموعة صافولا من تلك الشركات حوالي 7 مليار ريال سعودي أي بما يوازي 76 % من إجمالي إيرادات تلك الشركات و بما يمثل 50.32 % من الإيرادات الإجمالية لمجموعة صافولا خلال 2008 و الجدير بالذكر أن الإيرادات الإجمالية لمجموعة صافولا خلال الفترة من 2004 إلى 2008 حققت معدل نمو سنوي مركب بلغ 19.8 % بينما حققت إيرادات القطاع الغذائي لمجموعة صافولا خلال ذات الفترة معدل نمو سنوي مركب بلغ 14.9 % فإذا افترضنا أن خلال الأعوام من 2009 إلى 2012 سوف تحقق إيرادات القطاع الغذائي لمجموعة صافولا نفس معدل النمو السنوي المركب الذي تحقق خلال 2004-2008 مع ضرورة الأخذ في الاعتبار أن هناك شركة عافية الجزائر و التي بدأت الإنتاج في أكتوبر 2008 و شركة المصرية المتحدة للسكر و التي بدأت الإنتاج التجاري في مايو 2008 و شركة صافولا باكستان و التي تملك حصة واحدة (80%) من ثالث أكبر شركة لإنتاج الزيوت في باكستان منذ يوليو 2008 بالإضافة إلى شركة الإسكندرية للسكر و التي قد تبدأ الإنتاج خلال 2010 و

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

مصنع صافولا لإنتاج المكرونة في مصر و الذي قد يبدأ الإنتاج التجاري قبل نهاية 2010 بالإضافة إلى حقيقة أن إيرادات 2008 كانت في أوج الأزمة العالمية و التي بدأت تتراجع منذ النصف الثاني 2009 و هناك توقعات ببدء الانتعاش منذ 2010 مما يعني المزيد من النمو في الإيرادات مع ضرورة مراعاة زيادة الإيرادات خلال الفترات القادمة عنها خلال الفترات الماضية بفعل استمرار صافولا في إستراتيجيتها القائمة على زيادة حصصها في شركاتها التابعة مثل المتحدة للسكر في السعودية و المتحدة للسكر في مصر و التي زادت حصص صافولا فيهما منذ نوفمبر 2009 ووصلت إلى تقريباً 75 % و 75 % على الترتيب مقابل 65 % و 72.2 % على الترتيب قبل ذلك (وفقاً لمجموع حصص صافولا المباشرة و غير المباشرة) . بالإضافة إلى ارتفاع أسعار المواد الخام حالياً بنسب 50 و 60 % عن مستوياتها في الربع الرابع 2008

و بالنسبة لاستثمارات مجموعة صافولا في شركة المراعي السعودية و التي تبلغ 28 % من رأسمالها و الجدير بالذكر أن مجموعة صافولا قد زادت حصتها في شركة المراعي من 25.3 % إلى 28 % في نهاية 2008 حيث تم شراء عدد من الأسهم الإضافية بلغت 3.4 مليون سهم بمتوسط سعر للسهم في حدود 135 ريال مما سوف ينعكس إيجاباً على ربحية المجموعة نظراً للنمو المتزايد لأنشطة شركة المراعي . و الجدير بالذكر أيضاً أن سعر سهم شركة المراعي حالياً في سوق المال السعودي أي كما في تاريخ إعداد هذا التقرير قد بلغ 164 ريال أي بنسبة زيادة تبلغ 21.48 % عن السعر الذي اشترت به صافولا الحصة الإضافية لها في المراعي مؤخراً ، كما ينبغي الإشارة إلى أن شركة المراعي تقوم بتوزيع أرباح نقدية سنوية على مساهميها حيث بلغ الربح النقدي الموزع للسهم في أعوام 2006 و 2007 و 2008 حوالي 2 ريال للسهم و 2.5 ريال للسهم و 3.5 ريال للسهم على التوالي مما يعني أن حامل سهم المراعي حقق 2.5 % من الربح النقدي الموزع عن 2008 . و حتى تاريخ إعداد هذا التقرير لم تعلن المراعي بعد عن الربح النقدي الموزع لسهمها عن 2009 .

و حققت شركة المراعي إيرادات في 2008 بلغت 5 مليار ريال و ذلك بنسبة زيادة بلغت 33.4 % عنها في 2007 كما حققت صافي ربح في 2008 بلغ 910.3 مليون ريال بنسبة زيادة بلغت 36.4 % عنه في 2007.

ثانياً : فيما يتعلق بقطاع التجزئة فإننا نتوقع المزيد من الإيرادات و الربحية المحققة من هذا القطاع للأسباب التالية :

1 – اعتباراً من أكتوبر 2008 أنهت شركة العزيزية بنده المتحدة المتطلبات النظامية للاندماج في شركة المخازن الكبرى و تعمل بنده لتحويل 12 سوقاً من أسواق المخازن الكبرى إلى أسواق لبندة بينما سيتم تحويل عدد 7 من أسواق المخازن الكبرى إلى أسواق لهايبر بنده و بالتالي سيزيد العدد الإجمالي لأسواق بنده في المملكة إلى 98 مقابل 79 سوقاً قبل الاندماج أي بزيادة قدرها 19 سوقاً إضافياً (كان لديها قبل الاندماج 64 سوبر ماركت بعد الاندماج أصبحت 76 أي بزيادة قدرها 12 سوبر ماركت ، و كان لديها قبل الاندماج 15 هايبر ماركت و بعد الاندماج أصبح العدد 22 هايبر ماركت أي بزيادة قدرها 7 هايبر ماركت)

كما سيتم لاحقاً دمج عمليات التشغيل لأسواق المخازن الكبرى التي تعمل خارج المملكة (34 سوقاً في لبنان و 4 أسواق في قطر) مع عمليات التشغيل لأسواق بنده

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

2 - بعد الأسواق الجديدة التي افتحتها بنده في المملكة خلال عام 2008 و التي بلغت حوالي 17 سوق منها 6 هايبر ماركت و 11 سوبر ماركت فقد بلغت المساحة البيعية الإجمالية لأسواق بنده حوالي 236 ألف متر مربع و لو أضفنا المساحة البيعية للمخازن الكبرى بعد إتمام الاندماج مع بنده ، تصبح المساحة الإجمالية البيعية لأسواق بنده حوالي 303 ألف متر مربع أي بزيادة تبلغ 67 ألف متر مربع أو بحوالي 28.3 %

3 - تجدر الإشارة إلى أن الأسواق الجديدة التي افتحتها بنده في 2008 تمركزت في مدن جديدة لم يكن لبنده وجود فيها من قبل و هي مدن خميس مشيط و بيشة و الظهران و بقيق و نجران .

4 - أعلنت مجموعة صافولا في 12 أكتوبر 2009 أن شركتها الفرعية ، شركة العزيزية بنده المتحدة المملوكة لمجموعة صافولا بنسبة 80 % ، قد انتهت من إتمام صفقة شراء بعض أصول شركة جيان السعودية المملوكة لمجموعة فواز الحكير . و بمضمون هذه الصفقة حصلت شركة جيان على ما نسبته 7 % من أسهم شركة العزيزية بنده إضافةً إلى مبلغ 284.6 مليون ريال تم دفعه نقداً لشركة جيان كما يحق لشركة جيان وفقاً للاتفاق أن تزيد حصتها في شركة العزيزية بنده إلى 10 % خلال فترة ثلاث سنوات . و أعلنت صافولا أن تلك الصفقة سوف ترفع حصتها في سوق التجزئة السعودي من 7 % إلى 8 % و ذلك كخطوة لرفع حصتها في سوق التجزئة السعودي إلى 10 % خلال الخمس سنوات المقبلة و الجدير بالذكر أن حجم سوق التجزئة السعودي يبلغ حالياً حوالي 96 مليار ريال و أعلنت صافولا أيضاً أن تلك الصفقة قد تؤدي إلى زيادة في مبيعات الشركة بنسبة 13 % .

5 - افتتحت شركة هرفي 8 مطاعم إضافية في عدد من مدن المملكة خلال العام 2008 و بلغ بذلك عدد مطاعم الوجبات السريعة لها حوالي 138 مطعم في المملكة إضافةً إلى 14 فرع من سلسلة معارض هرفي للمخبوزات و الحلويات و الشيكولاتة . نتوقع مزيد من الإيرادات لهرفي خلال الفترات القادمة بفعل الفروع الجديدة التي تم افتتاحها في 2008 .

ثالثاً : فيما يتعلق بقطاع البلاستيك ، فإن مبرراتنا لتوقع المزيد من النمو في إيرادات و ربحية هذا القطاع مرده إلى ما يلي :

1 - زادت حصة شركة صافولا لأنظمة التغليف في شركة نيو مارينا للصناعات البلاستيكية في مصر من 70 % إلى 95 % في يناير 2008 ثم إلى 99 % بحلول 2009 و الجدير بالذكر أن شركة نيو مارينا تستحوذ على حوالي 40 % من السوق المصري للصناعات البلاستيكية و أنظمة التغليف التي تدخل في صناعة عبوات المياه و المشروبات الغازية .

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

- 2 - أشارت صافولا إلى أن إنتاج القطاع بلغ في نهاية 2009 حوالي مائة ألف طن مما يضع نشاط هذا القطاع في موقع الريادة في المنطقة و أن نشاط هذا القطاع يتخصص في العبوات و الأغذية و الأفلام البلاستيكية مما يخدم احتياجات قطاعات متعددة في السوق الصناعي كشركات الأغذية و البتروكيماويات و المنظفات و المشروبات . كما أنها تصدر إنتاجها الآن إلى حوالي 25 دولة حول العالم.
- 3 - وقعت صافولا مع شركة إعمار المدينة الاقتصادية في 9 يوليو 2008 مذكرة تفاهم بهدف إقامة تجمع للصناعات البلاستيكية ضمن منطقة الصناعات المتكاملة في مدينة الملك عبد الله الاقتصادية . و تلك المذكرة الموقعة تنص على قيام تعاون استراتيجي بين الطرفين من خلال وضع الدراسات اللازمة لتقييم المنتجات التحويلية المستهدفة و أسعار المواد الخام المستخدمة في الصناعات البلاستيكية و عمل البحوث التطويرية لضمان تحقيق أكبر قيمة مضافة من خلال هذا المشروع الجديد. كما يعتبر مشروع وادي البلاستيك في مدينة الملك عبد الله الاقتصادية محور مذكرة التفاهم بين صافولا و إعمار المدينة الاقتصادية .

رابعاً : فيما يتعلق بقطاع التطوير العقاري ، فإن مبرراتنا لتوقع المزيد من النمو في إيرادات و ربحية القطاع خلال الفترات القادمة مرده إلى ما يلي :

- 1 - ارتفع عدد الزوار لمراكز شركة كنان بشكل مطرد و ملحوظ حيث وصل عدد زوار مراكزها التجارية مجتمعة إلى 34 مليون زائر في 2008 أي بزيادة قدرها 16 % عن 2007 و يرجع ذلك إلى البرامج التسويقية الفعالة و المتنوعة التي شكلت عوامل جذب أساسي و قوي للزوار بالإضافة إلى تواجد هايبر بنده في هذه المراكز ، مما يجعلنا نتوقع زيادة المساحات المؤجرة في مراكز شركة كنان خلال الفترات القادمة و إمكانية زيادة الإيرادات و بالتالي زيادة إيرادات الشركة و كذلك إيرادات قطاع التطوير العقاري لصافولا .
- 2 - خلال الربع الثاني من عام 2009 قامت مجموعة صافولا بإنشاء شركة أكوان الكونية للتطوير العمراني و التي تمتلك فيها صافولا حصة تبلغ 62 % و كذلك إنشاء شركة بوارق الكونية للتطوير العمراني و التي تمتلك فيها المجموعة حصة فاعلة بنسبة 37.7 % و تلك الشركات تهدف إلى تطوير مشاريع عقارية .
- 3 - أعلنت مجموعة صافولا في شهر ابريل 2009 عن توقيعها عقد شراكة مع شركة كنان الدولية للتطوير العقاري و مع شركة اييلا (إحدى شركات مجموعة بن لادن السعودية) و ذلك لتأسيس مشروع عقاري سكني في مدينة جدة بنكلفة 2.4 مليار ريال و تبلغ حصة مجموعة صافولا في هذا المشروع حوالي 30.4 % فضلاً عن أن صافولا تمتلك 30 % من شركة كنان . و سنتولى شركة كنان إدارة المشروع و سيتم تنفيذه خلال ست سنوات على مراحل و سيستغرق تنفيذ المرحلة الأولى سنتين و عند اكتمال المشروع سيوفر 8000 وحدة سكنية بمساحات و أسعار مختلفة تشمل الشقق السكنية و الدوبلكسات و الفلل و تهدف الشركة البدء في البيع بنهاية 2009 .

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

التقييم بطريقة التوزيعات المخصومة

استند اختيارنا لتقييم سهم مجموعة صافولا بهذه الطريقة إلى الحقائق التالية :

أولاً: أن مجموعة صافولا مستمرة في تطبيق إستراتيجيتها و سياستها المعلنة الخاصة بقيامها بتوزيع أرباح ربع سنوية بصفة دورية للمساهمين و بواقع 10 % من رأس المال سنوياً .

ثانياً: أن صافولا تعتمد في أنشطتها الرئيسية و إيراداتها على قطاعات الأغذية و التجزئة و هي قطاعات قليلة المخاطر و غير مرتبطة إلى حدٍ كبير بحالة الاقتصاد القومي مما يجعلها قليلة التأثير في حالة الكساد و الركود و في نفس الوقت معدلات نموها و إيراداتها لا تكون كبيرة للغاية في حالات الرواج و الانتعاش الاقتصادي ، و لقد حققت صافولا معدل نمو سنوي في صافي أرباحها عن 2007 بلغ 7.09 % بينما حقق الناتج المحلي الإجمالي للمملكة معدل نمو في 2007 بلغ 7.8 % .

ثالثاً: أن حجم الأرباح النقدية الموزعة لمجموعة صافولا خلال الفترة من 2004 إلى 2008 قد حقق معدل نمو سنوي مركب بلغ 13.54 % رغم أن نصيب السهم من الربح النقدي الموزع خلال تلك الفترة لم يحقق هذا النمو ، و لكننا استندنا إلى معدل نمو الأرباح الموزعة ككل نتيجة أن الشركة قامت بتغيير عدد أسهمها عدة مرات نتيجة زيادة رأسمالها من خلال توزيع أسهم منحة يتم تمويلها من الأرباح المبقاة أو المحتفظ به لديها من علاوات الإصدار الخ

و أيضاً الافتراضات الواردة في فقرة التقييم بطريقة خصم التدفقات النقدية و المتعلقة بتوقعاتنا لمعدلات نمو إيرادات مجموعة صافولا و أرباحها خلال الفترة من 2009 إلى 2012 ، تظل منطبقة أيضاً على التقييم بطريقة التوزيعات المخصومة بالإضافة إلى المتغيرات الواردة في النموذج الخاص بالتقييم بطريقة التوزيعات المخصومة و الموضح بصفحة 16 من هذا التقرير .

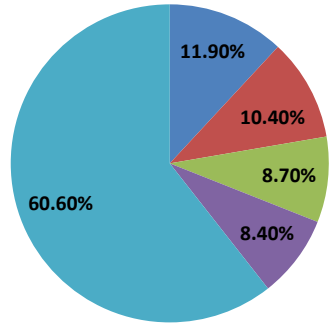
و فيما يلي بيان يوضح عمليات زيادة رأسمال الشركة و تغيير عدد أسهمها المصدرة خلال الفترة من 2004 إلى تاريخ إعداد هذا التقرير .

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

- 1 - خلال الجمعية العمومية المنعقدة في 18 مايو 2004 ، قرر المساهمون زيادة رأسمال الشركة عن طريق منح سهم واحد لكل أربعة أسهم قائمة و بالتالي زاد رأسمال الشركة إلى 1 مليار ريال و عدد الأسهم إلى 20 مليون سهم ، تمت الزيادة بتحويل 200 مليون ريال من حساب علاوة إصدار رأس المال .
- 2 - خلال الجمعية العمومية غير العادية المنعقدة في 19 مارس 2005 ، قرر المساهمون زيادة رأسمال الشركة عن طريق منح سهم واحد لكل أربعة أسهم ، و زاد رأسمال الشركة إلى 1,250 مليون ريال و عدد الأسهم إلى 25 مليون سهم ، و الزيادة تمت بتحويل 250 مليون ريال من حساب الأرباح المبقاة .
- 3 - خلال الجمعية العمومية غير العادية المنعقدة في 16 يوليو 2005 ، قرر المساهمون زيادة رأسمال الشركة عن طريق منح سهم واحد لكل خمسة أسهم ، و زاد رأسمال الشركة إلى 1,500 مليون ريال و عدد الأسهم إلى 30 مليون سهم ، و الزيادة تمت بتحويل 250 مليون ريال من حساب الاحتياطي العام .
- 4 - خلال الجمعية العمومية غير العادية المنعقدة في 16 نوفمبر 2005 ، قرر المساهمون زيادة رأسمال الشركة عن طريق إصدار 6 مليون سهم جديد بقيمة اسمية بلغت 50 ريال للسهم و علاوة إصدار 350 ريال للسهم ، زاد رأسمال الشركة إلى 1,800 مليون ريال مقسمة على 36 مليون سهم و القيمة الاسمية للسهم 50 ريال و أصبح احتياطي علاوة الإصدار 2,100 مليون ريال .
- 5 - بناءً على قرار هيئة السوق المالية في 27 مارس 2006 تم تجزئة أسهم الشركة على أساس 5 أسهم لكل سهم و أصبحت القيمة الاسمية للسهم 10 ريال و زاد عدد أسهم الشركة إلى 180 مليون سهم .
- 6 - في اجتماع الجمعية العمومية المنعقدة في 15 ابريل 2006 ، قرر المساهمون زيادة رأسمال الشركة عن طريق إصدار سهمين منحة لكل ثلاثة أسهم قائمة ، و زاد رأسمال الشركة إلى 3 مليار ريال سعودي و عدد الأسهم إلى 300 مليون ، و تمت الزيادة بتحويل 1.2 مليار ريال من مبالغ علاوة الإصدار .
- 7 - في اجتماع الجمعية العمومية غير العادية المنعقدة في 11 أكتوبر 2006 ، قرر المساهمون زيادة رأسمال الشركة بإصدار سهم واحد منحة لكل أربعة أسهم ، و زاد رأسمال الشركة إلى 3.75 مليار ريال و عدد الأسهم إلى 375 مليون سهم ، و تمت الزيادة بتحويل 75 مليون ريال من علاوة الإصدار .
- 8 - خلال الجمعية العمومية العادية المنعقدة في 25 ابريل 2008 ، قرر المساهمون زيادة رأسمال الشركة إلى 5 مليار ريال و عدد الأسهم إلى 500 مليون سهم عن طريق منح سهم واحد منحة إلى كل ثلاثة أسهم قائمة ، و تمت الزيادة بتحويل 150 مليون ريال من مبالغ علاوة الإصدار و مبلغ 1100 مليون ريال من الأرباح المبقاة

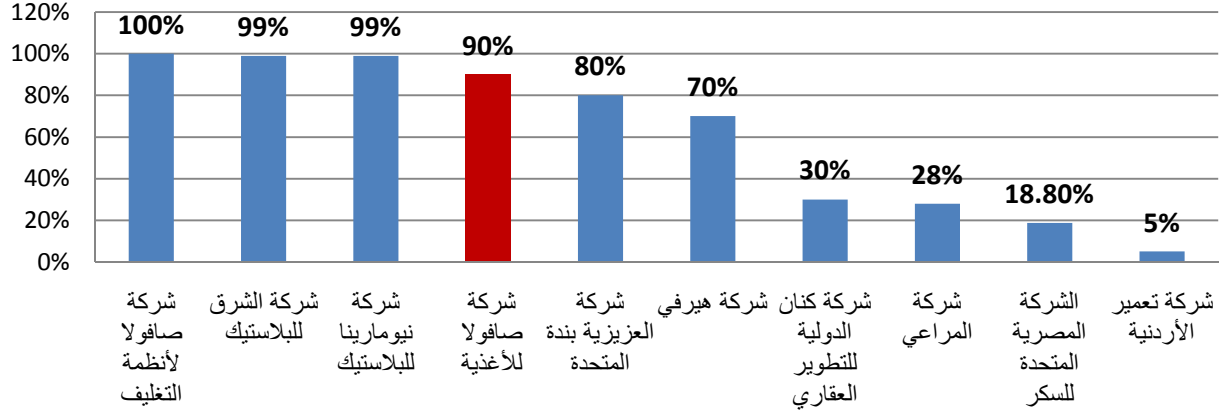
تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

هيكل ملكية مجموعة صافولا

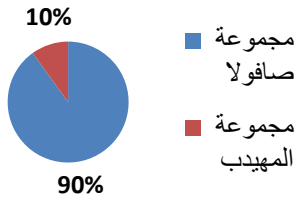


- محمد إبراهيم محمد العيسى
- المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية
- عبد الله محمد عبد الله الربيع
- شركة عبد القادر المهيدب و أولاده
- أسهم حرة

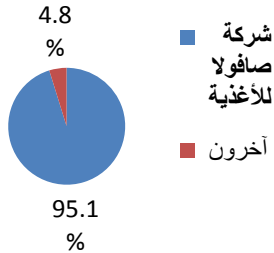
حصص الملكية لمجموعة صافولا في عدد من الشركات



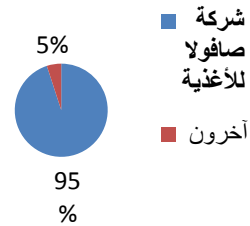
هيكل ملكية شركة صافولا للأغذية



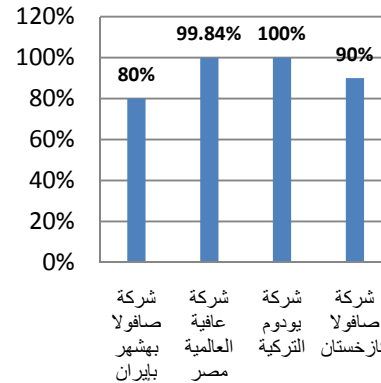
هيكل ملكية شركة عافية العالمية



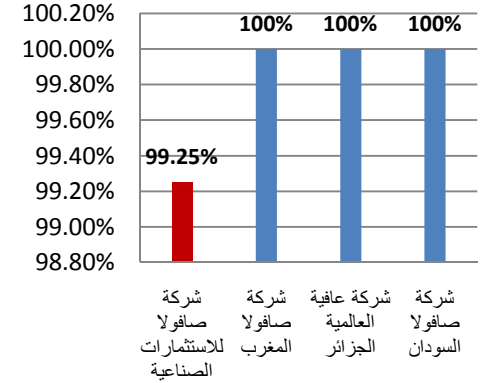
هيكل ملكية شركة صافولا للأغذية الناشئة



حصص شركة عافية العالمية

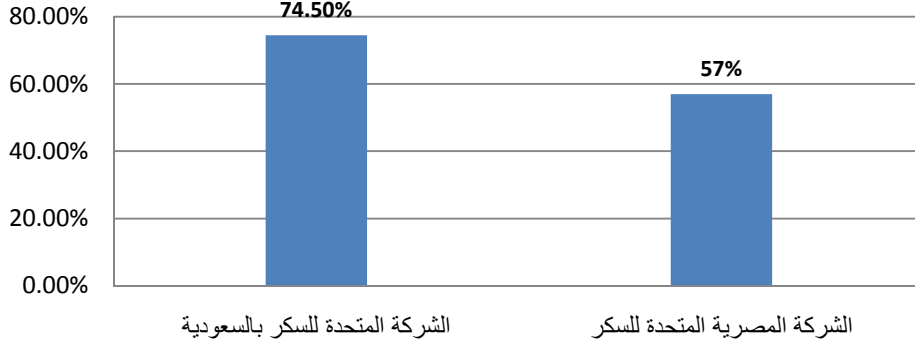


حصص شركة صافولا للأغذية الناشئة

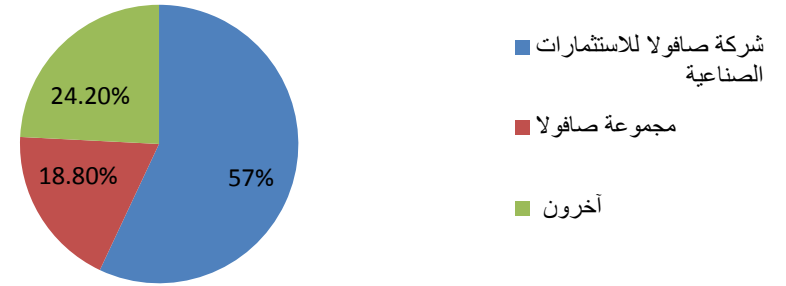


تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

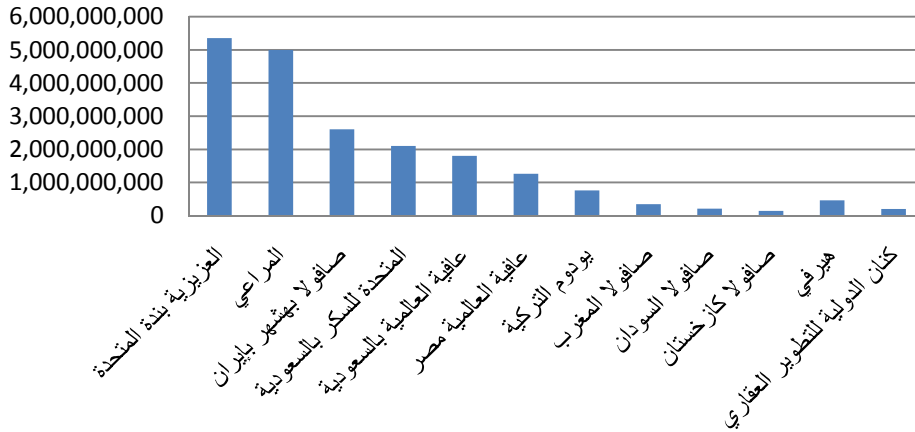
حصص شركة صافولا للاستثمارات الصناعية



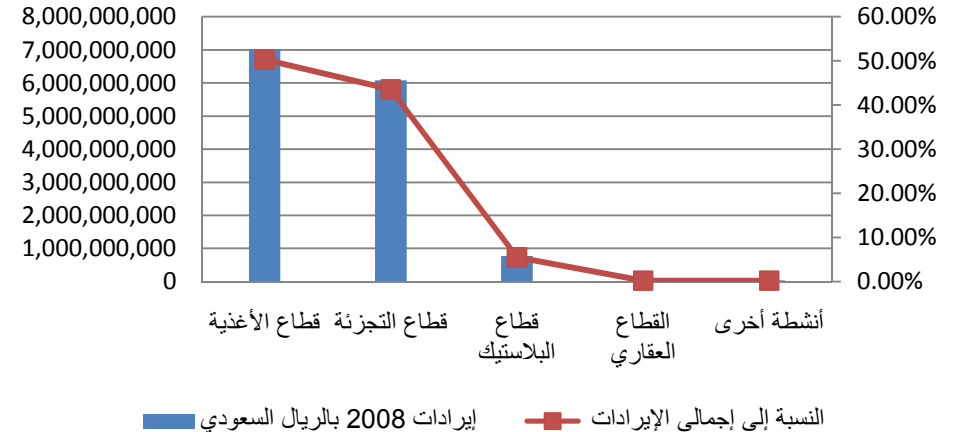
هيكل ملكية الشركة المصرية المتحدة للسكر



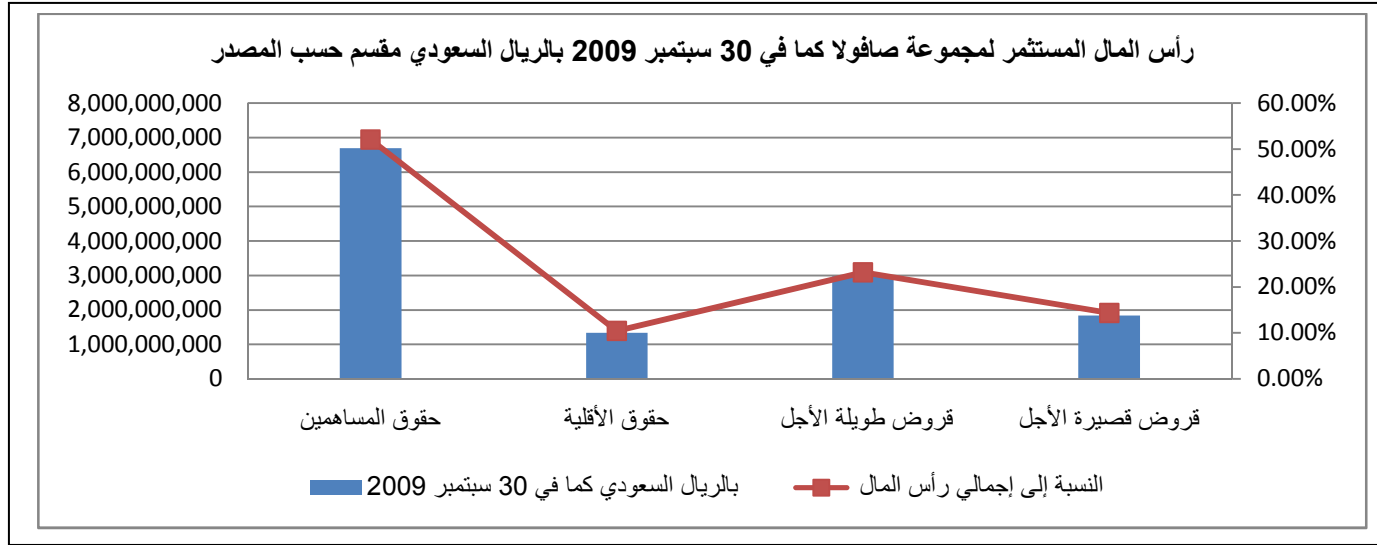
إيرادات بعض الشركات التابعة و الشقيقة لمجموعة صافولا عن 2008 بالريال السعودي



الإيرادات الإجمالية لمجموعة صافولا عن 2008 مقسمة على القطاعات الأساسية



تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010



المصدر : القوائم المالية لمجموعة صافولا، قسم بحوث الاستثمار ، بشركة الأول للخدمات المالية .

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

نموذج تقييم سهم مجموعة صافولا بطريقة خصم التدفقات النقدية

	2008	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E
Sales Revenues	13,821,377,000	16,558,009,646	19,836,495,556	23,803,794,667	28,564,553,601
Cost of goods sold	12,007,054,000	13,743,148,006	15,869,196,445	18,566,959,840	21,709,060,736
Gross Profit	1,814,323,000	2,814,861,640	3,967,299,111	5,236,834,827	6,855,492,864
The share in the profit of Sister companies and dividends received	335,174,000				
SGA	1,588,524,000	2,069,751,206	2479561944	2975474333	3427746432
EBIT	560,973,000	745,110,434	1,487,737,167	2,261,360,493	3,427,746,432
Investment Revenues	147,980,000	496,740,289	198,364,956	119,018,973	85,693,661
Assets Impairment	442,406,000				
Other Revenues	110,526,000	61,819,000			
Financing Costs	153,658,000	169,010,000	233,982,240	233,982,240	233,982,240
Net income before Taxes, Zakah and minority interest	223,415,000	1,134,659,723	1,452,119,882	2,146,397,227	3,279,457,853
Zakah and income tax	53,387,000	90,772,778	58,084,795	85,855,889	131,178,314
Net Income before minority interest	170,028,000	1,043,886,946	1,394,035,087	2,060,541,338	3,148,279,539
Minority interest in the subsidiaries	32,330,000	243,886,946	99,182,478	119,018,973	57,129,107
Net Income	202,358,000	800,000,000	1,294,852,609	1,941,522,364	3,091,150,432
Net Income Margin %	1.46	4.83	6.53	8.16	10.82
Inc FC Investment			18%	18%	18%
Inc WC Investment			8%	8%	8%
FC Invest			590,127,464	714,113,840	856,936,608
WC Invest			262,278,873	317,383,929	380,860,715
FCFF			575,821,343	1,139,408,305	2,052,839,252

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

	2008	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E
Beta	0.95				
Equity Risk Premium	12%				
Cost of Equity	15%				
WACC	11%				
Terminal Growth Rate	5%				
Discount factor			1.11	1.23	1.37
PV of FCFE			519,068,669	925,877,426	1,503,717,022
Terminal Value	36,326,959,553				
PV of Terminal	26,609,714,994				
Enterprise Value in SR	27,128,783,663				
Debt	4,819,463,000				
Equity Value	22,309,320,663				
Outstanding Shares	500,000,000				
Share Fair Value	44.62				

المصدر : قسم بحوث الاستثمار ، شركة الأول للخدمات المالية .

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

نموذج تقييم سهم مجموعة صافولا بطريقة التوزيعات المخصصة

	2004	2005	2006	2007	2008	2009 E	2010 E
Savola Earnings in SR	502,374,000	1,202,174,000	1,148,588,000	1,230,024,000	202,358,000	800,000,000	1,294,852,609
Savola Dividends	265,000,000	378,000,000	375,000,000	593,700,000*	500,000,000	567,700,000	644,566,580
Dividend Payout Ratio %	52.75	31.44	32.65	48.27	247.09	70.96	49.78
EPS in SR	25.12	40.07	3.07	3.28	0.40	1.60	2.59
Beta of Savola as on January 2 nd 2010	0.95						
Equity Risk Premium	12%						
Savola Cost of Equity	14.90%						
Savola Expected 2010 P/E	24.26						
Savola Dividends CAGR % (2004-2008)	13.54%						
Savola Outstanding Shares	500,000,000						
Savola 2010 Expected EPS in SR	2.58						
Savola Expected Dividend in SR in 2010	1.29						
PV of Savola Expected Dividend in SR	1.12						
Savola Expected Terminal Share Price in SR end of 2010	62.60						
PV of Savola Expected Terminal share Price in SR	54.48						
Savola Share Fair value in SR for a year holding period	55.61						

* الأرباح النقدية الموزعة على المساهمين في 2007 تشمل على توزيعات استثنائية تبلغ 187,500,000 ريال تم توزيعها نتيجة بيع صافولا لحصتها في الشركة المصرية للأسمدة في 2007.

المصدر: قسم بحوث الاستثمار، شركة الأول للخدمات المالية.

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

التحليل الاقتصادي الجزئي التالي تم استخدامه لإثبات أن مكرر الربحية الحالي لسهم مجموعة صافولا و الذي يبلغ تقريبا 68 مرة ، يعتبر مبررا بسبب أن الإيرادات الإجمالية للشركة قد حققت معدل نمو مركب سنوي خلال الفترة 2005-2008 بلغ 19.16 % و هو من أعلى المعدلات المحققة خلال الفترة بالمقارنة بالشركات العاملة معها في نفس القطاع و باعتبار أن معدل العائد المطلوب من الاستثمار في صافولا و الذي يبلغ 14.9 % يعتبر مساويا أو أقل منه بالنسبة للشركات العاملة معها في نفس القطاع .

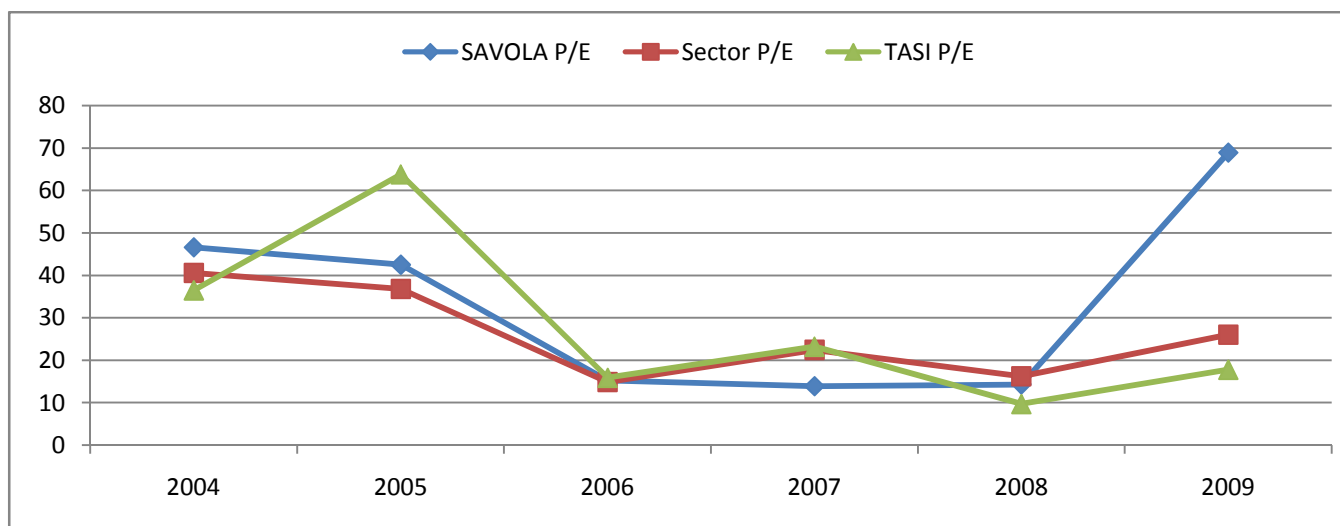
كما تجدر الإشارة أيضا إلى أن مكرر الربحية الحالي لمجموعة صافولا و الذي يبلغ 68.92 مرة ، تم احتسابه بناءً على نتائج أعمال الشركة عن آخر أربعة أرباع تنتهي في الربع الثالث 2009 حيث كانت ربحية السهم حوالي 0.44 ريال و وفقا لسعر إقبال الشركة كما في تاريخ هذا التقرير و الذي يبلغ 30.10 ريال . و بالتالي فإن مكرر الربحية الحالي و المرتفع لمجموعة صافولا يشمل أداء الربع الرابع لعام 2008 و الذي حققت فيه صافولا صافي خسارة بلغت 463 مليون ريال ، و يشمل أيضا صافي الربح لمجموعة صافولا خلال الربع الأول و الثاني و الثالث لعام 2009 و الذي كان على التوالي 192 مليون ريال و 212 مليون ريال و 277 مليون ريال ، و في حالة ظهور نتائج الربع الرابع و الأخير من عام 2009 و إذا صحت توقعاتنا و حققت صافولا صافي ربح عن الربع الرابع 2009 يبلغ 119 مليون ريال فقط وفقا للتقديرات المتحفظة أو المتشائمة جدا فيكون صافي الربح لمجموعة صافولا عن عام 2009 حوالي 800 مليون ريال و بالتالي ربحية السهم تصبح 1.60 ريال و بالتالي مكرر الربحية يصبح حوالي 18.81 مرة فقط حيث أننا استبعدنا الربع الرابع 2008 (فترة الأزمة) و قمنا بإضافة نتائج أعمال الربع الرابع لعام 2009 . و في حالة زاد صافي الربح لمجموعة صافولا عن الربع الرابع 2009 عن 119 مليون ريال سوف نرى المزيد من الانخفاض في مكرر الربحية لسهم مجموعة صافولا .

	2008 D/E Ratio	(2005-2008) Sales Revenues CAGR %	Required Rate of Return %
SAVOLA Group	2.5	19.16	14.9
SADAFCO	NA	1.68	15.38
Food Products Co.	NA	10.81	16.82
AL Marai	0.42	23.73	13.34
Halwani Bros	0.57	12.58	11.78
Tabuk Agriculture	0.42	7.19	16.1
Jouff Agriculture	0.18	10.07	14.78
Median		10.44	15.08

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
SAVOLA P/E	46.63	42.52	15.26	13.93	14.34	68.92
Sector P/E	40.6	36.82	14.88	22.46	16.24	26.02
TASI P/E	36.47	63.77	15.89	23.21	9.72	17.79

المصدر : قسم بحوث الاستثمار ، شركة الأول للخدمات المالية .



المصدر : سوق المال السعودي تداول & قسم بحوث الاستثمار بشركة الأول للخدمات المالية .

تقرير شركة الأول للخدمات المالية عن سهم مجموعة صافولا كما في 2 يناير 2010



إخلاء مسؤولية

"جميع الحقوق محفوظة".

إن الغرض من هذا التقرير هو توفير معلومات عامة فقط . ولا تشكل المعلومات أو أي آراء متضمنة في هذا التقرير عرضاً أو دعوة لإعداد عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية . تم الحصول على البيانات الواردة في هذا التقرير من المصادر الرسمية المعتمدة . وتم إعداد هذا التقرير من قبل أشخاص مؤهلين في التحليل المالي والاقتصادي غير أن شركة الأول للخدمات المالية لا تضمن أي خلل نتيجة أي سهو أو خطأ . تمتلك شركة الأول للخدمات المالية الحق في تعديل هذه البيانات من فترة إلى أخرى دون أي إشعار مسبق.