زين السعودية

تقرير إلحاقي - 2013

احتفاظ | السعر المستهدف خلال 12 شهر 10.75 ريال

الرياض المالية riyad capital

17- مارس- 2013

عودة النمو للإيرادات

كانت نتائج عام 2012 مخيبة للآمال حيث لم تشهد إيرادات الشركة نمواً يُذكر، في حين انخفض الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك، وارتفعت خسائرها التشغيلية. في اعتقادنا أن عودة الإيرادات للنمو هذا العام قد تُسهم في إعادة النشاط للشركة. تدعم أساسيات القطاع نظرتنا للشركة، كما أننا سنراقب عن كثب كيفية تنفيذ الشركة لخططها واستراتيجياتها المستقبلية. تشير تقديراتنا إلى تحقيق شركة زين السعودية لإيرادات تبلغ 6.8 مليار ريال (بنمو قدره 6% مقارنة بعام 2012)، كما تشير إلى بلوغ خسارة السهم 1.00 ريال. نكرر توصيتنا بالاحتفاظ بالسهم وبسعر مُستهدف يبلغ 10.75 ريال، والذي يمثل مكرر مبيعات (السعر / الإيرادات) يبلغ 1.7 وفقاً لتقديراتنا لعام 2013، إلا أن المكرر يبقى دون متوسط نظرائها الإقليميين في القطاع والذي يبلغ 2.1.

نمو قطاع البيانات قد يُسهم في نمو إيرادات عام 2013 بنسبة 6%

تظل أساسيات قطاع الاتصالات السعودي قوية وبالتحديد: ارتفاع الدخل المُتاح ومعدل انتشار الهواتف الذكية وذلك نظراً للانخفاض الذي تشهده أسعارها، إضافة إلى ارتفاع الطلب على البيانات بشكل كبير. استقرت معدلات نمو المكالمات الصوتية، لكن الخدمات التي تعتمد على البيانات قد تُسهم في نمو الإيرادات للسنوات الثلاث القادمة على أقل تقدير. بعد انخفاض إيراداتها في عام 2012 بنسبة 4.4% مقارنة بعام 2011، فإننا نتوقع أن تعاود إيرادات زين السعودية النمو في عام 2013 بنسبة 6% وذلك مقارنة بعام 2012 لتصل إلى 6.8 مليار ريال. سيكون نمو إيرادات الشركة في عام 2013 المعيار الرئيس لقياس أداء الشركة التشغيلي.

تحقيق دخل تشغيلي إيجابي بحلول عام 2016

مع ارتفاع حجم أعمال شركة زين السعودية، فإننا نتوقع ارتفاع مبالغ المصروفات العمومية والإدارية والمصروفات التسويقية، إلا أننا نتوقع انخفاضها كنسبة من إجمالي الإيرادات. لذلك، فإن تقديراتنا تشير إلى نمو الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك بين عامي 2011 و 2017 بمعدل نمو سنوي مُركّب يبلغ 10.9%. على الرغم من تقديراتنا المُتحفّظة لهوامش الربحية، إلا أننا نتوقع أن تحقق الشركة دخلاً تشغيلياً إيجابيا بحلول عام 2016، ذلك في حال نمو إيراداتها.

تحسّن قُدرة خدمة الدين قد يُسهم في تخفيض تكلفة الاقتراض

نتوقع أن يُصبح هيكل الديون أبسط مما كان عليه في السابق وذلك بعد انتهاء الشركة من مفاوضاتها مع مُقرضيها بخصوص إعادة جدولة تمويل المرابحة لتوقيع اتفاقية طويلة الأجل تحل محل الاتفاقية الحالية، يُذكر أن المفاوضات بين الشركة ومُقرضيها قد امتدت لفترة طويلة مما يدعو للقلق. تتوقع زين السعودية الانتهاء من المفاوضات وتوقيع الاتفاقية الجديدة خلال عام 2013. من المُتوقع أن ينخفض متوسط تكاليف الاقتراض من مستوياتها الحالية البالغة 6.7% ليصل إلى 5.7% على مدار السنوات الخمس القادمة وذلك نظراً لتحسن قدرة الشركة على خدمة دينها. إن قدرة الشركة على إدارة سيولتها النقدية بشكل أفضل يقودنا إلى تقدير برنامج للمصروفات الرأسمالية يبلغ 800 مليون ريال سنوياً وذلك حتى عام 2017.

انحسار الخسائر الصافية حتى عام 2017

إن انخفاض تكاليف التمويل بشكل يفوق التوقعات قد يُسرّع من تحول الشركة إلى تحقيق صافي دخل إيجابي. إن انخفاض الخسائر الصافية لعام 2012 تُعد نقطة إيجابية للشركة. تشير تقديراتنا إلى انخفاض خسارة السهم من 1.62 ريال في عام 2012 إلى 1.00 في عام 2013.

الإبقاء على التوصية والسعر المُستهدف

لقد قمنا بالإبقاء على السعر المُستهدف للاثني عشر شهراً القادمة عند 10.75 ريال والذي يمثل مكرر مبيعات يبلغ 1.7 وفقاً لتقديراتنا لعام 2013 مقارنة بمتوسط نظرائها في القطاع في المنطقة والذي يبلغ 2.1. إن المكرر المستهدف الذي استخدمناه يقع بين المكرر الذي تُتداول عليه حالياً أسهم شركتي وطنية الكويتية ودو الإماراتية. نكرر التوصية بالاحتفاظ بالسهم.

البيانات المالية الأساسية

السنة المالية تنتهي في 31 ديسمبر (مليون ريال)	2012	*2013	*2014	*2015
			*متوقعة	
الإيرادات	6,404	6,788	7,230	7,721
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	879	971	1,077	1,274
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	13.7%	14.3%	14.9%	16.5%
خسارة السهم (ريال)	1.62	1.00	0.90	0.72
أرباح السهم الموزعة (ريال)	-	-	-	-
صافي الدين (مليار ريال)	12.5	12.7	12.9	13.0
قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	24.5x	22.1x	19.9x	16.9x
السعر / الإيرادات	1.4x	1.3x	1.2x	1.2x
السعر / التدفقات النقدية للسهم	n.m.	7.6x	7.4x	6.6x
السعر / القيمة الدفترية	1.1x	1.2x	1.4x	1.6x

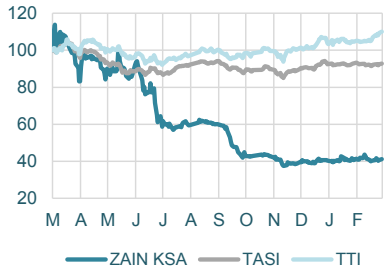
إجمالي العوائد المتوقعة

السعر في 16-مارس-2013	8.35 ريال
العائد المتوقع لسعر السهم	28.7%
عائد الأرباح الموزعة	-
إجمالي العوائد المتوقعة	28.7%

بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً	7.60/16.10 ريال
القيمة السوقية	9,019 مليون ريال
قيمة المنشأة	21,489 مليون ريال
الأسهم المتداولة	1,080 مليون
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	51.3%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهرا بالآلاف)	33,337
الوزن في المؤشر العام السعودي	0.6%
رمز الشركة في رويترز	7030.SE
رمز الشركة في بلومبيرغ	ZAINKSA AB

أداء السهم



المصدر: بلومبيرغ

	زين السعودية	مؤشر تداول العام	مؤشر الاتصالات وتقنية المعلومات
16-مارس-2013	8.35	7,051	2,346
إجمالي التغير			
6 شهور	(31.3%)	(0.8%)	10.9%
سنة	(57.4%)	(6.8%)	10.4%
سنتان	(40.1%)	13.2%	38.3%

الربع الأول من عام 2013	مليون ريال
الإيرادات	1,592
الدخل الإجمالي	723
هامش الدخل الإجمالي	45.4%
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	231
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	14.5%
الدخل الصافي	(303)
خسارة السهم (ريال)	0.28

أحمد كريّم
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)

أهمية نمو الإيرادات

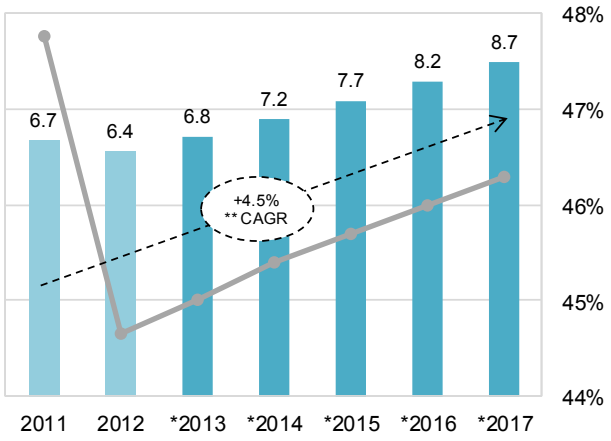
من وجهة نظرنا، فإن نمو إيرادات عام 2013 لشركة زين السعودية سيكون المعيار الوحيد والرئيس لقياس أدائها التشغيلي. إن تشبُّع قطاع المكالمات الصوتية والذي يتسم بحساسيته التسعيرية يدفع المشغلين للبحث عن مصادر أخرى لنمو إيراداتها وذلك مع توجه تركيزهم نحو مبيعات الأجهزة والهواتف، إضافة إلى زيادة توافر المحتوى واستخدام البيانات. مع أن الهوامش الربحية للهواتف الذكية والكمبيوترات اللوحية تعتبر منخفضة جداً، إلا أنها قد تساعد في خلق ولاء للمشتركين وزيادة استخدامهم للبيانات. من المُتوقع أن تُسهم الهواتف الذكية منخفضة التكلفة في زيادة نسب انتشارها في المملكة. نظراً لكون شركة زين السعودية مُشغّلاً ثالثاً، فإنها بحاجة لزيادة إيراداتها عن طريق استقطاب مشتركين جدد أو عن طريق مشتركيها الحاليين. من المُفترض أن يظل الطلب على البيانات قوياً في السنوات الثلاث القادمة على أقل تقدير، حيث أن ذلك سيلبّي شهية المُشغّلين الثلاث الرئيسين.

مع عودة الإيرادات للنمو، فإننا نتوقع إمكانية ارتفاع قدرة الشركة على التحكم بعبء ديونها، كما نتوقع أيضاً أن يحدّ ذلك من صعوبة تحقيقها لصافي دخل إيجابي. من الممكن أن تقوم شركة زين السعودية بإعادة استثمار سيولتها النقدية المُولَّدة ذاتياً للعودة بمصروفاتها الرأسمالية لمستويات معقولة. إضافة إلى ذلك، فإن أسهم النمو بحاجة لإظهار نمو نتائجها للمحافظة على اهتمام المستثمرين بها وإعطاء مُبرر لارتفاع مكررات تقييمها. بناء على هذه العوامل، فقد قمنا بمراجعة تقديراتنا الربعية لعام 2013 والتي نُقدّمها فيما يلي.

تراجع الإيرادات في عام 2012

بعد نموها في عام 2011 بنسبة 12.9% مقارنة بعام 2010، تراجعت إيرادات عام 2012 بشكل غير مُتوَقّع بنسبة 4.4% مقارنة بعام 2011 لتصل إلى 6,404 مليون ريال. انخفضت إيرادات الربع الثالث من 2012 بنسبة 14.8% مقارنة بالفترة نفسها من عام 2011 لتصل إلى 1,530 مليون ريال، إلا أنها عادت في الربع الرابع من عام 2012 للنمو بشكل طفيف بنسبة 0.5% مقارنة بالفترة نفسها من عام 2011، لكنها لم تنجح بالاستفادة من موسم الحج. في اعتقادنا أن نتائج شركة زين السعودية في عام 2012 كانت مجرد عثرة بسيطة عوضاً عن كونها بداية لاتجاه مستمر نظراً لكون أساسيات القطاع لاتزال جذّابة. يشير منافسو شركة زين السعودية إلى أن قطاعي الأعمال ومبيعات المُشغّلين سيكونان الدافعين الرئيسين لنمو الإيرادات، إلا أن ذلك لا ينطبق على زين السعودية حيث أنها مازالت تُركز وتتميز في خدمة قطاع الأفراد. إن التخطيط والتنفيذ بشكل استراتيجي قد يسهمان في نمو إيرادات عام 2013 لتصل إلى 6.8 مليار ريال (بنمو قدره 6.0% مقارنة بعام 2012). تشير تقديراتنا إلى نمو الإيرادات بمعدل نمو سنوي مُرَكَّب يبلغ 6.4% وذلك بين عامي 2012 و 2017.

شكل رقم 1: الإيرادات (مليار ريال) وهامش الدخل الإجمالي



المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية

*مُتوقع

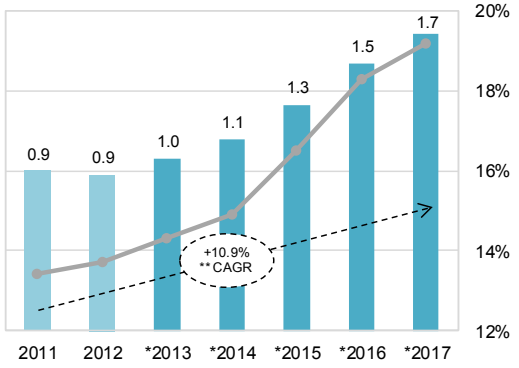
** CAGR: معدل النمو السنوي المركّب

انخفض هامش الدخل الإجمالي لعام 2012 بمقدار 310 نقطة أساس مقارنة بعام 2011 ليصل إلى 44.7%، حيث شهد الربع الثاني والذي بلغ فيه هامش الدخل الإجمالي 43% أكبر انخفاض له مقارنة بهامش بلغ 54% في الفترة نفسها من عام 2011، وقد أسهم ارتفاع حصة الهواتف الذكية والأجهزة التي تتسم بانخفاض هوامشها الربحية في التأثير على هامش الدخل الإجمالي. بطبيعة الحال، فإن الأجهزة المدعومة مثل الهواتف الذكية والكمبيوترات اللوحية والتي يترتّب عليها ارتفاع معدلات انتشار واستخدام البيانات قد أسهمت إلى حد ما في التخفيف من أثر انخفاض هامش الدخل الإجمالي. تشير تقديراتنا إلى تحسّن هامش الدخل الإجمالي على مدى السنوات الخمس القادمة بشكل تدريجي ليصل إلى 46.3%.

تحقيق دخل تشغيلي إيجابي يلوح في الأفق

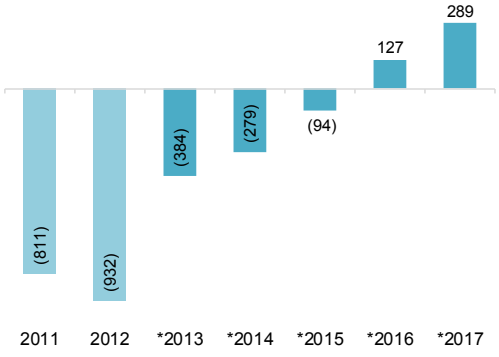
انخفضت المصروفات التوزيعية والتسويقية والعامة في عام 2012 بنسبة 14%مقارنة بعام 2011 لتصل إلى 2.0 مليار ريال، ويعود ذلك بشكل رئيس لسياسة الشركة بالمحافظة على سيولتها النقدية. في اعتقادنا أن الشركة قد قامت بتخفيض مصروفاتها بما فيه الكفاية مما يجعل فرص حدوث المزيد منها دون التأثير على عملياتها التشغيلية تُعَدّ ضئيلة، حيث أن تركيزها يجب أن ينصب على نمو إيراداتها. على الرغم من تقديراتنا التي تشير إلى ارتفاع مبالغ المصروفات التوزيعية والتسويقية والمصروفات العامة والإدارية حتى عام 2017، إلا أن حصتهما من الإيرادات ستنخفضان إلى 23.2% و 3.9% على التوالي وذلك مقارنة بما كانا عليه في عام 2012 عند 26.3% و 4.6% على التوالي.

شكل رقم 2: الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك (مليار ريال) وهامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك



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

شكل رقم 3: الدخل /الخسائر التشغيلية (مليون ريال)



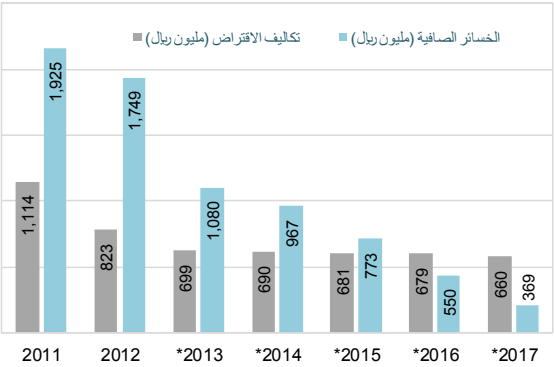
المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية
*مُتوقع

نتيجة لذلك، فإننا نتوقع أن يتسارع نمو الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك وأن ينمو هامشه وذلك حتى عام 2017. تشير تقديراتنا إلى تحقيق شركة زين السعودية في عام 2013 دخلاً قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 971 مليون ريال (بنمو قدره 10.5% مقارنة بعام 2012)، ونموه بين عامي 2012 و 2017 بمعدل نمو سنوي مُرَكَّب يبلغ 10.9%. فيما يخص هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك، فإن تقديراتنا تشير إلى نموه من 13.7% في عام 2012 إلى 19.2% في عام 2017، إلا أنه سيكون دون متوسط نظرائها في القطاع البالغ 38%. في حال تحقيق شركة زين السعودية لتقديراتنا المتحفظة للإيرادات والدخل الإجمالي، فإننا نتوقع أن تحقق دخلاً تشغيلياً إيجابيا يبلغ 127 مليون ريال بحلول عام 2016.

انحسار الخسائر الصافية

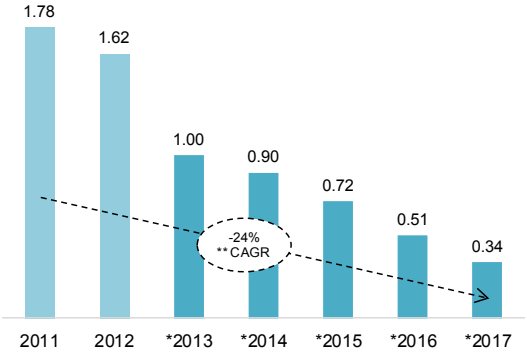
تشير تقديراتنا على مدى السنوات القادمة إلى استمرار تحقيق الشركة لخسائر صافية، إلا أنها ستسير بالاتجاه الصحيح. من المُتوقّع أن تنخفض الخسائر التشغيلية ين عامي 2011 و 2017 بمعدل نمو سنوي مُرَكَّب يبلغ 24%، ذلك على الرغم من استقرار المصروفات التمويلية. إن انخفاض المصروفات التمويلية بشكل يفوق تقديراتنا قد يسهم في الإسراع في تحقيق صافي دخل إيجابي، رغم أننا نرى آمالاً محدودة في أن يتحقق ذلك بنهاية عام 2017. إن انخفاض خسارة السهم إلى 1.62 ريال كان أحد النقاط الإيجابية القليلة لعام 2012. تشير تقديراتنا إلى بلوغ خسارة السهم لعامي 2013 و 2014 لتصل إلى 1.00 ريال و 0.90 ريال على التوالي.

شكل رقم 4: تكاليف الاقتراض والخسائر الصافية



المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية
*مُتوقع

شكل رقم 5: خسارة السهم (ريال)



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

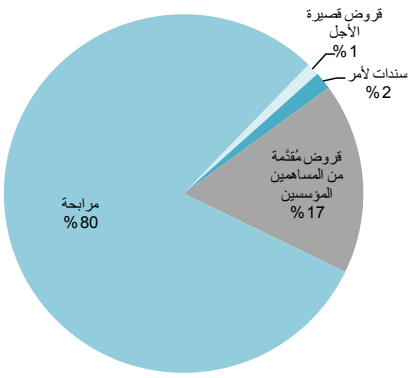
تبسيط هيكل الديون

تقوم شركة زين السعودية بمباحثات مع البنوك المُقرضة ومستثمرين مُحتملين لإعادة تمويل قرض المُرابحة البالغ قيمته 9 مليار ريال الذي كان من المُفترض مُستَحقاً في شهر يوليو من عام 2012. استغرقت المفاوضات وقتاً أطول بكثير مما هو مُتوقع في الوقت الذي استمرت فيه الشركة بتمديد أجل السداد لمدة شهر واحد. لم تتوفر معلومات عن سبب التأخير إلا أن الشركة تسعى لتخفيض تكاليف الاقتراض. أشارت الشركة إلى أنها قد توقّع على اتفاقية جديدة لهذا التمويل خلال عام 2013. في اعتقادنا أن الشركة ستصل لاتفاقية مع مقرضيها مما سيخفّض من تكاليف التمويل ويبسّط من هيكل ديونها.

تطور الديون

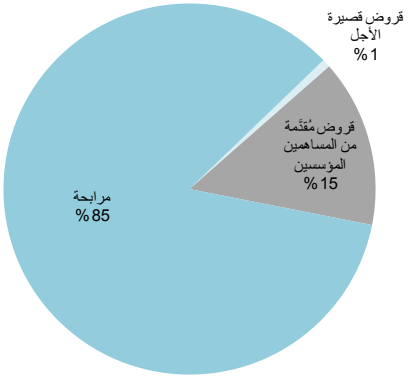
انخفض إجمالي الديون بنهاية عام 2012 إلى 14.9 مليار ريال وذلك من 17.1 مليار ريال بنهاية عام 2011، ويعود الفضل في ذلك إلى عملية إعادة الهيكلة لرأس مال الشركة والتي تمت في العام الماضي. تشير تقديراتنا للسنوات الخمس القادمة إلى قيام زين السعودية بسداد كامل السندات لأمر والمستحقة بشكل رئيس لمورديها. على الرغم من احتمالية حصول الشركة على تمويل متوسط الأجل من مورديها بشروط جذابة، إلا أنها قامت بتخفيض بند السندات لأمر من 1.1 مليار ريال في عام 2011 إلى 235 مليون ريال في عام 2012. تشير تقديراتنا إلى انخفاض حصة القروض المُقدَّمة من المساهمين المؤسسين من إجمالي الديون إلى 12% في عام 2017 وذلك من 17% في عام 2012. في الوقت الحالي فإن حوالي 2.6 مليار ريال مُستحقة للمساهمين المؤسسين، منها 1.9 مليار ريال مُستحقة لشركة زين الكويت و 8.4 مليون ريال مُستحقة لبيت أبوظبي للاستثمار، بينما المبلغ المُتبقّي والبالغ 607.6 مليون ريال هو فوائد مُستحقة. يبدو أن بيت أبوظبي للاستثمار قد قام برسملة جزء من قروضه المُقدَّمة خلال عملية إعادة هيكلة رأس مال شركة زين السعودية.

شكل رقم 6: هيكل الديون - 2012



المصدر: تقارير الشركة

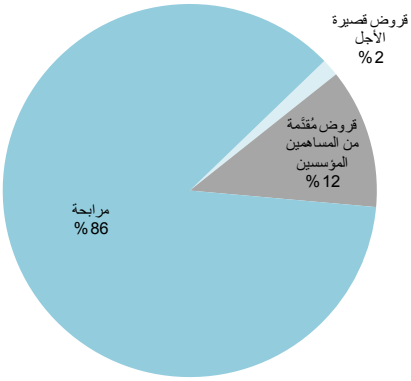
شكل رقم 7: هيكل الديون - 2013*



المصدر: الرياض المالية

*مُتوقع

شكل رقم 8: هيكل الديون - 2017*

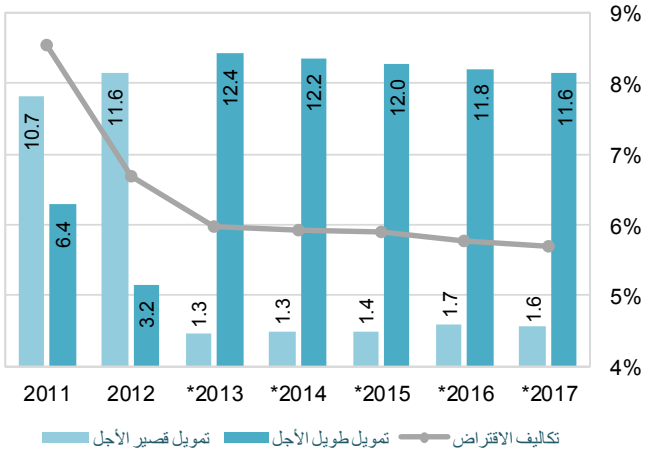


المصدر: الرياض المالية

*مُتوقع

في اعتقادنا أنه وفي حال تحقيق شركة زين السعودية لتقديراتنا المتحفظة والخاصة بنمو إيراداتها، فإنها ستكون قادرة على توليد سيولة نقدية تُسهم تدريجياً في تخفيض ديونها والابقاء على متوسط سنوي للمصروفات الرأسمالية يبلغ 800 مليون ريال وذلك حتى عام 2017. من المُتوقع أن ينخفض إجمالي الديون بنهاية عام 2017 ليصل إلى 13.2 مليار ريال، حيث سيتكوَّن من قروض قصيرة الأجل تبلغ 1.6 مليار ريال وقروض طويلة الأجل تبلغ 11.6 مليار ريال. في اعتقادنا أن انخفاض متوسط تكاليف الاقتراض من 8.5% في عام 2011 إلى 6.7% في عام 2012 كان نتيجة عملية إعادة هيكلة رأس مال شركة زين السعودية والذي نتج عنه سدادها لجزء من تمويل المرابحة بمبلغ 750 مليون ريال، إضافة إلى سدادها للقروض المُقدمة من مساهميها المؤسسين والسندات لأمر. تشير تقديراتنا إلى انخفاض تكاليف التمويل لعام 2013 لتصل إلى 6.0% على خلفية نجاح الشركة في إعادة تمويل المرابحة البالغة قيمته 9 مليار ريال. في اعتقادنا أنه على مدى السنوات الخمس القادمة ستكون الشركة قادرة على التخفيض من تكاليف اقتراضها بشكل إضافي نظراً لتحسُّن معايير الاقتراض والديون وتحسُّن قدرتها على خدمة الدين. أخيراً، فإن انخفاض تكاليف الاقتراض سيسهم في الإسراع من تحول الشركة لتحقيق صافي دخل إيجابي.

شكل رقم 9: هيكل الديون (مليار ريال) وتكاليف الاقتراض



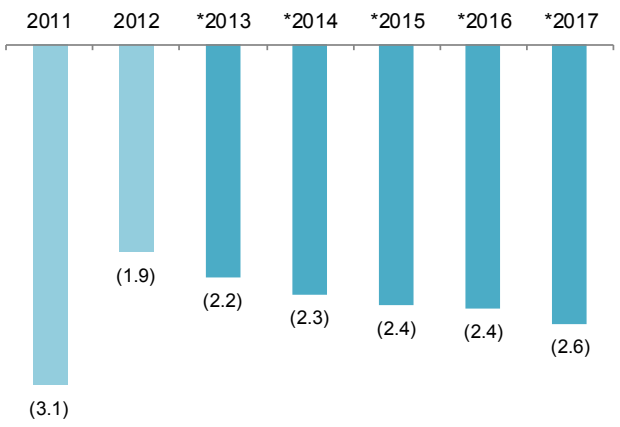
المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية

*مُتوقع

إدارة قوية للسيولة النقدية

تجاوزت المطلوبات المتداولة بنهاية عام 2012 والتي بلغت 3.9 مليار ريال الأصول المتداولة، مما نتج عنه تسجيل رأس مال عامل سلبي. في اعتقادنا أنه وحتى عام 2017 فإن الشركة ستتحكم بشكل أكبر برأس مالها العامل نظراً لكون ذلك أمراً ضرورياً وليس اختياريا. من المثير للاهتمام أن دورة تحويل النقد للشركة سلبية، مما قد يعني تجاوز المطلوبات المدة المفترضة لتحصيلها. من المُتوقع أن تتحول دورة تحويل النقد من -49 يوم في عام 2012 إلى -6 في عام 2013، مما يعتبر أمراً مرغوباً ونادراً في نفس الوقت في أي صناعة. نظرياً، فإن ذلك يعني غياب تراكم فوائض في المخزون إضافة إلى ارتفاع مُحتمل للمبيعات بالأجل، وذلك دون إحداث أزمة في السيولة.

شكل رقم 10: إدارة رأس المال العامل (مليار ريال) بإحكام



المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية

*مُتوقع

التقديرات الربعية

فيما يلي تقديراتنا الربعية لعام 2013. تشير تقديراتنا إلى أن الربع الأخير والذي يتزامن مع موسم الحج سيسهم في نمو الإيرادات بنسبة 8% مقارنة بالربع الرابع من عام 2012 لتصل إلى 1,861 مليون ريال. كما تشير تقديراتنا أيضاً إلى بلوغ هامش الدخل الإجمالي للربع الأول من هذا العام ما نسبته 45.4% مقارنة بهامش بلغ 46.1% في الربع الأول من عام 2012. أما فيما يخص تقديراتنا للخسائر الصافية للربع الأول من عام 2013، فإنها تشير إلى انخفاضها لتصل 303 مليون ريال مقارنة بخسائر بلغت 420 مليون ريال في الربع الأول من عام 2012.

جدول رقم 1: التقديرات الربعية لعام 2013

مليون ريال	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	2013
الإيرادات	1,592	1,723	1,613	1,861	6,788
النمو مقارنة بالفترة نفسها من عام 2012	*4.6%*	*5.8%*	*5.4%*	*8.0%*	*6.0%*
الدخل الإجمالي	723	762	753	817	3,055
هامش الدخل الإجمالي	*45.4%*	*44.2%*	*46.7%*	*43.9%*	*45.0%*
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	231	253	239	248	971
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	*14.5%*	*14.7%*	*14.8%*	*13.3%*	*14.3%*
الدخل التشغيلي	(103)	(81)	(102)	(98)	(384)
الدخل الصافي	(303)	(266)	(268)	(242)	(1,080)
ربحية السهم (ريال)	(0.28)	(0.25)	(0.25)	(0.22)	(1.00)

المصدر: الرياض المالية

التقييم والتوصية

نعزو السعر العادل لسهم شركة زين السعودية والبالغ 10.75 ريال إلى استخدامنا مكرر مبيعات مُستهدف يبلغ 1.7 وفقاً لتقديراتنا لعام 2013. في حال المقارنة بنظراء الشركة الإقليميين في القطاع، فإنهم يُتداولون عند متوسط مكرر يبلغ 2.1 وفقاً للمبيعات المُقدَّرة لعام 2013 (الرجاء الاطلاع على الجدول رقم 3)، في حين أن أقرب شركتين لشركة زين السعودية هما وطنية الكويتية والتي تُتداول حالياً عند مكرر مبيعات يبلغ 1.4 والذي يُعتبر منخفضاً بشكل طفيف عن مكرر زين السعودية، وشركة دو الإماراتية والتي تُتداول عند مكرر مبيعات مرتفع يبلغ 2.0. في اعتقادنا أن استخدام مكرر مبيعات منخفض لتقييم سهم شركة زين يُعد مُبرراً نظراً للمخاطر المتعلقة بإمكانية تنفيذهم لخططهم المستقبلية إضافة إلى الضبابية التي تحيط بموضوع إعادة التمويل. من المُحتمل أن تضيق فجوة مكرر المبيعات بين شركة زين السعودية ونظرائها الإقليميين في القطاع في حال حققت الشركة تقديراتنا السابقة أعلاه لنمو إيراداتها لعام 2013. على العكس من ذلك، فإن تحقيق زين السعودية لنتائج دون التقديرات قد يؤثر على ثقة المستثمرين بشكل إضافي.

جدول رقم 2: تحليل الحساسية للتقييم (ريال)

		مكرر المبيعات المُستهدف					
		1.5x	1.6x	1.7x	1.8x	1.9x
الإيرادات / السهم	+ 5.0%	6.60	9.90	10.56	11.29	11.88	12.54
	+ 2.5%	6.44	9.66	10.31	11.02	11.60	12.24
	تقديرات الرياض المالية	6.29	9.43	10.06	10.75	11.31	11.94
	- 2.5%	6.13	9.19	9.80	10.48	11.03	11.64
	- 5.0%	5.97	8.96	9.55	10.21	10.75	11.34

المصدر: الرياض المالية

نُبقي على توصيتنا بالاحتفاظ بالسهم وبسعر مُستهدف للاثني عشر شهراً القادمة يبلغ 10.75 ريال. إن المحفّز للسهم على المدى القريب قد يكون مرتبطاً بنجاح الشركة في إتمام اتفاقية إعادة التمويل. لايزال قطاع الاتصالات مستعدا لمزيد من النمو نظراً للطلب الكبير على البيانات وارتفاع نسب انتشار الهواتف الذكية، إلا أن المخاوف المتعلّقة بشركة زين السعودية مازالت قائمة.

جدول رقم 3: المقارنات

الشركة	الدولة	آخر سعر (حسب العملة المحلية)	الأسهم المتداولة (مليون سهم)	القيمة السوقية (مليون ريال)	معدل النمو السنوي المُركّب (2012 - 2014)			مكرر الربحية			مكرر المبيعات			قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك			هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك			العائد على حقوق الملكية		العائد على الأصول	
					الإيرادات	الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	ربحية السهم	2012	2013*	2014*	2012	2013*	2014*	2012	2013*	2014*	2012	2013*	2014*	2012	2013*	2012	2013*
المسيطرون																							
شركات الاتصالات السعودية	المملكة العربية السعودية	40.80	2,000	81,600	3.2%	(6.6%)	7.4%	11.1x	10.7x	9.6x	1.8x	1.8x	1.7x	4.5x	4.4x	5.1x	45%	36%	37%	14%	14%	6%	8%
اتصالات	الإمارات العربية المتحدة	10.15	7,906	81,932	4.5%	32.9%	9.4%	11.9x	10.2x	9.9x	2.4x	2.3x	2.2x	7.0x	4.1x	3.9x	31%	50%	51%	17%	17%	8%	11%
زين الكويت	دولة الكويت	0.79	3,888	41,721	3.1%	2.1%	3.1%	11.4x	11.6x	10.8x	2.4x	2.3x	2.3x	5.9x	5.8x	5.7x	45%	44%	44%	16%	1%	9%	9%
قطر تيليكوم	دولة قطر	114.20	320	37,671	9.1%	7.5%	27.5%	12.4x	8.1x	7.6x	1.1x	1.0x	0.9x	4.1x	3.7x	3.6x	45%	45%	44%	11%	14%	3%	5%
أومانتل	سلطنة عمان	1.48	750	10,812	2.4%	3.2%	0.9%	8.9x	9.1x	8.7x	2.4x	2.4x	2.3x	5.0x	4.9x	4.7x	44%	44%	45%	25%	2%	17%	16%
باتلكو	مملكة البحرين	0.38	1,584	5,988	(0.3%)	6.6%	14.6%	10.0x	9.5x	7.6x	2.0x	2.0x	2.0x	5.1x	5.1x	4.5x	33%	34%	38%	12%	n.a.	9%	11%
متوسط المسيطرون					**3.7%**	**7.6%**	**10.5%**	**11.0x**	**9.9x**	**9.1x**	**2.0x**	**1.9x**	**1.9x**	**5.3x**	**4.8x**	**4.6x**	**41%**	**42%**	**43%**	**16%**	**10%**	**9%**	**10%**
الشركات الجديدة																							
موبايلي	المملكة العربية السعودية	80.00	770	61,600	10.4%	10.3%	8.0%	11.0x	10.1x	9.5x	3.1x	2.7x	2.5x	9.0x	8.1x	7.4x	37%	36%	37%	28%	27%	14%	17%
وطنية	دولة الكويت	2.38	501	16,202	8.1%	8.6%	32.9%	15.9x	10.3x	9.0x	1.6x	1.4x	1.4x	3.8x	3.4x	3.2x	40%	41%	41%	9%	1%	5%	8%
زين السعودية	المملكة العربية السعودية	8.35	1,080	9,019	(3.5%)	(11.0%)	14.7%	n.m.	n.m.	n.m.	1.2x	1.3x	1.2x	15.8x	22.1x	19.9x	18%	14%	15%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
دو	الإمارات العربية المتحدة	4.67	4,571	21,797	7.6%	9.8%	(4.3%)	10.9x	10.8x	11.9x	2.1x	2.0x	1.8x	5.1x	4.5x	4.2x	39%	41%	41%	26%	27%	14%	13%
الفورس	سلطنة عمان	0.56	651	3,551	2.6%	4.6%	11.3%	9.9x	8.3x	8.0x	1.9x	1.8x	1.8x	4.8x	4.3x	4.4x	39%	42%	41%	21%	2%	12%	14%
فودافون قطر	دولة قطر	8.52	845	7,417	20.8%	n.m.	29.8%	n.m.	n.m.	n.m.	5.9x	4.8x	4.0x	n.m.	n.m.	19.7x	n.m.	n.m.	23%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
متوسط الشركات الجديدة					**7.7%**	**4.5%**	**15.4%**	**11.9x**	**9.9x**	**9.6x**	**2.6x**	**2.3x**	**2.1x**	**7.7x**	**8.5x**	**9.8x**	**35%**	**35%**	**33%**	**21%**	**14%**	**11%**	**13%**
المتوسط الإجمالي					**5.7%**	**6.2%**	**12.9%**	**11.3x**	**9.9x**	**9.3x**	**2.3x**	**2.1x**	**2.0x**	**6.4x**	**6.5x**	**7.2x**	**38%**	**39%**	**38%**	**18%**	**12%**	**10%**	**11%**

المصادر: كابيتال آي كيو، بلومبيرغ، الرياض المالية

جدول رقم 4: القوائم المالية المُختصرة

قائمة الدخل (مليون ريال)	2011	2012	*2013	*2014	*2015
الإيرادات	6,699	6,404	6,788	7,230	7,721
تكلفة الإيرادات	3,499	3,544	3,734	3,947	4,193
الدخل الإجمالي	**3,200**	**2,860**	**3,055**	**3,282**	**3,529**
المصروفات التوزيعية والتسويقية والتشغيلية	1,972	1,687	1,779	1,887	1,930
المصروفات العمومية والإدارية	329	294	305	318	324
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	**899**	**879**	**971**	**1,077**	**1,274**
الإهلاك	1,710	1,810	1,355	1,357	1,368
الدخل التشغيلي	**(811)**	**(932)**	**(384)**	**(279)**	**(94)**
عوائد عمولات	0	6	3	2	2
مصاريف تمويل	1,114	823	699	690	681
صافي الدخل	**(1,925)**	**(1,749)**	**(1,080)**	**(967)**	**(773)**
الأسهم المتداولة	1,080	1,080	1,080	1,080	1,080
ربحية السهم	**(1.78)**	**(1.62)**	**(1.00)**	**(0.90)**	**(0.72)**

قائمة المركز المالي (مليون ريال)	2011	2012	*2013	*2014	*2015
النقدية وشبه النقدية	780	2,385	967	629	380
الأصول المتداولة الأخرى	1,652	2,006	2,075	2,159	2,270
إجمالي الأصول المتداولة	**2,432**	**4,391**	**3,043**	**2,788**	**2,650**
الممتلكات والمعدات	4,059	4,285	4,621	4,894	5,195
الأصول غير الملموسة	20,253	19,274	18,344	17,423	16,514
إجمالي الأصول	**26,744**	**27,950**	**26,008**	**25,105**	**24,358**
قروض قصيرة الأجل	10,664	11,613	1,300	1,330	1,360
المطلوبات المتداولة الأخرى	4,847	3,924	4,228	4,469	4,683
إجمالي المطلوبات المتداولة	**15,511**	**15,537**	**5,528**	**5,799**	**6,043**
قروض طويلة الأجل	6,396	3,242	12,400	12,200	12,000
مطلوبات إلى جهات ذات علاقة	521	694	680	670	650
مخصص مكافأة نهاية الخدمة للموظفين	23	26	28	31	33
إجمالي المطلوبات	**22,451**	**19,498**	**18,636**	**18,700**	**18,726**
إجمالي حقوق الملكية	**4,293**	**8,452**	**7,372**	**6,405**	**5,632**
إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية	**26,744**	**27,950**	**26,008**	**25,105**	**24,358**

قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)	2011	2012	*2013	*2014	*2015
الخسارة الصافية للفترة	(1,925)	(1,749)	(1,080)	(967)	(773)
التسويات غير النقدية	2,718	2,192	2,113	2,112	2,122
التغييرات في رأس المال العامل	(880)	(1,593)	160	79	11
صافي النقد المُستخدم في الأنشطة التشغيلية	**(88)**	**(1,150)**	**1,194**	**1,224**	**1,360**
شراء ممتلكات ومعدات	(713)	(559)	(800)	(800)	(800)
أنشطة استثمارية أخرى	(7)	(3)	43	93	43
صافي النقد المُستخدم في الأنشطة الاستثمارية	**(720)**	**(562)**	**(757)**	**(707)**	**(757)**
التغيرات في الدين	885	(0)	(1,155)	(170)	(170)
الزيادة في رأس المال من خلال إصدار أسهم حقوق أولوية	-	3,454	-	-	-
أنشطة تمويلية أخرى	-	(138)	(699)	(686)	(682)
صافي النقد المُستخدم في الأنشطة التمويلية	**885**	**3,316**	**(1,854)**	**(856)**	**(852)**
صافي التغير في النقدية وشبه النقدية	**78**	**1,605**	**(1,417)**	**(338)**	**(249)**
النقدية وشبه النقدية في بداية الفترة	702	780	2,385	967	629
النقدية وشبه النقدية في نهاية الفترة	780	2,385	967	629	380

المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية

*مُتوقع

جدول رقم 5: النسب المالية

النمو السنوي	2011	2012	*2013	*2014	*2015
الإيرادات	13%	-4%	6%	7%	7%
الدخل الإجمالي	26%	-11%	7%	7%	8%
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	172%	-2%	10%	11%	18%
تحليل التكاليف	**2011**	**2012**	***2013**	***2014**	***2015**
تكلفة الإيرادات	52%	55%	55%	55%	54%
المصروفات التوزيعية والتسويقية والتشغيلية	29%	26%	26%	26%	25%
المصروفات العمومية والإدارية	5%	5%	5%	4%	4%
متوسط الإهلاك	14%	15%	12%	12%	12%
هوامش الربحية	**2011**	**2012**	***2013**	***2014**	***2015**
الدخل الإجمالي	48%	45%	45%	45%	46%
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	13%	14%	14%	15%	17%
نسب الدين	**2011**	**2012**	***2013**	***2014**	***2015**
نسبة جارية/ السيولة (الأصول المتداولة / المطلوبات المتداولة)	0.2x	0.3x	0.6x	0.5x	0.4x
الدين / حقوق الملكية	4.0x	1.8x	1.9x	2.1x	2.4x
الدين / الأصول	0.6x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x
صافي الدين / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	18.1x	14.2x	13.1x	12.0x	10.2x
دورة النقدية (يوم)	**2011**	**2012**	***2013**	***2014**	***2015**
دورة تحول النقدية	(122)	(49)	(6)	(16)	(17)
دوران النقدية	**2011**	**2012**	***2013**	***2014**	***2015**
أيام المبيعات غير مسددة	67	67	73	71	70
أيام بقاء المخزون	4	5	4	4	4
أيام الحسابات الدائنة المستحقة	193	121	83	91	90

المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية

*مُتوقع

تصنيف السهم

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

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، كليًا أو جزئيًا، 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 تفهم أن البيانات الخاصة بالتوقعات المستقبلية قد لا تتحقق، كما ينبغي أن يراعي المستثمرين أن الدخل المتحقق 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 المُصدِّر (المُصدِّرين)، أو الاستثمارات ذات الصلة. ولا تتحمل الرياض المالية مسؤولية أية خسارة، أو أضرار قد ينشآن، بشكل مباشر أو غير مباشر، عن أي استخدام للمعلومات الواردة في هذا المستند البحثي، وقد يخضع هذا المستند البحثي للتغير بدون إشعار مسبق.