



تحديث الشركة

زين تتحول للربحية في 2017

ن بقي على الحياد لزين مع سعر مستهدف 9.9 ريال. وأهم إيجابيات السهم هي نمو الإيرادات بدعم من زيادة الحصة السوقية ونمو الهوامش وانخفاض تكاليف الإطفاء. كما أن التقدم في بيع أبراج الشركة الـ 8,000، يعتبر من أهم المحفزات. ومع ذلك فأهم المخاطر هي ارتفاع مستوى الدين عند 12 مليار ريال (صافي الدين/ الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات عند 6.2 مرة) و الأثر السلبي على المساهمين الحاليين عند إعادة هيكلة رأس المال.

• نتوقع أن تسجل زين صافي دخل بقيمة 82.9 مليون ريال في 2017، وهي أول صافي أرباح لعام كامل منذ بداية التشغيل ومقابل توقعاتنا السابقة و بصافي خسائر بقيمة 648 مليون ريال. وجاءت الربحية السابقة للتوقعات نتيجة لـ: (1) ارتفاع المبيعات 9.2% على اساس سنوي بدعم من نمو قطاع البيانات وارتفاع الحصة السوقية، (2) نمو هوامش الربح الإجمالي نتيجة لتوسع قطاع البيانات مرتفع الهوامش، (3) انخفاض تكاليف الإطفاء بعد تمديد الرخصة 15 عام، (4) انخفاض نفقات التشغيل بعد مبادرات خفض التكاليف.

• في الربع الأول من 2017، كانت زين هي شركة الاتصالات الوحيدة التي سجلت نمواً في الإيرادات (+8.7% على اساس سنوي) مقابل شركة الاتصالات السعودية وموبايلي اللتان سجلتا انخفاض 4.3% و 16.7% على اساس سنوي، على التوالي. ونعتقد ان هذا جاء بدعم من نمو قطاع البيانات والمكالمات الصوتية. ففي الربع الأول من 2017، ارتفع قطاع البيانات وقطاع المكالمات الصوتية 12% و 61% على اساس سنوي. ونتوقع أن تنمو إيرادات زين 9.2% و 3.7% على اساس سنوي في 2017 و 2018، لتبلغ 7.8 مليار ريال. وبدعم من قوة نمو الإيرادات ونمو هوامش الربح الإجمالي، نتوقع أن تنمو هوامش الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات 786 نقطة أساس إلى 33.8% في 2017 و 34.5% في 2018. وبشكل عام، نعتقد أن هوامش الربح قبل الفوائد والضرائب عند مستوى أقل من 35%، ستحد من قدرة شركات الاتصالات على المنافسة والاستثمار في الشبكة.

• في مارس 2017، وقعت زين إتفاقية مع هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات من أجل تقديم خدمات النطاق العريض عالي السرعة وربط 140,000 عميل في المدن الصغيرة في المملكة بحلول 2020. وهذا المشروع ممول مناصفة بين زين وهيئة الاتصالات. ونعتقد أن هذا المشروع سيدعم إيرادات زين على المدى المتوسط والبعيد نظراً لارتفاع مساهمة قطاع البيانات في الإيرادات. ونتوقع أن تنمو الإيرادات بمعدل سنوي مركب 3.2% خلال 2017-2021.

• تم تغيير رخصة زين إلى رخصة موحدة و التي ستمكنا من تشغيل خطوط أرضية وألياف بصرية والتنافس مع موبايلي وشركة الاتصالات. وفي أكتوبر 2016، وقعت زين مذكرة تفاهم مع شركة الكهرباء من أجل استخدام شبكة الألياف البصرية. نعتقد أن هذه الإتفاقية مبنية على تقديم الخدمات لمواقع محددة مثل المجمعات السكنية والأبراج والأسواق التجارية. ونعتقد أن ارتفاع مستوى الدين عند 12 مليار ريال (صافي الدين/ الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات عند 6.2 مرة) سيحد من قدرة الشركة على تمويل النفقات الرأسمالية. ومن المتوقع أن تكون المساهمة في الإيرادات محدودة نظراً لقوة المنافسة في هذا القطاع.

• يعتبر بيع الأبراج من أهم محفزات زين بالمضي قداماً. ففي حين تجري مفاوضات لبيع الأبراج، إلا أن هذا النوع من العمليات معقد ويستغرق مدة طويلة، حيث يتضمن إتفاقيات بيع وإعادة تأجير. ونعتقد أن زين تمتلك حوالي 8,000 برج مقارنة بـ 18,000 برج لشركة الاتصالات و 11,000 برج لموبايلي. ونعتقد أن زين قد تحصل على 2.6 مليار ريال من بيع الأبراج مما قد يساعد في خفض نفقات الفائدة بحوالي 172 مليون ريال.

بيانات مالية

مليون ريال سعودي	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	النمو السنوي المركب
الإيرادات	6,927	7,561	7,839	8,088	8,345	4.8
الربح الإجمالي	4,401	4,979	5,166	5,338	5,519	5.8
الأرباح قبل الفوائد والضرائب	1,795	2,554	2,706	2,811	2,930	13.0
هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب (%)	25.9%	33.8%	34.5%	34.8%	35.1%	-
صافي الدخل	(979)	83	224	230	316	NM
صافي الهوامش	(14.1)%	1.1%	2.9%	2.8%	3.8%	-
ربحية السهم	(1.6)	0.14	0.38	0.39	0.54	-
التوزيعات النقدية	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال.

الحياد

السعر المستهدف (ريال)	9.9
السعر الحالي (ريال)	9.1
الفرق عن السعر الحالي (%)	8.7

تفاصيل الأسهم

نطاق سعري لآخر 52 اسبوع	10.4/5.5
القيمة السوقية (مليون دولار)	1,417
الأسهم المصدرة (مليون)	584
مدرجة في سوق تداول	تداول

الاداء السعري %	شهر	3 أشهر	12 شهر
مطلق	(9.5)	3.0	10.3
نسبي	(9.5)	4.6	2.3

قيمة التداول (مليون)	ريال	دولار
3 أشهر	41.5	11.1
12 شهراً	36.3	9.7

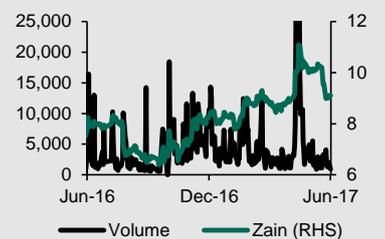
رمز رويترز	7030.SE
رمز بلومبرج	ZAINKSA AB
	www.sa.zain.com

مضاعفات التقييم

18E	17E	16A	
23.7	NM	NM	Reported P/E (x)
1.4	1.5	1.5	P/B (x)
5.3	6.0	9.1	EV/EBITDA (x)
0.0	0.0	0.0	Div Yield (%)

المصدر: أبحاث الأهلي كابيتال

أداء سعر السهم



المصدر: تداول

+966 12 690 7811
i.ghulam@ncbc.com

إياد غلام

- في مايو 2017، قامت زين بتعيين مستشار مالي لمساعدتها في بحث الفرص المتاحة لإعادة هيكلة رأس المال من أجل اطفاء الخسائر المتراكمة. فقد بلغت الخسائر المتراكمة 38% من إجمالي رأس المال المدفوع في الربع الأول من 2017. وتم بحث حلول مختلفة مثل: خفض رأس المال، طرح أسهم و/أو تحويل القروض إلى اسهم. ونعتقد أن إعادة الهيكلة ضرورية بعد تغيير قانون الشركات السعودي، والذي يحتم على الشركات التي تفوق خسائرها 50% إما إعادة هيكلة رأس المال أو التوقف عن العمل. ونعتقد أن خطط إعادة الهيكلة، على الرغم من أهميتها على المدى الطويل، إلا أنها قد تكون غير ملائمة للمساهمين الحاليين على المدى القريب.
- إن تطبيق معايير المحاسبة الدولية قد كان له أثر طفيف على زين. فقد قامت الشركة بمراجعة وخفض صافي خسائر 2016 بشكل طفيف إلى 978.5 مليون ريال مقابل 980 مليون ريال، سابقاً. ومع أنه ليس هناك إعادة تصنيف على مستوى الربح الإجمالي، إلا أن الأثر الطفيف جاء من انخفاض نفقات نهاية الخدمة وإعادة تصنيف خسائر/مكاسب نقل الممتلكات والمعدات والمصانع من نفقات التمويل إلى الدخل الأخر. كما تمت إعادة تصنيف العديد من الأصول والموجودات.
- نبقى على الحياد لزين مع مراجعة السعر المستهدف إلى 9.9 ريال. واهم المميزات هي التحول إلى الربحية ونمو الإيرادات. إلا أن أهم المخاطر هي: ارتفاع مستوى الدين واحتمالية إعادة هيكلة رأس المال. ونعتقد أن التقدم في بيع الأبراج يعتبر من أهم محفزات السهم على المدى المتوسط.

العرض 1: قائمة الدخل

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2020E	2019E	2018E	2017E	2016A	2015A	
8,345	8,088	7,839	7,561	6,927	6,741	صافي المبيعات
3.2%	3.2%	3.7%	9.2%	2.7%	.3%	%تغير
(2,826)	(2,750)	(2,673)	(2,582)	(2,526)	(2,790)	تكلفة الخدمات
5,519	5,338	5,166	4,979	4,401	3,951	الربح الإجمالي
66.1%	66.0%	65.9%	65.9%	63.5%	58.6%	هامش الربح الإجمالي
(2,590)	(2,527)	(2,460)	(2,425)	(2,605)	(2,322)	نفقات التشغيل
2,930	2,811	2,706	2,554	1,795	1,629	الأرباح قبل الفوائد ، الضرائب و الاستهلاكات
35.1%	34.8%	34.5%	33.8%	25.9%	24.2%	هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاكات
(1,849)	(1,768)	(1,634)	(1,582)	(1,850)	(1,770)	الاستهلاكات والإطفاءات
1,080	1,043	1,073	973	(54)	(141)	الأرباح قبل الفوائد والضرائب
12.9%	12.9%	13.7%	12.9%	(0.8)%	(2.1)%	هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب
(764)	(816)	(852)	(895)	(956)	(838)	تكاليف التمويل
8.6	9.1	9.4	7.3	31.7	7.4	النفقات الأخرى
325	236	230	85	(979)	(972)	الأرباح قبل الضرائب (الزكاة)
(8.1)	(5.9)	(5.7)	(2.1)	0.0	0.0	صافي الدخل المعلن
316	230	224	83	(979)	(972)	صافي الدخل المعدل
37.8%	2.5%	170%	NM	NM	NM	تغير (%)
3.8%	2.8%	2.9%	1.1%	(14.1)%	(14.4)%	صافي الهوامش
0.54	0.39	0.38	0.14	(1.68)	(1.67)	ربح السهم المعدل

المصدر: تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 2: قائمة المركز المالي

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2020E	2019E	2018E	2017E	2016A	2015A	
1,591	1,069	1,140	1,177	919	1,378	نقد و ما شابه
2,467	2,339	2,287	2,447	2,438	2,759	الأصول المتداولة الأخرى
4,058	3,408	3,427	3,623	3,356	4,138	إجمالي الأصول المتداولة
7,755	7,627	7,474	7,239	7,006	5,007	صافي الأصول الثابتة
13,446	13,969	14,493	15,016	15,540	16,377	صافي الأصول غير الملموسة
282	211	155	109	73	83	الاستثمارات
21,856	22,222	22,577	22,862	3,158	21,778	الأصول الأخرى
25,914	25,630	26,004	26,486	26,515	25,916	إجمالي الأصول غير المتداولة
0	0	-	35	0	0	إجمالي الأصول
4,830	4,759	4,708	4,665	4,725	3,991	قروض قصيرة الأجل
6,217	5,690	5,686	5,732	6,582	6,447	المطلوبات الأخرى المتداولة
0	0	0	0	0	0	إجمالي المطلوبات المتداولة
7,768	8,656	9,586	10,564	10,141	9,904	قروض طويلة الأجل
112	102	92	84	75	68	مطلوبات أخرى
15,285	15,845	16,453	17,112	16,374	14,936	إجمالي المطلوبات غير المتداولة
21,52	21,535	22,138	22,844	22,956	21,382	مجموع المطلوبات
5,837	5,837	5,837	5,837	5,837	5,837	رأس المال
(1,421)	(1,738)	(1,967)	(2,191)	(2,274)	(1,296)	الإحتياطيات
4,412	4,095	3,866	3,642	3,559	4,534	حقوق المساهمين
25,914	25,630	26,004	26,486	26,515	25,916	مجموع حقوق المساهمين المطلوبات

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 3: قائمة التدفقات النقدية

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2020E	2019E	2018E	2017E	2016A	2015A	
3,200	3,136	,231	2,807	2,365	1,568	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (أ)
(1,483)	(1,413)	(1,349)	(1,286)	(2,267)	(1,582)	صافي النقد المتوفر من الأنشطة الاستثمارية (ب)
1,111	1,107	1,069	997	(54)	(141)	صافي الربح التشغيلي بعد الزكاة
(58)	(1)	202	(68)	1,055	334	رأس المال العاملة
(1,335)	(1,294)	(1,254)	(1,210)	(2,941)	(1,508)	إنفاق رأسمالي
1,849	1,768	1,634	1,582	1,850	1,770	استهلاك
1,564	1,542	1,681	1,301	(91)	454	التدفق النقدي الحر (أ+ب)
(1,194)	(1,795)	(1,919)	(1,263)	(558)	300	صافي النقد المتوفر من الأنشطة التمويلية (ج)
522	(71)	(37)	258	(460)	286	صافي التغير النقدي (أ+ب+ج)
1,069	1,140	1,177	919	1,378	1,092	النقدية في بداية السنة
1,591	1,069	1,140	1,177	919	1,378	النقدية في نهاية السنة

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

العرض 4: نسب مهمة

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2020E	2019E	2018E	2017E	2016A	2015A	
0.5	0.4	0.4	0.1	(1.7)	(1.7)	ربح السهم المعلن
2.8	2.7	2.6	2.9	2.9	(0.2)	التدفقات النقدية الحرة للسهم
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	التوزيعات النقدية للسهم
7.6	7.0	6.6	6.2	6.1	7.8	القيمة الدفترية للسهم
16.8	23.1	23.7	NM	NM	NM	نسب التقييم (مكررات)
3.2	3.4	3.4	3.2	3.2	NM	مكرر الربحية المعلن
1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.2	السعر / التدفقات النقدية المعلننة للسهم
1.4	1.6	1.8	2.0	2.4	2.5	مكرر القيمة الدفترية المعلن
4.1	4.7	5.3	6.0	9.1	10.3	EV/Sales
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	EV/EBITDA
66.1%	66.0%	65.9%	65.9%	63.5%	58.6%	العائد النقدي (%)
12.9%	12.9%	13.7%	12.9%	(0.8)%	(2.1)%	نسب الربحية (%)
35.1%	34.8%	34.5%	33.8%	25.9%	24.2%	هامش إجمالي الربح
3.8%	2.8%	2.9%	1.1%	(14.1)%	(14.4)%	هامش الأرباح التشغيلية
7.4%	5.8%	6.0%	2.3%	(21.6)%	(17.8)%	هامش الأرباح قبل خصم الفوائد ، الضرائب ، الاستهلاكات
1.2%	0.9%	0.9%	0.3%	(7.6)%	(7.5)%	هامش صافي الربح المعدل
0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	عائد على حقوق المساهمين المعلن
0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	عائد على الأصول المعلن
12	11	12	6	6	14	نسب السيولة
57	57	58	58	58	59	النسبة الحالية
606	606	606	606	606	426	النسبة السريعة
69	68	70	64	64	73	نسب التشغيل (أيام)
(538)	(538)	(536)	(542)	(542)	(353)	المخزون
1.8	2.2	2.6	3.1	3.4	2.8	أيام الذمم المدينة
2.2	2.9	3.3	3.9	6.2	7.0	أيام الذمم الدائنة
1.4	1.3	1.3	1.1	(0.1)	(0.2)	الدورة التشغيلية
						الدورة النقدية
						نسب الرافعة المالية
						الدين/حقوق الملكية
						صافي الدين/الربح قبل الفوائد والضرائب
						فوائد نسبة التغطية

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي كابيتال

الرجاء إرسال استفساراتكم إلى البريد الإلكتروني لبحوث الاستثمار في الأهلي كابيتال research@ncbc.com

موقع أبحاث الأهلي كابيتال	موقع وساطة الأسهم	موقع الشركة
http://research.ncbc.com	www.alahlitadawul.com	www.ncbc.com
	www.alahlitadawul.com	
	www.alahlitadawul.com	

تقييمات الأهلي كابيتال الاستثمارية

زيادة	السعر المستهدف يمثل عائد متوقع يزيد عن 15% خلال الـ 12 شهراً القادمة
محايد	السعر المستهدف يمثل عائد متوقع بين 15%+ و هبوط متوقع أقل من 10% خلال الـ 12 شهراً القادمة
انخفاض	السعر المستهدف يمثل هبوط متوقع في سعر السهم يزيد عن 10% خلال الـ 12 شهراً القادمة
السعر المستهدف	يقوم المحللون بوضع أسعار مستهدفة للشركات خلال 12 شهراً. هذه الأسعار تعتبر عرضة لعدد من عوامل المخاطرة المتعلقة بالشركة و السوق بشكل عام. يتم تحديد السعر المستهدف لكل سهم باستخدام طرق تقييم يختارها المحلل و التي يعتقد أنها تمثل أفضل الطرق لتحديد السعر خلال الـ 12 شهراً القادمة

تعريفات أخرى

NR: غير مقيم. تم إيفاء التقييم الاستثماري مؤقتاً هذه العملية تعتبر متوافقة مع الأنظمة و القوانين و الأحداث ذات العلاقة كأن يكون الأهلي كابيتال مستشاراً في عمليات اندماج أو استحواذ أو أية صفقات استراتيجية تكون فيها الشركة أحد الأطراف بالإضافة إلى بعض الأحداث الأخرى.

CS: تعليق التغطية. قام الأهلي كابيتال بتعليق تغطية هذه الشركة

NC: غير مغطى. لم يتم الأهلي كابيتال بتغطية هذه الشركة

معلومات هامة

يشهد محررو هذه الوثيقة بأن الآراء التي أعربوا عنها تعبيراً دقيقاً عن آرائهم الشخصية بشأن الأوراق المالية والشركات التي هي موضوع هذه الوثيقة. كما يشهدون بأنه ليس لديهم أو لشركائهم أو مُماليهم (في حال تواجدهم) أي انتفاع من الأوراق المالية التي هي موضوع هذه الوثيقة. الصناديق الاستثمارية التي تديرها شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) أو الشركات التابعة لها لصالح أطراف أخرى قد تمتلك أوراق مالية والتي هي موضوع هذه الوثيقة. شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) أو الشركات التابعة لها قد تمتلك أوراق مالية أو أموال أو صناديق يديرها طرف آخر في واحدة أو أكثر من الشركات المذكورة أعلاه. محررو هذه الوثيقة قد يمتلكون أوراقاً مالية في صناديق مطروحة للعامة تستثمر بأوراق مالية مشار إليها في هذه الوثيقة كجزء من محفظة متنوعة والتي ليست لديهم عليها أي سلطة لإدارتها. إدارة الاستثمارات المصرفية بشركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) قد تكون في طور طلب أو تنفيذ خدمات مربحة للشركات التي إما أن تكون موضوعاً لهذه الوثيقة أو وردت بها.

تم إصدار هذا الوثيقة إلى الشخص الذي خصته شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) بها. وتهدف هذه الوثيقة إلى عرض معلومات عامة فقط و لا يجوز نسخها أو إعادة توزيعها لأي شخص آخر. لا تعد هذه الوثيقة عرضاً أو تحفيزاً فيما يخص شراء أو بيع أي ورقة مالية. كما لم يؤخذ في الاعتبار عند إعداد هذه الوثيقة مدى ملاءمتها للاحتياجات الاستثمارية للمتلقى. و بصفة خاصة، فإن هذه الوثيقة لم يتم إعدادها بهدف تلبية أي أهداف استثمارية معينة، أو أوضاع مالية، أو قدرة على تحمل المخاطر، أو أي احتياجات أخرى لأي شخص يستلم هذه الوثيقة. و توصي شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) كل مستثمر محتمل الحصول على استشارة قانونية، و خدمات مالية و محاسبية إرشادية والتي ستحدد مدى ملاءمة الاستثمار لاحتياجات المستثمر. أي توصيات استثمارية ذكرت في هذه الوثيقة قد أخذت في الاعتبار كل من المخاطر والعوائد المتوقعة. إن المعلومات والآراء الواردة في هذه الوثيقة قد تم تجميعها أو التوصل إليها من قبل الأهلي كابيتال من مصادر يعتقد بأنها موثوقة بها، ولكن لم يتم الأهلي كابيتال منفردة بالتحقق من محتويات هذه الوثيقة، وأن تلك المحتويات قد تكون موجزة أو غير كاملة، و تبعاً لذلك فإنه لا يوجد أي زعم أو ضمان سواء معلنة أو ضمنية فيما يتعلق بالاعتماد على مدى نزاهة ودقة واكتمال وصحة المعلومات والآراء الواردة في هذه الوثيقة. إن شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) لن تكون مسؤولة عن أي خسارة قد تنشأ من استخدام هذه الوثيقة أو أي من محتوياتها، أو أي خسارة قد تنشأ عن أي معلومات ذات صلة بهذه الوثيقة، أو أي من التوقعات المالية، أو تمثل رأي و تقدير شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) بتاريخ إصدار هذه الوثيقة، وهي خاضعة للتغيير دون إشعار مسبق. إن الأداء السابق لأي استثمار لا يعد مؤشراً للنتائج المستقبلية. إن قيمة الأوراق المالية، والعائدات الممكن تحقيقه منها، وأسعارها وعملياتها يمكن أن تتغير صعوداً أو هبوطاً، و من المحتمل أن يحصل المستثمر على مبلغ أقل من ذلك الذي استثمره في الأصل. بالإضافة إلى ذلك، فإنه قد تفرض بعض الرسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. كما أن التذبذب في سعر العملات يمكن أن يؤدي إلى تأثير سلبي على قيمة أو سعر أو دخل الورقة المالية. لا يجوز نسخ أي جزء من هذه الوثيقة بدون تصريح كتابي من شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال). كما لا يجوز توزيع هذه الوثيقة أو نسخة منها خارج المملكة العربية السعودية في أي مكان يحظر توزيعها بموجب القانون. ويتعين على متلقي هذه الوثيقة أن يطلعوا ويلتزموا بأي قيود قد تطبق عليها. إن قبول هذه الوثيقة يعني موافقة المتلقي و التزامه بالقيود السابق ذكرها.

شركة الأهلي المالية (الأهلي كابيتال) هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بموجب ترخيص رقم 06046-37، يجيز للشركة التعامل بصفة أصيل و كوكيل والتعهد بالتغطية، والإدارة والترتيب وتقديم المشورة والحفظ في الأوراق المالية. وعنوان مركزها الرئيسي المسجل: طريق الملك سعود، المبنى الإقليمي للبنك الأهلي التجاري، ص ب 22216، الرياض 11495، المملكة العربية السعودية.