



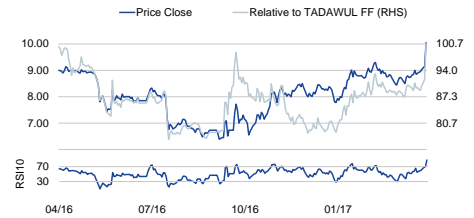
إدارة البحوث
بريتيش ديفاسي

Tel +966 11 2119370, devassyp@alrajhi-capital.com

السعر المستهدف
9.50
10.05

السعر الحالي
5.5% أعلى من الحالي

الأداء



التقييم

	12/15A	12/16A	12/17E	12/18E
P/E (x)	na	na	29.6	16.8
P/B (x)	1.3	1.6	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	5.1	3.3	2.3	2.2
Dividend Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

شركة زين السعودية انعكاس ايجابي أسرع مما كان متوقعا

أعلنت شركة زين السعودية عن أول أرباح ربعية لها في الربع الأول 2017 بعد أن ظلت تعلن عن خسائر منذ انشائها. وقد حققت الشركة نقطة التعادل قبل 3-4 أرباح من توقعاتنا ونتيجة لذلك فإن سهم الشركة يتداول الآن مرتفعا بنسبة 10% عقب الاعلان عن نتائج الربع الأول. ويبدو أن زين السعودية في وضع أفضل من نظيراتها في قطاع الاتصالات السعودي، من حيث الاستحواذ على حصة في السوق وتحقيق نمو في أرباحها. ومع ذلك، فيبينما يتوقع أن ينمو الربح بوتيرة أسرع في 2017، فإن التقييمات الحالية تعكس تحسنا جيدا مماثلا في الأداء الذي شهده الربع الأول، في المستقبل أيضا. ووفقا لتقدير اتنا، ولتحقيق التقييم الحالي، فإنه يتعين على شركة زين زيادة إيراداتها بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 6% خلال السنوات الثلاث التالية، وزيادة هامش الربح قبل حسم الفائدة والضرائب والاستهلاك والإطفاء *EBITDA* بصورة تدريجية، إلى 38% (26% في 2016)، والمحافظة على التحسن في رأس المال العامل، إلى جانب المحافظة على نسبة انفاق رأس مالي/المبيعات مستقرة عند 12%. إن جميع ما ذكرنا يمكن تحقيقه ولكنه يمثل تحديات، من وجهة نظرنا، إذا أخذنا في الاعتبار سوق الاتصالات المتشعب وهامش *EBITDA* المرتفع (أعلى من هامش قائد السوق)، ومعدل اجمالي الانفاق الرأسمالي الذي بلغ 43% من المبيعات في 2016 مما ساعد الشركة على تحقيق نمو قوي. وعليه فقد ظلنا متحفظين بتصنيف محايد للشركة، مع تحديد سعر مستهدف لسهمها يبلغ 9.5 ريال للسهم الواحد.

- **مجموعة قوية من الأرقام:** بعد أن ظلت تعلن عن خسائر منذ انشائها، فقد أعلنت شركة زين عن أول أرباح ربعية لها، وذلك في الربع الأول، بارتفاع حاد إذ بلغت 45 مليون ريال، مقارنة بخسارة بلغت 135 مليون ريال في الربع الأخير، مدعومة بالتحسن في الإيرادات والتكاليف على حد سواء. وقد ارتفعت الإيرادات بنسبة 9% على أساس سنوي لتصل إلى 1.9 مليار ريال، رغم أن الانخفاض بنسبة 7% على أساس ربعي في عدد المشتركين، مما يشير ضمنا إلى أن الشركة ربما تكون قد بدأت في إعطاء أولوية لزيادة الإيرادات عن المساهم الواحد، بدلا من الاستحواذ على حصة في السوق والتي كانت تمثل استراتيجيتها في الماضي، في رأينا. لقد قادتنا بحوثنا الميدانية التي أجريناها حول حزم المنتجات والعروض الترويجية، لأن نعتقد بأن محفظة منتجات زين السعودية، متنوعة وأكثر جاذبية مقارنة بنظيراتها من الشركات. إننا نعتقد أن الشركة تستفيد الآن أيضا من تحول المستهلكين إلى شراء المنتجات الأقل تكلفة في بيئة السوق الحالية. وقد شهدت التكاليف أيضا تحسنا إذ انخفضت مصروفات التوزيع بنسبة 3% على أساس سنوي مقارنة بنمو الإيرادات بنسبة 9%. علاوة على ذلك، فقد انخفضت مصروفات الاستهلاك والإطفاء. واجمالا، فإن الإيرادات الإضافية المتحققة من هامش الربح، والتكاليف المنخفضة، قد نتج عنها وصول *EBITDA* إلى أعلى مستوى له بلغ 655 مليون ريال عند مستوى هامش *EBITDA* بلغ 35% (متوافقا مع هامش *EBITDA* لفائدة السوق شركة الاتصالات السعودية لعام 2016) وصافي الربح إلى 45 مليون ريال (مقابل تقديراتنا التي أشارت إلى خسارة تبلغ 107 مليون ريال).

- **الربط بين الأداء والتقييم:** بينما توضح نتائج الربع الأول النمو المرتفع لشركة زين مقارنة بنظيراتها، فإن التقييم عند المستويات الحالية، يعكس تحسنا كبيرا في الربحية في السنوات القادمة. وقد كان النمو والهوامش كبيرة جدا في الربع الأول، ولكن من أجل تحقيق التقييم عند المستويات الحالية، فإنه سوف يتعين على الشركة أيضا المحافظة على اتجاهها نموها الارتفاعي مع رفع الهوامش إلى مستوى أعلى من مستواها للربع الأول. ووفقا لتقدير اتنا، إذا تمكنت زين من زيادة إيراداتها بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 6% خلال الثلاث سنوات التالية، ورفع هامش *EBITDA* إلى 38% (من 35%) خلال الفترة ذاتها، مع الإبقاء على نسبة انفاق رأسمالي/المبيعات تبلغ 12%، فعندئذ فقط يمكن تحقيق التقييمات الحالية. ومع ذلك، فقد ظلت نسبة اجمالي الانفاق الرأسمالي/المبيعات عند 22.4% و 42.5% في السنتين الأخيرتين مما مكن زين من النمو بمعدل أسرع، مقارنة بالشركات المماثلة لها في القطاع.



التقييم والملخص : اجمالا، فقد كان أداء زين للربع الأول ممتازا ، وبالنسبة للمستقبل ، فمن المرجح أن تتحسن الشركة بمعدل أسرع كثيرا مما كان متوقعا سابقا. وبناء على تقديراتنا المعدلة ، فإن سعرنا المستهدف لسهم الشركة يبلغ 9.5 ريال للسهم الواحد ، كما جاء تصنيفنا محايدا للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها . وهناك عوامل محفزة لرفع سعر السهم تتمثل في انخفاض تكاليف الفائدة (نظرا لانخفاض الديون وسعر الاقتراض بين البنوك السعودية SAIBOR) ، والتحسين بدرجة أكبر كثيرا من التوقعات في التكاليف ، الى جانب ارتفاع حصة الشركة في السوق بأفضل كثيرا مما كان متوقعا. أما مخاطر انخفاض سعر السهم، فربما ترتبط بكون الشركة غير قادرة على المحافظة على اتجاهها في النمو الذي شهدته في الربع الأول.

شكل 1: نتائج زين للربع الأول 2017

(SAR mn)	Q1 2016	Q4 2016	Q1 2017	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	1,765	1,801	1,919	8.7%	6.6%	1,824
Gross profit	1,086	1,142	1,291	18.9%	13.0%	1,163
Gross profit margin	61.5%	63.4%	67.3%			63.8%
Operating profit	(32.0)	87.0	273.0		NM	117.6
Net profit	(250.0)	(135.0)	45.0		NM	(106.7)

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.



الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

خلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وآراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة أو أنها تصلح لأي عرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضاً أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للتراجع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المئتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ وأسماهم المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المتولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محطلي البحوث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بأداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة الراجحي المالية، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكون مسؤولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وشركة الراجحي المالية لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقوماً في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حيثما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفاً للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10٪ فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 10٪ دون سعر السهم الحالي و 10٪ فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 10٪ دون مستوى السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقاً للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلاً لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدرة لذلك السهم، ونشرح الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

يرجى ملاحظة أن تحقيق أي سعر مستهدف يخضع لأوضاع السوق بوجه عام والاتجاهات الاقتصادية وغيرها من العوامل الخارجية، أو إذا كانت الأرباح أو الأداء التشغيلي للشركة المعنية يتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

للاتصال

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 1 211 9449

بريد إلكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد إلكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37