



يشير برنامج التحول الوطني الى السعر العادل للسهم ٣١ ر.س.

يجسد برنامج التحول الوطني، الذي تم الكشف عنه بتاريخ ٧ يونيو، أهداف اقتصادية واجتماعية واسعة النطاق. إذا كان هناك شركة واحدة ستتأثر بشكل مباشر من برنامج التحول الوطني، فهي شركة الكهرباء السعودية، سواء من جانب تخفيض الدعم أو من جانب الخصخصة. نحن نرى أن رفع التسعيرة شرط أساسي مسبق لعملية الخصخصة، التي بدونها تصبح الخصخصة نظرية فقط. في هذا التقرير، سنوضح عن كتب ماذا يعني تخفيض الدعم عن الكهرباء والماء بقيمة ٢٠٠ مليار ر.س. في ثلاث نقاط مهمة كما سنوضح لاحقاً، أبرزها ضمنا في تأثير برنامج التحول الوطني على قائمة الدخل لتعكس قيمة عادلة للسهم أعلى من المستوى الحالي. نتيجة لذلك، قمنا برفع السعر المستهدف خلال ١٢ شهرا إلى ٣١ ر.س. من ١٩,٦٥ ر.س.، ونستمر في التوصية "شراء".

يتطلب تخفيض الدعم رفع معدل التعرفة بنسبة ٢٩٪ سنويا

بافتراض أن نصف الدعم المقرر تخفيضه عن الكهرباء والماء، سيكون لشركة الكهرباء (بمقدار ١٠٠ مليار ر.س.) وتم استعادة هذا المبلغ على شكل خدمات عامة دون هدر، سوف يتطلب زيادة التسعيرة بنسبة ٢٩٪ بحلول عام ٢٠٢٠. ترتفع التسعيرة الى ٥٠,٥ هللة / كيلو واط في الساعة (١٣,٥ سنت) أي ما يعادل متوسط التعرفة في كندا وأقل من التعرفة في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان. يتباطأ نمو الاستهلاك إلى متوسط ٣,٧٪ سنويا خلال الخمس سنوات القادمة بدلا من ٦,١٪ في الفترة الماضية التي تمتد إلى خمس سنوات. من المتوقع ارتفاع الإيرادات بمقدار ٢,٥ مرة عن مستوى العام ٢٠١٥ بحلول العام ٢٠٢٠.

تكاليف الوقود لن تضعف تأثير التسعيرة على قائمة الدخل

نظرا لعدم وجود أي تلميحات على ارتفاع أسعار الوقود على الشركة في المستقبل من قبل الإدارة أو من قبل برنامج التحول الوطني، نحن نرى في ذلك مجال آخر للتسعير على أساس السوق. نتوقع ارتفاع سعر الغاز إلى مستوى نايمكس وارتفاع النفط المباع على الشركة بمقدار ١٥ دولار أمريكي لكل برميل بحلول العام ٢٠٢٠ - يمثل معدل نمو سنوي مركب بنسبة ٢٩٪ في تكاليف الوقود على مدى السنوات الخمس المقبلة.

تشير حساباتنا إلى أنه على الرغم من الزيادة الكبيرة في التكاليف، سيكون لزيادة التسعيرة تأثير إيجابي أعلى على قائمة الدخل، حيث يمكن أن يرتفع صافي الربح بمقدار ٢,٩ مرة، أعلى من السيناريو الأساسي لدينا في بداية العام ٢٠١٧ بالإضافة إلى المزيد من التسارع في السنوات المقبلة.

يمكن للقيم العادلة أن تتجاوز ٣١ ر.س. للسهم

عندما نجمع كل المتغيرات ونطبق مكر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء (EV / EBITDA) ٧,٥ مرة المرجح لأرقام خطة التحول الوطني للعام ٢٠١٧، يصبح لدينا سعر عادل للسهم بقيمة ٣١ ر.س. في هذا التقرير، نوضح تأثير خطة التحول الوطني على قائمة الدخل للشركة والفارق عن توقعاتنا الأساسية. نحن نعتقد أن إصلاح تسعيرة استهلاك الكهرباء واضح ويمثل ضرورة أن تقوم شركة الكهرباء السعودية بتمويل وخدمة الإنفاق الرأسمالي ذاتيا.

احتمال فصل أعمال توليد الكهرباء أقرب من المتوقع

بالتوافق مع جهود الخصخصة بصفة عامة، يمكن فصل أعمال توليد الطاقة لدى شركة الكهرباء السعودية بأسرع مما كان متوقعا. أشارت إدارة الشركة إلى استعدادها لتقسيم الشركة، لتتحول في النهاية إلى شركة قابضة. نحن نعتقد أن التقسيم خطوة في الاتجاه الصحيح، كما يمكن أن ينتج عنه قيمة إضافية نتيجة لتخفيض تكاليف التشغيل ومصاريف الموظفين، عموما، يعتبر تعديل التسعيرة متطلب سابق للخصخصة، أي أن احتمال ارتفاع أسعار الكهرباء أصبح كبيرا لكن مقدار الرفع لا يزال غير واضح. نلقي بعض الضوء في تحليلنا على المتطلبات الواجب إنجازها لتحقيق الأهداف الحكومية لقطاع الطاقة.

توقعاتنا مليون ر.س.	الربع الثاني ٢٠١٦ متوقع	الربع الثاني ٢٠١٥	التغير عن العام السابق %
المبيعات	١٤,٥٦١	١١,٩١٧	٪٢٢
اجمالي الربح	٢,٤٨٠	٢,٠٨٧	٪١٩
هامش اجمالي الربح	٪١٧,٠	٪١٧,٥	
EBITDA	٦,٤٣٤	٥,٥٣٧	٪١٦
هامش EBITDA	٪٤٤,٢	٪٤٦,٥	
الربح التشغيلي	٢,٢٣٤	١,٨٦٩	٪٢٠
هامش الربح التشغيلي	٪١٥,٣	٪١٥,٧	
صافي الربح	٢,٢٧٩	١,٩٧١	٪١٦
هامش صافي الربح	٪١٥,٧	٪١٦,٥	

٣١ (ر.س.)

شراء

السعر المستهدف خلال ١٢ شهر

التوصية

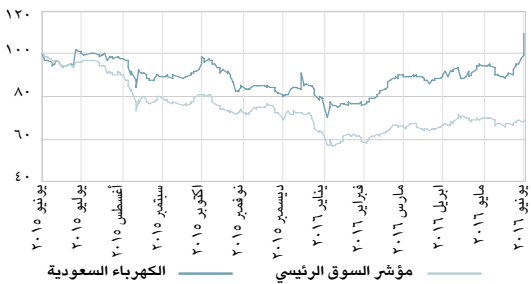
بيانات السهم (ر.س.)
آخر إغلاق
٢٠,٠٥
التغير المتوقع في السعر
٥٤,٦
القيمة السوقية (مليون ر.س.)
٨٣,٥٢٠
العائد المتوقع لتوزيع الربح إلى السعر
٣,٥
عدد الأسهم القائمة (مليون)
٤,١٦٦
العائد الإجمالي المتوقع
٥٨,١
أعلى سعر خلال ٥٢ أسبوع
٢٠,٠٥
أدنى سعر خلال ٥٢ أسبوع
١٢,٤٠
تغير السعر منذ بداية العام حتى تاريخه
٢٧,٦
متوسط قيمة التداول اليومي خلال ١٢ شهر (بالمليون)
١,٩
رمز السهم (رويترز/ بلومبرغ)
5110.SE / SECO AB

(مليون ر.س.)	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
المبيعات	٤١,٥٣٩	٥١,٠٧٣	٥٩,٥٦٣
EBITDA	١٦,٥٢٦	١٨,٦٨٤	٢٠,٢٦١
صافي الدخل	١,٥٤٤	٢,١١٣	٢,٣٨٨
ربح السهم	٠,٣٧	٠,٥١	٠,٥٧
الربح الموزع للسهم	٠,٧٠	٠,٧٠	٠,٧٠

EBITDA: الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء

المكررات السعرية	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
مكرر الربحية (x)	٥٤,١	٣٩,٥	٣٥,٠
مكرر EV/EBITDA	١٧,١	١٥,١	١٣,٩
مكرر EV/EBITDA المعدل	٨,٦	٧,٤	٦,٨
مكرر السعر إلى المبيعات	٢,٠	١,٦	١,٤
مكرر القيمة الدفترية	١,٤	١,٤	١,٣

أداء السهم خلال عام



المصدر: بلومبرغ، تداول، السعودي الفرنسي كابيتال

عاصم بختيار، CFA

abukhtiar@fransicapital.com.sa

+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٦١

يزيد الصيخان

valsakhan@fransicapital.com.sa

+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٦٠٨



قسم الأبحاث والمشورة

إطار العمل بالتوصيات

شراء

توقع ارتفاع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

احتفاظ

توقع توافق أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

بيع

توقع تراجع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

السعودي الفرنسي كابيتال

مركز الاتصال | ٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

www.sfc.sa

سجل تجاري رقم | ١٠١٠٢٣١٢١٧

قسم الأبحاث والمشورة

صندوق بريد ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي - الرياض

research&advisory@fransicapital.com.sa



اخلاء المسؤولية

تم اعداد هذا التقرير من قبل شركة السعودي الفرنسي كابيتال، شركة استثمارية متخصصة لخدمات البنوك الاستثمارية، ادارة الأصول، الوساطة، الأبحاث، وخدمات الحافظ الأمين. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو شركتها التابعة علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمد هذا التقرير على المعلومات المتاحة للعموم والتي نعتقد بثقتها، ولكننا لا نقدمها كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجب الاتكال عليها كمعلومات متكاملة أو دقيقة. وعليه، لا نقدم أو نضمن، لا صراحة ولا ضمناً، وينبغي أن لا يعول على عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم اعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة انتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار مواثمة الاستثمار لطبيعة المستثمر. تحديداً، لم يتم خصيص هذا التقرير ليلائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر المرغوبة، أو احتياجات أي شخص متلقي لهذا التقرير. تنصح شركة السعودي الفرنسي كابيتال بشدة أي مستثمر محتمل أن يطلب إرشاد قانوني، محاسبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاستثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته/متطلباتها. تتضمن أي توصيات استثمارية متضمنة في التقرير المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال غير مسؤولة، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما يتعلق به. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتوقعات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ اعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من المحتمل أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاستثمار الى رسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات الى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة انتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية بمثل هذا المنع والالتزام مثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال، شركة محدودة المسؤولية

سجل تجاري ١٠١٠٢٣١٢١٧

صندوق بريد: ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي - الرياض

مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (١١١٥٣ - ٣٧)