

التوصية
السعر المستهدف خلال 12 شهر
شراء
14.00 ريال

شركة الاتصالات المتنقلة السعودية (زين)
نقل تغطية

زين بحلة جديدة

بداية فصل جديد لشركة زين. شهدنا تحسن الأعمال على مدى الثلاثة أعوام السابقة، حيث شهدت الإيرادات نمو بمعدل سنوي مركب يبلغ 6% بينما حققت زين هامش إجمالي يبلغ 67% بالإضافة إلى تحقيق أول صافي ربح لها في الربع الماضي. على الرغم من ذلك إلا أن الشركة تقف أمام مفترق طرق، ولكننا متفائلين بهذا الشأن. على الشركة أن تتخذ قراراً بشأن عملية بيع الأبراج بالإضافة إلى عملية إعادة هيكلة رأس المال والتي من الممكن أن تتضمن عملية مقايضة ديون بأسهم وزيادة رأس المال. بعد الإعلان عن نية الشركة لإعادة هيكلة رأس المال تراجع سهم زين من أعلى مستوياته خلال 52 أسبوعاً عند 11.45 ريال إلى 9.15 ريال على إثر التوقعات بتراجع ربحية السهم. يتجه القطاع نحو مرحلة من ارتفاع حدة المنافسة في ظل حدوث تغييرات أساسياته. تتمحور أهم التحديات التي يواجهها المشغلون في مزيج الإيرادات والمستويات المنخفضة لأسعار البيانات والحصة السوقية للشرائح المفوترة (شرائح الدفع الأجل). نواصل توصيتنا بالشراء، كما نقوم برفع السعر المستهدف من 13 ريال للسهم إلى 14 ريال. لم نأخذ بعين الاعتبار عملية إعادة هيكلة رأس المال وبيع الأبراج في تقديرنا نظراً لعدم وضوح النظرة المستقبلية لذلك.

من الممكن أن نشهد مستقبل أفضل

نتوقع حدوث عملية بيع الأبراج خلال عام 2017 عند قيمة متوقعة تبلغ 1.9 مليار ريال. لا تزال رسوم المكالمات الانتهاية الصوتية عند مستويات مرتفعة نسبياً، مما قد يؤدي إلى انخفاضها بشكل أكبر، وبذلك ستكون زين المستفيد الأكبر. من المتوقع أن ينتج عن إعادة هيكلة رأس المال خفض لربحية السهم. من ناحية أخرى، قد ينتج عن هذا صافي دخل أفضل نظراً إلى انخفاض مستويات الديون ومصاريف التمويل مما يؤدي إلى تحسن النتائج على المدى البعيد. من المتوقع لإجمالي القروض البنكية والبالغة 14 مليار ريال أن تنخفض نتيجة لتحسن التدفقات النقدية من العمليات وانخفاض الإنفاق الرأسمالي في السنوات القادمة. نتوقع لهذه التطورات بأن تشير إلى مستقبل مشرق للشركة، وهي التي عانت من قائمة مركز مالي ذات أحجام دين مرتفعة.

ارتفاع معدل الإيرادات للمستخدم يدعم الربحية

بلغت إيرادات الربع الأول من العام الحالي مستويات قياسية عند 1.9 مليار ريال، بمعدل إيرادات للمستخدم يبلغ 63 ريال، بارتفاع نسبته 22% مقارنة بمتوسط الأرباع في العامين الماضيين. نجحت زين في أن ترفع من حصة الشرائح المفوترة في قاعدة عملاءها إلى 17% في عام 2016 مقابل 1% في عام 2013. وجهت الشركة تركيزها نحو إثراء تجربة العميل، مما أدى إلى تسعير أفضل. بدأت الاستراتيجية الجديدة تؤتي ثمارها في الربع الأول من العام الحالي ومن المتوقع أن تدعم الإيرادات في السنوات المقبلة بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 6% بنهاية عام 2020.

رهان على المدى البعيد

نتوقع أن يبلغ صافي الدخل مستوى 209 مليون ريال في عام 2017 عند هامش صافي يبلغ 3%. كما أنه من المتوقع أن يشهد صافي الدخل ارتفاعاً بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 14% ليصل إلى 313 مليون ريال بنهاية عام 2020. منذ عام 2015، شهدنا تحسن كفاءة إدارة رأس المال العامل مما نتج عنه مساهمة إيجابية في التدفقات النقدية الحرة. من المتوقع أن ترتفع وتيرة الدفع للموردين إلا أن التغييرات في رأس المال العامل ستظل في المناطق الإيجابية، حيث أننا نراقب ذلك عن كثب. نتوقع بأن تنمو التدفقات النقدية الحرة بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 10% حتى عام 2020. نبقى على توصيتنا بالشراء مع رفع السعر المستهدف للسهم الواحد إلى 14 ريال، إلا أنه من الممكن أن نعيد النظر في التوصية إذا قررت الشركة إعادة هيكلة رأس المال. بالرغم من ذلك، نبدى تفاؤلاً بأن فوائد إعادة الهيكلة تتخطى أثارها السلبية والمتمحورة بانخفاض ربحية السهم. نعتقد بأن زين بجلتها الجديدة تعد رهاناً جيداً على المدى البعيد.

إجمالي العوائد المتوقعة

السعر في 18 يوليو 2017 (ريال)	9.23
العائد المتوقع لسعر السهم	51.7%
عائد الأرباح الموزعة	0.0%
إجمالي العوائد المتوقعة	51.7%

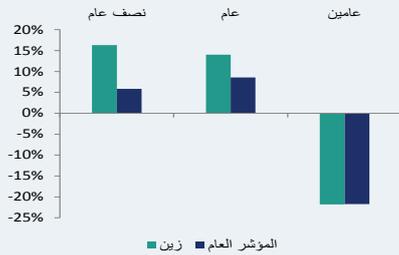
بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً (ريال)	6.30/11.45
القيمة السوقية (مليون ريال)	5,388
الأسهم المتداولة (مليون سهم)	583.7
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	51.84%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهر)	4,027,969
رمز بلومبيرغ	ZAINKSA AB

أداء السهم السنوي



المصدر: بلومبيرغ



بيانات النسب الرئيسية

31 ديسمبر	2018*	2017*	2016
الهامش الإجمالي	65.0%	66.4%	63.5%
هامش EBITDA**	13.0%	14.1%	0.8-
هامش صافي الدخل	3.3%	2.7%	14.1-
قيمة المنشئة/EBITDA	x7.0	x7.7	x11.3
السعر لتدفقات النقدية الحرة	x2.97	x3.63	x9.04

* متوقعة

** صافي الدخل قبل المصاريف البنكية والإهلاك والاستهلاك

البيانات المالية الرئيسية

31 ديسمبر (مليون ريال)	2018*	2017*	2016
الإيرادات	8,150	7,689	6,927
الدخل الإجمالي	5,297	5,105	4,401
EBITDA**	2,817	2,696	1,795
صافي الدخل	269	209	(980)
ربحية السهم (ريال)	0.46	0.36	(1.68)

* متوقعة

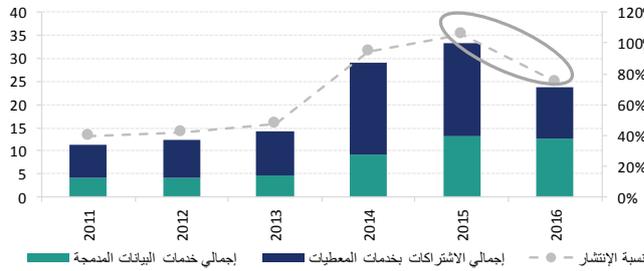
** صافي الدخل قبل المصاريف البنكية والإهلاك والاستهلاك

نظرة على القطاع

2016 عام محفوف بالمصاعب

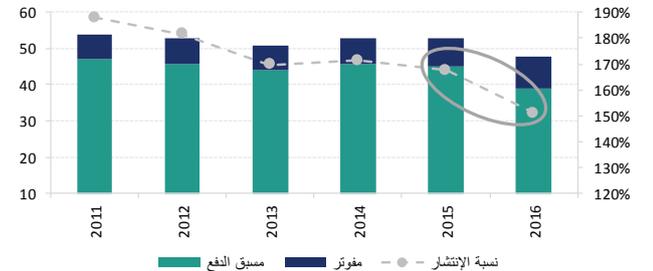
شهد عام 2016 تغييرات أساسية جذرية لقطاع الاتصالات. أعلنت هيئة الاتصالات في الربع الأول عن تخفيض آخر لرسوم المكالمات الانتهائية الصوتية، مما أدى إلى تغير استراتيجيات التسعير للمشغلين الثلاثة. بعد ذلك تم تطبيق نظام توثيق البصمة، مما أدى إلى انخفاض معدل الانتشار من 168% لعام 2015 إلى 151% في عام 2016. خلال شهر أكتوبر من العام 2016، صدر أمر سامي بتمديد رخصة المشغلين الثلاثة لفترة 15 عاماً إضافية ومنح تراخيص موحدة لتقديم كافة خدمات الاتصالات. كان لذلك أثراً إيجابياً على شركتي موبايلى والاتصالات السعودية، أما فيما يخص شركة زين كان بمثابة حبل النجاة.

الشكل 2: خدمات النطاق العريض عبر شبكات الاتصالات المتنقلة (مليون)



المصدر: نشرة إصدار هيئة الاتصالات

الشكل 1: قاعدة مشتركي الجوال (مليون)



المصدر: نشرة إصدار هيئة الاتصالات

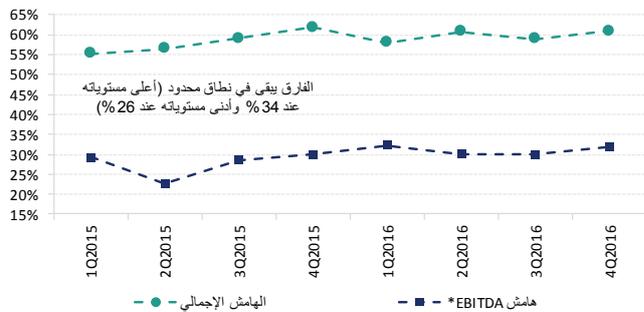
السوق في مرحلة نضوج

يعتبر قطاع الاتصالات من القطاعات الناضجة والدفاعية. شهد القطاع تغييرات هيكلية كبيرة أدت إلى ارتفاع المخاطر التشغيلية والمالية. على صعيد الدولة، فقد أن الأوان لتغييرات اقتصادية كبيرة مما سيحقق بتنفيذ رؤية المملكة 2030. أدى التباطؤ الاقتصادي إلى ضعف القوة الشرائية والتي من المتوقع استمرارها خلال العام الحالي. دعم مزيج مستخدمي الإنترنت قطاع الاتصالات ليكون أكثر صلابة لمواجهة التغييرات مقارنة بالقطاعات الأخرى.

من شأن النمو القوي لمساهمة قطاع البيانات في مزيج الإيرادات في المستقبل أن يزيد من الضغط على الهوامش حيث يسعى المشغلون إلى اتخاذ إجراءات استباقية لتخفيف الضغوط. يواجه المشغلون تحديات كبيرة في إيجاد فرص للنمو. يرافق النمو السريع في حركة البيانات انخفاض في الهوامش، مما أدى إلى إيقاف هيئة الاتصالات لعروض البيانات الغير محدودة للاشتراكات مسبقة الدفع. يبحث المستثمرون عن مزيد من الوضوح فيما يخص هوامش القطاع ككل وبالتحديد مستقبل هوامش قطاع الجوال. من المتوقع أن يزداد الضغط على الهوامش في المستقبل القريب نظراً لتطلب خدمات البيانات المزيد من النفقات الرأسمالية التي ستضغط على الهوامش مقارنة بالخدمات القديمة مثل المكالمات الصوتية والرسائل النصية القصيرة. تعتبر الهوامش حالياً مرتفعة، حيث أن ظروف السوق تدعم الهوامش عن طريق الحد من استخدام البيانات، إلا أن ذلك قد لا يستمر مستقبلاً.

كما هو واضح، الشركتان القياديتان في القطاع تسعيان لدراسة خيار بيع البنية التحتية السلبية وذلك لتعزيز الهوامش. إضافة إلى ذلك، قامت شركة الاتصالات السعودية بتحويل جزء من تركيزها إلى صندوق الشركة لرأس المال الجريء، حيث قامت برفع استثمارها في شركة كريم.

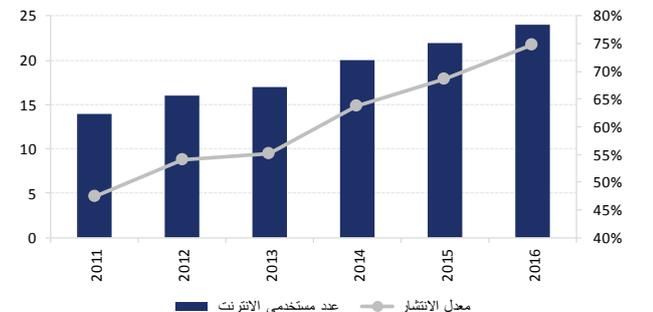
الشكل 4: الهامش الإجمالي وهامش *EBITDA للقطاع



المصدر: الرياض المالية

*صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والوكالة والإهلاك والإستهلاك

الشكل 3: ارتفاع سريع لمعدل انتشار مستخدمي الانترنت (مليون)



المصدر: نشرة إصدار هيئة الاتصالات السعودية

أتاحت رؤية المملكة لعام 2030 فرصة لشركات القطاع، حيث أدركت الحكومة أهمية مساهمة القطاع في الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي، مما يجعل قطاعات الأعمال أكثر جاذبية. نعتقد أن شركة الاتصالات السعودية لاعب رئيسي في القطاع مدعومة بمركز مالي قوي وسجل متميز، لذلك ستكون أكبر المستفيدين من هذه المبادرة. على الرغم من ذلك، فقد تم منح كل من موبايلى وزين ترخيصاً موحداً ليسمح للشركتين بالتوسع في السوق.

النظرة المستقبلية

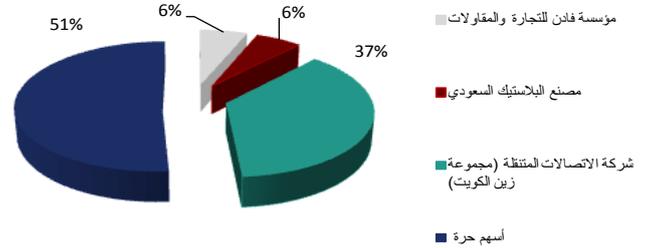
أدى التطور في مجال الاتصالات مؤخراً إلى ارتفاع مخاطر فقدان المشتركين. الشريحة المدمجة "سوفت سيم"، والتي تعد الخطوة التالية في التطور في مجال الاتصالات، هي شريحة مدمجة بجهاز الجوال. ستوفر هذه الشريحة سهولة عملية التحويل من مشغل إلى آخر، مما يعزز المنافسة. من ناحية أخرى، أدى التطور في قطاع الاتصالات إلى تقدم مذهل في تحليل الكم الهائل من البيانات لخلق حلول للمصاعب التي تواجهها شركات الاتصالات، من بينها مخاطر تحول العملاء إلى مشغلين آخرين والكفاءة التشغيلية. يتلقى مشغلو الاتصالات كمية هائلة من البيانات المتعلقة بسلوك العميل، مما سيؤدي إلى تحول المشغلين من دور اتخاذ ردود فعل لتلبية طلبات العملاء إلى اتخاذ مواقف استباقية فيما يتعلق بخدمة العميل. سيكون بمقدرة المشغلين توقع احتياجات العملاء والحد من معدل تحول العملاء إلى مشغلين آخرين. على المستوى التشغيلي، سيتمكن المشغلون من تحسين الكفاءة وتقليل المصاريف. ومن المنظور الاستثماري، سيكون بمقدور المشغلين تحسين قرارات الاستثمارات الرأسمالية التي تؤدي إلى زيادة عائد الاستثمار.



قصة زين

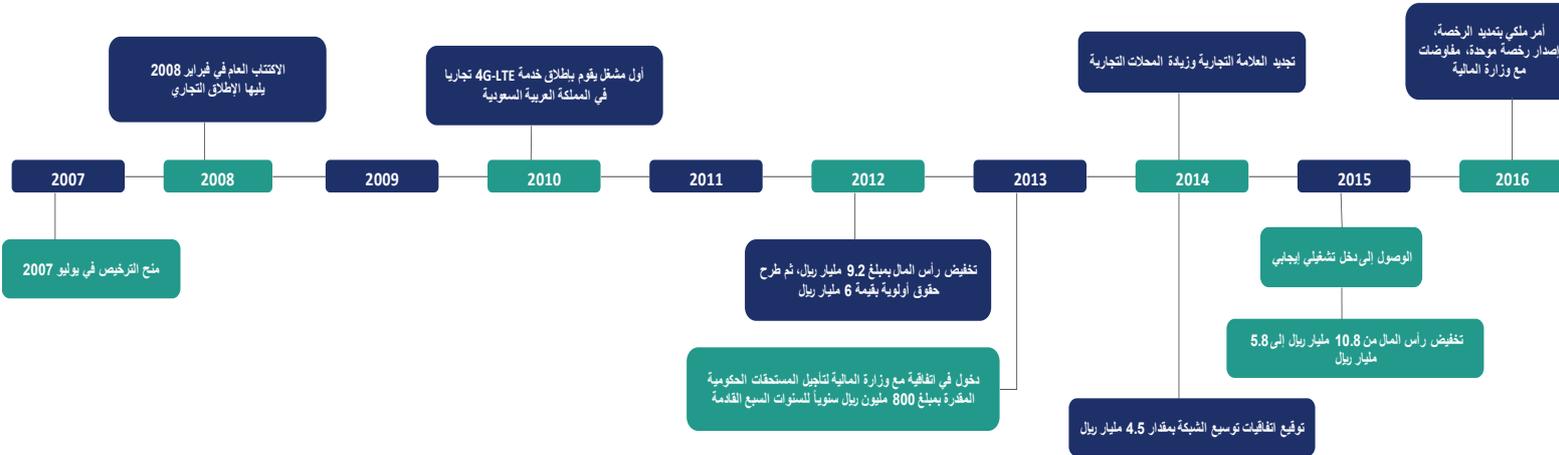
زين السعودية هي ثالث شركة مشغلة للاتصالات في السعودية، تقوم الشركة بتوفير خدمات الاتصالات المتنقلة والإنترنت. تم تأسيس زين السعودية في عام 2007 من قبل زين الكويت وتحالف من المستثمرين ليحصلوا على رخصة تشغيل الهاتف المحمول الثالثة بتكلفة 23 مليار ريال، أي ما يقارب ضعف تكلفة رخصة المشغل الثاني وهي شركة موبيلي.

الشكل 5: الملاك الرئيسيين



المصدر: تداول

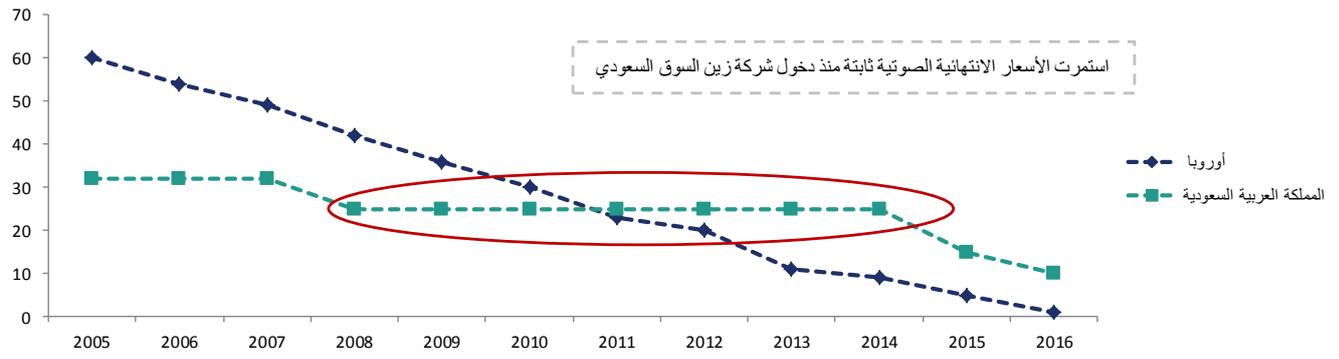
بدأت زين نشاطها التشغيلي في عام 2008 وأدرجت في تداول برأس مال بلغ 14 مليار ريال (والبالغ حالياً 5.8 مليار ريال). استمرت ملكية كبار ملاك زين السعودية حتى وقتنا الحاضر، لتظل مجموعة زين الكويت المالك الأكبر مع إمكانية زيادة ملكيتها في حال إتمام عملية مقايضة الديون بأسهم. في العقد الماضي، شهدت زين السعودية تغييرات في الإدارة العليا أكثر من مرة.



المخاطر البناءة

على الرغم من خضف هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات لرسم خدمة المكالمات الانتهاية الصوتية على شبكات الاتصالات المتنقلة بمقدار 60% منذ عام 2015، إلا أنها تظل مرتفعة نسبياً، لهذا نحن نتوقع مزيداً من الخفض. كانت زين المستفيد الأكبر حيث أن انخفاض تكلفة التعرف أتي بوتيرة أكبر من انخفاض الإيرادات على عكس ما حدث لشركة الاتصالات السعودية، وذلك نظراً لامتلاكها الحصة السوقية الأكبر بينما تميل شركة موبيلي إلى الحياد. سمح تخفيض رسوم المكالمات الانتهاية الصوتية لزين باتباع استراتيجية تخفيض أسعار الخدمات مما أدى إلى تحسن حصتها السوقية بشكل كبير. نتوقع أن تقوم هيئة الاتصالات بتخفيض رسوم المكالمات الانتهاية الصوتية لتصل إلى المعايير الدولية، مما سيكون له أثر إيجابي على زين.

الشكل 6: مقارنة لمعدل الأسعار في المملكة العربية السعودية بأوروبا (هلة / الدقيقة)



المصدر: شركة زين

قد ينتج عن عملية بيع وإعادة استئجار الأبراج تحسن الوضع المالي للشركة، حيث من المتوقع أن تدر العملية بنقد يبلغ 1.9 مليار ريال. ستتيح العملية الفرصة لشركة زين بتسديد قدر كبير من الديون والذي من شأنه أن ينعكس إيجاباً على صافي الدخل. فيما يخص الجانب التشغيلي للشركة، فإن نموذج بيع وإعادة استئجار الأبراج لفترة طويلة المدى سيسمح للإدارة بتقدير التكاليف التشغيلية المستقبلية بشكل أفضل. يجدر الملاحظة بأن الشركة تملك ما يقارب ثمانية آلاف برج في محافظتها.

المخاطر السلبية

يعد تجنب التباعد بين أهداف الشركة وعقلية المستهلكين المتغيرة عنياً على الإدارة. حيث يجب على مشغلي الاتصالات الفهم والاستجابة للتغيرات السريعة في سلوكيات وتوقعات العملاء. كما يجب على المشغلين أن يكونوا مبتكرين ابتداءً من نموذج الأعمال العام وحتى تصميم الباقات وخدمات العملاء بحيث أن لا ينتج عن ذلك تضحية بمستوى جودة الخدمة مقابل الأسعار، وعلى النقيض. علاوة على ذلك، يجب على شركة زين تطوير خطة اتصال في مجالات النمو الجديدة لاتخاذ القرارات الأنسب بأن تقوم الشركة بتطوير الإمكانيات الحالية أو الشراكة مع مزودي البنية التحتية.

منذ الإعلان عن إصدار التراخيص الموحدة، بدأ الحديث عن إمكانية منح ترخيص موحد لشركة اتحاد عذيب، مما يثير القلق بسبب إمكانية حصول عملية استحواذ من قبل شركة اتصالات أجنبية مما سيجعل المنافسة أكثر حدة. من ناحية أخرى، قد يغير الجهاز التنظيمي للقطاع رسوم تقديم الخدمة المفروضة على المشغلين؛ ومع ذلك، فإننا لا نتوقع مثل هذا التغيير في المستقبل القريب.

ترتفع أهمية الحصول على تخصيص الطيف الترددي كلما اشتدت حدة المنافسة بين مشغلي الاتصالات. يسمح الطيف الترددي للمشغل برفع الحصة السوقية مع الحفاظ على جودة الخدمات أو تحسينها. إن قلة موردي شبكات ومعدات الاتصالات أحد مخاطر القطاع، ونعتقد أنها أحد أهم المخاطر الأساسية التي تواجه شركة زين. قلة الموردين يمكن أن ينتج عنه مخاطر تشغيلية ومالية، حيث سيكون للمورد اليد العليا في تحديد الأسعار وشروط الدفع مما يعرض الجودة وأحجام التدفقات النقدية الحرة للخطر. يضع المستهلكون توقعات عالية لجودة الخدمات في ظل شدة حساسيتهم لارتفاع الأسعار، مما يجعل العلاقة بين الجودة والأسعار عاملاً مهماً في القطاعات التي تعتبر فيها تكلفة تحول العميل للمنافس منخفضة.

يمثل كلاً من حجم الدين المرتفع والخسائر المتراكمة لدى شركة زين خطراً مالياً كبيراً. على الرغم من أن التدفق النقدي الحر أصبح إيجابياً مؤخراً، إلا أنه يعد ضعيفاً. من المتوقع أن يكون خفض حقوق الملكية الخطوة الأولى في خطة إعادة هيكلة رأس المال. يتوجب على الشركة تخفيض الخسائر المتراكمة من خلال تخفيض رأس المال، والتي يمكن أن يتبعها إصدار أسهم حقوق أولوية لتلبية الحاجة النقدية وعملية مقايضة ديون وزارة المالية بأسهم. ينتج عن ذلك انخفاض لربحية السهم الواحد مما يؤثر سلباً على المساهمين الحاليين، خاصة في حال موافقة الجهات التنظيمية لشمول قروض المساهمين المؤسسين والبالغة 5.5 مليار ريال، سواء كانت كلياً أم جزئياً، في عملية المقايضة.

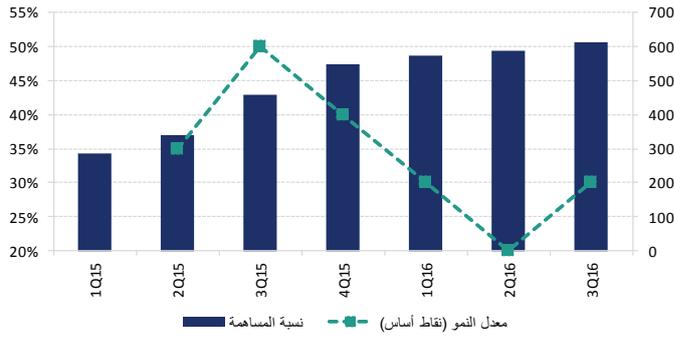
زين في المنافسة

في الماضي القريب كانت استراتيجية زين تتمحور حول زيادة الحصة السوقية وزيادة نمو حصة قطاع البيانات في الإيرادات وتوفير أفضل العروض وإثراء تجربة العميل في القطاع الرقمي. حققت هذه الاستراتيجية نتائج مثمرة، وتجاوز الأداء التشغيلي منذ عام 2015 توقعاتنا. أثبتت استراتيجية استهداف الأشخاص ذوي الدخل المنخفض والشباب من خلال خفض الأسعار نجاحها، مع تحسن قاعدة مشتركي السوق ارتفعت حصة شركة زين السوقية من 18% إلى 23%. كما ساهمت هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات في دعم استراتيجية الشركة من خلال تغيير أسعار رسوم المكالمات الانتهاية الصوتية، وهي سياسة رئيسية للسيطرة على المنافسة في القطاع.



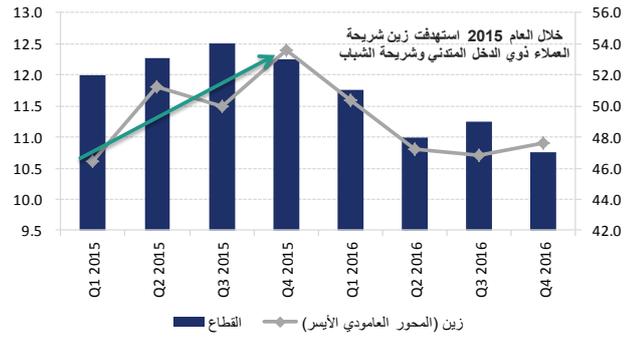
يشير حجم الفقاعة إلى مقدار تأثير المخاطر

الشكل 8: نسبة مساهمة قطاع البيانات في معدل الإيرادات للمستخدم



المصدر: شركة زين، علاقات المستثمرين

الشكل 7: مقارنة نمو قاعدة مشتركي شركة زين بالقطاع (مليون)



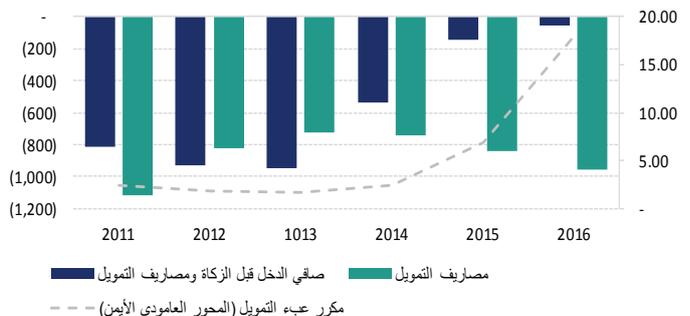
المصدر: تداول ونشرات الإصدار لبيئة الاتصالات السعودية

وفي المستقبل القريب، نجد أن شركات الاتصالات بما فيها شركة زين تركز على زيادة مساهمة قطاع البيانات في الإيرادات، حيث لامست شركة زين مستوى 50% في الربع الثالث من عام 2016. من المنافع المالية الحالية لزيادة مساهمة البيانات في مزيج الإيرادات هي تحسين الهامش الإجمالي، والذي يعد العنصر الأهم في ربحية الشركة. من المتوقع أن يشهد الهامش الإجمالي انخفاضاً طفيفاً بحلول بداية عام 2018، حيث أن المزيد من استهلاك البيانات سيضغط على الهامش مصحوباً بزيادة متطلبات الإنفاق الرأسمالي. يشهد الاقتصاد السعودي عملية تحول إلى اقتصاد رقمي ليدعم الاستفادة من الترخيص الموحد من خلال برنامج التحول الوطني وذلك بتكوين شراكة مع مزودي خدمات البنية التحتية للألياف البصرية، مما سيغير من مجريات الأمور في القطاع وستكون نقطة بداية لنمو مستمر في إيرادات شركة زين. وفقاً لمحافظ هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات فإن الإنفاق المقدر في خدمات الاتصالات وتقنية المعلومات سيزداد ليبلغ مستوى 138 مليار ريال في عام 2017 مقارنة بـ 130 مليار ريال في عام 2016، حيث سيضم الإنفاق كلاً من القطاع الحكومي والخاص. يتوجب على شركة زين أن تكون قادرة على العمل مع كلا القطاعين من أجل نشر خدمات النطاق العريض المتنقل والمنصات المشابهة بما في ذلك الحوسبة السحابية. من شأن هذه المبادرة أن تتيح فرصة جذابة لقطاع الأعمال من أجل المساهمة في إيرادات الشركة.

الديون هي النقطة المحورية في عملية تحليل المخاطر

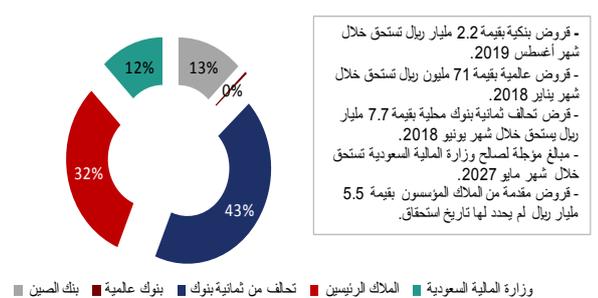
كان نمو شركة زين ضعيفاً بسبب تكلفة رخصتها المرتفعة والتي دفعت الشركة إلى التوجه نحو أسواق الدين بشكل كبير مما أدى إلى تسجيل نسب ديون مرتفعة في مركز الشركة المالي. كان السعر مرتفعاً في ظل نمو معدل انتشار الهاتف الجوال من مستوى 117% في عام 2007 إلى مستوى 162% في عام 2009. تشير إحصاءات هيئة الاتصالات لعام 2008 إلى بلوغ إيرادات القطاع من الجوال مستوى 39 مليار ريال في حين أن قاعدة مشتركي النطاق العريض شهدت ارتفاعاً بنسبة 48% في عام 2009 مقارنة بالعام الذي سبقه. أدت إحصاءات السوق إلى بلوغ تكلفة رخصة المشغل الثالث مستوى 23 مليار ريال، أي ضعف تكلفة رخصة موبيلي. تعد هيكل رأس المال الجيدة عاملاً رئيسياً لمشغلي الاتصالات في ظل متطلبات القطاع لنفقات رأسمالية مرتفعة في الوقت الذي تضغط فيه المنافسة على الهوامش. بالرغم من تحسن ربحية الشركة إلا أنها كانت ولا زالت متأثرة بشكل كبير بمصاريف التمويل. حيث ارتفع عبء المصاريف (صافي الدخل قبل الزكاة / الدخل قبل مصاريف التمويل و الزكاة) من مستوى 2.38 مرة في عام 2014 إلى مستوى 17.86 مرة في عام 2016. يرجع ذلك إلى تحسن الدخل التشغيلي الذي اقترب من التحول إلى الإيجابية والارتفاع المستمر لمصاريف التمويل. بلغ إجمالي القروض في نهاية الربع الأول من عام 2017، باستثناء قروض المساهمين المؤسسين، مستوى 14 مليار ريال.

الشكل 10: مصاريف التمويل تضر بالنتائج (مليون)



المصدر: القوائم المالية للشركة

الشكل 9: هيكل ديون الشركة



- قروض بنكية بقيمة 2.2 مليار ريال تستحق خلال شهر أغسطس 2019.
- قروض عالمية بقيمة 71 مليون ريال تستحق خلال شهر يناير 2018.
- قرض تحلف ثمانية بنوك محلية بقيمة 7.7 مليار ريال يستحق خلال شهر يونيو 2018.
- مبلغ مؤجلة لصالح وزارة المالية السعودية تستحق خلال شهر مايو 2027.
- قروض مقدمة من الملاك المؤسسين بقيمة 5.5 مليار ريال لم يحدد لها تاريخ استحقاق.

وزارة المالية السعودية ■ تخلف من ثمانية بنوك ■ بنوك عمومية ■ بنك الصين ■ الملك الرئيسيين

المصدر: القوائم المالية للشركة بتاريخ 31 مارس 2017

وجود حلين متوقعين

نتوقع أن تقوم الشركة بتنفيذ خطوتين كحلول خلال عام 2017. أولاً، نتوقع بأن تتم عملية بيع الأبراج خلال النصف الثاني من العام، حيث أنه من المتوقع أن يولد ذلك تدفقاً نقدياً ما بين 1.8 - 2.0 مليار ريال. من الممكن أن تستخدم المتحصلات في سداد جزء من تسهيلات المراجعة المجمعة والبالغة قيمتها 7.7 مليار ريال (كما في نهاية الربع الأول). كما نتوقع أن يؤدي بيع الأبراج إلى تخفيض مصاريف التمويل بنسبة تتراوح ما بين 30% إلى 50% وسط تراجع قاعدة الديون بشكل كبير.

جدول 1: عملية مقايضة قرض وزارة المالية بأسهم ملكية (مليون)

السعر المتوقع للسهم الواحد	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0
قرض وزارة المالية	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185
عدد الأسهم قبل عملية التحويل	584	584	584	584	584	584	584	584	584
عدد الأسهم المحولة	243	230	218	208	199	190	182	175	168
عدد الأسهم بعد عملية التحويل	826	814	802	792	782	774	766	758	752
نسبة الانخفاض	71%	72%	73%	74%	75%	75%	76%	77%	78%

المصدر: تقارير الشركة، توقعات الرياض المالية

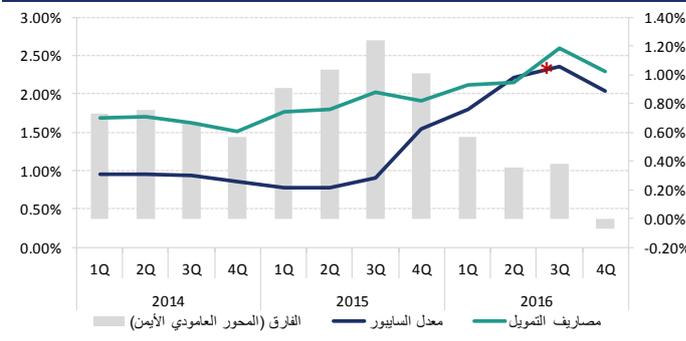
ثانياً، فإنه من المتوقع بأن يكون هنالك عملية مقايضة تقوم من خلالها وزارة المالية باستبدال ديونها البالغة 2.2 مليار ريال (بنهاية الربع الأول) بأسهم. نعتقد بأنه يتوجب على زين إقناع الأطراف الأخرى بأن عملية المقايضة ستولد عائداً يتخطى المخاطر المصاحبة. نعتقد بأن يتم ذلك بعد عملية خفض لرأس المال مما يمنح وزارة المالية الفرصة لتجنب أثر تقليل حصتها. من الممكن أن نتوقع ثلاثة عوامل إيجابية إذا ما تمت عملية الاستبدال:

1. تراجع مصاريف التمويل، حيث أن الهامش المتفق عليه مع الحكومة مبني على معدل سايبور، علماً أن الهامش المتفق عليه يعد متدنياً بالمقارنة مع التمويل التجاري.
2. تراجع مكرر صافي الدين إلى صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك المتوقع لعام 2017 من 4.0 مرة إلى 3.0 مرة مقارنة بالعام الماضي حيث تراجع فيه المكرر من مستوى 6.0 مرة إلى 4.7 مرة (بافتراض صافي الديون كما في نهاية الربع الأول).
3. قدرة إدارة الشركة في إعادة التفاوض بشأن التعهدات المالية وتكلفة الديون المفروضة من قبل البنوك المقرضة. ستؤدي زيادة مرونة التعهدات إلى تحسين إدارة الأعمال في الشركة.

ظهور نتائج جهود زين

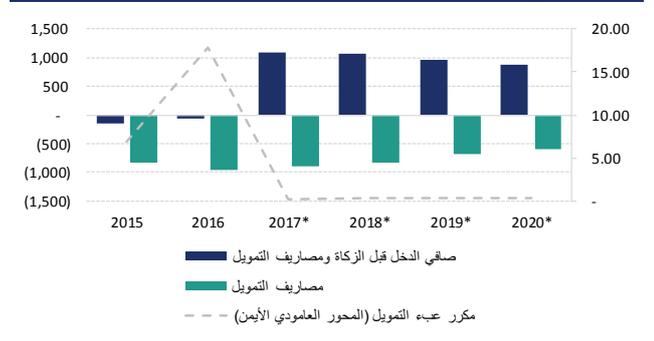
شهد معدل تغطية مصاريف التمويل تحسناً خلال السنوات السابقة، ومنذ عام 2014، حيث ارتفع بمقدار 65 نقطة أساس ليصل إلى مستوى 1.88 مرة في عام 2016. من المتوقع أن يستمر التحسن بغض النظر عن نتائج بيع الأبراج أو عملية مقايضة الديون بالأسهم. نتوقع بأن يواصل معدل التغطية ارتفاعه على إثر المستويات المرتفعة لصافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك بالإضافة إلى الانخفاض الطفيف في تكلفة التمويل وحجم الديون في ظل ارتفاع التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية. قامت الإدارة بالاستجابة لارتفاع معدل سايبور في الربع الثالث من عام 2016 من خلال استبدال ديون بمقدار 2.25 مليار ريال من معدل سايبور إلى معدل لايبور مما أدى إلى توفير مبلغ 175 مليون ريال على مدى الثلاثة أعوام القادمة.

الشكل 12: تفاعل الإدارة نتيجة لارتفاع معدل السايبور



المصدر: القوائم المالية للشركة وتوقعات الرياض المالية

الشكل 11: تراجع مصاريف التمويل يخفض من أعبائها (مليون)



المصدر: القوائم المالية للشركة وتوقعات الرياض المالية
* متوقعة

تشير تقديراتنا إلى تراجع مصاريف التمويل كنسبة من صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك من مستوى 53% في عام 2016 إلى 33% في العام الحالي، لتصل بعد ذلك إلى مستوى 22% في عام 2020 (دون احتساب أثر عملية بيع الأبراج وعملية استبدال الديون بأسهم). كما هو موضح في الشكل 11 فقد لأمس عبء مصاريف التمويل أعلى مستوياته في عام 2016 مع خفض الشركة لخسارتها التشغيلية. على الرغم من ذلك، إلا أن عام 2016 كان نقطة تحول حيث أننا نتوقع بأن يكون العبء أقل من مستوى 1.0 مرة مستقبلاً.

إمكانية إعادة التفاوض بشأن تكلفة الديون

نجحت زين في تنمية إيراداتها مع السيطرة على تكاليف الخدمات المباشرة خلال الثلاثة أعوام السابقة، مما أدى إلى نمو الدخل الإجمالي بمعدل سنوي مركب خلال الثلاثة أعوام السابقة ليبلغ مستوى 17% ليدفع بذلك الهامش الإجمالي إلى مستوى قياسي عند 64% خلال عام 2016 مقارنةً بمستوى 52% في عام 2014. يعكس الدخل الإجمالي طبيعة الأعمال في القطاع واستراتيجية الشركة، مما يحد من قدرة إدارة الشركة لتكاليف الخدمات المباشرة. نظراً لذلك، فإن تحسنه يعد أمراً جوهرياً لشركة زين من أجل التحول إلى الربحية.

جدول 2: تحسن نسب جودة الائتمان (لم يتم احتساب قروض المساهمين بينما تم احتساب دين الحكومة)

البيانات الرئيسية للديون	2014	2015	2016	*2017	*2018	*2019	*2020
هامش EBITA**	7%	13%	12%	22%	20%	18%	17%
معدل التغطية باستخدام EBITA**	0.60	1.03	0.90	1.85	1.98	2.22	2.41
معدل النقد من العمليات التشغيلية لمصاريف التمويل	1.09	2.48	3.04	3.25	3.69	4.31	5.17
معدل صافي النقد من العمليات التشغيلية للديون	0.02	0.13	0.21	0.25	0.32	0.39	0.58
معدل الديون لـ EBITDA***	10.80	7.27	6.23	3.49	2.73	2.13	1.49
معدل الديون لرأس المال	68%	72%	76%	71%	65%	58%	47%

المصدر: تقارير الشركة، توقعات الرياض المالية

* متوقعة

** صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك

*** صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك

كما هو موضح في الجدول أعلاه فإن التأثير الثنائي لارتفاع الدخل الإجمالي والسيطرة على المصاريف التشغيلية أدى إلى تحسن في معدلات الجودة الائتمانية الرئيسية. يتم استخدام صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك، عوضاً عن صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك، في التحليل من أجل إلقاء الضوء على متطلبات القطاع لمستويات مرتفعة للإنفاق الرأسمالي. دخل كل من صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك ومعدل التغطية لمستويات جديدة في عام 2015 ومن المتوقع أن يستمر تحسنهم. خلال عام 2017، نتوقع بأن تسجل الشركة ربحاً تشغيلياً بالإضافة إلى ارتفاع هامش صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك ومعدل التغطية إلى مستويات 22% و 1.85 مرة على التوالي. من المتوقع كذلك أن تؤثر حدة المنافسة في القطاع على صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك في المستقبل، حيث أنها ستؤدي إلى ارتفاع المصاريف التشغيلية.

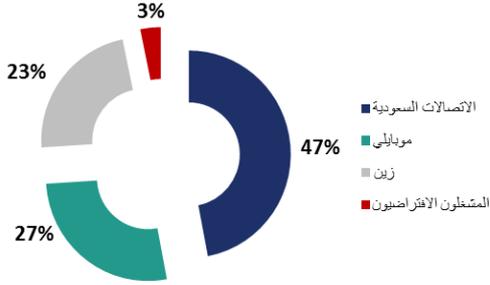
شهد كلا المعدلين للتدفقات النقدية تحسناً منذ عام 2013 عندما تحول صافي التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية إلى الإيجابية. في عام 2015، بلغت صافي التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية مستويات قياسية عند 1.5 مليار ريال، لتقل بشكل كبير من مخاطر سداد أصل الديون. قامت زين بعملية سداد جزء كبير من أصل ديونها لم تشهد من قبل خلال عام 2016 بمقدار 824 مليون ريال. من المتوقع أن يتحسن كل من معدل تغطية التدفقات النقدية من العمليات ومعدل صافي التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية إلى الديون حتى عام 2020. من المتوقع كذلك أن يتحسن كل من معدل الديون إلى صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك ومعدل الديون إلى رأس المال في السنوات القادمة. يعد تحسن معدل الديون إلى رأس المال أمراً مهماً لتقييم الشركة وسيتم مناقشتها لاحقاً في قسم التقييم.

خلاصةً، نتوقع استمرار تحسن عملية سداد أصل الديون بجانب مقترحات إعادة هيكلة رأس المال، مما سيمنح زين ركيزة قوية لإعادة التفاوض بشأن تكلفة الديون كما قمنا باحتساب ذلك ضمن تقديراتنا المستقبلية.

التحليل المالي

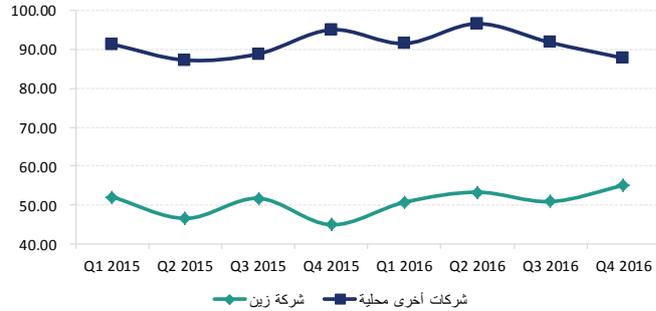
الإيرادات عند مستويات جديدة

تركزت استراتيجية زين خلال الثلاث السنوات الماضية على زيادة حصتها السوقية من خلال خفض الأسعار وتعزيز الشبكة لتحسين جودة الخدمات. كان ذلك ناجحاً، حيث بلغت حصتها السوقية مستوى 23%، مستقبلاً، ستقوم الشركة باتباع استراتيجية التركيز على إثراء تجربة العميل ورفع القيمة المضافة للخدمة المقدمة. قامت الشركة برفع أسعار خدماتها إلى مستويات المنافسين (أي أصبح تخفيض الأسعار بنسبة 30% من الماضي). إن تركيز شركة زين على الإيرادات ذات الهوامش العالية (من مشتركي الدفع بالأجل) يحسن من معدل الإيرادات للمستخدم. شكلت قاعدة مشتركي الدفع بالأجل في عام 2013 ما نسبته 1% من إجمالي قاعدة المشتركين، إلا أنه تم رفع مستوى تمثيلهم بنهاية العام 2016 ليصبح عند مستوى 17%. ستكون المنافسة على مشتركي الدفع بالأجل بين المشغلين الثلاثة أكثر حدة في المستقبل.



تبقى شركة الاتصالات السعودية لاعب مهيم على القطاع الحصة السوقية مبنية على تقديرات الرياض المالية

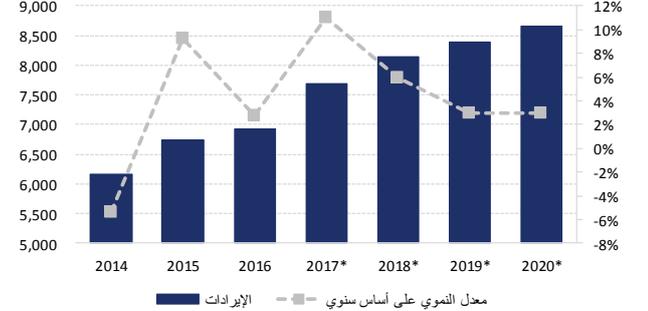
الشكل 14: مقارنة لمعدل إيرادات المشترك لشركة زين بقرنائها المحليين



المصدر: القوائم المالية للشركة وتداول

ملاحظة: أعداد المشتركين لبركتي الاتصالات السعودية و موبايلي مبنية على تقديرات الرياض المالية

الشكل 13: نمو الإيرادات عند معدل نمو سنوي مركب يبلغ 6% (مليون)



المصدر: القوائم المالية للشركة وتوقعات الرياض المالية

* متوقعة

سجلت زين في الربع الأول من عام 2017 مستوى قياسي للإيرادات عند 1.9 مليار ريال، بارتفاع نسبته 9% على أساس سنوي و7% على أساس ربعي، في وقت صعب يمر به القطاع. بلغ معدل الإيرادات للمستخدم مستوى 63 ريال مقارنة بمستوى 55 ريال في الربع السابق ومستوى 51 ريال في الربع الأول من عام 2016. تكمن الدوافع الرئيسية الداعمة لارتفاعات الإيرادات في:

- ارتفاع حصة إيرادات مشتركي الدفع بالأجل في إجمالي إيرادات الشركة.
- تحسين جودة الخدمة الناتج عن طريق استثمارات الشركة الرأسمالية الداعمة لشبكة الاتصالات بما يقارب 4.5 مليار ريال في السنوات الأربع الماضية.
- التوسع في مجال التجزئة مع أكثر من 300 متجر في المملكة.

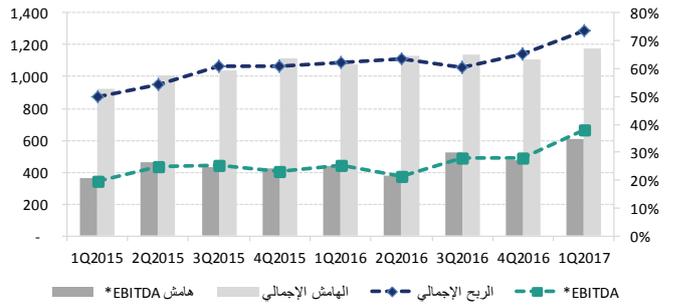
نتوقع أن تستمر استراتيجية الشركة والدوافع الحالية في تحقيق نمو الإيرادات بمعدل سنوي مركب قدره 6% للفترة ما بين 2016 - 2020، مما سيؤدي إلى بلوغ الإيرادات مستوى 8.6 مليار ريال. ومن المتوقع أن تشهد رسوم المكالمات الانتهاية الصوتية المزيد من الانخفاض، مما يعزز مستوى تنافسية الشركة. يجب مراقبة التغييرات المستمرة في مزيج الإيرادات كعامل خطر رئيسي. تهيمن شركة الاتصالات السعودية على أعلى حصة سوقية في قطاع الدفع بالأجل. يمكن لقوانين هيئة الاتصالات المقاومة لهيمنة الشركات على السوق أن تجبر شركة الاتصالات السعودية على التخلي عن بعض حصتها السوقية من خلال تخفيض جديد لرسوم المكالمات الانتهاية من قبل الهيئة. يدعم التركيز الحالي لشركة الاتصالات السعودية على قطاع الأعمال نظريتنا.

على الرغم من حصول الشركة على ترخيص موحد، إلا أننا لا نتوقع البدء بخدمات جديدة مثل الألياف البصرية أو خط الهاتف الأرضي خلال عامي 2017 و 2018 بسبب ضعف مركزها المالي. يمكن أن يبدأ الاستخدام الأفضل للترخيص الموحد في عام 2019 بعد الانتهاء من إعادة هيكلة رأس المال وبلوغ الحصة السوقية إلى مستوى أهداف الإدارة. يرتبط هذا الخطر مع شركة زين كونها آخر مقدم للخدمات الجديدة، ومع ذلك فإن معدل الانتشار لخدمة الألياف البصرية عند مستويات أدنى من 10% بنهاية عام 2016. في السنوات القليلة المقبلة، يمكن للإدارة الاستفادة من الشبكة الحالية لتوفير خدمات إنترنت بسرعة عالية بأسعار تنافسية من شأنها أن تقلل من أثر خدمة الألياف البصرية على الإيرادات وحصتها السوقية.

تحسين الهوامش

تمكنت زين خلال الخمس سنوات السابقة من تحقيق نمو في الإيرادات بمعدل نمو سنوي مركب بلغ 3% وخفضت تكلفة الخدمات بمعدل سنوي مركب بلغ 7% مما أدى إلى ارتفاع هامش الربح الإجمالي إلى مستوى 64% في عام 2016 مقارنة بمستوى 46% في عام 2012. أدت الإدارة الفعالة للتكاليف المتغيرة إلى النمو الكبير في الهامش الإجمالي. شهدت رسوم استخدام الشبكات الأخرى والتجوال والعمولات وغيرها انخفاضاً بمعدل سنوي مركب بلغ 11% للفترة ما بين 2012-2016، على أثر ذلك بلغت نسبة هذه التكاليف من الإيرادات مستوى 17% في عام 2016 منخفضة من مستوى 32% في عام 2012.

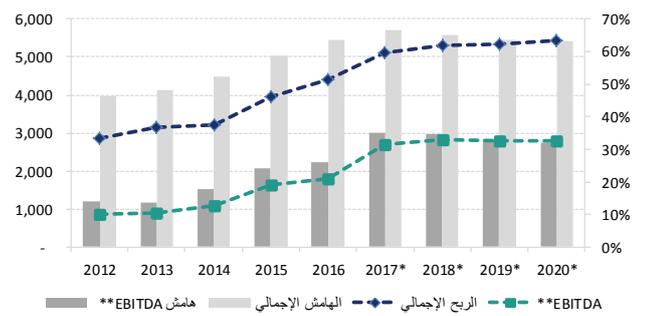
الشكل 16: الهامش الإجمالي وهامش *EBITDA عند أعلى مستوياتها (مليون)



المصدر: القوائم المالية للشركة

* الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك

الشكل 15: من المتوقع بقاء الهامش دون تغير يذكر (مليون)



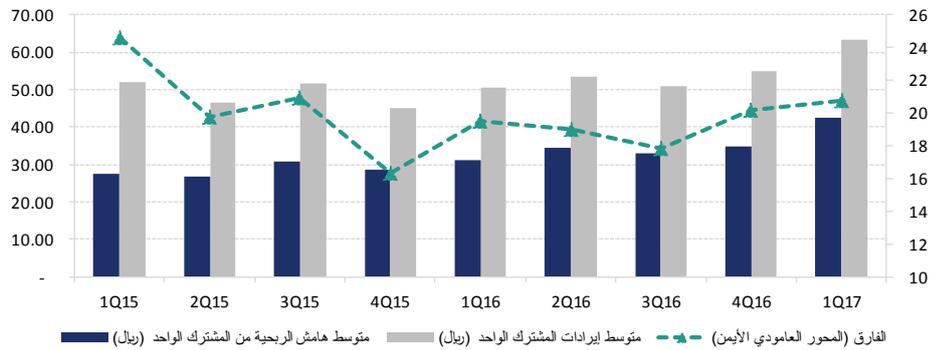
المصدر: القوائم المالية للشركة وتقديرات الرياض المالية

** الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك

* متوقعة

منذ الربع الأول من عام 2015 قامت هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات بخفض رسوم خدمة المكالمات الانتهاية الصوتية على شبكات الاتصالات المتنقلة بمقدار 60%، وهي أهم وسائل التحكم في شكل المنافسة في السوق، مما مكن الإدارة من تحسين الربحية ورفع الحصة السوقية من خلال التحكم بالتكلفة بشكل فعال لتسمح بتنفيذ استراتيجية الأسعار المنخفضة، لتكون منتجات زين أكثر تنافسية. نتيجة لذلك، أظهر هامش الربح الإجمالي تحسناً قوياً منذ الربع الأول من عام 2015 حتى الربع الأول من عام 2017، حيث ارتفع من مستوى 53% إلى 67%. مستقبلاً نتوقع أن يتراجع الهامش إلى مستوى 63% بحلول عام 2020.

الشكل 17: ارتفاع إيرادات المشترك الواحد مصحوباً بالسيطرة على التكاليف يدعم هامش ربحية المشترك الواحد (ريال)



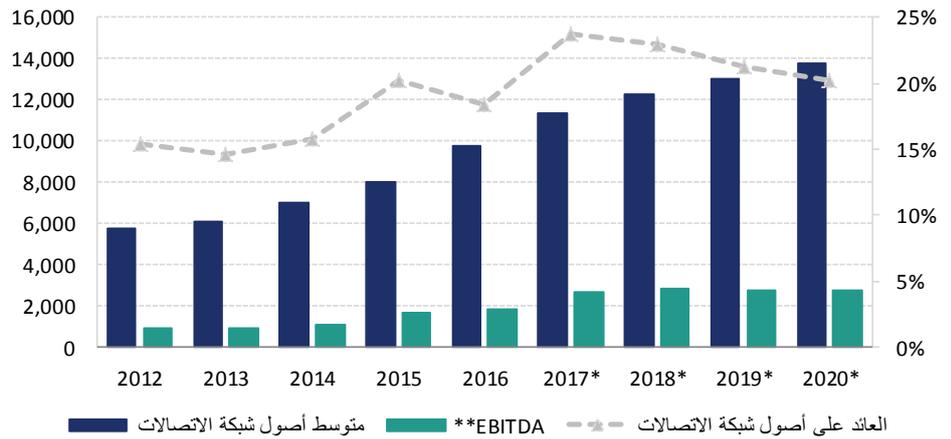
المصدر: القوائم المالية للشركة

خلال الأرباع التسعة الماضية ظلت قاعدة المشتركين تتراوح في نطاق معين بحد أدنى قدره 10.1 مليون مشترك (في الربع الأول من عام 2017) وبحد أقصى 12.4 مليون مشترك. نغزو الارتفاع الكبير في متوسط الإيرادات للمشارك خلال الربع الأول من عام 2017 إلى الانخفاض الحاد في قاعدة المشتركين على إثر عملية توثيق البصمة. نما متوسط الإيرادات للمشارك بمعدل متوسط قدره 3% على أساس ربعي خلال التسعة أرباع الماضية مما أدى إلى بلوغ متوسط هامش الربح للمشارك مستوى 42.6 ريال في الربع الأول من عام 2017، مضاعفاً بمقدار 1.55 مرة عن الربع الأول من 2015. لاحظنا خلال عام 2017 ارتفاع أسعار منتجات زين وتحول تركيز الإدارة من استراتيجية الأسعار المنخفضة إلى التركيز على تجربة العملاء من خلال تقديم خدمات عالية الجودة.

معدلات الربحية

منذ عام 2014 بدأت الشركة برفع مستوى الإنفاق الرأسمالي في ظل تحسن القدرة التمويلية للشركة. أدى ارتفاع إجمالي الإنفاق الرأسمالي ما بين الأعوام 2014 – 2016 إلى الحد من التحسن الكبير في صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك عند تحليل العائد على أصول شبكات الاتصالات كمقياس للربحية. شهدت أصول شبكات الاتصالات على مدى الخمسة أعوام السابقة نمواً بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 14% من أجل تغطية أفضل وجودة أفضل للخدمات بالإضافة إلى تعويض النمو المتسارع لاستخدام البيانات في المملكة. نتوقع تراجع وتيرة النمو في الفترة ما بين 2016 – 2017 في ظل بلوغ معدل الإنفاق الرأسمالي للإيرادات قيمته عند مستوى 42% في عام 2016 مقابل 22% في عام 2015 و11% في عام 2014. تشير تقديراتنا إلى بلوغ المعدل مستوى 13% في عام 2017 ليقى بعد ذلك ما بين مستوى 10% و13% خلال الأعوام الثلاثة التالية. نتيجة لذلك فإنه من المتوقع أن يبلغ العائد على أصول شبكات الاتصالات أعلى مستوياته في عام 2017 مرتفعاً من مستوى 16% إلى 24%، ليشهد بعد ذلك تراجعاً حتى يصل إلى 20% في عام 2020. من المتوقع أن يرتفع صافي الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك بمعدل سنوي مركب يبلغ 12% للفترة ما بين 2016 – 2020 مقارنة بمعدل مركب يبلغ 20% للخمسة أعوام السابقة.

الشكل 18: EBITDA** يدعم العائد على أصول شبكة الاتصالات (مليون)



**الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك

المصدر: القوائم المالية للشركة وتقديرات الرياض المالية

* متوقعة

التحول إلى الربحية

سجلت زين في الربع الأول من عام 2017 أول صافي دخل لها منذ التأسيس عند 45.5 مليون ريال على إثر ارتفاع مساهمة الإيرادات ذات الهوامش المرتفعة بشكل أساسي، حيث تضمنت الخطوط المفوترة وإيرادات البيانات. بدأ أثر برنامج ترشيد المصاريف، والذي يهدف بشكل رئيسي إلى خفض المصاريف غير المرتبطة بتوليد الإيرادات، في الظهور على الأداء المالي. نتوقع بأن سيناريوهات الخسارة قد أصبحت من الماضي مع توقعنا بأن تحقق الشركة صافي دخل قدره 209 مليون ريال للعام الحالي عند هامش صافي يبلغ 3%. كما نتوقع أن تعيد زين المفاوضات بشأن تمويلها مع المقرضين الرئيسيين من أجل الحصول على خفض لتكلفة الديون، مما سيكون له أثر كبير على صافي الدخل. من الجدير بالذكر، أنه من المتوقع أن تحمي مصاريف التمويل 83% من الدخل التشغيلي لعام 2017.

جدول 3: البيانات المالية الرئيسية لقائمة الدخل (مليون)

قائمة الدخل	2014	2015	2016	2017*	2018*	2019*	2020*
الإيرادات	6,170	6,741	6,927	7,689	8,150	8,394	8,646
الربح الجمالي	3,223	3,951	4,401	5,105	5,297	5,330	5,447
الدخل من العمليات	(534)	(141)	(55)	1,087	1,058	952	882
مصاريف التمويل	745	838	953	897	826	690	608
صافي الدخل	(1,270)	(972)	(980)	209	269	300	313

المصدر: تقارير الشركة

* متوقعة

التدفقات النقدية تدخل مستويات جديدة

عند النظر إلى التدفقات النقدية لشركة زين، لاحظنا نقطة تحول في العام 2015 حيث دخل صافي التدفقات النقدية التشغيلية مرحلة جديدة. بلغ صافي التدفقات النقدية التشغيلية في عام 2015 مستوى 1.6 مليار ريال مقارنة بـ 287 مليون ريال في عام 2014، ومقارنة بالتدفقات النقدية السلبية في عام 2012 عند مستوى 1.1 مليار ريال. عوض كل من الدخل التشغيلي المعدل وتحسن إدارة رأس المال العامل العبء الضخم لرسوم التمويل المدفوعة سنوياً.

جدول 4: البيانات المالية الرئيسية لقائمة التدفقات المالية

قائمة التدفقات المالية	2012	2013	2014	2015	2016
الدخل التشغيلي المعدل	975	975	1,077	1,716	1,830
التغيرات في رأس المال العامل	(1,595)	(220)	(267)	364	1,071
النقد من العمليات التشغيلية	(621)	755	810	2,080	2,901
مصاريف التمويل المدفوعة	(529)	(526)	(523)	(512)	(536)
صافي النقد من العمليات التشغيلية	(1,150)	229	287	1,568	2,365

المصدر: تقارير الشركة

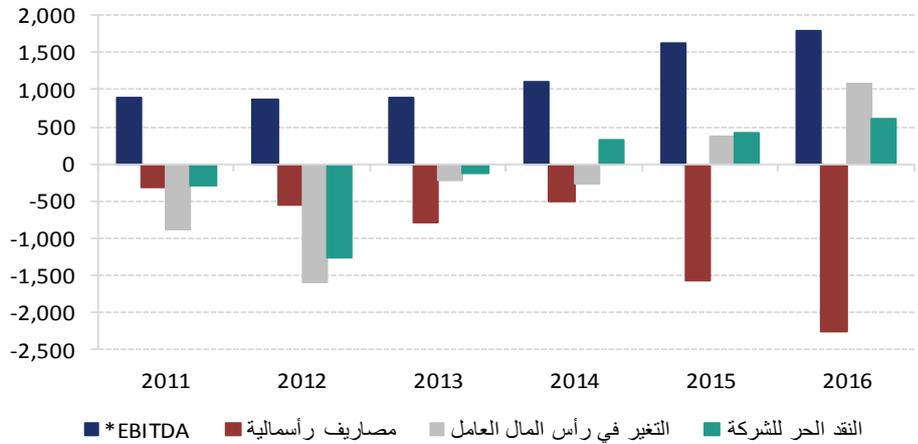
تسارعت وتيرة التقدم المستمر في عمليات الأعمال الأساسية للشركة. اجتماع التأثير الإيجابي لكل من ارتفاع الهوامش وتحول رأس المال العامل إلى مستويات إيجابية أدى إلى تعزيز عملية توليد التدفقات النقدية. في عام 2015، حققت الشركة هامش إجمالي عند مستوى 59% مقارنة بمستوى 52% ليوفر الدخل التشغيلي المعدل نقداً بقيمة 638 مليون ريال، بمعدل نمو يبلغ 59% على أساس سنوي.

لم تضر النفقات الرأسمالية الكبيرة رأس المال العامل، حيث اعتمدت الإدارة على علاقات أكبر مساهمها مع الموردين للشبكات والمعدات في عملية التفاوض على هيكلية الدفعات المطلوبة. كان لتأجيل الدفعات أثراً إيجابياً على رأس المال العامل بشكل أكبر من التدفقات النقدية الحقيقية الناتجة عن ارتفاع الإيرادات المؤجلة أو انخفاض الأرصدة المدينة ومستوى المخزون. ارتفعت مساهمة أرصدة المصاريف المستحقة المؤجلة كنسبة من إجمالي التدفقات النقدية إلى مستوى 56% في عام 2016 مقارنة بـ 18% في عام 2015. تجدر الإشارة إلى أن أرصدة المصاريف المستحقة مثلت 57% من صافي التغير الإيجابي في رأس المال العامل في عام 2015 و84% في عام 2016. على الرغم من ذلك، نتوقع أن تتخذ عملية تسديد أرصدة المصاريف المستحقة وتيرة جديدة مع التراجع في الإنفاق الرأسمالي.

رأس المال العامل عامل مهم لقيمة الشركة

تاريخياً، سجلت زين تدفقات نقدية حرة سلبية حتى عام 2014. يعود سبب تحولها للإيجابية بشكل كبير إلى تحسين الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك وإدارة رأس المال العامل بكفاءة. الخلاصة، إدارة رأس المال العامل تقوم بإنتاج قيمة مؤقتة لحملة الأسهم مع أثر إيجابي محتمل من خلال الحد من أثر انخفاض القيمة عند القيام بعملية مفاوضة الديون بأسهم.

الشكل 19: تحسن التدفق النقدي الحر للشركة (مليون)



المصدر: القوائم المالية للشركة

* الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك

التقييم والتوصية

تجاوز الأداء التشغيلي للشركة توقعاتنا من خلال تسجيل صافي ربح في الربع الأول بدلاً من صافي خسارة متوقعة. لقد قمنا بتحليل الدوافع التي أدت إلى الربحية، مما جعلنا نتوقع انتهاء مسلسل الخسائر لتكون من الماضي. في تقييمنا للشركة احتسبنا العائد الخالي من المخاطر باستخدام عائد السندات السيادية السعودية ذات استحقاق عشر سنوات والبالغ 3% ومعدل بيتا عند 1.25. تم احتساب معدل تكلفة الديون عند 7%، ليعكس تكلفة الدين المرتفعة للشركة. تم احتساب معدل النمو طويل الأمد عند 1%. قمنا بإضافة معدل خطورة خاص بالشركة يبلغ 5% لمعدل تكلفة حقوق الملكية وذلك للتحوط من عملية إعادة هيكلة رأس المال والتي قد ينتج عنها انخفاض لربحية السهم الواحد. باستخدام نسبة ديون لحقوق الملكية عند 19:81، تكون القيمة العادلة للسهم الواحد عند 13.69 ريال.

جدول 5: التقييم باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية

فرضيات (مليون ريال)			الافتراضات	
*2020	*2019	*2018		
882	952	1,058	الدخل من العمليات	العائد الخالي من المخاطرة 3%
1,899	1,828	1,759	مصاريف الإهلاك والاستهلاك	نسبة المخاطرة للاستثمار 12%
317	150	185	التغير في رأس المال العامل	بيتا 1.25
(1,124)	(1,049)	(1,182)	مصاريف رأس مالية	تكلفة حقوق الملكية 19%
1,974	1,880	1,821	التدفقات النقدية الحرة للشركة	تكلفة الديون 7%
1,514	1,576	1,667	التدفقات النقدية الحرة للشركة المخصصة	نسبة الديون من رأس المال 81%
		18,549	القيمة النهائية المخصصة	نسبة حقوق الملكية من رأس المال 19%
		23,305	قيمة الشركة	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال 9%
		14,388	صافي الديون	معدل النمو على المدى البعيد 1%
		7,989	قيمة حقوق الملكية	
		13.69	القيمة العادلة للسهم (ريال)	

المصدر: توقعات الرياض المالية

نوصي بالشراء عند سعر مستهدف يبلغ 14 ريال للسهم ليلعب بذلك العائد المتوقع مستوى 51.7%. في نموذج عملنا لم نقم باحتساب عملية بيع الأبراج وعملية إعادة هيكلة رأس المال المتوقعة والتي قد ينتج عنها انخفاض لربحية السهم الواحد، من الممكن أن تشمل إعادة الهيكلة عملية مفاوضة ديون بأسهم ورفع لرأس المال.

الجدول أدناه يمثل تحليل حساسية تغير السعر المستهدف لتغير المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ومعدل النمو على المدى البعيد.

جدول 6: تحليل حساسية تغير المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ومعدل النمو على المدى البعيد

معدل النمو على المدى البعيد	معدل النمو على المدى البعيد									
	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%
8.6%	13.50	14.33	15.21	16.12	17.09	18.11	19.19	20.33	21.53	22.81
8.8%	12.57	13.36	14.19	15.06	15.97	16.94	17.95	19.03	20.16	21.36
9.0%	11.68	12.43	13.22	14.04	14.91	15.82	16.79	17.80	18.87	20.00
9.2%	10.65	11.36	12.10	12.87	13.69	14.54	15.44	16.38	17.38	18.43
9.4%	10.02	10.70	11.41	12.16	12.94	13.76	14.62	15.53	16.48	17.49
9.6%	9.24	9.89	10.57	11.28	12.02	12.80	13.62	14.48	15.38	16.33
9.8%	8.49	9.11	9.76	10.44	11.15	11.89	12.67	13.48	14.34	15.23
10.0%	7.78	8.37	8.99	9.64	10.31	11.02	11.76	12.53	13.34	14.19

المصدر: الرياض المالية

يجدر الإحاطة بأننا قد نراجع توصيتنا بالشراء والسعر المستهدف في المستقبل وذلك بعد إعلان الشركة عن خططها لإعادة هيكلة رأس المال. نحن متفائلون حيال عملية إعادة هيكلة رأس المال، حيث تهدف إدارة الشركة إلى خفض عبء الديون والذي من شأنه أن يحسن مركز الشركة المالي وتنمية صافي الدخل.

ملخص القوائم المالية

جدول 7: مختصر للقوائم المالية

*2020	*2019	*2018	*2017	2016	النسب المالية النمو (مقارنة بالعام الماضي)
%3.0	%3.0	%6.0	%11.0	%2.7	الإيرادات
%2.2	%0.6	%3.8	%16.0	%11.4	الدخل الإجمالي
%0.0	-%1.3	%4.5	%50.2	%10.2	**EBITDA
-%7.3	-%10.0	-%2.7	-	-	دخل العمليات
-%11.9	-%16.5	-%7.9	-%5.9	%13.7	مصاريف التمويل
%4.6	%11.5	%28.5	-	-	صافي الدخل
الربحية					
x0.57	x0.52	x0.48	x0.43	x0.37	الإيرادات على الأصول (مرة)
%2.1	%1.9	%1.6	%1.2	-%5.2	العائد على رأس المال المستثمر
%6.9	%7.1	%6.9	%5.7	-%24.1	العائد على متوسط حقوق الملكية
%32.2	%33.1	%34.6	%35.1	%25.9	هامش **EBITDA
%3.6	%3.6	%3.3	%2.7	-%14.1	هامش الصافي
0.8x	1.5x	2.2x	2.9x	5.1x	صافي الديون على **EBITDA
أخرى					
x6.2	x6.7	x7.0	x7.7	x11.3	قيمة المنشأة/EBITDA
x1.1	x1.2	x1.2	x1.2	x1.1	قيمة المنشأة/رأس المال المستثمر
%11	%10	%9	%7	%3	النقد الحر/قيمة المنشأة
0.54	0.51	0.46	0.36	(1.68)	ربحية السهم (ريال)
x17.3	x18.0	x20.1	x25.9	-	مكرر الربحية
x1.2	x1.2	x1.3	x1.4	x1.5	مكرر القيمة الدفترية

*2020	*2019	*2018	*2017	2016	2015	قائمة الدخل (مليون ريال)
8,646	8,394	8,150	7,689	6,927	6,741	الإيرادات
3,199	3,064	2,852	2,583	2,526	2,790	تكلفة الخدمات
5,447	5,330	5,297	5,105	4,401	3,951	الدخل الإجمالي
2,412	2,304	2,241	2,176	2,366	2,047	مصاريف توزيع وتسويق
253	246	239	234	240	275	مصاريف عمومية وإدارية
2,781	2,780	2,817	2,696	1,795	1,629	**EBITDA
1,899	1,828	1,759	1,609	1,850	1,770	مصاريف استهلاك وإطفاء
882	952	1,058	1,087	(55)	(141)	الدخل التشغيلي
608	690	826	897	953	838	مصاريف تمويل
313	300	269	209	(980)	(972)	صافي الدخل
0.54	0.51	0.46	0.36	(1.68)	(1.67)	ربحية السهم (ريال)

*2020	*2019	*2018	*2017	*2016	2015	قائمة المركز المالي (مليون ريال)
الموجودات						
642	501	467	559	919	1,378	نقدية وشبه النقدية
833	909	1,025	1,089	1,109	1,093	ذمم مدينة، صافي
49	58	44	84	42	104	مخزون، صافي
868	838	893	886	1,243	1,521	مصاريف متفرعة مقدماً وأخرى
2,393	2,306	2,428	2,617	3,312	4,096	موجودات متداولة
5,906	6,359	6,768	6,971	7,006	5,007	ممتلكات ومعدات، صافي
14,962	15,284	15,654	16,028	16,196	16,813	موجودات غير ملموسة، صافي
86	84	81	77	96	132	موجودات غير متداولة
20,954	21,727	22,504	23,077	23,298	21,952	موجودات متداولة
23,347	24,034	24,932	25,694	26,611	26,048	إجمالي الموجودات
المطلوبات و حقوق المساهمين						
1,000	1,000	1,000	1,000	1,797	2,450	قروض قصيرة الأجل
519	504	489	461	450	330	أوراق دفع
482	385	516	661	714	286	ذمم دائنة
5	5	4	4	3	3	مستحق إلى أطراف ذات علاقة
605	588	570	538	529	732	إيرادات مؤجلة
2,506	2,538	2,605	2,657	3,147	2,698	مصاريف مستحقة وأخرى
5,116	5,019	5,184	5,321	6,640	6,498	مطلوبات متداولة
1,985	3,785	5,585	7,371	8,245	8,616	قروض طويلة الأجل
6,991	6,474	5,885	5,255	4,569	3,967	دفعات مقدّمة من مساهمين
1,211	1,125	1,042	961	885	835	مستحق أطراف ذات علاقة
3,286	3,190	3,097	2,922	2,619	1,508	مطلوبات غير متداولة
0	0	0	0	4	7	مشتقات أدوات مالية
86	84	81	77	74	66	مخصص نهاية خدمة
13,560	14,658	15,691	16,585	16,396	14,998	مطلوبات غير متداولة
18,677	19,677	20,875	21,906	23,036	21,497	إجمالي المطلوبات
5,837	5,837	5,837	5,837	5,837	5,837	رأس المال
0	0	0	0	-4	-7	احتياطي تحوط
-1,167	-1,481	-1,780	-2,049	-2,258	-1,278	عجز متراكم
4,670	4,357	4,057	3,788	3,575	4,552	إجمالي حقوق المساهمين
23,347	24,034	24,932	25,694	26,611	26,048	إجمالي المطلوبات و حقوق المساهمين

** الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك

المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

* تقديرات



تصنيف السهم

غير مُصنّف	بيع	حياد	شراء
تحت المراجعة/ مقيد	إجمالي العوائد المتوقعة اقل من - 15%	إجمالي العوائد المتوقعة بين +15% و - 15%	إجمالي العوائد المتوقعة أكبر من +15%

*تعتبر نسب العوائد تقديرية، حيث تعتمد التوصيات على عوامل أخرى أيضاً

لإبداء أي ملحوظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال research@riyadcapital.com

بيان إخلاء المسؤولية

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنه موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة ، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية. وبناء عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، و/أو عدالة ، و/أو اكتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، و لن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء ، ومسؤولين، و موظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو احد أو أكثر من الشركات التابعة او عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير.

الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء او التنبؤات او التوقعات واردة في هذا التقرير، و ما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي.

القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و / أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشرا للأداء المستقبلي. وفقا لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل.

هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف ، وأهداف ، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ . قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظرا لان الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائما لجميع الأشخاص .

لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كليا أو جزئيا، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.