

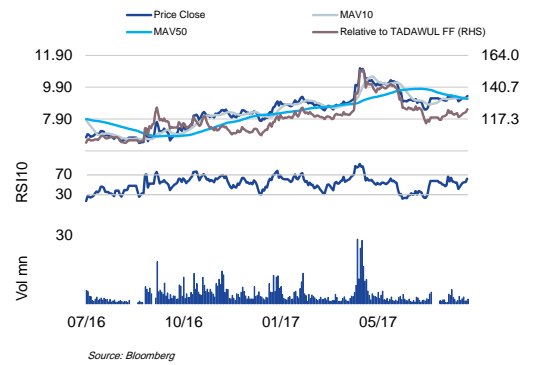


إدارة البحوث
بريتيش ديفاسي

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

السعر المستهدف 9.00
السعر الحالي 8.82
2% أعلى من الحالي
بتاريخ 2017/7/30

الأداء



الأرباح

(SARmn)	2016	2017	2018
Revenue	6926.7	7550.1	7776.6
Gross Profit	4400.7	5088.7	5272.5
EBITDA	1795.0	2661.4	2830.7
EBITDA margin	25.9%	35.3%	36.4%
Net profit	-980	154	170
EPS (SAR)	nm	0.26	0.29

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

شركة زين السعودية تصنيف محايد : نتائج أقل من التوقعات. خفضنا سعر السهم المستهدف إلى 9 ريالات

أعلنت شركة زين السعودية عن تحقيق صافي ربح بلغ 8 مليون ريال للربع الثاني 2017 ، مقارنة بتقديرنا التي بلغت 30 مليون ريال ، ومتوسط تقديرات المحللين الذي بلغ 37 مليون ريال. وجاءت الإيرادات أيضا أقل من توقعاتنا بسبب انخفاض النشاط في رمضان ، بينما كنا قد توقعنا أن تؤدي مكاسب الشركة في حصتها في السوق ، إلى التعويض عن هذا الانخفاض الموسمي. ورغمنا عن أننا نعتقد أنه سيكون من غير المعقول توقع أن تظهر الشركة تحسنا ربعيا مستمرا في أداؤها نظرا لبيئة السوق الضعيفة ككل ، حيث يشهد حجم السوق الكلي اضمحلالا، فان انخفاض إيرادات الشركة مقارنة بإيرادات موبايلي غير المتغيرة ، يعتبر جديرا بالملاحظة. ومع ذلك ، فقد أجرينا تقديرات على أساس تحقيق زين لمكاسب تدريجية في حصة السوق خلال أرباع السنة القادمة مع الأخذ في الاعتبار اتجاه العملاء للمنتجات الأقل تكلفة ومحظية منتجات الشركة، والتي نعتقد أنها هي الأفضل من حيث القيمة في المملكة. واستنادا إلى طريقة تقييمنا القائمة على نموذج التدفق النقدي المخصص ، فقد توصلنا إلى سعر مستهدف لسهم الشركة يبلغ 9.0 ريالات كما استمرينا في تصنيفنا للمحايد للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها. وترتبط مخاطر انخفاض سعر السهم ، بالمكاسب الأقل من التوقعات في حصة الشركة في السوق، والأنظمة غير المواتية للشركة ، والانخفاض بأكثر من التوقعات حجم السوق الكلي. أما مخاطر ارتفاع سعر السهم ، فإنها ترتبط ببيع الأبراج مما يحقق زيادة في القيمة ، والنتائج الإيجابية من الزكاة/ الدعاوى القانونية الأخرى.

• الأداء المالي في الربع الثاني : ارتفعت الإيرادات بنسبة 8% على أساس سنوي ، و الربح الاجمالي

بنسبة 13% ، بينما ارتفع الربح قبل خصم الفائدة و الضرائب والاستهلاك والإطفاء EBITDA بنسبة 70%. وعلى أساس ربعي، فقد انخفضت الإيرادات ، والربح الاجمالي و EBITDA ، بنسبة تراوحت بين 3-5% ويعزى ذلك أساسا إلى موسمية النشاط في شهر رمضان المبارك ، والعطلات الصيفية. والجدير بالذكر أن الأداء على أساس ربعي كان أقل من أداء إيرادات موبايلي التي لم تشهد تغيرا في الربع الثاني. إننا لا نعتقد حتى الآن أن ذلك يعتبر سببا يمثل هاجسا رئيسيا ، إذ أننا نتوقع أن تؤدي بيئة السوق الضعيفة بشكل عام ، إلى تحول العملاء إلى المنتجات الأقل سعرا ، ومن شأن ذلك ، مقرونًا بمحظية منتجات زين ، أن يساعد بدوره شركة زين السعودية في تحقيق ارتفاع تدريجي في حصتها في السوق. وقد انخفضت تكاليف التشغيل الكلية ، إذ أدى الانخفاض في المصروفات العمومية والإدارية ، إلى التعويض عن الارتفاع في تكاليف التسويق. وكان العجز التراكمي الذي بلغ 2.2 مليار ريال ، يمثل نسبة 38% من حصة الشركة في السوق ، وعليه فإننا نعتقد أنه سيكون لزاما على الشركة البقاء في دائرة الربحية. إن أهمية العجز تشير ضمنا إلى أن بيع أي برج من أبراج الشركة ، يجب موازنته بشكل دقيق إذ أنه من المحتمل أن ينتج عن ذلك تكاليف استئجار مرتفعة للبرج (أعلى من التكاليف التشغيلية للبرج) رغما عن تكاليف الفائدة المنخفضة. وبناء عليه ، فإن بيع برج من الأبراج ، ربما لا يكون أمرا إيجابيا دائما ويعتمد ذلك تقييم الأبراج التي يتم بيعها.

• التقييم : قمنا بخفض سعرنا المستهدف لسهم الشركة إلى 9 ريالات (مما يشير ضمنا إلى قيمة

شركة / EBITDA 2018 تبلغ 8.6 مرة) بناء على طريقتنا تقييمنا القائمة على التدفق النقدي المخصص. وتشير تقديرنا إلى معدل نمو سنوي مركب يبلغ 4.5% للإيرادات حتى 2020 ، وإلى ارتفاع في هامش EBITDA إلى 37.5% بحلول 2020. هذا ، وقد استخدمنا متوسطا مرجحا لتكلفة رأس المال يبلغ 7.2% ، يرتفع إلى 9.2% بحلول السنة النهائية تبعا لانخفاض الدين.

شكل 1: نتائج زين للربع الثاني 2017

(SARmn)	2Q16	1Q17	2Q17	y-o-y	q-o-q	ARCe	vs ARCe
Revenue	1727	1919	1865	8.0%	-2.8%	1948	-4.3%
Gross profit	1113	1291	1259	13.1%	-2.5%	1305	-3.5%
EBITDA	372	665	632	69.8%	-4.9%	660	-4.3%
EBITDA margin	21.5%	34.6%	33.9%			33.9%	
Net profit	-329	45	8	-102.4%	-82.4%	30	-73.5%

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.



الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

إخلاء 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، كليا أو جزئيا، 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 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 عرضا 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 أساسا. 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 تنتج، 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 كليا أو جزئيا بأي شكل أو بأي وسيلة. كما بواعي أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقوما 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 مخالفا 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 الملتزمة 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 مطبقا للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلا 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