

هل ستظل زين السعودية تحقق أرباحاً بعد إعادة الهيكلة؟

انتشر تأثير جائحة فيروس كورونا إلى العالم أجمع وأضر بالعديد من القطاعات. وتأثرت شركة زين كغيرها من الشركات سلباً من خلال تأثير إيراداتها التي انخفضت بسبب الوباء كما خسرت جزء من قاعدة مشتركيها. بالإضافة إلى ذلك، واجهت الشركة مشاكل خاصة بها مثل الديون المرتفعة، والتي حاولت الشركة تصحيحها من خلال إعادة جدولة ديونها وإعادة هيكلة رأس مالها.

تحتاج إلى مزيد من الوقت

نعتقد أن شركة زين بحاجة إلى مزيد من الوقت للعودة إلى تحقيق ربحية مستدامة. ما تم القيام به قد يخفف من تأثير الجائحة على قوائمها المالية حيث تراهن الشركة على عائدات شبكة الجيل الخامس لزيادة النمو. نعتقد أن الشركة ستعود على الأرجح إلى الخسائر في عام 2021 حيث ينتهي الجزء الأخير من عكس مخصصات الرسوم الحكومية في عام 2020.

نتوقع عودة الشركة إلى خسائر العام المقبل، وفقاً للظروف الحالية لجائحة كوفيد-19 وقراءتنا لوضع الشركة. وذلك على الرغم من التوفير في التكاليف بنحو 215 مليون ريال سنوياً الناتج عن عملية إعادة الهيكلة وإعادة جدولة ديون الشركة، وفقاً لإدارة الشركة.

السعر المستهدف عند 12.00 ريال

لقد قمنا بوضع السهم قيد المراجعة بسبب عملية إعادة هيكلة رأس المال وتقييم التأثير على شركة زين مع نهاية عكس مخصصات الرسوم الحكومية. نوصي بالحياد لسهم شركة زين عند سعر مستهدف يبلغ 12.00 ريال.

القوائم المالية والتوقعات

	*2022	*2021	*2020	2019
قائمة الدخل (مليون ريال)				
الإيرادات	8,064	7,896	7,756	8,386
الدخل الإجمالي	5,484	5,409	5,805	5,969
EBITDA	2,906	2,864	3,662	3,823
الدخل التشغيلي	807	821	1,509	1,511
صافي الدخل	(170)	(246)	364	485
النسب الرئيسية				
الهامش الإجمالي	%68	%69	%75	%71
الهامش التشغيلي	%10	%10	%19	%18
هامش EBITDA**	%36	%36	%47	%46
الهامش الصافي	(%2)	(%3)	%5	%6

* متوقع

** الدخل قبل المصروفات البنكية والزيادة والإهلاك والاستهلاك

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة

التوصية
السعر المستهدف خلال 12 شهر
حياد
12.00 ريال

السعر في 06 ديسمبر 2020 (ريال)
العائد المتوقع لسعر السهم
عائد الأرباح الموزعة
إجمالي العوائد المتوقعة

12.96
(%7.4)
%0.0
(%7.4)

بيانات السوق

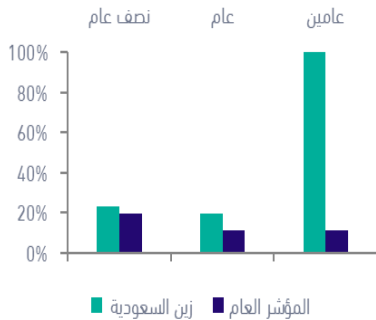
أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً (ريال)
القيمة السوقية (مليون ريال)
الأسهم المتداولة (مليون سهم)
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهر)
رمز بلومبيرغ

8.5/15.2
11,648
899
%78.59
6,334,557
ZAINKSA AB

أداء السهم السنوي



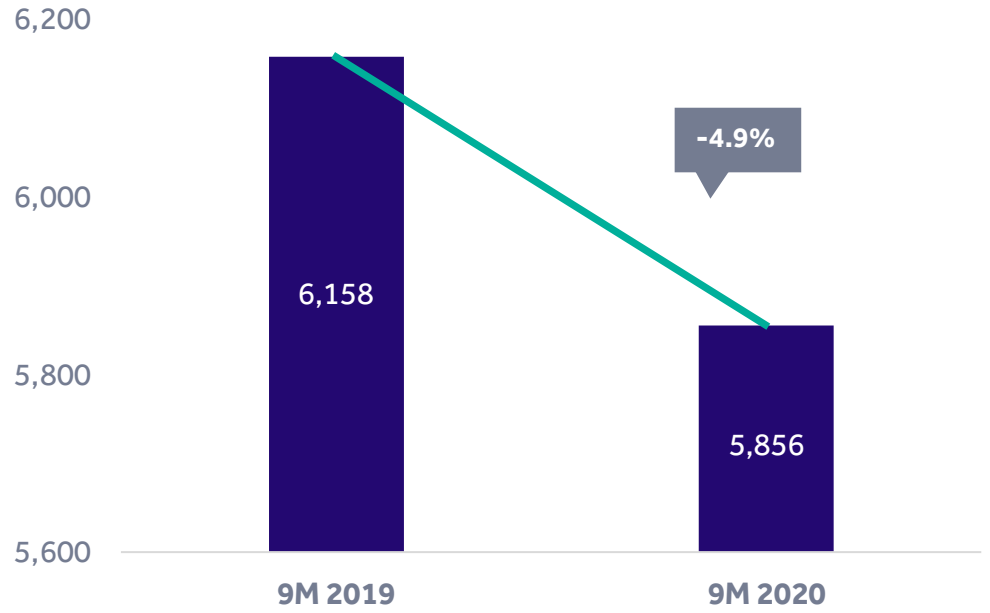
المصدر: بلومبيرغ



انخفاض في الإيرادات وتراجع في قاعدة المشتركين

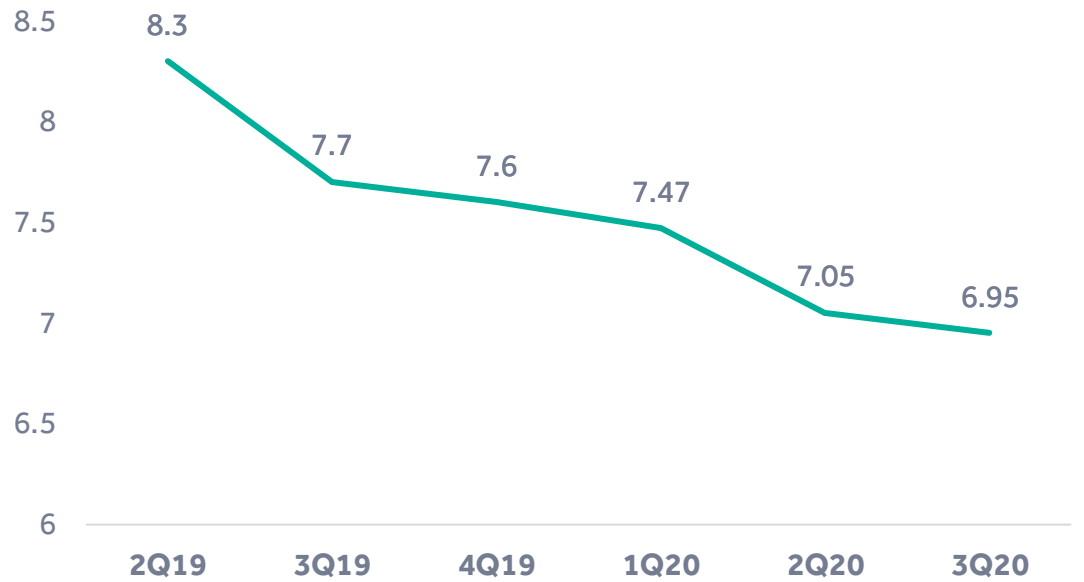
للفترة المنتهية في شهر سبتمبر 2020، سجلت زين السعودية انخفاضاً في إيراداتها كما كان متوقعاً. حيث انخفضت الإيرادات لفترة التسعة أشهر بنسبة 4.9% لتصل إلى 5.9 مليار ريال مقارنة بـ 6.2 مليار ريال في العام السابق. تأثرت الإيرادات بالجائحة مما أدى إلى الحد الأدنى من الزوار إما للعمل أو العمرة وقصر فريضة الحج على حجاج الداخل. كما كان هناك تخفيض لرسوم الاتصال البيني. والجدير بالذكر أن قاعدة المشتركين أخذت في الانخفاض قبل وأثناء انتشار الجائحة، حيث غادر العديد من الأجانب البلاد، والذين يشكلون نسبة كبيرة من المشتركين في زين مقارنة بالمشغلين الآخرين.

شكل 1: انخفاض الإيرادات بنسبة 4.9% على أساس سنوي (مليون ريال)



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

شكل 2: قاعدة المشتركين في هبوط (مليون)

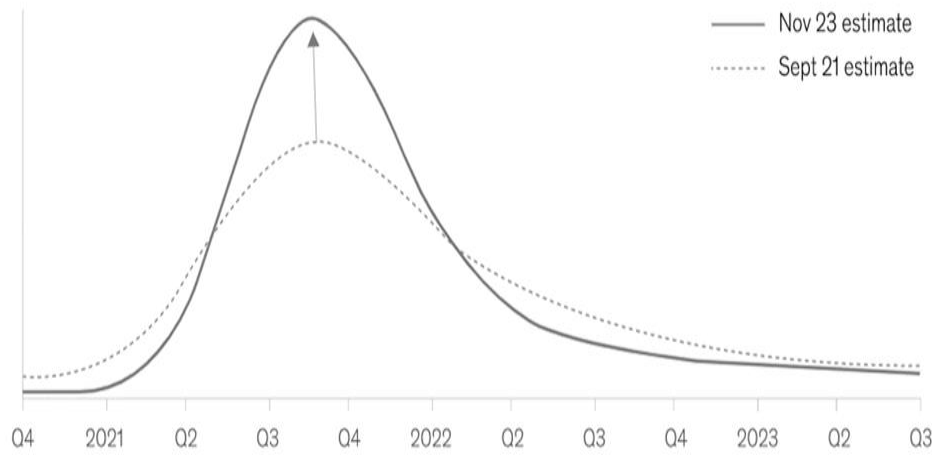


المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

يبدو أن الشركة تراهن على إطلاق هواتف تدعم شبكة الجيل الخامس لتعزيز الإيرادات، لكننا نعتقد بأن ذلك لن يكون له تأثير كبير على الإيرادات على المدى القصير بالنظر إلى جائحة كوفيد-19. فقد تحول المستهلكون إلى اتصالات النطاق العريض الثابتة كما انخفض إنفاق المستهلكين بسبب التباطؤ الاقتصادي. كما تمتلك الشركة أيضًا نسبة عالية من عملاء الدفع المسبق وكانت عرضة بشكل خاص لخفض الإنفاق.

وفقًا للتوقعات التي نشرتها شركة ماكنزي حول نهاية الجائحة، فإن التطورات الأخيرة تعمل بشكل أساسي على تقليل حالة عدم اليقين بشأن الجدول الزمني الموضح في الشكل رقم أدناه. تعني القراءات الإيجابية من تجارب اللقاح أن الولايات المتحدة ستصل على الأرجح إلى نهاية الجائحة (مناعة القطيع) في الربع الثالث أو الربع الرابع من عام 2021.

شكل 3: نهاية جائحة كوفيد-19

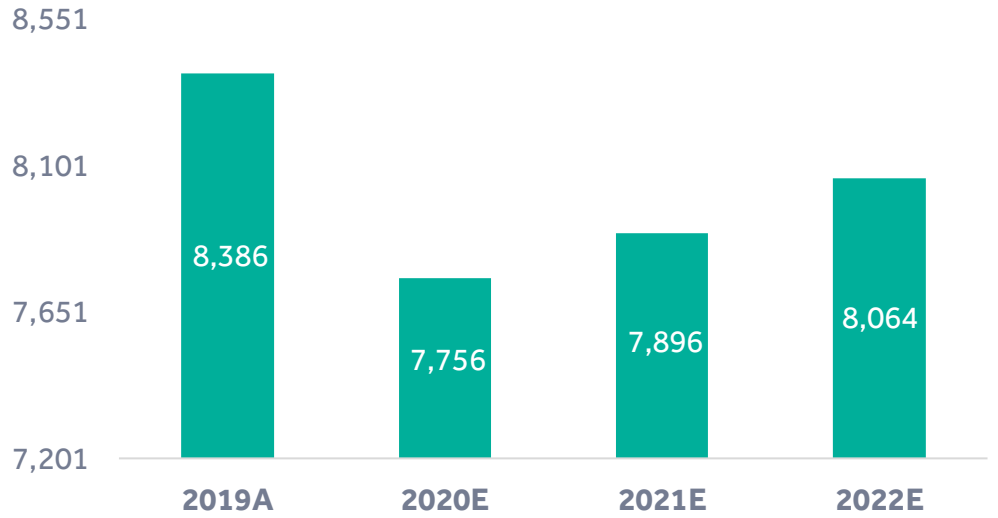


المصدر: ماكنزي

سوف تستغرق الإيرادات وقتًا للعودة إلى المستويات السابقة

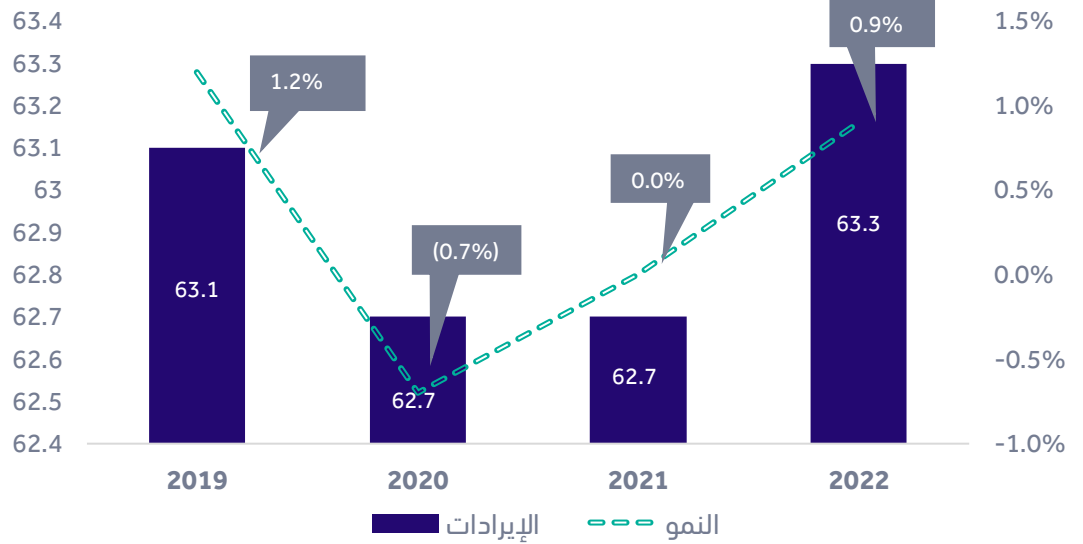
نعتقد أن زين لن تتمكن من العودة إلى مستويات عام 2019 حتى العام 2022، عندما كانت الإيرادات تصل إلى 8 مليار ريال. نظرًا لتأثرها بجائحة كوفيد-19، فإن توقعاتنا تتطابق مع توقعات GSMA رابطة مشغلي الهواتف النقالة العالمية والتي تشير إلى عودة نمو الإيرادات الإيجابي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بحلول عام 2022. نتوقع أن تصل إيرادات الشركة إلى 7,756 مليون ريال و 7,896 مليون ريال و 8,064 مليون ريال للأعوام 2020 و 2021 و 2022 على التوالي.

شكل4: تحتاج الإيرادات بعض الوقت لتعود لمستوياتها (مليون ريال)



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

شكل5: تأثير كوفيد-19 على إيرادات مشغلي منطقة المينا (مليار دولار)

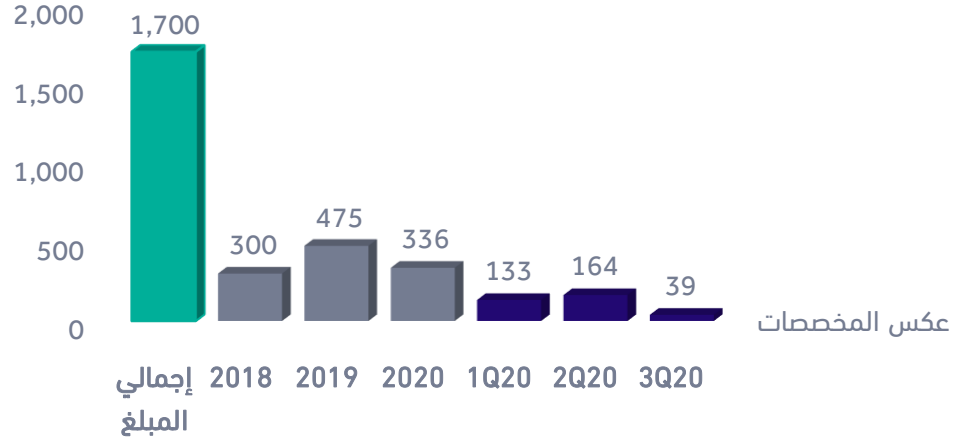


المصدر: رابطة مشغلي الهواتف النقالة العالمية

الجزء الأخير من عكس مخصصات الرسوم الحكومية في هذا العام

يعتبر عام 2020 هو العام الأخير في عكس مخصصات الرسوم الحكومية، حيث تبقى 925 مليون ريال بنهاية عام 2019، وكان هذا الانعكاس داعمًا للهوامش طوال الفترة من 2018 إلى العام الحالي 2020، حيث استردت الشركة 336 مليون ريال خلال هذا العام حتى الآن. حيث بلغ الرصيد غير المحصل 589 مليون ريال. لذلك، من المتوقع أن تعود الهوامش إلى مستويات عام 2017 في العام المقبل.

شكل6: عكس المخصصات خلال الأعوام (مليون ريال)

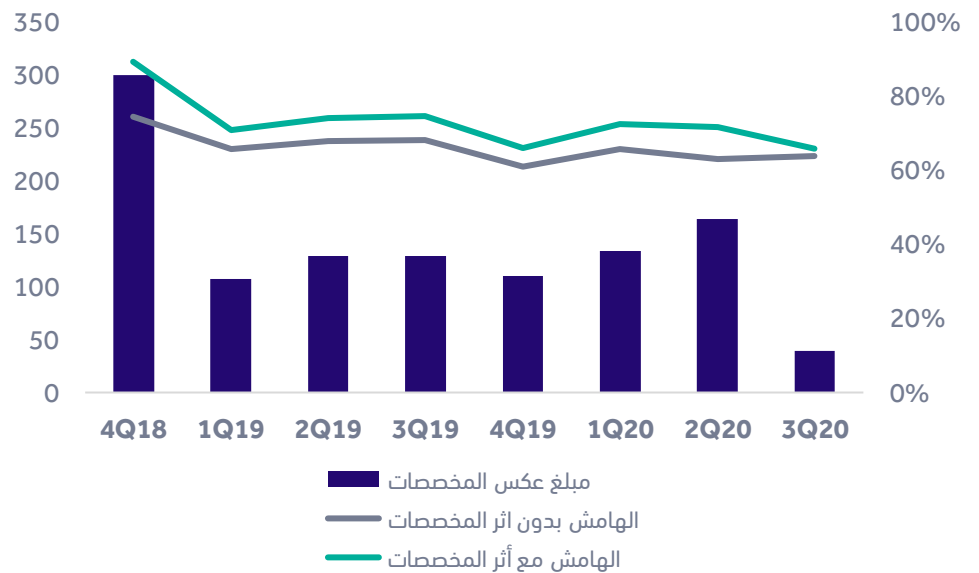


المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

هامش إجمالي أعلى بسبب عكس المخصصات

ليس هناك شك في أن المخصصات أثرت بشكل إيجابي على الهوامش. حيث ارتفع الهامش في المتوسط بنسبة 7% عن عام 2017 والمستويات السابقة كما هو موضح في الرسم البياني أدناه.

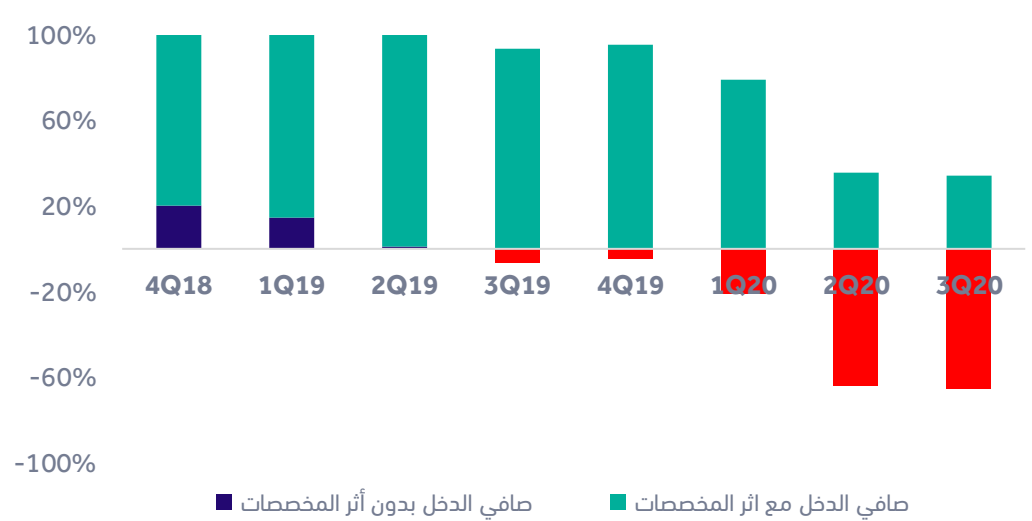
شكل7: تأثير عكس المخصصات على الهامش الإجمالي (مليون ريال)



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

سجلت زين انخفاضاً في صافي الدخل نسبته 41% على أساس سنوي للفترة المنتهية في شهر سبتمبر 2020. وحققت صافي الدخل لفترة التسعة أشهر بلغ 224 مليون ريال مقارنة بـ 380 مليون ريال العام السابق. تأثرت النتائج بشكل إيجابي من خلال عكس المخصصات، حيث كانت الشركة ستعود للخسائر في حالة عدم وجود مخصصات. يوضح الشكل التوضيحي التالي أيضاً تأثير المخصصات على ربحية الشركة.

شكل 8: صافي خسارة بعدم احتساب عكس المخصصات (مليون ريال)



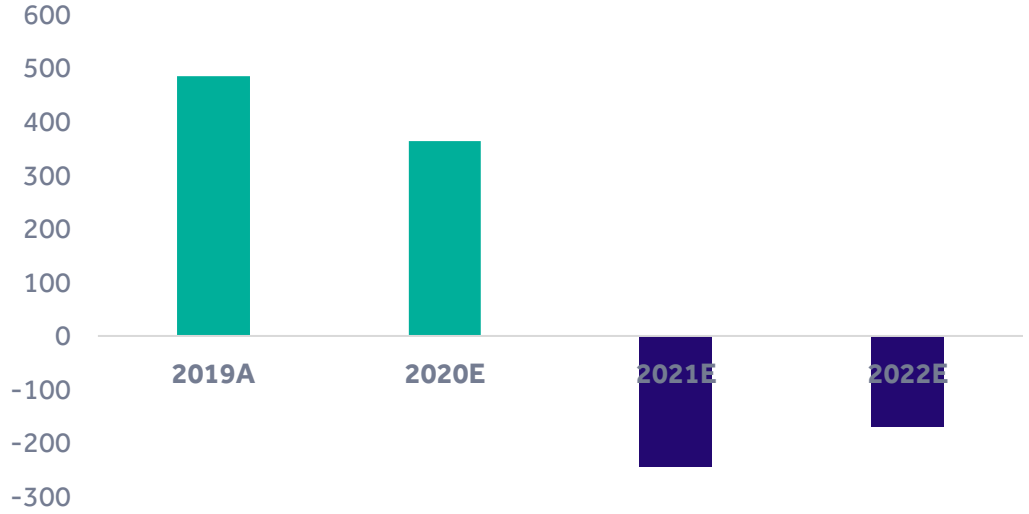
المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

الأعمدة الحمراء تعني صافي خسارة بدون عكس المخصصات

بالنظر إلى الانخفاض المتوقع في الإيرادات من مستويات ما قبل الجائحة وبما أن العام الحالي هو الأخير في عملية عكس المخصصات للشركة، نتوقع عودة الشركة إلى خسائر العام المقبل، وفقاً للظروف الحالية لجائحة كوفيد-19 وقراءتنا لوضع الشركة. وذلك على الرغم من التوفير في التكاليف بنحو 215 مليون ريال سنوياً الناتج عن عملية إعادة الهيكلة وإعادة جدولة ديون الشركة، وفقاً لإدارة الشركة.

نتوقع أن يصل صافي الدخل إلى 364 مليون ريال في عام 2020 ولكن نتوقع بعد ذلك صافي خسارة قدرها (246) مليون ريال و (170) مليون ريال لعامي 2021 و 2022 على التوالي.

شكل 9: العودة للخسائر خلال عامي 2021 و2022 (مليون ريال)



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

تتمثل الإستراتيجية القادمة للشركة في تخفيض ديونها بعد إنفاقها على الاستثمارات الرأسمالية، حيث أشارت إلى أن النفقات الرأسمالية إلى الإيرادات للسنوات القادمة ستكون في حدود 15% إلى 18%. وكانت قد بلغت مستويات 26% و 23% في عامي 2018 و 2019.

إعادة هيكلة رأس المال

تم الانتهاء من إعادة هيكلة رأس مال شركة زين السعودية حيث خفضت الشركة رأس مالها أولًا 4.487 مليار ريال من 5.837 مليار ريال، وهو ما يمثل انخفاضًا في رأس المال بنسبة 23% تقريبًا بإلغاء 135 مليون سهم عادي للشركة بقيمة اسمية 10 ريال لكل سهم. كان الغرض من تخفيض رأس المال هو شطب الخسائر المتراكمة البالغة 1.444 مليار ريال.

بعد ذلك، قامت الشركة بزيادة رأس مالها من خلال إصدار حقوق أولوية بقيمة 4.5 مليار ريال، ليصل رأس المال إلى 8.987 مليار ريال. وعليه فقد بلغ عدد الأسهم 898.73 مليون سهم. ستعمل إعادة هيكلة رأس المال على تحسين الأداء المالي ونسب الرافعة المالية للشركة.

تخفيض رأس المال

كما خفضت الشركة رأس مالها من 5.837 مليار ريال إلى 4.487 مليار ريال، بانخفاض بنسبة 23% ، وبذلك انخفض عدد الأسهم من 583.73 مليون سهم إلى 448.73 مليون سهم. أي أن معدل التخفيض كان بمعدل سهم واحد لكل 4.4 سهم.

جاء قرار الإدارة بإعادة هيكلة رأس المال في ضوء التحسن المستمر في عمليات الشركة وقدرتها على تقليل خسائرها المتراكمة كما هو مبين في الجدول أدناه.

جدول 1: الخسائر المتراكمة خلال الأعوام

نسبة الخسائر من رأس المال	الخسائر المتراكمة	رأس المال	بألاف الريالات السعودية
%49	5,270,166	10,801,000	الرصيد كما في 31 ديسمبر 2014
%22	1,278,407	5,837,292	الرصيد كما في 31 ديسمبر 2015
%39	2,274,492	5,837,292	الرصيد كما في 31 ديسمبر 2016
%39	2,262,953	5,837,292	الرصيد كما في 31 ديسمبر 2017
%31	1,800,156	5,837,292	الرصيد كما في 31 ديسمبر 2018
%28	1,608,126	5,837,292	الرصيد كما في 31 ديسمبر 2019
%25	1,444,297	5,837,292	الرصيد كما في 30 يونيو 2020
%2	94,297	4,487,292	الرصيد بعد تخفيض رأس المال

المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

أسباب الخسائر

- ظروف السوق الصعبة في قطاع الاتصالات.
- ارتفاع مستويات الديون مما أدى إلى ارتفاع المصاريف التمويلية في قائمة الدخل لتبلغ 421 مليون ريال كما في 30 يونيو 2020.
- ارتفاع مصاريف الإطفاء والبالغة 517 مليون ريال نتيجة لارتفاع رسوم الترخيص التي دفعتها الشركة للحصول على الترخيص. على الرغم من تخفيض مبلغ الإطفاء بعد التمديد في فترة الترخيص.

تحتاج إلى تقليل رأس المال

- إطفاء معظم الخسائر المتراكمة للشركة البالغة 1.444 مليار ريال والتي تمثل ما نسبته 24.7% من رأس المال.
- إعادة هيكلة رأس المال.

إصدار الحقوق

بعد تخفيض رأس المال، قامت الشركة بزيادة رأس مالها من 4.487 مليار ريال إلى 8,987 مليار ريال عن طريق إصدار حقوق أولوية بقيمة إجمالية تبلغ 4.5 مليار ريال. سيتم استخدام مبلغ 2.768 مليار ريال لسداد جزء من تسهيلات المرابحة، بينما سيتم استخدام 1.667 مليار ريال لرسملة جزء من تمويل الأطراف ذات العلاقة (زين الكويت).

جدول 2: تفاصيل متحصلات حقوق الأولوية

النسبة من الإجمالي	المبلغ بالمليون ريال	
%37.0	1,667	رسملة جزء من المبالغ المستحقة على الشركة لصالح زين الكويت
%61.5	2,768	تسديد جزء من تسهيلات المرابحة
%1.4	65	مصاريف الاكتتاب
%100	4,500	مجموع المتحصلات

المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

بلغ إجمالي عدد الأسهم المطروحة للاكتتاب 450 مليون سهم. بالإضافة إلى ذلك، تم تصنيف حقوق الأولوية المطروحة للاكتتاب إلى فئتين: (أ) 283 مليون سهم، والتي تمثل ما نسبته 62.96% من إجمالي عدد حقوق الاكتتاب المطروحة للمساهمين المسجلين (باستثناء شركة زين الكويت) مقابل إكتتاب نقدي. (ب) 166 مليون سهم تمثل حوالي ما نسبته 37.04% من إجمالي حقوق الاكتتاب التي ستكتتب بها شركة زين الكويت عن طريق رسملة جزء من المبالغ المستحقة على الشركة.

التقييم

لقد قيمنا شركة زين السعودية اعتماداً على طريقة التدفقات النقدية المخصومة ومضاعف المنشأة. سيكون السعر مكون من كلا الطريقتين بحيث أن 40% من قيمة السهم عن طريق التدفقات النقدية المخصومة و 60% من طريقة مضاعف المنشأة. وتوصلنا إلى سعر عادل يبلغ 11.85 ريال للسهم، لذلك قمنا برفع السعر المستهدف من 10.25 ريال سابقاً إلى 12.00 ريال مع توصيتنا بالحياد.

ملخص التقييم

طريقة التقييم	السعر العادل	الوزن	السعر
التدفقات النقدية المخصومة	9.32	40%	3.73
مضاعف المنشأة	13.54	60%	8.12
السعر العادل (ريال)			11.85

المصدر: الرياض المالية.

تصنيف السهم

غير مصنف	بيع	حياد	شراء
تحت المراجعة / مفيد	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

الرياض المالية شركة مساهمة مغلقة. رأس المال المدفوع 200 مليون ريال سعودي تعمل بموجب ترخيص من هيئة السوق المالية برقم (07070-37) وسجل تجاري رقم 1010239234. الإدارة العامة: واحة غرناطة 2414 حي الشهداء، الوحدة رقم 69 الرياض 13241-7279، المملكة العربية السعودية. الهاتف: 920012299.

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنها 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. وبناءً 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، ولن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء، ومسؤولين، وموظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو أحد أو أكثر من الشركات التابعة أو 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 أو تنبؤات أو توقعات واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكيد 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 مؤشراً للأداء المستقبلي. وفقاً لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على نتائج 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 نظراً لأن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائماً لجميع الأشخاص. لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كلياً أو جزئياً، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.