

تغطية بحثية أولية

أعلنت الشركة السعودية للكهرباء عن ارتفاع صافي الأرباح بنسبة 52% على أساس سنوي، و يعزى الارتفاع نتيجة رسوم بلدية لمرة واحدة بقيمة 6,120 مليون ريال، بالإضافة إلى رسوم غير متكررة بقيمة 2,829 مليون ريال تتعلق ببرنامج تحسين إنتاجية الموارد البشرية. وفي الربع الرابع من عام 2017، أعلنت الشركة عن إيرادات بمبلغ 11,476 مليون ريال (ارتفاع بنسبة 737 على أساس سنوي، وتراجع بنسبة 32.2% على أساس ربع سنوي)، ومجموع خسارة بقيمة 965 مليون ريال (تراجع بنسبة 50.8% على أساس سنوي، و بنسبة 117.4% على أساس ربع سنوي). كما حققت الشركة صاف خسارة بنسبة 5,521.0 مليون ريال خلال الربع الرابع من عام 2017، مقارنةً بخسارة بقيمة 2,343 مليون ريال في الربع الرابع من عام 2016.

تتمتع الشركة السعودية للكهرباء بمكانة مهيمنة في السوق المحلي كمزود متكامل للكهرباء مع تصنيف ائتماني قوي مدعوم بهيكل تكاليف الشراء المواتي والدعم الحكومي المتواصل لهيكل رأس المال. وعلى العكس من ذلك، يتداول سهم الشركة دون مستويات نظرائها على المستوى الدولي من حيث العائد على حقوق المساهمين والرافعة المالية. وفي رأينا، أنه من غير المرجح أن تحصل إيرادات الشركة على أي دعم ملموس من قبل السياسة التنظيمية لزيادة الرسوم الجمركية. وعلاوة على ذلك، تسود حالة من عدم اليقين حول خطط الشركة السعودية للكهرباء للتحويل إلى توليد الطاقة الشمسية، خاصةً إذا أخذنا في الاعتبار خطط الحكومة نحو تنوع 100% من قدرة الشركة الإنتاجية بحلول عام 2020. ونظرًا للعوامل المقابلة، نوصي بتصنيف محايد بسعر 22.2 ريال سعودي للسهم الواحد.

دون مستوى العائد على حقوق المساهمين والرافعة المالية

قامت الشركة بتوريد الكهرباء على معدل سعر مدعوم من قبل الحكومة. وعلى الرغم من الترتيبات المواتية لإمدادات وقود المدخلات، فإن انخفاض الإيرادات أدى إلى انخفاض العائد على حقوق المساهمين وهو أقل بكثير مقارنة بأقرانها من الشركات في العالم. وفي عام 2017، ارتفع العائد على حقوق المساهمين إلى 9.6% بسبب تحقيق ربح لمرة واحدة من ضريبة البلدية المؤجلة بقيمة 6.1 مليار ريال. كما تضمنت الحكومة السعودية توفير التمويل للشركة بشروط مريحة تؤدي بدورها إلى حدوث خلل في الرافعة المالية للشركة. ومن هنا، فإن خطة تنوع أصول الشركة قد يساعدها في سداد القروض، وبالتالي يمكن أن تتحول الشركة إلى كيان يتمتع بالاكتمال الذاتي وسط تدفقات نقدية حرة مولدة داخلياً ومستويات مستدامة.

تمرير فوائد تعريف الكهرباء المعدلة إلى الحكومة، من شأنها أن تؤثر على معدلات الاستهلاك

نفذت هيئة تنظيم الكهرباء والإنتاج المزدوج في المملكة العربية السعودية زيادة بمعدل ثلاثة أضعاف في التعريفات اعتباراً من شهر يناير من عام 2018 لتشجيع الاستخدام الأكثر كفاءة للكهرباء. ومع ذلك، يتعين على الشركة دفع الفرق من التعريفات المعدلة كرسوم للحكومة، مما يؤدي إلى عدم إحداث أي تأثير جوهري على الإيرادات الممكن تحقيقها أو بعض التغييرات في نمط استهلاك الكهرباء.

مخاوف حول تنوع النشاط إلى الطاقة الشمسية وتأثيرها على مستقبل الشركة

في يوم 27 من شهر مارس عام 2018، قام الصندوق السعودي للاستثمارات العامة بتمديد شراكته مع صندوق سوفت بنك لإنشاء أكبر مشروع لتوليد الطاقة الشمسية في العالم بقدرة 200 جيجاوات في ظل رؤية 2030 بتكلفة تقديرية تبلغ 200 مليار دولار. وتستلزم مذكرة التفاهم تشكيل شركة جديدة لتوليد الطاقة. وقام برنامج التحول الوطني في المملكة العربية السعودية بإضفاء مقترح سياسي بفصل 100% من أصول الشركة المولدة للطاقة إلى أربع شركات تعمل في توليد الكهرباء بحلول عام 2020. ومع ذلك، يعد المشروع في المراحل الأولى، ولا يزال مضموناً حتى الآن.

هيكل تكلفة مناسب وسطح دعم حكومي قوي

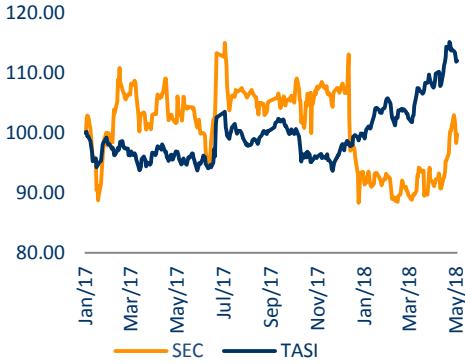
تتمتع الشركة بترتيب لتوفير مشتريات الوقود على نحو غير نقدي مع شركة أرامكو السعودية حيث يتم تحويل رصيد الدائنين بشكل تدريجي من شركة أرامكو إلى حساب حكومي. بالإضافة إلى ذلك، اتخذت الشركة خطوات أخرى لتحقيق وفورات كبيرة من مزيج أرخص للوقود واستبدال محطة وقود باهظة الثمن مع وحدات غاز جديدة تعمل بالكفاءة الحرارية المشتركة. ومع تركيز النفقات الرأسمالية المخطط لها نحو خفض تكاليف الوقود وتحسين الربط الشبكي الوطني، قد تتحرك الشركة نحو هيكل تكلفة أكثر دقة.

التقييم: قمنا بتقييم الشركة السعودية للكهرباء باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى قيمة عادلة قدرها 22.2 ريال للسهم. وقد اعتبرنا المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 6.0%، بمعدل نمو دائم قدره 2.0%.

	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)	2021 (م)
الإيرادات (مليار ريال)	50,615	52,509	54,299	55,923	57,616
الأرباح التشغيلية (مليار ريال)	5,180	6,266	6,535	6,876	7,392
نصيب السهم من الأرباح (ريال)	1.7	1.1	1.2	1.3	1.5
هامش الربح التشغيلي (%)	10.2%	11.9%	12.0%	12.3%	12.8%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	2.0	1.9	1.8	1.7	1.4
العائد على حقوق الملكية (%)	9.6%	6.0%	6.0%	6.3%	6.7%
مضاعف الربحية	12.7x	19.4x	18.0x	16.4x	14.4x
مضاعف القيمة الدفترية	1.2x	1.2x	1.2x	1.1x	1.0x
القيمة السوقية / الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك و	11.1x	10.6x	10.0x	9.2x	8.3x

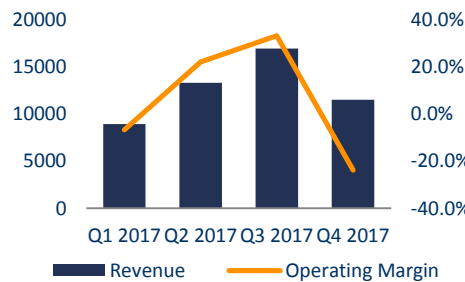
10 مايو 2018

التوصية	محايد
سعر السهم الحالي (ريال)	21.2
السعر المستهدف (ريال)	22.2
نسبة الارتفاع / الهبوط	4.5%
في يوم 9 مايو من عام 2018	
البيانات الأساسية (مصدر المعلومات: بلومبرغ)	
رأس المال السوق (مليار ريال)	88.45
أعلى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	26.05
أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	19.76
إجمالي عدد الأسهم المتداولة (مليون)	4,166.6
نسبة التداول الحر للأسهم (%)	17.08%
أداء سهم شركة الأسمدة العربية السعودية مقابل مؤشر تداول (المعاد تقديره)	



أداء السهم (%)	مطلق	نسبي
شهر واحد	9.5%	5.5%
6 شهور	-7.1%	-23.6%
12 شهر	-4.2%	-20.6%
الملك الرئيسي		
صندوق الإستثمارات العامة		74.3%
شركة أرامكو		6.9%

المبيعات ربع السنوية (مليار ريال) و هامش الربح التشغيلي



مصدر المعلومات: وكالة بلومبرغ، إدارة الأبحاث، شركة فالكوم؛ البيانات في يوم 9 مايو 2018

10 مايو 2018

تغطية بحثية أولية

ملخص التقييم

شرح منهجية التقييم والإفتراضات

قمنا بتقييم الشركة السعودية للكهرباء باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم و الذي يقدر بقيمة قدرها 22.2 ريال للسهم الواحد. و تم إحتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 6.0% مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0%. و من الناحية النسبية، يتم تداول سهم الشركة السعودية للكهرباء على مضاعف ربحية قدره 19.4 مرة (على أساس سنوي)، مما يمثل إرتفاعاً بنسبة 56.8% عن نظرائه في القطاع، و إرتفاع بنسبة 27.6% عن مؤشر "تداول" لجميع الأسهم.

2021 (متوقع)	2020 (متوقع)	2019 (متوقع)	2018 (متوقع)	2017	مليون ريال
7,392	6,876	6,535	6,266	5,180	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب
(190)	(166)	(151)	(141)	(5)	الضرائب
17,835	17,256	16,554	15,742	15,769	الإهلاك والاستهلاك والإضعاف
3,497	2,966	2,864	3,522	10,730	التغير في رأس المال العامل
(17,285)	(22,369)	(27,149)	(31,505)	(95,495)	صافي النفقات الرأسمالية
11,250	4,563	(1,348)	(6,117)	(63,822)	صافي التدفقات النقدية للشركة
0.8	0.9	0.9	1.0		معدل الخصم
9,097	3,911	(1,225)	(5,891)		القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة
5,892					صافي القيمة الحالية (أ)
231,978					القيمة الحالية للقيمة النهائية (ب)
2.0%					معدل النمو الدائم المفترض
6.0%					معدل الخصم

237,871	القيمة العادلة للشركة (أ) + (ب)	افتراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
		المعدل الخالي من المخاطر 3.0%
1,058	إجمالي النقدية	علاوة تحمل المخاطر 8.1%
146,511	إجمالي الدين	معدل المخاطرة السوقي 0.9x
-	حقوق الأقلية	تكلفة حقوق الملكية 10.5%
92,418	قيمة حقوق الملكية (مليون ريال)	
4,167	إجمالي الأسهم (مليون سهم)	تكلفة الدين بعد إحتساب الضرائب 3.8%
22.2	السعر المستهدف للسهم (ريال)	الوزن النسبي لحقوق الملكية في هيكل رأس المال 33.0%
21.2	سعر السهم الحالي (في يوم 7 مايو من عام 2018)	الوزن النسبي للدين في هيكل رأس المال 67.0%
4.5%	نسبة الإرتفاع / الهبوط لسعر السهم الحالي	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال 6.0%

مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكوم

المخاطر

المخاطر الصاعدة:

- قد تُثبت التغييرات الإيجابية في إصلاح تعريفه الكهرباء بأنها نقطة انطلاق نحو إعادة هيكلة قطاع المرافق و قد تحقق الشركة نمواً في الإيرادات في المستقبل.
- يمكن أن يؤدي هيكل التكلفة الموازية و الدعم المستمر الحكومي و المزيد من الوفورات في تكاليف الصيانة و التشغيل إلى عوائد أفضل.

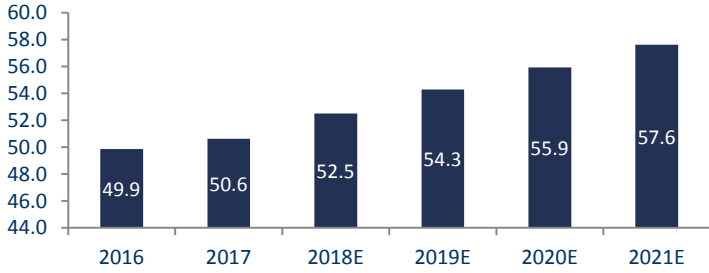
المخاطر السلبية:

- عدم وضوح الرؤية فيما يتعلق بتكاليف الوقود و تعريفات الطاقة و حل بنود الميزانية العمومية الرئيسية بما في ذلك المبالغ مستحقة الدفع و المبالغ مستحقة القبض.
- قد يؤدي عدم اليقين بشأن الجدول الزمني لفصل أصول التوليد إلى إرجاء تحقيق العوائد الناتجة عن تنوع الاستثمارات وخطط الشركة نحو تحقيق عنصر الإستدامة.

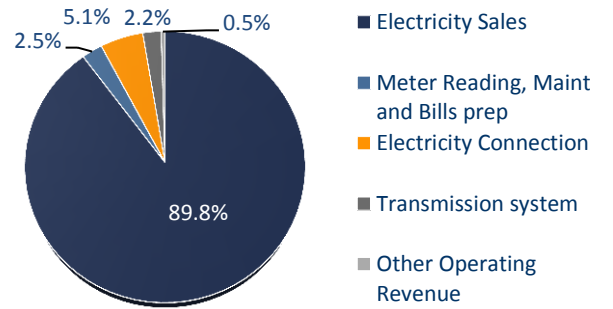
10 مايو 2018

تغطية بحثية أولية
الرسومات البيانية الرئيسية

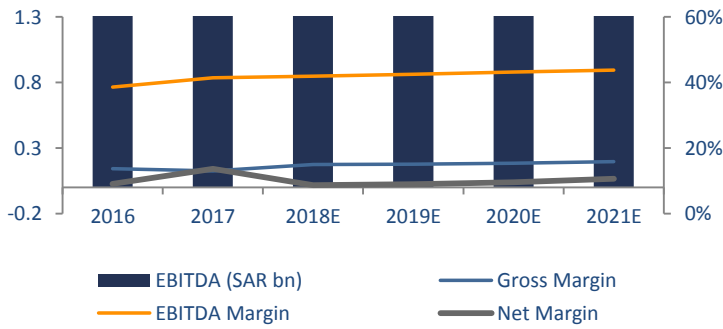
الإيرادات (مليار ريال)



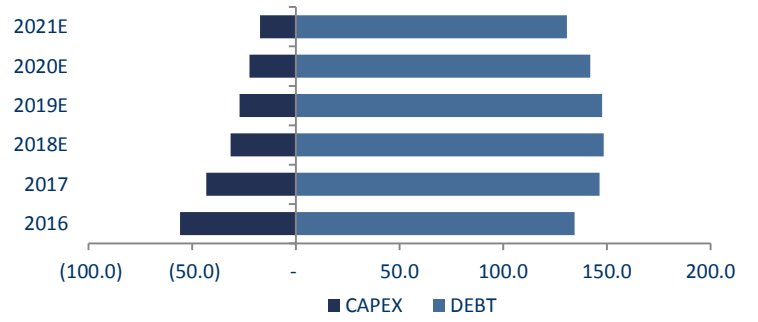
تقسيم الإيرادات (2017)



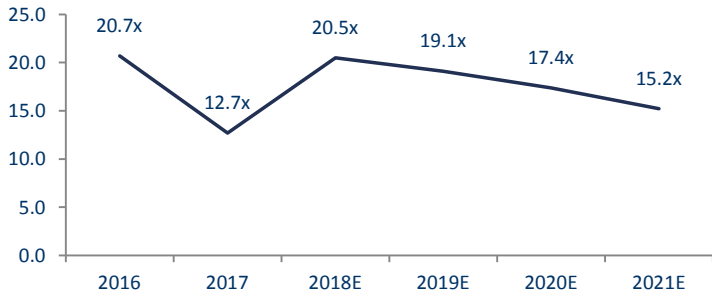
صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب وهوامش الربحية



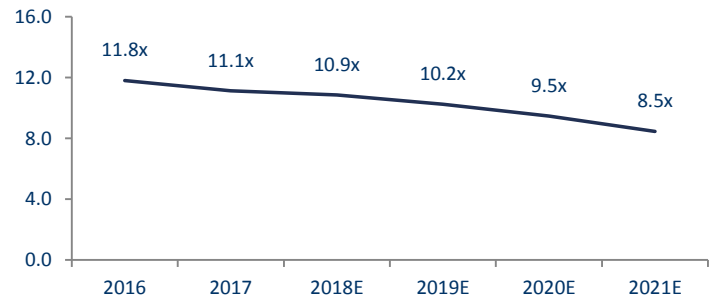
النفقات الرأسمالية وإجمالي الدين



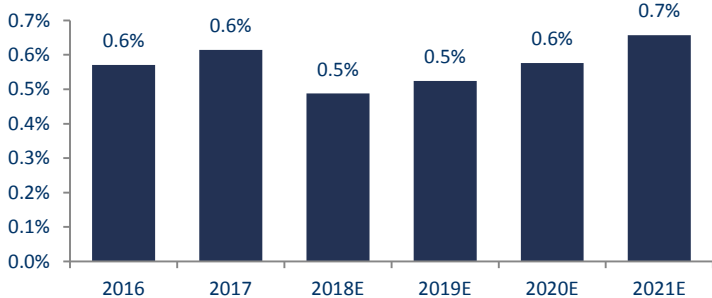
مضاعف الربحية



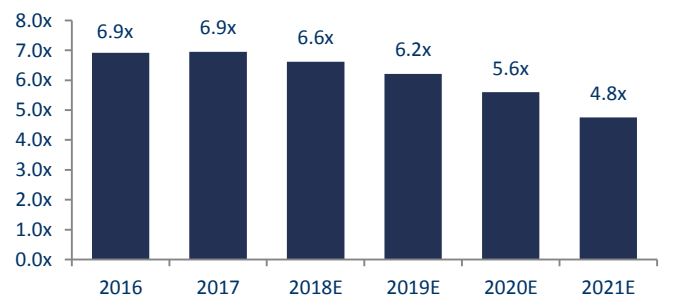
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب



عائد توزيعات أرباح الأسهم



صافي الدين / هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك



مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكم

تغطية بحثية أولية

ملخص الميزانيات

10 مايو 2018

معدلات النمو	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
الإيرادات	1.5%	3.7%	3.4%	3.0%
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	8.7%	5.1%	4.9%	4.5%
الربح التشغيلي	-10.6%	21.0%	4.3%	5.2%
صافي الربح قبل الضرائب	57.1%	-34.3%	7.4%	10.0%
صافي الربح	52.0%	-34.1%	7.4%	10.0%

النسب (%)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
هامش مجمل الربح	13.1%	15.0%	15.1%	15.4%
صافي الربح قبل خصم	41.4%	41.9%	42.5%	43.2%
هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	10.2%	11.9%	12.0%	12.3%
صافي هامش الربحية	13.6%	8.7%	9.0%	9.6%
العائد على حقوق المساهمين	9.6%	6.0%	6.0%	6.3%
العائد على رأس المال العامل	1.8%	2.0%	2.1%	2.1%
العائد على الأصول	1.5%	1.7%	1.7%	1.8%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	2.0	1.9	1.8	1.7
إجمالي الدين / صافي الربح قبل خصم	6.9	6.6	6.2	5.6
العائد على التدفقات النقدية الحرة	-72.8%	-6.6%	-1.4%	4.9%
العائد الربحي	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%

التقييم	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
مضاعف الربحية	12.7x	19.4x	18.0x	16.4x
مضاعف القيمة الدفترية	1.2x	1.2x	1.2x	1.1x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	11.1x	10.6x	10.0x	9.2x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	45.0x	38.1x	36.2x	33.2x
قيمة الشركة / الإيرادات	4.6x	4.5x	4.4x	4.1x

تقييمات الشركات المماثلة في القطاع	مضاعف الربحية (12 شهر)	قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك (شهر)
شركة أبوظبي الوطنية للطاقة	4.8x	8.3x
دانة غاز	NA	7.0x
شركة قطر للكهرباء والماء	13.9x	16.0x
إنرجياس دو برازيل	10.8x	6.0x
إنرجياس دي البرتغال	14.9x	8.8x
الشركة السعودية للكهرباء	19.4x	10.6x
وسيط القطاع	12.4x	8.3x
مؤشر تداول	15.2x	11.6x

قائمة الدخل (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
الإيرادات	50,615	52,509	54,299	55,923
مجممل الربح	6,620	7,875	8,208	8,604
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	20,948	22,007	23,089	24,132
هامش الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	5,180	6,266	6,535	6,876
شركات شقيقة				
صافي الفائدة	(2,752)	(2,790)	(2,773)	(2,667)
أخرى	4,716	1,217	1,277	1,332
صافي الربح قبل الضرائب	7,144	4,693	5,039	5,541
الزكاة والضرائب المؤجلة	(235)	(141)	(151)	(166)
صافي الربح	6,908	4,552	4,887	5,374
نصيب السهم من الأرباح	1.7	1.1	1.2	1.3
نصيب السهم من توزيعات الأرباح	0.1	0.1	0.1	0.1

الميزانية العمومية (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
النقدية	1,058	3,036	4,332	7,003
الأصول المتداولة (باستثناء النقدية)	38,628	39,391	40,225	42,219
الأصول الثابتة	404,290	420,124	430,797	435,998
الأصول غير الملموسة	372	380	382	378
إجمالي الأصول	445,760	462,274	473,698	480,809
الخصوم المتداولة	151,718	155,507	158,095	160,009
القروض قصيرة الأجل	17,142	18,624	18,810	18,434
القروض طويلة الأجل	129,368	129,900	128,826	123,559
حقوق الملكية	72,309	76,407	80,805	85,642
إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية	445,760	462,274	473,698	480,809

قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
التدفق النقدي التشغيلي	22,884	31,180	29,727	30,924
تغييرات رأس المال العامل	10,730	3,522	2,864	2,966
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	33,614	34,702	32,590	33,890
الإنفاق الرأسمالي	(43,219)	(31,583)	(27,230)	(22,452)
التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية	(43,234)	(31,492)	(27,144)	(22,372)
التغير في الديون	18,750	2,014	(889)	(5,643)
توزيعات الأرباح	(539)	(455)	(489)	(537)
التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية	9,632	(1,232)	(4,151)	(8,848)

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، فالكوم للأبحاث

شرح منهجية التصنيف لدى فالكم للخدمات المالية

تعتمد شركة "فالكم للخدمات المالية" على منهجية للتقييم المالي يختص بها، كما تستند توصياتها الإستثمارية إلى البيانات الكمية والنوعية التي يجمعها المحللون الماليين. وعلاوةً على ذلك، يضع نظام التقييم المتبع الأسهم التي يتغطيتها بحثياً تحت أحد مجالات التوصية التالية بناءً على سعر إقبال السوق، وكذلك القيمة العادلة المفترضة وإمكانية الصعود أو الإنخفاض.

زيادة المراكز: القيمة العادلة تزيد على السعر الحالي بأكثر من 10%.

محايد: القيمة العادلة إما أكثر أو أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10٪.

تخفيض المراكز: القيمة العادلة أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10٪.

تحت المراجعة: لم يتم تحديد سعر مستهدف لسبب أو أكثر من الأسباب التالية: (1) إنتظار المزيد من المعلومات، (2) إنتظار البيانات المالية التفصيلية، (3) إنتظار تحديث المزيد من البيانات، (4) تغيير في أداء الشركة، (5) تغيير في ظروف السوق أو (6) أي سبب آخر من شركة فالكم للخدمات المالية، قسم ادارة البحوث.

فالكم للخدمات المالية

مراسلتنا على العنوان التالي:
صندوق بريد 884
الرياض 11421
المملكة العربية السعودية

الفاكس أو مراسلتنا على الرقم أدناه
فاكس: +966 11 2032546
الإيميل: addingvalue@falcom.com.sa

اتصل بنا على أرقام الهاتف أدناه
خدمة العملاء: 8004298888
لخدمات الأسهم: 920004711

إخلاء مسؤولية وتحذير من المخاطر:

لقد تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير من مصادر عامة مختلفة يُعتقد بأنه موثوق بها، وعلى الرغم من أن فالكم اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذا التقرير هي عادلة ومعقولة إلا أن فالكم لا تضمن دقة البيانات أو الأسعار أو المعلومات المقدمة، ولا تتعهد بأن المعلومات أو الأسعار الواردة في هذا التقرير هي صحيحة أو خالية من أي خطأ، كما أن هذا التقرير ليس المقصود منه أن يُفسر 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 أو الأسعار التي يحتوي عليها هذا التقرير، كما أن فالكم تُحلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو أي من محتوياته، ولن تكون فالكم مسؤولة في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير، والآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة فالكم كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار، ولا تُقدم فالكم أي ضمان بأن الأسعار أو النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متوافقة مع أية آراء أو تنبؤات أو توقعات أسعار واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير من أسعار متوقعة يُمثل نتيجة مُحتملة فقط ويمكن أن لا تتحقق نهائياً، كما أن هذه الآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي. وإضافة إلى ما سبق فإن أي قيمة أو سعر مذكور أو أي دخل من أي من الإستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تنقلب و/أو تتأثر بالتغيرات دون أي اشعار سابق والأداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وبناءً على كل ما سبق بيانه فإن المستثمرين قد يحصلون على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. إن هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام فقط ولا يأخذ في الحسبان ظروف وأهداف ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين، ولذلك فإن هذا التقرير لا يستهدف تقديم مشورة في مجال الإستثمار ولا يأخذ بعين الإعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الإستثمارية الخاصة و/أو الإحتياجات الخاصة لمن يحصل على هذا التقرير، ولذلك ينبغي على المستثمر قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الإستثمار أن يحصل على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والاستثمارية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الإستثمار 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 وتوقعات الأسعار الواردة فيه محمية بموجب أنظمة وقوانين حقوق الملكية الفكرية وحقوق الطبع والنشر في المملكة العربية السعودية. جميع الحقوق محفوظة.

حصلت شركة فالكم على ترخيص من هيئة سوق المال السعودي رقم (06020-37) بتاريخ 2006/05/27 و بدأت بتقديم خدماتها للمستثمرين في السوق المالية السعودية بتاريخ 2007/02/19 برقم 1010226584 الصادر بتاريخ 1427/12/04 هجري.