



US\$7.29mn متوسط حجم التداول اليومي  
%48 الأسهم المتداولة  
US\$0.987bn القيمة السوقية

السعر الحالي 9.42 بتاريخ 27/1/2019

إدارة البحوث

British Devassy, CFA

Tel +966 1 211 9370, devassyp@alrajhi-capital.com

### خارج التغطية

الأداء



الأرباح

Period End (SAR)	12/16A	12/17A	12/18A	12/19E
Revenue (mn)	6,927	7,306	7,531	7,849
Revenue Growth	2.7%	5.5%	3.1%	4.2%
EBITDA (mn)	1,795	2,517	3,009	3,596
EBITDA Growth	10.2%	40.2%	19.5%	19.5%
EPS	(1.68)	0.02	0.57	1.35
EPS Growth	1.0%	NM	NM	137.7%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

### الشكل 1 النتائج المالية لشركة زين في الربع الثاني من 2018

(SAR mn)	Q2FY17	Q1FY18	Q2FY18	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	1,865.0	1,686.0	1,846.0	-1.0%	9.5%	1,694.4
Gross profit	1,259.0	1,157.0	1,193.0	-5.2%	3.1%	1,164.1
Gross profit margin	67.5%	68.6%	64.6%			68.7%
Operating profit	235.0	143.0	179.0	-23.8%	25.2%	163.0
Net profit	8.0	(77.0)	(38.0)	NM	NM	(56.9)

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية

**تفاصيل عكس الرسوم:** كنا قد أخذنا في الاعتبار عملية عكس أو إعادة رسوم الخدمات التجارية بقيمة 220 مليون ريال في الربع الرابع 2018 بينما من المحتمل أن تكون قيمة هذه الرسوم التي تم عكسها قد بلغت حوالي 350 مليون ريال. ومن المحتمل أن نشهد أيضا إعادة لهذه الرسوم تبلغ 1.7 مليار ريال خلال الثلاث سنوات القادمة ( ترتبط برسوم حتى عام 2017). ليس ذلك فحسب، بل سوف نشهد مستقبلا تحسنا في الرسوم بحوالي 300 مليون ريال سنويا. وبناء على ما ذكرنا، فإن القيمة المضافة للشركة تبلغ حوالي 2.1 مليار ريال ( بافتراض قيمة شركة /EBITDA تبلغ 7 مرات). وعليه، فإن إجمالي الفائدة العائدة على الشركة تبلغ حوالي 3.8 مليار ريال (1.7+2.1)، وهي أقل بمقدار بسيط عن رسملة الشركة في السوق ذاتها، قبل الاعلان عن النتائج ( 4.4 مليار ريال).

**صفقة بيع الأبراج:** وافقت شركة زين مؤخرا على بيع أبراج اتصالاتها الى شركة أي اتش اس القابضة. وسوف يساعد ذلك في خفض دين الشركة ( بحوالي 2.4 مليار ريال) وخفض دفعات الفائدة ( بحوالي 150 مليون ريال). وبينما يعتبر ذلك ايجابيا من ناحية صافي القيمة الحالية، فسوف يؤدي أيضا الى خفض EBITDA بحوالي 100 مليون ريال نظرا لأن مصروفات ايجار الأبراج سوف تتجاوز مستوى EBITDA. وسوف يشهد صافي الربح ارتفاعا بمقدار حوالي 300 مليون ريال وفقا لتقديرنا.

**تعلق تغطية الشركة:** يتداول سهم الشركة حاليا عند قيمة شركة /EBITDA تقديرية مستقبلية ( تقديرية لعام 2019) تبلغ 5.8 مرة مقارنة بنفس القيمة لشركة الاتصالات السعودية التي تبلغ 8.6 مرة وبالمعدل العالمي الذي يبلغ 6.5 مرة. ووفقا لمعايير الشريعة في الراجحي المالية، فإن شركة زين السعودية لم تعد متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وعليه فقد أوقفنا تغطيتنا لسهمها. وسوف نظل متابعين لأداء ونتائج الشركة إلا أننا لن نقوم بإصدار توصيات.



## الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

### خلاء 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، كلياً أو جزئياً، 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 وأراء، 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 معلومات 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 عرضاً 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 للارتفاع 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 أساساً. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسئولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي 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 العيارات 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 خسائر أو أضرار أخرى قد تنشأ، 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 كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقيماً في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حينما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفاً 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 مطابقاً للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلاً 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 11 211 9449

بريد الإلكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37