

28 - فبراير 2016

ثمان سنوات من الخسائر ونقطة التعادل ليست في الأفق

بعد العمل في سوق الاتصالات السعودي لمدة ثمان سنوات، لا يزال المشغل الثالث، زين، يعاني من الخسائر التي استمرت على مدار السنوات الثمان الماضية دافعة بذلك إدارة الشركة إلى خفض رأس مالها البالغ 14 مليار ريال مرتين في السنوات الأربع الماضية ليصل إلى 5.8 مليار ريال. عوامل عدة أثقلت كاهل الشركة وساهمت في تأخر ربحيتها، من أهم هذه العوامل نسبة الديون المرتفعة، وقيمة الرخصة الباهظة، والتغيير المستمر في الإدارة العليا، بالإضافة إلى الدخول المتأخر إلى سوق وصلت فيه نسبة الانتشار إلى 145% آنذاك. على الرغم من تمكنها من جذب قاعدة مشتركين مفاجئة في ربيعها الأول، حيث بلغ عددهم المليونيين مشترك وتضاعف في السنوات اللاحقة ليبلغ عددهم 11.9 مليون بنهاية عام 2015 محققة بذلك حصة سوقية تبلغ 22%، إلا أن الخسائر لا تزال تلاحق الشركة، الأمر الذي دعانا إلى فتح ملفاتها لفهم طبيعة عملها ومعرفة ما إذا كانت تمثل فرصة استثمارية. من خلال تحليلاتنا، نعتقد أن لا تحقق شركة زين نقطة التعادل على المدى المتوسط، فيما نعتقد أن تحقق نقطة التعادل التشغيلي على المدى القريب. في تقريرنا هذا، نقوم بإعادة تغطية شركة زين، وعلى الرغم من أن تقديراتنا تشير إلى سعر مستهدف للسهم يبلغ 9.5 ريال، إلا أننا نوصي بالاحتفاظ نظراً لمخاطر الديون والسيولة وبعض القضايا المعلقة.

أداء متذبذب

شهدت شركة زين تفاوتاً في مستوى إيراداتها خلال السنوات 2011-2015 مسجلة نسبة نمو سنوي مركب تبلغ 1%. في قطاع الاتصالات، تعتمد الإيرادات على أعداد المشتركين ومتوسط الإيرادات من كل مشترك. بالنسبة لأعداد المشتركين، استطاعت الشركة تحقيق نسبة نمو سنوي مركب تبلغ 12% للأعوام 2011-2015 ليبلغ عدد المشتركين 11.9 مليون مشترك، أما بالنسبة لمتوسط الإيراد الشهري من كل مشترك، فقد سجل انخفاضاً بنسبة سنوية مركبة تبلغ -9% عند 47 ريالاً. من الواضح أن استراتيجية الشركة هي جذب العملاء عن طريق تقديم أسعار منخفضة، وغالباً، هذا هو حال المشغل الثالث في الأسواق المتشعبة. بناءً على تحليلاتنا، فإن خفض الأسعار أكثر قد لا يساعد الشركة على تسريع عملية تحقيق الأرباح.

أهداف غير محققة، إعادة جدولة متوقعة للديون

لم تصل النتائج المالية لشركة زين للربع الثالث من عام 2014 إلى المستوى الذي تم اعتماده مسبقاً ضمن خطط الشركة، بالإضافة إلى ذلك، تخلفت الشركة عن أحد تعهدات التمويل المتفق عليها مع الممولين. راجعت الشركة في يناير من عام 2015 خطة أعمالها وأعلنت عن استمرار مفاوضاتها مع المقرضين لإعادة صياغة بعض التعهدات وفقاً لخطة الجديدة. الأمر المثير للقلق هو أن دفاتر الشركة تحمل ديوناً تجاوزت 16 مليار ريال، منها 11 مليار ريال مستحقة للبنوك التجارية المحلية خلال السنوات الثلاث القادمة. عدم تمكن الشركة من تحقيق أهداف خطط عملها يثير المخاوف، وقد يدل على أن استراتيجية الشركة قد تأخذ وقتاً لتثمر.

سيناريوهات محتملة

نعتقد أن تواجه الشركة أحد أو بعض السيناريوهات التالية، (1) إعادة جدولة القروض، حيث أنه من غير المحتمل أن تتمكن الشركة من سداد دفعات القروض المستحقة من خلال تدفقاتها النقدية من عملياتها التشغيلية. (2) تمديد هيئة الاتصالات للرخصة، نعتقد أن تطالب الشركة بتمديد مدة الرخصة حيث أن الشركة تسجل مبلغاً يزيد عن 900 مليون ريال سنوياً لإطفاء قيمتها. (3) زيادة المساندة والدعم من مجموعة زين، عن طريق تحمل جزء من الديون المستحقة للبنوك التجارية، مما سيساهم في تقليل مصاريف التمويل. (4) بيع وإعادة استئجار أبراج الجوال، كما صرحت بذلك الشركة الأم في 2015.

توصية بالاحتفاظ رغم التقييمات الجذابة

على الرغم من انخفاض سعر سهم الشركة بنسبة 55% خلال السنة الماضية، وبالرغم من أن تقديراتنا للسعر المستهدف عند حوالي 9.5 ريال، ما يعطي عائداً قدره 61%، إلا أننا نوصي بحياض وضع الديون والسيولة، بالإضافة إلى القضايا المعلقة، لذلك، وبعد النظر إلى المؤشرات الأخرى، فلا نوصي حالياً بشراء السهم، وإنما نعيد التغطية ونوصي بالاحتفاظ.

إجمالي العوائد المتوقعة

أخر سعر (25 فبراير 2016)	5.90
العائد المتوقع لسعر السهم	61.0%
عائد الأرباح الموزعة	0.00
إجمالي العوائد المتوقعة	61.0%

بيانات السوق

أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً	ريال 5.45/13.90
القيمة السوقية	3,444 مليون ريال
الأسهم المتداولة	583.73 مليون
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	51.15%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهراً بالآلاف)	6,609
الوزن في المؤشر العام السعودي	0.30%
رمز الشركة في رويترز	7030.SE
رمز الشركة في بلومبيرغ	ZAINKSA AB

أداء السهم



المصدر: بلومبيرغ

مؤشر الاتصالات وتقنية المعلومات	مؤشر تداول العام	زين	25 فبراير 2016
1,453	5,976	5.90	

إجمالي التغير

6 شهور	(15.4%)	(33.7%)
سنة	(18.2%)	(36.1%)
سنتان	(50.6%)	(34.4%)

العام 2016 (مليون ريال)

الإيرادات	7,232
الدخل الاجمالي	4,196
الدخل التشغيلي	(42)
صافي الدخل	(834)
خسارة السهم	1.43

البيانات المالية الأساسية

السنة المالية تنتهي في 31 ديسمبر (مليون ريال)	2015	2016*	2017*	2018*
الإيرادات	6,741	7,232	7,557	7,935
الدخل قبل المصروفات التمويلية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	1,629	1,795	2,039	2,221
صافي الدخل (الخسارة)	(972)	(835)	(624)	(405)
خسارة السهم	(1.7)	(1.4)	(1.1)	(0.7)
القسمه الدفترية للسهم	7.8	6.4	5.3	4.7
متوسط العائد على حقوق الملكية	(21.4%)	(22.5%)	(20.2%)	(15.1%)
متوسط العائد على الأصول	(3.7%)	(3.4%)	(2.6%)	(1.8%)
السعر / القيمة الدفترية	.8x	.9x	1.1x	1.3x
حقوق الملكية / الدخل قبل المصروفات التمويلية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	9.2x	8.3x	7.3x	6.7x

*متوقع

إعادة التغطية

نقوم بإعادة التغطية لشركة زين السعودية مع التوصية بالاحتفاظ. يحتوي هذا التقرير على نظرة عامة على قطاع الاتصالات بالإضافة إلى نظرتنا المستقبلية لشركة زين السعودية و تقديرنا لنتائجها المستقبلية.

نظرة عامة على قطاع الاتصالات في المملكة العربية السعودية

وفقاً للتقرير الأخير الصادر من هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات، بلغ عدد اشتراكات الهاتف المحمول 53 مليون مشترك في نهاية العام 2015 مقارنة بـ 51.6 مليون مشترك في عام 2010 لتأتي نسبة النمو السنوي المركب عند 1% خلال الفترة، في حين قفزت اشتراكات خدمة النطاق العريض عبر الهاتف المحمول لتصل إلى 35.7 مليون مشترك حتى الربع الثالث من عام 2015، مسجلة بذلك نسبة نمو سنوي مركب قاربت 52% منذ بداية عام 2010.

جدول رقم 1: عدد الاشتراكات في الهاتف المحمول وعدد مستخدمي الإنترنت (مليون)

2015	2014	2013	2012	2011	2010	
53.0	52.7	50.8	53.0	53.7	51.6	عدد الاشتراكات في الهاتف المحمول
44.9	45.9	43.9	45.7	47.1	45.3	مسبق الدفع
8.1	6.8	6.9	7.3	6.6	6.3	مفوتر
36*	32.1	17.2	14.8	13.3	4.4	عدد مشتركى الإنترنت عن طريق المحمول
21.1*	19.6	16.5	15.8	13.6	11.4	عدد مستخدمي الإنترنت

المصدر: هيئة الاتصالات، * متوقع

كان لتطور الهواتف الذكية وانخفاض المعدل العمري للسكان أثرٌ بالغ في تسارع نمو أعداد مستخدمي الإنترنت عن طريق الهاتف المحمول، حيث تشكل الفئة العمرية دون 34 عاماً ما نسبته 64% من إجمالي سكان المملكة، وفقاً لهيئة الإحصاءات العامة والمعلومات. في هذا القسم نقدم نظرة عامة عن قطاع الهاتف المحمول وخدماته، يرافقها تقديرنا المستقبلية للقطاع.

نظرة عامة على سوق الهاتف المحمول

يعتبر سوق الهاتف المحمول في المملكة أحد أكبر الأسواق في المنطقة وذلك بعدد مشتركين عند 53 مليون مشترك حتى نهاية العام 2015. يشكل عدد مشتركى الهاتف المحمول مسبق الدفع 85% فيما تشكل الاشتراكات المفوترة 15%. أتت نسبة انتشار استخدام الهاتف المحمول في 2015 (نسبة الانتشار تساوي عدد الاشتراكات مقسوماً على عدد السكان) عند 168%، منخفضة من أعلى مستوياتها في عام 2011 عند 188%. نعتقد أن الحملة السابقة لتصحيح أوضاع العمالة كانت سبباً لانخفاض نسبة الانتشار، كما كان لعملية تقييد بيع وإعادة شحن الشرائح غير المعرفة بعض الأثر.

نظرة عامة على النطاق العريض عن طريق الهاتف المحمول

شهد عدد اشتراكات النطاق العريض عن طريق الهاتف المحمول ارتفاعاً خلال الربع الثالث من عام 2015 ليصل إلى 35.7 مليون مشترك بمعدل انتشار بلغ 114% محققاً بذلك نسبة نمو سنوي مركب تبلغ 52%. كان لمعدل أعمار سكان المملكة، والتوسع الجيد في استخدام الهواتف الذكية أثرٌ بالغ في هذا الارتفاع، كما ساهمت الشركات المحلية في هذا الارتفاع بتزويد مشتركها باخر ما توصلت إليه التقنيات الحديثة، وقدمت باقات بيانات مختلفة تناسب مختلف شرائح المستخدمين.

قاعدة المشتركين

تعد قاعدة المشتركين أحد أهم الأصول لشركات الاتصالات. تمكنت شركة زين من تسجيل نسبة نمو سنوي مركب بلغت 12% خلال السنوات الخمس الماضية في قاعدة المشتركين، وهي النسبة الأعلى من بين المشغلين. ساعدت الأسعار التنافسية وتوفر الباقات المختلفة في تسجيل هذه الارتفاعات. كما قامت شركة زين بخفض التعرفة على سعر الدقيقة بعد تخفيض هيئة الاتصالات لرسم استخدام الشبكات في عام 2015، مما ساهم في توسيع قاعدة المشتركين في 2015 مقارنة بعام 2014.

جدول رقم 2: عدد المشتركين المتوقع لكل مشغل (مليون مستخدم)

المشغل	2011	2012	2013	2014	2015	نسبة النمو السنوي المركب (%)
الاتصالات السعودية	24.2	23.9	22.9	23.6	23.5	-0.7%
زين	7.5	7.5	8.5	9.1	11.9	12.2%
موبايلي	20.9	21.7	19.4	20.0	17.7	-4.1%

المصدر: الموقع الإلكتروني لشركة زين، هيئة الاتصالات، الرياض المالية

قطاع صعب الدخول وذو تكاليف رأسمالية مستمرة

عرف عن قطاع الاتصالات بكونه احد القطاعات ذات الاستثمار الرأسمالي المرتفع، نظراً لتكاليف رخص التشغيل وبعض الرسوم التنظيمية الأخرى، فعلى سبيل المثال، أنفقت شركتي زين وموبايلي مبلغ 23 مليار ريال و12.2 مليار ريال على التوالي لاقتناء الرخصة لمدة 25 سنة. بالإضافة إلى تكاليف الرخصة المرتفعة، ينفق المشغلون بشكل مستمر على الأصول الملموسة وغير الملموسة لمواكبة آخر ما توصلت إليه التقنيات الحديثة، الجدول التالي يوضح مصاريف القطاع الرأسمالية على مدى خمس سنوات.

جدول رقم 3: المصروفات الرأسمالية لقطاع الاتصالات (مليون ر.س)

المشغل	2015	2014	2013	2012	2011
موبايلي	3,463	4,311	5,612	2,762	5,583
الاتصالات السعودية	10,347	6,142	6,100	5,375	5,769
زين	1,582	663	904	1,055	1,195
مجموع المصروفات الرأسمالية	15,392	11,116	12,616	9,192	12,547

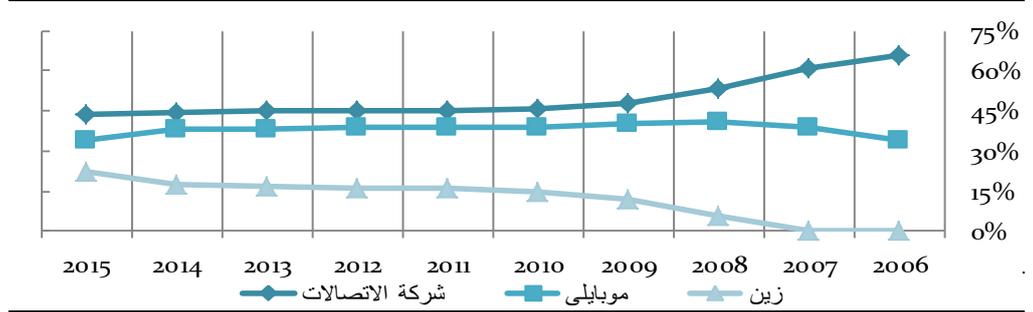
المصدر: تقارير الشركات

تقدم شركة الاتصالات السعودية خدمات الخطوط الثابتة، ما يؤثر على مستوى انفاقها مقارنة بباقي الشركات.

حدة المنافسة المحلية

يوجد خمس شركات مشغلة للمحمول منها مشغلين افتراضيين، تزداد حدة المنافسة لتقديم باقات منخفضة القيمة بغرض المحافظة على الحصة السوقية. تشير تقديراتنا إلى أن الحصة السوقية الأكبر في عام 2015 كانت من نصيب شركة الاتصالات السعودية بنسبة بلغت 44%، وتأتي بعدها شركتي موبايلي و زين بنسبة 34% و 22% على التوالي.

رسم بياني رقم 1: الحصة السوقية بعدد المشتركين 2015-2006



المصدر: قاعدة بيانات تيليغرافرافي فلوبال كومنز 2014، الرياض المالية

متوسط العائد من كل مستخدم تحت ضغط

نتيجة لحدة المنافسة المحلية، قام المشغلون بتقديم باقات سعرية مخفضة دفعت بذلك متوسط الإيراد من كل مستخدم للانخفاض بنسبة نمو سنوية مركبة تبلغ 9% في الاعوام ما بين 2011 و 2015، حيث اصبح متوسط العائد الشهري من كل مستخدم في القطاع ككل عند 78 ريال في العام 2015 مقارنة بـ 92 ريال في عام 2011.

النظرة المستقبلية لقطاع الاتصالات

يعتمد الطلب في القطاع بشكل رئيسي على عدد السكان، والذي نما بنسبة 2.6% في 2015 حسب ما أورده هيئة الإحصاءات. تشير تقديراتنا بأن ينمو عدد مشتركي الهاتف المحمول بنسبة نمو سنوي مركب 2.8% بين 2016-2019.

جدول رقم 4: نظرة مستقبلية على قطاع الاتصالات

المقياس	2019E	2018E	2017E	2016E
عدد السكان (مليون)	34.9	34.0	33.2	32.4
عدد مشتركي الهاتف المحمول (مليون)	59.2	57.5	56.0	54.5
نسبة الانتشار (%)	170%	169%	169%	168%

المصدر: الرياض المالية

على صعيد آخر، نعتقد بأن ينمو قطاع البيانات مدعوماً بمعدل أعمار السكان وسهولة الحصول على الأجهزة الذكية، نتيجة لأسعارها المناسبة، ولذلك، تشير تقديراتنا إلى أن ينمو قطاع البيانات بنسبة نمو سنوي مركب 10% خلال 2016-2019.

نظرة عامة على شركة زين

تأسست شركة الاتصالات المتنقلة السعودية "زين" في عام 2007 وبدأت عملياتها في العام 2008. تمتلك مجموعة زين، الحصة الأكبر من الشركة بنسبة 37.04% بينما تمتلك مؤسسات أخرى حوالي 11.81% وتتوفر نسبة 51.15% للتداول العام.

جدول رقم 5: مؤشرات رئيسية

المؤشر	2015	2014	2013	2012	2011
عدد السكان (مليون)	31.56	30.77	29.99	29.20	28.38
عدد مشتركى الهاتف المحمول (مليون)	53.00	52.70	50.80	53.10	53.70
عدد مشتركى زين (مليون)	11.90	9.01	8.46	7.50	7.57
نسبة نمو عدد مشتركى زين (%)	32%	7%	13%	-1%	-
الحصة السوقية المتوقعة (%)	22%	17%	17%	14%	14%

المصدر: موقع الشركة الإلكتروني، هيئة الإحصاءات، الرياض المالية، هيئة الاتصالات

مخاوف منذ البداية

بدأت زين نشاطها كثالث مشغل في المملكة في نهاية العام 2008، حيث كان يبلغ معدل الانتشار آنذاك 145% مما شكل تحدياً منذ البداية. بالرغم من هذه الظروف، استطاعت شركة زين أن تشكل قاعدة عملاء بلغت 2 مليون مشترك في ربيعها الأول لتبلغ حصتها السوقية 5.6%. مع نهاية عام 2015، بلغ عدد مشتركى شركة زين 11.9 مليون مشترك لتصبح حصتها السوقية 22%.

تكلفة رخصة عند مستويات قياسية

بدأت شركة زين أعمالها في عام 2008 بعد أن اقتنت رخصة مدتها 25 عام بتكلفة بلغت 22.91 مليار ريال بالإضافة إلى تكاليف تمويل مرسلة تبلغ 449 مليون ريال. تم دفع تكلفة الترخيص مقدماً ليشكل ذلك ضغطاً مالياً على الشركة قبل أن تبدأ نشاطها التجاري. الجدير بالذكر أن قيمة رخصة زين هي الأعلى في المملكة حيث تبلغ قيمة رخصة المشغل الثاني "موبايلي" 12 مليار ريال لمدة 25 سنة.

نمو قاعدة المشتركين وتقلص متوسط الإيراد من المشترك الواحد

تشكل الأسعار التنافسية وتنوع الباقات بالإضافة إلى التغطية الجغرافية وجودة الخدمة عوامل أساسية لزيادة حجم قاعدة العملاء. تمكنت شركة زين من تقديم عدة باقات لخدمات الهاتف المحمول بالإضافة إلى تغطيتها لما نسبته 94% من مساحة المملكة خلال الربع الثالث من عام 2015، مما أدى إلى تسجيل قاعدة المشتركين نمواً سنوياً مركباً بلغ 12% خلال الخمس سنوات الماضية. ولكن الشركة اتبعت استراتيجية تخفيض الأسعار مما ضغط على متوسط العائد من المشترك الواحد مؤدياً إلى تأخير ربحيتها.

الجدول رقم 6: أعداد مشتركى المحمول في شركة زين و معدل الإيراد الشهري من كل مشترك

نسبة النمو السنوي المركب (%)	2015	2014	2013	2012	2011
قاعدة المشتركين (مليون)	11,893	9,011	8,461	7,495	7,567
معدل الإيرادات الشهري لكل مشترك (ر.س)	47	57	64	68	70

المصدر: موقع الشركات الإلكتروني، الرياض المالية

أهداف غير محققة

لم تصل نتائج شركة زين المالية للربع الثالث من عام 2014 إلى المستوى الذي تم اعتماده مسبقاً من ضمن خطط الشركة. بالإضافة إلى ذلك، خالفت الشركة أحد تعهدات التمويل المتفق عليها مع المقرضين (لا تعتبر المخالفة تقصيراً في السداد). راجعت الشركة في شهر يناير من عام 2015 خطة أعمالها وأعلنت عن استمرار مفاوضاتها مع المقرضين لإعادة صياغة بعض التعهدات وفقاً لخططها الجديدة. من خلال تحليلنا وجدنا أنه من الصعب أن تتمكن تدفقات الشركة النقدية التشغيلية أن توفى بالالتزامات المالية عند استحقاقها. لذلك تشير تقديراتنا إلى أن تتجه الشركة إلى طلب إعادة جدولة ديونها.

تخفيض رأس المال مرتين و إصدار حقوق أولوية خلال 2012-2015

بدأت شركة زين أعمالها برأس مال يبلغ 14 مليار ريال، ولكن تم تخفيضه في عام 2012 ليصل إلى 4.8 مليار ريال لإطفاء خسائر مجمعة بلغت 9.2 مليار ريال آنذاك. وفي العام نفسه قامت الشركة بتحصيل 6 مليار ريال من خلال إصدار حقوق أولوية لاستخدامها في سداد الديون والقيام بتوسعات لشبكة الجيل الرابع. لاحقاً في عام 2015 قامت الشركة بتخفيض رأس مالها مجدداً إلى 5.8 مليار ريال لامتصاص الخسائر المتراكمة في جهود لتصحيح وضع الشركة من قبل الإدارة. أثرت هذه الأحداث على هيكل رأس المال حيث يبلغ معدل الديون إلى رأس المال الحالي 2.8 مرة.

الوصول إلى نقطة التعادل التشغيلية في الربع الثاني من العام 2015، ولكن الخسائر ستستمر

تمكنت شركة زين من الوصول إلى نقطة التعادل التشغيلية في الربع الثاني من عام 2015، مسجلة بذلك دخلاً تشغيلياً بلغ 940 ألف ريال مقارنة بخسارة تشغيلية بلغت 136 مليون ريال في الفترة المماثلة من العام السابق. وبالرغم من تسجيلها دخلاً تشغيلياً خلال الربع، إلا أن الشركة سجلت صافي خسائر بلغت 972 مليون ريال سعودي للعام الكامل. جاءت الخسائر بسبب تكاليف التمويل والتي ضغطت على ربحية الشركة. حسب تحليلاتنا، نعتقد أن تصل الشركة إلى نقطة التعادل التشغيلي لكامل العام في عام 2017، بينما لا نعتقد أن تصل الشركة إلى الربحية على المدى المتوسط نظراً لارتفاع تكاليف التمويل.

دفاتر مثقلة بالديون

وفقاً للقوائم المالية للعام 2015 فإن ديون شركة زين للبنوك التجارية بلغت 11 مليار ريال سعودي تستحق خلال الثلاث سنوات القادمة. بالإضافة إلى ذلك، هنالك التزامات بنحو 5 مليار ريال، 3.9 مليار ريال منها للمساهمين المؤسسين. جميع هذه الديون تخضع للفائدة، ولكن تجدر الإشارة إلى أن ديون المساهمين المؤسسين البالغة 3.9 مليار ريال لن تتم جدولتها للسداد إلا بعد دفع الديون التجارية، كما تتم رسمة الفائدة. فيما يلي جدول سداد الديون خلال السنوات الثلاث القادمة:

جدول رقم 7: جدول استحقاق الديون للبنوك التجارية (مليون ر.س)

2018	2017	2016
6,352	1,832	2,882
مبلغ الدفعة		

المصدر: تقارير الشركة

أسباب الخسائر المستمرة

عانت شركة زين من خسائر استمرت لمدة 8 أعوام. نعتقد أن هناك عدة أسباب لهذه الخسائر، من أهمها ارتفاع تكلفة الرخصة والذي بدوره سبب ضغطاً مالياً مستمراً منذ البداية. كما كان لدخول الشركة كمشغل ثالث في سوق تبلغ نسبة الانتشار فيه 145% ومواجهتها لضغط تنافسي شديد للحصول على حصة سوقية اثر بشكل بالغ على ربحية الشركة. علاوة على ذلك، ضعف التدفقات النقدية و التغيير المتكرر للإدارة، حيث أنه منذ عام 2007 شهدت شركة زين تتابع أربع مدراء تنفيذيين على إدارة الشركة بالإضافة إلى تغييرات مستمرة في مجلس الإدارة تجاوزت تسع مرات. وفقاً لرؤيتنا فإن الضغوطات المستمرة لإيجاد خطط بديلة للشركة أدت إلى هذه التغييرات المتكررة في اداراتها.

مطالبات لموبايلي بمبلغ 2.2 مليار ريال ولمصلحة الزكاة بمبلغ 620 مليون ريال

أعلنت شركة موبايلي في الربع الثالث من عام 2014 أنها طلبت الإحالة إلى التحكيم فيما يتعلق بالمستحقات الناتجة عن اتفاقية الخدمة الموقعة مع شركة زين فيما يتعلق بتوفير الخدمات التي تشمل خدمة التجوال المحلي ومشاركة المواقع ووصلات النقل والتمرير الدولي. طالبت شركة موبايلي زين بمبلغ 2.2 مليار ريال في نوفمبر 2013 وبعد عام من ذلك رفعت موبايلي مخصصاتها بمقدار 800 مليون ريال. في ظل غياب حكم قضائي أو مزيد من التوضيح فإنه من الصعب الوصول إلى استنتاجات بشأن هذه القضية.

على صعيد آخر، تلقت شركة زين في شهر يوليو من عام 2015 خطاباً من مصلحة الزكاة والدخل تطالب فيه بمبلغ 620 مليون ريال (تتضمن مبلغ 253 مليون ريال كزكاة و مبلغ 367 مليون ريال كرسوم تأخير). ردت الشركة على هذا الخطاب وشرحت مبرراتها، كما جنبت مخصصاً لهذا الشأن. من خلال اجتماعنا مع إدارة الشركة، أفادت الإدارة أنه من الصعب معرفة نتائج المواضيع المتعلقة مع شركة موبايلي ومصلحة الزكاة، ولكنها تعتقد بقرب التوصل إلى حل لقضية مصلحة الزكاة. بالنظر إلى أداء الشركة المالي، نعتقد أن هذه القضايا تزيد من مخاطرة الاستثمار، الأمر الذي دفعنا إلى أن نوصي بالاحتفاظ على السهم.

تأخر المشغل الافتراضي لشبكة المحمول

في أواخر عام 2014 حصلت شركتي اتحاد ج وراء (ليبارا) و فيرجن السعودية على رخصة مزاولة نشاطهم كمشغلين لشبكة المحمول الافتراضي ووقعوا اتفاقيات مع كل من شركة موبايلى و شركة الاتصالات السعودية على التوالي. على الجانب الآخر، واجهت شركة أكسيوم، ثالث المتقدمين لطلب التشغيل الافتراضي، والذي كان مخططاً لها التوقيع مع شركة زين، بعض العقبات. على أثر ذلك، فتحت هيئة الاتصالات المجال مجدداً لمنح الرخصة الثالثة مع تأجيل تاريخ تقديم الطلب حتى 11 يناير 2016. وفي وقت لاحق تم تأجيل تاريخ تقديم الطلب مرة أخرى حتى شهر أبريل 2016 تلبية لطلب المتقدمين.

السيناريوهات المحتملة

في ظل استحقاق جزء كبير من الديون و وصول الخسائر المجمعة إلى ما نسبته 21.8% من رأس المال بنهاية عام 2015، فإنه من المؤكد أن زين ستشهد أوقاتاً صعبة خصوصاً مع مستويات النقد والربحية الحالية. حسب تقديرنا فإنه من المحتمل أن تمر الشركة بأحد أو بعض هذه السيناريوهات.

السيناريو الأول: إعادة تمويل/ هيكلية الديون

حسب تقديرنا، لن تتمكن التدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية المقدره تغطية الديون المستحقة البالغة 11 مليار ريال في نهاية عام 2015 في تواريخ استحقاقها. لذلك ستجته الشركة إلى التواصل مع المقرضين لإعادة تمويل/هيكلية الديون. من خلال اجتماعنا مع إدارة الشركة، أكدت إدارة الشركة وجهة نظرنا هذه. بالإضافة إلى ذلك، نعتقد أن تحتاج الشركة لمزيد من النقد، الأمر الذي سيجبرها على التوجه إلى أدوات الدين الأخرى كأوراق الدفع.

الأثر: إذا ما حدث هذا السيناريو فإن تكلفة التمويل التجاري سترتفع، لقد قمنا باحتساب هذا الارتفاع في تحليلنا وتقديرنا لقوائم الشركة المالية المتوقعة.

السيناريو الثاني: تمديد مدة الرخصة

شكلت التكلفة المرتفعة لرخصة شركة زين البالغة 23 مليار ريال أحد العوائق التي تأخر تحقيق الربحية، لذلك ليس مستبعداً أن تعمل الشركة على طلب تمديد الرخصة من أجل أن يتم تخفيف ضغط عملية الاطفاء على صافي الأرباح. أكدت الشركة لنا من خلال اجتماعنا أن هذا الخيار هو أحد الخيارات المطروحة.

الأثر: بناءً على تقديرنا فإن تمديد مدة الرخصة لمدة 5 سنوات سيخفف من عبء الاطفاء ولكن الشركة لن تصل إلى الربحية على المدى القريب.

السيناريو الثالث: مساعدة الشركة الأم

من الخيارات التي من الممكن أن تأخذها مجموعة زين بعين الاعتبار هي تقديم المساعدة لشركة زين السعودية عن طريق تحمل بعض ديونها من أجل أن تخفف عبء ارتفاع فائدة القروض التجارية إلى حين ربحية الشركة. تم اخذ هذا الخيار بعين الاعتبار حيث أنه تاريخياً قدمت مجموعة زين قروضاً بفائدة لزين السعودية ولكن من دون أن تحدد موعد لسداد أصل الدين أو فوائده حتى يتم تصفية الدين التجاري بالكامل.

الأثر: يعتمد هذا الخيار على حجم الديون و مدة السداد.

السيناريو الرابع: بيع و إعادة استئجار أبراجها

تبدو عملية بيع الأبراج وإعادة استئجارها الملاذ الأخير لشركات الاتصالات. ففي منتصف عام 2015، وبعد تعديل شركة موبايلى لقوائمها المالية، عانت الشركة من انخفاض في السيولة وارتفاع الالتزامات قصيرة الأجل وكانت عمليات البيع لأبراج المحمول وإعادة تأجيرها خياراً مطروحاً.

لا نستبعد هذا الخيار لشركة زين حيث أعلنت مجموعة زين في مطلع عام 2015 أنها عينت مستشارين لدراسة احتمال بيع أبراج الارسال في بعض من الأسواق الثمانية التي تعمل فيها، من دون أن تشير إلى المملكة العربية السعودية على وجه التحديد. تقوم شركة زين السعودية بتشغيل ما يتجاوز 5,000 برج في المملكة، وفقاً لـ"تاور اكستشينج". من الممكن أن يكون بيع الأبراج خياراً مرجحاً، خاصة وأن الأبراج ليست من ضمن رهونات القروض التجارية، وفقاً للقوائم المالية.

الأثر: سيضيف بيع حوالي 5,000 برج ما بين 1.8-2.5 مليار ريال وسيقلص تكلفة الاستهلاك بمقدار 500-800 مليون ريال. لذلك فإنه من الممكن للشركة أن تصل إلى نقطة التعادل على المدى المتوسط بالإضافة إلى قدرتها على تسديد بعض الديون على المدى القصير.

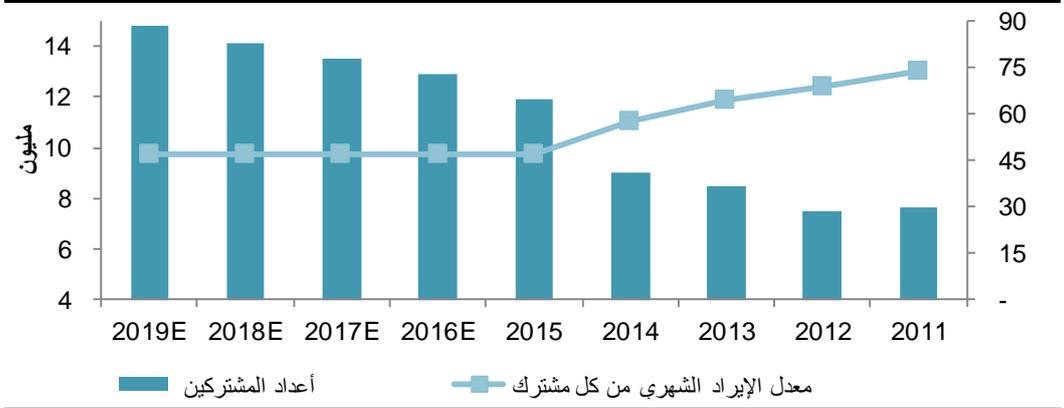
التحليل المالي

تفاوت الإيرادات، مع انخفاض تكلفة الخدمات

منذ عام 2011، شهدت شركة زين تفاوتاً في إيراداتها وسجلت معدل نمو سنوي مركب بلغ 1% خلال السنوات 2011-2015، لتصل الإيرادات إلى 6.7 مليار ريال سعودي في 2015. تتأثر إيرادات شركات الاتصالات بعدد المشتركين ومتوسط الإيرادات من كل مشترك. فيما يخص عدد المشتركين، سجلت شركة زين نمواً ثابتاً بلغ معدله السنوي المركب 12% بين عامي 2011 و 2015. حسب تحليلنا، نتوقع أن ينمو عدد المشتركين بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 5% خلال السنوات 2016-2019 ليصل العدد إلى 14.9 مليون مشترك، مما سيقود الحصة السوقية للشركة إلى 25%. أخذنا في الاعتبار تزايد أعداد السكان بمعدل 2.6% وارتفاع معدل الانتشار من 168% ليصل إلى 170%.

من ناحية أخرى، اتخذ متوسط الإيرادات من كل مستخدم اتجاهاً هابطاً خلال السنوات الماضية. من الواضح أن الشركة تعتمد على تخفيض الأسعار لزيادة حصتها السوقية، حيث انخفض متوسط الإيرادات لكل مستخدم بمعدل انخفاض سنوي مركب بلغ 11% ليصل إلى 47 ريال للشهر في عام 2015، مقارنة بـ 70 ريال للشهر في عام 2011. وحسب تحليلنا، لا نتوقع أن يشهد هذا المتوسط انخفاضاً جوهرياً على المدى المتوسط.

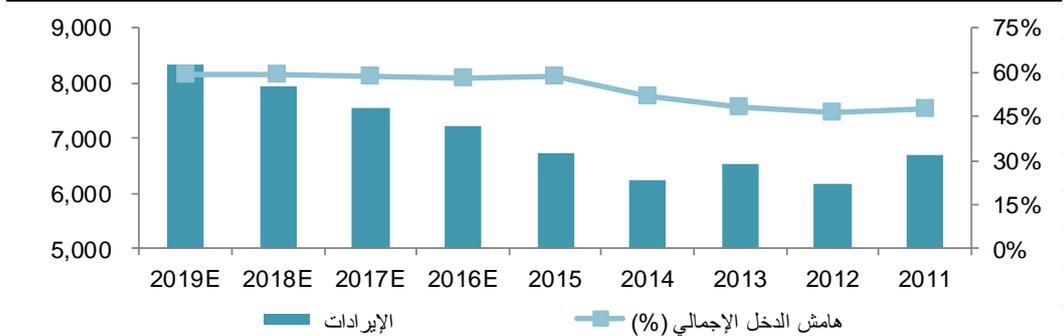
رسم بياني رقم 2: أعداد مستركي الهاتف المحمول في الشركة ومعدل الإيرادات من كل مشترك



المصدر: تقارير الشركة، موقع الشركة الإلكتروني، الرياض المالية

على صعيد آخر، تمكنت الشركة من إدارة مواردها بشكل فعال حيث شهدت التكاليف المباشرة انخفاضاً ملحوظاً، فبعد أن كانت التكاليف المباشرة تبلغ ما يقارب 50% من صافي المبيعات في عام 2012، أصبحت تشكل 41% في عام 2015. ولذلك، سجلت هامش الربح الإجمالي 58% في عام 2015 مقارنة بـ 50% في عام 2012. تتكون التكاليف المباشرة من بنود مختلفة، أكبرها رسوم استخدام الشبكات الأخرى وهي الرسوم التي يتم دفعها من قبل الشركة إلى المشغلين الآخرين، حيث كانت تشكل نسبة تقارب 33% من صافي المبيعات في عام 2011 لتتقلص وتشكل ما نسبته 25% في عام 2015. نعتقد أن قيام الشركة بزيادة حصتها السوقية ساهم في تقليل رسوم استخدام الشبكات وسيتمكنها من تخفيض هذه الرسوم في المستقبل. نعتقد أن تصل الشركة إلى حصة سوقية تبلغ 25% في العام 2019، ولذلك نتوقع ارتفاعاً تدريجياً في هامش الربح الإجمالي ليصل إلى 59% في عام 2019 عند 4.9 مليار ريال.

رسم بياني رقم 3: الإيرادات (مليون ر.س) و هامش الدخل الإجمالي (%)

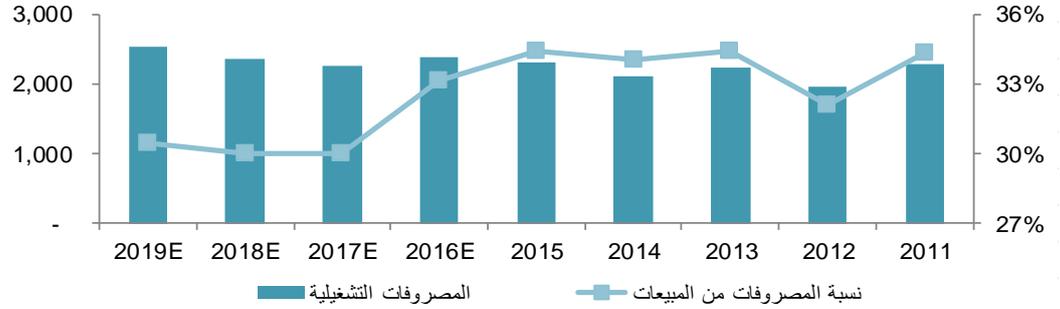


المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

انخفاض النفقات التشغيلية بنسبة 3%

كانت النفقات التشغيلية عند مستويات ثابتة في السنوات الخمس السابقة، حيث مثلت ما معدله 34% من إجمالي الإيرادات، ونتوقع انخفاضها لتشكّل نسبة 31% من إجمالي الإيرادات وذلك نتيجةً لتقليل النفقات الكبيرة المخصصة للتسويق، الذي من المتوقع أن ينخفض بعد أن تصل الشركة إلى وضع تنافسي جيد. وعلاوة على ذلك، نعتقد بأن تقوم الشركة بفرض المزيد من الضغوط لتخفيض النفقات التشغيلية، الأمر الذي سيساهم في تسريع تحول الشركة إلى الربح تشغيلياً.

رسم بياني رقم 4: المصروفات التشغيلية (مليون ر.س) ونسبتها من المبيعات

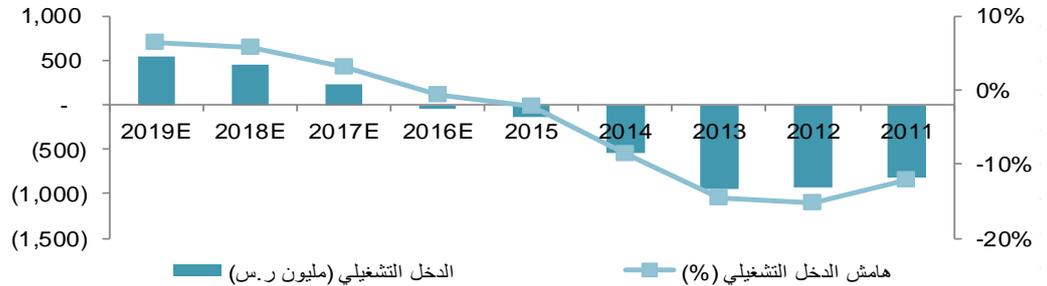


المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

الوصول إلى نقطة التعادل في الدخل التشغيلي

تمكنت الشركة من تحقيق التعادل التشغيلي خلال الربع الثالث من عام 2015، ولكن خلال مجمل عام 2015 سجلت الشركة خسائر تشغيلية بمقدار 141 مليون ريال مقارنة بخسائر قدرها 534 مليون ريال في عام 2014. وحسب تحليلنا، نتوقع أن تحقق شركة زين التعادل التشغيلي خلال عام 2017، لتسجل ربح تشغيلي قدره 239 مليون ريال.

رسم بياني رقم 5: الدخل التشغيلي (مليون ر.س) و هامش الدخل التشغيلي (%)

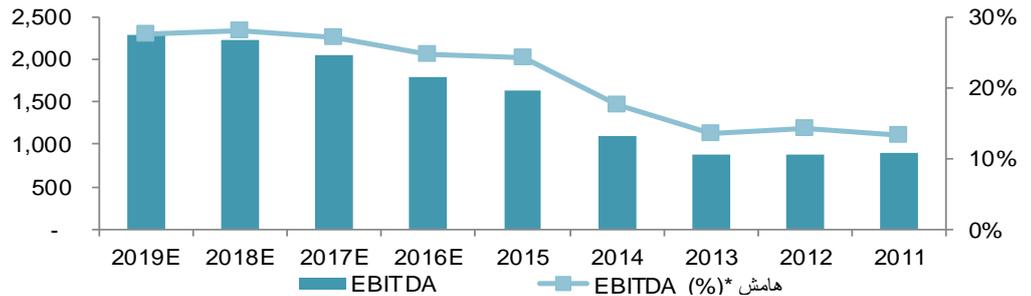


المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

وصول هامش الدخل قبل المصروفات التمويلية والزكاة والإهلاك والاستهلاك إلى 27%

تشير التقديرات إلى أن يصل الدخل قبل المصروفات التمويلية والزكاة والإهلاك والاستهلاك إلى 2.3 مليار ريال في عام 2019 مسجلاً بذلك معدل نمو سنوي مركب يبلغ 8% خلال السنوات 2016-2019. نتوقع أن يزيد هامش الدخل قبل المصروفات التمويلية والزكاة والإهلاك والاستهلاك إلى 27% مقارنة بـ 24% في عام 2015.

رسم بياني رقم 6: EBITDA (مليون ر.س) و هامش EBITDA* (%)



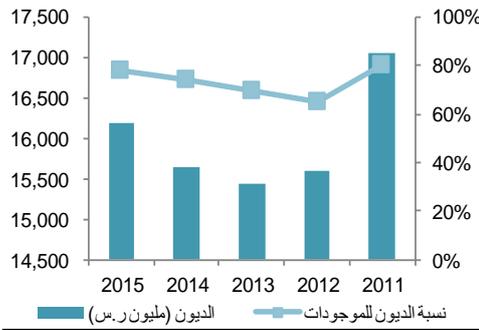
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك*

المصدر: تقارير الشركات، الرياض المالية

مصاريف التمويل تحد من الربحية

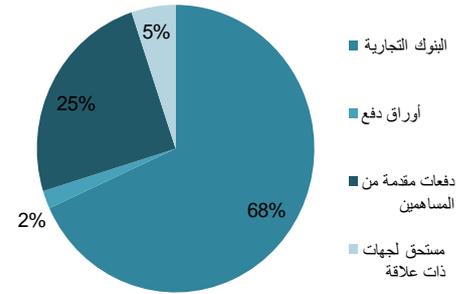
أثرت مصاريف التمويل على الشركة تأثيراً كبيراً حيث تعتبر من عوائق الربحية الرئيسية، وحسب القوائم المالية لعام 2015، فإن الشركة مدينة للبنوك التجارية بمبلغ 11 مليار ريال. بالإضافة إلى ذلك، فإن الشركة أيضاً مدينة بمبلغ يقارب 5 مليار ريال للمؤسسين واطراف أخرى. الدين المقدر والمستحق للمؤسسين بـ 3.9 مليار ريال يخضع للفوائد ولم يتم الاتفاق مع المؤسسين على تاريخ استحقاق معين وعلى سداد الفائدة المرسلة بعد، حتى يتم سداد الدين التجاري القائم حالياً.

رسم بياني رقم 8: الديون (مليون ر.س)، نسبة الديون للموجودات



المصدر: تقارير الشركة

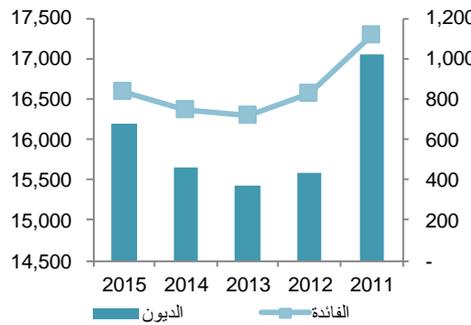
رسم بياني رقم 7: تقسيم الديون كما هي في عام 2015 (%)



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

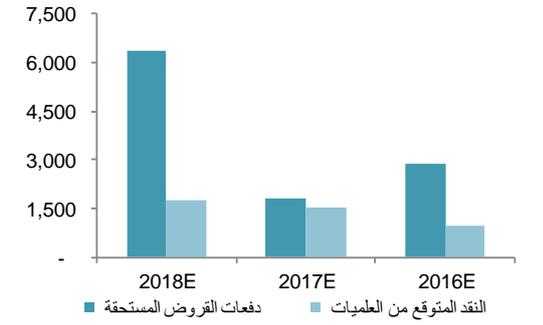
تشير تقديراتنا إلى عدم تمكن التدفقات النقدية من العمليات من تغطية المبالغ المستحقة للدائنين وقت حلولها، لذلك، نتوقع أن تقوم شركة زين بإعادة تمويل ديونها وإعادة هيكلتها. افترضنا أن تعيد الشركة تمويل مبلغ 6.5 مليار ريال من أصل 11.1 مليار ريال مستحقة للسداد خلال السنوات الثلاث القادمة.

رسم بياني رقم 10: الديون (مليون ر.س) و الفائدة (مليون ر.س)



المصدر: تقارير الشركة

رسم بياني رقم 9: دفعات القروض والنقد المتوقع من العمليات (مليون ر.س)



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

نظراً لضعف الوضع المالي للشركة، تشير تقديراتنا بأن تلجأ الشركة إلى أدوات الدين الأخرى للحصول على النقد لتلبية احتياجاتها التشغيلية. افترضنا أن تلجأ الشركة إلى أوراق الدفع بما يقارب 600 مليون ريال على مدى السنوات الثلاث القادمة. الجدير بالذكر أن مستوى مصاريف التمويل الحالي يبلغ 837 مليون ريال، وتشكل نسبتها 12% من صافي المبيعات، حيث تشير تقديراتنا إلى أن تبلغ نسبة مصاريف التمويل 10% من صافي المبيعات في عام 2019 متراجعة بشكل طفيف نظراً لانخفاض حجم الديون القائمة قليلاً.

استمرار صافي الخسائر

من المتوقع أن تستمر شركة زين بتسجيل الخسائر نتيجة ضغوط مصاريف التمويل والمصاريف غير النقدية بسبب التكلفة العالية للرخصة. ومع ذلك، فإننا نتوقع أن تنخفض خسارة السهم الواحد من 1.67 ريال في عام 2015 إلى 0.46 ريال في عام 2019.

التقييم

قمنا باختبار طريقتين عند تقييمنا لشركة الاتصالات المتنقلة (زين) وهما طريقة التدفقات النقدية المخصومة وطريقة مقارنة الشركة بشركات مماثلة باستخدام معدل السعر إلى الدخل قبل المصروفات التمويلية والزكاة والإهلاك والاستهلاك المستقبلي.

1- طريقة التدفقات النقدية المخصومة (السعر المستهدف 11.11 ريال)

قمنا بتقييم الشركة خلال السنوات الثلاثة القادمة بين 2017-2019 بافتراض العائد الخالي من المخاطر عند 3.70% وعوائد السوق عند 10% (تم احتسابها بناءً على المعدل الهندسي لعوائد السوق خلال العشرين سنة الماضية)، وبناءً على ذلك توصلنا إلى علاوة مخاطر السوق عند 6.30%. قمنا باستخدام معامل البيتا من بلومبرج، كما قمنا باحتساب معدل النمو طويل الأجل عند 1%، و احتساب تكلفة الدين عند 7.60% والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 8.05%.

يظهر الجدول أدناه افتراضاتنا التي قمنا باستخدامها بطريقة التدفقات النقدية المخصومة للوصول إلى السعر المستهدف عند 11.11 ريال للسهم.

جدول رقم 8: التقييم بطريقة التدفقات النقدية المخصومة

2019E	2018E	2017E	العام (مليون ر.س)	الافتراضات
526	440	233	الدخل التشغيلي (بعد الزكاة)	3.70%
1,770	1,801	1,836	الإهلاك والاستهلاك	1.06
-47	-61	-47	التغيير في رأس المال العامل	6.30%
-710	-670	-632	المصاريف الرأسمالية	10.38%
1,540	1,510	1,391	التدفقات النقدية الحرة	7.60%
1,221	1,294	1,287	التدفقات النقدية الحرة المخصومة	16.05%
22,073			القيمة النهائية	83.95%
17,500			القيمة النهائية المخصومة	1.00%
21,302			قيمة المنشأة	8.05%
-14,815			صافي الديون	
6,487			قيمة رأس المال	
583.73			عدد الأسهم	
11.11			السعر المستهدف (ر.س)	

المصدر: الرياض المالية

2- طريقة المقارنة بشركات مماثلة (السعر العادل 8.12 ريال)

قمنا باستخدام طريقة مقارنة الشركة بشركات مماثلة باستخدام متوسط السعر إلى الدخل قبل المصروفات التمويلية والزكاة والإهلاك والاستهلاك المستقبلي لأنها تشمل نظرة المستثمرين وتقييمهم للقطاع. قمنا بالاطلاع على 4 شركات في منطقة الخليج نظراً لعدم إمكانية المقارنة بالمنافسين المحليين، كما حرصنا على أن لا تكون الشركات المقارن بها الأولى في الدول التي تعمل فيها. توصلنا إلى السعر المستهدف للسهم عند 8.12 ريال للسهم

جدول رقم 9: التقييم بطريقة المقارنة بشركات مماثلة

الشركة	الدولة	السعر / (EBITDA) المستقبلي
أوريد	الكويت	2.05
زين	البحرين	2.23
فيفا	الكويت	2.96
أوريد	عمان	3.33
المتوسط	-	2.64
الدخل (EBITDA) المستقبلي للسهم الواحد لزين	-	3.07
السعر المستهدف (ر.س)		8.12

المصدر: الرياض المالية، بلومبيرغ

التوصيات

من خلال تحليلاتنا، نرى أن دمج طريقتي التقييم أعلاه مناسباً حيث أن طريقة التدفقات النقدية المخصومة تغطي الجانب التشغيلي للشركة وتشمل التوقعات المستقبلية، فيما تغطي طريقة المقارنة انطباق المستثمرين عن القطاع. قمنا بإعطاء اوزان متساوية للطريقتين وتوصلنا إلى سعر 9.62 ريال كسعر عادل للسهم.

جدول رقم 10 : ملخص التقييم

طريقة التقييم	السعر المستهدف	الوزن	السعر (ر.س)
التدفقات النقدية المخصومة	11.11	50%	5.56
السعر / (EBITDA) المستقبلي	8.12	50%	4.06
السعر المستهدف (ر.س)			9.62

المصدر: الرياض المالية

في هذا التقرير، نقوم بنقل التغطية على سهم شركة الاتصالات المتنقلة (زين) وبسعر مستهدف قدره 9.50 ريال ، مما يوفر عائداً قدره 61%، على الرغم من ذلك، نوصي بالاحتفاظ على السهم وذلك نظراً للعوامل الأخرى، كمخاطر الديون والسيولة، وعدم وضوح الصورة حول قضية الشركة مع شركة موبايلي، ومطالبات مصلحة الزكاة والدخل، والتي قد تؤثر على الشركة بشكل جوهري.

جدول رقم 12: مختصر للقوائم المالية

2019E	2018E	2017E	2016E	2015	قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)	2019E	2018E	2017E	2016E	2015	قائمة الدخل (مليون ريال)
(271)	(405)	(624)	(835)	(972)	صافي الدخل	8,332	7,935	7,557	7,232	6,741	صافي المبيعات
818	863	869	799	1,770	استهلاكات	(3,416)	(3,253)	(3,136)	(3,036)	(2,790)	تكلفة المبيعات
(372)	(450)	(487)	(448)	838	مصاريف تمويل	4,916	4,682	4,421	4,196	3,951	إجمالي الدخل
1,879	1,717	1,514	959	(512)	مصاريف تمويل مدفوعه	(2,299)	(2,190)	(2,123)	(2,119)	(2,047)	مصروفات بيعية وتسويقية
1,879	1,717	1,514	959	1,568	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	(326)	(271)	(258)	(283)	(275)	مصروفات عمومية وإدارية
(568)	(536)	(506)	(551)	(1,582)	إضافات ممتلكات وآلات ومعدات	(1,750)	(1,770)	(1,801)	(1,836)	(1,770)	الإهلاك والإستهلاك
(568)	(536)	(506)	(551)	(1,582)	التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية	540	451	239	(42)	(141)	الدخل من العمليات المستمرة الرئيسية
-	-	100	170	330	أوراق دفع	(818)	(863)	(869)	(799)	(838)	تكلفة التمويل
(1,300)	(1,351)	(832)	(1,381)	(121)	الديون	7	7	7	7	7	عوائد عمولات
(1,300)	(1,351)	(732)	(1,211)	300	التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية	(271)	(405)	(624)	(835)	(972)	صافي الدخل قبل الزكاة الشرعية
11	(170)	276	(802)	286	صافي النقد	(271)	(405)	(624)	(835)	(972)	صافي الدخل
682	851	575	1,378	1,092	النقد في بداية السنة	583.73	583.73	583.73	583.73	583.73	عدد الأسهم المصدره
692	682	851	575	1,378	النقد في نهاية السنة	(0.46)	(0.69)	(1.07)	(1.43)	(1.67)	ربحية السهم الواحد
2018E	2017E	2016E	2015E	2014	معدلات مالية	2019E	2018E	2017E	2016E	2015	قائمة المركز المالي (مليون ريال)
59%	59%	59%	58%	59%	الربحية	692	682	851	575	1,379	نقد ونقد مماثل
6%	6%	3%	-1%	-2%	هامش الدخل الإجمالي	1,500	1,428	1,360	1,229	1,093	نعم مبنية
27%	28%	27%	25%	24%	هامش الدخل التشغيلي	1,833	1,746	1,663	1,591	1,521	مفروقات مقدمة وأخرى
-3%	-5%	-8%	-12%	-14%	هامش صافي الدخل	4,446	4,501	4,615	4,799	5,007	موجودات ملموسة، صافي
-1%	-2%	-3%	-3%	-4%	العائد على الأصول	12,908	13,893	14,878	15,863	16,812	موجودات غير ملموسة، صافي
-11%	-15%	-20%	-22%	-21%	العائد على حقوق المساهمين	136	135	134	133	132	أخرى
85%	84%	83%	81%	78%	نسب الديون	21,848	22,701	23,803	24,480	26,048	مجموع الموجودات
555%	529%	488%	414%	356%	الدين / مجموع الأصول	350	333	321	311	286	نعم دائنة
1.45x	1.00x	.49x	-.09x	-.28x	الدين / حقوق الملكية	600	600	600	500	330	أوراق دفع
.14x	.11x	.11x	.09x	.20x	تغطية الفائدة (مرة) الديون التجارية	-	1,300	6,351	1,832	2,881	تسهيل قرض قصير الأجل
.87x	.68x	.68x	.60x	.59x	نسب السيولة	6,202	6,202	2,502	7,853	8,185	قرض طويل الأجل
3.92	3.80	3.49	3.07	3.07	السيولة النقدية	905	862	821	785	732	إيرادات مؤجلة
N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	معدل السيولة	3,174	3,023	2,893	2,696	2,698	مصاريف مستحقة وأخرى
1.4x	1.3x	1.1x	.9x	.8x	أخرى	5,559	5,113	4,700	4,317	3,966	دفعات مقدمة من مساهمين
.4x	.4x	.5x	.5x	.5x	للشخص الواحد EBITDA/	1,062	1,001	943	888	835	مستحق لجهات ذات علاقة
					مكرر ربحية السهم	19,431	20,014	20,711	20,763	21,497	مجموع المطلوبات
					السعر / القيمة الدفترية	5,837	5,837	5,837	5,837	5,837	رأس المال
					السعر / المبيعات	(3,414)	(3,142)	(2,737)	(2,114)	(1,279)	عجز متراكم
						21,848	22,701	23,803	24,480	26,048	مجموع المطلوبات وحقوق المساهمين

*EBITDA الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والإستهلاك

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة

غير مُصنّف	بيع	احتفاظ	شراء	شراء قوي
تحت المراجعة/ مقيد	سعر مبالغ فيه	إجمالي الإيرادات المتوقعة 15% >	إجمالي الإيرادات المتوقعة 15% ≤	إجمالي الإيرادات المتوقعة 25% ≤

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، 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 احد 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 التنبؤات أو 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 بالفارئ. 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