



US\$10.02mn	%48.1	US\$3.043bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسمم المتداولة	القيمة السوقية
0.6% أعلى من الحالي	8.00	السعر المستهدف
5.7% أعلى من الحالي	8.40	السعر المتفق عليه
بتاريخ 17/1/2011	7.95	السعر الحالي

إدارة البحوث  
أندرو ارايه هاسكنز، مدير بحوث الأسهم  
Tel +96612119233, haskinsar@alrajhi-capital.com

## زين السعودية

### مزيدا من النتائج الشبيهة بالسابقة

كانت نتائج زين السعودية للربع الرابع 2010 مماثلة لنتائج الربعين الثاني والثالث حيث أظهرت نموا قويا في المبيعات والربح الإجمالي ولكنها أظهرت صافي خسارة كبيرة بسبب ارتفاع التكاليف المالية على دينها المرتفع. إننا لا نزال نعتقد أن الاستثمار في زين السعودية، قبل تطبيق عملية إعادة الهيكلة المالية المخطط لها، ينطوي على مخاطر كبيرة. إن تطبيق عملية إعادة الهيكلة يعتمد إلى حد كبير على نتائج عرض شركة اتصالات لشركة زين الكويتية، الشركة الأم لزين السعودية.

الأرباح مقارنة بتوقعاتنا	أعلى	متوافق	أقل
الأثر المتوقع:			
توقعات الأرباح	ارتفعت	لا تغيير	انخفضت
توقعات توزيعات الأرباح	ارتفعت	لا تغيير	انخفضت
التوصية	رفع التصنيف	لا تغيير	خفض التصنيف
وجهة النظر للمدى البعيد	أقوى	مؤكدة	أضعف

• **نمو قوي في الإشرابات والمبيعات:** أعلنت شركة زين السعودية أنها قد أنهت عام 2010 بتحقيق أكثر من 8 مليون اشتراك " وهذا يتماشى مع تقديراتنا لاشتراكات زين في الهاتف المتنقل في نهاية العام التي بلغت 8.39 مليون. وكما كان متوقعا، جاء أداء المبيعات قويا: فقد بلغت إيرادات الربع الرابع 1,728 مليون ريال، بارتفاع تجاوز 93% للربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق وكانت أعلى قليلا من تقديراتنا التي بلغت 1,728 مليون ريال. وللمقارنة، فقد بلغ نمو الإيرادات للربع الثالث مقارنة بنفس الربع من العام السابق 101%.

• **الأداء التشغيلي قوي:** كان الربح الإجمالي الذي بلغ 826 مليون ريال مرتفعا بنسبة 132% للربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق وأعلى من تقديراتنا بنسبة 7%. وكان الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء الذي بلغ 209 مليون ريال أعلى بنسبة 11% من تقديراتنا. وكان الربع الرابع هو ثالث ربع لشركة زين تحقق فيه EBITDA موجب. وبينما لا تزال رسوم الاستهلاك والإطفاء المرتفعة تعمل على خفض النتائج التشغيلية، فقد كانت الخسارة المعلنة التي بلغت 179 مليون ريال، أقل بنسبة 11% من تقديراتنا التي أشارت لخسائر تشغيلية بمقدار 201 مليون ريال.

• **ارتفاع التكاليف المالية يفسر ارتفاع الخسائر الصافية:** يبدو أن صافي التكاليف المالية قد بلغ 342 مليون ريال في الربع الرابع مقارنة بتقديراتنا التي بلغت 287 مليون ريال. ويمثل ذلك ارتفاعا بنسبة 55% على أساس الربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق وبنسبة 11% على أساس الربع مقارنة بالربع السابق. ويعتبر ذلك هو السبب الرئيسي وراء إعلان زين السعودية عن خسائر صافية بلغت 521 مليون ريال بارتفاع بنسبة 7% فوق تقديراتنا التي أشارت إلى 488 مليون ريال رغما عن الأداء التشغيلي القوي. إن التكاليف المالية المرتفعة تعكس الدين المرتفع. ولا يمكننا حساب صافي الدين بدقة من بيانات الميزانية المنشورة حتى الآن. بيد أننا نعتقد حاليا أن زين السعودية قد أنهت عام 2010 بتحقيق دين صاف بلغ 14.68 بليون ريال أو بمعدل 2.1 مرة من إيرادات الربع الرابع على أساس سنوي.

• **خاتمة:** إننا نعتقد أن ارتفاع مديونية زين بدرجة كبيرة يجعل عملية إعادة الهيكلة المالية أمرا ضروريا جدا. غير أننا لا نزال لا نعلم حتى الآن ما إذا كانت زين السعودية سوف تتمكن أم لا من تطبيق خطة إعادة الهيكلة المالية التي تم الاتفاق عليها في العام الماضي ومتى سيكون ذلك. إن تطبيق هذه الخطة يعتمد إلى حد كبير على نتيجة عرض شركة اتصالات الإماراتية لشركة زين الكويتية، الشركة الأم لزين السعودية. وهو أمر لا يزال مشكوكا فيه بعد أن انقضى الموعد الأصلي المحدد لإكمال الصفقة أمس. وفي الوقت ذاته، فإننا نعتقد أنه من المخاطرة جدا الاستثمار في سهم زين السعودية على أساس أن لديه إمكانية للارتفاع. هذا، وقد أبقينا على سعرنا المستهدف لسهم الشركة عند 8.0 ريال ولا نزال نوصي بالمحافظة على المراكز في سهم الشركة.

#### التصنيف الحالي

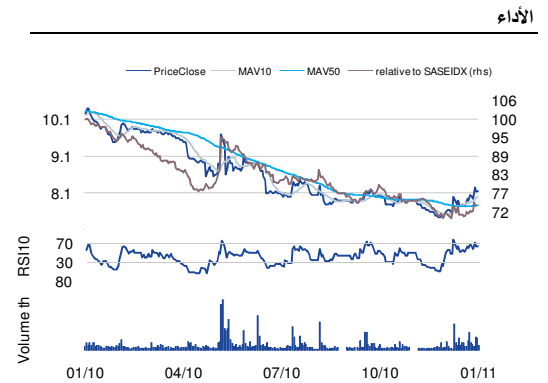
زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

### لمحة موجزة

إن هذه اللوحة الموجزة عبارة عن التفسير الأولي من قبل المحلل للنتائج المعلنة أو للأثر المترتب عن حدث رئيسي. ولا يتم في هذا التقرير تغيير تصنيفنا الاستثماري وتقديراتنا للإيرادات. وإذا حدثت أي تغييرات رسمية لتصنيفنا الاستثماري أو تقديرنا للإيرادات فسوف تتم في تقرير لاحق، ربما يكون مختلفا عن وجهات النظر الأولية التي يعبر عنها في هذا التقرير.



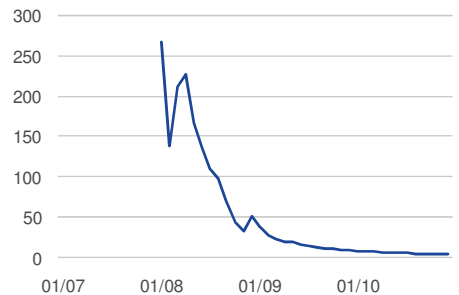
#### الأرباح

الفترة المنتهية في - SAR	12/12E	12/11E	12/10E	12/09
المبيعات - mn	10,325	8,225	5,925	3,004
نمو المبيعات	%25.5	%38.8	%97.2	%494.6
EBITDA - mn	2,375	1,374	311	(1,073)
نمو EBITDA	%72.8	%342.5	-	%15.2
الربح الموزع للسهم	0.36-	1.09-	1.66-	2.21-
نمو ربحية السهم	-%66.5	-%34.5	-%25.0	%36.0

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

#### التقييم

##### قيمة الشركة/المبيعات



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



التقييم					معلومات السهم			ملخص الشركة
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	الفترة المنتهية في	11.41bn / 3.043bn	القيمة السوقية (SAR/US\$)		<p>تعت تحتل شركة زين السعودية المركز الثالث من بين شركات الاتصالات الثلاث العاملة في المملكة العربية السعودية، حيث تبلغ قيمة أصولها في السوق نحو 3 بلايين دولار أمريكي. وقد دخلت الشركة في الخدمة في الربع الثالث من عام 2008م. ووفق تقديراتنا، فإن حصة زين من حسابات سوق الهاتف الجوال تتراوح بحدود 13 إلى 14٪، رغم أن حصتها من الإيرادات أقل من ذلك حيث تبلغ نحو 9 إلى 10٪. وليس لشركة زين حضور في سوق الخطوط الهاتفية الثابتة. وشركة زين السعودية هي إحدى الشركات التابعة لمجموعة زين ومقرها الكويت، وشركة زين الكويتية من شركات الاتصالات الناشئة التي تعمل في العديد من الأسواق في الشرق الأوسط ولكنها تواجه الآن مشكلة عرض استحوذ من شركة الاتصالات الإماراتية.</p>
10,325	8,225	5,925	3,004	المبيعات - SARmn	7.45 - 10.40	متوسط الحجم اليومي في 52 أسبوع		
2,375	1,374	311	(1,073)	EBITDA - SARmn	10.02mn	متوسط حجم التداول اليومي (US\$)		
(510)	(1,522)	(2,326)	(3,099)	Net Profit - SARmn	1,400mn	الأسهم المتداولة		
0.36-	1.09-	1.66-	2.21-	الربح الموزع للسهم - SAR	%48.1	الأسهم الحرة (مقدرة)		
-	-	-	-	الربح الموزع للسهم - SAR	شهر	3 أشهر	12 شهر	
-%66.5	-%34.5	-%25.0	%36.0	نمو ربحية السهم	%-20.9	%1.2	%7.2	
11.8	20.1	84.0	na	قيمة الشركة/EBITDA	%-28.2	%-5.4	%3.8	
na	na	na	na	P/E (x)	الملاك الرئيسيين:			
2.8	2.5	1.9	1.3	P/B (x)	شركة الاتصالات المتنقلة الكويتية - الكويت			
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة العائد	مؤسسة فاندن للتجارة والمقاولات			
المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية					المصدر: بلومبرج، الراجحي المالية			

### 1. زين السعودية: النتائج الأولية للربع الرابع 2010

ملاحظات	Q4 2010 % chg. y-y	Q3 2010	Q4 2009	(SAR mn)
		الفعلي	الفعلي	
الإيرادات	93.0%	1,728	1,662	895
الربح الإجمالي	132.3%	826	712	356
هامش الربح الإجمالي	47.8%	42.8%	39.7%	
EBITDA	-398.1%	209	135	-70
هامش EBITDA (%)	4.2pp	12.1%	8.1%	-7.8%
الاستهلاك والإطفاء	5.9%	-388	-370	-366
ربح التشغيل	59.0%	-179	-235	-437
التكاليف المالية الصافية	54.6%	-342	-309	-221
أخرى	100.0%	0	0	0
صافي الربح قبل الضرائب	20.8%	-521	-544	-658
أخرى		0	0	0
صافي الربح قبل الضرائب	20.8%	-521	-544	-658
المصروفات الرأسمالية	n/a	503	85	727
نسبة المصروفات الرأسمالية/المبيعات (%)	52.1pp	0	5.1%	81.2%
صافي الدين	n/a	n/a	14,065	11,902
صافي الدين/EBITDA (مرة)	n/a	n/a	26.1	-42.4

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي 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 والإطلاع 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 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 تتخذ 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 ويأثر سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يصلحوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسؤولين 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 والعقود 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 بإدخال 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 كليا أو جزئيا 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 مواطنا أو مقيما 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 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.

### الإفصاح عن معلومات إضافية:

#### 1. 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 المتلزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 15% فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أقل زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 5% دون سعر السهم الحالي و 15% فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 5% دون مستوى السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

#### 2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: بوضي محلطونا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 6-9 شهور، ويعبارة أخرى، فم يتوقعون أن يصل سعر معين إلى المستوى المستهدف خلال تلك الفترة.

"القيمة العادلة" Fair value: نحن نقدر القيمة العادلة لكل سهم من الأسهم التي نقوم بتغطيتها. وهذا يتم في العادة بتابع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعني، مثال ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التفتحات النقدية المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقا للقيمة العادلة المقدره للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلا 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 المقدره لذلك السهم، ونشر 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

د. صالح السحيباني

مدير ادارة البحوث

هاتف : +966 1 2119434

alsuhaibanis@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، شركة تابعة لمصرف الراجحي تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37