



US\$32.33mn	%48.1	US\$2.576bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية
15.94% أعلى من الحالي	8.00	السعر المستهدف
21.7% أعلى من الحالي	8.40	السعر المتوقع عليه
بتاريخ 20/4/2011	6.90	السعر الحالي

إدارة البحوث
فريق بحوث الراجحي المالية
Tel +966 1 211 9233, research@alrajhi-capital.com

زين السعودية لا انتعاش واضح حتى الآن

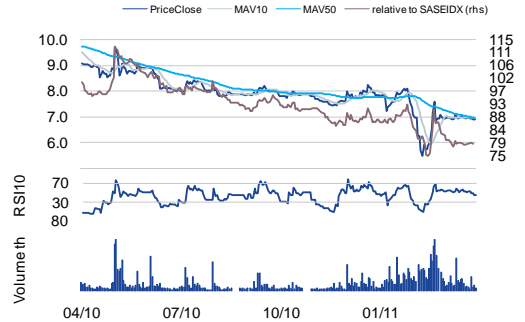
أظهرت نتائج زين السعودية للربع الأول 2011 عدم تحقيق الشركة لانتعاش واضح حتى الآن وجاءت دون توقعاتنا، ورغمما عن ارتفاع الربح الإجمالي بنسبة 86% للربع الأول فقد تكبدت الشركة خسائر تشغيلية بلغت 233 مليون ريال وخسائر صافية ضخمة بلغت 532 مليون ريال بسبب تكاليف التمويل العالية على دينها المرتفع. إننا نعتقد أن زين قد أصبحت تعاني من جراء الضغوط المرتبطة بخطة إعادة هيكلتها المالية وعملية الاستحواذ عليها المحتملة من قبل شركتي المملكة القابضة وبتلكو. إننا نتوقع أن تشهد زين تحسناً على صعيد عملياتها التشغيلية، ولكن ذلك لن يحدث إلا بعد وضوح الرؤية حول الجهة التي ستؤول إليها ملكية زين في المستقبل. ومن المتوقع أن نقوم بخفض توقعاتنا الخاصة بالأرباح بمقدار طفيف. وبناء عليه، من المحتمل أن نبقى على تصنيفنا للشركة كما هو والذي يتضمن المحافظة على المراكز في أسهم الشركة ولكن مع خفض سعرنا المستهدف للسهم بمقدار طفيف.

التصنيف الحالي		
زيادة المراكز	المحافظة على المراكز	تخفيض المراكز

لمحة موجزة

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

الأداء



الأرباح مقابل توقعاتنا	أعلى	متوافق	أقل
الأثر المتوقع:			
توقعات الأرباح	ارتفعت	لا تغير	انخفضت
توقعات توزيعات الأرباح	ارتفعت	لا تغير	انخفضت
وجهة نظر التحليل الأساسي	رفع التصنيف	لا تغير	خفض التصنيف
تصنيف الاستثمار	أقوى	موكدة	خفض

- **الإيرادات:** أعلنت زين السعودية عن تحقيق مبيعات بلغت قيمتها 1,484 مليون ريال، بارتفاع بنسبة 36% على أساس الربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق، ولكنها منخفضة بدرجة كبيرة عن تقديرنا التي بلغت 1,917 مليون ريال. ويعكس هذا الأداء المتوسط تباطؤ في معدل النمو في الاشتراكات وفي حجم المكالمات.
- **الربح الإجمالي والخسائر التشغيلية:** جاء الربح الإجمالي الذي بلغ 716 مليون ريال مرتفعاً بنسبة بلغت 86% على أساس الربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق، وإن كان ذلك أقل من توقعاتنا التي بلغت 958 مليون ريال. وقد بلغت الخسارة التشغيلية التي أعلنتها الشركة للربع الأول 233 مليون ريال بانخفاض بنسبة 46% عن نفس الربع من العام السابق. غير أن هذا الرقم لا يزال غير مقنع مقارنة بالرقم الذي توقعناه وهو 104 مليون ريال.
- **صافي الربح:** أعلنت زين مرة أخرى عن خسائر صافية مرتفعة بلغت 532 مليون ريال، بزيادة بنسبة كبيرة بلغت 20% عن توقعاتنا لصافي الخسائر التي بلغت 442 مليون ريال. وقد ظلت الشركة تعاني من تكاليف تمويل صافية عالية بسبب ارتفاع مستوى مديونيتها (بلغ حجم الدين حوالي 14.7 بليون ريال في 2010). أن هذا المستوى المرتفع من المديونية يقود إلى مستويات مرتفعة من تكاليف التمويل مما جعل زين غير قادرة على تحقيق أي انتعاش.
- **المخلص:** إننا نعتقد أن مشكلة هذا المستوى المرتفع من الدين تحتاج إلى حل أولاً بالشركة في حاجة ماسة إلى إعادة هيكلة مالية. ولكن، إذا أخذنا في الاعتبار البطء في عملية البيع المقترحة لحصة زين الكويتية في زين السعودية لشركتي المملكة القابضة وبتلكو، والتأخير المستمر في المحاولات الرامية لدمج أسهم زين، فإننا نعتقد أن سعر سهم زين سوف يستمر في معاناته. ونظراً لأن سهم الشركة يتداول عند نسبة سعر إلى الأرباح سلبية ومضاعف قيمة شركة EBITDA تبلغ 16.9 مرة، فإن الاستثمار في سهم زين يعتبر محفوفاً بالمخاطر في ظل وجود خيارات آمنة للاستثمار في السوق. وفي الوقت الراهن سوف نبقى على تصنيفنا لشركة زين كما هو وكذلك على سعرنا المستهدف الذي يبلغ 8.0 ريال للسهم.
- **ملاحظة:** هذا التقرير عبارة عن ترجمة لتقرير صدر في الأصل باللغة الإنجليزية وتم نشره بتاريخ 6 فبراير، وقد تم تحديث التقييمات لأقرب سعر إقبال.

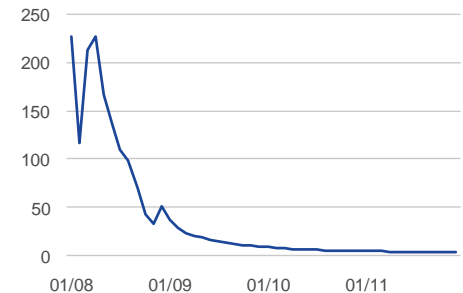
الأرباح

الفترة المنتهية في - SAR	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
المبيعات - mn	5,934	8,283	10,357	12,155
نمو المبيعات	97.5%	39.6%	25.0%	17.4%
EBITDA - mn	331	1,481	2,434	3,343
نمو EBITDA	348.0%	64.3%	37.3%	
الربح الموزع للسهم	1.68-	1.05-	0.37-	0.10
نمو ربحية السهم	23.9%	37.8%	64.8%	

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

التقييم

قيمة الشركة/المبيعات



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



التقييم					معلومات السهم			ملخص الشركة
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	الفترة المنتهية في	9.66bn / 2.576bn	القيمة السوقية (SAR/US\$)		<p>تعت تحلل 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 استحواذ من شركة الاتصالات الإماراتية.</p>
12,155	10,357	8,283	5,934	المبيعات - SARmn	5.50 - 9.70	متوسط الحجم اليومي في 52 أسبوع		
3,343	2,434	1,481	331	EBITDA - SARmn	32.33mn	متوسط حجم التداول اليومي (US\$)		
142	(517)	(1,468)	(2,358)	Net Profit - SARmn	1,400mn	الأسهم المتداولة		
0.10	0.37-	1.05-	1.68-	الربح الموزع للسهم - SAR	%48.1	الأسهم الحرة (مقدرة)		
-	-	-	-	الربح الموزع للسهم - SAR	شهر	الأداء :		
na	-%64.8	-%37.8	-%23.9	نمو ربحية السهم	12 شهر	المطلق		
7.6	10.6	16.8	73.6	قيمة الشركة/EBITDA	3 أشهر	مقارنة بالمؤشر		
67.9	na	na	na	P/E (x)	%-24.2	% -12.1		
2.3	2.3	2.1	1.6	P/B (x)	%-21.4	% -10.1		
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة العائد	الملاك الرئيسيين:			
المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية					شركة الاتصالات المتنقلة الكويتية - الكويت			
					مؤسسة فاند للتجارة والمقاولات			
					المصدر: بلومبرغ، والراجحي المالية			
					%25			
					%6.9			

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 جانبك على عدم إعادة توزيع أو 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 أو رأي 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 أو الارتفاع. 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 يحصلوا 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 أو العقود الأجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بإداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات 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 خسارة 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 موجبة إلى أو معدة للتوزيع أو لاستخدامها 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 بتسجيل 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: يوصى محلطونا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 6-9 شهور. وبعبارة أخرى، فهم يتوقعون أن يصل سعر معين إلى المستوى المستهدف خلال تلك الفترة.

"القيمة العادلة" Fair value: نحن نقدر القيمة العادلة لكل سهم من الأسهم التي تقوم بتغطيتها. وهذا يتم في العادة باتباع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومناسبة لسهم أو القطاع المعني، مثال ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التفتحات النقدية المحصومة 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 تبرز 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، 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

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