



US\$10.90mn	%48.1	US\$2.99bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأشهر المتداوله	القيمة السوقية
0% أعلى من الحالي	8.00	السعر المستهدف
5.0% أعلى من الحالي	8.40	السعر المتوقع عليه
17/10/2010 بتاريخ	8.00	السعر الحالي

إدارة البحوث

Andrew Haskins, Head of Equity Research

Tel 966 1 211 9310, andrew.haskins@alrajhi-capital.com

## زين السعودية

### النتائج لم تكن المحرك الأساسي للسهم

لقد أظهرت نتائج زين السعودية للربع الثالث، وللمرة الثانية، نمواً قوياً للمبيعات ولكنها أظهرت ما يبدو مستوى مرتفعاً من الاستهلاك وتكاليف الفوائد. وهكذا، فبينما تجاوزت المبيعات والربح الإجمالي تقديراتنا، فقد كانت الخسارة الصافية أعلى من توقعاتنا. لقد حددت زين أهدافاً لعام 2011 تتماشى مع افتراضاتنا. ونتوقع أن يكون المحرك لسعر سهم زين ليس هو نتائجها، وإنما هو عرض شركة اتصالات لزين الكويتية - الذي نرى أن مدلولاته سلبية للشركة التابعة لها، هذا بالإضافة إلى توقيت إعادة الهيكلة المالية. وقد أبقينا على تصنيفنا لسهم الشركة كما هو أي التوصية بالمحافظة على المراكز فيها مع سعر مستهدف يبلغ 8.0 ريالاً.

الأرباح مقارنة بتوقعاتنا	أعلى	متوافق	أقل
الأثر المتوقع			
توقعات الأرباح	ارتفعت	لا تتغير	انخفضت
تقديرات توزيعات الأرباح	ارتفعت	لا تتغير	انخفضت
التوصية	رفع التصنيف	لا تتغير	خفض التصنيف
النظرة على المدى البعيد	أقوى	مؤكدة	أضعف

**المبيعات:** أعلنت زين السعودية عن تحقيق مبيعات بلغت قيمتها 1,662 مليون ريال، مرتفعة بنسبة 95% للربع مقارنة بنفس الربع من العام الماضي وبنسبة 15% مقابل الربع الثاني. وقد ارتفعت المبيعات بنسبة 7% عن تقديراتنا التي بلغت 1,554 مليون ريال. ويبدو أن هذا الأداء القوي يعكس الاستمرار في نمو الاشتراكات بشكل ضخم وارتفاع أحجام المكالمات. ولا يبدو أن زين قد نشرت أي أرقام لاشتراكات الهاتف المتنقل في نهاية الربع. أما تقديراتنا لهذه الاشتراكات فقد كانت 7.43 مليون.

**الربح الإجمالي والربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء:** كان الربح الإجمالي الذي بلغ 712 مليون ريال مرتفعاً بنسبة 193% على أساس الربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق وبنسبة 9% عن تقديراتنا التي بلغت 653 مليون ريال. إننا نعتقد أن أحد الأسباب الرئيسية لهذا الأداء القوي كان توسع شركة زين السعودية الذي يفترض أن يكون قد خفض رسوم التجوال التي تدفعها زين لشركة موبيلي. وبينما كان الربح الإجمالي أعلى كثيراً من توقعاتنا، فقد كانت تكاليف المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية أعلى أيضاً من تقديراتنا. ونتيجة لذلك، ووفقاً لتقديراتنا، فقد بلغ الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء للربع الثالث 135 مليون ريال أو أقل بنسبة 3% فقط من تقديراتنا التي بلغت 193 مليون ريال.

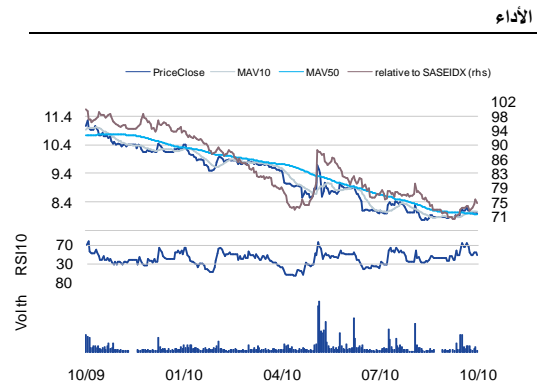
**صافي الربح:** ظلت رسوم الاستهلاك والإطفاء المشتركة مرتفعة عند مستوى 370 مليون ريال، في نطاق أرقام الأربعة أرباع السابقة التي تراوحت بين 360 – 375 مليون ريال. ولكنها دون تقديراتنا التي بلغت 386 مليون ريال. وهذا يعني أن خسائر التشغيل لشركة زين السعودية بلغت 235 مليون ريال، أي أقل بنسبة 4% من تقديراتنا التي أشارت إلى خسارة تبلغ 246 مليون ريال. وبالنسبة لتكاليف التمويل الصافية، التي قفزت في الربع الثاني، فقد ظلت مرتفعة جداً في الربع الثالث عن مستوى 309 مليون ريال. ونتيجة لذلك، فقد أعلنت زين السعودية خسارة صافية بلغت 544 مليون ريال. وقد كانت هذه الخسارة أعلى بنسبة 2% عن تقديراتنا التي أشارت إلى خسارة صافية تبلغ 532 مليون ريال رغمًا عن المبيعات القوية والربح الإجمالي الجيد.

**صافي الدين:** إن تكاليف التمويل المرتفعة تعكس التأثير المستمر للارتفاع في الدين الإجمالي من 11.97 بليون ريال في نهاية الربع الأول إلى 14.02 بليون ريال في نهاية الربع الثاني. (نتج هذا الارتفاع من قرار زين السعودية لترتيب تسهيلات ديون قصيرة الأجل مع بنك بي إن بي باريبا لإعادة تمويل التزاماتها الموجودة بموجب عقود تمويل الموردين). ومن واقع ميزانية زين السعودية فإننا نعتقد أن صافي الدين قد تغير قليلاً في نهاية الربع الثالث إلى مستوى 14.07 بليون ريال مقارنة بتقديراتنا التي بلغت 14.41 بليون ريال. وبينما نجد أن تقديراتنا الحالية لإيرادات زين السعودية للسنة بكاملها عند مستوى 5.65 بليون ريال أصبحت تبدو متحفظة الآن بشكل واضح بعد الأداء الجيد لمبيعات الربع الثالث، ربما تجدر الإشارة هنا إلى أنه على هذا الأساس فإن نسبة صافي الدين/المبيعات تبلغ حوالي 2.5 مرة. واستناداً إلى توقعاتنا الحالية لعام 2011، فإن نسبة صافي الدين/المبيعات لزين السعودية تبلغ 1.8 مرة بينما تبلغ نسبة صافي الدين/EBITDA 9.6 مرة. ويمكن مقارنة النسبة الأخيرة بالحد الأقصى من هذه النسبة الذي افترضناه لأي شركة راسخة في تشغيل الاتصالات وهو حوالي 3 مرات. إن مستوى المديونية المرتفع جداً لشركة زين يوضح السبب وراء اعتبارنا لعملية إعادة الهيكلة المالية كأمر بالغ الأهمية.

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 أو تقديراتنا للإيرادات. وإذا حدثت أي تغييرات رسمية لتصنيفنا الاستثماري أو تقديراتنا للإيرادات فسوف تتم في تقرير لاحق، ربما يكون مختلفاً عن وجهات النظر الأولية التي يعبر عنها في هذا التقرير.

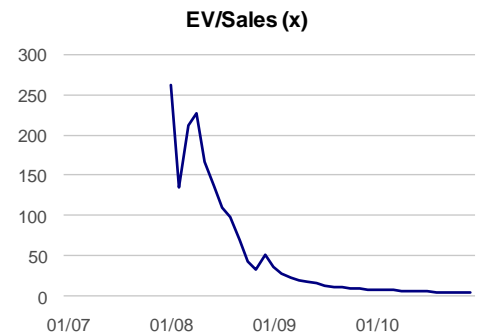


### الأرباح

آخر المدة - SAR	12/12E	12/11E	12/10E	12/09
المبيعات - SARmn	9,419	7,607	5,650	3,004
نمو المبيعات	%23.8	%34.6	%88.1	%494.6
EBITDA - SARmn	2,449	1,464	328	(1,073)
نمو EBITDA	%67.2	%345.9	-	%-15.2
الربح الموزع للسهم	(0.14)	(0.85)	(1.65)	(2.21)
نمو ربحية السهم	-%83.5	-%48.4	-%25.4	%36.0

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

### التقييم



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



التقييم				معلومات السهم	ملخص الشركة
12/12E	12/11E	12/10E	12/09	آخر المدة	<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 4 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 13-14% ، رغم أن حصتها من الإيرادات أقل من ذلك حيث تبلغ نحو 9-10% . 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>
11.20bn / 2.99bn				القيمة السوقية (SAR/US\$)	
7.80 - 11.25				52 أسبوع متوسط الحجم اليومي في متوسط حجم التداول اليومي (US\$)	
10.90mn				الأسهم المتداولة	
1,400mn				الأسهم الحرة (مقدرة)	
%48.1				الأداء :	
	شهر	3 أشهر	12 شهر	المطلق	
%-27.6	%-0.6	%1.3	%36.0	مقارنة بال مؤشر	
%-24.9	%-2.7	%2.8	%-83.5		
				الملاك الرئيسيين:	
				شركة الاتصالات المتنقلة الكويتية - الكويت	
				مؤسسة فاند للتجارة والمقاولات	
				المصدر: ب. لوم برج الراجحي المالية	
				نسبة العائد	
				المصدر: معلومات الشركة. والراجحي المالية	

- الأهداف لعام 2011 :** أعلنت زين السعودية أنها تأمل في تحقيق 10.0 مليون اشتراك في خدمة الهاتف المتنقل ومبيعات تتجاوز قيمتها 8 بليون ريال وأرباح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء تبلغ 1.5 بليون ريال في عام 2011 . ويمكن مقارنة هذه الأرقام المستهدفة بتقديرنا الحالية للعام القادم وهي على النحو التالي: 10.42 مليون ريال اشتراك في خدمة الهاتف المتنقل و 7.61 مليون ريال من المبيعات و 1.46 بليون ريال من الأرباح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء.
- ملخص :** إننا لا نرى أن الأداء التشغيلي المطمئن لشركة زين السعودية هو المحرك الحقيقي لسعر السهم. ونحن نتوقع أن تكون العوامل المحركة لسعر سهم زين هي عوامل خارج نطاق الشركة إلى حد بعيد ، ونقصد بذلك عرض شركة اتصالات لشركة زين الكويتية وكذلك توقيت عملية إعادة الهيكلة المالية. وحسب اعتقادنا ، فإن عرض اتصالات لزين الكويتية يعتبر سلبياً لشركة زين إذ أن نجاحه يجعلنا نتوقع أن تحاول اتصالات بيع زين الكويتية حصة في زين السعودية والتركيز على شركتها التابعة الحالية ونعني بها شركة موبايلي.



## 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 إرسالها أو الإفصاح عنها، كلياً أو جزئياً، 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 للجمهور من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتمد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صرحية أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تفر 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 واردة 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 ويأثر 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 المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساساً. 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 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 مسئولة 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 كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو لاستخدامها 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.

### 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 الملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

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

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 5% دون سعر السهم الحالي و15% فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 7.5% 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 سهم 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 باتباع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعني، مثال ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التنبؤات المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقاً للقيمة العادلة المقدره للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلاً 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 لتلك 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 37/07068