



US\$14.19mn	%48.1	US\$3.005bn
متوسط حجم التداول اليومي	الأسهم المتداولة	القيمة السوقية
0.62% أقل من الحالي	8.00	السعر المستهدف
4.3% أعلى من الحالي	8.40	السعر المتفق عليه
بتاريخ 13/2/2011	8.05	السعر الحالي

إدارة البحوث  
اندرو ار ايه هاسكنز- مدير بحوث الاسهم  
Tel +966 1 211 9233, haskinsar@alrajhi-capital.com

## شركة زين السعودية نمو مرتفع ولكن بمخاطر عالية

كانت نتائج زين السعودية للربع الرابع 2010 مماثلة لنتائج الربعين الثاني والثالث إذ أظهرت نمواً قوياً في المبيعات والربح الإجمالي ولكنها أظهرت خسارة صافية ضخمة نظراً لتكاليف التمويل المرتفعة على ديونها الكبيرة. وتؤكد النتائج الكاملة أن صافي الدين يبلغ 14.7 بليون ريال أو ما يساوي أكثر من ضعفي (2.1 مرة) مبيعات الربع الرابع على أساس سنوي. إننا لا نزال نعتقد أن الاستثمار في زين السعودية قبل عملية إعادة الهيكلة المالية المزمع إجراؤها، والتي لا يزال تاريخها غير مؤكد، تكتنفه الكثير من المخاطر.

**نمو ضخم في المبيعات:** لقد أغلقت زين السعودية عام 2010 بتحقيق "أكثر من 8 مليون مشترك". ويبدو هذا الرقم أدنى قليلاً من تقديراتنا لاشتراكات زين في خدمة الهاتف المتنقل لنهاية العام والتي تبلغ 8.39 مليون، ولكن ليس بالقدر الكبير. ونفترض الآن أن زين قد أكملت العام بتحقيق 8.05 اشتراك. وكما توقعنا سابقاً، فقد كان أداء المبيعات قوياً، إذ كانت إيرادات الربع الرابع التي بلغت 1,728 مليون ريال مرتفعة بنسبة 93% للربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق ولكنها كانت أعلى بمقدار ضئيل من تقديراتنا التي بلغت 1,718 مليون ريال. وللمقارنة، فقد بلغ نمو الإيرادات للربع الثالث مقارنة بنفس الربع من العام السابق 101%.

**نتائج تشغيلية قوية:** كان الربح الإجمالي الذي بلغ 826 مليون ريال مرتفعاً بنسبة 132% على أساس الفترة مقارنة بنفس الفترة من العام السابق وأعلى بنسبة 7% من تقديراتنا. وبالنسبة لهامش الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء EBITDA الذي بلغ 209 مليون فقد كان أعلى بنسبة 11% فوق تقديراتنا. لقد كان الربع الرابع هو ثالث ربع تحقق فيه زين السعودية EBITDA إيجابياً. وبينما لا تزال مصروفات الاستهلاك والإطفاء المرتفعة تمل على خفض نتائج التشغيل، فقد كانت خسارة التشغيل التي بلغت 179 مليون ريال أقل بنسبة 11% عن تقديراتنا للخسارة التشغيلية التي بلغت 201 مليون ريال.

**ارتفاع التكاليف المالية يفسر ارتفاع الخسائر الصافية:** بلغ صافي التكاليف المالية 342 مليون ريال في الربع الرابع مقارنة بتقديراتنا التي بلغت 287 مليون ريال. ويمثل ذلك ارتفاعاً 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 رغم عن الأداء التشغيلي القوي.

**استمرار صافي الدين وسعر الفائدة الفعال في الارتفاع:** استناداً إلى النتائج الكاملة لسنة 2010، فقد توصلنا إلى أن صافي الدين قد بلغ 14.68 بليون ريال، أي بارتفاع بنسبة 4% عما كان عليه في نهاية الربع الثالث ومساوياً تماماً تقريباً لتوقعاتنا. ويساوي الدين الصافي 2.1 مرة مبيعات الربع الرابع محسوبة على أساس سنوي. وقد ارتفع الدين الصافي جزئياً بسبب تقديم زين الكويتية مبلغاً إضافياً قدره 492 مليون ريال لشركتها التابعة خلال الربع الرابع، ولا نعلم حتى الآن لماذا أقيمت على هذه الخطوة. إننا نعتقد أن زين السعودية قد دفعت سعر فائدة فعال مرتفع جداً بلغ 9.2 على الدين الإجمالي في الربع الرابع 2010. إن نسبة الدين/المبيعات المرتفع وسعر الفائدة الفعلي المرتفع تفسر حاجة زين السعودية الملحة لإجراء عملية إعادة الهيكلة المالية.

**التوقعات الجديدة والتقييم:** لقد عدلنا تقديراتنا للمبيعات EBITDA وربح التشغيل لشركة زين السعودية لعامي 2011 و 2012 وما بعدهما وذلك برفع هذه التقديرات. وقد عدلنا أيضاً سعر الفائدة الفعلي الذي افترضناه سابقاً لعامي 2011 و 2012 برفعه ومن ثم سوف نستمر في توقع تكاليف تمويل مرتفعة وبالتالي خسائر صافية مرتفعة (ملحوظة: نحن لا نفترض تحقيق أي فوائد من إعادة الهيكلة المالية في تقديراتنا). ونظراً لسعر الفائدة الفعلي المرتفع، فإننا نقدر حالياً المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة زين السعودية بنسبة 10.7%. وفي نموذجنا القائم على طريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد، نجد أن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المرتفع يوازن التقييم المرتفع نتيجة لنتائج التشغيل المرتفعة. وبناءً على ذلك، فإن تقديراتنا للقيمة العادلة للسهم لم تتغير وسوف تظل عند 8.0 ريال للسهم.

**المخلص- لا تزال المخاطر عالية:** إننا نعتقد أن ارتفاع مديونية زين بدرجة كبيرة يجعل عملية إعادة الهيكلة المالية أمراً ضرورياً جداً. 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. 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 مشكوكاً فيه بعد أن انقضى الموعد الأصلي المحدد لاستكمال العرض في 15 يناير. وفي الوقت ذاته، فإننا نعتقد أنه من المخاطرة جداً الاستثمار في سهم زين السعودية على أساس أن لديه إمكانية للارتفاع، هذا، وقد أبقينا على سعرنا المستهدف لسهم الشركة عند 8.0 ريالاً ولا نزال نوصي بالمحافظة على المراكز في سهم الشركة.

هذه النسخة هي عبارة عن ترجمة لتقرير تم نشره باللغة الإنجليزية في 25 يناير 2011

تخفيض المراكز	المحافظة على المراكز	زيادة المراكز
---------------	----------------------	---------------

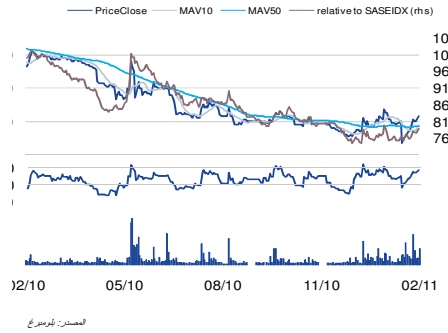
### مواضيع رئيسية

إننا نتوقع أن تستمر اتصالات الهاتف المتنقل في التوافق على اتصالات الخطوط الهاتفية الثابتة في المملكة العربية السعودية خلال السنوات القليلة القادمة مدعومة بخدمة البيانات المتنقلة. ونحن نعتقد أن شركة الاتصالات السعودية قد خسرت بعضاً من حصتها في سوق الهاتف المتنقل المحلي لمصلحة منافسيها.

### استنتاجات

إن شركة زين السعودية تحقق أداءً جيداً وفقاً للعديد من المعايير ونتوقع لها أن تحقق مكاسب جيدة من حيث الحصة السوقية خلال العقد القادم رغمًا عن أنها أقل قوة على صعيد خدمة البيانات المتنقلة من شركة موبيلي. ولكن لسوء الحظ، فإن شركة زين تركز تحت عبء كبير من الديون مما يؤدي إلى خفض حصة قيمة الشركة العائدة إلى حملة الأسهم.

### الأداء



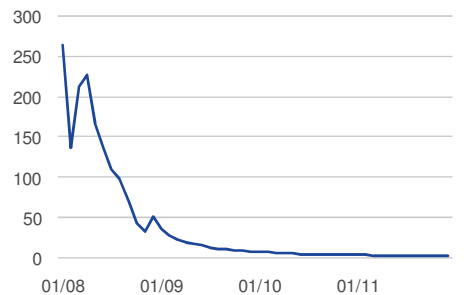
### الأرباح

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

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

### التقييم

#### قيمة الشركة/المبيعات



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

إخلاء من المسؤولية فضلاً راجع وثيقة الإخلاء من المسؤولية في نهاية التقرير



التقييم				معلومات السهم			ملخص الشركة
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	الفترة المنتهية في	11.27bn / 3.005bn	القيمة السوقية (SAR/US\$)	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٪، رغم أن حصتها من الإيرادات أقل من ذلك حيث تبلغ نحو 7٪. 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.
12,155	10,357	8,283	5,934	المبيعات - SARmn	7.25 - 10.00	متوسط الحجم اليومي في 52 أسبوع	
3,343	2,434	1,481	331	EBITDA - SARmn	14.19mn	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	الإداء :	
na	-%64.8	-%37.8	-%23.9	نمو ربحية السهم	شهر	المطلق	
8.1	11.3	17.9	78.5	قيمة الشركة/EBITDA	12 شهر	مقارنة بالموشر	
79.2	na	na	na	P/E (x)	%-15.3	%-1.2	
2.6	2.7	2.4	1.8	P/B (x)	%-21	%-0.9	
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة العائد	%25	%0.2	
المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية						الملاك الرئيسيون:	
						شركة الاتصالات المتنقلة الكويتية - الكويت	
						مؤسسة فادن للتجارة والمقاولات	
						المصدر: بلومبرج،الراجحي المالية	

## زين السعودية: ملخص نتائج الربع الرابع 2010

جدول 1. زين السعودية: نتائج الربع الرابع 2010

التعليق	توقعات الراجحي المالية للربع الرابع ٢٠١٠	التغيير السنوي %	الربع الرابع ٢٠١٠ الفعلية	الربع الثالث ٢٠٠٩ الفعلية	الربع الرابع ٢٠٠٩ الفعلية	مليون ريال
كما كان متوقعا، نتائج أخرى قوية: نمو الربع الرابع بنسبة ٩٣% مقارنة بنفس الربع من العام السابق ونمو الربع الثالث بنسبة ١٠١% كان الأداء جيدا ومزجعا بنسبة ٧% عن تقديراتنا مستمرا في الارتفاع مع استمرار زين السعودية في النمو	1718	%93.0	1728	1662	895	الإيرادات
كان الأداء جيدا ومزجعا بنسبة ٧% عن تقديراتنا مستمرا في الارتفاع مع استمرار زين السعودية في النمو	773	%132.3	826	712	356	الربح الإجمالي
كان EBITDA الذي يبلغ ٢٠٩ مليون ريال أعلى بنسبة ١١% من تقديراتنا. وهذا هو ثالث ربع تكون فيه قيمة EBITDA إيجابية ارتفع هامش EBITDA بأكثر من ٤ نقاط مئوية مقارنة بالربع الثالث. وتعتبر هذه نتيجة جيدة	189	-%398.1	209	135	-70	EBITDA
رسوم الإطفاء المرتفعة مستمرة في خفض ربح التشغيل كانت خسائر التشغيل أقل بنسبة ١١% تقريبا من تقديراتنا ولكنها تظل كبيرة	%11.0	أساس	%12.1	%8.1	-%7.8	هامش EBITDA (%)
إن صافي تكاليف التمويل، التي تعكس المديونية المرتفعة كانت أعلى حتى من تقديراتنا	-390	%5.9	-388	-370	-366	الاستهلاك والإطفاء
لا يوجد	-201	-%59.0	-179	-235	-437	ربح التشغيل
لا يوجد	-287	%54.6	-342	-309	-221	تكاليف التمويل الصافية
لا يوجد	0	-%100.0	0	0	0	الربح من مصادر أخرى
نعتقد أن زين السعودية لا تدفع زكاة باعتبارها شركة تحقق خسائر	-488	-%20.8	-521	-544	-658	صافي الربح قبل الضريبة
كانت الخسائر الصافية أعلى بنسبة ٧% من تقديراتنا رغم أن الأداء التشغيلي القوي، السبب الرئيسي لذلك كان هو الارتفاع الكبير في صافي تكاليف التمويل	0		0	0	0	الزكاة والضريبة
قريبة جدا من تقديراتنا. بين أن هذه المصروفات أخذت في الانخفاض في اتجاه مستوى مبيعات أكثر مغولية	-488	-%20.8	-521	-544	-658	صافي الدخل
كما نكر أعلاه	515	نقطة -52.1	503	85	727	المصاريف الرأسمالية
كان متوقفا من تقديراتنا ويمثل مستوى يعادل ٢.١ مرة إيرادات الربع الرابع على أساس سنوي	0.3	أساس	0	0.051	0.812	نسبة المصاريف الرأسمالية/المبيعات (%)
إن مستوى المديونية المرتفع يوضح الحاجة الماسة إلى إعادة الهيكلة المالية	14683	%23.4	14687	14065	11902	صافي الدين
	19.4			26.1	-42.4	صافي الدين/ EBITDA (عدد مرات على أساس سنوي)

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	قائمة الدخل - SARmn
12,155	10,357	8,283	5,934	3,004	المبيعات
(4,983)	(4,505)	(3,880)	(3,404)	(2,127)	تكلفة المبيعات
7,171	5,852	4,403	2,530	877	الربح الإجمالي
(3,829)	(3,418)	(2,922)	(2,200)	(1,950)	الرسوم الحكومية
1,447	697	(152)	(1,164)	(2,467)	المصاريف الإدارية والتسويقية
(8,812)	(7,923)	(6,801)	(5,604)	(4,077)	ربح العمليات
3,343	2,434	1,481	331	(1,073)	مصاريف نقدية تشغيلية
(1,896)	(1,737)	(1,634)	(1,494)	(1,394)	EBITDA
1,447	697	(152)	(1,164)	(2,467)	استهلاك واطفاء
(1,301)	(1,227)	(1,323)	(1,195)	(634)	ربح العمليات
-	-	-	-	-	صافي المصاريف الماليه
-	-	-	-	-	ربح/خسارة تحويل العملات الأجنبيه
-	-	-	-	1	مخصصات
-	-	-	-	-	الإيرادات الأخرى
-	-	-	-	-	مصاريف أخرى
146	(530)	(1,475)	(2,358)	(3,099)	الدخل قبل الزكاة والضريبة
(4)	13	7	-	-	الضريبة / الزكاة
-	-	-	-	-	حقوق الأقلية
142	(517)	(1,468)	(2,358)	(3,099)	صافي الربح
-	-	-	-	-	مجموع الأرباح موزعة
-	-	-	-	-	تحويل إلى الاحتياطي
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	عدد الأسهم المعنله
1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	التدفق النقدي للسهم - SAR
1.456	0.871	0.118	(0.617)	(1.218)	الربح الموزع للسهم - SAR
0.102	(0.369)	(1.048)	(1.685)	(2.214)	الربح الموزع للسهم - SAR
0	0	0	0	0	
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	النمو
%17.4	%25.0	%39.6	%97.5	%494.6	نمو المبيعات
%22.6	%32.9	%74.0	%188.5	%5228.5	نمو الربح الإجمالي
%37.3	%64.3	%348.0	-	%-15.2	نمو EBITDA
%107.5	-	-%86.9	-%52.8	%45.1	نمو ربح العمليات
-	-%64.8	-%37.8	-%23.9	%36.0	نمو صافي الربح
-	-%64.8	-%37.8	-%23.9	%36.0	نمو ربحية السهم
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	الهوامش
%59.0	%56.5	%53.2	%42.6	%29.2	هامش الربح الإجمالي
%27.5	%23.5	%17.9	%5.6	-%35.7	للفوائد
%11.9	%6.7	-%1.8	-%19.6	-%82.1	هامش ربح العمليات
%1.2	-%5.1	-%17.8	-%39.7	-%103.2	هامش الدخل قبل الضريبة والركاه
%1.2	-%5.0	-%17.7	-%39.7	-%103.2	هامش صافي الربح
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	النسب الأخرى
%7.5	%3.7	-%0.8	-%5.8	-%11.7	العائد على رأس المال التشغيلي
%6.9	%3.4	-%0.7	-%5.5	-%10.7	العائد على رأس المال الموظف
%3.4	-%11.7	-%27.2	-%32.0	-%30.5	العائد على حقوق الملاك
%2.5	%2.5	%0.5	%0.0	%0.0	نسبة الضريبة / الزكاة
%17.5	%18.0	%18.5	%16.3	%63.0	انفاق رأس المال المبيعات
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة الأرباح الموزعه
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	مقاييس التقييم
79.2	na	na	na	na	P/E (x)
5.5	9.2	68.0	na	na	P/CF (x)
2.6	2.7	2.4	1.8	1.3	P/B (x)
2.2	2.6	3.2	4.4	7.7	قيمة الشركة/المبيعات
8.1	11.3	17.9	78.5	na	قيمة الشركة/EBITDA
18.6	39.4	na	na	na	قيمة الشركة/EBIT
1.3	1.3	1.3	1.2	1.1	قيمة الشركة لرأس المال الموظف
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	نسبة العائد

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

لقد رفعنا توقعاتنا للمبيعات بنسبة بسيطة. ورفعنا أيضا توقعاتنا ل EBITDA لعام 2011 بنسبة 8% ولعلم 2012 بنسبة 2%

لا نتوقع تحقيق صافي أرباح أو توزيع أرباح حتى 2013

نتوقع مبيعات مضطربة ونمو في EBITDA خلال 2010-2013

هامش EBITDA يتوقع أن يتجه للارتفاع بشكل حاد من الآن فصاعدا

سهم زين لا يعتبر رخيصا على أساس نسبة قيمة الشركة/المبيعات وهي واحدة من أبسط معايير التقييم لشركة تحقق خسائر



12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	المركز المالي - SARmn
731	250	250	702	506	النقد وما يعادله
3,160	2,589	2,018	1,463	1,007	ذمم تجارية
182	155	138	29	39	مخزون
409	409	409	409	312	الأصول المتداولة الأخرى
<b>4,482</b>	<b>3,403</b>	<b>2,814</b>	<b>2,603</b>	<b>1,850</b>	مجموع الأصول المتداولة
7,579	6,340	5,204	4,298	3,847	مجموع الأصول الثابتة
-	-	-	-	-	إجمالي الاستثمارات
-	-	-	-	-	الشهرة
18,131	19,139	20,147	21,155	22,133	الأصول غير الملموسة الأخرى
-	-	-	-	-	مجموع الأصول الأخرى
<b>25,710</b>	<b>25,478</b>	<b>25,351</b>	<b>25,453</b>	<b>25,980</b>	مجموع الأصول طويلة الأجل
<b>30,192</b>	<b>28,882</b>	<b>28,165</b>	<b>28,055</b>	<b>27,830</b>	مجموع الأصول
2,194	2,194	2,194	2,194	-	الدين قصير الأجل
8,352	7,183	6,871	5,403	6,247	الالتزامات التجارية
-	-	-	-	-	أرباح دائته
457	457	457	457	543	الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
<b>11,003</b>	<b>9,834</b>	<b>9,522</b>	<b>8,054</b>	<b>6,789</b>	مجموع الخصوم قصيرة الأجل
14,226	14,226	13,305	13,196	12,408	مجموع الخصوم طويلة الأجل
659	659	659	659	-	الالتزامات الأخرى طويلة الأجل
17	17	17	17	10	مخصصات
<b>14,903</b>	<b>14,903</b>	<b>13,981</b>	<b>13,872</b>	<b>12,418</b>	مجموع الخصوم قصيرة الأجل الأخرى
-	-	-	-	-	حقوق الأقلية
14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	رأس المال المدفوع
(9,713)	(9,855)	(9,338)	(7,871)	(5,378)	إجمالي الاحتياطات
<b>4,287</b>	<b>4,145</b>	<b>4,662</b>	<b>6,129</b>	<b>8,622</b>	أجمالي حقوق المساهمين
<b>4,287</b>	<b>4,145</b>	<b>4,662</b>	<b>6,129</b>	<b>8,622</b>	مجموع حقوق المساهمين
<b>30,192</b>	<b>28,882</b>	<b>28,165</b>	<b>28,055</b>	<b>27,830</b>	مجموع حقوق المساهمين والخصوم
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	النسب
15,689	16,170	15,248	14,687	11,902	صافي الدين - SARmn
4.69	6.64	10.29	44.42	11.10-	صافي الدين / EBITDA
%366.0	%390.1	%327.1	%239.6	%138.0	صافي الدين/حقوق المساهمين
2.6	2.0	1.1	0.3	(1.7)	صافي مصروفات التمويل / EBITDA
3.06	2.96	3.33	4.38	6.16	القيمة النظرية للسهم - SAR
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	قائمة التدفق النقدي - SARmn
146	(530)	(1,475)	(2,358)	(3,099)	صافي الربح قبل خصم الضريبة والركاه وحقوق الأقلية
1,896	1,737	1,634	1,494	1,394	استهلاك واطفاء
571	(277)	805	246	2,060	التغير في رأس المال العامل
(4)	13	7	1,246	638	التدفقات النقدية الأخرى
<b>2,608</b>	<b>942</b>	<b>970</b>	<b>627</b>	<b>994</b>	صافي النقد من الأنشطة التشغيلية
(2,127)	(1,864)	(1,532)	(968)	(1,892)	انفاق رأس المال
-	-	-	-	-	استثمارات جديدة
-	-	-	2	3	أخرى
<b>(2,127)</b>	<b>(1,864)</b>	<b>(1,532)</b>	<b>(966)</b>	<b>(1,889)</b>	صافي النقدية المستخدمة في الأنشطة الاستثمارية
<b>481</b>	<b>(922)</b>	<b>(561)</b>	<b>(339)</b>	<b>(895)</b>	صافي النقد التشغيلي
-	-	-	-	-	توزيعات أرباح مدفوعة
-	-	-	-	-	عوائد بيع الأسهم
-	-	-	-	-	تأثير تحويل العملة على النقد
-	-	-	(2,150)	(575)	الأخرى
-	<b>922</b>	<b>109</b>	<b>535</b>	<b>818</b>	صافي النقد من الأنشطة التمويلية
481	0	(452)	196	(78)	صافي التغير في النقدية وشبه النقدية
250	250	702	506	583	النقدية وشبه النقدية في بداية الفترة
<b>731</b>	<b>250</b>	<b>250</b>	<b>702</b>	<b>506</b>	النقدية وشبه النقدية في نهاية السنة
12/13E	12/12E	12/11E	12/10	12/09	النسب
%17.5	%18.0	%18.5	%16.3	%63.0	انفاق رأس المال المبيعات

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

حقوق المساهمين ظلت تشهد تراجعاً بسبب الخسائر الصافية المرتفعة

صافي الدين يبلغ حالياً ما يعادل 2.4 مرة مبيعات الربع الرابع 2010 على أساس سنوي

التحرك الإيجابي الكبير في رأس المال العامل، دعم التدفق النقدي في 2009. وقد تبين أن ذلك لا يمكن استمراره

نتوقع ارتفاع نسبة المصروفات الرأسمالية/المبيعات هذا العام، نظراً لارتفاع رسوم مرور البيانات، ثم تتخف تدريجياً بعد ذلك



## 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 والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وآراء، 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 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 أساسا. 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 الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بإبداء 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 وإرادة 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، حيثما 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 المتزامنة بأحكام الشريعة الإسلامية:

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

"المحظية على المراكز" Neutral: توقع 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 محلونا 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 بإبلاغ أساليب مقبولة عن نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعنى، مثل ذلك، والأسلوب 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 المعنى، 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، 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