

زين: تكمن الفرص في التحديات، نبدأ بالتوصية "زيادة المراكز"

تواجه شركة زين السعودية تحديات متعددة مع محاولاتها التفاوض للخروج من المشاكل المالية التي تواجهها منذ إنشائها. كانت بداية الشركة خاطئة، حيث حصلت على رخصة تشغيل الاتصالات المتنقلة الأعلى تكلفة في المملكة. أدى التنافس الفعلي في السوق الحالي مع شركتين قائمتين (موبايلي والاتصالات) إلى صعوبة الاستحواذ على حصة سوقية كبيرة. بقيت الشركة على هامش السوق لفترة طويلة، حيث كانت حصتها السوقية قليلة لعدة سنوات.

واجهت الشركة مسألة أخرى تتمثل في الديون المرتفعة في مركزها المالي، وهو ما كان متوقعا نتيجة لضعف الأداء المالي وارتفاع تكلفة القروض (تعتبر بشكل جزئي نتيجة ضعف الأداء المالي). لم تكن الشركة قادرة على الوفاء بالتزاماتها بشكل منتظم، مما أدى إلى التقلب في سداد القروض، في عملية تؤثر سلبا على تصنيف الشركة الائتماني، مما أدى إلى ارتفاع معدل الفائدة على قروضها. مع ذلك، أعادت الشركة هيكله قرض تجاري بقيمة ٢,٢٥ مليار ريال سعودي، الذي سيؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل بقيمة ١٧٥ مليون ريال سعودي.

سجلت الشركة خسائر كبيرة، نتيجة الأداء المالي الضعيف، مما أدى إلى استنزاف رأس مال الشركة. قامت الشركة بتخفيض رأس المال مرتين، الأولى في العام ٢٠١٢ من ١٤ مليار ريال سعودي إلى ١٠,٨ مليار ريال سعودي ثم إلى ٥,٨ مليار ريال سعودي في العام ٢٠١٥. وذلك من أجل تخفيض الخسائر المتراكمة في المركز المالي.

مع ذلك، في الربعين السابقين، بدأت الأمور تظهر بشكل مناسب للشركة، حيث حققت نموا في الحصة السوقية بما يقارب ٢٢,٣٪، مع انخفاض رسوم الاتصال بالشبكة، كما أظهر هامش إجمالي الربح للشركة تحسنا بارتفاعه من ٥٢٪ إلى ما يقارب ٦٥٪، بالإضافة إلى ذلك فقد بدأت الأرباح التشغيلية أيضا بالاتجاه إلى نقطة التعادل.

كانت الشركة تعاني أيضا من ارتفاع تكلفة إطفاء رخصة التشغيل، لكن القرار التنظيمي بتمديد رخصة الاتصالات من قبل الحكومة مؤخرا لفترة الترخيص ١٥ عاما، وتحويل الترخيص من الاتصال المحمول فقط إلى ترخيص شامل، سوف يؤدي إلى انخفاض تكلفة إطفاء رخصة التشغيل للشركة وفرص لنمو الأعمال.

على ضوء التحديات والفرص التي تواجه الشركة، قمنا بتحليل الاحتمالات على أساس سيناريوهات مختلفة للإيرادات الربع سنوية للشركة.

لتحليل السيناريو حولنا التوصل إلى متوسط الإيرادات ربع السنوية المطلوبة التي سوف تساعد الشركة على تحقيق نقطة التعادل.

تعمل الشركة حاليا بإيرادات ربع سنوية في مكان ما بين السيناريو (انخفاض ٢ / انخفاض ٣)، التي يمكن أن تتحسن إذا كانت الشركة قادرة على رفع الحصة السوقية وتوسيع خدماتها.

السيناريوهات المحتملة

انخفاض	انخفاض	انخفاض	إيرادات لنقطة التعادل	ارتفاع	ارتفاع	ارتفاع	احتمالات قائمة الدخل
٣	٢	١	١	٢	٣	٣	
١,٧١٠	١,٨١٠	١,٩١٠	٢,٠١٠	٢,١١٠	٢,٢١٠	٢,٣١٠	الإيرادات الربع سنوية (أ)
٦,٨٤٠	٧,٢٤٠	٧,٦٤٠	٨,٠٤٠	٨,٤٤٠	٨,٨٤٠	٩,٢٤٠	الإيرادات السنوية (٤*)
٥٦٪	٥٨٪	٦٠٪	٦٢٪	٦٣٪	٦٤٪	٦٥٪	هامش إجمالي الربح
٣,٨٣٠	٤,١٩٩	٤,٥٨٤	٤,٩٨٥	٥,٣٧٧	٥,٦٥٨	٦,٠٠٦	إجمالي الربح
(٤,٣٠٣)	(٤,٣٠٣)	(٤,٣٠٣)	(٤,٣٠٣)	(٤,٣٠٣)	(٤,٣٠٣)	(٤,٣٠٣)	المصروفات التشغيلية
(٤٧٢)	(١٠٤)	٢٨١	٦٨٢	١,٠١٤	١,٣٥٥	١,٧٠٣	الربح التشغيلي
(٦٨٢)	(٦٨٢)	(٦٨٢)	(٦٨٢)	(٦٨٢)	(٦٨٢)	(٦٨٢)	تكلفة التمويل
(١,١٥٤)	(٧٨٥)	(٤٠٠)	٠	٢٢٣	٦٧٣	١,٠٢٢	صافي الربح (خسارة) قبل الزكاة

المصدر: الجزيرة كابيتال

كما ذكرنا سابقا، تواجه زين عددا من التحديات على جوانب متعددة.

١. إيرادات منخفضة
٢. تراجع متوسط الإيرادات لكل مستخدم
٣. حصة سوقية قليلة لكنها تتجه للتحسن
٤. منافسة شديدة
٥. مسألة القروض

ماذا نتج من الأسباب المذكورة أعلاه؟ ضعف في الأداء المالي والذي أدى إلى ارتفاع الخسائر المتراكمة في المركز المالي

زيادة المراكز

٧,٦٥ ريال سعودي

٨,٩ ريال سعودي

١٦,٣٪

التقييم

السعر الحالي

السعر المستهدف خلال (١٢ شهراً)

التغير المتوقع في السعر

*السعر كما في ٨ نوفمبر ٢٠١٦

أداء السعر



أهم البيانات المالية

المبالغ بالمليون ريال سعودي مالم يذكر	السنة المالية ٢٠١٥	السنة المالية ٢٠١٦ (متوقع)	السنة المالية ٢٠١٧ (متوقع)
الإيرادات	٦,٧٤١	٦,٩٣٣	٧,٧٢٧
النمو %	٨٪	٣٪	١١٪
صافي الربح	٩٧٢-	٩٢٥-	١٩٤-
النمو %	٢٣-	٥-	٧٩-
ربح السهم (ريال سعودي)	(١,٦٧)	(٠,٨٦)	(٠,١٨)

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

أهم النسب

المبالغ بالمليون ريال سعودي مالم يذكر	السنة المالية ٢٠١٥	السنة المالية ٢٠١٦ (متوقع)	السنة المالية ٢٠١٧ (متوقع)
هامش إجمالي الربح	٥٩٪	٦٢٪	٦٢٪
هامش EBITDA	٢٤٪	٢٤٪	٢٦٪
هامش صافي الربح	١٤-	١٣-	٣-
مكرر الربحية (مرة)	١,١	١,٢	١,٣
مكرر القيمة الدفترية (مرة)	٩,٠	٨,٧	٧,١
EV/EBITDA	٢١,٤-	٢٥,٥-	٥,٧-
العائد على حقوق الملكية	٦,٢-	٦,٣-	١,٤-
العائد على الأصول			

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

رئيس إدارة الأبحاث المكلف

طلحة نزر

+٩٦٦ ١١ ٢٢٥٦٢٥٠

t.nazar@aljaziracapital.com.sa

قمنا بإجراء تحليل الحساسية على قائمة الدخل لزين على أساس إيرادات ربع سنوية مختلفة للعثور على مستوى متوسط الإيرادات الربع سنوية التي من شأنها أن تؤدي إلى أرباح تشغيلية وصافي ربح للشركة.

بناء على الإيرادات الربع سنوية، قمنا بافتراض الإيرادات السنوية. فيما ستكون الافتراضات الرئيسية من جانب: المصروفات هي:

١. سوف يكون نطاق هامش إجمالي الربح من ٥٦٪ إلى ٦٥٪، بالاعتماد على السيناريو؛

٢. مصاريف التشغيل بمبلغ ٤,٣ مليار ريال سعودي سنويا؛

٣. تكلفة التمويل بمبلغ ٦٨٢ مليون ريال سعودي سنويا؛

ما هو واضح من تحليلنا أعلاه أن متوسط الإيرادات الربع سنوية بحدود ٢,٠١ مليار ريال سعودي سوف ينتج عنه أرباح تشغيلية بقيمة ٦٨٢ مليون ريال سعودي، يقابلها مصاريف تمويل بمبلغ ٦٨٢ مليون ريال سعودي، مما ينتج عنه حالة عدم الربح وعدم الخسارة (نقطة تعادل). عندما تبدأ الإيرادات الربع سنوية بتجاوز نقطة التعادل الربع سنوية البالغة ٢,٠١ مليار ريال سعودي، من المتوقع أن تتحول الشركة إلى الربحية، عندها سوف يتكون لزين صافي ربح إيجابي قبل الزكاة. تتراوح الإيرادات الربع سنوية للشركة بين الإيرادات في سيناريو (انخفاض ٢/انخفاض ٣)، مع تحسن الحصة السوقية يمكن للشركة الوصول إلى نقطة تعادل الإيرادات بسهولة.

يعتمد تحليلنا للشركة على العوامل المذكورة أعلاه، حيث نعتقد أن سعر السوق الحالي لسهم الشركة يعكس الأداء التاريخي الضعيف للشركة، بينما يظهر التحليل الأساسي القليل من التحسن، بدعم من تحسن الحصة السوقية، الانخفاض في رسوم الاتصال بالشبكة وانخفاض تكلفة التمويل ومصاريف الاستهلاك وتحسن ربح التشغيل.

التقييم والافتراض: من المتوقع أن تحقق زين خلال العام ٢٠١٦ إيرادات بقيمة ٦,٩٣ مليار ريال سعودي، بارتفاع ٢,٨٪، كما من المتوقع أن تبلغ الخسائر ٩٢٥ مليون ريال سعودي، انخفاض ٤,٨٪ عن العام السابق. تواجه الشركة مسائل متعددة على صعيد التشغيل مثل، ارتفاع القروض، تراجع متوسط الإيرادات لكل مستخدم، لكن بدأ التحسن في الحصة السوقية، وأصبح لدى الشركة القدرة على تخفيض خسائر التشغيل. استخدمنا الافتراضات التالية لتقييم التدفقات النقدية المخصصة:

- معدل المخاطرة الخالي من المخاطر عند ٢,٧٢٪ وفقا لعائد السندات الأمريكية لمدة عشر سنوات بمعدل ٢,١٣٦٪ إضافة إلى علاوة المخاطر السيادية الخاصة بالمملكة بمعدل ٠,٦٪
- علاوة مخاطر الأسهم بمعدل ٩,٩٪ بناء على عائد السوق بمعدل ١٢,٦١٪
- معامل بيتا الأسبوعي لمدة سنتين ١,٤١٨ من بلومبرغ.
- نستخدم المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لخصم التدفق النقدي الحر للشركة عند ١٥,٢٥٪
- احتساب مساهمة كل من حقوق المساهمين والقروض في هيكل رأس مال شركة زين بمعدل ٢٦,٤٪ و ٧٣,٦٪ على التوالي.

نبدأ التغطية مع السعر المستهدف البالغ ٨,٩ ريال سعودي مع التوصية لسهم شركة زين على أساس "زيادة المراكز".

التقييم على أساس خصم التدفقات النقدية

المبالغ بالمليون ريال سعودي مالم يذكر خلاف ذلك	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨	٢٠١٩	٢٠٢٠
التدفق النقدي الحر للشركة	٧١٩	١,٥٨٦	١,٩٤٩	٢,١٥١	٢,١٣٥
القيمة النهائية					١٦,٢٩٤
خصم التدفقات النقدية المستقبلية (أ)	٦٩٤	١,٣٢٨	١,٤١٦	١,٣٥٦	١,١٦٨
خصم القيمة النهائية (ب)					٨,٩١٤
مجموع (أ+ب)	١٤,٨٧٦				
صافي القروض	٩,٦٨٧				
التدفق النقدي الحر للمساهمين	٥,١٨٩				
السعر المستهدف	٨,٩				

المصدر: الجزيرة كابيتال

تحليل الحساسية

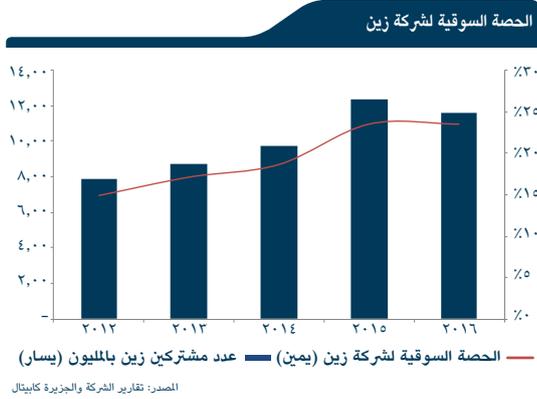
	١٣٪	١٤٪	١٥٪	١٦٪	١٧٪
١,٠٪	١١,٨	٩,٧	٧,٨	٦,٢	٤,٨
١,٥٪	١٢,٧	١٠,٤	٨,٤	٦,٧	٥,٢
٢,٠٪	١٣,٤	١١,٠	٨,٩	٧,١	٥,٥
٢,٥٪	١٤,٦	١١,٩	٩,٧	٧,٨	٦,١
٣,٠٪	١٥,٧	١٢,٨	١٠,٤	٨,٤	٦,٦

المصدر: الجزيرة كابيتال

شركة الاتصالات المتنقلة السعودية - زين

تعتبر شركة زين السعودية ثالث أكبر مشغل اتصالات في المملكة العربية السعودية، مع أكثر من ١٠,٧ مليون مشترك. تم إنشاء الشركة من قبل شركة الاتصالات المتنقلة الكويتية، التي تمتلك حصة بنسبة ٣٧,٠٤٪ في الشركة.

الحصة السوقية لزين.... التحسن بشكل عام؛ لكن إجراء توثيق بصمة المشترك يحد من النمو.



منذ العام ٢٠١٢، حقق عدد المشتركين نمواً بنسبة ٣٧٪. مع ذلك، في الربع الثالث ٢٠١٦، بلغ عدد المشتركين ١٠,٧ مليون مقابل ١١,٥ مليون مشترك في الفترة المماثلة من العام السابق، بانخفاض ٩٪ عن الربع المماثل من العام السابق، بسبب رئيسي من عملية تسجيل بصمة الأصابع للتحقق من الهوية.

في نظرنا، أظهرت زين تحسناً جيداً في الحصة السوقية، حيث بلغت ١٥٪ في نهاية العام ٢٠١٢. أظهرت الشركة تحسناً تدريجياً في حصتها السوقية، حيث تبلغ الحصة السوقية في الوقت الحالي بحدود ٢٢,٣٪.

نعتقد أن الانخفاض الحالي في عدد المشتركين لزين كان ظاهرة منتشرة في القطاع، حيث شهد إجمالي عدد المشتركين انخفاضاً خلال الربع الثاني ٢٠١٦ إلى ٤٨ مليون مقابل ٥٣ مليون مشترك في العام ٢٠١٥. من المتوقع الاستمرار في تراجع عدد المشتركين خلال الربع الثالث ٢٠١٦ نظراً لتمديد توثيق بصمة المشترك لتحقيق من الهوية إلى ٨ يونيو ٢٠١٦ للدفع المسبق و ٢٨ يوليو للمفوتر. لكن يجب ملاحظة أن القطاع أظهر تراجعاً في إجمالي عدد المشتركين بنسبة ٨,٣٪ من نهاية العام ٢٠١٥ إلى الربع الثاني ٢٠١٦، بينما أظهرت زين في نفس الفترة الزمنية انخفاضاً بنسبة ١٢,٩٪، مما يؤدي إلى تراجع حصتها في السوق خلال الربع الثاني ٢٠١٦ إلى ٢٢,٣٪ من ٢٢,٥٪ في العام ٢٠١٥. نحن نعتقد أنه عند الانتهاء من عملية تسجيل التحقق من الهوية سيرتفع نمو عدد المشتركين، مما يساعد زين في دعم نموها

تراجع متوسط الإيرادات لكل مستخدم.... تحدي للقطاع والشركة

شهد قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات في مجمله تراجع متوسط الإيرادات لكل مستخدم (متوسط الإيراد لكل وحدة)، نتيجة البرامج التي تستبدل عمل المكالمات الصوتية التقليدية مثل سكايب، فايبر ولاين، كما أظهر أيضاً متوسط الإيرادات لكل مستخدم في زين انخفاضاً في العام ٢٠١٥ إلى ٤١ ريال سعودي لكل مستخدم، من ٦٢ ريال سعودي لكل مستخدم في العام ٢٠١٢. من المتوقع استمرار تراجع متوسط الإيرادات لكل مستخدم لخدمة المكالمات الصوتية،

من جانب آخر، سوف تتأثر الإيرادات من خدمات البيانات نظراً لأن خدمة الباقات سوف تصبح أكثر تنافسية كما سيحاول المشغل الحصول على أكبر حصة من السوق.

لكي تواجه زين الانخفاض في متوسط الإيرادات لكل مستخدم، تحتاج إلى التوصل إلى خدمة باقات مبتكرة لجذب عملاء جدد، للحفاظ فقط على نمو الإيرادات.

استخدام البيانات عامل رئيسي لدعم النمو... نظراً لمستويات الانتشار المرتفعة في المملكة

بلغ معدل انتشار المكالمات الصوتية أكثر من ١٥٢٪ في الربع الثاني ٢٠١٦، مما لا يترك مجالاً كبيراً لنمو القطاع. نعتقد أن ارتفاع مستويات المكالمات الصوتية سوف تكون أعلى قليلاً من معدل النمو السكاني. يعتمد القطاع حالياً على نمو قطاع البيانات، مع ذلك بلغت مستويات انتشار النطاق العريض للهاتف المتنقل ٨٣,٥٪ من السكان مقابل ١٠٥,٩٪ في العام ٢٠١٥، كان الانخفاض بسبب رئيسي من تسجيل بصمة الأصابع للتحقق من الهوية. يتوقع القطاع ارتفاع استخدام البيانات لدفع عجلة النمو؛ نظراً لارتفاع معدلات الانتشار من الهواتف الذكية حيث أصبحت مادة سلعية، نتيجة إلى تدفق أجهزة بأسعار تنافسية.

سوف يتأثر نمو زين من قطاع البيانات بشكل أساسي عن طريق ارتفاع استخدام البيانات، في حين سيوفر انتشار مستويات المكالمات الصوتية للشركة مجالاً محدوداً للنمو.

سوف تضطر الشركة على ضوء المنافسة في هذا القطاع، للتوصل إلى باقات مبتكرة للاستحواذ على حصة أكبر من السوق، بجانب ارتفاع استخدام البيانات، التي سوف تساعد الشركة في الحفاظ على متوسط الإيرادات لكل مستخدم لها. لدى الشركة بالفعل العديد من الباقات، لكن يبدو أن معظم الباقات عامة مثل سائر مشغري الهاتف النقال في القطاع. مع ذلك، فإن استراتيجية الشركة لليوتيوب المجاني تؤدي ثمارها على المدى البعيد، حيث قامت الشركة بنسخ احتياطي لأشرطة فيديو اليوتيوب على خوادمها الخاصة، كما أن الاستخدام المرتفع لليوتيوب في المملكة العربية السعودية، ويمكن أن يجذب هذا عدد من المشتركين في شبكة زين.

تعديل رسوم الربط البيئي..

في فبراير ٢٠١٥، أعلنت هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات عن تعديل أسعار رسوم الربط البيئي، والتي جاءت أقل بنسبة ٤٠٪ عن الأسعار السابقة. تم تعديل رسوم الربط البيئي بين الهواتف النقالة لتصل إلى ٠,١٥ ريال سعودي بدلا من ٠,٢٥ ريال سعودي، بينما تم تعديل رسوم الخط الثابت بتخفيضه من ٠,١٠ ريال سعودي إلى ٠,٧ ريال سعودي.

نظراً إلى حصة شركة زين السوقية بحدود ٢٢,٣٪، قام المشتركين لدى زين بإجراء الاتصالات مع شركات مشغلة أخرى، بينما كان اتصالات مشتركي الشركات الأخرى بشكل أقل مع مشتركي شركة زين. بلغ هامش إجمالي الربح لشركة زين ٥٩٪ و ٦٤,٩٪ في العام ٢٠١٥ والربع الثالث ٢٠١٦ على التوالي، مقابل ٥٢٪ في العام ٢٠١٤، وذلك بسبب انخفاض رسوم الاتصال بالشبكة. نتوقع أن يبلغ هامش إجمالي الربح ٦٢,٣٪ خلال العام ٢٠١٦.

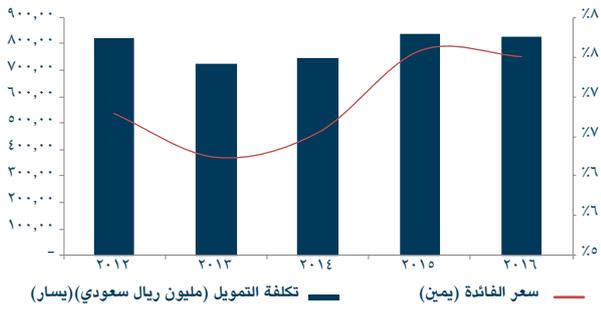
ترى الإدارة أن رسوم الاتصال بالشبكة في المملكة العربية السعودية لا تزال مرتفعة نسبياً، ويجب مشاهدة المزيد من الانخفاض، مع ذلك لم نأخذ بعين الاعتبار حدوث مزيد من التخفيضات في رسوم الاتصال البيئي بين شركات الاتصالات. تجدر الإشارة إلى أنه سوف تتحسن الحصة السوقية للشركة بشكل كبير من انخفاض رسوم الاتصال بالشبكة.

تأثير القروض على المركز المالي.. ارتفاع تكلفة التمويل؛ لكن توفر إعادة هيكلة القروض الأخيرة مهلة للسداد

بلغ إجمالي قيمة القروض لدى الشركة ١١,٠٧ مليار ريال سعودي بنهاية العام ٢٠١٥، منها ٨,٤ مليار ريال سعودي تمويل عن طريق المراجعة، و ٢,٢٥ مليار ريال سعودي قروض تجارية، وما تبقى تسهيلات ائتمانية للصادرات. كانت الشركة قادرة على إعادة التفاوض حول تسهيلات المراجعة في العام ٢٠١٢. تم تمديد فترة التسهيلات الجديدة لمدة خمس أعوام مع فترة سماح لعامين، تنتهي في ٣١ يوليو ٢٠١٨. تم إعادة هيكلة تسهيلات المراجعة، مع تسديد ما يقارب ٢٥٪ خلال أربع سنوات و ٧٥٪ عند الاستحقاق. بالتالي أعطى ذلك فرصة للشركة لدعم الحصة السوقية وتحسين صافي الربح. وقعت الشركة اتفاقية تمويل جديد بقيمة ٢,٢٥ مليار ريال سعودي مع البنك الصناعي والتجاري الصيني. سوف تستخدم قيمة التمويل في إعادة سداد القروض التجارية القائمة بحدود ٢,٢٥ مليار ريال سعودي. وفقا للشركة تمتد الاتفاقية الجديدة لمدة عامين مع إمكانية التمديد لعام إضافي. كما أضافت الشركة أن الاتفاقية الجديدة ستعمل على تخفيض مصاريف الفوائد بنحو ١٧٥ مليون ريال سعودي. بناء على نظرتنا ووفقا لانخفاض أسعار السوق الحالية فإن الاتفاقية الجديدة ستسهم في تخفيض التكاليف التمويلية للشركة بنسبة ٦,٥٪ للعام ٢٠١٧ مقارنة بنسب ٧,٦٪ في العام ٢٠١٥.

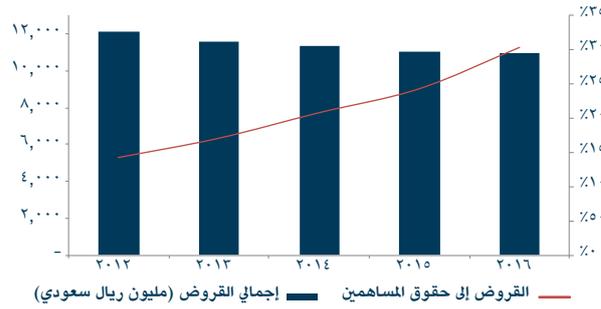
عموما، نستمر في القلق حول قدرة الشركة على إعادة سداد القروض على الرغم من التوسع، نظرا إلى ضعف أداء الإيرادات وارتفاع متطلبات المصاريف الرأسمالية

تكلفة تمويل القروض



المصدر: تقارير الشركة والجزيرة كابيتال

محفظة قروض شركة زين



المصدر: تقارير الشركة والجزيرة كابيتال

تؤثر تكلفة الإطفاء سلبا على قائمة الدخل

حصلت الشركة في عام ٢٠٠٧ على ترخيص كمشغل لخدمات الهاتف الجوال لمدة ٢٥ عام في المملكة مقابل ٢٣,٠ مليار ريال سعودي. كان هذا الترخيص الأعلى تكلفة في المملكة، بالمقارنة مع شركة موبيلي حيث بلغ إجمالي تكلفة رخصة التشغيل لديها حتى الآن ١٢,١ مليار ريال سعودي.

نظرا إلى مدة الترخيص وتكلفتها، احتاجت الشركة لحجز قيمة تقارب ٩٠٠ مليون ريال سعودي لتكلفة الإطفاء، والذي نتج عنه ارتفاع التكاليف غير النقدية. على الرغم من ارتفاع التكلفة التي أعلنتها هيئة السوق المالية، اتجهت هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات إلى تمديد رخصة زين لمدة ١٥ عام (ليصبح إجمالي مدة ترخيص الشركة ٤٠ عام). بالإضافة إلى تحديد الرخصة كرخصة مشغل الاتصالات السلكية واللاسلكية الموحدة، مما يتيح للشركة تقديم جميع خدمات الاتصالات. عموما، تحصل الحكومة على رسوم بنسبة ٥٪ على صافي الدخل خلال فترة التمديد (١٥ عام).

ستؤدي فترة تمديد الرخصة بعد التعديل إلى تخفيض تكاليف الإطفاء لدى الشركة (بحدود ٤٢٣ مليون ريال سعودي وفقا للشركة).

خطط التوسع... يتوجب على شركة زين أن تكون انتقائية

تعتمد شركات الاتصالات بشكل كبير على التقدم التكنولوجي لدعم نمو الإيرادات. يعتبر تطور القطاع من المكالمات الصوتية إلى خدمات الجيل الثاني ثم الجيل الثالث والجيل الرابع، من العناوين الرئيسية للنمو في القطاع. مع ذلك، يعتبر التطور في القطاع أمر مكلف، كما يتعين على شركات الاتصالات أن تعتمد على القروض من أجل متطلبات التوثيق بالصحة. نظرا إلى الوضع الحالي لشركة زين من حيث القروض، يشكل الحصول على قرض جديد تحديا على الشركة، وذلك لاعتماد الشركة على التمويل الداخلي من أجل توسيع الشبكة والإطلاع على التكنولوجيا الحديثة. نظرا إلى ضعف الأداء المالي، يشكل التمويل الداخلي أيضا صعوبة على الشركة.

في نظرتنا، من أجل توسع شركة زين للشبكة وتحسين النمو التكنولوجي لديها؛ يتعين على الشركة أن تكون انتقائية في تحديد عملية التوسع التي ستساعد في النمو. لن تستطيع الشركة الحصول على المجموعة الكاملة من خيارات التوسع وتحسين الشبكة بسبب تشدد السيولة.

الايلاف البصرية تشكل فرصة

بالإضافة إلى تمديد رخصة التشغيل لشركة زين، أصبحت رخصة الاتصالات رخصة شاملة، مما يفتح المجال للشركة لتقديم عدد كبير من خدمات الاتصالات المتنوعة. يمكن أن تقرر الشركة تقديم خدمات الإنترنت من خلال الألياف البصرية، كما أنها تدرس الخيارات المتاحة لتقديم خدمة الاتصال الصوتي. نحن نرى أن هذه الخطوة ستحسن من نمو صافي ربح الشركة، لكن يتعين على الشركة سرعة استغلال الفرصة المتاحة ورفع عملياتها إلى أقصى ما يمكن.

تدرس الشركة الاشتراك مع شركات محلية لتوسيع شبكتها بسرعة، حيث وقعت اتفاقية لاستخدام شبكة الألياف البصرية لشركة ضوئيات التابعة للشركة السعودية للكهرباء، مما يسمح لزين بتوسيع قاعدتها السوقية من خلال استخدام شبكة الألياف البصرية لتقديم خدمات الإنترنت بالنطاق العريض والاتصالات الصوتية الثابتة.

التحكيم مع شركة اتحاد اتصالات (موبيلي)... تبدو شركة زين واثقة

لا يزال التحكيم مستمرا في الخلاف مع زين بشأن الفرق في حساب الإيرادات تحت المعالجة. كان النزاع حول دفع تكاليف خدمات استخدام شبكة موبيلي. وفقا لشركة موبيلي، على زين أن تدفع مبلغ ٢,٢ مليار ريال سعودي، لكن زين ترى أن المبلغ أقل من ذلك بكثير.

خصصت موبيلي بالفعل مبلغ ٢,١ مليار ريال سعودي مقابل المستحقات المتعلقة مع زين. في المقابل، تبدو شركة زين واثقة من قرار التحكيم في صالحها.

الخسائر المتراكمة ... انخفاض رأس المال

سجلت الشركة خسائر متراكمة في العام ٢٠١١ بقيمة ٩,٦٦ مليار ريال سعودي، والتي انخفضت لتصل إلى ٢,٢٥ مليار ريال سعودي نتيجة تراجع رأس المال. قامت الشركة في العام ٢٠١٥ بتخفيض رأس المال من أجل تخفيض الخسائر المتراكمة. يبلغ رأس المال الحالي لدى الشركة ٥,٨٤ مليار ريال سعودي، مقابل ١٤,٠ مليار ريال سعودي في العام ٢٠١١. نظرا إلى توقعنا بتحقيق الشركة ربح تشغيلي في العام ٢٠١٧، وصافي ربح في العام ٢٠١٨ على حساب انخفاض مصاريف التمويل؛ نتوقع انخفاض الخسائر المتراكمة.

البيانات المالية

قائمة الدخل (بالمليون ريال سعودي مالم يذكر خلاف ذلك)

٢٠١٨ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	
٨,٣٠٤	٧,٧٢٧	٦,٩٣٣	٦,٧٤١	٦,٢٤٤	٦,٥٢٣	الإيرادات
٪٧	٪٨	٪٣	٪٨	٪٤-	٪٦	النمو
(٣,٠٣١)	(٢,٩٤٧)	(٢,٦١٢)	(٢,٧٩٠)	(٣,٠٢١)	(٣,٣٨٨)	تكلفة الإيرادات
٥,٢٧٢	٤,٧٨٠	٤,٣٢١	٣,٩٥١	٣,٢٢٣	٣,١٣٥	إجمالي الربح
(٢,٦٥٩)	(٢,٤٨٢)	(٢,٤٠٥)	(٢,٠٤٧)	(٢,٠٣١)	(٢,٠٢٨)	المصروفات التشغيلية
(٣٣٨)	(٣١٥)	(٢٧٤)	(٢٧٥)	(٩١)	(٢١٦)	مصروفات البيع والتوزيع
(١,٥٨٠)	(١,٥٠٦)	(١,٧٥٣)	(١,٧٧٠)	(١,٦٣٣)	(١,٨٤٠)	استهلاك وإطفاء
(٤,٥٦٧)	(٤,٣٠٣)	(٤,٤٣١)	(٤,٠٩٣)	(٣,٧٥٦)	(٤,٠٨٤)	إجمالي تكاليف التشغيل
٧٠٥	٤٧٨	(١١٠)	(١٤١)	(٥٣٤)	(٩٤٩)	الربح (الخسارة) التشغيلي
٪٤٨	٪٤	٪٢٢-	٪٧٣-	٪٤٤-	٪٢	النمو
(٧٠٣)	(٦٨٢)	(٨٢٤)	(٨٣٨)	(٧٤٥)	(٧٢٣)	إيرادات (مصروفات) أخرى
١١	١٠	٩	٧	٩	٢١	تكاليف التمويل
١٤	(١٩٤)	(٩٢٥)	(٩٧٢)	(١,٢٧٠)	(١,٦٥١)	الربح من العمولات
٪٨-٧-	٪٧٩-	٪٥-	٪٢٣-	٪٢٣-	٪٦-	صافي خسارة السنة
٠٠	(٠,٢)	(٠,٩)	(١,٧)	(١,٣)	(١,٥)	ربح السهم (خسارة السهم)
٢٠١٨ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	قائمة المركز المالي
						الأصول
						الأصول المتداولة
١,٣٤٦	١,٠٠٥	١,٠٩٥	١,٣٧٨	١,٠٩٢	١,٢٩٣	النقد وما في حكم النقد
١,٥٦٤	١,٤٥٣	١,٣٤٩	١,٠٩٣	١,٣٩٤	١,٢٢١	صافي الذمم المدينة
١٠٠	٩٧	٨٦	١٠٤	٦٣	١٤١	صافي المخزون
١,٠٣١	١,٠٠٢	٨٨٨	١,٥٢١	١,٣٤٠	٦٥٥	مصروفات مدفوعة مقدما وأصول أخرى
٤,٠٤١	٣,٥٥٧	٣,٤١٨	٤,٠٩٦	٣,٨٨٨	٣,٣١٠	إجمالي الأصول المتداولة
						الأصول الغير متداولة
٥,٨٩٥	٥,٩٠٣	٥,٧١٥	٥,٠٠٧	٤,٢٩٦	٤,٢٩٣	ممتلكات وأجهزة
١٥,٢٨٩	١٥,٦٧٠	١٦,٠٧٣	١٦,٨١٣	١٧,٤٦٩	١٨,٣٥١	صافي الأصول غير الملموسة
١٣٤	١٣٣	١٣٣	١٣٢	٢١٢	٢٨٣	أصول غير متداولة أخرى
٣١,٣١٧	٣١,٧٠٦	٣١,٩٣١	٣١,٩٥٣	٣١,٩٧٧	٣٢,٩٣٧	إجمالي الأصول الغير متداولة
٣٥,٣٥٨	٣٥,٣٣٣	٣٥,٣٣٨	٣٦,٠٤٨	٣٥,٨٦٦	٣٦,٣٣٧	إجمالي الأصول
						المطلوبات وحقوق المساهمين
						المطلوبات المتداولة
٢,٠٠٠	٢,١٠٠	٢,٥٠٠	٢,٤٥٠	٢٠٠	٢٠٠	الجزء المتداول من قرض طويل الأجل
-	-	-	٣٣٠	-	٢٢	أوامر دفع مستحقة
٢٦١	٢٥٥	٢٢٨	٢٨٦	٢٦٦	٤٩٦	ذمم دائنة
٣	٣	٣	٣	٤	٣٧	مستحقات لأطراف ذات علاقة
٥٨٥	٥٣٤	٤٧٤	٧٣٢	٥١٦	٤٠٧	إيرادات مؤجلة
٣,٠١٢	٢,٩٣٠	٢,٧٠٦	٢,٦٩٨	٢,٩١٣	٢,٦٤٩	تكاليف ومطلوبات أخرى
-	-	-	-	-	-	أخرى
٥,٨٦١	٥,٨٢٣	٥,٩١٠	٦,٤٩٨	٣,٨٩٨	٣,٨٢١	إجمالي المطلوبات المتداولة
						المطلوبات غير المتداولة
-	-	-	-	-	٣	أوامر دفع مستحقة
٨,٤٣٧	٨,٣٢٧	٨,٤٨٧	٨,٦١٦	١١,١٨٧	١١,٣٨٧	قرض طويلة الأجل
٤,٣٢٩	٤,١٢٣	٤,١٦٥	٣,٩٦٧	٣,٤٧٦	٣,٠٣٤	دفعات مقدمة من المساهمين
٧٥٨	٧٣٧	٦٥٣	٨٣٥	٧٨٦	٧٤١	مستحقات لأطراف ذات علاقة
٢,٤١٧	٢,٤١٥	٢,٤١٣	١,٥٠٨	٩٣٨	٤١٢	مطلوبات أخرى غير متداولة
٧	٧	٧	٧	٦٧	٤٢	مشتقات أدوات مالية
١٠٢	٨٩	٧٧	٦٦	٥٠	٣٩	مخصص نهاية الخدمة للموظفين
١٦,٠٥١	١٦,٠٠٩	١٥,٨٠١	١٤,٩٩٨	١٦,٥٠٤	١٥,٦٥٧	إجمالي المطلوبات الغير متداولة
٢١,٩١٢	٢١,٨٣١	٢١,٧١٢	٢١,٤٩٦	٢٠,٤٠٢	١٩,٤٧٩	إجمالي المطلوبات
						حقوق المساهمين
٥,٨٣٧	٥,٨٣٧	٥,٨٣٧	٥,٨٣٧	١٠,٨٠١	١٠,٨٠١	رأس المال
(٧)	(٧)	(٧)	(٧)	(٦٧)	(٤٢)	مخصص تحوط
(٢,٣٨٤)	(٢,٣٩٨)	(٢,٢٠٤)	(١,٣٧٨)	(٥,٢٧٠)	(٤,٠٠١)	العجز المتراكم
٣,٤٤٦	٣,٤٢٢	٣,٦٢٦	٤,٥٥٢	٥,٤٦٤	٦,٧٥٩	إجمالي حقوق المساهمين
٢٥,٣٥٨	٢٥,٢٦٣	٢٥,٢٣٨	٢٦,٠٤٨	٢٥,٨٦٦	٢٦,٢٣٧	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين
						التدفق النقدي
٢,٩٤٧	٢,٧١٠	٢,٢٧٩	٢,٠٢٠	٢٨٧	٢٢٩	التدفق النقدي من التشغيل
(١,١٩١)	(١,٣٩١)	(١,٧٢٠)	١,٥٦٨	(٥١٩)	(٨٠٣)	التدفق النقدي من الاستثمار
(١,٤١٥)	(١,٥٠٨)	(٨٤٣)	(١,٥٨٢)	٣١	(٥١٧)	التدفق النقدي من التمويل
٣٤١	(٨٩)	(٢٨٤)	٢,٠٠٦	(٢٠١)	(١,٠٩٣)	صافي التغير في التدفق النقدي
١,٠٠٥	١,٠٩٥	١,٣٧٨	١,٠٩٢	١,٢٩٣	٢,٣٨٥	الرصيد في بداية الفترة
١,٣٤٦	١,٠٠٥	١,٠٩٥	١,٣٧٨	١,٠٩٢	١,٢٩٣	الرصيد في نهاية الفترة

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

النسب

نسب التحليل المالي	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع
نسب السيولة						
النسبة الحالية	٠,٨٧	١,٠٠	٠,٦٢	٠,٥٨	٠,٦١	٠,٦٩
النسبة السريعة	٠,٨٢	٠,٩٨	٠,٦١	٠,٥٦	٠,٥٩	٠,٦٧
نسب الكفاءة						
معدل دوران الذمم المدينة	٩٢	١٠٩	٨٨	١٠٠	٩٩	٩٨
معدل دوران المخزون						
معدل دوران الذمم الدائنة	٥٣	٣٢	٣٧	٣٢	٣٢	٣١
دورة النقد (بالأيام)	٣٨	٧٧	٥٠	٦٨	٦٧	٦٧
دورة النقد (بالأشهر)	١	٣	٢	٢	٢	٢
الربحية						
العائد على حقوق المساهمين	٪٢٤-	٪٢٣-	٪٢١-	٪٢٦-	٪٦-	٪٠
العائد على رأس المال المستثمر	٪٩-	٪٨-	٪٦-	٪٦-	٪١-	٪٠
العائد على الأصول	٪٦-	٪٥-	٪٤-	٪٤-	٪١-	٪٠
معدلات الرفع المالي						
القروض إلى حقوق المساهمين	٪١٧١	٪٢٠٨	٪٢٤٣	٪٣٠٣	٪٣١٣	٪٣٠٣
القروض إلى رأس المال	٪٦٣	٪٦٨	٪٧١	٪٧٥	٪٧٦	٪٧٥
القروض إلى الأصول	٪٤٤	٪٤٤	٪٤٢	٪٤٣	٪٤٣	٪٤١
معدل تغطية الفوائد	(١,٣١)	(٠,٧٢)	(٠,١٧)	(٠,١٣)	٠,٧٠	١,٠٠
الهوامش						
هامش إجمالي الربح	٪٤٨,١	٪٥١,٦	٪٥٨,٦	٪٦٢,٣	٪٦١,٩	٪٦٣,٥
هامش EBITDA	٪١٤	٪١٨	٪٢٤	٪٢٤	٪٢٦	٪٢٨
هامش التشغيلي EBIT	٪١٥-	٪٩-	٪٢-	٪٢-	٪٦	٪٨
هامش صافي الربح	٪٢٥-	٪٢٠-	٪١٤-	٪١٣-	٪٣-	٪٠
التقييم						
عائد توزيعات الأرباح إلى السعر	٦,٢٦	٥,٠٦	٧,٨٠	٦,٢١	٥,٨٨	٥,٩٠
القيمة الدفترية للسهم	١٨,٥٧٨	١٢,٩٠٧	٤,٩٠٣	٤,٣٢٠	٤,٣٢٠	٤,٣٢٠
الرسملة السوقية (مليون ريال سعودي)	٢٨,٨٧٢	٢٣,٢٠٢	١٤,٥٩١	١٤,٢١٢	١٤,٠٥١	١٣,٤١١
قيمة الشركة (مليون ريال سعودي)	٢,٧٥	٢,٣٦	١,٠٨	١,١٩	١,٢٦	١,٢٥
مكرر الربحية (مرة)	٣٢	٢١	٩	٩	٧	٦
مكرر القيمة الدفترية (مرة)	١,٥٣	(١,١٨)	(١,٦٧)	(٠,٨٦)	(٠,١٨)	٠,٠١
مكرر قيمة الشركة إلى EBITDA	١٧,٢	١١,٩٥	٨,٤	٧,٤	٧,٤	٧,٤
ربح السهم	١,٠٨٠	١,٠٨٠	٥٨٤	٥٨٤	٥٨٤	٥٨٤
السعر الحالي						
عدد الأسهم						

المصدر: تقارير الشركة، الجزيرة كابيتال

*ع/غ: غير ذي معنى

تعد شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) الذراع الاستثماري لبنك الجزيرة، وهي شركة سعودية مساهمة مغلقة متخصصة في أعمال الأوراق المالية، وملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع تعاملاتها. تعمل الجزيرة كابيتال تحت إشراف هيئة سوق المال السعودية. لقد تم ترخيص الشركة من قبل هيئة سوق المال لتقديم خدمات التعامل في أعمال الأوراق المالية بصفة أصيل و وكيل والتعهد بالتغطية وخدمات الإدارة والحفظ والترتيب وتقديم المشورة. إن الجزيرة كابيتال استثمارية لقصة نجاح طويلة في سوق الأسهم السعودية حافظت خلالها لسنوات عدة على الريادة والتي تطمح بمواصلتها عن طريق التطوير المستمر لخدماتها، ومن خلال فتح أفاق تداول جديدة لعملائنا الكرام للوصول لأسواق الأوراق المالية الإقليمية والعالمية.

١. زيادة المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أقل من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والأسهم المصنفة "زيادة المراكز" يتوقع أن يرتفع سعرها بأكثر من ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الاثني عشر المقبلة.
٢. تخفيض المراكز: يعني أن السهم يتم تداوله حالياً بسعر أعلى من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والأسهم المصنفة "تخفيض المراكز" يتوقع أن ينخفض سعرها بأكثر من ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الاثني عشر المقبلة.
٣. محايد: يعني أن السهم يتم تداوله في نطاق قريب من السعر المستهدف له لمدة ١٢ شهراً. والسهم المصنّف "محايد" يمكن أن يتراوح سعره زائد أو ناقص ١٠٪ عن مستويات الأسعار الحالية خلال الأشهر الاثني عشر المقبلة.
٤. التوقف عن التغطية (SR/RH): يعني أن التصنيف معلق بانتظار مزيد من التحليل بسبب وجود تغيير جوهري في أداء الشركة التشغيلي/المالي، أو تغيير ظروف السوق أو أية أسباب أخرى خاصة بشركة الجزيرة للأسواق المالية.

إفصاحات وإقرارات وإخلاء المسؤولية

إن الغاية من إعداد هذا التقرير هي تقديم صورة عامة عن الشركة أو القطاع الاقتصادي أو الموضوع الاقتصادي محل البحث، وليس الهدف تقديم توصية ببيع أو شراء أو الاحتفاظ بأية أوراق مالية أو أصول أخرى. بناءً على ما سبق، لا يأخذ هذا التقرير بعين الاعتبار الظروف المالية الخاصة بكل مستثمر ومدى قابليته / رغبته بتحمل المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى، وبالتالي قد لا يكون مناسباً لجميع العملاء باختلاف أوضاعهم المالية وقدرتهم ورغبتهم في تحمل المخاطر. يفضل عموماً أن يقوم المستثمر بأخذ المشورة من عدة جهات ومصادر متعددة عندما يتعلق الأمر بالقرارات الاستثمارية وأن يدرس تأثير هذه القرارات على وضعه المالي والقانوني والضريبي وغيره قبل الدخول بهذه الاستثمارات أو تصفيها جزئياً أو كلياً. إن أسواق الأسهم والسندات والمتغيرات الاقتصادية الجزئية والكليّة ذات طبيعة متغيرة وقد تشهد تقلبات مفاجئة بدون سابق إنذار، لذلك قد يتعرض المستثمر في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى لمخاطر وتقلبات غير متوقعة، جميع المعلومات والآراء والتوقعات والقيم العادلة أو الأسعار المستهدفة الواردة في التقرير مستقاة من مصادر تعتقد شركة الجزيرة للأسواق المالية بأنها موثوقة، لكن لم تقم شركة الجزيرة للأسواق المالية بتقنين هذه المعلومات بشكل مستقل، لذلك قد يحدث أن تكون هذه المعلومات مختصرة وغير كاملة، وبناءً عليه تعتبر شركة الجزيرة للأسواق المالية غير مسؤولة عن مدى دقة أو صحة المعلومات والتوقعات المبينة عليها الواردة في التقرير ولا تتحمل أية مسؤولية عن أية خسارة مادية أو معنوية قد تحدث بسبب استخدام هذا التقرير أو أجزاء منه. لا تقدم شركة الجزيرة للأسواق المالية أية ضمانات بخصوص التوقعات أو الأسعار العادلة أو الأسعار المستهدفة أو الأرقام والبيانات والتوقعات والبيانات والأرقام والقيم العادلة والأسعار المستهدفة قابلة للتغيير أو التعديل بدون إشعار مسبق. الأداء السابق لأي استثمار لا يعتبر مؤشراً للأداء المستقبلي. تقديرات السعر العادل أو السعر المستهدف والتوقعات والتوصيات بخصوص الآفاق المستقبلية الواردة بالتقرير قد لا تحصل فعلياً. قد ترتفع أو تنخفض قيمة الأسهم أو الأصول المالية الأخرى أو العائد منها. أي تغير في أسعار العملات قد يكون له أثر إيجابي أو سلبي على قيمة / عائد السهم أو الأوراق المالية الواردة في التقرير. قد يحصل المستثمر على مبلغ أقل من المبلغ الأصلي المستثمر في حالات معينة. بعض الأسهم أو الأوراق المالية قد تكون بطبيعتها قليلة السيولة / التداول أو تصبح كذلك بشكل غير متوقع في ظروف معينة وهو ما قد يزيد المخاطرة على المستثمر. قد تطبق رسوم على الاستثمارات في الأسهم. تم إعداد هذا التقرير من قبل موظفين متخصصين في شركة الجزيرة للأسواق المالية، وهم يتعهدون بأنهم وزوجاتهم وأولادهم لا يمتلكون أسهماً أو أوراق مالية أخرى يتضمنها هذا التقرير بشكل مباشر وقت إصدار هذا التقرير، لكن كاتبو هذا التقرير و/أو زوجاتهم / أولادهم قد يمتلكون أوراق مالية / حصص في الصناديق المفتوحة للجمهور المستثمرة في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير كجزء من محفظة متنوعة والتي تدار من قبل طرف ثالث. تم إعداد هذا التقرير بشكل منفصل ومستقل من قبل إدارة الأبحاث في شركة الجزيرة للأسواق المالية ولم يتم إطلاع أي أطراف داخلية أو خارجية قد يكون لها مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في محتويات هذا التقرير قبل النشر، ما عدا أولئك الذين يسمح لهم مركزهم الوظيفي بذلك، و/أو الأطراف الرابعة الذين التزموا باتفاقية الحفاظ على سرية المعلومات مع الجزيرة كابيتال. قد تملك الجزيرة كابيتال و/أو الشركات التابعة لها حصصاً في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير بشكل مباشر، أو بشكل غير مباشر عن طريق صناديق استثمارية تديرها و/أو ضمن صناديق استثمارية تدار من قبل أطراف ثالثة. قد تكون إدارة المصرفية الاستثمارية للجزيرة كابيتال في طور المباحثات للحصول أو حصلت فعلاً على صفقة أو صفقات من قبل الشركات موضوع هذا التقرير. قد يكون أحد أعضاء مجلس الإدارة في شركة الجزيرة للأسواق المالية أو أحد مدراءها التنفيذيين، أو أكثر من فرد واحد، عضو / أعضاء في مجلس إدارة أو الإدارة التنفيذية في إحدى الشركات المذكورة في هذا التقرير أو الشركات التابعة لها. لا يسمح بنسخ هذا التقرير أو أي جزء منه للتوزيع لأي جهة سواء داخل أو خارج المملكة العربية السعودية بدون الحصول على إذن خطي مسبق من شركة الجزيرة للأسواق المالية. على الأفراد والجهات المتقنية لهذا التقرير الالتزام بهذه القيود، والقبول بهذا التقرير يعني قبول الالتزام بالقيود السابقة.

إدارة الأصول | الوساطة | تمويل الشركات | خدمات الحفظ | المشورة

الإدارة العامة: طريق الملك فهد، ص.ب. ٢٠٤٢٨ الرياض ١١٤٥٥ المملكة العربية السعودية، هاتف: ٠١١-٢٢٥٦٠٠٠ فاكس: ٠١١-٢٢٥٦٠٦٨

شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) شركة مساهمة سعودية مغلقة من حصة من هيئة السوق المالية ترخيص رقم (٧٦ - ٠٧ - ٣٧)

www.aljaziracapital.com.sa | ٨٠٠ ١١٦ ٩٩٩٩