

تحديث الربع الثاني من عام 2022

## الحياد

## السعر الحالي يعكس إيجابيات التقييم، تخفيض التوصية إلى الحياد

27.3	السعر المستهدف (ريال)
26.5	السعر الحالي (ريال)
3.4	الفرق عن السعر المستهدف (%)

## مضاعفات التقييم

23f	22f	21
15.3	15.7	16.4
1.0	1.2	1.3
5.2	5.5	5.7
3.8	2.6	2.6

المصدر: أبحاث الأهلي المالية

## كبار المساهمين

الملكية %	المستثمر
74.3%	صندوق الاستثمارات العامة
6.9%	أرامكو السعودية
4.3%	المستثمرين الأجانب

المصدر: أبحاث الأهلي المالية. 04 أبريل 2022

## تفاصيل السهم

31/24	نطاق سعري لآخر 52 اسبوع
29,388	القيمة السوقية (مليون دولار)
4,167	الأسهم المصدرة (مليون)
تداول	مدرجة في سوق تداول

الاداء السعري %	شهر	3 أشهر	12 شهر
مطلق	(6.5)	9.1	6.3
نسبي	(9.7)	(6.4)	(25.9)

قيمة التداول (مليون)	ريال	دولار
3 أشهر	117.3	31.3
12 شهراً	92.9	24.8

5110	رمز تداول
SECO AB	رمز بلومبرج
www.se.com.sa	

قمنا بتخفيض توصيتنا لسهم السعودية للكهرباء إلى الحياد بسعر مستهدف 27.3 ريال. وكان السهم قد سجل ارتفاعات كبيرة تجاوزت 23% منذ توصيتنا الأخيرة بزيادة الوزن كما نعتقد أن التقييم الحالي يعكس جميع الإيجابيات. نتوقع ارتفاع صافي الربح خلال الفترة من 2021-2024 بمعدل سنوي مركب 3.9%، وذلك بدعم من ارتفاع الإيرادات و معايير الكفاءة وانخفاض تكاليف التمويل. نعتقد أن زيادة توزيع الأرباح عن المتوقع سيكون المحرك الرئيسي بينما تعتبر التغييرات في المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) وهامش ربح اداة المضاربة ضمن المخاطر الرئيسية. يتداول السهم عند مكرر ربحية ومكرر قيمة المنشأة الى الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك (EV/EBITDA) متوقع للعام 2022 بمقدار 15.7 مرة و 5.5 مرة مقابل متوسط الشركات النظيرة بمقدار 9.8 مرة و 7.1 مرة على التوالي.

● **إيرادات متوقعة بقيمة 73.2 مليار ريال بحلول العام 2024:** ارتفع استهلاك الكهرباء في المملكة بنسبة 5.5% في 2021 على أساس سنوي، ليصل إلى 292.7 تيراواط في الساعة، وذلك بسبب (1) تعافي النشاط الاقتصادي بعد الجائحة، (2) استكمال مشروع العدادات الذكية في 2021، (3) نمو قاعدة المشتركين بنسبة 4.3% على أساس سنوي إلى 10.5 مليون مشترك. لدى الشركة قدرة حالية لتوليد 83 جيجاواط، حيث أضافت 2.97 جيجاواط في العام 2021. تخطط الشركة إلى إضافة 9.5 جيجاواط من خلال مشاركة القطاع الخاص، كما تستهدف الشركة إضافة 1.4 مليون مستخدم جديد بحلول 2024 (زيادة بنسبة 13.3%). نعتقد أن هذه العوامل ستدعم نمو الإيرادات لتصل إلى 73 مليار ريال بحلول 2024 (زيادة بنسبة 5.6%).

● **نمو صافي الدخل يسجل معدل سنوي مركب 3.9% في الفترة من 2021 إلى 2024:** تم اعتماد تنظيم إيرادات الشركة وفقاً لنموذج قاعدة الأصول المنظمة (RAB) في 2021. سجلت الشركة مبلغ من حساب الموازنة بقيمة 1.7 مليار ريال للعام 2021، تم تسجيله على أساس ربع سنوي. بالتالي، ارتفع دخل العمليات بنسبة 128% على أساس سنوي إلى 17.6 مليار ريال. نعتقد أن نموذج قاعدة الأصول المنظمة يوفر الاستقرار للدخل التشغيلي، نظراً لنسبة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) المحددة عند 6% وافترضاتنا لقاعدة الأصول البالغة 306 مليار ريال. وبينما تستمر الشركة في التركيز على تحسين الكفاءة، نتوقع أن يصل الدخل قبل الفوائد والضرائب إلى 17.8 مليار ريال بحلول 2024 (زيادة بنسبة 1.5%). نتوقع أيضاً استمرار الشركة في تخفيض قروضها مما سيؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل، كما نتوقع نمو صافي الدخل خلال نفس الفترة بمعدل سنوي مركب 3.9% في الفترة من 2021 إلى 2024 ليبلغ 7.5 مليار ريال في 2024.

● **انخفاض النفقات الرأسمالية وزيادة توزيع الأرباح:** عاد الإنفاق الرأسمالي للشركة إلى مستواه الطبيعي بعد فترة من الاستثمارات الكبيرة، ونتوقع أن يستمر ذلك بالمضي قدماً. خفضت الشركة من نفقاتها الرأسمالية في عام 2021 بنسبة 33.8% على أساس سنوي إلى 21.7 مليار ريال في مقابل متوسط 42.3 مليار ريال في من 2013-2019. نتوقع استقرار مستوى النفقات الرأسمالية السنوية لدى الشركة ما بين 24 إلى 25 مليار ريال، وهو ما يعزز من قدرتها على تسديد ديونها أو زيادة التوزيعات. نتوقع أن ينخفض مستوى الدين بحلول العام 2024 إلى 69.5 مليار ريال (معدل الدينون إلى حقوق المساهمين 24%) من 109 مليار ريال في 2021 (معدل الدينون إلى حقوق المساهمين 36%)، ونتوقع أن يرتفع الربح الموزع للسهم إلى 1.0 ريال في 2023.

● **بتخفيض توصيتنا إلى الحياد مع سعر مستهدف 27.3 ريال:** قمنا بتخفيض توصيتنا لسهم السعودية للكهرباء إلى الحياد بسعر مستهدف 27.3 ريال. قمنا بتخفيض توصيتنا بعد الارتفاع الكبير للسهم منذ تحديثنا الأخير بنسبة 23%، حيث نعتقد أن التقييم الحالي يعكس جميع الإيجابيات. نعتقد أن زيادة التوزيعات عن المتوقع سيكون المحرك الرئيسي للسهم بينما تعتبر التغييرات في (WACC) وهامش ربح اداة المضاربة ضمن المخاطر الرئيسية. يتداول السهم عند مكرر ربحية ومكرر قيمة الشركة الى الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والاطفاء المتوقع للعام 2022 بمقدار 15.7 و 5.5 مرة مقابل متوسط الشركات النظيرة عند 9.8 و 7.1 مرة على التوالي.

## بيانات مالية

النمو السنوي المركب	2024f	2023f	2022f	2021f	مليون ريال
	1.8	73,230	71,761	70,516	69,338
	(1.2)	19,824	19,696	19,373	20,542
		27.1	27.4	27.5	29.6
	0.5	17,834	17,764	17,583	17,561
		24.4	24.8	24.9	25.3
	3.9	7,538	7,187	7,037	6,729
		10.3	10.0	10.0	9.7
	3.9	1.81	1.72	1.69	1.62

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي المالية

طلحة نظر  
+966 11 874 7072  
Talha.Ulhaque@alahlicapital.com

## أهم المخاطر

- ارتفاع النفقات الرأسمالية عن المتوقع يعد من المخاطر السلبية على تقييمنا.
- كما يمكن أن تؤثر التغييرات على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) وهامش ربح اداة المضاربة سلبا على التقييم والارباح. بحسب الشركة، فإن الموعد القادم لتغيير هذه النسب هو 31 ديسمبر 2023.

## التقييم

- قمنا بخفض توصيتنا إلى الحياد لسهم السعودية للكهرباء بسعر مستهدف 27.3 ريال قمنا بتطبيق منهجية التقييم باستخدام خصم التدفقات النقدية DCF ومكرر الربحية P/E ومكرر قيمة المنشأة إلى الدخل قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والاطفاء EV/EBITDA للتوصل إلى السعر المستهدف:

### العرض 1: ملخص التقييم

الوزن %	السعر المستهدف				
70%	29.7	DCF	2.1%	أمريكي/10 سنوات	Risk free rate
15%	16.6	مكرر الربحية	0.98	3 سنوات/ أسبوعي	Adj. Beta
15%	27.3	EV/EBITDA			
	<b>27.3</b>		7.3%		المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
	29.7	السعر المستهدف (ريال)	2.5%		معدل النمو
			2.1%		

المصدر: تقديرات أبحاث الأهلي المالية

### العرض 2: تغيير التقديرات

% التغيير	جديد 2023f	قديم 2023f	% التغيير	جديد 2022f	قديم 2022f	
4.2	71,761	68,837	4.8	70,516	67,285	الإيرادات
1.1	41,969	41,505	(2.0)	39,681	40,490	الأرباح قبل الفوائد والضرائب
(18.6)	7,187	8,831	(18.2)	7,037	8,608	صافي الدخل
<b>9.8</b>	<b>27.3</b>	<b>24.9</b>				السعر المستهدف (ريال)

المصدر: تقديرات أبحاث الأهلي المالية

## ملخص القوائم المالية

## العرض 3: قائمة الدخل

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2024f	2023f	2022f	2021		2024f	2023f	2022f	2021	
40,334	38,673	37,691	46,284	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (أ)	73,230	71,761	70,516	69,338	الإيرادات
(25,545)	(25,054)	(24,573)	(26,060)	صافي النقد من الأنشطة الاستثمارية (ب)	2.0	1.8	1.7	0.9	% التغيير
15,973	15,896	15,755	17,062	صافي الربح التشغيلي ناقص الضرائب المعدلة	53,405	52,065	51,142	48,796	تكلفة المبيعات
(345)	526	1,800	(7,388)	رأس المال المتداول	<b>19,824</b>	<b>19,696</b>	<b>19,373</b>	<b>20,542</b>	إجمالي الربح
(25,545)	(25,054)	(24,573)	(26,164)	إنفاق رأسمالي	0.7	1.7	(5.7)	154	% التغيير
25,585	23,404	21,298	19,758	استهلاكات	27.1	27.4	27.5	29.6	% الهامش
16,844	18,307	13,230	11,163	التدفقات النقدية الحرة	1,191	1,132	990	885	مصرفات التشغيل
(16,160)	(11,544)	(16,504)	(18,520)	صافي النقد من الأنشطة التمويلية (ج)	1.6	1.6	1.4	1.3	نسبة مصرفات التشغيل من المبيعات
(14,213)	(11,907)	(13,268)	(4,665)	الديون	(800)	(800)	(800)	(2,096)	اخرى، صافي
(1,371)	2,075	(3,386)	1,704	صافي التغير النقدي (أ+ب+ج)	<b>44,218</b>	<b>41,969</b>	<b>39,681</b>	<b>38,101</b>	الأرباح قبل الفوائد، الضرائب
4,933	2,858	6,243	4,539	النقدية في بداية السنة	5.4	5.8	4.1	43.4	% الهامش
3,562	4,933	2,858	6,243	النقدية في نهاية السنة	60.4	58.5	56.3	55.0	هامش الربح قبل الفوائد والضرائب
				المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي المالية	25,585	23,404	21,298	19,758	والزكاة والاستهلاك (%)
					<b>17,834</b>	<b>17,764</b>	<b>17,583</b>	<b>17,561</b>	الاستهلاك والإطفاء
					24.4	24.8	24.9	25.3	الدخل قبل الفوائد والضرائب والزكاة
					2,295	2,589	2,567	2,559	التغير في هامش الدخل قبل الفوائد
					<b>15,594</b>	<b>15,231</b>	<b>15,041</b>	<b>14,992</b>	والضرائب والزكاة (%)
					499	487	447	456	تكلفة التمويل
					<b>15,095</b>	<b>14,743</b>	<b>14,594</b>	<b>14,391</b>	الدخل قبل الضريبة
					7,556	7,556	7,556	7,661	الضرائب والزكاة
					<b>7,538</b>	<b>7,187</b>	<b>7,037</b>	<b>6,729</b>	صافي الدخل
					4.9	2.1	4.6	221	أرباح المضاربة
					10.3	10.0	10.0	9.7	صافي الدخل بعد أداة المضاربة
					<b>1.81</b>	<b>1.72</b>	<b>1.69</b>	<b>1.62</b>	% التغيير
					<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>0.70</b>	<b>0.70</b>	% الهامش
									ربح السهم (ريال سعودي)
									توزيعات النقدية للسهم (ريال سعودي)

## العرض 6: نسب مهمة

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

2024f	2023f	2022f	2021		2024f	2023f	2022f	2021	
1.8	1.7	1.7	1.6	نسب للسهم الواحد (ريال سعودي)	3,562	4,933	2,858	6,243	نقد وما في حكمه
4.0	4.4	3.2	2.7	ربح السهم	21,066	20,644	20,285	20,779	نم مدينة
7.9	7.3	6.8	6.3	التدفق النقدي الحر للسهم	3,636	3,545	3,482	3,322	المخزون
28.1	25.4	22.9	20.1	ربح السهم النقدي	3,111	3,080	3,055	3,016	أصول أخرى متداولة
1.0	1.0	0.7	0.7	القيمة الدفترية للسهم	<b>31,375</b>	<b>32,201</b>	<b>29,680</b>	<b>33,359</b>	مجموع الموجودات المتداولة
27.1	27.4	27.5	29.6	التوزيعات النقدية للسهم	443,618	443,658	442,008	438,731	المتكالكات والمعدات
24.4	24.8	24.9	25.3	نسب الربحية (مرة)	62	62	62	64	حقوق استخدام الأصول
60.4	58.5	56.3	55.0	هامش إجمالي الدخل (%)	409	409	409	409	الأصول غير الملموسة
10.3	10.0	10.0	9.7	هامش الدخل التشغيلي (%)	2,319	2,319	2,319	2,319	أصول غير متداولة أخرى
105	105	105	109	هامش صافي الدخل	446,409	446,448	444,799	441,523	مجموع الموجودات غير المتداولة
31	31	31	31	EBITDA	<b>477,784</b>	<b>478,650</b>	<b>474,479</b>	<b>474,883</b>	إجمالي الأصول
30	33	28	22	أيام النظم المدينة (مرة)	4,442	4,644	3,950	2,988	نم دانة
106	103	108	118	تغطية المخزون (مرة)	54,825	55,495	55,427	61,523	إجمالي المطلوبات المتداولة
				أيام النظم الدائنة (مرة)	<b>59,267</b>	<b>60,139</b>	<b>59,377</b>	<b>64,512</b>	مجموع المطلوبات المتداولة
				دورة النقد	55,885	67,993	78,706	84,613	قروض طويلة الأجل
				معدلات العوائد	77,825	76,639	73,094	74,134	المطلوبات المتداولة الأخرى
				العائد على حقوق المساهمين (%)	<b>133,710</b>	<b>144,632</b>	<b>151,800</b>	<b>158,748</b>	إجمالي المطلوبات غير المتداولة
				العائد على الأصول (%)	192,978	204,771	211,177	223,259	إجمالي المطلوبات
				نسبة توزيع الربح %	41,666	41,666	41,666	41,666	رأس المال
				مكرر الربحية	167,921	167,921	167,921	167,921	أداة المضاربة
				مكرر السعر إلى التدفق النقدي الحر	75,220	64,292	53,715	42,037	أرباح مبقاة واحتياطيات
				مكرر القيمة الدفترية	284,806	273,878	263,302	251,624	إجمالي حقوق المساهمين
				مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك	<b>477,784</b>	<b>478,650</b>	<b>474,479</b>	<b>474,883</b>	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين
				مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والعوائد النقدية (%)					
				نسب الملاءة					
				معدل الديون إلى حقوق المساهمين					
				Net Debt/Equity					
				Net Debt/ EBITDA					
				تغطية الفوائد (مرة)					
				المعدل الحالي					
				النسبة السريعة					

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي المالية

المصدر: الشركة، تقديرات أبحاث الأهلي المالية

## تقييمات شركة الأهلي المالية

زيادة	السعر المستهدف يمثل عائد متوقع يزيد عن 15% خلال الـ 12 شهراً القادمة
محايد	السعر المستهدف يمثل عائد متوقع بين +15% و هبوط متوقع أقل من 10% خلال الـ 12 شهراً القادمة
انخفاض	السعر المستهدف يمثل هبوط متوقع في سعر السهم يزيد عن 10% خلال الـ 12 شهراً القادمة
السعر المستهدف	يقوم المحللون بوضع أسعار مستهدفة للشركات خلال 12 شهراً. هذه الأسعار تعتبر عرضة لعدد من عوامل المخاطرة المتعلقة بالشركة و السوق بشكل عام. يتم تحديد السعر المستهدف لكل سهم باستخدام طرق تقييم يختارها المحلل و التي يعتقد أنها تمثل أفضل الطرق لتحديد السعر خلال الـ 12 شهراً القادمة

## تعريفات أخرى

NR غير مقيم. تم إيقاف التقييم الاستثماري مؤقتاً هذه العملية تعتبر متوافقة مع الأنظمة و القوانين و الأحداث ذات العلاقة كأن تكون شركة الأهلي المالية مستشاراً في عمليات اندماج أو استحواذ أو أية صفقات استراتيجية تكون فيها الشركة أحد الأطراف بالإضافة إلى بعض الأحداث الأخرى.

CS تعليق التغطية. قام الأهلي المالية بتعليق تغطية هذه الشركة

NC غير مغطى. لم يقم الأهلي المالية بتغطية هذه الشركة

## معلومات هامة

يشهد محررو هذه الوثيقة بأن الآراء التي أعربوا عنها تعبر تعبيراً دقيقاً عن آرائهم الشخصية بشأن الأوراق المالية والشركات التي هي موضوع هذه الوثيقة. كما يشهدون بأنه ليس لديهم أو لشركائهم أو مبالغهم (في حال تواجدهم) أي انتفاع من الأوراق المالية التي هي موضوع هذه الوثيقة. الصناديق الاستثمارية التي تديرها شركة الأهلي المالية أو الشركات التابعة لها لصالح أطراف أخرى قد تمتلك أوراق مالية والتي هي موضوع هذه الوثيقة. شركة الأهلي المالية أو الشركات التابعة لها قد تمتلك أوراق مالية أو أموال أو صناديق يديرها طرف آخر في واحدة أو أكثر من الشركات المذكورة أعلاه. محررو هذه الوثيقة قد يمتلكون أوراقاً مالية في صناديق مطروحة للعمامة تستثمر بأوراق مالية مشار إليها في هذه الوثيقة كجزء من محفظة متنوعة والتي ليست لديهم عليها أي سلطة لإدارتها. إدارة الاستثمارات المصرفية بشركة الأهلي المالية قد تكون في طور طلب أو تنفيذ خدمات مربحة للشركات التي إما أن تكون موضوعاً لهذه الوثيقة أو وردت بها.

تم إصدار هذا الوثيقة إلى الشخص الذي خصته شركة الأهلي المالية بها. وتهدف هذه الوثيقة إلى عرض معلومات عامة فقط و لا يجوز نسخها أو إعادة توزيعها لأي شخص آخر. لا تعد هذه الوثيقة عرضاً أو تحفيزاً فيما يخص شراء أو بيع أي ورقة مالية. كما لم يؤخذ في الاعتبار عند إعداد هذه الوثيقة مدى ملاءمتها للاحتياجات الاستثمارية للمتلقي. و بصفة خاصة، فإن هذه الوثيقة لم يتم إعدادها بهدف تلبية أي أهداف استثمارية معينة، أو أوضاع مالية، أو قدرة على تحمل المخاطر، أو أي احتياجات أخرى لأي شخص يستلم هذه الوثيقة. وتوصي شركة الأهلي المالية كل مستثمر محتمل الحصول على استشارة قانونية، وخدمات مالية ومحاسبية إرشادية والتي ستحدد مدى ملاءمة الاستثمار لاحتياجات المستثمر. أي توصيات استثمارية ذكرت في هذه الوثيقة قد أخذت في الاعتبار كل من المخاطر والعوائد المتوقعة إن المعلومات والآراء الواردة في هذه الوثيقة قد تم تجميعها أو التوصل إليها من قبل شركة الأهلي المالية من مصادر يعتقد بأنها موثوق بها، ولكن لم نقم شركة الأهلي المالية مفردة بالتحقق من محتويات هذه الوثيقة، وأن تلك المحتويات قد تكون موجزة أو غير كاملة، وتبعاً لذلك فإنه لا يوجد أي زعم أو ضمانات سواء معلنه أو ضمنية فيما يتعلق بالاعتماد على مدى نزاهة ودقة واكتمال وصحة المعلومات والآراء الواردة في هذه الوثيقة. إن شركة الأهلي المالية لن تكون مسؤولة عن أي خسارة قد تنشأ من استخدام هذه الوثيقة أو أي من محتوياتها، أو أي خسارة قد تنشأ عن أي معلومات ذات صلة بهذه الوثيقة، أو أي من التوقعات المالية، أو تقديرات القيم العادلة، أو البيانات المتعلقة بالنظرة العامة المستقبلية المذكورة في هذه الوثيقة والتي قد لا تتحقق لأقصى حد تسمح به القوانين والأنظمة واجبة التطبيق. إن جميع الآراء والتقييمات الواردة في هذه الوثيقة تمثل رأي وتقدير شركة الأهلي المالية بتاريخ إصدار هذه الوثيقة، وهي خاضعة للتغيير دون إشعار مسبق. إن الأداء السابق لأي استثمار لا يعد مؤشراً للنتائج المستقبلية. إن قيمة الأوراق المالية، والعائدات الممكنة تحقيقها، وأسعارها وعملياتها يمكن أن تتغير صعوداً أو هبوطاً، و من المحتمل أن يحصل المستثمر على مبلغ أقل من ذلك الذي استثمره في الأصل. بالإضافة إلى ذلك، فإنه قد تفرض بعض الرسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. كما أن التذبذب في سعر العملات يمكن أن يؤدي إلى تأثير سلبي على قيمة أو سعر أو دخل الورقة المالية. لا يجوز نسخ أي جزء من هذه الوثيقة بدون تصريح كتابي من شركة الأهلي المالية. كما لا يجوز توزيع هذه الوثيقة أو نسخة منها خارج المملكة العربية السعودية في أي مكان يحظر توزيعها بموجب القانون. ويتعين على متلقي هذه الوثيقة أن يطلعوا ويلتزموا بأي قيود قد تنطبق عليها. إن قبول هذه الوثيقة يعني موافقة المتلقي و التزامه بالقيود السابق ذكرها.

شركة الأهلي المالية هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بموجب ترخيص رقم 06046-37، يجيز للشركة التعامل بصفة أصيل ووكيل والتعهد بالتغطية، والإدارة والترتيب وتقديم المشورة والحفظ في الأوراق المالية. وعنوان مركزها الرئيسي المسجل: طريق الملك سعود بالرياض، ص ب 22216، الرياض 11495، المملكة العربية السعودية.