

أصدرت هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات السعودية قرارها بإلزام جميع مقدمي خدمات الاتصالات في المملكة بتطبيق خدمة التوثيق بالبيضة وربط الاشتراكات الجديدة والقائمة بالبيضة المشترك. لم يحدد القرار تاريخاً معيناً لنهاية مرحلة التوثيق، كما لم تُحدد تبعات عدم تزويد المشغلين بالبيضة. من المتوقع أن يؤثر هذا القرار على إجمالي عدد الاشتراكات مما سيؤدي إلى خفض معدل الانتشار في المملكة والبالغ 168% حتى نهاية العام 2015. يبلغ عدد الاشتراكات حالياً في المملكة ما يقارب 53 مليون، تشكل مسبقاً الدفع منها ما نسبته 85% بينما تشكل الاشتراكات المفوترة 15%. تشير تقديراتنا إلى أن ينخفض إجمالي عدد الاشتراكات بنسبة ما بين 10% و 15% مجملها من الاشتراكات مسبقاً الدفع جراء قرار التوثيق. وبالرغم من ذلك، لا نتوقع أن تنخفض إيرادات القطاع بشكل كبير بسبب هذا القرار، لا اعتقادنا أن الاشتراكات غير الفعالة ليست مدرة للدخل بينما سيتحتم على أصحاب الاشتراكات الفعالة توثيق اشتراكاتهم، أو إصدار شرائح جديدة. الجانب الإيجابي لهذا القرار أنه سيمكن المشغلون من معرفة احتياجات العملاء بشكل أدق بعد التوثيق مما يساعد على رفع الكفاءة التشغيلية وتسويق المنتجات بفاعلية أكبر على المدى الطويل.

### تخفيض أسعار المكالمات الصوتية الإتهائية بين المشغلين

قرر مجلس إدارة هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات تخفيض أسعار المكالمات الصوتية المحلية الإتهائية للهاتف المحمول ليكون السقف الأعلى 10 هللات لل دقيقة مقارنة بما كان عليه سابقاً عند 15 هللة لل دقيقة ( تخفيض بنسبة 33%)، كما خفضت الهيئة الأسعار للهاتف الثابت من 7 هللات إلى 4.50 هللة (تخفيض بنسبة 36%). المقصود بأسعار المكالمات الإتهائية الصوتية، هي الأسعار التي يتحصل عليها مقدم خدمة من مقدم خدمة آخر نظير قيام أحدهما بإيصال المكالمات الواردة إلى مشتركين تابعين لشبكتهم، ويكون ذلك وفق مقابل يدفعه مقدم الخدمة الذي صدرت منه المكالمات إلى مقدم الخدمة الذي استقبل المكالمات. جاء هذا التخفيض مفاجئاً، حيث قامت هيئة الاتصالات بإجراء تخفيض في فبراير من العام 2015 بلغت نسبته 40% على أسعار الدقيقة في الهاتف المحمول.

تشير تقديراتنا إلى أن شركة زين هي المستفيد الأكبر من هذا التخفيض نظراً لكونها أقل الشركات من ناحية الحصة السوقية (عند 22% تقريباً) الأمر الذي يحتم على شركة زين دفع مبالغ نظير إجراء عملائها مكالمات لمشاركين خارج شبكتها وتندرج هذه التكاليف تحت بند تكاليف تقديم الخدمة. بعد التخفيض، تشير تحليلاتنا الأولية إلى انخفاض تكاليف تقديم الخدمة لدى شركة زين بنسبة تتراوح ما بين 4-6% في الربع الثاني من هذا العام، كما قد تشهد الشركة ارتفاعاً في أعداد مشتركها بوتيرة أسرع من المتوقع. على صعيد آخر، نعتقد أن يؤثر هذا القرار سلباً على شركة الاتصالات السعودية ونتوقع أن ترتفع تكاليف تقديم الخدمة بنسبة تتراوح ما بين 1-2%. سنقوم بمراجعة تقديراتنا وتحديث نماذجنا للشركات التي نقوم بتغطيتها بعد نتائج الربع الأول من العام 2016.

### محدثات حول بيع الأبراج

بسبب التنافسية العالية وتقلص قنوات الإيرادات، اضطرت الشركات المشغلة للتركيز على زيادة ربحيتها من خلال محاولة تقليص مصاريف العمليات، كان من ضمن ذلك ما دار في أوساط شركتي زين وموبايلي والحديث عن بيع أبراج الاتصالات وإعادة استئجارها. في حالة اتمام اتفاقيات كهذه، سيكون العائد المتوقع منها حوالي 7 - 8 مليار ريال لشركة موبايلي و 1.5 - 2.5 مليار ريال لشركة زين بالإضافة إلى ذلك، سيتم توفير مصاريف الاستهلاك الخاصة بتلك الأبراج والمقدرة بحوالي 2.4 مليار ريال لشركة موبايلي و 685 مليون ريال لشركة زين في العام 2015. لم يُعلن حتى الآن عن أي تقديرات للمصاريف التي ستتحملها الشركات لهذه العملية.

من المتوقع أن يكون لعملية بيع أبراج الاتصالات وإعادة استئجارها أثر إيجابي على المدى القصير بسبب الزيادة المتوقعة في السيولة نتيجة البيع. أما على المدى الطويل، نعتقد بأن يكون الأثر سلبياً حيث أنه يمثل استغناء الشركات عن أحد أصولها الرئيسية، وقد يصعب عليها الدخول إلى أسواق الدين.

### التوصيات وملخص الأسعار المستهدفة

قمنا باستخدام طريقتين لتقييم سهم شركة الاتصالات السعودية، وهما طريقة التدفقات النقدية المخضومة وطريقة مقارنة مكرر الربحية المستقبلي للشركة بنظرانها لينتج عن ذلك سعر مستهدف يبلغ 73 ريال للسهم. في نفس السياق، قمنا بتقييم شركة زين بطريقتين وهما طريقة التدفقات النقدية المخضومة ومكرر السعر إلى الدخل قبل احتساب الفوائد والضريبة والإهلاك والاستهلاك ونتج عن ذلك سعر مستهدف يبلغ 9.5 ريال للسهم.

#### جدول رقم 1: التوصيات وملخص الأسعار المستهدفة

الشركة	الرمز	سعر السهم كما هو في 30 مارس	السعر المستهدف - 12 شهر	العائد المتوقع	التوصية
الاتصالات السعودية	7010	64.05	73	14%	الشراء
زين	7030	8.88	9.5	7%	الاحتفاظ

المصدر: تداول، الرياض المالية

### شركة الاتصالات السعودية

أعلنت شركة الاتصالات السعودية عن نيتها الاستحواذ الكامل على شركة فيفا الكويت، المملوكة لشركة الاتصالات السعودية بنسبة 26%، وعلى الرغم من عدم تمكن شركة الاتصالات من تنفيذ الاستحواذ الكامل، تمكنت الشركة من زيادة حصتها بفيفا لتصل ملكيتها إلى 52%. تشير تقديراتنا إلى عدم وجود أثر جوهري جراء زيادة الملكية على القوائم المالية لشركة الاتصالات السعودية نظراً لصغر حجم عمليات فيفا. نعتقد أن تواصل شركة الاتصالات السعودية البحث عن فرص استثمارية في المنطقة. فيما يخص نتائج الربع الأول، تشير تقديراتنا إلى أن تصل إيرادات الشركة إلى 13 مليار ريال، مسجلة بذلك ارتفاعاً بنسبة 4.2% مقارنة بنفس الربع من العام الماضي، و0.3% مقارنة بالربع الأخير من العام 2015. جغرافياً، نعتقد أن تشكل الإيرادات المحلية ما نسبته 90% من مجمل الإيرادات، فيما تشكل الإيرادات الإقليمية 10%، مجملها من فيفا الكويت. على صعيد الخدمات، نعتقد أن يستمر قطاع البيانات في تسجيل مستويات نمو جيدة ليساهم فيما يزيد عن 10% من الإيرادات، مرتفعاً بنسبة 36% مقارنة بنفس الربع من السنة الماضية و 3% مقارنة بالربع الرابع من العام 2015. تشير تقديراتنا إلى أن يسجل هامش الربح الإجمالي مستويات 59.3% بالمقارنة مع 60% في الربع الرابع من العام 2015. نعتقد أن تتمكن شركة الاتصالات السعودية من تحقيق هامش أرباح لعملياتها عند 23.3% بالمقارنة مع 27% في الربع الأول من العام الماضي و 19% في الربع الأخير حيث سجلت الشركة تكاليف إضافية في بندي التسويق والمبيعات. نعتقد أن يسجل هامش صافي الربح مستوى 20% كما كان في الربع الأول من العام 2015، بالرغم من تسجيله مستوى منخفض تاريخياً عند 15% في الربع الرابع من عام 2015 نظراً لتكاليف العمليات السابق ذكرها بالإضافة إلى تكاليف برنامج التقاعد المبكر. الجدول رقم 2 ادناه يشمل تقديراتنا للربع الأول من العام 2016 بالمقارنة مع نفس الربع من العام الماضي.

جدول رقم 2: النتائج المتوقعة للربع الأول من عام 2016 لشركة الاتصالات السعودية (بملايين الريالات)

الإيرادات			الدخل الإجمالي			صافي الدخل			EBITDA*			ربحية السهم		
1Q2015	1Q2016E	Y/Y	1Q2015	1Q2016E	Y/Y	1Q2015	1Q2016E	Y/Y	1Q2015	1Q2016E	Y/Y	1Q2015	1Q2016E	Y/Y
12,474	12,997	4%	7,544	7,707	2%	2,504	2,581	3%	5,160	4,848	-6%	1.25	1.29	3%

\*الدخل قبل احتساب الفوائد والضريبة والإهلاك والاستهلاك

المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

### شركة زين

بعد أن قررت هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات خفض رسوم استخدام الشبكات بين المشغلين في عام 2015، تمكنت شركة زين من زيادة قاعدة مشتركيها بنسبة 11% إلى 11.8 مليون مشترك حتى نهاية العام. نعتقد أن تتمكن زين من زيادة قاعدة مشتركيها بشكل قوي إلى 12.4 مليون مشترك في الربع الأول من عام 2016. كما ستمكن الشركة من جذب عدد أكبر من المشتركين نظراً للتخفيض الجديد في سعر الدقيقة والذي اقرته هيئة الاتصالات مؤخراً. وعلى الرغم من هذا النمو في قاعدة المشتركين، إلا أننا نتوقع أن يظل متوسط العائد الشهري من كل مستخدم في الربع الأول عند مستوياته السابقة (حوالي 47 ريال)، مما سيؤدي إلى إيرادات قدرها 1.7 مليار ريال (بارتفاع 4% مقارنة بنفس الربع من العام الماضي، وارتفاع 4% مقارنة بالربع الماضي). تشير تحليلاتنا إلى أن الشركة ستقوم بالتخفيف من المصاريف التسويقية مقارنة بالربع الماضي لتشكل نسبة 23% من إجمالي المبيعات، مقارنة بنسبة 23% في نفس الفترة من العام الماضي و 29% في الربع الرابع من عام 2015. نعتقد أن التكاليف التشغيلية الأخرى ستتبع نفس اتجاهاتها التاريخية وستسجل الشركة خسارة تشغيلية قدرها 18 مليون ريال. تشير تحليلاتنا إلى أن تشكل مصاريف التمويل عبئاً على الشركة عند حوالي 200 مليون ريال، لتصل صافي الخسائر إلى 215 مليون ريال. الجدول رقم 3 يقدم نتائجنا المتوقعة للربع الأول بالمقارنة مع نتائج الربع الأول من العام الماضي.

جدول رقم 3: النتائج المتوقعة للربع الأول من عام 2016 لشركة زين (بملايين الريالات)

الإيرادات			الدخل الإجمالي			صافي الدخل			EBITDA			ربحية السهم		
1Q2015	1Q2016E	Y/Y	1Q2015	1Q2016E	Y/Y	1Q2015	1Q2016E	Y/Y	1Q2015	1Q2016E	Y/Y	1Q2015	1Q2016E	Y/Y
1,678	1,739	4%	874	1,009	15%	-258	-215	17%	348	434	25%	(0.44)	(0.37)	17%

\*الدخل قبل احتساب الفوائد والضريبة والإهلاك والاستهلاك

المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

### الخلاصة

من وجهة نظرنا، لا نزال نرى أن قطاع الاتصالات في المملكة العربية السعودية قطاعاً واعداً، على الرغم من كونه قطاعاً متغيراً نظراً للتحركات المستمرة من الجهة المنظمة، والتي من شأنها تغيير خارطة المنافسة. نقوم الآن بتحديث نماذجنا وتقديراتنا وسنقوم على الأرجح بمراجعة الأسعار المستهدفة للشركات.

تصنيف السهم

غير مُصنّف	بيع	احتفاظ	شراء	شراء قوي
تحت المراجعة/ مقيد	سعر مبالغ فيه	إجمالي الإيرادات المتوقعة < 15%	إجمالي الإيرادات المتوقعة ≥ 15%	إجمالي الإيرادات المتوقعة ≥ 25%

لإبداء أي ملحوظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال : research@riyadcapital.com

بيان إخلاء المسؤولية

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنه موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة ، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية. وبناء عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، و/أو عدالة ، و/أو اكتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، و لن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء ، ومسؤولين، و موظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو احد أو أكثر من الشركات التابعة أو عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير

الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء أو التنبؤات أو التوقعات واردة في هذا التقرير، و ما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي

القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و / أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشرا للأداء المستقبلي. وفقا لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على نتائج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل

هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف ، وأهداف ، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ. قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظرا لان الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائما لجميع الأشخاص.

لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كليا أو جزئيا، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر