



استنتاجات رئيسية

نمو بأعلى من التوقعات السابقة بينما ربما تتخفف الهوامش انخفاضاً طفيفاً.
التقنية المالية والمبادرات ستؤدي إلى زيادة التكاليف.

الاستثمارات في تقنية الجيل الخامس ستؤدي إلى زيادة المصروفات الرأسمالية. نتوقع عدم عمل توزيعات أرباح خاصة لشركة الاتصالات السعودية في عامي 2019 و 2020.

What do we think?

Stock	Rating	Price Target
STC	Neutral	SAR91.0
Mobily	Neutral	SAR24.0
ZainKSA	Neutral	SAR13.0

قطاع الاتصالات السعودي.

عوامل تقييم في ظل نظرة مستقبلية متفائلة.

شهد قطاع الاتصالات في المملكة العربية السعودية، أداء جيداً لعام 2019 حتى تاريخه. ومن حيث الإيرادات للعام نفسه، ارتفعت إيرادات شركة الاتصالات السعودية بنسبة 6% على أساس سنوي بينما ارتفعت إيرادات موبيلي بنسبة 14% على أساس سنوي، كما ارتفعت إيرادات زين أيضاً بنسبة 12% على أساس سنوي، وكان ذلك أساساً نظراً لقاعدة المقارنة المنخفضة، وتحسن قطاع تقنية المعلومات والاتصالات/ الأعمال والتحسين في متوسط الإيراد لكل مستخدم. وبالنسبة للربع الرابع 2019 و 2020، هناك بعض الأسباب التي تدعو للتفاؤل نظراً لأنه يوجد استقرار الآن في عدد الأجانب في المملكة، وارتفاع عدد الزائرين لأغراض الأعمال/ السياحة، وتزايد نشاطات الأعمال على الصعيد المحلي، وتوقع مزيد من النمو في قطاع الأعمال وارتفاع الأسعار. من جانب آخر، فإن الاستثمار في تقنية الجيل الخامس في 2020، يمكن أن يعني ارتفاعاً في التكاليف والمصروفات الرأسمالية. ويعني ذلك ضمناً، أن شركة الاتصالات السعودية من غير المحتمل أن تقوم بعمل توزيعات أرباح خاصة في 2020/2019 إذا لم تستلم دفعات من الذمم المدينة. وبينما نجد أن شركة زين جريئة في الاستثمار في تقنية الجيل الخامس، فإننا نعتقد أن موبيلي من المرجح أن تركز على عمل دفعات الدين. وسوف نعرض هنا الاتجاهات الرئيسية في القطاع. وبلغ سعرنا المستهدف لشركة الاتصالات السعودية، 91 ريال للسهم بنا على طريقة للتقييم تمزج بأوزان متساوية بين طريقة التدفقات النقدية المخصومة ومكرر تقييم يبلغ 7.5 مرة لقيمة الشركة/EBITDA. وبالنسبة لموبيلي وزين السعودية، وبناء على مكرر تقييم يبلغ 6 مرة و 6.3 مرة، فقد توصلنا إلى أسعار مستهدفة لسهميهما تبلغ 24 ريال و 13 ريال/ السهم، على التوالي.

الاتجاهات الرئيسية في قطاع الاتصالات السعودي

1- في عام 2018، وبعد أن انخفض عدد الأجانب بحوالي 1.3 مليون، فقد استقر في 2019 (حتى سبتمبر) إذ انخفض بحوالي 90 ألف فقط تقريباً. ويعتبر ذلك مؤشراً إيجابياً لشركتي موبيلي وزين السعودية إذ أننا نعتقد أن هاتين الشركتين كانتا الأكثر تأثراً بانخفاض عدد الأجانب في الفترة الماضية.

2- أننا لا نشهد ارتفاعاً في عدد المشتركين الأجانب فقط، بل نشهد زيادة في نشاط السوق المحلي والنشاط السياحي أيضاً. وقد كانت هناك زيادة بنسبة 5% على أساس سنوي في عدد الحجاج والمعتمرين في 2019 كما أننا نتوقع أن يستمر معدل هذه الزيادة في الارتفاع بأرقام في خانة الاحاد المرتفعة في 2020.

3. هناك أسباب تدعونا لأن نعتقد أن متوسط الإيراد لكل مستخدم يمكن أن يرتفع نظراً لأننا نشهد العديد من الخطط التسويقية الجديدة والباقات الجديدة بأقلام/ أسعار مرتفعة. على سبيل المثال، فإن باقة سوا المرنة بسعر 90 ريال (8 جيجا بايت) تعتبر ذات قيمة أفضل كثيراً مقارنة بباقة سوا لايك بسعر 65 ريالاً (2 جيجا بايت). وقد سجلت أسعار العديد من الباقات مسبقاً الدفع، وارتفاعاً أيضاً. وهناك اتجاه أيضاً للتحويل من الباقات مسبقة الدفع إلى الباقات المفوترة مما سوف يؤدي إلى زيادة متوسط الإيراد لكل مستخدم.



4- تشهد منظومة الألياف البصرية FTTX ارتفاعاً، رغماً عن أنه ربما لا يكون بشكل كبير للقطاع بشكل عام، نظراً لأن جزء كبير من تقنية الألياف البصرية بدأت تحل الان محل اشتراكات ADSL+الهواتف الثابتة اللاسلكية. وفي النصف الأول من 2019، ارتفع عدد مشتركى تقنية الألياف البصرية بحوالي 170 ألف مشترك بينما انخفض عدد مشتركى خطوط المشترك الرقمي والهواتف اللاسلكية الثابتة بحوالي 90 ألف مشترك. عموماً، مع ارتفاع الطلب على الاقراض العقاري/ المساكن، فسوف يكون ذلك قوة محركة إضافية لاستخدام هذه التقنيات. اننا نتوقع تشييد حوالي 0.19 مليون مسكن جديد خلال السنوات الثلاث القادمة.

5- ان المستخدمين يتحولون حالياً من الأجهزة المخصصة للبيانات الى باقات البيانات في الهواتف الذكية مما يعتبر حافزاً لزيادة المكالمات.

6- تعتبر تقنية الجيل الخامس في مراحلها المبكرة جداً ويتوقع أن يشهد العام 2020 تزايداً في الاستثمار في هذه التقنية. وفي الوقت الراهن، ونظراً للتحسن في سرعات تنزيل بيانات الجيل الرابع، فربما لا تكون هناك حاجة ملحة لتقنية الجيل الخامس. وسوف يكون التركيز منصبا على قطاع الشركات أكثر منه على قطاع الأفراد بالنسبة لتقنية الجيل الخامس.

7- وفقاً لنقاشنا مع الشركات المعنية، فإن هناك فوائد ضئيلة متحققة من رسوم الامتياز الحكومية بعد تعديل الطرق المحاسبية لكل من شركتي الاتصالات السعودية وزين السعودية (تشير تقديراتنا الى أنها تبلغ 115 مليون ريال/ الربع حسب افتراضاتنا لشركة زين) بينما ارتفعت تكاليف موبايلي ولكن تم خفضها من خلال الأداء الأفضل للإيرادات.

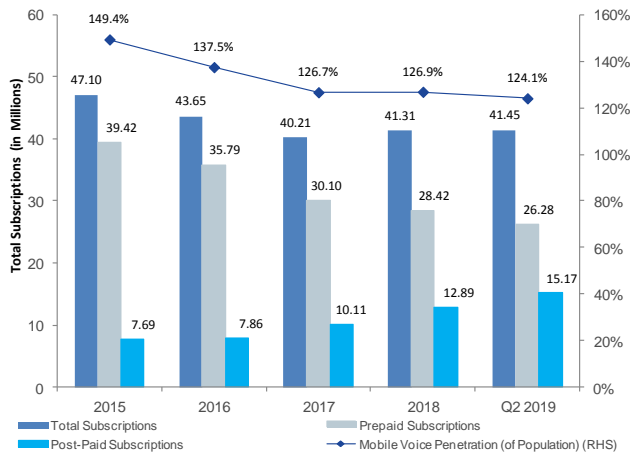
8- تعمل خدمات تقنية المعلومات والاتصالات (الحوسبة السحابية/ الأمن.. الخ) على دعم معظم النمو لشركة الاتصالات السعودية، في رأينا. وقد تفوقت موبايلي على بقية الشركات وربما يمكن أن يعزى ذلك الى هذه التقنية والى الأداء القوي لقطاع المستهلكين في موسم الحج. ان اختراق الشركات لسوق الهاتف المتنقل/ خدمات النطاق العريض، لا يزال مستقراً كما هو متوقع بشكل عام نظراً لحالة السوق الذي يتسم بتشبعه. وتعمل جميع الشركات حالياً على ادخال التقنية المالية Fintech والقيام ببعض المبادرات الأخرى رغماً عن أننا لا نعتقد أنها سوف تغير كثيراً النظرة المستقبلية لهذه الشركات على الأقل في المديين القريب الى المتوسط. وفي الوقت الراهن، نعتقد أن تطبيق STC PAY من شركة الاتصالات السعودية، يمكن أن يكون بدون عائد للشركة اذ الهدف منه هو توسعة قاعدة مشتركها.

9- ان تحول المشتركين من باقات مسبقة الدفع الى النظام المفوتر، ربما يعني مستوى أعلى من الذمم المدينة/ المخصصات في المستقبل، ولكن الأثر الصافي لذلك يمكن أن يتم تعويضه بمتوسط الإيراد لكل مستخدم المرتفع.

10- اننا نعتقد أن صفقة الأبراج لم تنتهي حتى الان.

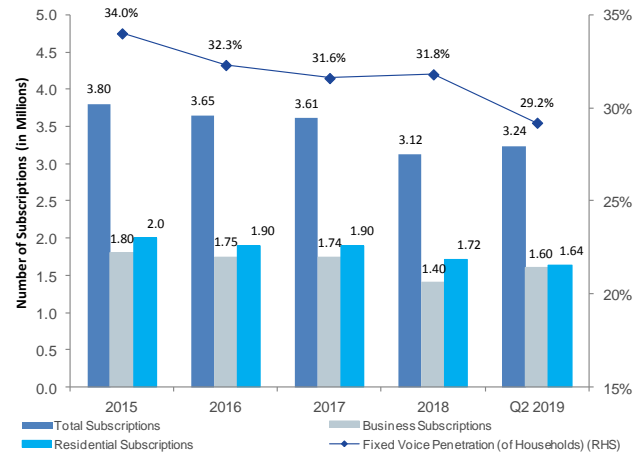


الشكل 1- خدمات الاتصالات للهواتف المتنقلة.



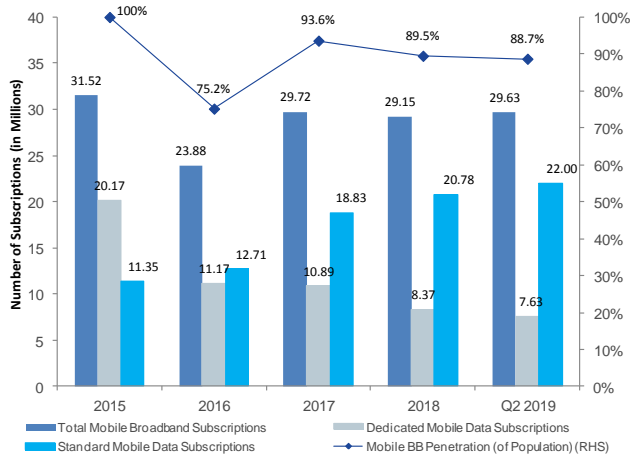
المصدر : هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات، الراجحي المالية.

الشكل 2- خدمات الاتصالات للهواتف الثابتة.



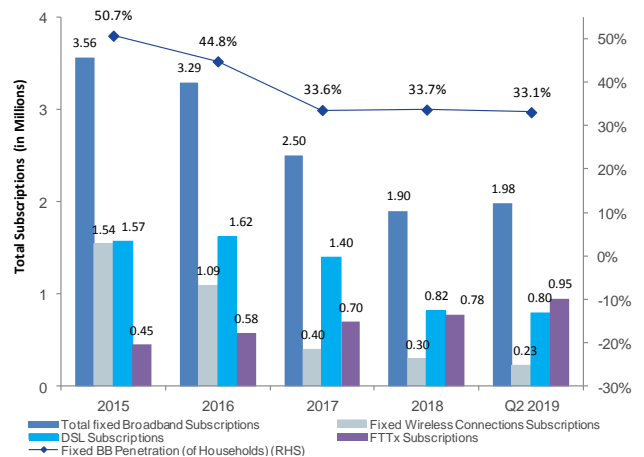
المصدر : هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات، الراجحي المالية.

الشكل 3: خدمات النطاق العريض للهواتف المتنقلة.



المصدر : هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات، الراجحي المالية.

الشكل 4: خدمات النطاق العريض للهواتف الثابتة.



المصدر : هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات، الراجحي المالية.



شركة الاتصالات السعودية

من غير المحتمل عمل توزيعات أرباح خاصة في 2020/2019

لقد أخذنا في الاعتبار ارتفاع متوسط الأرباح لكل مستخدم نظرا للباقات الجديدة والتحسين الهامشي في عدد المشتركين في 2020. ومن المحتمل أن يكون هناك دعم مستمر من حلول شركة الاتصالات السعودية ومن قطاع الشركات اللذان كان أدأهما جيدا. وسوف يكون تركيز الشركة على تقنية الجيل الخامس في 2020 وفقا لمعلومات الشركة وذلك باستهداف قطاع الشركات.

كان هناك بعض التعديل في عرض التكاليف بسبب تطبيق المعيار المحاسبي الدولي رقم 16 في الربع الثالث إذ أننا شهدنا ارتفاعا في تكلفة السلع المباعة والتي عوض عنها انخفاض تكاليف الاستهلاك والتمويل (شهدنا انعكاسا جزئيا من ذلك في الربع الأول). وباستبعاد تأثير ذلك، فقد كانت الهوامش (هامش الربح الاجمالي وهامش ربح التشغيل) متوافقة مع توقعاتنا ومع الربيعين السابقين. ونتوقع أن تظل هوامش EBITDA أقل بدرجة طفيفة عند معدل 38% لعام 2020 وذلك نظرا للارتفاع المتوقع في التكاليف بسبب النفقات المرتبطة بتطبيق STC pay وتقنية الجيل الخامس، بيد أنه من غير المحتمل أن تكون هناك تغيرات في تكاليف رسوم المكالمات خارج الشبكة ورسوم الامتياز الحكومية. وبالنسبة لتطبيق STC pay، فإن الشركة تمنح تخفيضات مما يترتب عليها زيادة المصروفات، وذلك من أجل جذب عملاء جدد.

إننا نتوقع أن تبلغ مصروفات التقاعد 450 مليون ريال سنويا لعامي 2020 و 2021. وحسب فهمنا للموضوع، فإن متوسط أعمار الموظفين في الشركة، لا يزال مرتفعا وهناك حاجة لخفضه قبل أن نرى انخفاضا مؤثرا في هذا البند.

ولا تزال الذمم المدينة من الجهات الحكومية مستمرة في الارتفاع وتبلغ 16.6 مليار في الوقت الراهن (من 12.3 مليار ريال كما في نهاية 2018)، وبعد تعديلها لتتوافق مع الذمم الدائنة، فإنها تبلغ 14.7 مليار ريال. ومع الأخذ في الاعتبار تاريخ التأخيرات في تسديد الذمم المدينة، فإننا لا نتوقع تحقيق تسوية سريعة لهذه الذمم المدينة. على سبيل المثال، فقد بلغت قيمة مبيعات الشركة للجهات الحكومية للتسعة أشهر الأولى من هذا العام، 5 مليار ريال ولكن مبلغ الزيادة في الذمم المدينة بلغ 4.3 مليار ريال. وقد ظلت الذمم المدينة الكلية تشهد ازديادا أيضا، ومن المحتمل أن يتم تفسير ذلك جزئيا كنتيجة لارتفاع إيرادات الشركات والتحول إلى نظام الدفع المفوتر إلى حد أقل.

لقد دفعت الشركة مبلغ 4 ريال للسهم كنوزيعات أرباح عادية + 2 ريال في شكل توزيعات أرباح خاصة في العام الماضي. بيد أن الشركة من المحتمل أن تزيد المصروفات الرأسمالية من 13% من مبلغ المبيعات إلى 20% من مبلغ المبيعات في 2020، ويعادل ذلك مبلغ 2 ريال للسهم الواحد تقريبا. وعليه، فإننا نتوقع أن تقتصر توزيعات الأرباح على 4 ريالات للسهم لعام 2019 وعام 2020 أيضا، إلا إذا تمكنت الشركة من تسوية ذممها المدينة الضخمة من الجهات الحكومية. وبالإضافة إلى ذلك، فقد استخدمت الشركة في وقت سابق، المبالغ النقدية المتحققة من إصدار الصكوك (5 مليار ريال) ومن بيع بعض الاستثمارات (7 مليار ريال) لدفع توزيعات الأرباح في الفترة السابقة، وبناء عليه، فإن هناك مجال محدود لحدوث أي ارتفاع غير متوقع في توزيعات أرباح الأسهم في المستقبل.

علاوة على ذلك، فقد وافقت الاتصالات السعودية على شراء حصة إضافية تبلغ 39% في شركة فيرجن موبايل السعودية مقابل مبلغ 151 مليون ريال. ومن المتوقع اكتمال الاجراءات القانونية والنظامية المتعلقة بالصفقة، خلال عام 2019. وعند اكتمال الصفقة، سوف ترتفع حصة مجموعة الاتصالات السعودية في فيرجن موبايل السعودية، إلى 49%.

علاوة على ذلك، فإن الشركات الزميلة سوف تنال دعما رئيسيا من شركة اس تي سي اسيا (ماكسس). بيد أنه، ونظرا للهيكل المعقد للشركات الزميلة، فإننا نتوقع أن تكون مشاركة هذه الشركات ضئيلة على أساس سنوي بشكل عام.

وفي 26 مارس 2019، وقعت شركة اوبر تكنولوجيز على اتفاقية لشراء اصول مع شركة كريم (تمت الاجراءات المحاسبية للشركة الزميلة باستخدام طريقة رأس المال في المحاسبة كما أن المجموعة تملك حصة تبلغ 8.83%) وذلك للاستحواذ على الاصول الصافية لشركة كريم نظير مبلغ 3.1 مليار دولار قابل للتعديل. ويتكون التعويض الاجمالي للاتفاقية (من الاتي : 1) حوالي 1.7 مليار دولار في شكل سندات بدون ضمان، وبدون فوائد وقابلة للتحويل. (2) حوالي 1.4 مليار دولار نقدا. ويتوقع أن تكتمل هذه الصفقة كما يتوقع أن يتم إثبات تأثيرها النهائي، بعد اكتمال الاجراءات النظامية. ووفقا لذلك، فإن استثمار المجموعة في شركة كريم قد تم اعاده تصنيفه كاصول مملوكة للبيع كما في 30 سبتمبر 2019. وبناء على حصة بالتناسب، من المتوقع أن تحصل الشركة على مبلغ 565 مليون ريال في شكل سندات قابلة للتحويل ومبلغ 450 مليون ريال نقدا. وبما أن القيمة الدفترية للشركة تبلغ 267 مليون ريال، فمن المتوقع أن تبلغ



قيمة المكاسب 750 مليون ريال. وقد بلغت هذه الصفقة مراحلها النهائية توطئة للحصول على الموافقة من الجهات المختصة وفور الموافقة عليها من الممكن أن تعمل على رفع السهم.

التقييم : تتمثل قوة شركة الاتصالات في قاعدة عملائها ذوي الدخل المرتفع الذين يتسمون بطبيعتهم الدفاعية العالية والذين يحققون متوسط إيرادات للمستخدم من الخطوط المفوترة مرتفع. وبينما قمنا برفع تقديراتنا لنمو الإيرادات ، فقد قمنا بخفض الهوامش بدرجة طفيفة. عموماً، فإن مخاوفنا الرئيسية تتمثل في أن الذمم المدينة لا تزال مستمرة في الارتفاع. وينتج عن نموذجنا للتقييم المبني على 2% كمعدل نمو نهائي، و 9.8% كتكلفة رأس مال، قيمة عادلة لسهم الشركة تبلغ 93.1 ريال/السهم، بينما تعطينا طريقة التقييم على أساس قيمة الشركة/ EBITDA ، قيمة عادلة تبلغ 88.4 ريال/السهم، بناء على مكرر تقييم يبلغ 7.5 مرة. وبعد أخذ المتوسط لهذين التقييمين، توصلنا إلى سعر مستهدف لسهم الشركة يبلغ 91 ريال/السهم.

ان المخاطر الأخرى لارتفاع سعر السهم عن تقديراتنا تتمثل في : ارتفاع أسعار خدمات البيانات، المنافسة المنخفضة، نفقات رأسمالية أقل من التوقعات، تسديد الحكومة للذمم المدينة، تحقيق مساهمات ذات مغزى من الاستثمارات الأخرى، الحصول على نقد من مبيعات أصول/ أراضي، تحقيق مستويات مرتفعة من الكفاءة مما يرفع الهوامش، بالإضافة إلى حدوث مزيد من الرغبة في التقنية المالية مما يدعم التدفقات النقدية. أما مخاطر انخفاض قيمة السهم عن تقديراتنا، فإنها تشمل حدوث انخفاض في قيمة الذمم المدينة، اتفاق مصروفات رأسمالية أعلى من التوقعات، حدوث مزيد من الانخفاض في الأسعار، شطب قيمة الشهرة، بالإضافة إلى اتخاذ قرار غير موات حول الادعاءات القانونية المعلقة ، وارتفاع سعر الاقراض بين البنوك السعودية (السايبور).

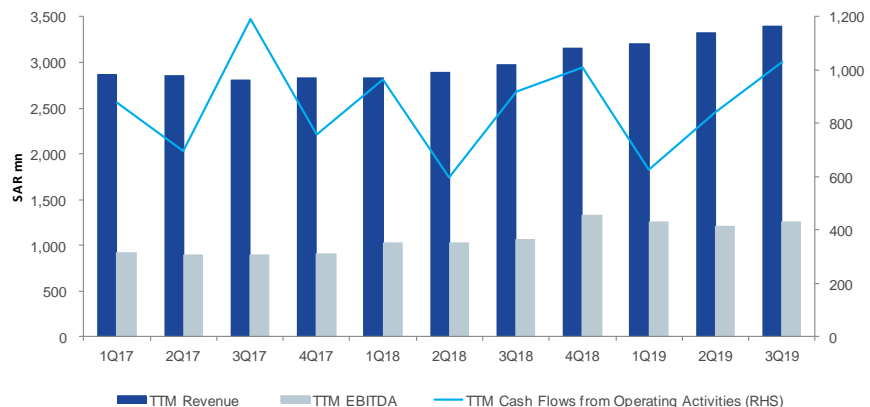
موبايلي

تحسن في النمو ؛ تركيز على تسديد الدين.

ان النمو القوي في قطاع المستهلكين لموبايلي ، يعتبر غير متوقع مقارنة بأداء قطاع المستهلكين لكل من شركتي الاتصالات السعودية وزين السعودية، وخاصة في الربع الثالث. وقد أعلنت موبايلي عن تحقيق نمو جيد في جميع قطاعاتها، مما يعتبر عاملاً إيجابياً. من جانب آخر، فقد ظل التدفق النقدي من العمليات التشغيلية على أساس المتوسط للاثني عشر شهراً الأخيرة، بدون تغيير بشكل عام مما يقلل من مستوى ثقتنا حول نوعية النمو الذي شهده عام 2019. اننا نتوقع أن يستمر النمو في القطاع بشكل عام في 2020.

الشكل 5: التدفقات النقدية التشغيلية لم تشهد تحسناً بنفس مستوى التحسن في الإيرادات أو قيمة

EBITDA



المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

وإذا افترضنا تدفقات نقدية من العمليات تبلغ 3.4 مليار ريال ومصروفات رأسمالية تبلغ 2 مليار ريال، فسوف يمكن ذلك الشركة من خفض الدين إلى مستويات مديونية معقولة (33% نسبة دين /الأصول) بعد 3 سنوات. وهكذا، فإننا لا نتوقع توزيعات أرباح لثلاث سنوات قادمة.



ان الشركة تستثمر في تقنية الجيل الخامس بمعدل منخفض مقارنة بشركتي زين/ الاتصالات السعودية من حيث التغطية، مما قد يشير ضمنا الى الحاجة الى مستوى أعلى من الانفاق الرأسمالي في السنوات القادمة. وهكذا، فإننا نعتقد أن الشركة تركز على تسديد الدين من أجل تقليل نسب المديونية. وفي رأينا، فإن الانفاق الرأسمالي للاستحواذ على الطيف الترددي، قد تم في معظمه.

وكانت الشركة قد قامت مؤخرا بتجديد عقودها التمويلية مما قد ينتج عنه بعض مصروفات الفائدة لمرة واحدة المرتفعة في الربع التالي ولكن ربما يؤدي الى انخفاض مصروفات الفائدة المتكررة.

ان دفاتر الشركة لا تشتمل فقط على دين يبلغ 12.4 مليار ريال، ولكنها تشمل أيضا دئما دائنة ومصروفات مستحقة تبلغ 8 مليار ريال. وترتبط الذمم المدينة في معظمها بإيرادات الألياف البصرية، في رأينا.

لقد تم التوصل الى سعرنا المستهدف لسنة مستقبلية للشركة باستخدام نموذج قيمة الشركة/ EBITDA (25 ريال/السهم)، بناء على مكرر تقييم يبلغ 6 مرات، وهو أعلى بدرجة طفيفة من متوسط مكرر التقييم للسنتين الأخيرتين بناء على بيانات بلومبرج. ذلك لأن التدفقات النقدية المخصومة تكون عرضة بشكل كبير للتغيرات في المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ونسب الاقتراض. وبناء على سعرنا المستهدف لسهم الشركة، فإن تصنيفنا للشركة جاء محايدا متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها. وتتمثل مخاطر ارتفاع تقييم الشركة عن تقييمنا في حدوث ارتفاع في أسعار خدمات البيانات، وحدث نمو بأسرع من التوقعات في الإيرادات، الى جانب حدوث انفاق رأسمالي منخفض. أما مخاطر انخفاض سعر السهم عن توقعاتنا، فإنها تتمثل في حدوث انخفاض في قيمة الذمم المدينة، وانفاق رأسمالي أعلى من التوقعات، وحدث مزيد من الانخفاض في الأسعار، بالإضافة الى شطب الشهرة، واتخاذ قرار غير موات فيما يتعلق بالدعاوى القانونية المعلقة وحدث ارتفاع في السايبر.

زين السعودية. تراهن على تقنية الجيل الخامس؛ اصدارات الحقوق تعتبر عاملا محركا ايجابيا.

(SARmn)	2018	2019e	2020e	2021e
Revenue	7,531	8,208	8,619	8,877
Y-o-Y	3.1%	9.0%	5.0%	3.0%
Gross profit	5,425	6,033	6,335	6,525
Gross margin	72.0%	73.5%	73.5%	73.5%
EBITDA	3,009	3,833	3,951	4,084
EBITDA margin	40.0%	46.7%	45.8%	46.0%
Net profit	332	525	615	785
EPS (SAR)	0.57	0.90	1.05	1.31
DPS (SAR)	0	0	0	0
EV/EBITDA	8.3	6.5	6.3	6.1
P/E	20.6	13.0	11.1	8.9

لقد استأنفنا تغطيتنا لشركة زين السعودية بعد أن أعادت الهيئة الشرعية للراجحي المالية تصنيف الشركة كشركة متوافقة مع الشريعة.

ان شركة زين تحاول أخذ موقع قيادي في تقنية الجيل الخامس عن طريق اقامة البنية الأساسية ميكرا لهذه التقنية. وتملك الشركة أوسع تغطية في مجال تقنية الجيل الخامس في المملكة العربية السعودية. وسوف يعتمد نجاح هذه الاستراتيجية على الاستخدام العالمي لأجهزة تقنية الجيل الخامس وربما تثبت الشركة أنها سوف تحدث تغييرا هاما في هذا المجال وتحقق استفادة لها اذا تم استخدام هذه التقنية وتحسنت بيئة استخدامها، مما سوف يساعد الشركة في الحصول على حصة في السوق. ووفقا لمعلومات الشركة، فقد كانت خطة التحول الى تقنية الجيل الخامس، تمثل تحركا استراتيجيا رئيسيا وتم التخطيط له منذ وقت بعيد، وشمل ذلك الحصول على الترددات الصحيحة من خدمات النطاق العريض لهذا الاستثمار. ونتيجة للتحضير المبكر لهذا الموضوع، فإن الشركة تعتقد أن نسبة الانفاق الرأسمالي/ المبيعات لا تزال غير مرتفعة جدا. وكنا قد أشرنا في موضع سابق الى أن شركة زين قد كانت جريئة في تسعير خدمات تقنية الجيل الخامس من أجل الحصول على حصة في السوق. وسوف تواجه الشركة منافسة من شركة الاتصالات السعودية ابتداء من 2020، في رأينا.

أما من حيث الأداء التشغيلي، وبعد استبعاد الانعكاس غير النقدي لمخصصات رسوم الامتياز الحكومية المقدرة بحوالي 115 مليون ريال في كل ربع حتى 2022، فإن معدل أرباح الشركة السنوية سوف يبلغ 65 مليون ريال فقط. ونظرا لأن تقنية الجيل الخامس تحتاج الى استثمارات ضخمة، فسوف يكون أمرا مثيرا للاهتمام معرفة كيف أن الشركة سوف تستمر في الاستثمار مع السيطرة في ذات الوقت على نسب ديونها.

لقد كان نمو الإيرادات جيدا في النصف الأول من العام رغما من أن إيرادات موسم الحج كانت أقل من التوقعات. اننا لا نزال نرى هوامش EBITDA منخفضة بعد تزايد نشاطات الترويج من أجل الحصول على مشتركين، ونتيجة للتكاليف المرتفعة بسبب التحول الى تقنية الجيل الخامس.

ان اصدار أسهم الحقوق القادم، سوف يكون له تأثير إيجابي على الميزانية اذ سوف يؤدي الى خفض مستويات الدين وزيادة رأس المال مما سوف يؤدي الى تحسين نسبة الدين/رأس المال في المستقبل. ومع تحسن القوائم المالية للشركة من حيث الدين المنخفض، فسوف تتخفض مصروفات الفائدة في المستقبل وبالتالي سوف ترتفع الربحية. ومن وجهة نظر المساهم الفرد، فإن صافي حقوق الشركاء في الوقت الراهن وبعد اصدار أسهم الحقوق، من غير المحتمل أن يتغير بشكل كبير.

لقد تم التوصل الى سعرنا المستهدف لسنة مستقبلية للشركة باستخدام نموذج قيمة الشركة/ EBITDA فقط (وليس التدفق النقدي المخصوم) وبلغ 13 ريال/ السهم، بناء على مكرر تقييم يبلغ 6.3 مرات، ذلك لأن التدفقات النقدية المخصومة تكون عرضة بشكل كبير للتغيرات في المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. وبناء على سعرنا المستهدف لسهم الشركة، فإن تصنيفنا للشركة جاء محايدا متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.



وتتمثل مخاطر ارتفاع تقييم الشركة عن تقييمنا، في استخدام تقنية الجيل الخامس، وأجراء إصدار أسهم الحقوق بنجاح مع ضخ مبالغ نقدية كبيرة، وحدث ارتفاع في أسعار خدمات البيانات، إلى جانب حدوث نمو بأسرع من التوقعات في الإيرادات وانخفاض في المصروفات الرأسمالية، وإعفاءها من التزامات الزكاة. أما مخاطر انخفاض سعر السهم عن توقعاتنا، فإنها تتمثل في حدوث انخفاض في قيمة الذمم المدينة، وانفاق رأسمالي أعلى من التوقعات، وحدث مزيد من الانخفاض في الأسعار، بالإضافة إلى حدوث ارتفاع في السايبور.

Figure 1 Adjusted EV/EBITDA (GCC)

Company Name	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
Saudi Telecom Company	6.4x	6.6x	7.4x	6.9x	8.4x	8.4x
Etihad Etisalat Company	16.0x	11.7x	8.1x	6.7x	5.2x	5.2x
Zain KSA	15.7x	9.2x	8.9x	5.6x	4.5x	4.5x
Emirates Telecom Group Co	5.8x	7.6x	8.6x	8.5x	7.7x	7.7x
Emirates Integrated Telecomm	4.2x	3.9x	4.8x	6.7x	5.8x	5.8x
Bahrain Telecom Co	4.3x	4.7x	4.3x	3.7x	4.1x	4.1x
Zain Bahrain Bsc	NA	NA	NA	NA	1.4x	1.4x
Ooredoo Qpsc	6.1x	4.4x	5.0x	4.4x	4.4x	4.4x
Vodafone Qatar	22.5x	26.3x	27.9x	14.4x	10.8x	10.8x
Mobile Telecommunications Co	5.3x	4.3x	5.1x	6.4x	6.6x	6.6x
National Mobile Telecommuni	4.0x	3.2x	3.5x	2.8x	2.5x	2.5x
Viva Kuwait Telecom Co	NA	NA	NA	5.4x	4.5x	4.5x
Oman Telecommunications Co	5.5x	4.6x	4.4x	15.6x	5.6x	5.6x
Ooredoo	4.5x	4.2x	3.6x	3.1x	2.9x	2.9x
Average	8.4x	7.6x	7.6x	7.1x	5.7x	5.7x
Median	5.6x	4.7x	5.1x	6.5x	5.4x	5.4x

Source: Bloomberg, Al Rajhi Capital



IMPORTANT DISCLOSURES FOR U.S. PERSONS

This research report was prepared by Al Rajhi Capital (Al Rajhi), a company authorized to engage in securities activities in Saudi Arabia. Al Rajhi is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Rosenblatt Securities Inc, 40 Wall Street 59th Floor, New York NY 10005, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Al Rajhi. Rosenblatt Securities Inc. accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Rosenblatt Securities Inc. and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Rosenblatt Securities Inc. or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Rosenblatt Securities Inc, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Rosenblatt Securities Inc. is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

Compensation and Investment Banking Activities

Rosenblatt Securities Inc. or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither Al Rajhi nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

Al Rajhi may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of Al Rajhi.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by Al Rajhi with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of Al Rajhi and Al Rajhi accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. This research document has been prepared by Al Rajhi Capital Company ("Al Rajhi Capital") of Riyadh, Saudi Arabia. It has been prepared for the general use of Al Rajhi Capital's clients and may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part, or in any form or manner, without the express written consent of Al Rajhi Capital. Receipt and review of this research document constitute your agreement not to redistribute, retransmit, or disclose to others the contents, opinions, conclusion, or information contained in this document prior to public disclosure of such information by Al Rajhi Capital. The information contained was obtained from various public sources believed to be reliable but we do not guarantee its accuracy. Al Rajhi Capital makes no representations or warranties (express or implied) regarding the data and information provided and Al Rajhi Capital does not represent that the information content of this document is complete, or free from any error, not misleading, or fit for any particular purpose. This research document provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed constitutes an offer or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or other investment products related to such securities or investments. It is not intended to provide personal investment advice and it does not take into account the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive this document.

Investors should seek financial, legal or tax advice regarding the appropriateness of investing in any securities, other investment or investment strategies discussed or recommended in this document and should understand that statements regarding future prospects may not be realized. Investors should note that income from such securities or other investments, if any, may fluctuate and that the price or value of such securities and investments may rise or fall. Fluctuations in exchange rates could have adverse effects on the value of or price of, or income derived from, certain investments. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Al Rajhi Capital or its officers or one or more of its affiliates (including research analysts) may have a financial interest in securities of the issuer(s) or related investments, including long or short positions in securities, warrants, futures, options, derivatives, or other financial instruments. Al Rajhi Capital or its affiliates may from time to time perform investment banking or other services for, solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this research document. Al Rajhi Capital, together with its affiliates and employees, shall not be liable for any direct, indirect or consequential loss or damages that may arise, directly or indirectly, from any use of the information contained in this research document.

This research document and any recommendations contained are subject to change without prior notice. Al Rajhi Capital assumes no responsibility to update the information in this research document. Neither the whole nor any part of this research document may be altered, duplicated, transmitted or distributed in any form or by any means. This research document is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or which would subject Al Rajhi Capital or any of its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Disclaimer and additional disclosures for Equity Research

Disclaimer

This research document has been prepared by Al Rajhi Capital Company ("Al Rajhi Capital") of Riyadh, Saudi Arabia. It has been prepared for the general use of Al Rajhi Capital's clients and may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part, or in any form or manner, without the express written consent of Al Rajhi Capital. Receipt and review of this research document constitute your agreement not to redistribute, retransmit, or disclose to others the contents, opinions, conclusion, or information contained in this document prior to public disclosure of such information by Al Rajhi Capital. The information contained was obtained from various public sources believed to be reliable but we do not guarantee its accuracy. Al Rajhi Capital makes no representations or warranties (express or implied) regarding the data and information provided and Al Rajhi Capital does not represent that the information content of this document is complete, or free from any error, not misleading, or fit for any particular purpose. This research document provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed constitutes an offer or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or other investment products related to such securities or investments. It is not intended to provide personal investment advice and it does not take into account the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive this document.

Investors should seek financial, legal or tax advice regarding the appropriateness of investing in any securities, other investment or investment strategies discussed or recommended in this document and should understand that statements regarding future prospects may not be realized. Investors should note that income from such securities or other investments, if any, may fluctuate and that the price or value of such securities and investments may rise or fall. Fluctuations in exchange rates could have adverse effects on the value of or price of, or income derived from, certain investments. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Al Rajhi Capital or its officers or one or more of its affiliates (including research analysts) may have a financial interest in securities of the issuer(s) or related investments, including long or short positions in securities, warrants, futures, options, derivatives, or other financial instruments. Al Rajhi Capital or its affiliates may from time to time perform investment banking or other services for, solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this research document. Al Rajhi Capital, together with its affiliates and employees, shall not be liable for any direct, indirect or consequential loss or damages that may arise, directly or indirectly, from any use of the information contained in this research document.

This research document and any recommendations contained are subject to change without prior notice. Al Rajhi Capital assumes no responsibility to update the information in this research document. Neither the whole nor any part of this research document may be altered, duplicated, transmitted or distributed in any form or by any means. This research document is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or which would subject Al Rajhi Capital or any of its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Explanation of Al Rajhi Capital's rating system

Al Rajhi Capital uses a three-tier rating system based on absolute upside or downside potential for all stocks under its coverage except financial stocks and those few other companies not compliant with Islamic Shariah law:

"Overweight": Our target price is more than 10% above the current share price, and we expect the share price to reach the target on a 12 month time horizon.

"Neutral": We expect the share price to settle at a level between 10% below the current share price and 10% above the current share price on a 12 month time horizon.

"Underweight": Our target price is more than 10% below the current share price, and we expect the share price to reach the target on a 12 month time horizon.

"Target price": We estimate target value per share for every stock we cover. This is normally based on widely accepted methods appropriate to the stock or sector under consideration, e.g. DCF (discounted cash flow) or SoTP (sum of the parts) analysis.

Please note that the achievement of any price target may be impeded by general market and economic trends and other external factors, or if a company's profits or operating performance exceed or fall short of our expectations.

Contact us

Mazen AlSudairi
Head of Research
Tel : +966 11 836 5468
Email: alsudairim@alrajhi-capital.com

Al Rajhi Capital
Research Department
Head Office, King Fahad Road
P.O. Box 5561, Riyadh 11432
Kingdom of Saudi Arabia
Email: research@alrajhi-capital.com

Al Rajhi Capital is licensed by the Saudi Arabian Capital Market Authority, License No. 07068/37.