



إدارة البحوث

Prithiv K. Devassy, CFA

Tel +966 11 2119370, devassyp@alrajhi-capital.com

اتحاد اتصالات (موبايلي) الربع الرابع : الأرباح تتجاوز التوقعات

جاءت نتائج موبايلي مغايرة لتوقعات السوق إذ بلغ صافي أرباحها 80 مليون ريال مقارنة بتقديرنا ومتوسط تقديرات المحللين التي أشارت إلى خسارة بمقدار 107 مليون ريال. ويعزى السبب وراء اختلاف النتائج عن التوقعات إلى الإيرادات (أعلى بمقدار 170 مليون ريال من تقديرنا)، وخفض مخصص الزكاة (أقل بمقدار 30 مليون ريال من تقديرنا)، وأهم من ذلك كله احتمال عكس مخصصات تبلغ قيمتها حوالي 600 مليون ريال. وقد كان الارتفاع بنسبة 12% في إيرادات الربع الرابع لتصل إلى 3.2 مليار ريال، كبيرا مقارنة بالإيرادات المستقرة بدرجة كبيرة عند مستوى 2.85 مليار ريال خلال التسعة أرباع المنصرمة وكذلك بالنمو المتوسط للشركات النظيرة لموبايلي. وكانت الشركة قد قدرت في وقت سابق تكاليف إضافية تتراوح بين 450-600 مليون ريال في العام على مدى السنوات القليلة القادمة (رسوم حكومية معدلة). وبينما كان ذلك ملحوظا في الربع الرابع حتى بلغت هذه التكاليف حوالي 400 مليون ريال، فقد ذكر البيان الصحفي أثرا إيجابيا نتيجة لعكس المخصصات المرتبطة بالرسوم الحكومية. ووفقا لتقديرنا، يمكن أن تبلغ قيمة هذا الأثر الإيجابي حوالي 600 مليون ريال، مما يعوض عن ارتفاع محتمل في الاستهلاك تصل قيمته إلى 140 مليون ريال، وكان ذلك أيضا غير متوقع. لقد كان حجم عكس هذه المخصصات إيجابيا بصورة غير متوقعة إذا أخذنا في الاعتبار أن الشركة كانت تتوقع ارتفاعا في مصروفات الامتياز الحكومية في المستقبل. وقد عوض خفض رسوم الزكاة معظم الانخفاض في الربح من مصادر أخرى مقارنة بتقديرنا. وبعد الإعلان عن أرقام الربع الرابع، فقد أبقينا على سعرنا المستهدف لسهم الشركة عند 17.5 ريال للسهم الواحد (مع تصنيف محايد يتضمن التوصية بالمحافظة على المراكز في سهم الشركة).

شكل 1: ملخص الاداء المالي لشركة موبايلي في الربع الرابع 2019

(SAR mn)	Q4 2017	Q3 2018	Q4 2018	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	2,827	2,976	3,162	11.9%	6.3%	2,989
Gross profit	1,560	1,758	1,386	-11.2%	-21.2%	1,702
Gross profit margin	55.2%	59.1%	43.8%			57.0%
Operating profit	(7)	108	267	NM	147.2%	71
Operating profit margin	-0.2%	3.6%	8.4%			2.4%
Net profit	(182)	(31)	80	NM	NM	(107)
Net profit margin	-6.4%	-1.0%	2.5%			-3.6%

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

نقاط أخرى : لقد عزت الشركة النمو في الإيرادات إلى ارتفاع في عدد المشتركين في الخدمات المختلفة، إيرادات توصيل خدمة الألياف البصرية إلى كل منزل وخدمة البيانات، وارتفاع إيرادات وحدات الأعمال مدعومة بالقطاعات الحكومية. ولو لم تتخفف رسوم الاتصالات البينية، فربما كان نمو الإيرادات أعلى عند مستوى 14%. وقد ارتفع هامش EBITDA ليصل إلى 42.4% في الربع الرابع 2018، من 32.2% في الربع الرابع 2017. وقد ارتفعت رسوم التمويل بنسبة 31.1% على أساس سنوي لتصل إلى 214 مليون ريال، ويعزى ذلك بدرجة كبيرة إلى ارتفاع سعر الفائدة بين البنوك السعودية وإيقاف رسمة المصروفات المرتبطة بالدين، والتي لم توضح تفاصيلها حتى الآن. وكانت هذه الأرباح هي أول أرباح تحققها الشركة منذ الربع الثاني 2016.

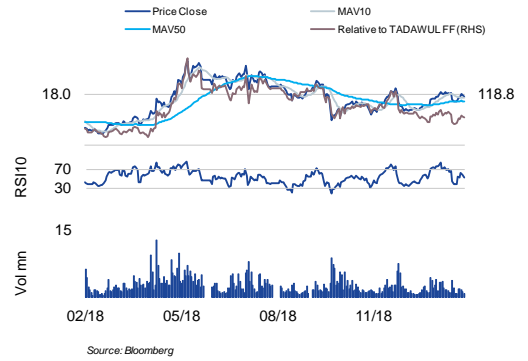
التقييم : أبقينا على تقييمنا المحايد للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها مع تحديد سعر مستهدف للسهم يبلغ 17.5 ريال، بناء على متوسط ناتج عن المزج بأوزان متساوية بين طريقة التقييم باستخدام التدفقات النقدية المخصومة وطريقة قيمة شركة/EBITDA (على أساس مكرر ربح يبلغ 7 مرات). وباختصار، فإننا نعتقد أن الشركة مستمرة في تحسين أدائها، ولكن بشكل عام يمكن القول أن الشركة لديها إمكانية لتحقيق نمو في الإيرادات بنسبة تقل عن 3% على أساس سنوي ابتداء من 2020. وبالنسبة للدين فإنه مرتفع كما أن التدفقات النقدية التشغيلية تعتبر أعلى هامشيا فقط من المصروفات الرأسمالية المطلوبة ولا تقوم الشركة بدفع أرباح أسهم. أما لو افترضنا تقييم الشركة بشكل محض على أساس قيمة الشركة/التدفقات النقدية الحرة، أي، تطبيق مكرر تقييم يبلغ 17 مرة، وهو المتوسط لشركات الاتصالات، وطرح الدين والمطلوبات، فإن القيمة الضمنية للشركة سوف تكون أقل بدرجة كبيرة.

السعر المستهدف 17.5
السعر الحالي 18.16
-3.6% أعلى من الحالي
في تاريخ 2019/2/19

التصنيف الحالي

تخفيض المراكز | المحافظة على المراكز | زيادة المراكز

الأداء



توقعات الأرباح

(SARmn)	2018	2019e	2020e
Revenue	11,865	12,815	13,071
Y-o-Y	4.5%	8.0%	2.0%
Gross profit	6,582	7,200	7,320
Gross margin	55.5%	56.2%	56.0%
EBITDA	4,531	4,150	4,196
EBITDA margin	38.2%	32.4%	32.1%
Net profit	(123)	(730)	(443)
EPS (SAR)	-0.16	-0.95	-0.58
DPS (SAR)	0	0	0
EV/EBITDA (Curr)	6.7	6.8	6.6
EV/EBITDA (Target)	6.7	6.7	6.5

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.



المخاطر: تتمثل مخاطر ارتفاع تقييم الشركة عن تقييمنا، في حدوث تحسن في الهوامش الاجمالية وهوامش EBITDA، تحقق وضع أفضل من المتوقع في جانب الذمم المدينة مع عدم وجود ديون مشكوك في تحصيلها، ارتفاع أسعار البيانات بمعدل أسرع من التوقعات، بالإضافة الى أي اعلانات عن توزيعات أرباح للأسهم. أما مخاطر انخفاض التقييم عن توقعاتنا، فإنها تتمثل في حدوث مزيد من نقص قيمة الذمم المدينة، والمنافسة في الأسعار بين شركات القطاع



الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

خلاء 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 والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، 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 وبأن 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 النخل المئتي 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 محطلي 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 الأجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بإداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات المالية أو 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 خسائر 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 واردة 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 أي معدة للتوزيع أو لاستخدامها 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.

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 تصنيفها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير المتزامنة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10٪ فرق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني محدود بـ 9-6 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 10٪ دون سعر السهم الحالي و 10٪ فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 10٪ دون مستوى السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقا للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلا لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرز بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر السهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدرة لتلك الأسهم، 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

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 211 9449

بريد إلكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد إلكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37