



إدارة البحوث

Prithish K. Devassy, CFA

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

شركة الاتصالات السعودية الربع الرابع : مجموعة جيدة من الأرقام

أعلنت شركة الاتصالات السعودية عن مجموعة جيدة من نتائج الربع الرابع تضمنت توقفاً على تقديراتنا لصادفي الربح بنسبة 4% بينما جاءت الإيرادات متماشية مع تقديراتنا (الشكل 1). وقد ساعد تجاوز صافي الربح لتقديراتنا عكس وخفض التكاليف بصورة أفضل مما كان متوقفاً بعد التغيير الذي حدث في حساب رسوم الخدمة التجارية. وقد رفعنا سعرنا المستهدف للسهم نتيجة للعوامل التالية (أ) التحسن الهيكلي في الربح قبل الفائدة والضرائب والاستهلاك والإطفاء *EBITDA* بنسبة 15% تقريباً ويعزى ذلك إلى خفض الرسوم التجارية مستقبلاً (ب) ارتفاع مكرر التقييم المستهدف إلى 8 مرات من 7 مرات بسبب إدراج مؤشر السوق السعودي في مؤشرات الأسواق الناشئة (ج) احتمال حدوث ارتفاع في ربح السهم الموزع نتيجة لانخفاض رسوم الخدمة وتحسن موقف الذمم المدينة. وتجدر الإشارة هنا، إلى أن معدل التدفقات النقدية الحرة لشركة الاتصالات السعودية للسهم الواحد، قد ظل أكثر بدرجة كبيرة من ربح السهم الموزع للسهم الواحد في الماضي (الشكل 2). ويبلغ سعرنا المستهدف المعدل للسهم 98 ريال بناءً على طريقتنا للتقييم التي تمزج بأوزان متساوية بين طريقة التدفقات النقدية المخصصة وقيمة الشركة 2019 *EBITDA* التي تبلغ 8 مرة. هذا، وقد أبقينا على تصنيفنا المحايد الذي يتضمن التوصية بالمحافظة على المراكز في سهم الشركة، نظراً لأن السهم قد سجل ارتفاعاً مستمراً بعد الإعلان عن التغيير في الرسوم.

بعض الاستنتاجات الهامة الأخرى :

- أعلنت الاتصالات السعودية سابقاً عن انخفاض في التكلفة لتصل إلى 500 مليون ريال في الربع الرابع ولكن التكاليف بلغت 579 مليون ريال. وحتى بعد تعديل هذا الرقم لاستيعاب التكلفة الخاصة بالسلع المباعة، فإن التكاليف تكون منخفضة بنسبة 10%.
- في عام 2018، سجلت إيرادات البيانات المحلية ارتفاعاً بنسبة 5.6% على أساس سنوي بينما ارتفع عدد المشتركين في خدمة الألياف البصرية لكل منزل *FTTH* بنسبة 10%.
- صافي الربح كان يمكن أن يكون أعلى لو لم يكن قد تأثر بمخصص بلغ 168 مليون ريال تم تخصيصه لشراء حصة في شركة *Binariang GSM*.

تفاصيل انخفاض الرسوم : كانت الرسوم التجارية التي تم خفضها في الربع الرابع 2018 خاصة فقط بعام

2018، مما يعني خفضاً بمقدار 200 مليون ريال (3/579) على أساس ربعي في 2018. وبالنسبة للثلاث سنوات التالية، فإننا نتوقع خفضاً يبلغ 2.3 مليار ريال سنوياً، وهو عكس لمبلغ (6.9 مليار ريال) تم تخصيصه من عام 2018 إلى عام 2017. وبالإضافة إلى هذا الخفض في المصروفات، فسوف توفر الشركة مبلغ 750 مليون ريال تقريباً في العام في الرسوم الحكومية. من جانب آخر، فسوف تحتاج الشركة لاستثمار مبلغ كإنفاق رأسمالي يعادل مبلغ خفض التكاليف في كل عام، ومع افتراض نسبة 2.8% كاستهلاك للأصول (فترة عمر اقتصادي تبلغ 35 عاماً للإنفاق الرأسمالي الإضافي)، فإن الاستهلاك الإضافي سوف يكون تقريباً في حدود 65 مليون ريال. وعلى أية حال، فإن قيمة *EBITDA* سوف ترتفع إلى 22.7 مليار ريال في 2019، من وجهة نظرنا

الشكل 1 : ملخص نتائج الربع الرابع لشركة الاتصالات السعودية من عام 2018

(SAR mn)	Q4 2017	Q3 2018	Q4 2018	% chg y-o-y	% chg q-o-q	ARC est
Revenue	12,503	13,333	13,166	5.3%	-1.3%	13,158
Gross profit	7,348	7,805	8,651	17.7%	10.8%	8,000
Gross profit margin	58.8%	58.5%	65.7%			60.8%
Operating profit	2,880	3,236	3,487	21.1%	7.8%	3,292
Net profit	2,555	2,643	3,116	22.0%	17.9%	2,985

Source: Company data, Al Rajhi Capital

الشكل 2 : معلومات التقييم لكل سهم

	12/16a	12/17a	12/18a
EPS	4.45	5.01	5.40
DPS	4.00	4.00	6.00
FCF*	5.21	6.26	6.60

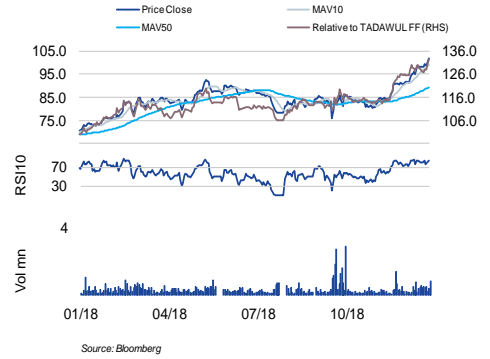
Source: Company data, Al Rajhi Capital, * EBITDA less Capex

السعر المستهدف 98.00
السعر الحالي 102.0
بتاريخ 23/1/2019 -3.9% أعلى من الحالي

التصنيف الحالي

تخفيض المراكز | المحافظة على المراكز | زيادة المراكز

الأداء



Source: Bloomberg

الأرباح

(SAR mn)	2017a	2018a	2019e	2020e
Revenue	50,689	52,068	53,101	54,163
Y-o-Y	-3.8%	2.7%	2.0%	2.0%
Gross Profit	28,583	30,565	32,823	33,488
Gross margin	56.4%	58.7%	61.8%	61.8%
EBITDA	18,431	19,857	22,734	23,197
EBITDA margin	36.4%	38.1%	42.8%	42.8%
Net profit	10,016	10,790	14,014	14,257
EPS (SAR)	5.01	5.40	7.01	7.13
DPS (SAR)	4.00	6.00	5.00	5.00
EV/EBITDA (Curr)	10.2	9.9	8.7	8.5
EV/EBITDA (Target)	9.8	9.5	8.3	8.2

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



التقييم: نظرا لارتفاع EBITDA، فإن ذلك سيرفع تقييمنا للشركة. وقد استخدمنا طريقة للتقييم تمزج بين طريقة التدفقات النقدية المخصومة (التدفقات النقدية الحرة) والتقييم النسبي (8 مرات قيمة شركة/ EBITDA ، ويتضمن ذلك ارتفاعا في تقييمنا مدعوما بإدراج سوق المملكة في مؤشر ام اس سي أي). وبالنسبة للتدفق النقدي الحر، فقد استخدمنا متوسطا مرجحا لتكلفة رأس المال يبلغ 10.9% على أساس تكلفة رأس مال تبلغ 11.4%. ويبلغ سعرنا المستهدف المعدل لسهم الشركة 98 ريال (مرتفعا عن السعر السابق الذي بلغ 80 ريال للسهم)، وهو متوسط لطريقة التدفق النقدي الحر وطريقة التقييم النسبي.

المخاطر: تتمثل مخاطر ارتفاع سعر السهم عن تقديراتنا في تحقق إيرادات أعلى من التوقعات من استثمارات الشركة الجديدة، وبيع/ مشاركة الأبراج، وتحقيق تكلفة أقل من التوقعات للتقاعد المبكر، وحدوث ارتفاع في توزيعات أرباح الأسهم الربعية، وحدوث تحسن في تقييم الشركات التابعة، بالإضافة الى حدوث مزيد من الشفافية والتفاصيل في اصدار التقارير والبيانات الخاصة بالشركة. أما مخاطر انخفاض سعر السهم عن تقديراتنا، فيمكن أن تأتي نتيجة لتغيرات تنظيمية غير مواتية والمنافسة الحادة التي يمكن أن تؤدي الى انخفاض أعلى من التوقعات لمتوسط الإيراد لكل مستخدم، والدخول في عمليات استحواذ لشركات عند مستوى تقييمات عالية.



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، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وآراء، 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 عرضاً 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 الدخل المئتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ وأسماهم المستثمر أساساً. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو الممثلين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي 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 الآجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بأداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات 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 كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقيماً 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 مخالفاً 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 تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10٪ فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 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 مطابقاً للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلاً لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدرة لذلك السهم، 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