



إدارة البحوث

British K. Devassy, CFA

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

السعر المستهدف 12.5  
السعر الحالي 15.24  
-17.9% أعلى من الحالي  
في تاريخ 2017/10/22

التصنيف الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

## اتحاد اتصالات ( موبايلي )

### الربع الثالث : نتائج متوافقة مع تقديراتنا. تقديرات منخفضة نتيجة للضغوط التنظيمية

أعلنت موبايلي عن خسارة صافية للربع الثالث بلغت 175 مليون ريال وكانت متوافقة بشكل كبير مع تقديراتنا التي بلغت 181 مليون ريال ، ولكنها أقل من متوسط تقديرات المحللين الذي بلغ 185 مليون ريال. وجاءت معظم عناصر الميزانية ماعدا الإيرادات ، متوافقة مع تقديراتنا. وقد تمكنت موبايلي من تحسين هامش ربحها الاجمالي وهامش EBITDA بدرجة طفيفة ويعزى ذلك لإعادة المفاوضات بشأن بعض عقود التكاليف. وفي حين يمكن أن يكون هذا التحسن ، اذا ما استمر ، عاملا ايجابيا ، فان مخاوفنا الرئيسية المتعلقة بنتائج الربع الثالث ، هي أ) الانخفاض في الإيرادات ( بنسبة 2% على أساس ربعي) رغما عن الظروف المتوقعة نتيجة لموسم الحج ، ب) الخفض الحاد في الانفاق الرأسمالي ، مما قد يضعف النمو أكثر ، و ج) الضغوط التنظيمية. ورغم ما أن النتائج الكلية قد جاءت أفضل من توقعات السوق وتظهر أن الشركة تسجل تقدما في التحكم في التكاليف وتحقيق وفورات فيها، إلا أننا نعتقد أنه لا يزال يتعين على الشركة بذل بعض الجهود قبل أن نقيم السهم تقييما ايجابيا. و يبلغ سعرنا المستهدف لسهم الشركة 12.5 ريال بعد أن عدلنا تقديراتنا، إذ قمنا بتضمين التغييرات التنظيمية الأخيرة ونتائج الربع الثالث ، في تحليلنا. ولقد ابقينا على توصيتنا بخفض المراكز في السهم.

#### شكل 1: ملخص الاداء المالي لشركة موبايلي في الربع الثالث 2017

	Q3 2016	Q2 2017	Q3 2017	y-o-y	q-o-q	Our est.	Comments
Revenue (SARmn)	2932	2854	2806	-4.3%	-1.7%	2846	A decline in revenue despite Hajj seasonality Due to savings as a result of re-negotiating some contracts related to network cost.
Gross Profit	1741	1633	1672	-4.0%	2.4%	1628	Improvement in gross margins helped see an improvement in EBITDA margin as well
Gross margin (%)	59.4%	57.2%	59.6%				
EBITDA	816.6	900	903	10.6%	0.3%	893	
EBITDA margin (%)	27.9%	31.5%	32.2%				
Interest exp	134	163	159	18.7%	-2.5%	162	
Net profit	-166	-190	-175	nm	nm	-181	Came slightly better than consensus of SAR189mn
Capex	-1026	-505	-129	-87.4%	-74.5%	-400	Could highlight the cash position of the company
Zakat	37	24	15	-59.5%	-37.5%	16	

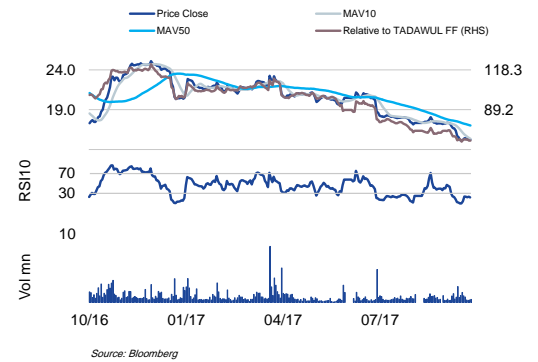
المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

**التغيير في التقديرات :** نظرا للضعف المستمر في الإيرادات ، والتغييرات التنظيمية الأخيرة التي رفعت الحظر عن مكالمات الواتساب الصوتية والمرئية ، فقد خفضنا تقديراتنا لنمو الإيرادات وقد افترضنا الان حدوث انخفاض في الإيرادات على أساس سنوي في 2018. وقمنا بتمديد هامش EBITDA الحالي للربع على أساس متوسط الى عام 2018 نظرا لأن المفاوضات بشأن التكلفة ربما تمتد الى 2018 مما يساعد الشركة على تحسين هامشها بدرجة طفيفة مقارنة بتقديراتنا السابقة. إن نظرتنا سلبية في ما يتعلق باحتمالات النمو على المدى القريب الى المتوسط في القطاع نظرا للانخفاض المتوقع في الحجم الكلي لقطاع الاتصالات، والانخفاض في المكالمات الدولية، والانخفاض التدريجي في إيرادات المكالمات الصوتية (تمثل حوالي 65% من اجمالي الإيرادات لشركة موبايلي) بسبب الاستخدام المتزايد لمكالمات الواتساب الصوتية والمرئية والمنافسة المرتفعة.

**التقييم :** لقد قيمنا شركة موبايلي باستخدام طريقة تجمع بأوزان متساوية بين طريقة التدفق النقدي المخصوم وطريقة التقييم النسبي القائمة على قيمة الشركة/7.0 EBITDA مرة من قيمة EBITDA لعام 2018). وبالنسبة لتقديراتنا لطريقة التدفق النقدي المخصوم، فقد استخدمنا تكلفة لرأس المال تبلغ 12.5% ونسبة متوسط مرجح لتكلفة رأس المال للعام الحالي تبلغ 8.5%، ترتفع الى 10.1% في سنة التقييم النهائية مع تناقص حجم الدين. وبناء على سعر السهم على أساس سعره الحالي في السوق الذي يبلغ 15.24 ريال، فان سهم الشركة يتداول حاليا عند مكرر 8.1 مرة من قيمة الشركة/EBITDA لعام 2018 ، أي أعلى كثيرا من قيمة الأسهم النظيرة له ( 6-7 مرة) وأعلى كذلك من المتوسط التاريخي الذي يبلغ تقريبا 7 مرات مكرر قيمة الشركة/EBITDA.

وعند مستوى سعرنا المستهدف الذي يبلغ 12.5 ريال للسهم ، فان مكرر قيمة الشركة/EBITDA يبلغ 7.5 مرة (EBITDA لعام 2018). ولا نتوقع توزيعات أرباح لمدة ثلاث سنوات قادمة، على الأقل. يأتي الارتفاع في صافي الربح خلال السنوات القليلة القادمة، أساسا من الاستهلاك المنخفض نظرا لأننا نتوقع اتفاق رأسمالي منخفض.

الاداء



Source: Bloomberg

توقعات الارباح

(SARmn)	2016	2017e	2018e	2019e
Revenue	12,569	11,405	11,291	11,178
Y-o-Y	-12.9%	-9.3%	-1.0%	-1.0%
Gross profit	7,425	6,559	6,539	6,518
Gross margin	59.1%	57.5%	57.9%	58.3%
EBITDA	4,009	3,598	3,626	3,690
EBITDA margin	31.9%	31.5%	32.1%	33.0%
Net profit	(203)	(699)	(439)	(93)
EPS (SAR)	-0.26	-0.91	-0.57	-0.12
DPS (SAR)	0	0	0	0
EV/EBITDA (Curr)		8.2	8.1	8.0
EV/EBITDA (Target)		7.6	7.5	7.4

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.



**محفزات ارتفاع السهم والمخاطر:** سوف تكون المخاطر الرئيسية لتقديراتنا هي عدم حدوث انخفاض ذي مغزى في الحجم الكلي للسوق ، وبيع أبراج تؤدي الى زيادة القيمة ، بالإضافة الى التحول بصورة أكبر من التوقعات الى مساهمي الدفع المسبق مما قد يؤدي الى تحسين متوسط الإيرادات للمستخدم الواحد. إن الانخفاض بأكثر من التوقعات في مستويات الدين ، من شأنه أن يؤدي أيضا الى تحسن في الربحية.

أما المخاطر الرئيسية لانخفاض سعر السهم ، فهي ترتبط بحدوث مزيد من التآكل في حصة الشركة في السوق ، وارتفاع احتياجات الشركة من المصروفات الرأسمالية ، بالإضافة الى وفورات التكلفة بأكثر من التوقعات.



## 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 الدخل 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 غيرها من الخدمات المصرفية 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 الملتزمة 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