



إدارة البحوث

Pritish K. Devassy, CFA

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

شركة الاتصالات السعودية

الربع الثالث: تتجاوز التقديرات نتيجة لانخفاض تكلفة المبيعات

أعلنت شركة الاتصالات السعودية عن مجموعة متباعدة من النتائج في الربع الثالث، إذ انخفضت الإيرادات وارتفع صافي الربح بأعلى مما كان متوقعا. فقد انخفضت الإيرادات بنسبة 2.8% على أساس ربعي لتصل إلى 12,835 مليون ريال، متسقة مع الاتجاه السائد في هذا القطاع. بيد أن تكلفة السلع المباعة، قد جاءت منخفضة بشكل حاد غالبا بسبب الانخفاض في رسوم استخدام الشبكات الخارجية خلال الربع. ولهذا السبب، فقد انداح الأثر الإيجابي الذي كان أفضل من التوقعات للربح الإجمالي، إلى الربح قبل الفائدة والضرائب والاستهلاك والإطفاء **EBITDA** وإلى صافي الربح، إذ ارتفع الأخير بنسبة 10.3% على أساس ربعي ليصل إلى 2,621 مليون ريال. إننا نعتقد أن هذه القفزة في الهوامش في الربع الثالث، يمكن أن تعود إلى مسارها العادي في المستقبل. ونظرا للتغيرات التنظيمية التي تمت مؤخرا لرفع الحظر عن مكالمات الواتساب الصوتية والمرئية في المملكة العربية السعودية، فقد خفضنا بشكل طفيف تقديراتنا للإيرادات والهوامش لشركة الاتصالات السعودية. ويشار هنا إلى أن الشركة قد أبقت على سياستها لعمل توزيعات الأرباح على أساس ربعي بواقع ريال واحد للسهم. وقد قيمنا سهم الشركة على أساس متوسط لطريقة تقييم تميز بين طريقة التدفق النقدي المخصوم وطريقة قيمة الشركة/ **EBITDA** (المستهدف 6.5 مرة). وبناء على افتراضاتنا، فقد خفضنا بدرجة طفيفة سعرنا المستهدف لسهم الشركة إلى 69 ريال. هذا، وقد أبقينا على تصنيفنا للشركة متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها عند مستوى سعره الحالي في السوق.

منتاج الربع الثالث: كنا نتوقع ارتفاع الإيرادات هامشيا عما كانت عليه في الربع السابق إلا أنها قد انخفضت، على نحو مماثل للانخفاض الربعي الذي شهنته شركتنا موبيلي وزين بسبب المنافسة المرتفعة وانخفاض حجم السوق ككل. ورغم أن الإيرادات المنخفضة، فقد ارتفع الربح الإجمالي بنسبة 5% على أساس ربعي، وهو أمر محتمل بسبب الانخفاض الذي فاق التوقعات في رسوم استخدام الشبكات الخارجية. إننا نعتقد أن هذا الأمر ربما كان يتعلق أكثر ببعض الاختلافات في الحسابات، كما أننا لا نتوقع لهذا المستوى المنخفض من تكاليف السلع المباعة أن يستمر. ونتيجة لهذا الانخفاض، فقد ارتفع هامش **EBITDA** إلى 39% في الربع الثالث، من 35% في الربع السابق. علاوة على ذلك، فإن ما هو أهم من صافي الربح، أننا نعتقد أن **EBITDA** (التي تعكس المكون النقدي) هي المقياس الأفضل الذي يمكن أن نتبعه الاتصالات السعودية نظرا لأن لديها عددا من البنود في قائمتها المالية دون مستوى **EBIDA** والتي يمكن أن تكون متذبذبة جدا على أساس ربعي، وتعمل على إزالة التركيز من العمليات الرئيسية. ومع ذلك، فإننا نلاحظ أن **EBITDA** ظلت تسجل ارتفاعا تدريجيا كما نرى من الشكل رقم 2.

شكل 1: النقاط الرئيسية لنتائج الاتصالات السعودية في الربع الثالث 2017

	Q3 2016	Q2 2017	Q3 2017	Y-o-Y	Q-o-Q	ARC est	Comments
Revenue (SAR mn)	13,498	13,203	12,835	-4.9%	-2.8%	13,418	Topline declined in line with industry trend
Gross profit	7,117	7,283	7,650	7.5%	5.0%	7,299	
Gross margin	52.7%	55.2%	59.6%			54.4%	GPM improved sharply most likely because of lower external network usage charges
EBITDA	4,346	4,636	4,986	14.7%	7.5%	4,616	Higher GP led to higher than expected EBITDA, but SGA expenses were in line with expectations
EBITDA margin	32%	35%	39%			34%	
Operating profit	2,403	2,602	2,954	22.9%	13.5%	2,582	Sharp y-o-y improvement also helped due to lower amortization costs
Operating margin	18%	20%	23%			19%	
Net profit	2,217	2,377	2,621	18.2%	10.3%	2,383	Beat consensus estimate of SAR2,324mn
Net margin	16%	18%	20%			18%	

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

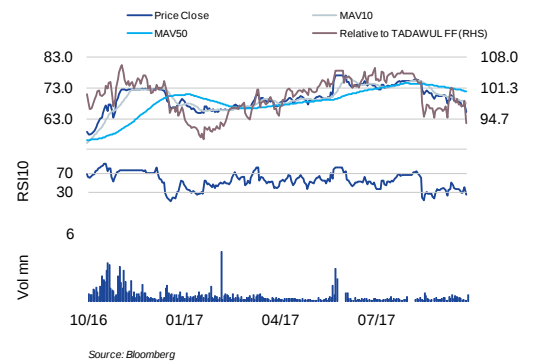
US\$34.79bn	16%	US\$3.828mn
Market cap	Free float	Avg. daily volume

5.7% أعلى من الحالي	69.00	السعر المستهدف
بتاريخ 26/10/2017	65.23	السعر الحالي

التصنيف الحالي

زيادة المراكز	المحافظة على المراكز	تخفيض المراكز
---------------	----------------------	---------------

الأداء



الأرباح

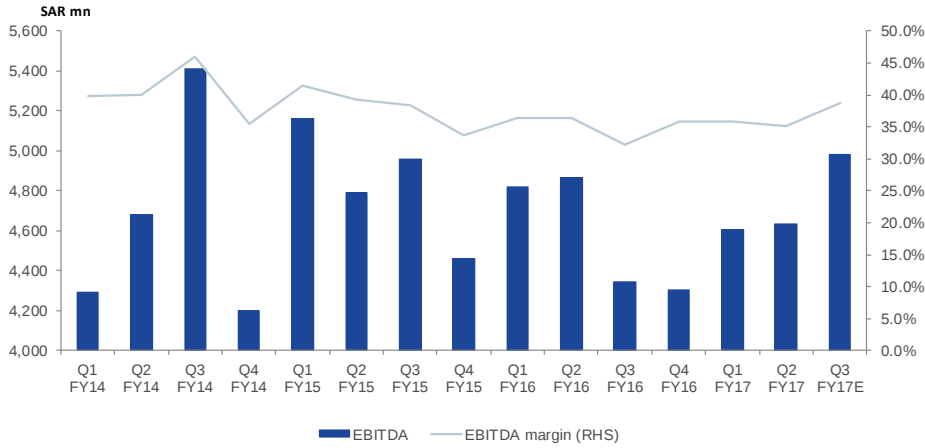
Earnings Estimates

(SAR mn)	2016	2017e	2018e
Revenue	53,678	51,959	53,202
Y-o-Y	6.0%	-3.2%	2.4%
Gross Profit	30,618	29,167	29,660
Gross margin	57.0%	56.1%	55.8%
EBITDA	18,029	18,871	19,179
EBITDA margin	33.6%	36.3%	36.1%
Net profit	8,900	9,971	10,284
EPS (SAR)	4.45	4.99	5.14
DPS (SAR)	4.00	4.00	4.25
EV/EBITDA (Curr)	6.6	6.3	6.2
EV/EBITDA (Target)	7.1	6.8	6.7

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



شكل 2: الربح قبل الإهلاك والزكاة والفوائد لشركة الاتصالات أظهر تحسنا في الأونة الاخيرة



المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

ان مبلغ الذمم المدينة يعتبر مرتفعاً إذ يبلغ 12 مليار ريال ، ويعزى معظمه للذمم المدينة المطلوبة من الحكومة . بيد أن هذا المبلغ يمكن موازنته جزئياً بالذمم الدائنة التي تبلغ 3.7 مليار ريال، التي نعتقد أنها مرتبطة بالحسابات الدائنة الحكومية.

• مستجدات أخرى:

- 1- ألغت سلطنة عمان جميع عروض المناقصات لرخصة الاتصالات الثالثة ، التي كانت الاتصالات السعودية قد قدمت إليها أيضاً، وقد اختارت السلطنة بدلاً من ذلك ،منح الترخيص الى اتحاد (كونسورتيوم) شركات محلي.
- 2- عرضت الاتصالات السعودية ، ضخم مبلغ اضافي يبلغ 750 مليون دولار في شكل دين ضخم لشركة أوتاس ، التي تملك حصة في شركة الاتصالات التركية . بيد أن المفاوضات مع البنوك لاتزال جارية.
- 3- أعلنت هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات مؤخراً ، خفضاً في الأسعار التحاسبية للمكالمات المحلية لشبكات الهاتف الجوال، وسيبدأ سريان ذلك من 23 ديسمبر 2017. اننا لا نعتقد أن هذا الاجراء سوف يكون له تأثير كبير على شركة الاتصالات السعودية ، نظراً لأن معظم خطط المكالمات في المملكة ظلت تميل في اتجاه المكالمات عبر الانترنت.
- 4- وفقاً لما هو مخطط لفرض ضريبة القيمة المضافة ابتداء من 2018 ، رغماً عن أن التفاصيل عنها ليست واضحة تماماً، فربما يكون لها تأثير على الاتصالات السعودية.

• التقييم:

لقد قيمنا شركة الاتصالات السعودية على أساس متوسط لطريقة تقييم تمزج بين طريقة التدفق النقدي المخصوم وطريقة قيمة الشركة/ EBITDA. وقد قيمنا الشركة على أساس مكرر قيمة شركة/ EBITDA يبلغ 6.5 مرة تقديري لعام 2018. وتشمل افتراضاتنا الخاصة بالتدفق النقدي المخصوم، تكلفة حقوق الملكية تبلغ 9.5% ومتوسط مرجح لتكلفة رأس المال يبلغ 9.1%. وبناء على ذلك، فقد توصلنا الى سعر مستهدف لسهم الشركة يبلغ 69 ريال. ويتداول سهم الشركة حالياً عند سعر يبلغ 65.20 ريال ، مما يعني عائد على ربح السهم يبلغ 6.1%. وعند سعره الحالي في السوق، فإن السهم يتداول عند قيمة شركة/ EBITDA تقديرية لعام 2018 تبلغ 6.2 مرة ، ومكرر ربح يبلغ 12.7 مرة.

الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

إخلاء 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 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 غرض 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 ويأثر 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 المائي 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 المسؤولين 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 بداء 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 خسارة 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 أي معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقوماً 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 الملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية :

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10٪ فوق السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أقل 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، ونتوقع 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 ممثلاً 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 الكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

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