



إدارة البحوث

Prithish K. Devassy, CFA

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

شركة الاتصالات السعودية

تحسن في المؤشرات ولكن التقييمات مرتفعة

في الربع الثاني 2019، أعلنت شركة الاتصالات السعودية عن إيرادات وربح أعلى بنسبة 3% و 6% من تقديراتنا. ورغم عدم تحقيق فائدة رئيسية من التغيير في رسوم الامتيازات الحكومية، فقد أعلنت الشركة عن هامش ربح إجمالي مرتفع، نتيجة لتطبيق المعيار رقم 16 من معايير المحاسبة المالية الدولية حيث تم إدراج تكاليف الإيجار تحت بند تكلفة المبيعات. وبالرغم من ذلك، فقد أعلنت الشركة عن تحقيق ربح صاف بلغ 2.8 مليار ريال، وكان مرتفعاً بنسبة 17% على أساس سنوي وبنسبة 4% على أساس ربعي حتى مع وجود خسائر ناجمة عن انخفاض قيمة أصول (ذمم مدينة) بلغت 225 مليون ريال وأعلى من التكلفة العادية للتقاعد المبكر التي تبلغ 216 مليون ريال. وقد منحت هذه التكاليف غير العادية، الشركة مقدرة على التعويض عن هامش الربح الإجمالي المنخفض في أرباح السنة الضعيفة كما رأينا في الماضي. علاوة على ذلك، وبعد أن سجلت الشركة خسائر من الاستثمار في بعض الشركات خلال الربعين الأخيرين، فقد شهدت تحقيق أرباح بلغت 79 مليون ريال، مما عزز صافي الربح. ولا تزال مستثمرين في تقييمنا للشركة على أساس متوسط لطريقة التقييم التي تمزج بين طريقة قيمة شركة EBITDA (عند مكرر تقييم أعلى 7.5 مرة من تقييم الشركات النظيرة، نظراً لأن شركة الاتصالات السعودية قد تم إدراجها في مؤشر ام اس سي أي للأسواق الناشئة) وطريقة التدفقات النقدية المخصومة، حيث توصلنا لسعر مستهدف للسهم يبلغ 97 ريال (مرتفعاً من 93 ريال للسهم سابقاً) وجاء تصنيفنا محايداً للشركة متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز في سهمها.

تحسن قطاع الاتصالات في الربع الثاني :

لقد ارتفعت إيرادات قطاع الاتصالات في الربع الثاني على أساس ربعي رغمًا عن ظروف موسمية شهر رمضان. وظل متوسط الأرباح لكل مستخدم، يشهد تحسناً تدريجياً أيضاً. وقد عزت شركتا زين وموبايلي هذا التحسن إلى تحسن الأداء في كل القطاعات. اننا نعتقد أن أحد الأسباب الرئيسية لهذا التحسن، تكمن في ارتفاع اشتراكات الباقات مسبقة الدفع التي تعتبر بشكل عام ذات قيمة أعلى. وتوضح البيانات المتحصل عليها من هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات، أنه بينما شهد عدد مشتركى الباقات مسبقة الدفع انخفاضا طفيفاً في الربع الأول (مقارنة بعام 2018)، فقد شهد مشتركو الباقات الموفرة ارتفاعاً بنسبة 10% خلال الفترة ذاتها. علاوة على ذلك، ولأول مرة خلال العديد من الأرباح، فقد شهدنا ارتفاعاً في عدد العاملين الأجانب في الربع الأول، مما يعتبر عاملاً إيجابياً للقطاع. وإجمالاً، فإن المعنويات تعتبر إيجابية أكثر مما كانت عليه في السابق، في رأينا .

الشكل 1: ملخص نتائج الربع الثاني لشركة الاتصالات السعودية من عام 2019

	2Q19	1Q19	2Q18	y-o-y	q-o-q	ARC	vs ARC
Revenue	13,604	13,386	13,079	4%	2%	13,182	3%
COGS	5,397	5,483	5,912	-9%	-2%	5,470	-1%
Gross Profit	8,207	7,903	7,167	15%	4%	7,712	6%
G. Margin	60%	59%	55%			59%	
Op. costs	4,730	4,628	4,266	11%	2%	4,437	7%
Op. profit	3,477	3,275	2,901	20%	6%	3,275	6%
Op. margin	26%	24%	22%			25%	
Interest, tax	629	525	457	38%	20%	579	9%
Net profit	2,848	2,750	2,444	17%	4%	2,696	6%

Source: Company data, Al Rajhi Capital

التقييم والمخاطر : نظراً لتحسن المؤشرات، فقد رفعنا تقديراتنا للإيرادات. ويتج عن نموذجنا الذي يستند على التدفقات النقدية المخصومة على أساس معدل نمو يبلغ 2% للقيمة النهائية، 11.25% تكلفة رأس مال، قيمة عادلة لسعر السهم تبلغ 98.6 ريال كما أن تقييمنا على أساس قيمة شركة EBITDA يعطينا 95.2 كسعر عادل لسعر السهم، على أساس مكرر يبلغ 7.5 مرة. وقد أخذنا متوسطاً لهذين التقييمين للتوصل إلى سعرنا المستهدف للسهم الذي يبلغ 97 ريال للسهم.

وتتمثل مخاطر ارتفاع سعر السهم عن تقديراتنا، في حدوث ارتفاع في أسعار البيانات، تزايد المنافسة الحميدة، انخفاض النفقات الرأسمالية، تحقيق مساهمات ذات مغزى من الاستثمارات الأخرى. أما مخاطر انخفاض سعر السهم عن التقديرات، فإنها تتمثل في حدوث خسائر نتيجة للذمم المدينة، حدوث نفقات رأسمالية بأعلى من التوقعات، حدوث مزيد من الانخفاض في الأسعار، شطب الشهرة، صدور قرار في غير مصلحة الشركة حول الدعاوى القضائية المعلقة، بالإضافة إلى حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة بين البنوك السعودية (السايبور). وفور الانتهاء من موضوع إدراج الشركة في مؤشر ام اس سي أي للأسواق الناشئة، فربما نشهد خفضاً لمكرر قيمة الشركة EBITDA الذي يستخدمه السوق (قد ينخفض إلى 6 مرات من معدله الحالي الذي يبلغ 7.5 مرة). وبناء على ذلك، فإن رقمنا التقديري للقيمة العادلة للسهم، ربما ينخفض انخفاضاً كبيراً.

السعر المستهدف 97.0
السعر الحالي 107.2
9.5% أقل من الحالي
بتاريخ 04/08/2019

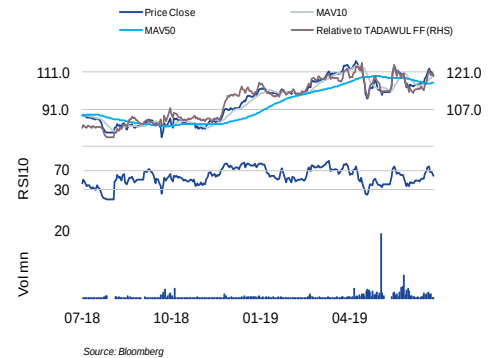
التصنيف الحالي

زيادة المراكز

المحافظة على المراكز

تخفيض المراكز

الأداء



الأرباح

(SAR mn)	2018	2019e	2020e
Revenue	52,068	54,255	56,479
Y-o-Y	2.7%	4.2%	4.1%
Gross Profit	30,565	32,282	33,436
Gross margin	58.7%	59.5%	59.2%
EBITDA	19,857	21,865	22,535
EBITDA margin	38.1%	40.3%	39.9%
Net profit	10,790	11,255	12,039
EPS (SAR)	5.40	5.63	6.02
DPS (SAR)	6.00	5.00	5.00
EV/EBITDA (Curr)	10.3	9.4	9.1
EV/EBITDA (Target)	9.9	9.0	8.8

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

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، 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 المتأتي 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 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 مسئولة 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 كليا أو جزئيا بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو استخدامها 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 الصعدي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير المتزامنة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10٪ فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع 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، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقا للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلا 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