

تشبع السوق يضغط على النمو

بحضورها في 9 دول حول العالم وباحتلالها المرتبة الأولى بين العلامات التجارية في قطاع الاتصالات في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، تواصل شركة الاتصالات السعودية قيادة قطاع الاتصالات في المملكة العربية السعودية بخدمتها لأكثر من 27 مليون مشترك. تمكنت شركة الاتصالات من تقديم أداء مالي قوي منذ إدراجها في سوق الأسهم السعودي عام 2003 لتسجل إيرادات فاقت 45 مليار ريال في عام 2014. على الرغم من المنافسة الحادة في السوق المحلي وارتفاع نسبة انتشار الهاتف المحمول لتصل إلى مستويات عالمية عليا عند 171 اشتراك لكل 100 مشترك، استطاعت الشركة المحافظة على استقرار إيراداتها وحصتها السوقية خلال السنوات الثلاث الماضية. نعتقد ان تشبع السوق المحلي وحدة المنافسة سيضغطان على النمو محلياً. نتيجة لذلك، نرى ان شركة الاتصالات قامت بشكل استباقي بتوجيه استثماراتها نحو الفرص المتاحة إقليمياً والاستفادة من علامتها التجارية القوية وحسبما أفادت إدارة الشركة، فإن شركة الاتصالات ستستمر في اتباع هذه الاستراتيجية وذلك باستغلال الفرص الاستثمارية في الدول التي تتمتع بنمو في الناتج المحلي الإجمالي واعداد السكان. أتى عرض شركة الاتصالات الأخير بالاستحواذ الكامل على شركة فيفا الكويت ليبين استراتيجية الشركة الاستثمارية. تشير تقديراتنا إلى تحقيق الاستثمار في الشركة عائداً متوقع يبلغ 10.7% وذلك عند سعر مستهدف يبلغ 73 ريال.

نافذة على السوق الإقليمية

تمتلك الشركة مستوى سيولة جيد تجاوز 22 مليار ريال بنهاية الربع الثالث من عام 2015. تقوم الشركة بالاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل ومن المتوقع أن تقوم باللجوء إلى تسهيل استثماراتها من أجل تمويل الفرص الاستثمارية، لاسيما في منطقة الشرق الأوسط.

قطاع البيانات يقود الإيرادات

دفعت التركيبة السكانية المواتية وانتشار الهواتف الذكية وتوفرها بأسعار تنافسية بالإضافة إلى مواكبة شركات الاتصالات لأحدث تقنيات الشبكات، أعداد مستخدمي الإنترنت في المملكة لتصل إلى 20.6 مليون مستخدم بنهاية الربع الثاني من 2015. من الواضح أن مزيج مصادر الإيرادات يتحول بشكل تدريجي نحو قطاع البيانات ذو نسب النمو العالية. تشير تقديراتنا إلى استمرار النمو في الإيرادات خلال السنوات 2016-2018 بنسبة نمو سنوي مركب تبلغ 3% لتصل إلى 55.2 مليار ريال في 2018 مدعومة بنمو بقطاع البيانات.

تأثير الهوامش من المنافسة

لا تزال السوق المحلية سوقاً رئيسياً لشركة الاتصالات السعودية حيث أنها تشكل 90% من الإيرادات. نعتقد ان تستمر المنافسة الحادة في السوق المحلية وبشكل خاص بعد دخول المشغلين ذوو الشبكات الافتراضية، لا نتوقع ان تتأثر هامش الدخل الإجمالي تأثراً جوهرياً ولكننا نعتقد بوجود أثر على الهوامش التشغيلية. في عام 2014، بلغ صافي الدخل قبل المصروفات البنكية و الزكاة والإهلاك والاستهلاك 40% في حين بلغ هامش صافي الدخل 24% ونتوقع انخفاضهما على المدى المتوسط بسبب ارتفاع النفقات التشغيلية للمحافظة على الحصة السوقية ليلغا 38% و 22% على التوالي.

تقييم جذاب و عوائد مستقرة

على الرغم من ارتفاع سعر سهم شركة الاتصالات السعودية بعد إعلان الشركة عن سياستها في توزيع الأرباح، إلا أننا لا نزال نرى أن سعر سهم الشركة الحالي يمثل فرصة جذابة للاستثمار. يتداول سهم الشركة بمكرر ربحية يبلغ 11.7 مره مقابل مكرر ربحية القطاع البالغ 17.3 و السوق 11.1 مره في 2016. قمنا بتقييم الشركة باستخدام طريقة التدفقات النقدية المخصومة و طريقة مقارنة مكرر الربحية لنصل إلى سعر مستهدف للشركة يبلغ 73 ريال للسهم. قمنا بافتراض متوسط التكلفة المرجح لرأس المال عند 8.85% ونسبة النمو طويل الأجل عند 2%. نوصي بالشراء لسهم شركة الاتصالات السعودية عند عائد متوقع لسعر السهم يبلغ 10.7%.

البيانات المالية الأساسية		*متوقعة	
السنة المالية تنتهي في 31 ديسمبر (مليون ريال)	2014	*2015	*2016
الإيرادات	45,824	50,586	52,021
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	18,659	19,700	19,768
صافي الدخل	10,959	10,753	11,319
ربحية السهم (ريال)	5.48	5.38	5.66
أرباح السهم الموزعة (ريال)	3.25	4.00	4.10
القيمة الدفترية للسهم (ريال)	30.20	31.60	33.10
العائد على حقوق الملكية	18.14%	17.02%	17.07%
مكرر الربحية للسهم	12.04x	12.27x	11.65x
مكرر القيمة الدفترية للسهم	2.18x	2.09x	1.99x
قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك	7.10x	6.70x	6.67x

نتائج عام 2015 (مليون ريال) التقديرات

الإيرادات	50,586
الدخل الإجمالي	29,978
الدخل التشغيلي	12,251
صافي الدخل	10,753
ربحية السهم (ريال)	5.38

الإيرادات	50,586
الدخل الإجمالي	29,978
الدخل التشغيلي	12,251
صافي الدخل	10,753
ربحية السهم (ريال)	5.38

الإيرادات	50,586
الدخل الإجمالي	29,978
الدخل التشغيلي	12,251
صافي الدخل	10,753
ربحية السهم (ريال)	5.38

الإيرادات	50,586
الدخل الإجمالي	29,978
الدخل التشغيلي	12,251
صافي الدخل	10,753
ربحية السهم (ريال)	5.38

الإيرادات	50,586
الدخل الإجمالي	29,978
الدخل التشغيلي	12,251
صافي الدخل	10,753
ربحية السهم (ريال)	5.38

الإيرادات	50,586
الدخل الإجمالي	29,978
الدخل التشغيلي	12,251
صافي الدخل	10,753
ربحية السهم (ريال)	5.38

إعادة التغطية

نقوم بإعادة التغطية لشركة الاتصالات السعودية مع التوصية بالشراء وبسعر مستهدف يبلغ 73 ريال للسهم. يحتوي هذا التقرير على نظرة على قطاع الاتصالات بالإضافة إلى نظرنا المستقبلية لشركة الاتصالات السعودية و تقديرنا لنتائجها المستقبلية.

قطاع الاتصالات في المملكة العربية السعودية

بين حدود أكبر دولة في الخليج العربي، تتنافس ثلاثة من أكبر الشركات المشغلة للاتصالات في المنطقة على أكثر من 53 مليون عميل. خسر المشغل الأكبر حصة سوقية عريضة بعد نهاية احتكاره لسوق الاتصالات السعودي، فيما بالغ المشغل الثاني في الإيرادات، وعلى الرغم من المحاولات المتكررة، لا يزال المشغل الثالث يعاني من بعض الصعوبات بعد بذل الكثير من الجهد خلال السنوات الثمان الماضية. دخل السوق مؤخراً مشغلين اثنين ليرتفع العدد إلى خمسة فيما يعد يوم 11 يناير من عام 2016 آخر يوم لتقديم طلب الرخصة السادسة.

تتسارع الأحداث في سوق تشكل فيه الفئة العمرية دون 34 عاماً ما نسبته 64% من مجمل السكان حيث تتمتع الأسر بنمو في الدخل المتاح وبقدرة عالية على التكيف مع التقنيات الحديثة حيث تحل تطبيقات الجوال مكان الرسائل النصية والمكالمات. ترقب الأحداث القادمة في قطاع الاتصالات في المملكة العربية السعودية بأجج الرغبة في التنويع بمستقبلها.

نظرة عامة

أشار التقرير الأخير لهيئة الاتصالات أن عدد المشتركين في خدمات الهاتف المحمول قد بلغ 53.1 مليون مشترك في الربع الثاني من عام 2015، مقارنة مع 51.6 مليون مشترك في عام 2010 لتقارب نسبة النمو السنوي المركب للفترة 1%، في حين بلغ عدد مستخدمي الإنترنت 20.6 مليون مقارنة مع 11.4 مليون في عام 2010 لتبلغ نسبة النمو السنوي المركب 16% خلال الفترة. في المقابل، انخفضت أعداد خطوط الهاتف الثابت لتصل إلى 3.7 مليون في الربع الثاني من عام 2015 بعد أن تجاوزت 4.1 مليون خط في عام 2010.

جدول رقم 1: عدد الاشتراكات في الهاتف المحمول والهاتف الثابت وعدد مستخدمي الإنترنت (مليون)

2015	2014	2013	2012	2011	2010	
53.1	52.7	50.8	53	53.7	51.6	عدد الاشتراكات في الهاتف المحمول
45.7	45.9	43.9	45.7	47.1	45.3	مسبق الدفع
7.4	6.8	6.9	7.3	6.6	6.3	مفوتر
3.7	3.9	4.7	4.8	4.6	4.13	عدد خطوط الهاتف الثابت
20.6	19.6	16.5	15.8	13.6	11.4	عدد مستخدمي الإنترنت

المصدر: هيئة الاتصالات

الرغبة مستمرة في تحرير القطاع

بدأ احتكار شركة الاتصالات السعودية لخدمة الهاتف المحمول في الثلاثي في عام 2004 وذلك بدخول شركة موبيلي، وتبعها شركة زين في عام 2008. استمرت جهود هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات بتحرير القطاع وذلك بفتحها المجال للمشغلين الافتراضيين. المشغلين الافتراضيين، هم شركات تقدم خدمة الاتصال اللاسلكي بالاعتماد على البنية التحتية لمقدمي الخدمة الحاليين وهم شركة الاتصالات السعودية وموبيلي وزين. وفقاً لهيئة الاتصالات، فإن الهدف من فتح المجال للمشغلين الافتراضيين هو تحسين نوعية الخدمات والانتشار بالإضافة إلى تحسين خدمة العملاء وتقليل تكلفة الاتصال.

مع نهاية عام 2014، تم منح رخصتي تشغيل افتراضي لشركتي إتحاد جواراء (ليبارا) وشركة فيرجن وذلك بتوقيعهم اتفاقيات مع شركتي موبيلي وشركة الاتصالات السعودية على التوالي. في حين واجهت شركة أكسيوم للاتصالات والتي تتخذ من مدينة دبي مقراً لها بعض الصعوبات في الحصول على الرخصة والتوقيع مع زين، لتقوم هيئة الاتصالات لاحقاً بسحب عرض الرخصة وتأجيل موعد تقديم طلبات الحصول على ترخيص حتى 11 يناير 2016.

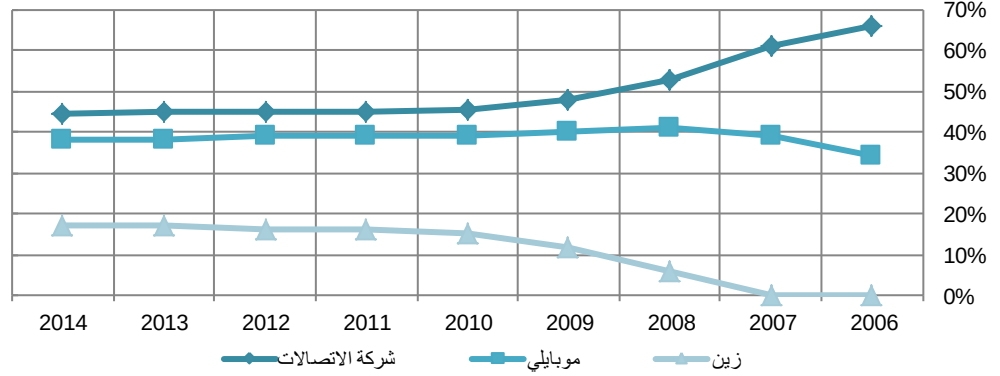
نظرة على سوق الهاتف المحمول

يعتبر سوق الهاتف المحمول في المملكة أحد أكبر الأسواق في المنطقة وذلك بعدد مشتركين يفوق 53 مليون مشترك حتى الربع الثاني من عام 2015. وبناءً على تقرير هيئة الاتصالات، فقد انخفضت نسبة انتشار الهاتف المحمول من مستوياتها القياسية والذي بلغته في عام 2011 عند 188% لتصل إلى 170.5% في الربع الثاني من عام 2015، نعتقد أن حملة تصحيح أوضاع العملة المخالفة بالإضافة إلى قرار هيئة الاتصالات بمنع بيع أو إعادة شحن الشرائح غير المعرفة قد تسبب في انخفاض نسبة الانتشار. تجدر الإشارة إلى أن الخطوط مسبق الدفع تشكل ما نسبته 86% من إجمالي الخطوط مقابل 14% للخطوط المفوترة.

منافسة حامية بين مقدمي خدمة الهاتف المحمول

تسبب دخول شركة موبيلي لسوق الاتصالات السعودي عام 2004 في إعادة تشكيل الحصة السوقية بين المشغلين. منذ ذلك الوقت، بدأت حصة شركة الاتصالات في الانخفاض بشكل تدريجي لتقرب نسبتها في عام 2014 من 44% في حين بلغت الحصة السوقية لشركة موبيلي 39% و 17% لشركة زين.

رسم بياني رقم 1: الحصة السوقية بعدد المشتركين، 2006-2014



المصدر: قاعدة بيانات تيليغرافي قلوبال كومز 2014

معدل الإيرادات المختلط لكل مستخدم تحت ضغط المنافسة

انخفض معدل الإيرادات الشهري من كل مستخدم خلال الثلاث سنوات الماضية نتيجة للمنافسة القوية، معدل الإيرادات الشهري المختلط لكل مستخدم هو احد المؤشرات المستخدمة لمعرفة معدل الدخل الشهري من كل مشترك من الخطوط المفوترة و الخطوط مسبقة الدفع خلال السنة.

خلال السنوات الثلاث الماضية، قدم المشغلون باقات ذات اسعار تنافسية كانت احد اسباب انخفاض معدل الإيرادات المختلط، حيث انخفض المعدل للشركات مجتمعة من 86 ريال في عام 2013 ليصل إلى 68 ريال في عام 2014، ولكن يبقى السبب الأكبر لهذا الانخفاض هو الانخفاض في إيرادات شركة موبيلي. انخفض معدل الإيرادات الشهري لكل مستخدم في شركة الاتصالات السعودية بمتوسط 2.5% خلال السنوات الثلاث الماضية في حين انخفض المعدل نفسه لشركة موبيلي بنسبة 17%. فيما انخفض المعدل بنسبة 1% لشركة زين، حيث أن الشركة كانت تتبع سياسة سعرية منخفضة. الجدول التالي يوضح معدل الإيرادات الشهري للمشغلين لكل مستخدم في عام 2014.

جدول رقم 2: معدل الإيرادات لكل مستخدم 2014

الاتصالات	موبيلي	زين	
24.0	20.0	9.1	عدد المستخدمين (مليون)
24,619	13,995	6,244	إيرادات الهاتف الجوال (مليون)
87	58	58	معدل الدخل الشهري لكل مستخدم (ريال)

المصدر: القوائم المالية 2014، تليغرافي قلوبال كومز، الرياض المالية

الميزات التنافسية للمشغلين

قمنا باستطلاع الجوانب التي نراها مهمة بالنسبة للمشتركين من أجل الوصول إلى الميزة التنافسية لكل مشغل. شمل استطلاعنا خمسة جوانب وهي السعر و جودة الخدمات المقدمة و الانتشار الجغرافي و الباقات الموفرة وتوفر الهاتف الثابت.

1- الأسعار

قمنا باختيار الأسعار لتكون المقياس الأول لدينا لتقييم القدرة التنافسية للمشغلين المحليين. قمنا بمقارنة الباقات الاقتصادية (مسبقة الدفع والمفوترة) لدى كل مشغل، وتوصلنا إلى أن شركتي زين وموبيلي تقدمان خدماتهما بأقل تكلفة مقارنة مع بقية مقدمي الخدمة.

جدول رقم 3: مقارنة اسعار مقدمي الخدمات

رسوم الاشتراك (ريال)	سعر الدقيقة للمكالمات خارج الشبكة (ريال)	سعر الدقيقة للمكالمات خارج الشبكة (ريال)	سعر البيانات (ميغا - ريال)	
30	0.40	0.40	0.10	فيرجن
125	0.20	0.35	2.00	مفوتر
90	0.25	0.45	0.15	مسبق الدفع
30	0.19	0.19	0.15	مسبق الدفع
20	0.45	0.30	0.40	مفوتر
30	0.55	0.55	2.00	مسبق الدفع
30	0.20	0.30	2.00	مفوتر
30	0.19	0.19	0.15	مسبق الدفع
150	0.19	0.19	0.15	مفوتر

المصدر: مواقع الشركات الإلكترونية
* (لا تقدم شركة ليبارا خدمات الجوال المفوتر حتى الآن)

2- جودة الخدمات المقدمة

لاختبار جودة الخدمات المقدمة، قمنا بالنظر الى 3 عوامل كانت: وقت الانتظار على الخط للوصول إلى ممثل خدمة العملاء ومعدل فشل الاتصال ومعدل انقطاع الخط خلال الاتصال. بالنسبة إلى وقت الانتظار للوصول إلى مقدم الخدمة، فقد قمنا بإجراء مكالمتين خلال أسبوع (بين الساعة العاشرة صباحاً و حتى الساعة الثالثة مساءً) وكانت النتائج كما في الجدول التالي

جدول رقم 4: مقارنة جودة الخدمات

الاتصالات	موبايلي	زين	ليبارا	فيرجن
1-2	1-2	1>	1>	1>
0.26%	0.84%	1.00%	NA	NA
0.56%	0.37%	0.00%	NA	NA

المصدر: هيئة الاتصالات , الرياض المالية

3- الانتشار الجغرافي

تمكن المشغلين من توسيع انتشارهم الجغرافي داخل المملكة العربية السعودية، وحسب تقرير هيئة الاتصالات، تمكنت شركة الاتصالات السعودية وشركة موبايلي من تغطية 99% من مناطق المملكة في حين تصل تغطية شركة زين إلى 94%.

4- الباقات المتوفرة

نجد أن الباقات المتوفرة تمثل ميزة تنافسية كبيرة للمشغلين حيث أنها تجذب العملاء الباحثين عن مواصفات معينة في الباقة الشهرية الخاصة بهم. وجدنا في بحثنا أن شركة موبايلي تقدم أكبر عدد من الباقات، يليها في ذلك شركة زين.

جدول رقم 5: عدد باقات الخدمات للهاتف المحمول

الاتصالات	موبايلي	زين
3	6	6
5	6	5

المصدر: المواقع الإلكترونية للشركات

5- خدمات الهاتف الثابت

تتنافس شركة الاتصالات السعودية مع شركة عذيب (جو) فقط على 3.7 مليون مشترك في خدمات الهاتف الثابت في السعودية. تشكل إيرادات الهاتف الثابت 25% من إيرادات شركة الاتصالات السعودية.

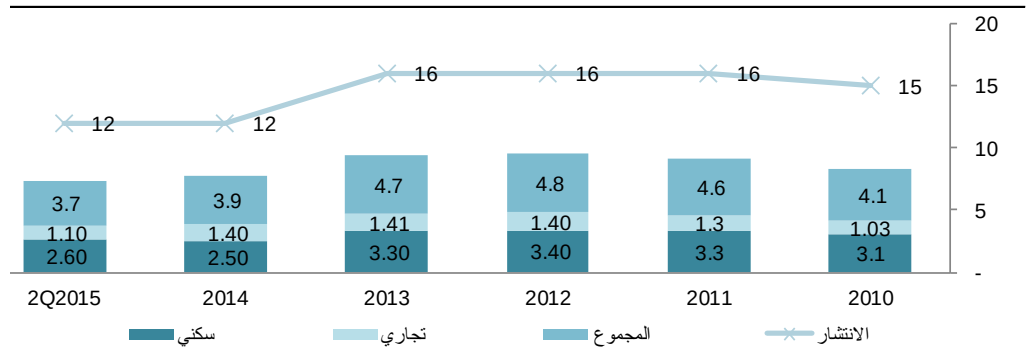
الخلاصة

بالنسبة لأسعار الخدمات، تقوم شركتي زين وموبايلي بتقديم اقل الاسعار بالمقارنة مع باقي المشغلين. اما فيما يخص جودة الخدمات فجميع الشركات تقدم خدمات ذات جودة عالية نسبياً ولكن يبقى وقت الانتظار لحين رد خدمة العملاء اطول لدى شركتي الاتصالات وموبايلي. لدى جميع الشركات تغطية جغرافية جيد ولكن تتميز شركتي الاتصالات وموبايلي ببلوغ تغطيتهما نسبة 99%. اما بالنسبة للباقات، فكانت شركة موبايلي متقدمة تليها شركتي زين والاتصالات السعودية.

نظرة على سوق الهاتف الثابت، تباطؤ الطلب

تمتعت شركة الاتصالات السعودية باحتكار قطاع الهاتف الثابت في المملكة العربية السعودية حتى دخلت شركة بتلكو، ومقرها الرئيسي دولة البحرين، سوق الهاتف الثابت تحت مسمى اتحاد عذيب (جو) في عام 2009 حيث حازت الشركة على رخصة تقديم خدمات الهاتف الثابت والنطاق العريض لمدة 25 سنة. بلغ عدد خطوط الهاتف الثابت في المملكة 3.7 مليون خط في الربع الثاني لعام 2015. فيما بلغت إيرادات القطاع 12.4 مليار ريال في عام 2014 حيث شكلت حصة شركة الاتصالات 96% من مجمل إيرادات القطاع. تهيم الاشتراكات السكنية على مجمل الاشتراكات حيث بلغت نسبتها 70% في عام 2014. الجدير بالذكر ان أعداد خطوط الهاتف الثابت شهدت انخفاضاً من 4.1 مليون في عام 2010 الى 3.7 مليون خط في الربع الثاني من عام 2015، يعزى السبب خلف هذا التراجع لمنافسة خدمات الاتصالات المتنقلة بجودتها وتنافسية اسعارها وسهولة نقلها، مما أدى إلى إلغاء عدد كبير من المشتركين لخدمة الهاتف الثابت.

رسم بياني رقم 2: عدد خطوط الهاتف الثابت 2010-الربع الثاني 2015 (مليون)

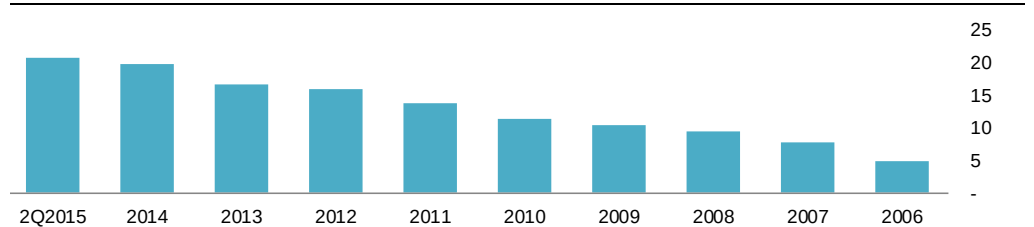


المصدر: هيئة الاتصالات

نظرة على سوق النطاق العريض، نمو هائل

وفقاً لتقرير هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات الأخير، فقد بلغ عدد مستخدمي الإنترنت 20.6 مليون في الربع الثاني من عام 2015 مما يمثل نسبة نمو سنوي مركب تبلغ 13% خلال الخمس سنوات الماضية. نعتقد أن السبب وراء هذا النمو الهائل في أعداد مستخدمي الإنترنت يعود إلى النسبة الكبيرة التي تشكلها فئة الشباب في المملكة حيث تبلغ نسبة الفئة العمرية ما دون 34 عاماً 64% من مجمل السكان وفقاً لمصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات. بالإضافة إلى ذلك، توفر الهواتف الذكية بأسعار تنافسية أدى إلى ارتفاع عدد مستخدمي الإنترنت عن طريق الهاتف المحمول بشكل كبير. كما قامت شركات الاتصالات بالاستثمار في بنيتها التحتية مما سمح باستيعاب شبكة الهاتف الثابت لأعداد أكبر من مستخدمي الإنترنت.

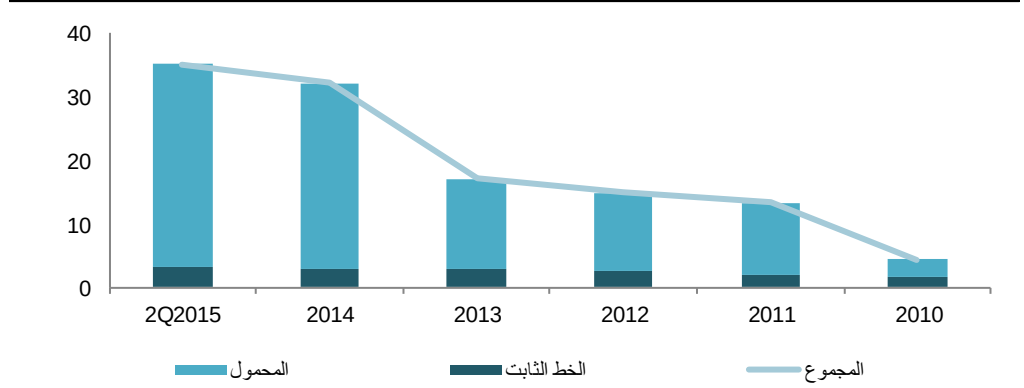
رسم بياني رقم 3: عدد مستخدمي الإنترنت في السعودية 2006-الربع الثاني 2015 (مليون)



المصدر: هيئة الاتصالات

بشكل عام، فإن أغلب مستخدمي الإنترنت يعتمدون على الهاتف المحمول في دخولهم إلى شبكة الإنترنت. فيحسب تقرير هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات الأخير و الصادر في شهر مايو من عام 2015، فقد ارتفع عدد مستخدمي الإنترنت من الهواتف المحمولة من 2.7 مليون مشترك في عام 2010 ليصل إلى 35.2 مليون مشترك في الربع الثاني من عام 2015 في حين ارتفع عدد اشتراكات الإنترنت من خلال الهاتف الثابت من مليون مشترك في عام 2010 ليلبلغ 3.1 مليون مشترك في الربع الثاني من 2015.

رسم بياني رقم 4: عدد اشتراكات الانترنت (مليون)



المصدر: هيئة الاتصالات

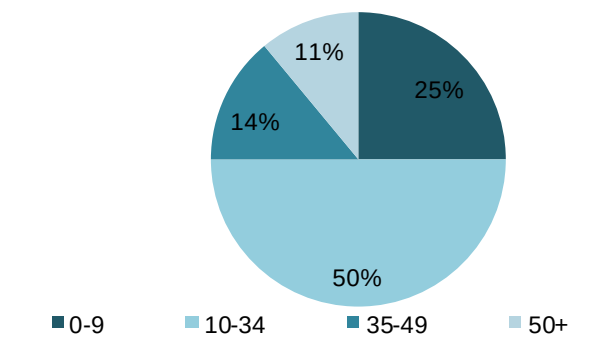
العوامل المحفزة لنمو القطاع

تشير المؤشرات إلى أن معدل نمو خدمات البيانات سيستدّ اتجاهًا صاعدًا مستقرًا على المدى القريب، في حين أن المؤشرات توجي بأن قطاعي الهاتف المحمول والهاتف الثابت قد وصلا إلى مستويات التشبع. من خلال تحليلنا نرى أن معدلات النمو تعتمد على عوامل اقتصادية عدة كالنمو والتركيبة السكانية وموسم الحج والتغيرات في التكنولوجيا، وهنا نستعرض جميع هذه العوامل بتفصيل أكثر.

1- تركيبة سكانية ملائمة حيث 64% من السكان أعمارهم أقل من 34

وفقا لمصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات فإن عدد السكان الاجمالي للمملكة قد نما بنسبة 2.6% خلال عام 2014 ليصل إلى 30.7 مليون، حيث بلغ عدد السكان السعوديون 20.7 مليون. وبحسب اخر مسح في 2012، كانت نسبة 64% من السكان تقل أعمارهم عن 34 عام ونسبة 14% تقل أعمارهم عن 10 سنوات. هذه التركيبة السكانية تدعم نظرتنا إلى أن قطاع الاتصالات يتجه إلى النمو بشكل أكبر.

رسم بياني رقم 5: تركيبة اعمار السكان السعوديين (%)

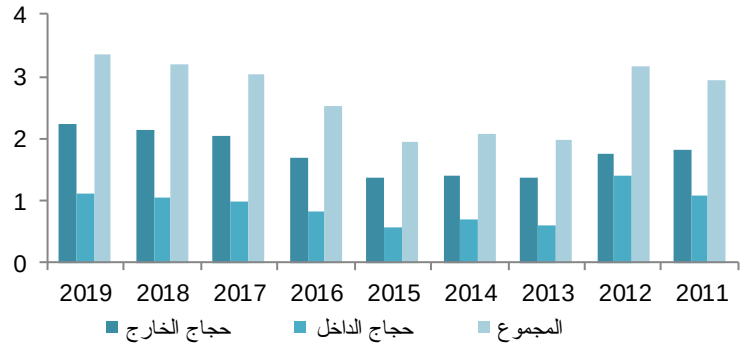


المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات

2- تأثير موسم الحج

فرضت توسعة المسجد الحرام ضغطاً على عدد الحجاج في الثلاث سنوات الأخيرة مما أدى إلى انخفاض أعدادهم بنسبة 68% في عام 2013 مقارنة بسنة 2012، وارتفاع طفيف بمقدار 5% في عام 2013 ومن ثم انخفاض بنسبة 6% في عام 2015. وفقاً لوزير الحج، من المتوقع أن ينتهي تأثير المشاريع على أعداد الحجاج في عام 2016 حيث ستصل الطاقة الاستيعابية للمسجد الحرام إلى 5 ملايين حاج.

رسم بياني رقم 6: عدد الحجاج (مليون)



المصدر: وزارة الحج

حافظت الحكومة في السنوات الخمس الماضية على أن يكون معدل الحجاج غير السعوديين عند 65-70%، نتوقع أن تبقى المعدلات عند هذا المستوى. وفقاً لتحليلاتنا فإن العدد الإجمالي للحجاج غير المقيمين سيشهد معدل نمو سنوي مركب بمقدار 8% على مدى أربع سنوات قادمة. يعد تأثير موسم الحج مباشراً على إيرادات القطاع في ظل استخدام 77% من إجمالي الحجاج غير المقيمين لشرائح يصدرها مشغلون محليون.

3- التأقلم مع أحدث إصدارات التكنولوجيا

منذ انتشار تكنولوجيا الهواتف الذكية في عام 2007 تغيرت طريقة التعامل مع الهواتف المحمولة بشكل جذري بسبب تطور القدرات التقنية لأجهزة الهاتف المحمول وملاءمة أسعارها بالإضافة إلى سهولة استخدامها مما سمح للمستخدمين، من مختلف الأعمار باقتنائها. غيرت الأجهزة الذكية طريقة استخدام الهواتف المحمولة لتحل محلها أجهزة الحاسب. ووفقاً لدراسات أعدتها هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات فإن عدد مشتركين النطاق العريض بواسطة الهاتف المحمول ارتفع إلى 35.3 مليون مشترك في الربع الثاني من 2015 مما يشكل انتشاراً بين السكان بمعدل 113%، مرتفعاً عن مستوى 2.7 مليون و معدل انتشار سكاني عند 10%، خلال 2010.

بالإضافة إلى ذلك، تعتبر قدرة المشغلين على مواكبة أحدث التطورات في عالم التكنولوجيا عاملاً مهماً من عوامل النمو في القطاع. حيث أن سرعة المشغلين في تقديم التقنيات الحديثة تساعد على جذب العملاء وازدياد استخدام المشتركين للخدمات.

النظرة المستقبلية لسوق الاتصالات

الطلب في قطاع الهاتف المحمول يعتمد على الطلب من جهة السكان المحليين، والذي كان معدل نموه لعام 2014 عند 2.6% بحسب مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات. بالإضافة إلى ذلك، تعد السياحة الدينية خلال شهر رمضان وموسم الحج عامل مهم في تنمية الطلب. لذلك نقدر أن يشهد عدد مشتركين الهاتف المحمول نمواً مركباً بنسبة 2.5% بين 2016-2018.

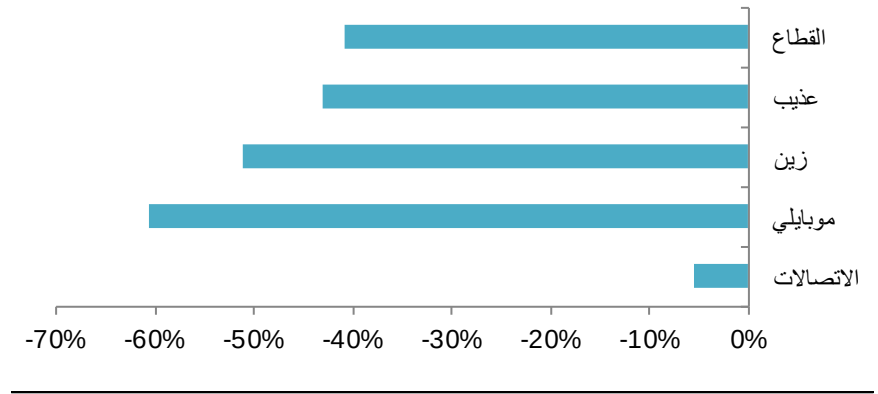
في الطرف الآخر، قد ينمو قطاع الهاتف الثابت بشكل طفيف بسبب الاستثمارات في البنية التحتية والتي ستسمح بوصول خدمات الخط الثابت للقاطنين في المناطق البعيدة. لذلك نقدر أن تنمو الاشتراكات في قطاع الهاتف الثابت بشكل متوسط بنسبة نمو مركبة تصل إلى 1.3% بين 2016-2018.

من المتوقع أن يستمر قطاع البيانات بالنمو بشكل سريع نظراً لحجم فئة الشباب من السكان بالإضافة إلى سهولة تحمل تكلفة الهواتف الذكية. تشير تقديراتنا إلى أن يبلغ معدل النمو السنوي المركب للاشتراكات في البيانات 2% في 2016-2018.

أداء القطاع أضعف من أداء السوق

شهد المؤشر العام "تداول" منذ شهر نوفمبر من عام 2014 انخفاضاً بنسبة 28% وكان مؤشر قطاع الاتصالات أكثر المؤشرات تأثراً حيث عانى بانخفاض قدره 41%. كان أحد أسباب الانخفاض الحاد في مؤشر القطاع هو انخفاض سعر سهم شركة موبيلي حيث انخفض بنسبة 61%. يتكون قطاع الاتصالات من أربع شركات وهي شركة الاتصالات السعودية وشركة موبيلي وشركة زين وشركة عذيب.

رسم بياني رقم 7: أداء مؤشر وشركات قطاع الاتصالات منذ نوفمبر 2014 حتى نوفمبر 2015



المصدر: تداول

نظرة عامة على شركة الاتصالات السعودية

تأسست شركة الاتصالات السعودية في عام 1998 كمزود وحيد لخدمات الاتصالات في المملكة، حيث كانت الشركة مملوكة من قبل الحكومة. استمرت ملكية الحكومة لشركة الاتصالات السعودية حتى عام 2003 حين طرحت للاكتتاب العام. استمعت الشركة بفترة احتكار على خطوط الهاتف المحمول والثابت وخدمات الإنترنت حتى عام 2004 عندما حصلت شركة موبايلي على الرخصة الثانية لتقديم خدمات الاتصال المحمول والدخول كمزود ثاني للخدمة مما أدى إلى بداية خلق بيئة تنافسية. لا تزال الحكومة تمتلك جزءاً كبيراً من شركة الاتصالات من خلال ملكية صندوق الاستثمارات العامة لحصة تبلغ 70% ومؤسسة التأمينات الاجتماعية لحصة تبلغ 7% والمؤسسة العامة للتقاعد بنسبة 7% بينما تبلغ الحصة المتاحة للتداول العام نسبة 16%.

الهاتف المحمول

تقدم الشركة خدمات الاتصال عن طريق الهاتف المحمول. يبلغ حجم سوق الهاتف المحمول في السعودية 53.1 مليون مشترك كما هو في الربع الثاني من عام 2015، وتقارب حصة الشركة 44% بعدد مشتركين قدره 24 مليون. شكل هذا القطاع ما نسبته 66% من إيرادات الشركة حتى الربع الثالث من عام 2015.

الهاتف الثابت

تقدم الشركة خدمات الاتصال عن طريق الهاتف الثابت. يبلغ حجم سوق الهاتف الثابت 3.7 مليون مشترك كما هو في الربع الثاني من عام 2015، تسيطر شركة الاتصالات على 93% من أعداد المشتركين. شكل قطاع الهاتف الثابت ما نسبته 24% من الإيرادات حتى الربع الثالث من عام 2015.

خدمات البيانات

توفر شركة الاتصالات السعودية خدمة البيانات عن طريق الهاتف المحمول والثابت. في ظل غياب معلومات كافية بخصوص حصة الشركة من السوق، نقدر حصتها بين 45-50% من إجمالي الاشتراكات. البيانات وخدمات البيانات شاركت بنسبة 10% من إيرادات الشركة خلال الربع الثالث من عام 2015.

استراتيجية الشركة

تنص استراتيجية الشركة، "الأفق الجديد"، على التركيز لاستغلال الفرص المتاحة في قطاع البيانات، لتصبح الشركة الرائدة في تقنية المعلومات والاتصالات الحكومية وقطاع البنية التحتية في المملكة. بالإضافة إلى ذلك، تؤكد الاستراتيجية على سعي الشركة للوصول إلى بيئة إيجابية بين المشغلين وتركيز استثماراتها الاستراتيجية في المملكة.

نرى أن استراتيجية شركة الاتصالات "الأفق الجديد" تواكب اتجاه السوق المحلي حيث أنه من المتوقع أن تكون البيانات العامل الأهم في قيادة إيرادات قطاع الاتصالات. عززت الشركة موقفها في قطاع البيانات من خلال تقديم باقات متعددة لخدمات البيانات بأسعار تنافسية. كما وقدمت الشركة باقات الأجهزة لخدمات الجيل الرابع والمتضمنة خمس باقات مسبقة و متقدمة الدفع. وفي سعيها للتوسع في سوق خدمات البيانات قدمت شركة الاتصالات السعودية خدمات "جود واي فاي" والتي تتيح لعملائها الاتصال بشبكة الإنترنت عن طريق الواي فاي في أكثر من 3,000 موقع عام.

على الجانب الآخر، ووفقاً لإدارة الشركة، فإن استراتيجية الشركة الاستثمارية تأخذ في الاعتبار إيجاد فرص استثمارية دولية مع الأخذ بالحسبان أولوية الاستثمار في دول الشرق الأوسط التي تتمتع بنمو كبير في ناتجها الإجمالي المحلي وعدد سكانها.

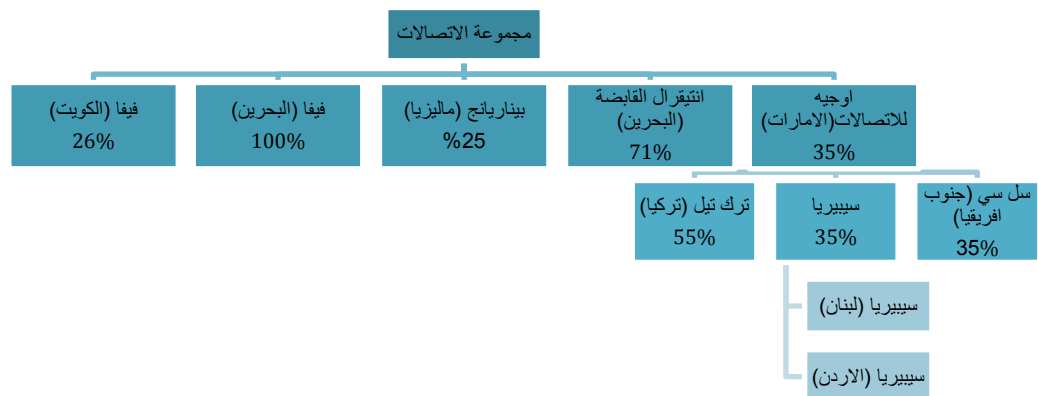
بالنظر إلى استراتيجية الشركة الاستثمارية، يظهر جلياً أن الشركة قد راجعت سياستها للاستثمار الدولي بعد أن واجهت بعض العقبات من قبل استثمارات ذات أداء ضعيف. في أواخر عام 2013 وقعت الشركة على اتفاقية لبيع كامل حصتها في شركة بي تي أكسيس للاتصالات الإندونيسية بسبب مشاكل تشغيلية. بعدها استحوذت الشركة على حصة 100% من شركة الاتصالات العامة "برافو" و تقدمت مؤخراً بعرض للاستحواذ على كامل شركة فيفا الكويت، مما يظهر تركيز الشركة على الفرص الاستثمارية المحلية والإقليمية.

لقد لاحظنا أن رغبة الشركة في الاستثمار تزداد خلال أوقات الازمات الاقتصادية، حيث كانت الشركة نشطة في الاستثمار خلال حقبة الأزمة المالية العالمية 2008، حيث قامت الشركة بالاستحواذ على 35% من شركة أوجيه للاتصالات المحدودة، و51% من شركة انتيرال القابضة وهي شركة تمتلك حصصاً في شركات تعمل في مجال خدمات المحتوى والاعلام الرقمي في دول الخليج. فيما قامت الشركة بتأسيس فيفا البحرين في 2009 واستحوذت شركة مراكز الاتصال في عام 2010 وهي شركة تقدم خدمات داعمة واجهزة تقنية. افادت ادارة الشركة باستمرارها في سياسة الاستثمار في الشرق الأوسط متى ما كانت فرص الاستثمار مناسبة والتركيز على الدول ذات النمو في الناتج الإجمالي واعداد السكان.

التواجد الدولي

تتواجد شركة الاتصالات السعودية في 9 دول، حيث نمت إيرادات العمليات الدولية بنسبة 17% في عام 2014، مساهمةً بـ 10% من إيرادات الشركة.

رسم بياني رقم 8: التواجد الدولي



المصدر: تقارير الشركة، موقع أوجيه تليكيوم الالكتروني

تتواجد شركة الاتصالات في أقصى الشرق، كما تتواجد الشركة في كل من تركيا و لبنان و جنوب افريقيا و الاردن من خلال شركة أوجيه للاتصالات ومقرها دبي حين استحوذت شركة الاتصالات على حصة بلغت 35% من شركة أوجيه في عام 2008. بالإضافة إلى ذلك، أسست العلامة التجارية "فيفا" في الكويت والبحرين في عام 2007 و 2009 على التوالي.

فيفا الكويت

في عام 2007 استحوذت شركة الاتصالات على نسبة 26% من شركة الاتصالات الكويتية، والتي عُرفت لاحقاً بفيفا الكويت، ورأس مالها 687 مليون ريال. بدأ ثالث مشغل في سوق الاتصالات الكويتي، فيفا الكويت، عملياته في شهر ديسمبر من عام 2008 و تمكن من جذب 2.4 مليون عميل من إجمالي حجم السوق والبالغ 8 ملايين عميل في عام 2014. نرى أن عملية الاستحواذ تواكب توجه الشركة بالاستثمار في الدول التي تتمتع بمعدلات نمو كبيرة لحجم السكان و للناتج المحلي الإجمالي كما هو الحال في دولة الكويت حيث تشكل الفئة العمرية دون 24 سنة ما نسبته 41% من إجمالي السكان. بالإضافة الى نسبة مستخدمين الانترنت البالغ 74%. تقدمت شركة الاتصالات مؤخراً بعرض للاستحواذ الكامل على فيفا، وهي خطوة متماشية مع استراتيجيتها الاستثمارية.

فيفا البحرين

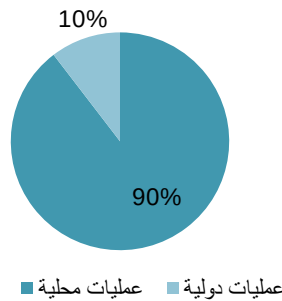
في عام 2009 حصلت شركة الاتصالات السعودية على ثالث رخصة للمحمول في مملكة البحرين بعد الفوز بعقد قيمته 866 مليون ريال. نؤمن بأن هدف هذه الخطوة الاستراتيجية هو الاستحواذ على حصة أكبر في السوق البحريني و الاستفادة من العدد الكبير للزوار السعوديين للبحرين. وفقاً لهيئة جسر الملك فهد فقد سجل عدد زوار البحرين من المملكة 11.34 مليون زائر خلال 2014. كما تعد البحرين ذات تركيبة سكانية جذابة، وفقاً لوزارة شؤون الاعلام البحرينية فإن 26% من إجمالي السكان تقل أعمارهم عن 19 سنة في عام 2014.

التحليل المالي

قطاع البيانات يقود نتائج الربع الثالث من 2015

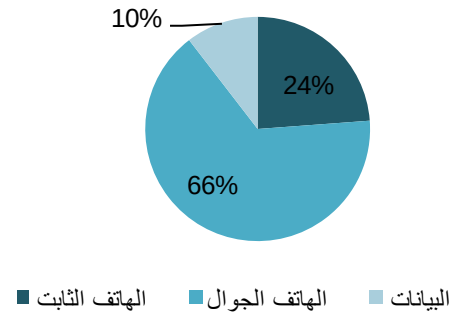
أعلنت شركة الاتصالات السعودية عن نتائجها المالية لفترة التسعة أشهر الأولى من عام 2015 مسجلة إيرادات بقيمة 37.6 مليار ريال مقارنة بـ 34.3 مليار في نفس الفترة من عام 2014 بنسبة ارتفاع بلغت 9.6%. كان الدافع الرئيسي خلف هذا الارتفاع التحسن في إيرادات قطاع البيانات عن طريق الهاتف المحمول، حيث سجل قطاع الهاتف المحمول (الجي اس ام) ارتفاعاً بنسبة 34% مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي. الجدير بالذكر أن قطاع البيانات عن طريق الهاتف الثابت سجل انخفاضاً بنسبة 50% مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي. نرى أن شركة الاتصالات أعادت تصنيف بعض الإيرادات ليتم تضمينها في قطاع البيانات عن طريق شبكة المحمول، وهو ما أكدته إدارة الشركة. نعتقد كذلك أن حدة المنافسة ساهمت أيضاً في خفض إيرادات قطاع البيانات. فيما يخص إيرادات الهاتف الثابت، لم تشهد هذه الشريحة تغييراً جوهرياً خلال الفترة حيث ارتفع القطاع بنسبة لا تتجاوز الـ 1% مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي. ومن ناحية التوزيع الجغرافي، تأتي نسبة 10% من الإيرادات من العمليات الدولية

رسم بياني رقم 10: التوزيع الجغرافي للإيرادات (%)



المصدر: تقارير الشركة

رسم بياني رقم 9: شرائح الإيرادات (%) في الربع الثالث 2015

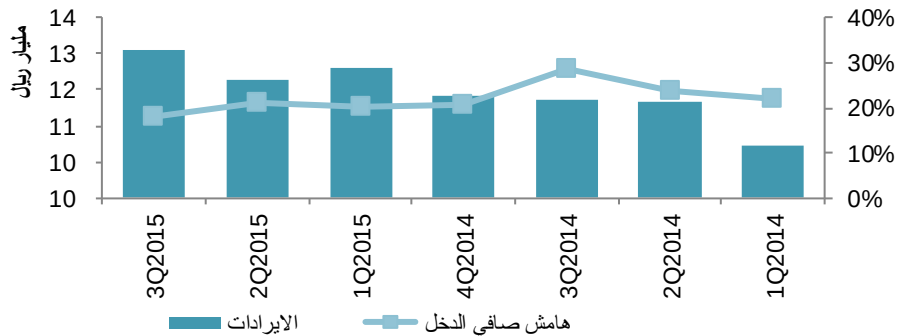


المصدر: تقارير الشركة

انكماش الهوامش

انخفض هامش الدخل الاجمالي ليصل الى 59% من المبيعات مقارنة بـ 61% خلال نفس الفترة من العام الماضي. يأتي هذا التراجع نتيجة لارتفاع في المصاريف التي تتعلق بالعمليات بشكل مباشر حيث ارتفعت تكاليف الاستشارات القانونية، ومصاريف المنافع العامة. انخفض هامش الدخل التشغيلي بسبب اعادة برنامج التقاعد المبكر وكذلك ارتفاع المصاريف العامة نتيجة صرف الشركة لراتبين تفاعلاً مع الأمر الملكي بصرف راتبين لجميع موظفي القطاع الحكومي. تأثرت الشركة بالخسائر الناتجة عن الاستثمارات حيث شكلت الخسائر من الاستثمار ما نسبته 1% من مبيعات الشركة مقارنة بـ 0.5% في نفس الفترة من العام الماضي. تسببت الخسائر في الاستثمارات بالإضافة الى الارتفاعات في التكاليف بضغط على صافي الدخل للفترة حيث شكل هامش صافي الدخل نسبة 20% من المبيعات مقارنة بـ 25% في نفس الفترة من عام 2014.

رسم بياني رقم 11: الإيرادات الربعية وهامش الدخل (%)



المصدر: تقارير الشركة

الاستمرار بالمصاريف الرأسمالية

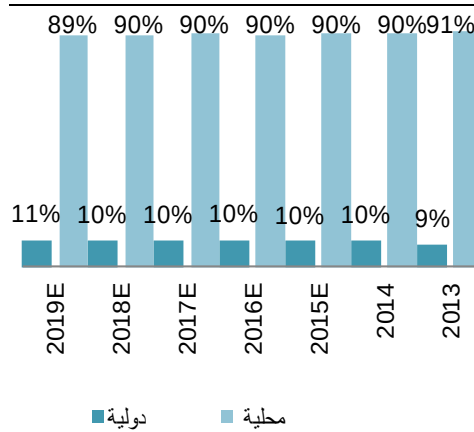
زادت الشركة مصاريفها على الأصول الرأسمالية خلال الفترة حيث ارتفعت المصاريف الرأسمالية من 4.5 مليار ريال في التسعة أشهر الأولى من 2014 لتصل إلى 5.9 مليار ريال في نفس الفترة من العام الحالي. وحسب إفادة إدارة الشركة، ستستمر الشركة في سياستها الاستثمارية في الأصول الرأسمالية لتواكب التطور في القطاع التقني وإيصال الخدمات إلى المناطق الأقل نمواً.

قطاع البيانات سيقود الإيرادات في المستقبل

قمنا بافتراض أن إيرادات الشركة ستترفع بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 3% خلال الأعوام 2016-2018. نعتقد أن يكون جل الارتفاع من قطاع البيانات (عبر شبكة المحمول والخطوط الأرضية) ولذلك، افترضنا أن قطاع الهاتف المحمول سيرتفع بنسبة نمو سنوي مركب تبلغ 3%. في حين ارتفاع قطاع البيانات عن طريق الهاتف الثابت سيكون بنسبة نمو سنوي مركب 8% خلال 2016-2018. كانت هذه التقديرات نتيجة إعلانا على مؤشرات عدة منها التركيبة العمرية للسكان، والمصروفات على القطاع التقني، ومواكبة أحدث المنتجات التقنية. تجدر الإشارة بأننا لا نعتقد أن تتزايد أعداد الاشتراكات في الهاتف المحمول بشكل جوهري حيث أن نسبة الانتشار حتى الربع الثاني من عام 2015 بلغت 170.5% وهي نسبة مرتفعة بالمقارنة بالدول المحيطة حيث كانت المملكة في المركز الثاني في نسبة انتشار الهاتف المحمول بعد دولة الكويت.

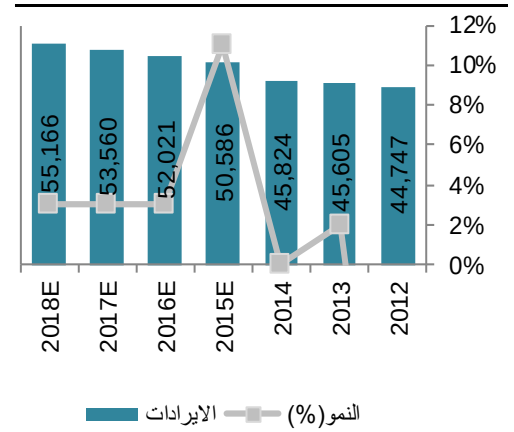
افترضنا أن يشهد قطاع الهاتف الثابت نمواً طفيفاً بنسبة نمو سنوي مركب تبلغ 0.5% بين الأعوام 2016-2018، حيث كانت تقديراتنا نتيجة لمراجعتنا للبيانات التاريخية لهذا القطاع. ولكن قطاع الهاتف الثابت سيشهد ارتفاعاً غير مباشر عن طريق خدمات البيانات وأعداد المشتركين، خصوصاً مع تنامي توقعات نمو أعداد المساكن، وقد قمنا بأخذ هذا في الاعتبار من خلال نسبة نمو قطاع البيانات والبالغة 8%.

رسم بياني رقم 13 : الإيرادات الجغرافية



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

رسم بياني رقم 12 : الإيرادات المتوقعة (مليون)



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

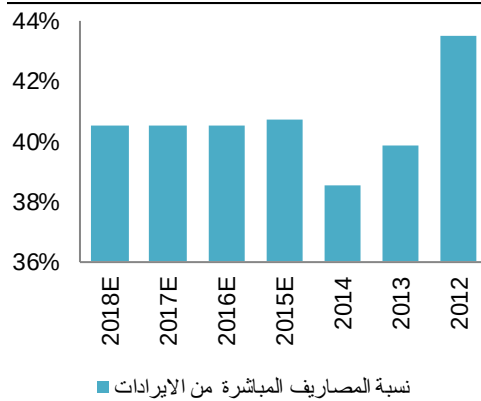
ثبات توجهات التكاليف

تتكون تكاليف الشركة المباشرة من رسوم استخدام الشبكات الخارجية، وتكاليف الموظفين المباشرة والرسوم الحكومية ومنها رسوم تقديم الخدمة تجارياً. تُعد رسوم استخدام الشبكات الخارجية أحد أكبر تكاليف الشركة المباشرة بمعدل 16% من إيرادات الشركة خلال الأعوام الثلاثة الماضية. ويعد ذلك نتيجة لازدياد حدة المنافسة بين المشغلين، ونظراً لذلك نعتقد أن يكون ذلك من ضمن العوامل التي ستضغط على تكاليف تقديم الخدمات لتصل إلى مستويات 22.3 مليار ريال في عام 2018 حيث ستشكل عندها ما نسبته 40.5% من إيرادات الشركة مقارنة بما هي عليه العام الماضي عند 39%.

بالمقارنة مع تكاليف المنافسين، تعتبر شركة الاتصالات في وضع أفضل من نظرائها، حيث شكلت التكاليف المباشرة ما معدله 49% من الإيرادات لشركة موبيلي بينما شكلت 52% لشركة زين السعودية في السنوات الثلاث الماضية، ويعد ارتفاع التكاليف المباشرة لشركتي موبيلي وزين بسبب الفرق في الحصة السوقية، حيث تقوم الشركتان بدفع تكاليف أكبر كرسوم استخدام للشبكة.

شكلت متوسط التكاليف التشغيلية (باستثناء الإهلاك والاستهلاك) لشركة الاتصالات السعودية 21.5% من إيرادات الشركة في السنوات الثلاث الماضية حيث كانت تكاليف الموظفين ومصروف الديون المشكوك في تحصيلها أكبر المساهمين في هذه التكاليف. وحيث أننا لا نرى تغييراً جوهرياً في سياسة الشركة التشغيلية، نتوقع أن تثبت هذه النسبة على مستواها الحالي بارتفاع طفيف لتصل إلى نسبة 22% من الإيرادات حيث سيتم استثمار هذه الزيادة في المحافظة على حصة الشركة السوقية. بالمقارنة مع المنافسين، كانت نسبة التكاليف التشغيلية لموبيلي عند مستويات 15% فيما شكلت لزين نسبة 45% نظراً لمحاولات زين زيادة حصتها السوقية وبالتالي زيادة تكاليف التسويق والمبيعات.

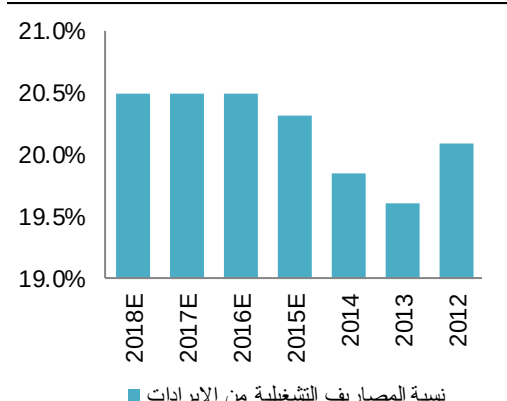
رسم بياني رقم 15: نسبة المصاريف المباشرة من الإيرادات



■ نسبة المصاريف المباشرة من الإيرادات

المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

رسم بياني رقم 14: نسبة المصاريف التشغيلية من الإيرادات



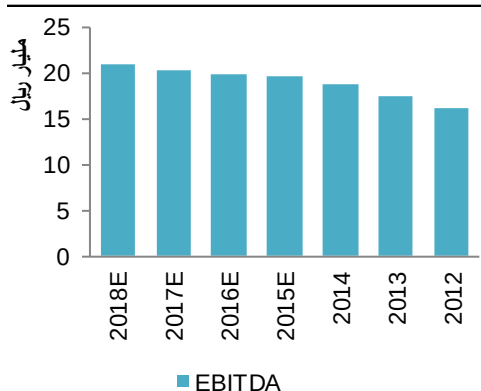
■ نسبة المصاريف التشغيلية من الإيرادات

المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

انخفاض مستوى هامش EBITDA إلى 39% في عام 2018

نتوقع أن يصل الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك إلى 21 مليار ريال في عام 2018 مسجلاً ارتفاعاً بنسبة نمو سنوي مركب قدره 3% خلال الأعوام 2016-2018. ارتفع مستوى هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك من 36% في عام 2012 ليصل إلى 41% في عام 2014. نعتقد أن يستجّل الهامش انخفاضاً طفيفاً ليصل إلى مستوى 39% في عام 2018 نظراً لتزايد المصاريف العامة والتسويقية وبالأخص بعد دخول المشغلين الافتراضيين.

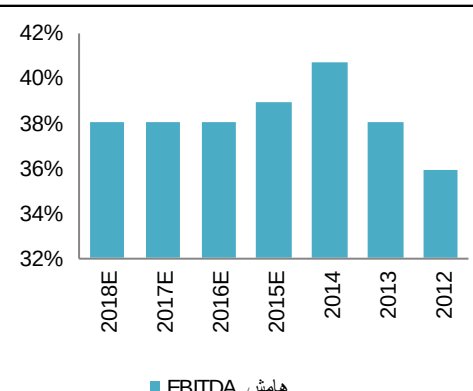
رسم بياني رقم 17: EBITDA* (ر.س)



■ EBITDA

المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

رسم بياني رقم 16: هامش EBITDA*



■ هامش EBITDA*

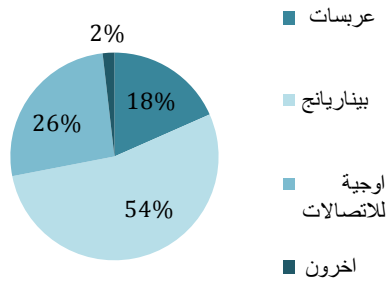
المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك*

انخفاض الخسائر من الاستثمارات في عام 2018م

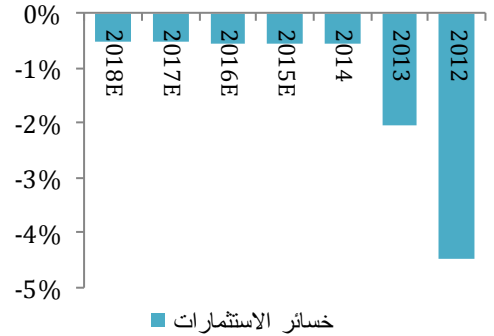
سجلت الخسائر من الاستثمارات ما نسبته 4.5% من إيرادات الشركة في عام 2012 وانخفضت إلى 0.6% في عام 2014. تأتي هذه الخسائر على خلفية استثمار الشركة على طريقة حقوق الملكية في ستة شركات محلية وإقليمية. الرسم البياني التالي يوضح خسائر الاستثمار، كما يوضح الرسم البياني رقم 19 والاستثمارات على طريقة حقوق الملكية لعام 2014.

رسم بياني رقم 19: الاستثمارات على طريقة حقوق الملكية



المصدر: تقارير الشركة

رسم بياني رقم 18: الخسائر من الاستثمارات (% من الإيرادات)

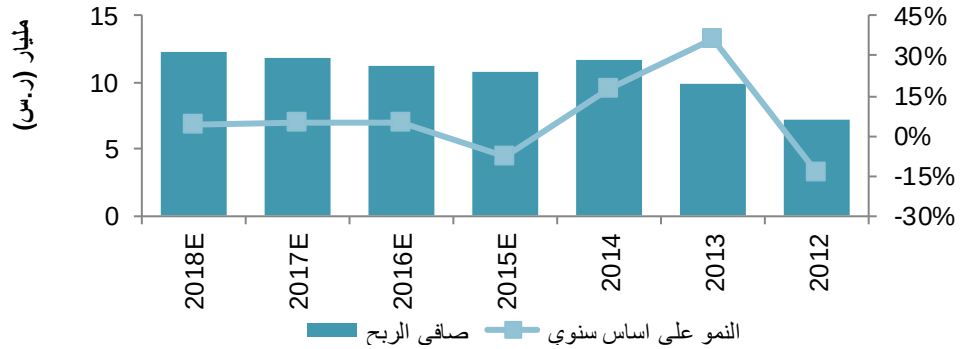


المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

هوامش الدخل عند 22.4% في 2018

نتوقع ان تسجل الشركة نمواً سنوياً مركباً في هوامش صافي الدخل بنسبة 3.1% خلال الاعوام 2018-2016 ليصل صافي الدخل إلى 12.4 مليار في عام 2018. كان معدل هامش صافي الدخل للشركة عند مستوى 23% من الإيرادات، نتوقع ان يسجل هامش صافي الدخل نسبة 22.4% من الإيرادات خلال الاعوام القادمة متأثراً بالارتفاعات في تكاليف التسويق والتكاليف العامة. قامت الشركة بالإعلان عن خطة للاستحواذ على شركة فيفا الكويت، ونتوقع ان تتم هذه العملية، لذا قمنا بتخفيض حصة حقوق الملكية غير المسيطرة لنصل الى صافي الدخل. كما اننا لا نتوقع ارتفاعاً جوهرياً في صافي الدخل على اثر هذه العملية.

رسم بياني رقم 20: توقعات صافي الارباح

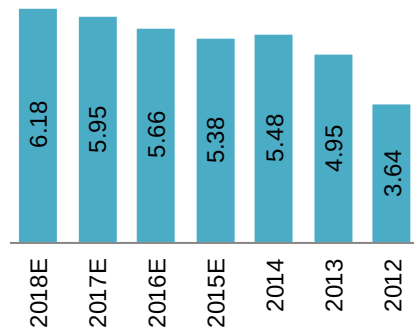


المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

سياسة توزيع الارباح الجديدة

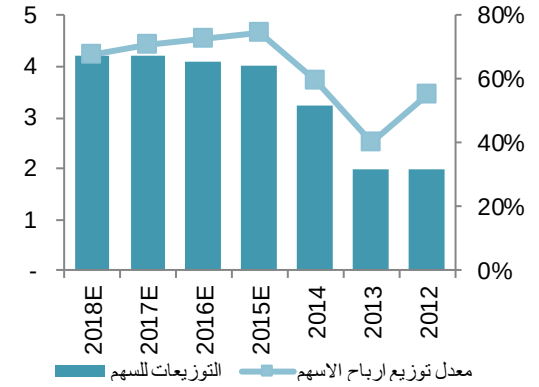
في شهر نوفمبر من عام 2015، أقر مجلس ادارة شركة الاتصالات سياسة جديدة لتوزيع الارباح لفترة الثلاثة سنوات القادمة ابتداءً من الربع الرابع من عام 2015 حيث تنص السياسة الجديدة على توزيع ارباح ربعية بقيمة ريال واحد للسهم. وضافت الشركة في بيانها أن التوزيعات الإضافية ستكون بناءً على أداء الشركة وخططها المستقبلية، وأن السياسة قد تتأثر بأي تغييرات جوهرية في استراتيجية وأعمال الشركة والقوانين والأنظمة، أو في حالة أي التزامات أو تعهدات لجهات مصرفية. تفاعل السوق ايجابياً مع سياسة توزيع الارباح الجديدة وسجل السهم ارتفاعاً بنسبة 14% خلال الفترة الماضية. لقد قمنا بأخذ سياسة توزيع الارباح الجديدة في الاعتبار خلال تقييمنا للشركة ونعتقد أن الشركة ستكون قادرة على توزيع ارباح نقدية بقيمة 4.2 ريال للسهم في عام 2018 حيث نتوقع ان تكون ربيحة السهم عندئذ 6.18 ريال. يذكر ان الشركة قد قامت بالإعلان عن توزيع ارباح نقدية بقيمة 3 ريالات للتسعة اشهر الاولى من عام 2015 وستلتزم الشركة بناء على السياسة الجديدة بتوزيع ريال للربع الاخير.

رسم بياني رقم 22: ربحية السهم المتوقعة (ر.س)



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

رسم بياني رقم 21: ارباح السهم الموزعة (ر.س)

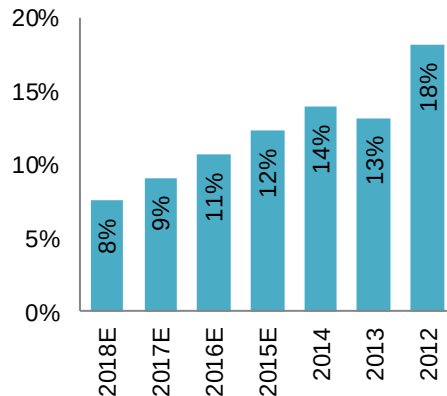


المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

هيكل رأس مال جذاب

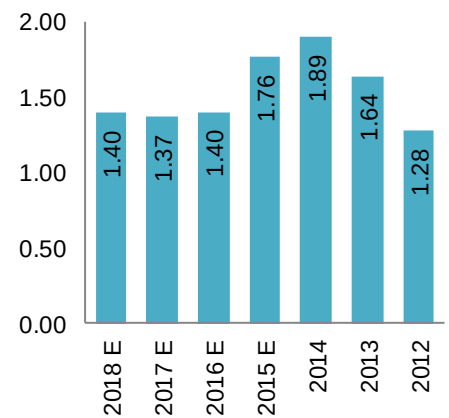
سجلت الشركة مبلغ 9.8 مليار ريال كديون في عام 2014 شاملاً اصدار صكوك بقيمة مليار ريال خلال العام. برنامج الصكوك يعطي الشركة امكانية الحصول على 5 مليارات ريال استنفدت منها الشركة مليارين. اضافة الى ذلك، لدى الشركة اتفاقيات تسهيلات مع بنوك محلية لم تستخدم بعد بقيمة 3.3 مليار ريال. وعلى الرغم من ذلك تتمتع شركة الاتصالات السعودية بسيولة عالية حيث تغطي الاصول المتداولة المطلوبات المتداولة بـ 1.7 مرة حسب بيانات الربع الثالث من عام 2015.

رسم بياني رقم 24: نسبة الدين / حقوق الملكية



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

رسم بياني رقم 23: نسبة السيولة الجارية (مره)



المصدر: تقارير الشركة، الرياض المالية

يذكر ان نسبة الدين الى حقوق الملكية كانت عند 14% في عام 2014، بينما سجلت شركتي موبيلي وزين نسب 129% و 208% على التوالي. قدرنا ان تنخفض نسبة الديون الى حقوق الملكية لدى شركة الاتصالات السعودية لتصل الى 8% بالمقارنة مع مستوياتها عند 14% في 2014.

التقييم

قمنا باختبار طريقتين عند تقييمنا لشركة الاتصالات السعودية وهما طريقة التدفقات النقدية المخصومة وطريقة مكرر الربحية المستقبلية ومقارنته بالشركات المشابهة في القطاع.

1- طريقة التدفقات النقدية المخصومة (السعر العادل 75 ريال)

قمنا بتقييم الشركة خلال السنوات الثلاثة القادمة بين 2017-2019. قمنا بافتراض العائد الخالي من المخاطر عند 3.70% وعوائد السوق عند 10% (تم احتسابها بناءً على المعدل الهندسي لعوائد السوق خلال العشرين سنة الماضية)، وبناءً على ذلك توصلنا إلى علاوة مخاطر السوق عند 6.3%. قمنا باستخدام معامل البيتة لمدة سنتين على أساس أسبوعي من بلومبرج، كما قمنا باحتساب معدل النمو طويل الأجل عند 2%، و احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 8.85%.

يظهر الجدول أدناه افتراضاتنا التي قمنا باستخدامها بطريقة التدفقات النقدية المخصومة للوصول إلى السعر المستهدف عند 75 ريال للسهم.

جدول رقم 6 : التقييم بطريقة التدفقات النقدية المخصومة

2019E	2018E	2017E	السنة (مليون - باستثناء السعر المستهدف)	الافتراضات
				العائد الخالي من المخاطر 3.70%
13,054	12,698	12,405	الدخل من العمليات التشغيلية بعد الزكاة	بيتا 0.88
8,547	8,265	7,948	الإهلاك والاستهلاك	علاوة مخاطر السوق 6.30%
-508	1,096	1,375	التغيير في رأس المال العامل	تكلفة حقوق الملكية 9.24%
-9,663	-9,378	-9,105	المصاريف الرأسمالية	تكلفة الدين 4.00%
10,842	12,109	12,065	التدفقات النقدية الحرة	متوسط نسبة حقوق الملكية 92.40%
8,407	10,221	11,084	التدفقات النقدية الحرة المخصومة	متوسط نسبة الدين 7.60%
161,497			القيمة النهائية	معدل النمو طويل الأجل 2.00%
125,229			القيمة النهائية المخصومة	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال 8.85%
154,941			قيمة المنشأة	
-5,490			صافي الدين	
-133			حصة حقوق الملكية غير المسيطر	
149,318			قيمة رأس المال	
74.66			السعر المستهدف (ر.س)	

المصدر: الرياض المالية

2- طريقة المقارنة بشركات مماثلة (السعر العادل 67 ريال)

قمنا باستخدام طريقة مقارنة مكرر الربحية المتوقع لشركات مماثلة نظراً لأنها تشمل نظرة المستثمرين وتقييمهم للقطاع. قمنا بالاطلاع على 4 شركات في المنطقة نظراً لعدم إمكانية المقارنة بالمنافسين المحليين. توصلنا إلى معدل مكرر ربحية متوقع عند 11.90 ريال وتوصلنا إلى سعر 67 ريال للسهم

جدول رقم 7 : التقييم بالمقارنة بمكررات الربحية المتوقعة لشركات مماثلة

الشركة	الدولة	مكرر الربحية المستقبلية (2016)
أوريدو	قطر	11.97
مجموعة اتصالات	الإمارات	13.97
عمان للاتصالات	عمان	10.00
شركة دو	الإمارات	11.60
معدل مكرر الربحية المستقبلية		11.90
ربحية سهم شركة الاتصالات المتوقعة (2016)		5.66
السعر المستهدف (ر.س)		67.35

المصدر: الرياض المالية

التوصيات

من خلال تحليلاتنا، نرى دمج طريقتي التقييم اعلاه مناسباً حيث أن طريقة التدفقات النقدية المخصومة تغطي الجانب التشغيلي للشركة وتشمل التوقعات المستقبلية، فيما تغطي طريقة مقارنة مكرر الربحية انطباع المستثمرين عن القطاع. قمنا بإعطاء اوزان للطريقتين كالتالي: 70% لطريقة التدفقات النقدية المخصومة و 30% لطريقة المقارنة وتوصلنا الى سعر 73 ريال كسعر عادل للسهم.

جدول 8 : مخلص القيمة العادلة للسهم

طريقة التقييم	السعر العادل	الوزن	السعر
طريقة التدفقات النقدية المخصومة	74.66	70%	52.3
طريقة مقارنة مكرر الربحية	67.35	30%	20.2
السعر المستهدف	73.0		

المصدر: الرياض المالية

في هذا التقرير، نقوم بنقل التغطية على سهم شركة الاتصالات السعودية ويسعر مستهدف قدره 73 ريال ، مما يوفر عائداً قدره 10.7%، لذا نوصي بالشراء.

القوائم المالية المختصرة والمعدلات المالية

جدول 9: مختصر للقوائم المالية

2018E	2017E	2016E	2015E	2014	قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)
12,366	11,899	11,319	10,753	12,163	صافي الدخل
-	-	-	-	-	استهلاكات
8,265	7,948	7,643	7,449	7,030	
21,727	21,222	20,260	18,676	18,780	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية
-	-	-	-	-	إضافات ممتلكات وآلات ومعدات
(9,378)	(9,105)	(8,844)	(8,600)	(6,100)	التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية
(12,084)	(11,856)	(10,644)	(12,191)	(8,887)	
-	-	-	-	-	التوزيعات النقدية
(8,400)	(8,400)	(8,200)	(8,000)	(6,882)	
-	-	-	-	-	التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية
(9,342)	(9,343)	(10,281)	(8,592)	(5,386)	
-	-	-	-	-	النقد في بداية السنة
2,718	2,695	3,359	5,467	960	
3,018	2,718	2,695	3,359	5,467	النقد في نهاية السنة

2018E	2017E	2016E	2015E	2014	معدلات مالية
					الربحية
60%	60%	60%	59%	61%	هامش الدخل الإجمالي
23%	23%	23%	24%	25%	هامش الدخل التشغيلي
38%	38%	38%	39%	41%	هامش EBITDA*
22%	22%	22%	21%	24%	هامش صافي الدخل
12%	12%	12%	11%	12%	العائد على الأصول
17%	17%	17%	17%	18%	العائد على حقوق المساهمين
					السيولة
.14x	.13x	.14x	.18x	.33x	معدل الاحتياطي النقدي
1.40x	1.37x	1.40x	1.76x	1.89x	معدل السيولة الحالي
					أخرى
10.48	11.09	9.88	9.85	9.33	للسهم الواحد EBITDA/
10.7x	11.1x	11.7x	12.3x	12.0x	مكرر ربحية السهم
1.8x	1.9x	2.0x	2.1x	2.2x	السعر / القيمة الدفترية
6.1x	6.2x	6.5x	2.6x	2.9x	السعر / المبيعات

*EBITDA الدخل قبل المصروفات البنكية والذكاة والإهلاك والاستهلاك

2018E	2017E	2016E	2015E	2014	قائمة الدخل (مليون ريال)
55,166	53,560	52,021	50,586	45,824	صافي المبيعات
(22,342)	(21,692)	(21,068)	(20,608)	(17,670)	تكلفة المبيعات
32,824	31,868	30,952	29,978	28,154	إجمالي الدخل
(6,068)	(5,892)	(5,722)	(5,412)	(5,164)	مصروفات بيعية وتسويقية
(5,241)	(5,088)	(4,942)	(4,865)	(3,932)	مصروفات عمومية وإدارية
12,698	12,405	12,125	12,251	11,629	الدخل من العمليات المستمرة الرئيسية
(100)	(124)	(147)	(171)	(146)	تكلفة التمويل
(110)	(268)	(296)	(288)	(261)	خسائر استثمارات
13,254	12,758	12,144	11,554	12,163	صافي الدخل قبل الزكاة الشرعية
(596)	(574)	(546)	(520)	(775)	مخصص الزكاة الشرعية
(292)	(285)	(279)	(282)	(429)	حصة حقوق الملكية غير المسيطره
12,366	11,899	11,319	10,753	10,959	صافي الدخل
2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	عدد الأسهم المصدرة
6.18	5.95	5.66	5.38	5.48	ربحية السهم الواحد
4.20	4.20	4.10	4.00	3.25	التوزيع النقدي للسهم الواحد

2018E	2017E	2016E	2015E	2014	قائمة المركز المالي (مليون ريال)
3,018	2,718	2,695	3,359	5,467	نقد ومماثل
11,147	10,647	10,147	15,347	14,347	استثمارات قصيرة
10,580	10,272	9,977	9,701	8,515	نعم مدينة
18,768	17,062	15,511	10,311	8,519	استثمارات (حقوق ملكية)
6,787	6,787	6,787	6,787	6,787	استثمارات محتفظ بها الى تاريخ الاستحقاق
46,088	44,228	42,317	40,330	38,229	ممتلكات وآلات ومعدات
106,853	102,833	97,948	95,475	90,869	مجموع الموجودات
3,798	3,905	3,371	3,091	2,070	نعم دائنة
1,033	1,278	1,523	1,769	2,014	أقساط متداولة من قروض طويلة الأجل
4,966	5,671	6,376	7,080	7,785	قروض طويلة الأجل
32,947	32,900	31,521	31,035	29,541	مجموع المطلوبات
20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	رأس المال
10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	احتياطي نظامي
46,731	42,766	39,267	36,148	33,394	أرباح مبقاة
106,853	102,833	97,948	95,475	90,869	مجموع المطلوبات وحقوق المساهمين

المصدر: الرياض المالية، تقارير الشركة

شراء قوي	شراء	احتفاظ	بيع	غير مُصنّف
إجمالي الإيرادات المتوقعة	إجمالي الإيرادات المتوقعة	إجمالي الإيرادات المتوقعة	سعر مبالغ فيه	تحت المراجعة/ مقيد
$25\% \leq$	$15\% \leq$	$15\% >$		

لإبداء أي ملحوظات على أي من تقاريرنا، نرجو التواصل من خلال : research@riyadcapital.com

بيان إخلاء المسؤولية

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنه موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فإن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة ، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية. وبناء عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، و/أو عدالة ، و/أو اكتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، و لن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء ، ومسؤولين، و موظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو احد أو أكثر من الشركات التابعة أو عملائها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير

الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء أو التنبؤات أو التوقعات واردة في هذا التقرير، و ما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والاقتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي

القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و / أو تتأثر بالتغيرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشرا للأداء المستقبلي. وفقا لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل

هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف ، وأهداف ، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ . قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظرا لان الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائما لجميع الأشخاص.

لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كليا أو جزئيا، وجميع المعلومات و الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر