



US\$36.6mn
متوسط الحجم اليومي

٢٩,٨%
الاسهم الحرة

US\$36.4bn
القيمة السوقية

147
13.0% أعلى من الحالي
145
27.4% أعلى من الحالي
130
بتاريخ ٢٠١٠/١١/٠١

القيمة السوقية المستهدفة
القيمة السوقية المتفق عليها
القيمة السوقية الحالية

إدارة البحوث
اندرو ار ايه هاسكنز، مدير بحوث الأسهم
Tel +966 1 211 9233, haskinsar@alrajhi-capital.com



قطاع الاتصالات السعودي : سهم موبايلي لا يزال سهماً المفضل

لا تزال خدمة الإنترنت ذات النطاق العريض "البرودباند" عبر الهاتف الجوال تسجل ارتفاعاً وتمثل المصدر الرئيسي للنمو في سوق الاتصالات السعودي. وتعتبر شركة موبايلي هي الشركة القيادية في هذا المجال وقد أبقينا على تصنيفنا لها كما هو، وهو التوصية بزيادة المراكز في أسهمها. إن الاستثمار في التقنية الجديدة محلياً والتوسع الخارجي من شأنه تعزيز فرص شركة الاتصالات السعودية للمدى البعيد، ولكننا لا نتوقع أن يزداد النمو بشكل حاد في الأمد القريب. إن العامل المحرك لسعر سهم شركة زين لن يكون هو التحسن في الأداء التشغيلي ولكنه سيكون في عرض شركة اتصالات الإماراتية لشركة زين الكويتية مفروناً بتوقيت إعادة الهيكلة المالية - كما إننا نعتقد أن انعكاسات الأحداث الأخيرة ستكون سلبية.

خدمات البرودباند عبر الجوال سوف تدعم موبايلي: يصعب الحصول على بيانات دقيقة لحجم سوق خدمات النطاق العريض (البرودباند) المتنقلة في المملكة العربية السعودية. ومع ذلك، فإنه يبدو واضحاً أن خدمات البرودباند عبر الجوال قد تجاوزت خدمات النطاق العريض عبر الخطوط الهاتفية الثابتة ولا تزال مستمرة في النمو. إن مركز موبايلي القيادي في هذا القطاع من قطاعات السوق يتوقع له أن يدفع النمو بدرجة كبيرة في الأمد القريب في هذا القطاع.

شركة الاتصالات السعودية : الانتعاش يحتاج لبعض الوقت: إن استثمار شركة الاتصالات السعودية في أنظمة شبكة الجيل الجديد NGN سوف يحقق فرص نمو جديدة وموفورات في التكلفة في السوق المحلي بيد أن تحقيق ذلك ربما يحتاج لبعض السنوات. إن مساهمة الوحدات الخارجية في المبيعات تشهد ارتفاعاً الآن، غير أن ارتفاع الاستهلاك ربما يؤثر سلباً على الأرباح لبعض السنوات القادمة. إننا نعتقد أن نتائج شركة الاتصالات السعودية قد تدنت جداً ولكننا لا نتوقع أن يتحقق النمو بشكل مضطرب.

شركة زين السعودية : هناك الكثير جداً خارج نطاق إرادتها. إن أداء زين على الصعيد التشغيلي جيد. بيد أننا نتوقع أن تكون بعض العوامل المحركة لسعر سهم زين خارج إرادة الشركة، وهذه العوامل هي بالتحديد توقيت عملية إعادة الهيكلة المالية والعرض المقدم من شركة الاتصالات الإماراتية لشركة زين الكويتية. إننا ننظر إلى هذا العرض كشيء سلبي لزين السعودية، وذلك لأننا نتوقع أن يؤدي نجاح هذا العرض، إذا ما تحقق، إلى أن تقوم شركة اتصالات ببيع حصة زين الكويتية في زين السعودية ومن ثم تركيز على شركتها التابعة موبايلي.

ملخص نتائج الربع الثالث: أعلنت موبايلي عن تحقيق نتائج قوية مدعومة بالتحول في تشكيلة أعمالها في اتجاه خدمات البرودباند المتنقلة. وقد أظهرت شركة الاتصالات السعودية تحسناً متوسطاً بعد نتائج ضعيفة في النصف الأول. أما نتائج زين السعودية فقد شهدت نمواً قوياً في المبيعات والربح الإجمالي ولكنها أظهرت ارتفاعاً في تكاليف الاستهلاك والفوائد. إن ارتفاع تكلفة الفوائد يعكس ارتفاع الدين ويوضح الحاجة العاجلة لعملية إعادة الهيكلة المالية.

ملخص أسهم الشركات : إن سهم شركة موبايلي (بتصنيفها الذي يوصي بزيادة المراكز في أسهمها) هو سهماً المفضل من بين أسهم شركات الاتصالات وهو يمنح ارتفاعاً ضمنيّاً محتملاً بنسبة 29% لسعرنا المستهدف للسهم الذي يبلغ 71.0% ريالاً. وبالنسبة لشركة الاتصالات السعودية فإن عائدتها الذي بلغ 7.8% يعوض عن فرص نموها البطيئة وقد أبقينا على تصنيفنا الذي يدعو للمحافظة على المراكز في السهم مع تعديل طفيف لسعر السهم المستهدف الذي يبلغ 43.1 ريالاً. وقد أبقينا على نفس التصنيف لشركة زين السعودية. إننا نعتقد أن الاستثمار في زين السعودية يظل محفوفاً بالكثير من المخاطر حتى تزول المشاكل التي تقع خارج إرادتها.

زيادة المراكز

المحافظة على

تخفيض المراكز

مواضيع رئيسية

إننا نتوقع أن يستمر سوق الهاتف المتنقل السعودي في تفوقه على سوق الخطوط الثابتة مدعوماً بشكل أساسي بخدمة البيانات المتنقلة. ونتيجة لذلك فإننا نتوقع حدوث نمو كبير لهذا السوق خلال السنوات القليلة التالية رغمًا عن مخاطر زيادة انخفاض الأسعار. إننا نعتبر أن توسع شركة الاتصالات السعودية في البلدان الخارجية يفقد إلى التركيز الجيد ونرى أن شركة موبايلي بشكل خاص قد استفادت من عدم اهتمام شركة الاتصالات السعودية بالسوق المحلي لتقوية وضعها فيه.

الاستنتاجات

إن سهماً المفضل في القطاع هو سهم موبايلي الذي أوصينا بزيادة المراكز فيه. إن أداء هذا السهم يعتبر جيداً من الناحية التشغيلية ويتوقع أن يحقق نمواً قوياً في المدى القريب عند قيمة معقولة. وبالنسبة لسهم شركة الاتصالات (يفضل المحافظة على المراكز فيه) فإنه يحتاج لعوامل محفزة لأداء سعر السهم رغمًا عن أن سعره الحالي غير مرتفع ويحقق عائداً كبيراً يبلغ 7.8%. أما شركة زين السعودية (يفضل المحافظة على المراكز في أسهمها) فإن أداءها جيد كمشغل ثالث غير أنها مثقلة بالديون.

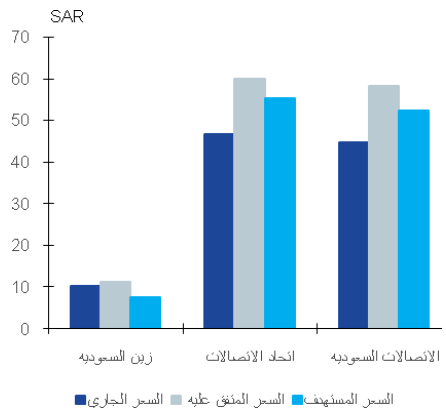
وجهة نظراً

السهم	التصنيف	الأسعار المستهدفة
الاتصالات	المحافظة على المراكز	SAR44.1
اتحاد اتصالات	زيادة المراكز	SAR75.4
زين السعودية	تخفيض المراكز	SAR8.0

المبررات	2010 EV/EBITDA	3 year EBITDA CAGR	Stock
اتصالات	5.2x	3%	
اتحاد اتصالات	7.5x	15%	
زين السعودية	82.5x	115%*	

* من ٢٠٠٩-٢٠١٢ للاتصالات وموبايلي بينما ٢٠١٠-٢٠١٣ لزين السعودية

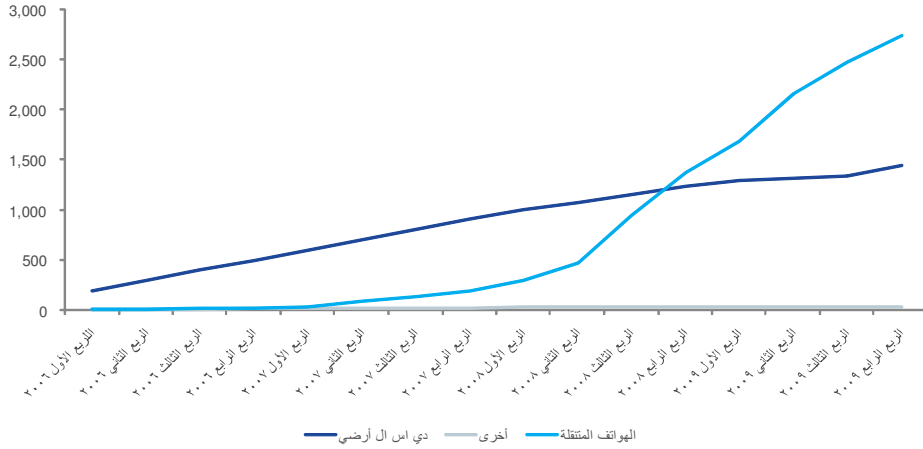
أين تقديراتنا مقارنة بالسعر المتفق عليه ؟



المصدر: بلومبرج، الراجحي المالية

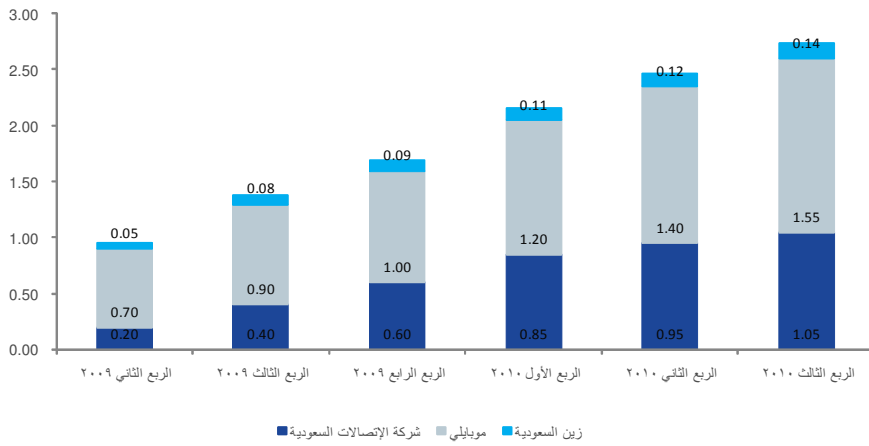


الشكل ١. اشتراكات الخطوط الثابتة وخدمة البيانات المتنقلة (البرودباند) في المملكة العربية السعودية (بالآلاف)



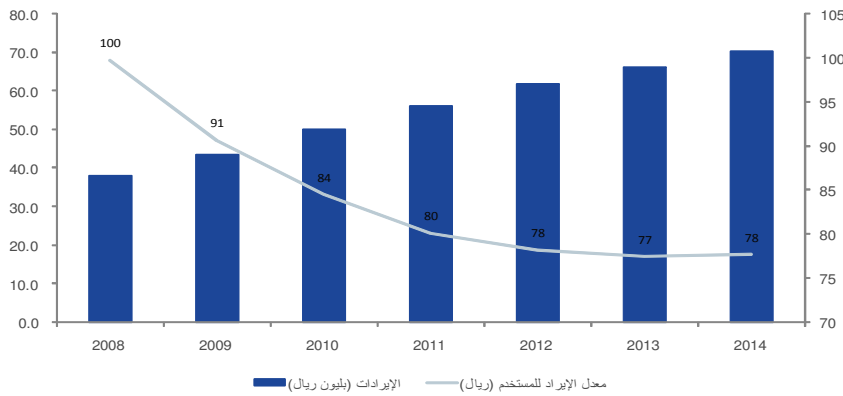
المصدر: هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات، المشغلين، تقديرات الراجحي المالية

الشكل ٢. اشتراكات خدمات البرودباند المتنقلة (تقديرات الراجحي المالية، بالملايين)



المصدر: الراجحي المالية

الشكل ٣. سوق الهاتف المتنقل في المملكة: تقديرات للإيرادات ومتوسط الإيراد للمستخدم الواحد



المصدر: هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات، المشغلين، الراجحي المالية

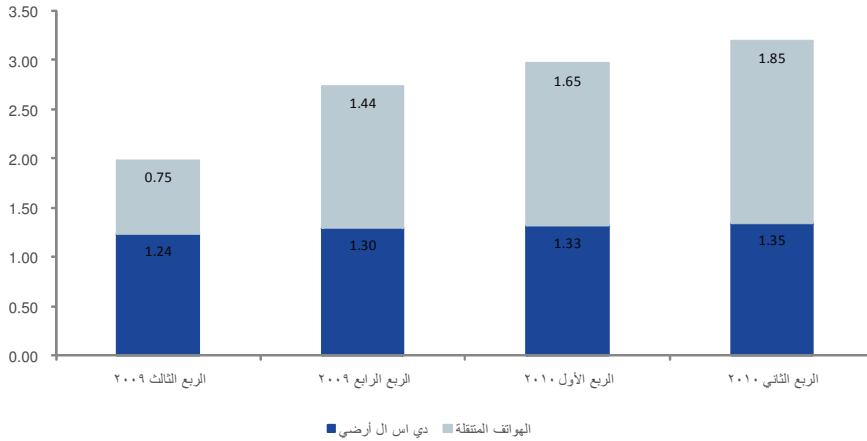


خدمة النطاق العريض المتنقلة تشهد نمواً شركة موبايلي هي المستفيد الرئيسي

يصعب جداً الحصول على بيانات دقيقة لحجم سوق خدمات البرودباند في المملكة العربية السعودية. وتقوم هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات، وهي الجهة المنظمة لقطاع الاتصالات في المملكة، بنشر أرقام عن حجم أسواق الاتصالات والإنترنت على أسس غير منتظمة بعض الشيء. إن أحدث تقرير صدر عن هذه الهيئة يرتبط بنهاية النصف الأول 2010 وقد تم الإفصاح عنه في شهر سبتمبر. ووفقاً لهذا التقرير كان هناك " أكثر من 3.20 مليون" اشتراكاً في خدمات البرودباند عبر الهاتف الثابت وعبر الجوال معاً في نهاية النصف الأول 2010 وهذا الإجمالي موزع تقريباً بين خدمات البرودباند اللاسلكية (1.85 مليون اشتراك بما في ذلك خدمة HSPA وخدمة WIMAX) واشتراكات خطوط المشتركين الثابتة (1.35 مليون)، علماً بأننا لم نأخذ في الاعتبار الدوائر المستأجرة وبعض الشرائح الصغيرة الأخرى. وبينما لم يتم الإفصاح عن أي تقرير للربع الأول، فإن أرقام هيئة الاتصالات توضح أن إجمالي الاشتراكات في خدمة البرودباند بلغت 2.74 مليون في نهاية 2009 (يشمل ذلك حوالي 1.44 اشتراك لاسلكي) بينما بلغت 1.99 مليون في نهاية الربع الثالث 2009 (تشمل حوالي 0.75 مليون اشتراك لاسلكي). وإذا تم أخذ هذه الأرقام بالقيمة الاسمية، فإنها بالتأكيد سوف تشير إلى أن سوق البرودباند عبر الجوال لا يزال مستمراً في النمو بقوة، وإن يكن ذلك بشيء من التباطؤ مقارنة بالطفرة التي شهدتها الربع الرابع 2009.

أحدث أرقام من الجهة المنظمة للقطاع تظهر 3.20 مليون اشتراك في خدمات النطاق العريض عبر الهاتف الثابت والهاتف المتنقل.

شكل ٤: الاشتراكات في خدمة البرودباند في المملكة (أرقام رسمية من هيئة الاتصالات، بالملايين)

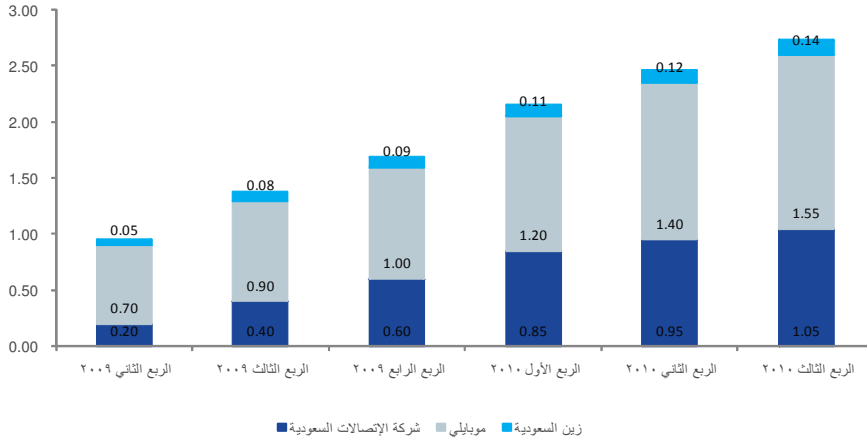


المصدر: هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات، واستنتاجات الراجحي المالية

لسوء الحظ، فإن أرقام هيئة الاتصالات لخدمة البرودباند عبر الجوال يستحيل مطابقتها مع المؤشرات التقريبية التي وفرتها الشركات المشغلة للاتصالات. فقد أعلنت موبايلي عن رقم لاشتراكات البرودباند اللاسلكي بلغ 1.00 مليون اشتراك في نهاية 2009 بينما نرى أن هذا الرقم قد ارتفع إلى 1.40 مليون بنهاية النصف الأول 2010 وإلى 1.55 مليون بنهاية الربع الثالث. وبالنسبة لشركة الاتصالات السعودية فإنها لم تفصح عن اشتراكاتها للبرودباند عبر الجوال ولكنها أدعت لنا مرتين خلال زيارتنا للشركة هذا العام أنها متفوقة على موبايلي في هذا القطاع. وبينما نجد صعوبة كبيرة في قبول زعم شركة الاتصالات، فإننا نعتقد تماماً أن الشركة تشهد توسعاً في خدمة البرودباند المتنقلة ويمكن أن نقدر أن اشتراكاتها قد بلغت 1.05 مليون بنهاية الربع الثالث. ويبدو أن توسع زين السعودية، أصغر مشغل للهاتف المتنقل، في مجال البرودباند عبر الجوال، كان أبداً بدرجة كبيرة من منافسيها، وحسب تقديراتنا فإن الشركة كان لديها فقط حوالي 140,000 اشتراك في البرودباند في ذلك الوقت. إن إضافة هذه الأرقام إلى بعضها ينتج عنه رقماً إجمالياً يبلغ 2.74 مليون اشتراك في البرودباند في المملكة العربية السعودية في نهاية الربع الثالث 2010 وهو رقم يزيد بنسبة 48% عن الرقم الإجمالي الرسمي الذي بلغ 1.85 مليون لنهاية النصف الأول.

إننا نعتقد أن اشتراكات البرودباند عبر الجوال تتجاوز كثيراً تقديرات هيئة الاتصالات

الشكل: ٥ اشتراكات خدمات النطاق العريض في المملكة (تقديرات الراجحي المالية، بالملايين)

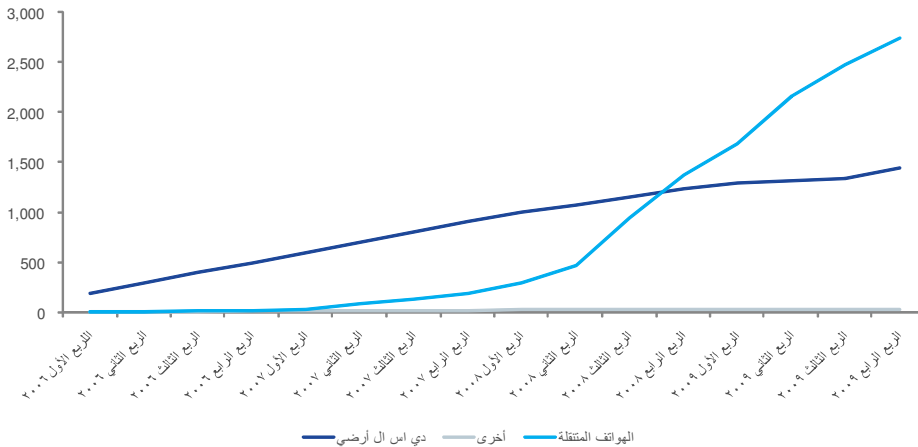


المصدر: الراجحي المالية

في هذا التحديث المختصر، لا نعززم أن نناقش بالتفصيل الأسباب المحتملة للتباين الكبير بين أرقام هيئة الاتصالات والمؤشرات التقريبية من الشركات المشغلة، ويمكن للمستثمر الرجوع إلى تقريرنا الشامل بعنوان: قطاع الاتصالات السعودي: فضل القطاف اليوم (بتاريخ 25 يناير 2010) لمزيد من التعليق على الموضوع. ودعنا نكتفي هنا بالقول، من وجهة نظرنا، بأن أرقام هيئة الاتصالات لا تعبر بقوة عن حجم قطاع البرودباند المتنقل السعودي- والذي نراه أكثر قوة ونشاطاً مما تنتظر إليه الهيئة. ويوضح الجدول التالي سوق البرودباند السعودي باستخدام تقديراتنا الخاصة لاشتراكات البرودباند المتنقل. ومع ذلك، وحتى إذا قبلنا فقط الأرقام الرسمية، فإنه يبدو واضحاً أن خدمة البرودباند عبر الجوال تشهد نمواً أكبر بكثير من خدمة البرودباند عبر خطوط الهاتف الثابتة. ومع الأخذ في الاعتبار أن أعمال الهاتف المتنقل أصبحت ناضجة وراسخة الآن، فإن خدمة البرودباند عبر الجوال تعتبر هي المصدر الرئيسي للنمو في سوق قطاع الاتصالات السعودي. إن هذه الحقيقة تدعم الحالة الإيجابية الأساسية التي أوردناها سابقاً لسوق الهاتف المتنقل السعودي في تقريرنا الرئيسي الذي صدر في شهر يناير الماضي.

وحتى على أساس الأرقام الرسمية فإن خدمة البرودباند المتنقلة تنمو بوضوح بسرعة أعلى من نمو خدمة البرودباند عبر الخطوط الثابتة.

الشكل: ٦ اشتراكات البرودباند عبر الخطوط الثابتة والمتنقلة في المملكة (بالآلاف)



المصدر: هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات، المشغلين، تقديرات الراجحي المالية

إننا لا نزال عند اعتقادنا بأن موبيلي تستأثر بأعلى حصة في سوق البرودباند عبر الجوال. ومع استمرار ارتفاع حجم هذه الشريحة من شرائح السوق، فإننا نعتقد أن موبيلي قد حققت نمواً قوياً جديداً في الاشتراكات خلال الربع الثالث (رغم أن ذلك ليس بالضرورة أن تنشر الشركة بيانات عن اشتراكاتها للفترة المعنية). وكان من شأن ذلك أن يساعد في تحقيق نمو الإيرادات بشكل كبير لشركة موبيلي في الربع الثالث رغم أن استمرار حملات التخفيض (خصوصاً في المكالمات الدولية). ويفترض أن يكون التوسع الإضافي في قطاع البرودباند عبر الجوال إيجابياً لهوامش الربح نظراً لأن تجربة موبيلي في الأونة الأخيرة تشير بقوة إلى أن نشاطات البيانات المتنقلة تحمل في طياتها هوامش ربح أعلى مما تشتمل عليه خدمات الهاتف الجوال.

موبيلي هي المستفيد الرئيسي من النمو في قطاع البرودباند عبر الجوال



الاتصالات السعودية : المبادرات طويلة الأجل واعدة النمو بشكل مضطرب في المدى القريب غير محتمل

في تحليلنا لمشغلي قطاع الاتصالات السعودي، فإن من إحدى المشاكل الرئيسية التي واجهتنا كانت هي محاولة معرفة ما هي أسباب الضعف الشديد لإيرادات شركة الاتصالات السعودية في الأونة الأخيرة. ولا تزال مرتبكين جداً بشأن هذه النقطة. لقد نما سوق الهاتف المتنقل السعودي بشكل قوي خلال السنوات القليلة الماضية بينما استثمرت شركة الاتصالات السعودية أيضاً بشكل مكثف في الخارج. وتشكل العمليات الخارجية في الوقت الراهن حوالي 30% من الإيرادات. ومع ذلك، فخلال الخمس سنوات المنصرمة، ورغم أن التذبذب الكبير فقد بلغ متوسط نمو الإيرادات للعام مقارنة بالعام السابق له لشركة الاتصالات 1.8% فقط بينما بلغ متوسط نمو التشغيل على أساس العام مقارنة بالعام السابق له 26.1%-. (ملحوظة : كان آخر استثمار رئيسي لشركة الاتصالات السعودية في الخارج في شركة أوجيه للاتصالات التي لها مراكز في كل من تركيا وجنوب إفريقيا، وذلك في الربع الثاني 2008. إن نتائج الشركة للخمسة أرباع الأخيرة لا تشمل على تحقيق ارتفاع في نشاطات غير داخلية من عمليات الاستحواذ الخارجية)

لا تزال مرتبكين نتيجة للنمو الضعيف في إيرادات شركة الاتصالات السعودية مؤخراً

جدول ٧ النمو السنوي لشركة الاتصالات السعودية للارباع الست السابقة

الربع الثاني ٢٠٠٩	الربع الثالث ٢٠٠٩	الربع الرابع ٢٠٠٩	الربع الأول ٢٠١٠	الربع الثاني ٢٠١٠	الربع الثالث ٢٠١٠	المتوسط
الإيرادات	5.4%	4.5%	3.1%	0.7%	1.7%	1.8%
EBITDA	11.3%	21.4%	4.5%	20.5%	6.4%	9.1%
الربح التشغيلي	25.7%	32.4%	6.4%	38.7%	27.4%	21.0%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

لقد قمنا بزيارة إلى شركة الاتصالات السعودية مؤخراً وكان بعض أهدافنا هو لتقييم نطاق ارتفاع معدلات النمو. وكان من المواضيع الرئيسية التي طرحناها خطط الاتصالات للاستثمار في "البنية الأساسية لشبكة الجيل القادم NGN. وهذا الموضوع هو موضوع أخذناه بعين الاعتبار في كل من تقريرنا الشامل لشهر يناير وتقريرنا المحدث بعنوان " شركة الاتصالات السعودية : توازن بين الإيجابيات والسلبيات، بتاريخ 10 مايو. ومثلها مثل العديد من مشغلي الاتصالات الرسميين الآخرين فإن شركة الاتصالات السعودية تعتقد أن الاستثمار في شبكة الجيل القادم سوف يعزز مركزها في سوق الاتصالات عبر الخطوط الهاتفية الثابتة والذي ظل يخضع للضغوط للعديد من السنوات. وتشتمل خطة شركة الاتصالات السعودية على عملية إحلال مرحلة البنية التحتية لخطوط الهاتف الثابتة الحالية خلال فترة أربع سنوات بين عامي 2009 و 2012. وعند اكتمال شبكة الجيل القادم، سوف تسمح بتحقيق موفورات كبيرة في تكلفة التشغيل إذا أن معدات الشبكة الجديدة سوف تتطلب إنفاق أقل على الإصلاحات. ويتوقع أن تؤدي هذه الشبكة أيضاً إلى تسهيل تقديم سرعات برودباند أسرع - يحتمل أن تصل إلى 100 جيجابايت في الثانية - وكذلك إلى إدخال خدمات جديدة مثل خدمة IP-TV.

استثمار الاتصالات السعودية في البنية الأساسية لشبكة الجيل القادم NGN تعمل على تحسين الفرص على المدى البعيد

وبناءً على نتائج زيارتنا الأخيرة، فإننا سنظل على رأينا بأن شبكة الجيل الجديد سوف تساعد شركة الاتصالات في تحقيق أعمال ومشاريع جديدة من عملاء من الأجهزة الحكومية ومن مؤسسات القطاع العام بصفة خاصة. وفي الحقيقة، فإننا نعتقد أن شركة الاتصالات السعودية قد فازت بالفعل بعقود هامة من هذا النوع لمشاريع إستراتيجية مثل مشاريع الحكومة للمدن الاقتصادية الجديدة. وفي سياق متصل، فقد أكدت لنا شركة الاتصالات أن رغبتها المتزايدة في أنظمة (الألياف البصرية إلى المنزل) FITH لا تستلزم بالضرورة إحلالاً كاملاً للخطوط النحاسية عبر شبكتها بالألياف بصرية. إننا نعتقد أن هذا الأمر جيد لأن تنفيذ أنظمة FITH بالكامل يشتمل على استثمار ضخم، ولأسباب هامة عديدة نشك في أن المملكة العربية السعودية تمثل سوقاً يمكن أن تحقق فيه هذه الأنظمة عائدات عالية (لمزيد من التفاصيل حول هذه النقطة يرجى الرجوع إلى تقريرنا بعنوان : شركة الاتصالات السعودية : توازن بين الإيجابيات والسلبيات).

إجمالاً، فإننا لا نزال نعتقد أن شركة الاتصالات السعودية قد دخلت في مبادرات حالية في سوق الاتصالات المحلي من شأنها أن تعزز النمو مع مرور السنوات. بيد أن مشاريع القطاع الجديدة المرتبطة بشبكة الجيل القادم من المحتمل أن تكون مشاريع طويلة الأجل تمتد عبر العديد من السنوات مع تحقيقها لإسهامات متواضعة في الإيرادات قريباً. وعليه، فإننا لا نتوقع أن تسهم المبادرات الجديدة التي تقوم بها الاتصالات السعودية حالياً إسهاماً كبيراً في الإيرادات أو الربحية خلال السنوات القليلة القادمة.

غير أن المبادرات الجديدة ليس من المحتمل أن تعزز معدلات النمو بشكل كبير في الأمد القريب

وفي رأينا، فإن العوامل المحركة الرئيسية للفرص على المدى القريب لشركة الاتصالات السعودية تظل تكمن في سوق الهاتف المتنقل المحلي وتقدم سير العمل في استثمارات الشركة في الخارج. وفي ما يتعلق بسوق الهاتف المتنقل المحلي، وكما أشرنا إلى ذلك آنفاً، فإننا نعتقد أن شركة موبايي تظل متقدمة على شركة الاتصالات في قطاع خدمة البرودباند المتنقلة الرئيسي. وفي ما يتعلق بالعمليات التشغيلية الخارجية، فقد ذكرت الاتصالات السعودية في اجتماعنا الأخير أنها كانت سعيدة جداً بتقدم سير العمل في كل من جنوب إفريقيا (حيث نعتقد أن شركة CELL C تحرز تقدماً جيداً)، وفي الكويت والبحرين ولكنها أقرت بأن هناك مشاكل تشغيلية كبيرة في إندونيسيا. وبالنظر إلى استثمارات الاتصالات السعودية الخارجية ككل، فإننا نتوقع أن يتسارع نمو الإيرادات بوتيرة ثابتة من الآن فصاعداً. غير أننا نتوقع أن تتأثر سلباً الأرباح القوية والتدفقات النقدية في أكبر الأسواق رسوخاً، ونعني بها ماليزيا وتركيا، جزئياً بسبب خسائر EBITDA في المشاريع المبتدئة حديثاً (وخاصة في الكويت والبحرين، ولكن من المحتمل من إندونيسيا أيضاً) وكذلك بسبب رسوم الاستهلاك الضخمة التي نتوقع أن تستمر في الارتفاع ربما لمدة سنتين آخرين. ولهذه الأسباب فإننا لا نتوقع حدوث ارتفاع سريع في معدلات النمو لشركة الاتصالات في الأمد القريب.

جدول ٨ توقعات نسب النمو السنوية لشركة الاتصالات السعودية

الربع الرابع ٢٠١٠	الربع الأول ٢٠١١	الربع الثاني ٢٠١١	الربع الثالث ٢٠١١	الربع الرابع ٢٠١١	المتوسط
الإيرادات	2.1%	2.4%	7.1%	3.3%	3.6%
EBITDA	1.7%	15.5%	19.7%	2.0%	8.2%
الربح التشغيلي	0.4%	32.9%	37.6%	2.6%	14.9%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية



شركة زين السعودية الأمر خارج نطاق إرادتها بدرجة كبيرة

كما أوردنا ملاحظتنا بتفصيل أكثر أدناه ، فإننا نعتقد أن زين السعودية تؤدي أداءً تشغيلياً جيداً. ومع ذلك، فإننا نعتقد أن فرص النجاح على الصعيد التشغيلي لا تمثل العامل الرئيسي المحرك لسعر سهم شركة زين. وحسب رؤيتنا لهذا الأمر ، فإن العاملين الرئيسيين المحركين لسعر سهم شركة زين هما ، أولاً ، المخاوف المتعلقة بتوقيت ودرجة نجاح عملية إعادة الهيكلة المالية المرتقبة للشركة، و، ثانياً ، المخاوف من ما إذا كانت عملية إعادة الهيكلة سوف تحدث أصلاً أم لا على إثر عرض شركة اتصالات الإماراتية بالاستحواذ على حصة تبلغ 46% من الشركة التي تمثل الشركة الأم فعلاً لشركة زين السعودية، ونقصد بها شركة زين الكويتية.

التوقيت واحتمال نجاح عملية إعادة الهيكلة

بخصوص عملية إعادة الهيكلة ، فمن الناحية الرسمية لم يتغير أي شيء منذ تاريخ تقريرنا الأخير حول شركة زين السعودية بتاريخ 28 أغسطس بعنوان ، شركة زين السعودية : خطة جيدة ولكنها ليست كافية بعد. وكما ورد في التقرير ، فقد أعلنت زين رسمياً عن خططها لإعادة الهيكلة المالية بتاريخ 20 أغسطس. وتتكون الخطة من جزئين. أولاً، تعترف الشركة بتنفيذ خفض لرأس المال وسوف يشمل ذلك على إلغاء نسبة تنقص قليلاً من 48% من أسهمها المصدرة وتقليل رأس مال أسهمها من حوالي 14.0 بليون ريال إلى 7.3 بليون ريال. ثانياً، سوف تشرع الشركة في عملية زيادة رأس مالها حيث الهدف من هذه العملية هو رفع رأس مال أسهمها من حوالي 7.3 بليون ريال إلى 11.7 بليون ريال.

بينما تبدو هذه الخطة واضحة جداً، فوفقاً لزين السعودية فإن هيئة السوق المالية تحتاج لفترة 45 يوماً من تاريخ إعلان الخطة لإعطاء موافقتها عليها. كذلك، فإنه لا بد من موافقة المساهمين على الخطة. ومع أننا نتوقع موافقتهم عليها، فسوف تستغرق العملية بعض الوقت. وبناءً عليه، فإننا نعتقد أنه من غير المحتمل اكتمال العمليتين معاً حتى منتصف شهر ديسمبر تقريباً. أما إذا تأخر هذا الوقت المستهدف إلى العام القادم، فإننا نعتقد أن شركة زين ربما تخسر فرصة عرض نفسها كشركة بدأت في تحقيق الانتعاش والنجاح في 2011م. إن تأجيل الخطة إلى العام القادم، في حد ذاته، ليس من المحتمل أن يخرج مشروع إعادة الهيكلة عن مساره، ولكننا نعتقد أنه ربما لا يشجع على المشاركة في عملية إصدار الحقوق في أوساط بعض المستثمرين.

انعكاسات عرض شركة الاتصالات الإماراتية للاستحواذ على زين الكويتية، على زين السعودية

إن التحليل المذكور الوارد في الفقرة السابقة ربما يكون قد فات وقته الآن. ذلك لأن شركة اتصالات، مشغل الاتصالات الرسمي في الإمارات وإحدى مجموعات قطاع الاتصالات القيادية على مستوى الشرق الأوسط، قد أعلنت في نهاية شهر سبتمبر عن عرض للاستحواذ على حصة تبلغ 46% من زين الكويتية، الشركة الأم فعلياً لزين السعودية حيث تملك نسبة 25% من أسهمها. وبما أن زين الكويتية تملك نسبة 10% من أسهمها الخاصة بها في شكل أسهم خزينة، فإن الاستحواذ على نسبة 46% من أسهم الشركة سيمنح شركة اتصالات الإماراتية حصة أغلبية (حصة مسيطرة). وحسب علمنا ، فإن القانون الكويتي لا يتطلب حالياً من شركة اتصالات طرح عرض بنسبة 100% من الأسهم.

بينما لا يمكننا تقدير التوقيت المحتمل لاستكمال عرض شركة اتصالات لشركة زين الكويتية، فإننا نعتقد أن هذا العرض يحظى بفرصة نجاح كبيرة ذلك لأن المساهمين سيدعمون هذا العرض كما يبدو. إن أكبر مساهم في زين الكويتية هي هيئة الاستثمار الكويتية التي تستأثر بحصة تبلغ 25% . وقد أشارت بعض المصادر إلى أن العضو المنتدب لهذه الهيئة قد أدلى بتصريح مفاده أنه بالرغم من أن الهيئة لم تتلق عرضاً يتعلق بأسهمها من شركة اتصالات، فإنها قد دعمت الصفقة على أساس أنها سوف تعزز سوق الأسهم الكويتي . ومن جانبها فإن مجموعة الخرافي، بوصفها في الواقع ثاني أكبر مساهم في زين الكويتية بحصة تبلغ حوالي 13% من خلال شركتها التابعة، شركة الاستثمارات الوطنية، تبدو أنها تدعم بشكل واضح هذا العرض. وفي الحقيقة، فإن شركة الاستثمارات الوطنية قد أعلنت مؤخراً أنها قد تلقت دعماً من ملك أسهم يمتلكون مجتمعين نسبة 46% من أسهم زين الكويتية من خلال تحالف مع مساهمين أصغر (أنظر التعليقات على الشركتين اللتين أوردتهما أخبار بلومبرج بتاريخ 7 أكتوبر ومصادر أخرى).

*أنظر ، على سبيل المثال ، التقرير المحدث لتعليقات تلي جيوجرفي بتاريخ 12 أكتوبر : " إن هيئة الاستثمارات الكويتية ، الصندوق السيادي لثروات البلاد، لم تتلق عرضاً لحصتها البالغة 24.6% في مجموعة زين كجزء من عرض الاتصالات الإماراتية غير الملزم للحصول على حصة تبلغ 46% من حصة زين الكويتية المشغلة لقطاع الاتصالات. ووفقاً لأخبار مؤشر داو جونز، التي تم بثها من خلال شاشة قناة العربية، فقد صرح العضو المنتدب لهيئة الاستثمارات الكويتية السيد/ بدر السعد، يوم السبت (٩ أكتوبر) قائلاً إن حصة الصندوق – أكبر حصة ملكية مفردة في مجموعة زين – لا تشكل جزءاً من عملية شراء الأسهم التي تعترف اتصالات الإماراتية القيام بها، رغماً عن أنه أضاف قائلاً أن الهيئة تدعم الحصة المحتملة نظراً لأنها سوف تعمل على تعزيز بورصة تداول الأسهم في البلاد."

إننا نرى أن شركة اتصالات راغبة في جميع أصول زين الكويتية في الشرق الأوسط ما عدا حصتها في زين السعودية . فشركة اتصالات تعتبر بوضوح حصتها التي تبلغ 27% في موبايي باعتبارها جوهره التاج من بين أصولها الدولية وتفضلها حتى على حصتها التي تبلغ 66% في شركة الاتصالات المصرية. إن حدوث اندماج بين موبايي و زين السعودية يبدو خارج الموضوع. ونحن لا نعتقد أن هيئة الاتصالات السعودية سوف تسمح بذلك نظراً لأن مثل هذا الاندماج سيترك في الساحة مشغلين اثنين فقط كما سيرفع حصة السوق المشتركة للشركة الناتجة عن الاندماج إلى حوالي 55% . كما أننا لا نعتقد أيضاً أن هيئة الاتصالات سوف تسمح لشركة اتصالات أن تظل في حالة سيطرة غير مباشرة على كل من موبايي و زين السعودية أو على الأقل ليس لفترة ممتدة، بحجة أن المشغلين الاثنين سوف يصبحان في موقف يجعلهما يعملان في تناغم وفاق في السوق. وعلى هذا الأساس، وبافتراض أن اتصالات ستحصل مؤكداً على سيطرة مؤثرة على زين الكويتية، فإننا نرى أنه من المؤكد في الواقع أن اتصالات سوف تهتم ببيع حصتها في زين السعودية.

أسئلة رئيسية : هل سيتم القيام بعملية إعادة الهيكلة المالية لشركة زين السعودية ، وهل ستنتج؟

لا نتوقع إتمام عملية إعادة الهيكلة المالية لزين السعودية حتى منتصف ديسمبر تقريباً

إننا نعتقد أن عرض شركة اتصالات الإماراتية لشركة زين الكويتية يحمل فرص نجاح عالية

اتصالات تعتبر موبايي جوهره التاج من بين أصولها الدولية



إن هذا يؤثر سؤالا حول ما إذا كانت زين الكويتية سوف تشارك فعليا في عملية مبادلة الدين بالأسهم وعملية إعادة الهيكلة المالية بشكل عام ، لشركة زين السعودية. وما لم تمنع الشركة من المشاركة من قبل إما هيئة السوق المالية أو هيئة الاتصالات ، فإننا نعتقد أن زين الكويتية سوف تشارك نظراً لأن عدم القيام بذلك يبدو أمراً يفتقر للمنطق إلى حد ما من الناحية المالية. وفي الوقت الراهن، تمتلك زين الكويتية حصة بنسبة 25% في أسهم زين الكويتية تبلغ قيمتها حوالي 2.78 بليون ريال بينما تبلغ قيمة قرض مساهميتها للشركة 1.86 بليون ريال. إن حيازة الأسهم – التي تمنح لأصحابها حقوق تصويت وإدارة في زين السعودية – تعتبر ذات قيمة أكبر كثيراً لمشتتر جديد محتمل في هذه الصناعة أو مستثمر مالي في زين السعودية، من تملك الديون. إننا نرى أن عملية إصدار الحقوق في زين السعودية سوف تمضي قدماً نظراً لأن زين السعودية مثقلة جداً بالمديونية ويبدو واضحاً أنه من مصلحة جميع مساهميتها ولمصلحة ميزانيتها أن يتم تعزيزها وتقويتها لتجنب فشل مالي محقق. وبناءً عليه، فإننا نفترض أن زين الكويتية سوف تمضي قدماً في عملية مبادلة الدين بالأسهم لتجنب خفض حيازاتها.

إذا افترضنا أنه سيسمح لها بذلك، فإننا نتوقع أن تشارك زين الكويتية في عملية إعادة هيكلة زين السعودية

على كل، هذا لا يعني تماماً القول أن زين الكويتية سوف تستمر في توفير الدعم الفعال لزين السعودية. ففي الوقت الراهن تعمل الشركتان بشكل وثيق مع بعضهما البعض. إذ تم التعاقد مع زين الكويتية لتوفير الخدمات الإدارية والفنية والتشغيلية لزين السعودية، بما في ذلك موظفي الإدارة الرئيسيين. أما بعد حيازة اتصالات الاماراتية عليها، فإننا نتوقع أن تقوم زين الكويتية بتقليص هذه الخدمات بشكل تدريجي – ليس بالضرورة كنتيجة لسياسة مقصودة، وإنما الشيء الأكثر احتمالاً هو لأن زين الكويتية سوف تكون لها ببساطة أولويات أخرى على إثر اندماج مجموعتين مركبتين لهما انتشار واسع في مجال تشغيل الاتصالات على النطاق العالمي. ومع مرور الوقت، فإننا نعتقد أن فقدان الرغبة من قبل زين الكويتية سوف يصبح هو العامل المحدد لعمليات زين السعودية ، مع الأثر المترتب على ذلك وهو أن الاتصالات الاماراتية/ زين الكويتية ربما يقرران في نهاية المطاف بيع الشركة الضعيفة. وعلى الأقل، فإننا نشك في أن اتصالات الاماراتية/ زين الكويتية سوف تستمران في الاستثمار بنشاط في زين السعودية. حيث أنه لن يكون في مصلحتهمما تقوية الشركة قبيل عملية بيعها المحتمل لمنافس في المنطقة.

ولكن إذا استحوذت عليها شركة اتصالات فإننا لا نتوقع أن تستمر زين الكويتية في دعم زين السعودية بفعالية

ملخص لشركة زين السعودية

سيظل هناك قدراً كبيراً من عدم التيقن حول فرص نجاح المواضيع المرتبطة بعملية إعادة الهيكلة المالية لزين السعودية ولعرض اتصالات الإماراتية المقدم لزين الكويتية. ومع ذلك، وفي رأينا ، فإن النتائج الكلية المترتبة على زين السعودية نتيجة لعرض اتصالات الإماراتية المقدم لشركتها الأم تعتبر سلبية. ولا يعزى ذلك لافتقار الرغبة في سوق الاتصالات السعودي، إذ عبر العديد من مشغلي الاتصالات في المنطقة عن رغبتهم في الحصول على حصة زين السعودية. ولكن بالأحرى، فإن السبب يعود إلى أننا نشك في أن غالبية المقبولين ظاهرياً في عمليات الاستحواذ على صعيد هذه الصناعة أو الصعيد المالي سوف تكون لديهم الرغبة الجادة في الخوض في عملية الشراء إلى حين قيام مساهمي زين السعودية الحاليين بتقوية الجوانب المالية للشركة . وتبعاً لذلك، فإننا نعتقد أن نتائج الربع الثالث التي أعلنت مؤخرًا – رغماً عن أنها كانت قوية من الناحية التشغيلية – ليست مناسبة بصفة خاصة لتوجيه سعر سهم زين السعودية . إن ما تحتاجه زين السعودية بشكل رئيسي هو أن تكتمل خطتها لإعادة الهيكلة المالية ولكن ربما يكون هذا الأمر خارج نطاق سيطرة الشركة.

من وجهة نظرنا فإن النتائج الكلية المترتبة على زين السعودية من عرض اتصالات الإماراتية على شركتها الأم تعتبر سلبية



ملخص نتائج الربع الثالث 2010 موبايلي لا تزال في الصدارة

لم تكن نتائج الربع الثالث ٢٠١٠ للثلاث شركات الكبرى المشغلة لقطاع الاتصالات في المملكة مغايرة لتوقعاتنا. فقد تحسن الأداء التشغيلي لشركة الاتصالات السعودية بدرجة متوسطة ، خاصة إذا ما قورن بالنتائج الضعيفة جدا للنصف الثاني ٢٠١٠. وبالنسبة لشركة موبايلي فقد أعلنت عن نتائج قوية أظهرت نموا ضعيفا في الإيرادات إلى حد ما ولكن مع زيادة ملحوظة في الأرباح والهوامش. أما نتائج زين السعودية فقد أوضحت مرة أخرى نموا قويا في المبيعات والربح الإجمالي ولكن مع ارتفاع في رسوم الاستهلاك والفوائد. إن ارتفاع رسوم الفائدة يعكس ارتفاع حجم الديون كما يوضح مدى الحاجة لاستئصال تطبيق عملية إعادة الهيكلة المالية.

جدول ٩ قطاع الاتصالات السعودية: مجموع نتائج الربع الثالث ٢٠١٠

% chg y-o-y	Q3 2010	Q2 2010	Q3 2009	(مليون ريال سعودي)
				الاتصالات السعودية
				الإيرادات
2.3%	13,232	12,591	12,934	EBITDA
6.4%	5,417	4,504	5,092	EBITDA نسبة (%)
1.5pp	40.9%	35.8%	39.4%	ربح العمليات
4.6%	3,255	2,345	3,112	صافي الربح
35.9%	3,265	2,062	2,403	موبايلي
				الإيرادات
13.6%	3,989	3,972	3,511	EBITDA
29.0%	1,648	1,388	1,278	EBITDA نسبة (%)
4.9pp	41.3%	34.9%	36.4%	ربح العمليات
37.7%	1,187	940	862	صافي الربح
41.0%	1,138	901	807	زين السعودية
				الإيرادات
101.3%	1,662	1,450	825	EBITDA
-145.1%	135	57	-299	EBITDA نسبة (%)
n/m	8.1%	3.9%	-36.3%	ربح العمليات
-64.8%	-235	-314	-668	صافي الربح
-33.6%	-544	-632	-820	المجموع
				الإيرادات
9.3%	18,883	18,014	17,271	EBITDA
18.6%	7,201	5,949	6,071	EBITDA نسبة (%)
3.0pp	38.1%	33.0%	35.1%	ربح العمليات
27.3%	4,207	2,971	3,305	صافي الربح
61.5%	3,858	2,331	2,390	

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

الاتصالات السعودية : لا تزال التوقعات متباينة ملخص

إن نتائج الربع الثالث لشركة الاتصالات السعودية تدعم وجهة نظرنا بأن الإيرادات قد وصلت إلى أدنى مستوياتها في النصف الثاني ٢٠١٠. وبينما كان الأداء التشغيلي للشركة مشجعا ، فإننا لا نزال نمنع عجبنا إلى حد ما بسبب تضاعف التكاليف المالية والمصروفات المالية خلال الفترة. إن التوقعات على المدى القريب لا تزال قائمة ولا نتوقع حدوث ارتفاع كبير في النمو حتى عام ٢٠١٢. وبينما يظل عائد شركة الاتصالات السعودية بنسبة ٧,٥% جذابا ، فإن سعرنا المستهدف يشير ضمنا إلى إمكانية ارتفاع سعر السهم بنسبة ١٠% فقط. وقد أبقينا على تصنيفنا للشركة كما هو والذي يتضمن المحافظة على المراكز في سهم الشركة.

نمو المبيعات مشجع

أعلنت الاتصالات السعودية عن نمو في مبيعاتها بلغ ٢,٣٥% للربع الثالث مقارنة بنفس الربع من العام السابق وبنسبة ٥,١% مقارنة بالربع الثاني. لقد كان النمو فوق توقعاتنا وهو دلالة على أن نتائج شركة الاتصالات السعودية قد وصلت إلى أدنى مستوى لها في النصف الأول ٢٠١٠ ، كما ذكرنا في تقريرنا الأخير الذي كان بعنوان : قطاع الاتصالات السعودي : سهم موبايلي لا يزال سهما المفضل. بيد أن الاتصالات السعودية قد أعطت مؤشرات قليلة مختصرة حول ماهية العوامل التي تكمن وراء هذا النمو القوي.

ارتفاع الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء، وربح التشغيل

ارتفع EBITDA في الربع الثالث بنسبة ٦% مقارنة بنفس الربع من العام السابق كما كان مرتفعا بنسبة ٨% عن تقديراتنا. وقد كانت تكاليف العاملين بصفة خاصة أقل من الأرقام التي توقعناها. وقد كانت رسوم الاستهلاك والإطفاء أعلى من تقديراتنا بنسبة ٥٥% مما يعكس تأثير المزيد من التوسع في نشاطات الشركة الخارجية. بيد أن الارتفاع في EBITDA كافيا لموازنة الاستهلاك. وتبعنا لذلك



فقد نما ربح التشغيل بنسبة ٥% للسنة مقارنة بالسنة السابقة وكان أعلى من تقديراتنا بنسبة ١٠%. وكان ربح التشغيل أعلى بنسبة تتراوح بين ٣٨-٣٩% عن المستويات المنخفضة جدا في الربعين الأول والثاني.

ربح التشغيل تأثر بالأرباح الرأوة وتبني معايير المحاسبة الدولية IAS 39

من ناحية تاريخية ظلت صافي أرباح الاتصالات السعودية تتأثر ببند استثنائية كبيرة وعلية فان ربح التشغيل يعتبر دليلا أفضل لتحديد الاتجاهات الرئيسية. وكما أعلنت الاتصالات السعودية، فقد ارتفع صافي الربح بنسبة ٣٨% للربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق وبنسبة ٦١% للربع مقارنة بالربع السابق. بيد أن صافي الربح قد تأثر أيضا بعوامل خاصة. وقد شملت هذه العوامل أرباحا رأسمالية بلغت ٧٢٨ مليون ريال نتجت عن بيع أبراج شبكة هاتف جوال في الهند والتي إذا استبعدناها ستصبح نسبة النمو ٨% للربع مقارنة بنظيره من العام السابق وبنسبة ٢٦% للربع مقارنة بالربع السابق له. والشئ الجدير بالملاحظة هو مضاعفة التكاليف المالية إلى ٧٣١ مليون ريال حيث ارتفعت نتيجة لتبني الاتصالات السعودية لمعايير المحاسبة العالمية IAS 39. وبالنسبة للتوقعات المستقبلية، فإننا نفترض تراجع التكاليف المالية عن مستواها الحالي رغما عن صعوبة تأكيد ذلك.

ارتفاع المصروفات الرأسمالية بشكل مفاجئ

بلغت المصروفات المجمعة للأصول الثابتة الملموسة وغير الملموسة ٦,١٠ بليون ريال في الربع الثالث أو بنسبة ٤٦% من المبيعات. وقد كان الاستثمار في رخص الهاتف المتنقل للجيل الثالث في الهند هو أحد العوامل وراء هذا المستوى المرتفع من الإنفاق ولكنه بالتأكيد لم يكن العامل الوحيد. وبما أن الاستثمار المرتفع قد تمت موازنته جزئيا بالعائدات العالية الناتجة عن بيع الأصول، فقد تمكنت الاتصالات السعودية من إنهاء الربع الثالث بصافي دين متغير قليلا ليصل إلى ٢,٣ بليون ريال. وقد ظلت الاتصالات السعودية قوية جدا من الناحية المالية إذ تبلغ نسبة صافي الدين / EBITDA ١,١ مرة. بيد أن موبايي تظل هي الأقوى بنسبة صافي دين/ EBITDA تبلغ ١,٠ مرة.

لقد قمنا بتعديل توقعاتنا بشكل طفيف

بينما نعتقد أن النصف الأول كان يمثل أضعف مستوى لنتائج الاتصالات السعودية، فإن التوقعات للمدى القريب لنمو المبيعات والأرباح لا تزال قائمة. وعلية، فقد قمنا برفع تقديراتنا بشكل طفيف فقط لعامي ٢٠١٠ و ٢٠١١. ونتوقع حدوث نمو أسرع خلال الفترة بين ٢٠١٢ و ٢٠١٤ يليه تباطؤ تدريجي.

التقييم والملخص

لقد رفعتنا لتقديرنا للقيمة العادلة للسهم على أساس التقييم بطريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد لشركة الاتصالات السعودية بنسبة ٥% لتصل إلى ٤,٤,٤%. وسوف يظل تقديرنا للقيمة العادلة بناء على مقارنة الشركة بنظيراتها عند ٤٣,٨ ريالا. ويمثل سعرا المستهدف الجديد الذي يبلغ ٤,٤,١ ريالا متوسطا لطريقتي التقييم الائتني وهي أعلى من سعرا المستهدف السابق بنسبة ٢% فقط. وبينما تظل ميزانية الاتصالات السعودية القوية وعائد أرباح أسهمها الموزعة عند نسبة ٧,٥% جذابة، فعلى هذا الأساس فان سعر سهم الاتصالات السعودية يوفر احتمالا لارتفاعه بنسبة ١٠% فقط تقريبا. وعلية، وقد أبقينا على تقييمنا للشركة كما هو وهو يتضمن المحافظة على المراكز في أسهمها.

موبايي

ملخص

لقد أبقينا على تقييمنا لشركة موبايي كما هو باعتبارها الشركة القيادية في سوق البيانات المتنقلة السعودي المتوسع. وقد جاءت نتائج موبايي للربع الثالث ٢٠١٠ ممتازة أيضا ولكنها مختلفة عن توقعاتنا. فقد كان نمو المبيعات ضعيفا غير أن التوسع في الأرباح وهوامش الأرباح كان كبيرا. إننا نعتبر ضعف نمو المبيعات أمرا مؤقتا ولكن على العكس من ذلك فإننا نتوقع أن ينخفض نمو الأرباح من الآن فصاعدا. لقد رفعتنا توقعاتنا الكلية بشكل طفيف كما حددنا سعرا مستهدفا جديدا يبلغ ٧,٥,٤ ريالا مما يشير ضمنا إلى احتمال ارتفاع سعر السهم بنسبة ٣٨%.

ضعف نمو المبيعات ربما يكون مؤقتا

بعد أن ارتفعت بنسبة ٢٧% في الربع الأول وبنسبة ٢٤% مقارنة بنفس الربعين من العام السابق، فقد سجلت المبيعات ارتفاعا بنسبة أقل بلغت ١٤% في الربع الثالث. إننا نعتقد أن السبب الرئيسي وراء هذا التباطؤ هو ضعف مبيعات أجهزة الهاتف المحمول. إن مبيعات أجهزة الهاتف الذكية سوف ترتفع من الآن فصاعدا نظرا لما يلي (١) عدم حظر خدمة البلاك بيري، و (٢) بدأت موبايي لتوها في بيع أجهزة أي فون ٤-. والشئ الأكثر أهمية هو أننا نتوقع أن يكون موسم حج هذا العام، والذي يقع في الربع الرابع، قويا، بعد موسم حج ضعيف نسبيا في الربع الرابع ٢٠٠٩. وعلى هذا الأساس فإننا نتوقع ارتفاعا في نمو المبيعات إلى ١٦% في الربع الرابع ٢٠١٠ مع نمو مماثل في عام ٢٠١١.

الربح الإجمالي وهامش الربح قبل خصم تكلفة التمويل والضرائب والاستهلاك والإطفاء كان قويا بشكل ملحوظ في الربع الثالث

نفذت موبايي حملة تخفيض رئيسية على المحادثات الدولية في الربع الأول وحملة أخرى مماثلة ولكنها أقل مستوى في الربع الثالث. وفي الربع الأول أدى هذا التخفيض إلى تعزيز حجم المبيعات وبالتالي الإيرادات ولكنها أثرت سلبيا بشكل كبير على الربح الإجمالي. وفي الربع الثالث، وعلى النقيض من ذلك، كانت تكاليف المبيعات أقل كثيرا من توقعاتنا مما أدى لأن تحقق موبايي هامش ربح بنسبة ٥٧,٩% مقارنة بتقديراتنا التي بلغت ٥٤,٥%. إننا نعتقد أن العامل الرئيسي وراء النمو القوي في الربح الإجمالي كان هو التوسع الكبير في خدمة البيانات المتنقلة ذات النطاق العريض التي تتمتع بهوامش ربح عالية. ويبدو أن إيرادات البيانات قد بلغت نسبة تتراوح بين ١٨-١٩% من الإجمالي لموبايي في الربع الأول.

ولم تكن تكلفة المبيعات هي الوحيدة التي كانت أقل من تقديراتنا ولكن أيضا انخفضت تكاليف المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية بنسبة ٦% للفترة من العام مقارنة بنفس الفترة من العام السابق. ونتيجة لذلك، فقد ارتفع EBITDA بنسبة ٢٩% إلى ١,٦٤٨ بليون ريال بينما ارتفع هامش EBITDA من ٣٦,٤% إلى ٤١,٣%. وقد كان ذلك أعلى كثيرا من تقديراتنا التي أشارت إلى ٣٥,٠% وكانت تلك نتيجة ممتازة حقا. لقد أدى النمو القوي في EBITDA مباشرة إلى حدوث ارتفاع بنسبة ٤١% في صافي الربح.



الهوامش ربما تتخفف ولكن نمو الربح سيظل قويا

إننا لا ننظر إلى هوامش الأرباح المرتفعة جدا للربع الثالث على أنها مستدامة . ذلك لأن موبايلى لا تحقق أرباحا تقريبا من أجهزة الهاتف المحمول وعليه كلما ارتفعت مبيعات هذه الأجهزة كلما انخفضت الهوامش. كذلك فإننا نتوقع استمرار حملات التخفيض في خدمة مكالمات الهاتف المتنقل . ومرة أخرى فإن ازدياد أهمية البيانات لشركة موبايلى تعتبر ايجابية للهوامش. علاوة على ذلك، فإننا نتوقع أن يكون موسم الحج الذي يصادف الربع الرابع قويا لدعم نمو الربح في هذا الربع الذي عادة ما يكون الأفضل للشركة. وهكذا، وبالنسبة لعام ٢٠١٠ ككل ، فإننا نتوقع أن يبلغ هامش EBITDA ٣٨,٠% (مقابل ٣٧,٠% في ٢٠٠٩) ولكننا نتوقع هبوطه إلى ٣٧,٣% في ٢٠١١. ومن حيث الأرقام المطلقة ، فإننا نتوقع ارتفاعا في EBITDA بنسبة ٢٣% في ٢٠١٠ وبنسبة ١٤% في ٢٠١١.

الميزانية تتعزز أكثر

بلغ صافي الدين ٦,٥٣ بليون ريال في نهاية الربع الثالث ، منخفضا من ٧,١٣ بليون في نهاية الربع الثاني. وقد أدى EBITDA المرتفع والدين المنخفض إلى هبوط نسبة صافي الدين / EBITDA إلى ١,٠ مرة في نهاية الربع الثالث ، مقابل ١,٨ مرة قبل عام من ذلك. ويعتبر هذا المستوى من المديونية، الأدنى في تاريخ موبايلى وهو دون مستوى مديونية الاتصالات السعودية. ونظرا لما تتمتع به موبايلى من أوضاع مالية جيدة جدا، فإنه سيكون بوسعها الاستمرار في الاستثمار لتحقيق النمو.

التقييم والملخص

تسيطر موبايلى على سوق الخدمات المتنقلة ذات النطاق العريض (البرودباند) الأخذ في الارتفاع في المملكة العربية السعودية. وبينما يتوقع خلال المدى القريب أن تعمل اتجاهات خدمات البيانات المتنقلة كقوة دافعة للشركة، فإن إستراتيجية موبايلى القائمة على النمو والفعالية والتنوع يتوقع أن تهيئ الشركة لمستقبل غالبا ما يشهد تكاملا أكثر بين الخطوط الثابتة وخطوط الهاتف المتنقلة. وعلى اثر النتائج ، فقد قمنا برفع سعرنا المستهدف بنسبة ٦% ليصل إلى ٧٥,٤ ريالا، مما يعني ضمنا إمكانية ارتفاع سعر السهم بنسبة ٣٨%.

زين السعودية

ملخص

بينما حققت زين السعودية مرة أخرى نموا قويا في المبيعات في الربع الثالث ، فقد أظهرت نتائجها أيضا ارتفاعا في تكاليف المبيعات والمصاريف العمومية والإدارية وكذلك في رسوم الاستهلاك والفوائد. وقد رفعا تقديراتنا للمبيعات ولكننا أجرينا تغييرا طفيفا على توقعاتنا للأرباح كما ظل سعرنا المستهدف للسهم كما هو عند ٨,٥ ريالا. إننا نتوقع أن يكون العامل المحرك لسهم زين ليس هو نتائجها ، وإنما عرض شركة الاتصالات الإماراتية لشركة زين الكويتية -الذي نرى أن نتاجه سلبية لشركتها التابعة- وكذلك توقيت عملية إعادة الهيكلة المالية. هذا وقد أبقينا على تصنيفنا للشركة كما هو والذي يتضمن المحافظة على المراكز في أسهم الشركة.

نمو المبيعات جيد جدا

كما في الربع الثاني ، فقد أعلنت زين السعودية عن نمو جيد في الإيرادات . وقد كانت الإيرادات التي بلغت ١,٦٦٢ مليون ريال أعلى بنسبة ٩٥% على أساس الربع مقارنة بنفس الربع من العام السابق وبنسبة ١٥% مقارنة بالربع الثاني . وكانت المبيعات أعلى بنسبة ٧% من تقديراتنا التي بلغت ١,٥٥٤ مليون ريال. إننا نعتقد أن هذا النمو القوي قد عكس النمو القوي المستمر في الاشتراكات وارتفاع أحجام المكالمات. ومع ذلك، فإننا لا نرى دليلا على أن نمو اشتراكات البرودباند قد تزايد بشكل كبير خلال الربع الثالث .

الربح الإجمالي جيد ولكن هناك ارتفاع في تكاليف المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية

كان الربح الإجمالي الذي بلغ ٧١٢ مليون ريال أعلى بنسبة ١٩٣% على أساس الربع مقارنة بنفس الربع من العام الماضي كما كان مرتفعا بنسبة ٩% عن تقديراتنا التي بلغت ٦٥٣ مليون ريال . إننا نعتقد أن أحد الأسباب الرئيسية لهذا الأداء القوي استمرار زين السعودية في توسعة شبكتها الشبكية الذي من شأنه أن يكون قد خفض رسوم التجوال المدفوعة لشركة موبايلى . وفي حين كان الربح الإجمالي أعلى كثيرا من توقعاتنا ، فقد كانت تكاليف المبيعات والمصروفات العمومية والإدارية أعلى من تقديراتنا أيضا. وتبعاً لذلك ، ووفقا لحساباتنا فقد بلغ EBITDA للربع الثالث ١٣٥ مليون ريال ، أو بانخفاض بنسبة ٣% عن تقديراتنا التي بلغت ١٣٩ مليون ريال.

رسوم الاستهلاك ورسوم التمويل لا تزال تؤثر على صافي الربح

ظلت رسوم الاستهلاك والإطفاء الموحدة مرتفعة عند مستوى ٣٧٠ مليون ريال. وعليه، فقد بلغت خسائر زين السعودية التشغيلية ٢٣٥ مليون ريال أو بانخفاض بنسبة ٤% عن تقديراتنا التي أشارت إلى خسارة بمقدار ٢٤٦ مليون ريال . وبالنسبة لصافي تكاليف التمويل ، التي قفزت في الربع الثاني ، فقد ظلت مرتفعة في الربع الثالث عند مستوى ٣٠٩ مليون ريال . ونتيجة لذلك ، فقد أعلنت زين السعودية عن خسارة صافية بلغت ٥٤٤ مليون ريال . لقد كان هذا الرقم أعلى بنسبة ٢% عن الخسارة الصافية التي قدرناها رغمًا عن المبيعات القوية والربح الإجمالي القوي.

التكاليف المالية تسجل ارتفاعا

إن تكاليف التمويل المرتفعة تعكس الأثر المستمر للقفزة في الدين الإجمالي من ١١,٩٧ بليون ريال كما في نهاية الربع الأول إلى ١٤,٠٧ بليون ريال بنهاية الربع الثالث. وعلى أساس تقديراتنا الجديدة للمبيعات لعام ٢٠١٠ التي بلغت ٥,٩٢٥ مليون ريال، فإن نسبة صافي الدين / المبيعات لشركة زين السعودية تظل عالية جدا عند مستوى ٢,٤ مرة (١,٧ مرة لعام ٢٠١١). أن ارتفاع نسبة المديونية لشركة زين يوضح السبب في اعتبارنا لإعادة الهيكلة المالية شيئا أساسيا.

توقعاتنا الجديدة

نشرت زين السعودية أهدافا مالية لعام ٢٠١١ نرى أنها قابلة للتحقيق بشكل عام . وقد رفعا تقديراتنا للمبيعات للشركة ولكننا لم نرفع تقديراتنا ل EBITDA أو صافي الربح تبعاً لذلك. إن أي ارتفاع كبير في صافي الربح يتوقف على اكتمال عملية إعادة الهيكلة المالية لشركة زين السعودية التي يتوقع لها أن تؤدي إلى خفض تكاليف الفوائد الضخمة للشركة. وعلى أساس المبيعات المرتفعة والتغير الطفيف في تقديرات الربح ، فإن تقديراتنا للقيمة العادلة للسهم وفقا لطريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد لم تتغير بشكل كبير وظلت عند مستوى حوالي ٨,٠ ريالا.



التقييم والملخص

إننا نعتقد أن الأمور التي تقع إلى حد كبير خارج إرادة شركة زين السعودية سوف تحدد اتجاه سعر سهمها : هذه الأمور هي بالتحديد عرض شركة الاتصالات السعودية لشركة زين الكويتية وتوقيت عملية إعادة الهيكلة المالية. ورغم أن نتائج زين السعودية الأخيرة قد أظهرت تحسنا في مجال التشغيل ، فإننا لم نغير وجهة نظرنا بأنه من المخاطرة جدا الاستثمار في الشركة على أساس أن سهمها يحتمل انتعاشه، حتى اكتمال عملية إعادة الهيكلة المالية – وهو أمر أصبح محاطا بالشكوك بعد العرض المقدم لشركة زين الأم. هذا، وقد أبقينا على سعرنا المستهدف للسهم وهو ٨٠٠ ريالاً وهو يعادل القيمة العادلة للسهم على أساس طريقة الربح الاقتصادي المحسوم للمدى البعيد كما أبقينا على تصنيفنا للشركة الذي يتضمن التوصية بالمحافظة على المراكز في أسهم الشركة.

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 (صرحية 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 واردة 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 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 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 المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحث) 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 بإداء 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 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.

الإفصاح عن معلومات إضافية:

١. شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه السعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير المتلزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على ١٥٪ فوق السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود ٦-٩ شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين ٥٪ دون سعر السهم الحالي و ١٥٪ فوق سعر السهم الحالي خلال فترة ٦-٩ شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من ٥٪ دون مستوى السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة ٦-٩ شهور.

٢. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: يوصى محللونا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود ٦-٩ شهورا. وبعبارة أخرى، فهم يتوقعون أن يصل سعر سهم معين إلى المستوى المستهدف خلال تلك الفترة.

"القيمة العادلة" Fair value: نحن نقدر القيمة العادلة لكل سهم من الأسهم التي نقوم بتغطيتها. وهذا يتم في العادة بإتباع أساليب مقبولة عن نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعنى، مثال ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التفاضلات النقدية المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقا للقيمة العادلة المقدره للسهم المعنى، 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 المقدره لذلك السهم، ونشر الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

يرجى ملاحظة أن تحقيق أي سعر مستهدف يخضع لأوضاع السوق بوجه عام والاتجاهات الاقتصادية وغيرها من العوامل الخارجية، وإذا كانت الأرباح أو الأداء التشغيلي للشركة المعنية يتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

للاتصال

د. صالح السحبياتي

مدير إدارة البحوث

هاتف: +966 1 2119434

alsuhaibanis@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب ٥٥٦١ الرياض ١١٤٣٢

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية، شركة تابعة لمصرف الراجحي تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم ٧٠٦٨/٣٧