

26 ديسمبر، 2017

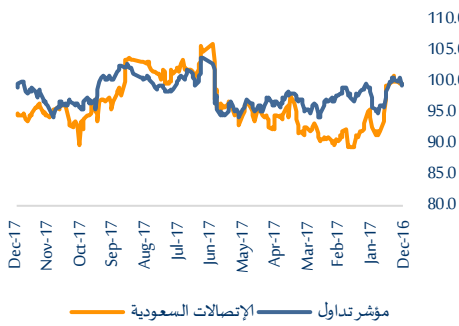
تغطية بحثية أولية

التوصية	زيادة المراكز
سعر السهم الحالي (ريال)	68.50
السعر المستهدف (ريال)	75.51
نسبة الإرتفاع / الهبوط	10.2%

في يوم 26 ديسمبر من عام 2017

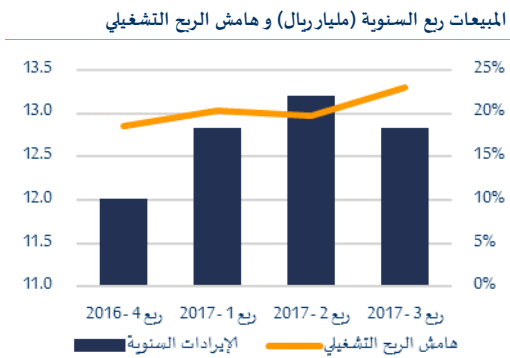
البيانات الأساسية (مصدر المعلومات: بلومبرغ)	
رأس المال السوق (مليار ريال)	137.6
أعلى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	78.9
أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	64.5
إجمالي عدد الأسهم المتداولة (مليار)	2.0
نسبة التداول الحر للأسهم	16.2%

أداء سهم شركة "الاتصالات السعودية" مقابل مؤشر تداول (المعاد تقديره)



أداء السهم (%)	مطلق	نسبي
1 شهر	-0.3	2.7
6 شهور	10.6	5.8
12 شهر	5.4	4.8

الملاك الرئيسيين	%
صندوق الإستثمارات العامة	70.0%
المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية	7.0%
المؤسسة العامة للتقاعد	6.8%



تمكنت شركة "الاتصالات السعودية" من تسجيل أرباح صافية في نتائج الربع الثالث من عام 2017 قدرها 2.62 مليار ريال (زيادة بنسبة 10.0 في المائة على أساس ربع سنوي، وزيادة بنسبة 12.0 في المائة عن توقعات السوق، وزيادة بنسبة 18.0 في المائة على أساس سنوي). ساعد انخفاض تكاليف التشغيل وسط إرتفاع مجمل هامش الربح على تعويض التراجع في مستوى الإيرادات (نسبة إنخفاض 3.0 في المائة على ربع سنوي، وإنخفاض بنسبة 9.0 في المائة على أساس سنوي)، الأمر الذي أدى إلى إرتفاع الأرباح التشغيلية. وقد تحسنت هامش الربحية لشركة اتصالات السعودية "تدريجياً، مما يعكس التأثير الإيجابي لمبادرات التحكم في التكاليف بغرض تحسين الربحية.

علاوة على ذلك، فإن موقف شركة "الاتصالات السعودية" القيادي في السوق، وقاعدة عملائها القوية، وكفاءتها التشغيلية، وتوزيعات الأرباح المرتفعة تعد من الإيجابيات الرئيسية. ولذلك، واستناداً إلى مركز الشركة المهيمن في السوق السعودي وتركيزها على تحسين مزيج إيراداتها يؤدي إلى موقفنا بزيادة المراكز على السهم.

تخفيض أسعار المكالمات الصوتية المحلية تؤثر على مستوى الإيرادات

وافقت هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات في المملكة العربية السعودية على تخفيض أسعار المكالمات الصوتية المحلية على شبكات الهاتف النقال بنسبة 45.0 في المائة إلى 0.055 ريال سعودي من 0.100 ريال سعودي ورسوم الهاتف الثابت إلى 0.021 ريال سعودي من 0.045 ريال سعودي. وسوف تدخل التعديلات حيز التنفيذ اعتباراً من يوم 23 شهر ديسمبر من عام 2017، الأمر الذي سيجذب شركات أصغر حجماً في السوق، وبالتالي ترتفع حدة المنافسة في السوق. وبالنسبة للشركات القيادية في السوق (بما في ذلك شركة "الاتصالات السعودية") فإن هذه الخطوة من شأنها أن تشكل ضغطاً على متوسط العائد لكل مستخدم وزيادة تكاليف التشغيل، إلا أن الشركات سوف تضطر إلى نقل هذه المعدلات المنخفضة إلى قاعدة عملائها مع الحفاظ على حصتها السوقية.

برنامج الكفاءة التشغيلية يعزز هامش الربحية

على الرغم من إنخفاض مستوى الإيرادات، إلا أن التحسن الذي حققته شركة "الاتصالات السعودية" في الربع الأخير من العام الماضي نتج عن إنخفاض تكاليف التشغيل. وقد إستفادت الشركة من إستراتيجيتها الرامية في التركيز على التوسع في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي ذات النمو المرتفع وتحسين الكفاءة من خلال اعتماد برنامج الكفاءة التشغيلية والذي تم إطلاقه في أواخر عام 2015. وقد خفضت شركة "الاتصالات السعودية" بشكل كبير من تكلفة خدماتها، مما عزز من هامشها في الربع الثالث من 2016، ومن المتوقع أن تستمر الشركة في خفض مستوى التكاليف.

وضع الشركة جيد للاستفادة من النمو على مستوى الشركات وإستخدام البيانات

تمتعت شركة "الاتصالات السعودية" بأكبر حصة في السوق في قطاع الهواتف النقالة وشبه إحتكار في قطاع شبكات الهاتف الثابت. كما أن الشركة في وضع جيد للإستفادة من زيادة إستخدام البيانات. وعلاوة على ذلك، إرتفعت نسبة إنتشار الإنترنت في المملكة العربية السعودية إلى 75.0 في المائة في عام 2016 مقابل نسبة 55 في المائة في عام 2013. وعلى الرغم من أن مساهمة خدمات البيانات (نسبة 16.3 في المائة في 2016) في مزيج إيرادات شركة "الاتصالات السعودية" لا تزال منخفضة، فإن الشركة تركز على الإستفادة من التغير في اتجاهات المستهلكين. و بالإضافة إلى ذلك، تستهدف شركة "الاتصالات السعودية" قطاع الشركات أكثر من المستهلكين، بهدف تحسين متوسط هامش الربح لكل مستخدم.

الميزانية العمومية قوية وعائدات أرباح عالية لتعزيز قيمة المساهمين

تمتلك شركة "الاتصالات السعودية" ميزانية مالية قوية، حيث بلغت إجمالي النقدية 3.1 مليار ريال في الربع الثالث من عام 2016. كما إنخفضت نسبة الدين إلى صافي الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك إلى 0.1 مرة في عام 2016 مقابل 0.4 مرة في عام 2013، و التي تعتبر ضمن حدودها المستهدفة. ونتيجة لذلك، تتمتع شركة "الاتصالات السعودية" بتصنيف إئتماني عالي مع نظرة مستقبلية مستقرة. وعلاوة على ذلك، فإن نسبة توزيعات الأرباح المرتفعة للشركة وزيادة الإستثمارات مدعومة بتدفقات نقدية قوية.

التقييم:

قمنا بتقييم شركة "الاتصالات السعودية" باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية للوصول إلى القيمة العادلة وقدرها 75.5 ريال سعودي للسهم الواحد. وقد إعتبرنا معدل متوسط تكلفة رأس المال عند 11.4 في المائة مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0 في المائة.

	2016	2017(م)	2018(م)	2019(م)
الإيرادات (مليار ريال)	53.7	51.8	53.9	55.5
الأرباح التشغيلية (مليار ريال)	10.0	11.2	12.3	13.6
نصيب السهم من الأرباح (ريال)	4.4	5.1	5.6	6.3
هامش الربح التشغيلي (%)	18.5%	21.6%	22.8%	24.5%
العائد على حقوق الملكية (%)	14.5%	16.2%	16.8%	17.6%
الدين / حقوق الملكية	0.1	0.1	0.1	0.0
مضاعف الربحية	16.3	13.5	12.4	11.1
مضاعف القيمة الدفترية	2.4	2.2	2.1	2.0
القيمة السوقية / الربح قبل خصم الفوائد وإهلاك وإستهلاك	8.1	7.2	6.6	6.0

مصدر المعلومات: وكالة بلومبرغ، إدارة الأبحاث بشركة فالكم؛ البيانات في يوم 26 ديسمبر من عام 2017

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، إدارة الأبحاث شركة فالكم

### شرح منهجية التقييم والإفراضات

قمنا بتقييم شركة "الاتصالات السعودية" باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم و الذي يقدر بقيمة قدرها 75.5 ريال سعودي للسهم الواحد. و تم احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 11.4 في المائة مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0 في المائة. من الناحية النسبية، يتم تداول سهم شركة "الاتصالات السعودية" على 6.6 ضعفاً لنسبة قيمة الشركة إلى صافي الربح قبل خصم الضرائب والفوائد والإهلاك والإستهلاك (على أساس سنوي)، مما يمثل زيادة بنسبة 0.8 في المائة عن نظرائه في القطاع، بينما يتداول على معدل خصم 34.7 في المائة من مؤشر "تداول" لجميع الأسهم.

2020 (متوقع)	2019 (متوقع)	2018 (متوقع)	2017 (متوقع)	2016	مليون ريال
14,842	13,604	12,298	11,167	9,951	صافي الربح قبل خصم الفوائد و الضرائب
(951)	(862)	(773)	(707)	(751)	الضرائب
7,521	7,795	8,187	8,099	8,078	الإهلاك و الإستهلاك و الإضمحلال
(531)	(63)	(180)	(2,282)	(3,502)	التغير في رأس المال العامل
(6,579)	(6,386)	(6,309)	(7,979)	(10,502)	صافي النفقات الرأسمالية
<b>14,302</b>	<b>14,087</b>	<b>13,222</b>	<b>8,298</b>	<b>3,274</b>	صافي التدفقات النقدية للشركة
0.7	0.8	0.9	1.0		معدل الخصم
<b>10,330</b>	<b>11,355</b>	<b>11,851</b>	<b>8,311</b>		القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة
41,827					صافي القيمة الحالية (أ)
112,090					القيمة الحالية للقيمة النهائية (ب)
2.0%					معدل النمو الدائم المفترض
11.4%					معدل الخصم

153,917	القيمة العادلة للشركة (أ) + (ب)	إفراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
		المعدل الخالي من المخاطر 2.3%
3,068	إجمالي النقدية	عوائد السوق 11.8%
5,041	إجمالي الدين	معدل المخاطرة السوقية 0.8x
933	حقوق الأقلية	تكلفة حقوق الملكية 11.6%
<b>151,011</b>	قيمة حقوق الملكية (مليون ريال)	
2,000	إجمالي الأسهم (مليون سهم)	تكلفة الدين بعد احتساب الضرائب 6.0%
<b>75.5</b>	السعر المستهدف للسهم (ريال)	الوزن النسبي لحقوق الملكية في هيكل رأس المال 96.6%
68.5	سعر السهم الحالي (في يوم 26 ديسمبر من عام 2017)	الوزن النسبي للدين في هيكل رأس المال 3.4%
10.2%	نسبة الإرتفاع / الهبوط لسعر السهم الحالي	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال 11.4%

مصدر المعلومات: إدارة فالكم للأبحاث

### المخاطر

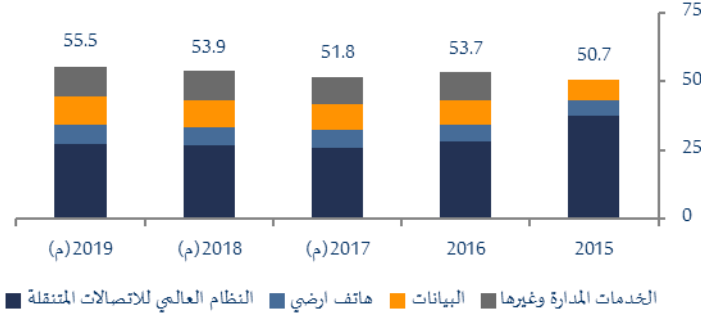
#### المخاطر الصاعدة:

- سيؤدي تنوع الدخل وحزم الخدمات إلى زيادة القيمة المضافة لشركة "الاتصالات السعودية" مع التخفيف من أثر الإصلاحات التنظيمية المؤيدة للمستهلكين.
- ستؤدي زيادة الاستثمارات في المشاريع المشتركة والشركات التابعة إلى زيادة القدرة وبالتالي الوصول إلى المستهلكين.
- من المحتمل أن توفر صفقات تقاسم البرج المحتملة و الجارية حالياً وفورات تشغيلية، في صناعة تتميز بكثافة رأس المال.

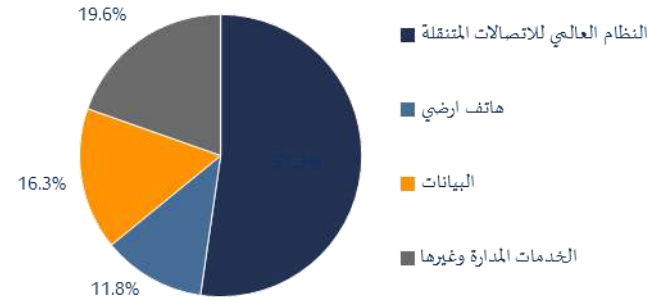
#### المخاطر السلبية:

- خفض أسعار المكالمات الصوتية و المكالمات الأرضية ستؤدي إلى خلق سوق أكثر تنافسية. و هذا من شأنه أن يؤدي إلى تخفيضات إضافية في الأسعار، و زيادة الضغوط على هوامش الربحية.
- إقتراب قطاع الهاتف النقال و الخط الثابت من الوصول إلى حالة من التشبع. وقد أدى تطبيق لوائح أشد صرامة مثل مبادرة البصمات و إلغاء البطاقات غير النشطة إلى نمو محدود في قطاع الاتصالات المتنقلة، وسط إنخفاض الإشتراكات في قطاع الهاتف الثابت عام 2016.

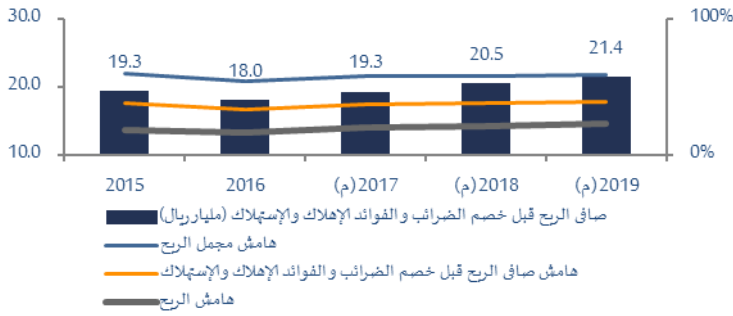
الإيرادات (مليار ريال)



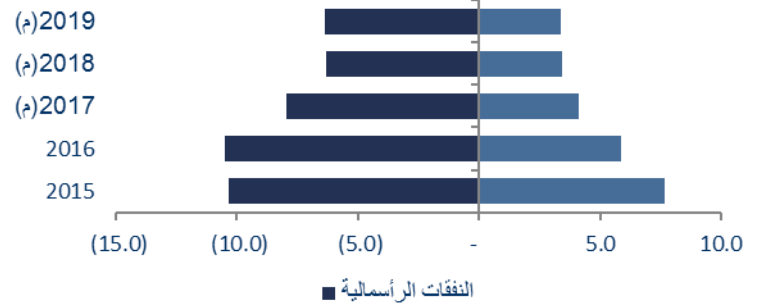
تقسيم الإيرادات (9 أشهر 2017)



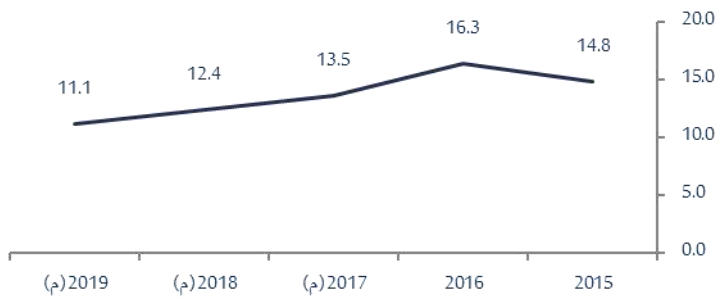
صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب وهامش الربحية



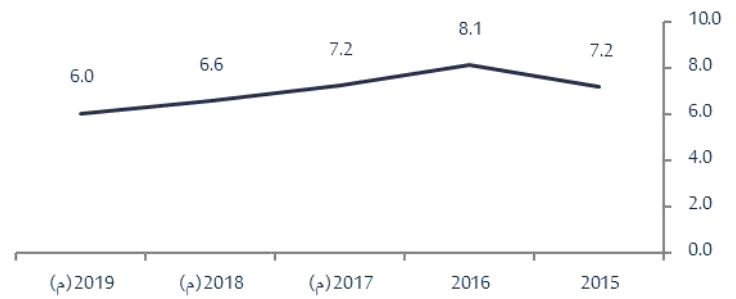
النفقات الرأسمالية وإجمالي الدين



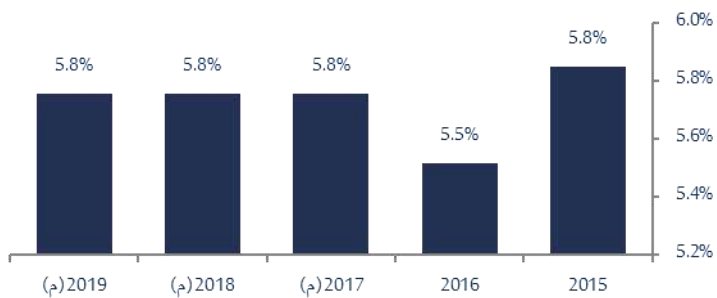
مضاعف الربحية



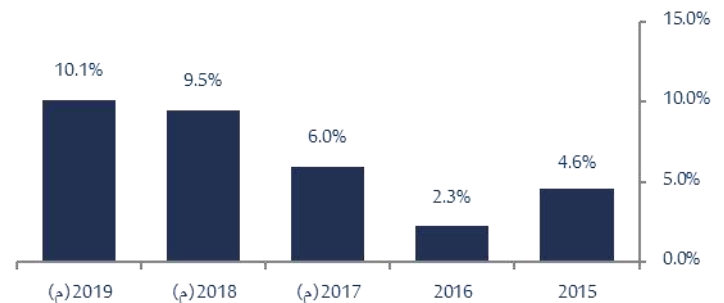
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب



العائد الربحي



العائد على التدفقات النقدية الحرة



26 ديسمبر، 2017

تغطية بحثية أولية

## ملخص الميزانيات

معدلات النمو	2016	2017 (م)	2018 (م)	2019 (م)
الإيرادات	6.0%	-3.6%	4.2%	3.0%
صافي الربح قبل خصم ف. ه. س. ض.	-6.6%	6.9%	6.3%	4.5%
الربح التشغيلي	-16.1%	12.2%	10.1%	10.6%
صافي الربح قبل الضرائب	-5.8%	13.6%	9.3%	11.6%
صافي الربح	-3.9%	15.4%	9.3%	11.6%

النسب (%)	2016	2017 (م)	2018 (م)	2019 (م)
هامش مجمل الربح	53.7%	57.4%	58.0%	58.4%
صافي الربح قبل خصم ف. ه. س. ض.	33.6%	37.2%	38.0%	38.5%
هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد و الضرائب	18.5%	21.6%	22.8%	24.5%
صافي هامش الربحية	16.6%	19.8%	20.8%	22.6%
العائد على حقوق المساهمين	14.5%	16.2%	16.8%	17.6%
العائد على رأس المال العامل	12.4%	14.1%	14.9%	15.7%
العائد على الأصول	8.7%	9.8%	10.5%	11.2%

إجمالي الدين / حقوق الملكية	2016	2017 (م)	2018 (م)	2019 (م)
إجمالي الدين / صافي الربح قبل خصم ف. ه. س. ض.	0.1	0.1	0.1	0.0
العائد على التدفقات النقدية الحرة	2.3%	6.0%	9.5%	10.1%
العائد الربحي	5.5%	5.8%	5.8%	5.8%

التقييم	2016	2017 (م)	2018 (م)	2019 (م)
مضاعف الربحية	16.3	13.5	12.4	11.1
مضاعف القيمة الدفترية	2.4	2.2	2.1	2.0
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم ف. ه. س. ض.	8.1	7.2	6.6	6.0
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد و الضرائب	14.7	12.4	10.9	9.5
قيمة الشركة / الإيرادات	2.7	2.7	2.5	2.3

تقييمات الشركات المماثلة في القطاع	مضاعف الربحية (12 شهر)	قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم ف. ه. س. ض. (12 شهر)
مجموعة الإمارات للاتصالات	15.9	6.3
شركة اتحاد اتصالات	NA	5.7
مجموعة فوداكوم المحدودة	14.1	7.9
مجموعة إم. تي. إن المحدودة	19.3	6.5
اتصالات المغرب	20.6	8.0
سفاركوم المحدودة	18.7	8.9
أوريدو	9.6	3.9
شركة الاتصالات السعودية	12.4	6.6
وسيط القطاع	15.9	6.5
مؤشر تداول	12.8	10.1

قائمة الدخل (مليار ريال)	2016	2017 (م)	2018 (م)	2019 (م)
الإيرادات	53,678	51,765	53,922	55,527
مجمل الربح	28,838	29,714	31,259	32,438
صافي الربح قبل خصم ف. ه. س. ض.	18,029	19,267	20,484	21,398
هامش الربح قبل خصم الفوائد و الضرائب	9,951	11,167	12,298	13,604
شركات شقيقة	116	347	348	364
صافي الفائدة	344	357	351	475
أخرى	(534)	(650)	(731)	(752)
صافي الربح قبل الضرائب	9,877	11,221	12,266	13,690
الزكاة	(751)	(707)	(773)	(862)
الأقلية	(228)	(244)	(267)	(298)
صافي الربح	8,898	10,269	11,226	12,529
نصيب السهم من الأرباح	4.4	5.1	5.6	6.3
نصيب السهم من توزيعات الأرباح	4.0	4.0	4.0	4.0

الميزانية العمومية (مليار ريال)	2016	2017 (م)	2018 (م)	2019 (م)
النقدية	3,631	3,049	6,908	12,358
الأصول المتداولة	36,933	39,692	39,914	39,899
الأصول الثابتة	39,419	39,518	39,622	39,679
الأصول غير الملموسة	7,840	7,621	5,639	4,173
إستثمارات في الشركات الزميلة و الشركات المشتركة	6,302	6,333	6,618	6,916
إجمالي الأصول	101,777	104,719	107,207	111,531
الخصوم المتداولة	27,974	30,486	30,527	30,450
القروض قصيرة الأجل	1,867	1,367	1,367	1,367
القروض طويلة الأجل	4,017	2,756	2,086	2,000
حقوق الملكية	61,278	63,552	66,669	71,157
إجمالي الخصوم	101,777	104,719	107,207	111,531

قائمة التدفقات النقدية (مليار ريال)	2016	2017 (م)	2018 (م)	2019 (م)
التدفق النقدي التشغيلي	24,137	21,006	19,107	19,931
التغير في رأس المال العامل	(5,561)	(4,577)	(180)	(63)
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	18,576	16,430	18,926	19,868
الإنفاق الرأسمالي	(9,555)	(6,160)	(6,309)	(6,386)
التدفق النقدي من أنشطة الاستثمار	(7,975)	(6,810)	(6,021)	(5,992)
التغيرات في الدين	(1,712)	(1,761)	(670)	(86)
توزيعات الأرباح	(8,031)	(8,000)	(8,000)	(8,000)
التدفق النقدي من أنشطة التمويل	(11,511)	(10,202)	(9,046)	(8,426)

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، إدارة الأبحاث لشركة فالكم  
(\*) صافي الربح قبل خصم الفوائد و الضرائب و الإهلاك و الإستهلاك

26 ديسمبر، 2017

تغطية بحثية أولية

## شرح منهجية التصنيف لدى فالكم للخدمات المالية

تعتمد شركة "فالكم للخدمات المالية" على منهجية للتقييم المالي يختص بها، كما تستند توصياتها الإستثمارية إلى البيانات الكمية والنوعية التي يجمعها المحللون الماليين. وعلاوةً على ذلك، يضع نظام التقييم المتبع الأسهم التي يتغطيتها بحثياً تحت أحد مجالات التوصية التالية بناءً على سعر إقبال السوق، وكذلك القيمة العادلة المفترضة وإمكانية الصعود أو الإنخفاض.

زيادة المراكز: القيمة العادلة تزيد على السعر الحالي بأكثر من 10%.

محايد: القيمة العادلة إما أكثر أو أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10%.

تخفيض المراكز: القيمة العادلة أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10%.

تحت المراجعة: لم يتم تحديد سعر مستهدف لسبب أو أكثر من الأسباب التالية: (1) إنتظار المزيد من المعلومات، (2) إنتظار البيانات المالية التفصيلية، (3) إنتظار تحديث المزيد من البيانات، (4) تغيير في أداء الشركة، (5) تغيير في ظروف السوق أو (6) أي سبب آخر من شركة فالكم للخدمات المالية، قسم ادارة البحوث.

## فالكم للخدمات المالية

مراسلتنا على العنوان التالي:  
صندوق بريد 884  
الرياض 11421  
المملكة العربية السعودية

الفاكس أو مراسلتنا على الرقم أدناه  
فاكس: +966 11 2032546  
الإيميل: addingvalue@falcom.com.sa

اتصل بنا على أرقام الهاتف أدناه  
خدمة العملاء: 8004298888  
لخدمات الأسهم: 920004711

## إخلاء مسؤولية وتحذير من المخاطر:

إن هذا التقرير معد لتزويدكم بمعلومات عامة فقط، ولقد تم الحصول على المعلومات والآراء الواردة به من مصادر عامة يُعتقد أنه يمكن الاعتماد عليها، ولكن شركة فالكم للخدمات المالية لم تقم بالتحقق من صحة هذه المعلومات بشكل مستقل وعليه فقد تكون غير مكتملة، وعليه فإن فالكم لا تقدم أي ضمانات صريحة أو ضمنية تتعلق بصحة أو دقة أو اكتمال المعلومات أو الآراء الواردة بالتقرير، ولا يمثل هذا التقرير دعوة أو مشورة لشراء أو بيع الأوراق المالية أو الاستثمار بها وينبغي على من يود الاستثمار بالأوراق المالية أن يحصل على المشورة من مستشاره الإستثماري الخاص قبل اتخاذ أي قرار بالاستثمار، وينبغي على المستثمرين معرفة أن قيمة الاستثمارات في الأوراق المالية والدخل الناتج عن الاستثمار فيها -في حال وجوده- قد يتفاوت صعوداً وهبوطاً، وعليه فإن المستثمر قد يستعيد مقابلاً يقل عن المبلغ الذي استثمره بداية، ويعد الشخص الذي يتخذ قرارات استثمارية بناءً على محتويات هذا التقرير مسؤولاً عن قراراته الاستثمارية بمفرده ولا علاقة لفالكم بذلك.

جميع الحقوق محفوظة.

حصلت شركة فالكم على ترخيص من هيئة سوق المال السعودي رقم (06020-37) بتاريخ 2006/05/27 وبدأت بتقديم خدماتها للمستثمرين في السوق المالية السعودية بتاريخ 2007/02/19 برقم 1010226584 الصادر بتاريخ 1427/12/04 هجري.