

الاستعداد لزيادة نسب الرفع المالي

نقدّم في هذا التقرير الإلحاقى تقديرنا الربعية لعام 2013. في الوقت الذي نمت فيه الإيرادات بمعدل نمو سنوي مُركّب بلغ 5.8% وذلك بين عامي 2008 و 2012، إلا أن استمرار انخفاض هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يُعتبر مُقلّقاً. انخفاض الدخل الصافي خلال السنوات الأربع الماضية بمعدل نمو سنوي مُركّب بلغ 9.7%، لكن مؤشرات تحسّنه لم تختفي وذلك نظراً لانخفاض مصروفات وتكاليف برنامج التقاعد المُبكر. لقد قمنا بتخفيض السعر المُستهدف للاثني عشر شهراً القادمة إلى 46 ريال والذي يمثل مكرراً لقيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 6.0 والذي يتماشى مع متوسط نظراء الشركة في القطاع في المنطقة، إلا أننا أبقينا على التوصية بالشراء.

عكس دمج نتائج شركتي أوجيه وبيناريانج

ابتداءً من شهر يناير لعام 2013، ستقوم الاتصالات السعودية باستخدام طريقة حقوق الملكية بدلاً من استخدام الطريقة السابقة وهي دمج أعمال شركتيها أوجيه وبيناريانج. هذا التغيير سيؤثر على الإيرادات وجميع البنود الأخرى فيما عدا بند الدخل الصافي. ستخضع قائمة المركز المالي بشكل كبير مما سيؤدي إلى انخفاض نسبة الرفع المالي لعام 2012 من 60% عندما كانت الشركة تستخدم طريقة الدمج التناسبي إلى 22%. في اعتقادنا أن ذلك قد يدفع الشركة للاقتراض بشكل إضافي لتمويل توسعاتها في السوق المحلية.

تغير هيكل التكاليف قد تؤدي إلى تحسّن هامش الربحية

تشير تقديراتنا لعام 2013 إلى تحقيق الشركة لإيرادات تبلغ 46.3 مليار ريال، أخذين بعين الاعتبار عكس نتائج شركتي أوجيه وبيناريانج. ننوه إلى أن عكس دمج نتائج الشركتين قد تسبب في انخفاض إيرادات الشركة ككل لعام 2012 بنسبة 25%. في اعتقادنا أن هامش الدخل الإجمالي قد يشهد تحسّناً في عام 2013 ليصل إلى 56.8% وذلك مقارنة بـ 56.4% في عام 2012. إن انخفاض المصروفات الإدارية والمصروفات التسويقية بالإضافة إلى انخفاض مصروفات الإهلاك سيساهم في تحسّن الدخل التشغيلي.

توقعات بانخفاض الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك

لم تعلن الشركة عن الأثر الناتج عن استخدام طريقة حقوق الملكية على الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك لعام 2012، لكننا نتوقع انخفاضه بنسبة 20% مقارنة بما كان عليه قبل استخدامها. فيما يخص عام 2013، فإن تقديراتنا تشير إلى تحقيق الشركة لدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 16.8 مليار ريال مقارنة بتقديرنا السابق والتي كانت تشير إلى بلوغه 21.5 مليار ريال.

السعي إلى إمكانية التنبؤ بالنتائج

لن يؤثر عكس دمج نتائج شركتي أوجيه وبيناريانج على صافي دخل شركة الاتصالات السعودية، حيث سيُحتسب صافي إيراداتها وصافي دخلها تحت بند واحد. تشير تقديراتنا إلى بلوغ ربحية السهم 3.81 ريال (بنمو قدره 3.7% مقارنة بعام 2012) و 4.24 ريال (بنمو قدره 11.2% مقارنة بعام 2013) وذلك لعامي 2013 و 2014 على التوالي. بشكل أهم، فإننا ننظر إلى انخفاض حدة تقلب صافي الدخل وإمكانية أكبر للتنبؤ به نظراً لانخفاض البنود غير المتكررة.

تخفيض السعر المُستهدف من 52 ريال إلى 46 ريال

لقد قمنا باستخدام مكرر لقيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 6.0 لتقييم سهم شركة الاتصالات السعودية والذي يتماشى مع متوسط نظرائه في القطاع في المنطقة. إن السعر المُستهدف الجديد البالغ 46 ريال (السعر المُستهدف السابق كان 52 ريال) يعكس تقديراتنا بانخفاض الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك، لكننا نكرر توصيتنا بالشراء.

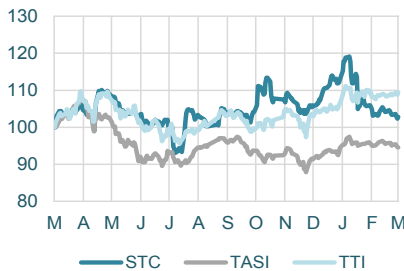
البيانات المالية الأساسية				
السنة المالية تنتهي في 31 ديسمبر (مليون ريال)				
2012	*2013	*2014	*2015	مُتوقعة
الإيرادات	59,372**	46,310	47,699	49,035
الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	20,305**	16,812	17,694	18,328
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	34.2%**	36.3%	37.1%	37.4%
ربحية السهم (ريال)	3.68	3.81	4.24	4.46
أرباح السهم الموزعة (ريال)	2.00	2.00	2.00	2.20
العائد على متوسط حقوق الملكية	15.0%	14.3%	14.8%	14.5%
الدين / حقوق الملكية	22%	21%	20%	19%
قيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	5.2x**	5.3x	5.0x	4.8x
السعر / الإيرادات	1.8	1.7	1.7	1.6
السعر / الأرباح	10.8x	10.4x	9.4x	8.9x
السعر / القيمة الدفترية	1.5x	1.4x	1.3x	1.2x

**ملاحظة: قبل تطبيق طريقة حقوق الملكية

إجمالي العوائد المُتوقعة	
السعر في 05-مارس-2013	39.80 ريال
العائد المُتوقع لسعر السهم	15.6%
عائد الأرباح الموزعة	5.0%
إجمالي العوائد المُتوقعة	20.6%

بيانات السوق	
أعلى/أدنى سعر خلال 52 أسبوعاً	36.00/46.10 ريال
القيمة السوقية	79,600 مليون ريال
قيمة المنشأة	105,320 مليون ريال
الأسهم المتداولة	2,000 مليون
الأسهم المتاحة للتداول (الأسهم الحرة)	16.4%
متوسط حجم التداول اليومي (12 شهراً بالآلاف)	1,000.7
الوزن في المؤشر العام السعودي	5.6%
رمز الشركة في رويترز	7010.SE
رمز الشركة في بلومبيرغ	STC AB

أداء السهم



المصدر: بلومبيرغ

الاتصالات السعودية	مؤشر تداول العام	مؤشر الاتصالات وتقنية المعلومات
39.80	6,953	2,252
إجمالي التغير		
6 شهور	(0.5%)	(1.4%)
سنة	2.8%	(6.0%)
ستتان	11.5%	20.7%

الربع الأول من عام 2013	
الإيرادات	11,450 مليون ريال
الدخل قبل المصروفات	
البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	4,193
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك	36.6%
الدخل الصافي	2,086
هامش الدخل الصافي	18.2%
ربحية السهم (ريال)	1.04

عاصم بختيار، سي إف ايه

رئيس قسم الأبحاث

asim.bukhtiar@riyadcapital.com

+966-1-203-6800 Ext. 5016

أحمد كرّيم

محلل بحوث مساعد

ahmed.korayem@riyadcapital.com

+966-1-203-6800 Ext. 5075

شركة الرياض المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق

المالية السعودية (رقم 37-07070)

تغير الإلراءات المحاسبية

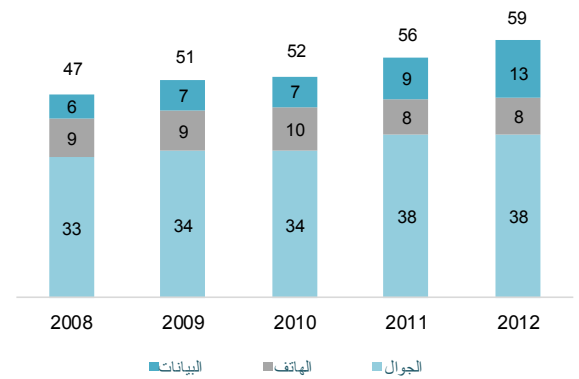
ستبدأ شركة الاتصالات السعودية بنشر البيانات المالية لاستثماراتها ومشاريعها المشتركة باستخدام البند الحادى عشر من المعايير الدولية للمحاسبة المالية (IFRS) بدلاً من استخدام البند الحادى والثلاثين من المعايير المحاسبية الدولية (IAS) وذلك ابتداءً من شهر يناير من عام 2013، مما سىترتب عليه استخدام طريقة حقوق الملكية بدلاً من الدمج التناسبى للاستثمارات والمشاريع المشتركة، لذلك فإن حصة شركة الاتصالات السعودية فى صافى الدخل من المشاريع المشتركة ستكون تحت بند واحد فى قائمة الدخل وهو "الحصة فى أرباح الشركات الزميلة" والذي سىترتب عليه تعديل بند "الاستثمارات فى الشركات الزميلة" فى قائمة المركز المالى. إن البنود الرئيسة المتأثرة بهذا الإلراء فى قائمة الدخل هى: الإلراءات والدخل الإلجمالى والدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك والدخل التشغيلى، إلا أن الدخل الصافى للشركة لن يتأثر بذلك. بطبيعة الحال ستخفض قائمة المركز المالى بشكل كبير مما سىنتج عنه انخفاض الديون وإلجمالى المطلوبات، مع بقاء حقوق الملكية بدون أى تغيير.

قامت شركة الاتصالات السعودية خلال عام 2012 بدمج أعمال شركتين تابعتين لها بشكل تناسبى وهما شركة أوجيه للاتصالات المحدودة ومجموعة بيناربانج جى إس إم القابضة واللذان تمتلك فىهما الاتصالات السعودية حصة تبلغ 35% و 25% على التوالى. تتيج الشركتان فرصة لشركة الاتصالات السعودية للتواجد فى سوقى تركيا وماليزيا حيث أن إيلراءاتهما شكلت 25% من إلجمالى إيلراءات الاتصالات السعودية، كما أنها شكلت 77% من إلجمالى إيلراءات العمليات الدولية فى عام 2012. فى اعتقادنا أن تغيير الإلراءات المحاسبية سىكون أكثر من كونه مجرد تغيير شكلى حيث أنه سىؤثر على تكاليف ومصروفات الشركة، كما سىؤثر على هوامشها الربحية ومصروفاتها الرأسمالية، وأخيراً تقييم السهم. سنقوم فى هذا التقرير الإلحاقى بتفصيل آثار هذا التغيير بشكل أكبر.

تحليل الإيلراءات

استمرت الإيلراءات المُلحقة والتي بلغت 59.4 مليار ريال (بنمو قدره 5.6% مقارنة بعام 2011) بالاستفادة من نمو إيلراءات قطاع البيانات والتي نمت بنسبة 43% مقارنة بعام 2011 لتصل إلى 13.4 مليار ريال. فاقت إيلراءات عام 2012 تقديراتنا التي ذكرناها سابقاً فى تقريرنا الإلحاقى الصادر فى 2012-02-19 والذي كان بعنوان "استعادة الحصة السوقية"، حيث أنها كانت تشير إلى بلوغها 58.8 مليار ريال. ظلت مساهمة العمليات الدولية فى إلجمالى الإيلراءات مستقرة عند 32% حيث نمت إيلراءات فىفا الكويت والبحرين بشكل كبير بنسبة 45% مقارنة بعام 2011 و 27% مقارنة بعام 2011 على التوالى، وقد أدى ذلك للحد من أثر انخفاض نمو إيلراءات أوجيه للاتصالات بنسبة 6% مقارنة بعام 2011. باستخدام الإلراء المحاسبى الجديد، فإن الإيلراءات ستكون 44.7 مليار ريال (بنمو قدره 10.3% مقارنة بعام 2011)، مما يعكس أثر استبعاد 14.6 مليار ريال من إيلراءات شركتى أوجيه وبيناريانج.

شكل رقم 1: الإيلراءات حسب القطاع (مليار ريال)

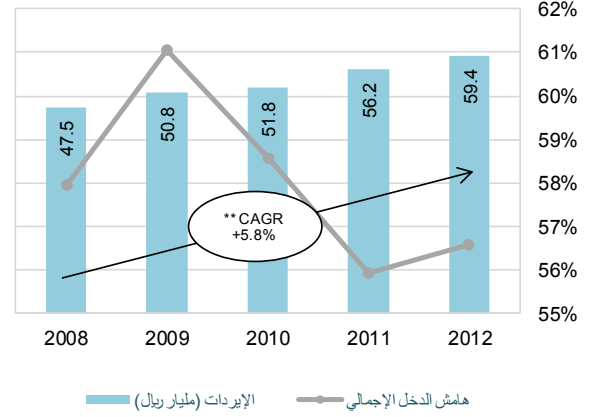


المصدر: تقارير الشركة

ساهمت إيلراءات العمليات الدولية خلال عام 2010 فى الحد من مخاوف أثر انخفاض حصة شركة الاتصالات السعودية فى السوق المحلية، إلا أن الشركة ومنذ عام 2011 بدأت بالسعى بشكل قوى لاستعادة حصة سوقية أكبر فى السوق المحلية والذي أثمر فى نمو إيلراءاتها المحلية فى عام 2011 بنسبة 8% مقارنة بعام 2010 وبنسبة 6% فى عام 2012 وذلك مقارنة بعام 2011، حيث استفادت من عروض الباقات المدمجة إضافة إلى اتساع توافر البيانات بسرعات عالية. تمضى الشركة قدما بخطتها الرامية لإيصال الألياف البصرية إلى 1.5 مليون وحدة بنهاية عام 2014 والتي توفر للمستخدمين سرعات عالية تصل إلى 200 ميغابيت فى الثانية بالإضافة إلى محتويات الفيديو عالية

الوضوح. على الرغم من ارتفاع حصة قطاع البيانات في إجمالى الإيرادات من 12% في عام 2008 إلى 23% في عام 2012، إلا أن هامش الدخل الإجمالى لم يتحسن بهذا الارتفاع. إضافة إلى ذلك، فإن مزيج الإيرادات يتحول من المكالمات الصوتية المتمتعة بارتفاع تكاليفها، حيث من المفترض أن يساهم ذلك في ارتفاع هوامش الشركة الربحية.

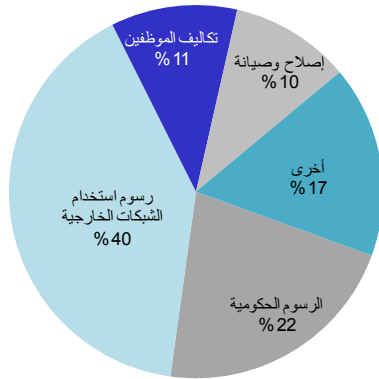
شكل رقم 2: الإيرادات وهامش الدخل الإجمالى



المصدر: تقارير الشركة
** CAGR: معدل النمو السنوي المركب

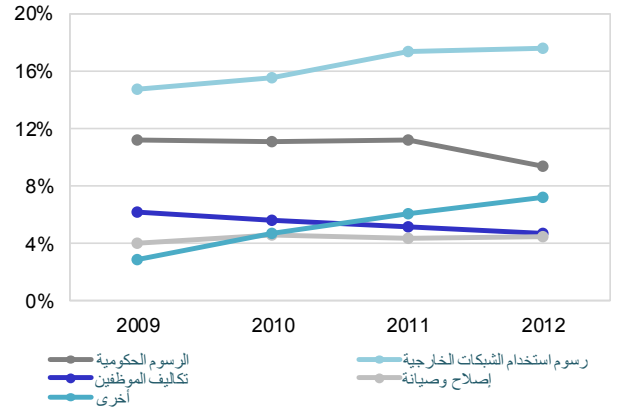
شكّلت رسوم استخدام الشبكات الخارجية في عام 2012 ما نسبته 40% من إجمالى تكلفة الخدمات والتي استمرت في النمو على مدى السنوات الثلاث الماضية، وقد يعود ذلك لانخفاض حركة الاتصال على شبكة الشركة وارتفاع تكاليف الاتصال البيني للعمليات الدولية. ما كان أكثر تشجيعاً هو استمرار انخفاض تكاليف الموظفين واستقرار مصروفات الإصلاح والصيانة.

شكل رقم 4: تفاصيل تكلفة المبيعات لعام 2012



المصدر: تقارير الشركة

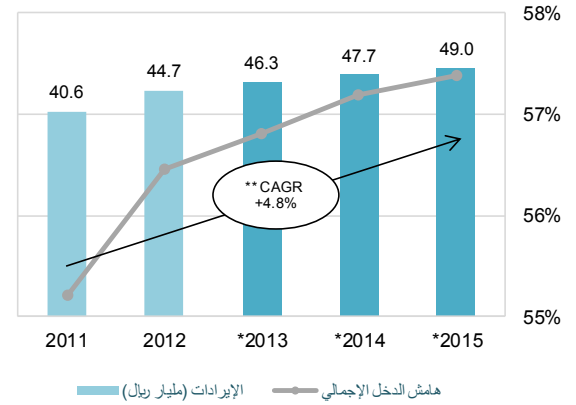
شكل رقم 3: اتجاه تكاليف المبيعات



المصدر: تقارير الشركة

لقد قمنا باحتساب أثر اتباع طريقة حقوق الملكية في تقدير الإيرادات، لذلك فإنها تشير إلى نموها بمعدل نمو سنوي مركّب يبلغ 4.8% وذلك بين عامي 2011 و 2015. نوه إلى أن هامش الدخل الإجمالى لعامي 2011 و 2012 سينخفضان بمقدار 70 نقطة أساس و 10 نقاط أساس على التوالي. إلا أننا نتوقع تحسناً تدريجياً لهامش الدخل الإجمالى على مدار السنوات الثلاث القادمة نظراً لإمكانية التحكم برسوم استخدام الشبكات الخارجية بشكل أكبر إضافة إلى مزيج الإيرادات المناسب. سيكون بند تكاليف الموظفين البند الرئيسى الواجب مراقبته، حيث أنه انخفض بانخفاض أجور الموظفين في الأسواق الخارجية. في اعتقادنا أن أقل ما يُقال عن أثر استخدام طريقة حقوق الملكية أنه سيكون إيجابياً على هامش الدخل الإجمالى وذلك حتى عام 2015.

شكل رقم 5: تقديرات الإيرادات وهامش الدخل الإجمالي



المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية

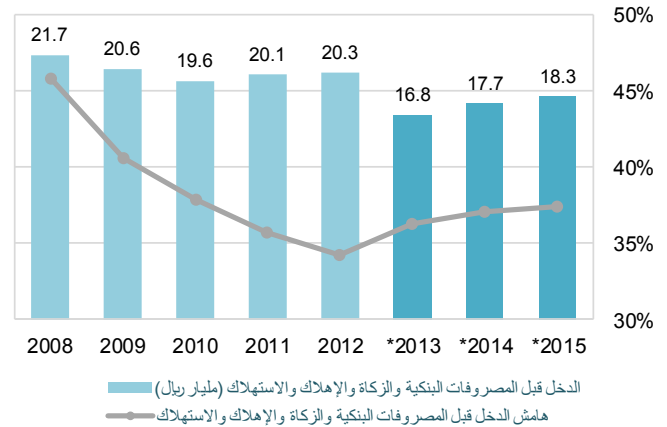
*مُتَوَقَّع

** CAGR: معدل النمو السنوي المركب

عكس الاتجاه النزولي لهامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك

حققت شركة الاتصالات السعودية دخلاً قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك بلغ 20.3 مليار ريال والذي كان مستقرًا مقارنةً بعام 2011، إلا أنه كان دون تقديراتنا التي كانت تشير إلى بلوغه 20.8 مليار ريال بشكل طفيف، ويعود ذلك إلى ارتفاع مصروفات الديون المشكوك في تحصيلها إلى 1.6 مليار ريال ونسبة بلغت 18% مقارنةً بعام 2011، إلا أن السبب الرئيس يعود إلى مخصص هبوط قيمة الأصول غير المتداولة والذي جَنَّبَتِ الشركة خلال العام والبالغ 641 مليون ريال. قامت الشركة بشطب قيم مُستَرَدَّة بقيمة 358 مليون ريال و 283 مليون ريال من استثماراتها في شركتي أوجيه وبيناريانج. نتوقع أن تقوم شركة الاتصالات السعودية بإعادة تبويب بند الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك وذلك مع بدء عكس أثر تغيير الإجراءات المحاسبية خلال عام 2013 نتيجة انخفاض الدخل الإجمالي بشكل رئيس. نتيجة لذلك، فقد قمنا باحتساب أثر تغيير الإجراءات المحاسبية في تقديراتنا. تشير تقديراتنا لعام 2013 إلى بلوغ الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك 16.8 مليار ريال.

شكل رقم 6: انخفاض هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك



المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية

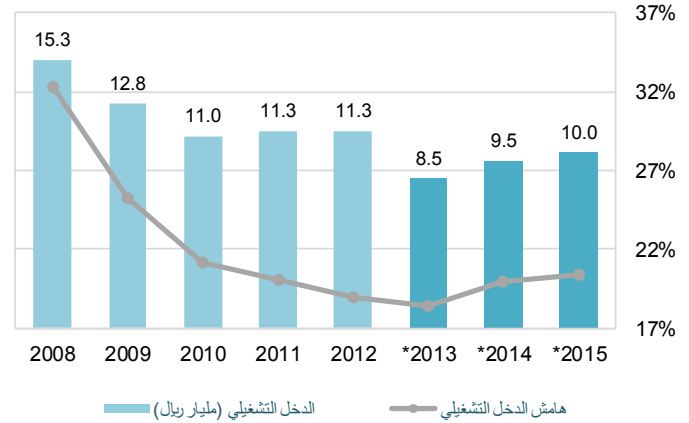
*مُتَوَقَّع

انخفض هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك بواقع 12% وذلك بين عامي 2008 و 2012، إلا أننا نتوقع أن ينعكس هذا الاتجاه حتى عام 2015. ارتفعت حصة المصروفات العمومية والإدارية من إجمالي الإيرادات من 12% في عام 2008 إلى 21% في عام 2012 نظراً لارتفاع وتيرة توسعات الشركة الخارجية. مع أن غالبية تلك الارتفاعات يمكن إيعازها للعمليات الداخلية، إلا أننا نعتقد بأنه بإمكان الشركة توفير بعض منها نتيجة عكس دمج نتائج شركتي أوجيه وبيماريانج. تشير تقديراتنا لهامش الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك لعامي 2013 و 2014 إلى بلوغه 36.3% و 37.1% على التوالي.

استفادة الدخل التشغيلي من انخفاض مصروفات الإهلاك

بعد انخفاض الدخل التشغيلي في عامي 2009 و 2010، ظهرت مؤشرات تدل على استقراره. نظراً لعكس دمج نتائج شركتي أوجيه وبيماريانج في القوائم المالية لشركة الاتصالات السعودية، فإننا نتوقع انخفاض مصروفات الإهلاك والمصروفات التشغيلية. ننوه إلى أن مصروفات الإهلاك لقطاع الهاتف الثابت قد بلغت 3.5 مليار ريال والتي قد تشكل ثورك تليكم حصة لا بأس بها منها بالنظر إلى المعدات والأجهزة التي حصلت عليها شركة الاتصالات السعودية عند تملكها لحصة فيها. لم تفصح الاتصالات السعودية عن أثر تغيير الإجراءات المحاسبية على الدخل التشغيلي، مما يجعل من المقارنة التاريخية صعبة. تشير تقديراتنا للدخل التشغيلي لعامي 2013 و 2014 إلى بلوغه 8.5 مليار ريال و 9.5 مليار ريال على التوالي.

شكل رقم 7: استقرار هامش الدخل التشغيلي

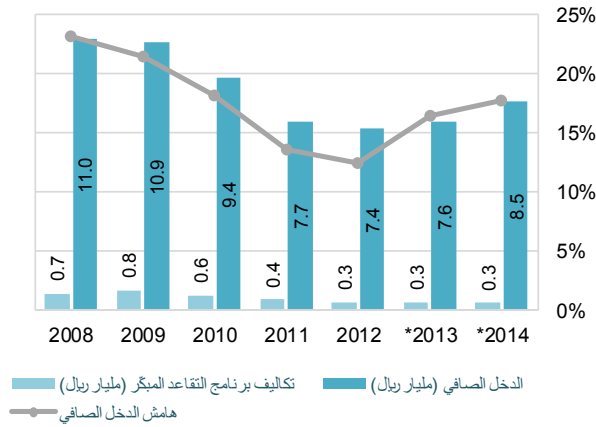


المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية
*مُتَوَقَّع

لا أثر لعكس دمج نتائج شركتي أوجيه وبيماريانج على صافي الدخل

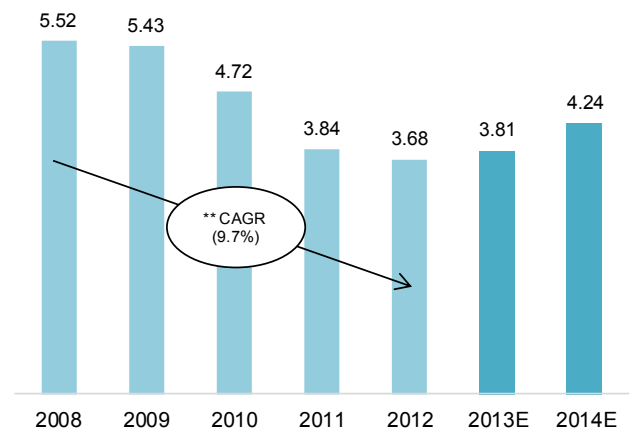
لن يتأثر صافي دخل شركة الاتصالات السعودية بالتغيرات المحاسبية حيث سيتم احتساب صافي الإيرادات والمصروفات تحت بند واحد يسبق بند الدخل الصافي. حققت الشركة دخلاً صافياً في عام 2012 بلغ 7.4 مليار ريال (بانخفاض قدره 4.2% مقارنة بعام 2011) والذي كان دون تقديراتنا التي كانت تشير إلى بلوغه 8.0 مليار ريال. استمر صافي الدخل بالانخفاض بين عامي 2008 و 2012 بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 9.7%، ويعود ذلك في الغالب إلى البنود غير المتكررة. من الناحية الأخرى، فإن مصروفات برنامج التقاعد المبكر في انخفاض ولو أنها تنخفض بوتيرة دون المُتَوَقَّعة. لقد قمنا بتقدير بلوغ المتوسط السنوي للتكاليف المتبقية لبرنامج التقاعد المبكر عند 290 مليون ريال وذلك حتى عام 2015. تشير تقديراتنا لربحية السهم لعامي 2013 و 2014 إلى بلوغها 3.81 ريال و 4.24 ريال على التوالي.

شكل رقم 8: التحسّن المُتوقع لهامش الدخل الصافي



المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية
*مُتوقع

شكل رقم 9: ربحية السهم (ريال) في اتجاه نزولي



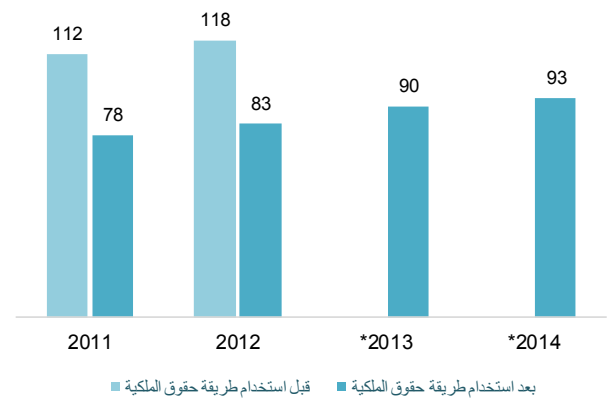
المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية
*مُتوقع
** CAGR: معدل النمو السنوي المركب

سيُتَحَسَّن هامش الدخل الصافي لعامي 2011 و 2012 وذلك من 13.6% و 12.4% ليصل إلى 19.0% و 16.4% على التوالي، ويعود الفضل في ذلك إلى استخدام طريقة حقوق الملكية كإجراء محاسبي. فيما يخص عامي 2013 و 2014، فإننا نتوقع أن يبلغ هامش الدخل الصافي 16.5% و 17.8% على التوالي، مما يعكس بعض الانخفاضات في البنود غير المتكررة.

انخفاض قائمة المركز المالي

يوضح الشكل رقم 10 الأثر الناتج عن استخدام طريقة حقوق الملكية على إجمالي الأصول. ننوه إلى أن قائمة المركز المالي قد انخفضت بحوالي 30% لتصل إلى 83 مليار ريال. يُذكر أن التفاصيل التي احتوتها القوائم المالية للشركة لم تكن كافية لاحتساب الأثر على صافي رأس المال العامل.

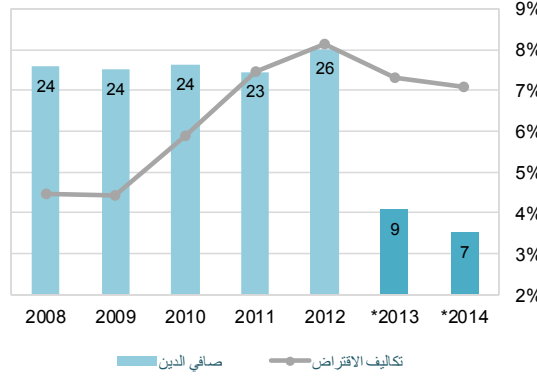
شكل رقم 10: إجمالي الأصول (مليار ريال)



المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية
*مُتوقع

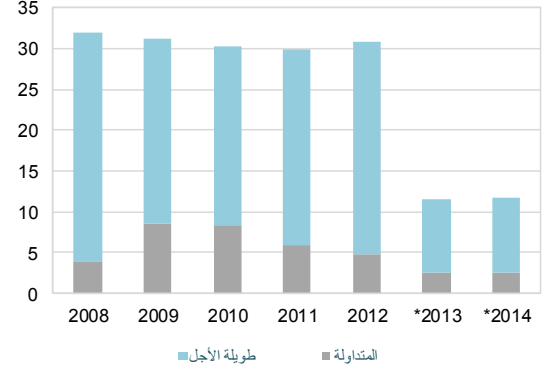
فى اعتقادنا أن الأثر الإلحاقى الرئىس الناتج عن استخدام الإلحاقى المحاسبى اللى سىكون انلحاف نسب الرفع المالى نظراً لعم احتواء قائمة المركز المالى بعد الآن على دىون بقىمة 19.5 مللار رىال، منها 10.1 مللار رىال كانت على شركة أوجه و 9.4 مللار رىال كانت على بىنارىانج. تشير تقدىراتنا إلى انلحاف صافى الدين فى عام 2013 لىصل إلى 9 مللار رىال. إلفافة إلى ذلك، فإننا نترقب تحسن تكاللف الاقتراض والللى تجاوزت 8% فى عام 2012.

شكل رقم 12: صافى الدين (مللار رىال) وتكاللف الاقتراض



المصادر: تقارىر الشركة، الرىاض المالىة
*مُتوقع

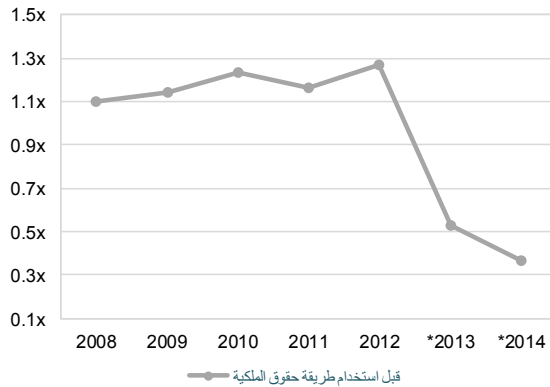
شكل رقم 11: تشكيل الديون (مللار رىال)



المصادر: تقارىر الشركة، الرىاض المالىة
*مُتوقع

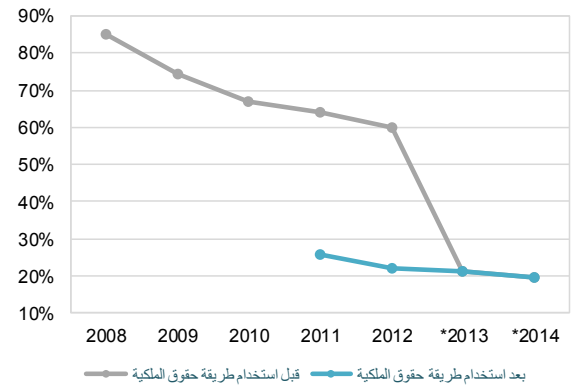
بالنظر إلى بند حقوق الملكية، فإنه سىبقى دون أى تلغير. سىنلحاف معدل الديون إلى حقوق الملكية لعام 2011 من 64% إلى 26%، كما سىنلحاف لعام 2012 من 60% إلى 22%. قد يكون الدافع لتلغير شركة الاتصالات السعوىة لإلحاقاتها المحاسبىة هو السعى للتلقلل من تكاللف اقتراضها و/أو تحسفن قائمة مركزها المالى سعباً لللصول على قروض اللىة.

شكل رقم 14: صافى الدين إلى اللى قبل المصروفات البنكىة والزكاة والإلحاف والاستهلاك



المصادر: تقارىر الشركة، الرىاض المالىة
*مُتوقع

شكل رقم 13: الدين إلى حقوق الملكية

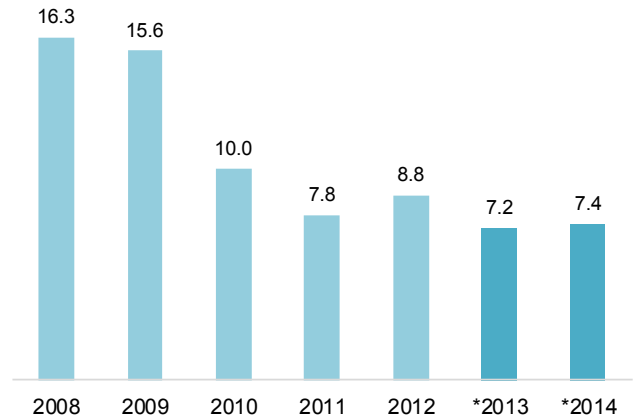


المصادر: تقارىر الشركة، الرىاض المالىة
*مُتوقع

المصروفات الرأسمالىة والتوزىعات النقدىة

لن يكون مفاجئاً لنا إذا ما حصلت الشركة على قروض إلفافىة لتموئل مصروفاتها الرأسمالىة المتسارعة والللى تستهدف السوق المحلية. تسعى الاتصالات السعوىة لتوسىع شبكتها للألفاف البصرىة وزلفافة تلغطفيتها لشبكة اللى الرابع، وىتسم هذان المشروعان بأنهما طوئلا الأمد ومُكلفان.

شكل رقم 15: تقديراتنا للمصروفات الرأسمالية (مليار ريال)



المصادر: تقارير الشركة، الرياض المالية
*متوقع

في اعتقادنا أن التوزيعات النقدية ستظل ثابتة عند مستوى 2.00 ريال للسهم حتى عام 2014 يليها ارتفاع بسيط لتصل إلى 2.20 ريال وذلك بنهاية عام 2015 وذلك مع سعي الشركة لاستثمار تدفقاتها النقدية.

التقديرات الربعية

فيما يلي تقديراتنا الربعية لعام 2013. إن المقارنة بالفترة نفسها من عام 2012 غير متوفرة أدناه لجميع البنود (فيما عدا الدخل الصافي) نظراً لعدم جدوى المطابقة لاستخدام شركة الاتصالات السعودية طريقة حقوق الملكية. تشير تقديراتنا للربع الأول من عام 2013 إلى بلوغ ربحية السهم 1.04 ريال (بانخفاض قدره 17% مقارنة بالربع الأول من عام 2012)، والتي سينتج عنها بلوغ هامش الدخل الصافي 18%.

جدول رقم 1: التقديرات الربعية لعام 2013

مليون ريال	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	2013
الإيرادات	11,450	11,280	11,738	11,843	46,310
الدخل الإجمالي	6,483	6,400	6,691	6,732	26,305
هامش الدخل الإجمالي	56.6%	56.7%	57.0%	56.8%	56.8%
الدخل قبل المصروفات البنكية والركاة والإهلاك والاستهلاك	4,193	4,122	4,296	4,201	16,812
هامش الدخل قبل المصروفات البنكية والركاة والإهلاك والاستهلاك	36.6%	36.5%	36.6%	35.5%	36.3%
الدخل التشغيلي	2,154	2,062	2,226	2,074	8,516
هامش الدخل التشغيلي	18.8%	18.3%	19.0%	17.5%	18.4%
الدخل الصافي	2,086	2,049	2,067	1,421	7,624
هامش الدخل الصافي	18.2%	18.2%	17.6%	12.0%	16.5%
ربحية السهم (ريال)	1.04	1.02	1.03	0.71	3.81

المصدر: الرياض المالية

التقىم والتوصية

لقد قمنا باستخدام مكرر لقيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك يبلغ 6.0 وذلك لتقىم سهم شركة الاتصالات السعودية. فى اعتقادنا أن الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك سينخفض بنسبة 17% مقارنة بعام 2012 لىصل إلى 16.8 مليار ريال، ذلك بالإضافة إلى انخفاض قيمة المنشأة نظراً لانخفاض صافى الدين. بعد استخدامها لطريقة حقوق الملكية، فإنه من المفترض أن تستفيد الشركة إيجابياً من تغير هيكل المصروفات والتكاليف، ذلك على الرغم من أن تركيز الشركة على السوق المحلية قد يحد من تحسن هوامشها الربحية. كما أننا نتطلع إلى انخفاض حدة تقلب صافى الدخل والذي عانى فى أغلب الأحيان من البنود غير المتكررة.

جدول رقم 2: تحليل الحساسية للتقىم

المكرر المُستهدف لقيمة المنشأة / الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك						الدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك (مليون ريال)
6.5x	6.2x	6.0x	5.8x	5.5x		
52.90	50.25	48.49	46.72	44.07	+ 5.0%	
51.54	48.95	47.23	45.50	42.92	+ 2.5%	
50.17	47.65	45.97	44.28	41.76	16,812	
48.80	46.34	44.71	43.07	40.61	- 2.5%	
47.44	45.04	43.44	41.85	39.45	+ 5.0%	

المصدر: الرياض المالية

تُداول شركات الاتصالات الإقليمية (الرجاء الاطلاع على الجدول رقم 3) على مكرر للدخل قبل المصروفات البنكية والزكاة والإهلاك والاستهلاك لعام 2013 يبلغ 6.0، مما دفعنا لاستخدام هذا المكرر لتقىم سهم شركة الاتصالات السعودية. أدى ذلك لوصولنا إلى قيمة عادلة للسهم تبلغ 45.97 ريال. لقد قمنا بتخفيض السعر المُستهدف للاثني عشر شهراً القادمة من 52 ريال إلى 46 ريال، إلا أننا أبقينا على توصيتنا بالشراء.

[illegible]

تصنيف السهم

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

المكتب الرئيسي

الرياض المالية
صندوق بريد 21116
الرياض 11475
المملكة العربية السعودية

الهاتف

800 124 0010

الموقع الإلكتروني

www.riyadcapital.com

البريد الإلكتروني

research@riyadcapital.com

بيان إخلاء المسؤولية

تم إعداد هذا المستند البحثي لاستخدام عملاء الرياض المالية، ولا يجوز إعادة توزيعه أو نقله، أو نشره، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو بأية طريقة، بدون موافقة كتابية صريحة من الرياض المالية. يشكل استلام هذا المستند البحثي، ومراجعته موافقة من جانبك على عدم إعادة توزيع أو نقل، أو نشر المحتويات، أو الآراء، أو الاستنتاجات، أو المعلومات الواردة في هذا المستند للآخرين قبل نشر تلك المعلومات بشكل عام من قبل الرياض المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذا المستند من مصادر عامة متنوعة نعتقد بأنها موثوقة، لكننا لا نضمن دقتها، ولا نقدم الرياض المالية أي تعهدات، أو ضمانات من أي نوع فيما يتعلق بالبيانات، والمعلومات المقدمة، ولا نتعهد الرياض المالية، بأن محتوى هذا المستند من المعلومات مستوف أو خال من أي خطأ. ولا يوفر هذا المستند البحثي سوى معلومات عامة، ولا تشكل أية معلومات، أو أي رأي معلن عرضاً، أو دعوة لتقديم عرض، أو شراء، أو بيع أي سندات، أو منتجات استثمارية أخرى متعلقة بتلك السندات أو الاستثمارات. ولا يقصد بهذا المستند تقديم استشارة استثمارية شخصية، كما أنه لا يضع في اعتباره أهداف استثمارية، أو وضع مالي، أو احتياجات خاصة بأي شخص بعينه قد يتلقى هذا المستند.

يجب على المستثمرين السعي للحصول على استشارة مالية، أو قانونية، أو ضريبية بشأن ملائمة الاستثمار في أي سندات، أو استثمارات، أو استراتيجيات استثمارية أخرى تمت مناقشتها، أو التوصية بها في هذا المستند، ويجب عليهم تفهم أن البيانات الخاصة بالتوقعات المستقبلية قد لا تتحقق، كما ينبغي أن يراعي المستثمرين أن الدخل المتوقع من تلك السندات، أو الاستثمارات الأخرى قد يتذبذب، إن وجد، وأن قيمة مثل تلك السندات، والاستثمارات قد ترتفع، أو تهبط. وبناء عليه، فقد يحصل المستثمرون على أموال أقل مما استثمروه بالفعل. وقد يكون للرياض المالية أو الموظفين لديها (بما في ذلك المحللين البحثيين) حصة مالية في سندات المصدر (المصدرين)، أو الاستثمارات ذات الصلة. ولا تتحمل الرياض المالية مسؤولية أية خسارة، أو أضرار قد ينشأن، بشكل مباشر أو غير مباشر، عن أي استخدام للمعلومات الواردة في هذا المستند البحثي، وقد يخضع هذا المستند البحثي للتغير بدون إشعار مسبق.