شركة إتحاد إتصالات (موبايلى)

عمليات قوية، ولكن تقييمها في السوق مرتفع

٣١ مايو ٢٠٠٩

المملكة العربية السعودية | قطاع الاتصالات

التوصية قصيرة الأجل: محايد
التوصية طويلة الأجل: شراء

السعر الحالي*: ٣٦,٣ ريال سعودى
القيمة العادلة : ٥٦,٩ ريال سعودى

جدول المحتويات

١-أضواء على نتائج الربع الأول من عام ٢٠٠٩ ٢
٢- التوقعات الجديدة ٣
٣- التقييم ٨
٤- القوائم المالية ٩

• **تخفيض القيمة العادلة لتعكس انخفاض هوامش EBITDA وارتفاع توقعات الإنفاق الرأسمالي:** قمنا بتخفيض تقديرنا للقيمة العادلة لموبايلي بنسبة ١١٪ لتبلغ ٥٦,٩ ريال سعودي للسهم مما يرجع إلى انخفاض التوقعات لهامش EBITDA والارتفاع المتوقع للإنفاق الرأسمالي.

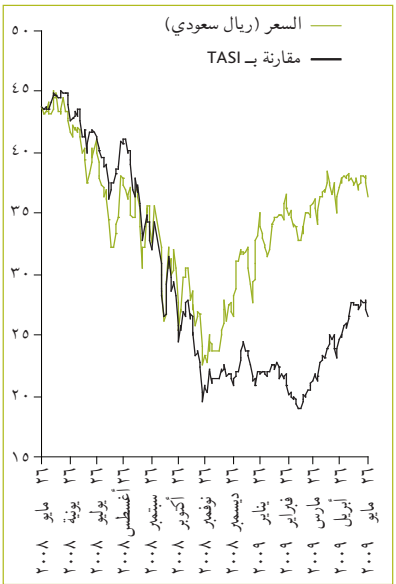
• **تخفيض التوصية قصيرة الأجل إلى محايد والإبقاء على التوصية طويلة الأجل شراء:** لا زلنا على موقفنا الايجابي تجاه العوامل الأساسية للشركة، إلا أننا قمنا بتخفيض التوصية قصيرة الأجل من شراء إلى محايد حيث أن مضاعفات الربحية للسهم تعد مرتفعة عن متوسط شركات الاتصالات الإقليمية. غير أننا أبقينا على التوصية طويلة الأجل شراء حيث أن تقديرنا للقيمة العادلة يرتفع بنسبة ٥٦,٧٪ عن السعر الحالي للسهم في السوق.

• **ارتفاع الإنفاق الرأسمالي والإيرادات:** قمنا برفع توقعاتنا للإيرادات خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٢ لارتفاع توقعاتنا لعدد المشتركين ومتوسطات العائد الشهري للمستخدم. غير أننا خفضنا تقديراتنا لهامش EBITDA حيث انخفض الهامش في عام ٢٠٠٨ بواقع ١٠٠ نقطة أساس عن تقديراتنا السابقة وهو التوجه الذي يبدو أنه سوف يستمر. وقد قمنا بزيادة توقعاتنا الجديدة للأرباح بنسبة ٦٪ لعام ٢٠٠٩، وهى ارتفعت عن التوقعات السابقة نظرا للانخفاض الكبير في تكلفة التمويل الناتجة عن انخفاض مصروفات العائد. وتنخفض توقعاتنا للأرباح بداية من عام ٢٠١٠، عن التوقعات السابقة، لتعكس انخفاض التوقعات لهامش EBITDA.

• **استهلال عام ٢٠٠٩ بنتائج قوية في الربع الأول:** جاءت نتائج موبايلي في الربع الأول من عام ٢٠٠٩ متفقة عموما مع تقديراتنا. ورغم أن انخفاض الإيرادات بنسبة ١٠٪ قد يبدو كبيرا، إلا أننا نود أن نشير إلى أن النتائج في الربع الرابع والربع الأول يتسما بالموسمية، حيث أن الربع الرابع من العام عادة ما تكون نتائجه مرتفعة بسبب موسم الحج. ولما كان الربع الأول من العام هو الأضعف، فإننا نتوقع ارتداد الأرقام إلى الارتفاع خلال الفترة المتبقية من السنة.

نهاية السنة المالية - ديسمبر	٢٠٠٨ف	٢٠٠٩م	٢٠١٠م	٢٠١١م
الأرباح التشغيلية (مليون)	٢٤٩٦	٢٧٧٣	٢٩٣٠	٣٠٧٠
صافى الربح بعد الإستقطاعات (مليون)	٢٠٩٢	٢٤١٠	٢٥٤٨	٢٥٦٤
العائد على حقوق المساهمين	٢١,٤٪	٢١,٧٪	٢١,٢٪	٢٠,٣٪
ربحية السهم	٣,٢٥	٣,٤٤	٣,٦٤	٣,٦٦
نمو ربحية السهم	٥١,٦٪	١٥,٢٪	٥,٧٪	٠,٦٪
مضاعف الربحية (بعد الإستقطاعات)	١١,١٨	١٠,٥	١٠,٠	٩,٩
التوزيعات لكل سهم	٠,٧٥	١,٥٠	٢,٣٧	٢,٧٥
العائد على التوزيعات	٢,١٪	٤,١٪	٦,٥٪	٧,٦٪
القيمة الدفترية للسهم	١٣,٩٣	١٥,٨٨	١٧,١٥	١٨,٠٧
مضاعف القيمة الدفترية	٢,٦	٢,٣	٢,١	٢,٠
التدفقات النقدية للسهم (تدفقات نقدية تشغيلية)	٦,٣٩	٥,٣٩	٦,٦٨	٧,٠٦
مضاعف التدفقات الدفترية	٥,٧	٦,٧	٥,٤	٥,١
قيمة المؤسسة / EBITDA	٨,٩	٧,٩	٧,٤	٧,٠
قيمة المؤسسة / المشتركين	٢٦٩٨	٢٤٣٠	٢٢٧٣	٢٢٠٠
صافى الدين (نقدية) (مليون)	٨٥٢٧	٨٣٤٥	٨١٠٤	٧٩٧٠

الأرقام بالريال السعودى مالم يذكر ذلك



التغير المتوقع

(مليون ريال سعودى)	٢٠٠٨ف	٢٠٠٩م قديم	٢٠٠٩م جديد	٢٠١٠م قديم	٢٠١٠م جديد
الإيرادات	١٠٧٩٤	١١٢٣٧	١١٨٥٣	١٢١٠٩	١٢٤٩٨
EBITDA	٣٧٩٤	٤٢١١	٤٣٥٨	٤٧١١	٤٦٥٠
هامش EBITDA	٣٥,١٪	٣٧,٥٪	٣٦,٨٪	٣٨,٩٪	٣٧,٢٪
صافى الربح بعد الإستقطاعات	٢٠٩٢	٢٢٦٦	٢٤١٠	٢٦٩١	٢٥٤٨

بيانات السهم

تاريخ استحقاق آخر كوبون	٠,٧٥ ريال فى ٢٢ مارس ٢٠٠٩
رأس المال السوقى (مليون)	٢٥٤١٠ مليون ريال سعودى
عدد الأسهم (مليون)	٧٠٠
المتوسط الشهرى للقيمة المتداولة	٨٨٨,٨ مليون ريال
أعلى/ أدنى سعر فى ٥٢ أسبوع	٢١,٩ / ٤٥,٨ ريال
كود بلومبرج/ رويترز	7020.SE / EEC AB
التداول الحر	٤٠,٠٪

*السعر في ٢٦ مايو ٢٠٠٩

نادين غبريال
+ ٢٠ ٢ ٣٣ ٣٢ ١٠٥١
nghobrial@efg-hermes.com

ماريز أنانيان
+٢٠ ٢ ٣٣ ٣٢ ١١٥٢
mananian@efg-hermes.com

الرجاء الرجوع الى الإفصاح وإبراء الذمة فى الصفحة الأخيرة

١- أضواء على نتائج الربع الأول من عام ٢٠٠٩

الانخفاض ربع السنوي للإيرادات طبيعيا ومتوقعا بسبب عامل الموسمية

أعلنت موبايلي عن نتائج الربع الأول من عام ٢٠٠٩ حيث بلغت الإيرادات ٢٨١٠ مليون ريال سعودي، بارتفاع سنوي ٢٢٪ وانخفاض ربع سنوي ١٠٪ وبانخفاض ٢٪ فقط عن توقعاتنا. ويرجع الانخفاض ربع السنوي لعامل الموسمية حيث أن إيرادات الربع الرابع من عام ٢٠٠٨ ارتفعت بفضل موسم الحج السنوي والذي ترتفع خلاله مستويات الاستخدام. ونعتقد أن إيرادات الموجة العريضة والبيانات استكملت في المحافظة على تحقيق معدلات نمو عالية وهو ما أكدته الشركة. النطاق العريض يساهم بحوالي ١٠٪ من إجمالي الإيرادات . وكالمعتاد، لم تفصح الشركة عن عدد المشتركين، إلا أن تقديراتنا تشير إلى أن عدد المشتركين "النشطاء"، حسب تعريف هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات، بلغ ١٣,١ مليون مشترك في آخر الربع الأول من عام ٢٠٠٩، مقارنة بالرقم التقديري البالغ ١٢,٦ مليون مشترك في آخر عام ٢٠٠٨، وهذا يعني إضافة ٤٧٠ ألف مشترك جديد خلال هذا الربع من العام، أو ٢٩٪ من عدد المشتركين الجدد في السوق.

إلا أن مجمل الربح في الربع الأول من عام ٢٠٠٩ جاء مرتفعا عن تقديراتنا بنسبة ٦٪ وبلغ ١٦١٧ مليون ريال سعودي، بارتفاع سنوي ٣١٪ وانخفاض ربع سنوي ١١٪، وارتفع EBITDA بمعدل سنوي ٢٥٪ وانخفض بمعدل ربع سنوي ٢٧٪ وبلغ ٩٠٨ مليون ريال سعودي، بانخفاض ٥٪ عن توقعاتنا. وهذا يعني أن هامش EBITDA بلغ ٣٢,٣٪ مقابل تقديراتنا والتى كانت ٣٣,٢٪، بانخفاض عن الربع الرابع من عام ٢٠٠٨ والذي حقق فيه مستوى استثنائي بلغ ٤٠٪. ارتفعت مصروفات البيع والتسويق كنسبة من الإيرادات وبلغت ١٢,٣٪ من متوسط ٧,٤٪ في عام ٢٠٠٨ وهذا وضع ضغوطا على هامش الربح خاصة وأن زيادة المنافسة في السوق السعودية أدت إلى حملات إعلانية قوية ومنح عروضا ترويجية متنوعة.

بلغ صافي الدخل ٤٨٠ مليون ريال سعودي في الربع الأول من عام ٢٠٠٩، بارتفاع سنوي ٤٧٪ وانخفاض ربع سنوي ٣٨٪، وبارتفاع ٤٪ عن تقديراتنا. وانخفضت مصروفات التمويل وبلغت ٧٥ مليون ريال سعودي فقط مع الانخفاض الكبير في معدلات العائد (سايبور وليبور).

نتوقع فترات ربع سنة قوية في عام ٢٠٠٩

جاءت النتائج في عمومها متفقة مع تقديراتنا. فإن انخفاض الإيرادات بنسبة ١٠٪ قد يبدو كبيرا على أساس ربع سنوى، إلا أننا نود الإشارة إلى أن فترتي ربع العام الرابعة والأولى تتسمان بموسمية عالية لأن الربع الرابع من العام عادة ما يكون الأقوى بسبب موسم الحج. ولما كان الربع الأول هو الأضعف عموما، فإننا نتوقع نتائج أقوى في فترات ربع السنة المتعاقبة خلال عام ٢٠٠٩.

جدول ١: قائمة الدخل الفعلية والمتوقعة في الربع الأول من عام ٢٠٠٩

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

	الربع الأول ٢٠٠٨ف	الربع الثاني ٢٠٠٨ف	الربع الثالث ٢٠٠٨ف	الربع الرابع ٢٠٠٨ف	الربع الأول ٢٠٠٩ف	نمو ربع السنوي	نمو سنوي	الربع الأول ٢٠٠٩م	الفارق
الإيرادات	٢٣٠٨	٢٥٤٤	٢٨٣٤	٣١١٠	٢٨١٠	٪١٠-	٪٢٢	٢٨٨٠	٪٢-
تكلفة المبيعات	(١٠٨٤)	(١١٣١)	(١٢٦٧)	(١٢٩٢)	(١١٩٤)			(١٣٥٤)	
مجمل الربح	١٢٣٠	١٤١٣	١٥٦٧	١٨١٨	١٦١٧	٪١١-	٪٣١	١٥٢٧	٪٦
مصاريف بيعية وتسويقية	(١١٢)	(١٩٩)	(٢٢١)	(٢٨٤)	(٣٤٦)			(٢٦٨)	
مصاريف إدارية وعمومية	(٣٨٥)	(٣٦٤)	(٣٧٣)	(٢٨٩)	(٣٦٢)			(٣٠٢)	
EBITDA	٧٢٦	٨٥٠	٩٧٣	١٢٤٥	٩٠٨	٪٢٧-	٪٢٥	٩٥٦	٪٥-
هامش EBITDA	٪٣١,٥	٪٣٣,٤	٪٣٤,٣	٪٤٠,٠	٪٣٢,٣			٪٣٣,٢	
الإهلاك والإستهلاك	(٢٩٢)	(٣٢٠)	(٣٢٢)	(٣٦٤)	(٣٧٥)			(٣٨٥)	
EBIT	٤٣٤	٥٣٠	٦٥١	٨٨١	٥٣٤	٪٣٩-	٪٢٣	٥٧١	٪٧-
هامش EBIT	٪١٨,٨	٪٢٠,٩	٪٢٣,٠	٪٢٨,٣	٪١٩,٠			٪١٩,٨	
مصروفات التمويل	(١٢٠)	(٨٥)	(١١٢)	(١٢١)	(٧٥)			(١١٥)	
إيرادات أخرى (مصروفات)	١٤	٥	٣	١٩	٢٣			١٠	
الأرباح قبل الزكاة	٣٢٨	٤٥١	٥٤١	٧٧٩	٤٨١			٤٦٦	
مخصصات الزكاة	(٢)	(٢)	(٢)	(١)	(١)			(٥)	
صافي الربح	٣٢٦	٤٤٨	٥٣٩	٧٧٨	٤٨٠	٪٣٨-	٪٤٧	٤٦٢	٪٤

المصادر: موبايلي وتقديرات المجموعة المالية-هيرميس

٢- التوقعات الجديدة

ارتفاع توقعات الإيرادات بداية من عام ٢٠٠٩ وحتى عام٢٠١٢ ولكن انخفاض في هوامش الربح

قمنا برفع توقعاتنا للإيرادات بداية من عام ٢٠٠٩ وحتى عام ٢٠١٢ مع ارتفاع تقديراتنا لعدد المشتركين ومتوسطات العائد الشهري للمستخدم خلال هذه الفترة غير أننا خفضنا توقعاتنا لهامش EBITDA حيث أنه انخفض بواقع ١٠٠ نقطة أساس في عام ٢٠٠٨ عن تقديراتنا السابقة بالإضافة إلى احتمال استمرار الضغوط على الهامش في الفترات القادمة.

وترتفع توقعاتنا الجديدة للأرباح في عام ٢٠٠٩ عن توقعاتنا السابقة نظرا للانخفاض الكبير في تكلفة التمويل الناتجة عن انخفاض معدلات (سايبور وليبور) منذ أواخر عام ٢٠٠٨. وتنخفض توقعاتنا للأرباح بداية من عام ٢٠١٠ عن توقعاتنا السابقة نتيجة انخفاض هوامش EBITDA عن التوقعات.

كما قمنا برفع توقعاتنا للإنفاق الرأسمالي في الفترة القادمة وذلك لارتفاع الإنفاق في عام ٢٠٠٨ عن توقعاتنا. وتركز الشركة في برنامج الإنفاق الرأسمالي على تطوير خدمات الموجة العريضة والبيانات والتي تحتاج إلى إنفاق رأسمالي عالي. وقد أدى انخفاض توقعات هامش EBITDA وارتفاع التوقعات للإنفاق الرأسمالي إلى انخفاض توقعاتنا بشأن التدفقات النقدية الحرة.

جدول ٢: التوقعات الجديدة مقابل التوقعات السابقة لشركة موبايلي

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

	٢٠٠٨ف	٢٠٠٩م			٢٠١٠م			٢٠١١م		
		قديم	جديد	التغير	قديم	جديد	التغير	قديم	جديد	التغير
إجمالي المشتركين (مليون)	١٢,٦	١٣,٩	١٤,٢	٪٣	١٤,٧	١٥,٢	٪٣	١٥,٢	١٥,٧	٪٤
الحصة السوقية	٪٣٧,٣	٪٣٥,٨	٪٣٦,٤		٪٣٥,٤	٪٣٦,٣		٪٣٥,٢	٪٣٦,٢	
الإيرادات	١٠٧٩٤	١١٢٣٧	١١٨٥٣	٪٥	١٢١٠٩	١٢٤٩٨	٪٣	١٢٧٠٩	١٢٩٦٢	٪٢
EBITDA	٣٧٩٤	٤٢١١	٤٣٥٨	٪٣	٤٧١١	٤٦٥٠	٪١-	٥٠١٩	٤٩٤٨	٪١-
هامش EBITDA	٪٣٥,١	٪٣٧,٥	٪٣٦,٨		٪٣٨,٩	٪٣٧,٢		٪٣٩,٥	٪٣٨,٢	
الإهلاك والإستهلاك	(١٢٩٨)	(١٣٩١)	(١٥٨٥)	٪١٤	(١٥٥٠)	(١٧٢٠)	٪١١	(١٦٩٣)	(١٨٧٧)	٪١١
المصروفات التمويلية	(٤٣٨)	(٥٤١)	(٣٤٣)	٪٣٧-	(٤٤٦)	(٣٥٨)	٪٢٠-	(٣٤٨)	(٤٨٣)	٪٣٩
إيرادات أخرى	٤١	٤٥	٤٢		٤٦	٤٢		٤٦	٤٢	
الأرباح قبل الزكاه	٢٠٩٩	٢٣٢٤	٢٤٧٢	٪٦	٢٧٦٠	٢٦١٣	٪٥-	٣٠٢٤	٢٦٢٩	٪١٣-
مخصصات الزكاة	(٧)	(٥٨)	(٦٢)		(٦٩)	(٦٥)		(٧٦)	(٦٦)	
صافي الأرباح	٢٠٩٢	٢٢٦٦	٢٤١٠	٪٦	٢٦٩١	٢٥٤٨	٪٥-	٢٩٤٩	٢٥٦٤	٪١٣-
التوزيعات	٥٢٥	١٠٢٠	١٠٥٠	٪٣	١٧٤٩	١٦٥٦	٪٥-	٢٢١٢	١٩٢٣	٪١٣-
الإنفاق الرأسمالي	٣٠٦٢	١٨٧٦	٢٦١٨	٪٤٠	١٨٢٦	٢٧٩٢	٪٥٣	١٨١١	٢٦٠٦	٪٤٤
الإنفاق الرأسمالي / المبيعات	٪٢٨	٪١٧	٪٢٢		٪١٥	٪٢٢		٪١٤	٪٢٠	
التدفقات النقدية الحرة	(٧٧)	٢٣٧٤	١١٩٤	٪٥٠-	٢٦٦١	١٩٢٤	٪٢٨-	٣٢١٤	٢٣٧٧	٪٢٦-

المصادر: موبايلي وتقديرات المجموعة المالية-هيرميس

الإيرادات

ارتفعت إيرادات موبايلي في العام المالي ٢٠٠٨ عن توقعاتنا بنسبة ٦٪ وبلغت ١٠,٨ مليار ريال سعودي بارتفاع سنوي ٢٨٪ وفي تقديرنا أن إيرادات الاستخدامات المحلية والدولية مثلت حوالي ٧٦,٥٪ من إجمالي الإيرادات، وهذا يعني أن متوسط العائد الشهري المجمع للمستخدم بلغ ٨١ ريال سعودي (٢٢ دولار) بانخفاض عن ٨٩ ريال سعودي (٢٤ دولار) في عام ٢٠٠٧.

ارتفاع التوقعات للإيرادات بنسبة ٥٪ في عام ٢٠٠٩

في تقديرنا أن نمو إجمالي الإيرادات سيكون ٩,٨٪ في عام ٢٠٠٩ ليبلغ ١١,٩ مليار ريال سعودي، وهذا بارتفاع ٥٪ عن توقعاتنا السابقة نتيجة ارتفاع تقديرات نمو عدد المشتركين (يرجى الرجوع إلى تقريرنا عن قطاع الاتصالات السعودى الصادر في ٣١ مايو ٢٠٠٩ بعنوان استعراض القوة) كما يرجع إلى ارتفاع توقعاتنا لمتوسط العائد الشهري للمستخدم في عام ٢٠٠٩. وقد قمنا برفع توقعاتنا للإيرادات بنسبة طفيفة في السنوات الثلاث القادمة لارتفاع تقديرات عدد المشتركين والزيادة في خدمات البيانات وخدمات القيمة المضافة, ونتوقع أن يبلغ معدل النمو السنوي المركب للإيرادات في خمس سنوات ٤,٧٪ ليبلغ ١٣,٦ مليار ريال سعودي بحلول عام ٢٠١٣.

نمو الإيرادات بفضل شرائح البيانات والموجة العريضة وخدمات الجملة

نتوقع في الفترات القادمة أن تكون شرائح البيانات والموجة العريضة وخدمات الجملة هي المحرك لنمو الإيرادات. وقد أشارت إدارة الشركة إلى أن إيرادات البيانات والموجة العريضة مثلت حوالي ٩٪ من إجمالي الإيرادات في العام المالي ٢٠٠٨ ونتوقع في الأجل الطويل أن ترتفع هذه النسبة لتزيد على ١٥٪ من إجمالي الإيرادات. وسيكون نمو إيرادات خدمات الجملة راجعا إلى الاتفاقات مع مقدمي خدمات الاتصالات الآخرين في المملكة. فقد اتفقت موبايلي مع شركة زين السعودية على منح الأخيرة خدمات تجوال قومي حصرية. كما وقعت موبايلي اتفاقية بقيمة ٢٠٠ مليون ريال سعودي مع اتحاد عذيب لمنح الأخيرة خدمات التجوال، إلا أن هذه الاتفاقية لم تنفذ بعد. هذا ولا توفر موبايلي حاليا بيانات توضح تحليل إيرادات التجزئة وإيرادات الجملة.

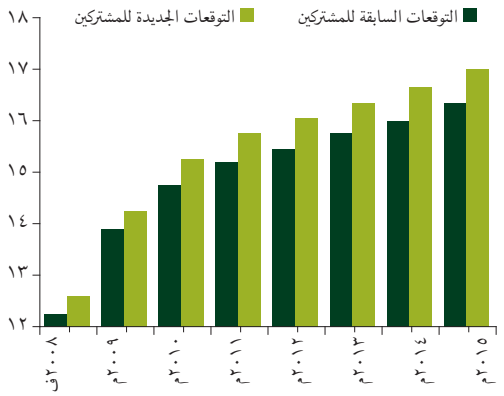
استقرار متوسط العائد الشهري للمستخدم فوق ١٨ دولار

تشير تقديراتنا في العام المالي ٢٠٠٩ أن متوسط العائد الشهري المجمع للمستخدم سيبلغ ٧٣,٦ ريال سعودي (١٩,٦ دولار)، بانخفاض سنوي ٩٪، وأن يستقر فوق مستوى ١٨ دولار على الأجل الطويل.

شكل ٣: التوقعات الجديدة مقابل التوقعات السابقة

لعدد المشتركين

مليون، ما لم يذكر غير ذلك

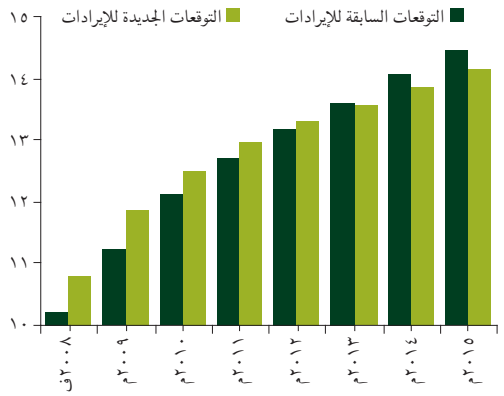


المصادر: موبايلي وتقديرات المجموعة المالية-هيرميس

شكل ٤: التوقعات الجديدة مقابل التوقعات السابقة

للإيرادات

مليار ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك



المصادر: موبايلي وتقديرات المجموعة المالية-هيرميس

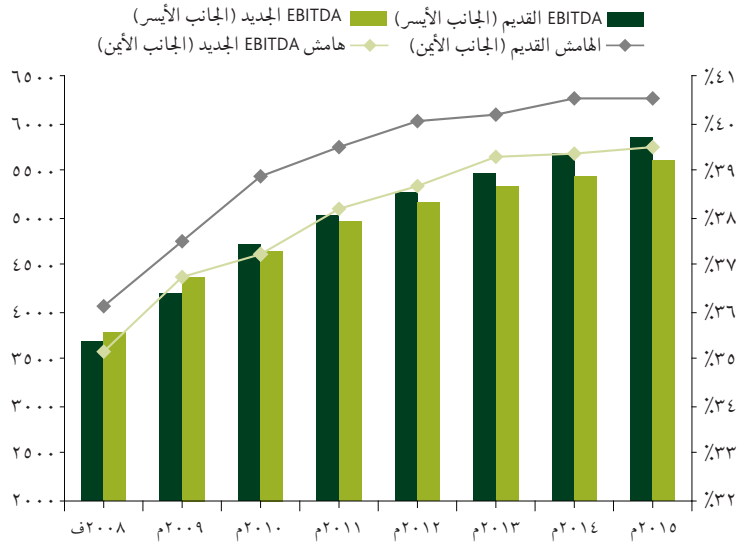
EBITDA وهوامش EBITDA

نتوقع الا يزيد هامش EBITDA عن ٤٠٪ في الأجل الطويل

بلغ EBITDA ٣٧٩٤ مليون ريال سعودي في العام المالي ٢٠٠٨، بارتفاع سنوي ٢٩٪ وبارتفاع حوالى ٣٪ عن توقعاتنا، وهذا يعني أن هامش EBITDA بلغ ٣٥,١٪، بانخفاض نقطة واحدة مئوية عن تقديراتنا. وقد قمنا بتخفيض توقعاتنا للهامش في العام المالي ٢٠٠٩ إلى ٣٦,٨٪ من ٣٧,٥٪، ونفترض أن يستقر عند مستوى أقل من ٤٠٪ في الأجل الطويل، حسبما أفادت به إدارة الشركة. ونعتقد أن المنافسة الشديدة ستظل تفرض ضغوطا على هوامش EBITDA في الأجل الطويل.

شكل ٥: التوقعات الجديدة والتوقعات السابقة لـ EBITDA وهامش EBITDA

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك



المصادر: موبايلي وتقديرات المجموعة المالية-هيرميس

الإنفاق الرأسمالي

رفع توقعات الإنفاق الرأسمالي مع زيادة استثمارات الشركة في شبكات البيانات

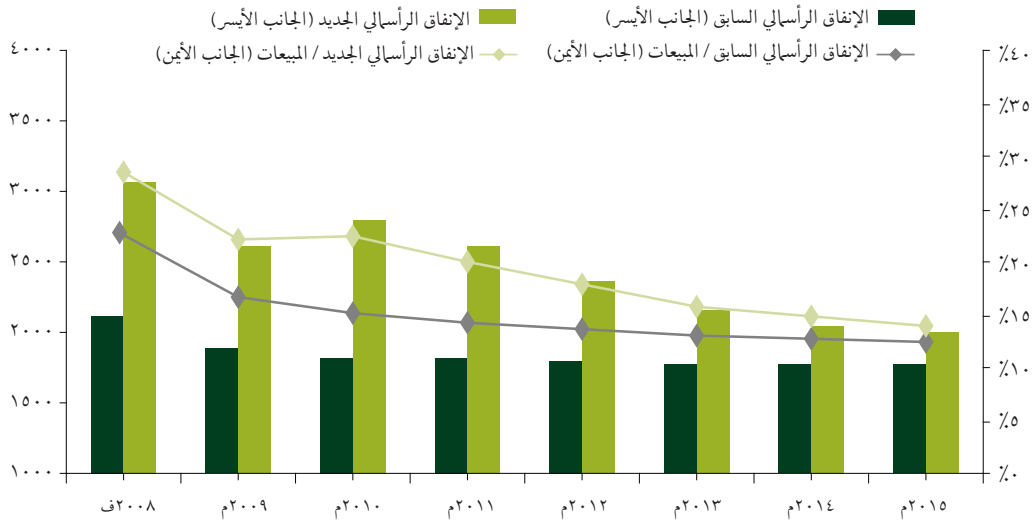
ارتفع الإنفاق الرأسمالي لشركة موبايلي بدرجة كبيرة في العام المالي ٢٠٠٨ وبلغ ٣٠٦٢ مليون ريال سعودي، بما يعني أن معدل الإنفاق الرأسمالي إلى المبيعات بلغ ٢٨,٤٪، وهو أعلى عن العامين السابقين نتيجة استثمارات الشركة في شبكات البيانات. وقد قمنا برفع توقعاتنا للإنفاق الرأسمالي إذ أننا نعتقد أن جزء كبيرة من نمو الإيرادات في الفترات القادمة سوف يعتمد بدرجة كبيرة على خدمات البيانات التي ستنمو بفضل زيادة الإنفاق الرأسمالي لتطويرها. وقد أبدت موبايلي التزاما كبيرا بجودة الشبكة وبتطبيق التكنولوجيا الحديثة على نحو ما يدل عليه معدل الإنفاق الرأسمالي إلى المبيعات المرتفع. وقد أعربت الشركة عن نيتها في تخصيص جزء كبير من الإنفاق الرأسمالي لتطوير شبكات الجيل الثالث ٣,٥ وHSDPA وWIMAX. ففي شهر أكتوبر ٢٠٠٨، استكملت الشركة عملية طرح حقوق ملكية بواقع ٢ مليار ريال سعودي وأشارت إلى أن جزء كبير من هذه المحصلة سوف يستخدم لتطوير شبكة GSM والباقي يتم توجيه لإنشاء شبكات الجيل الثالث ٣,٥ وHSDPA وإنشاء مواقع إضافية للشبكات والاستثمار في شبكة Metro للألياف الضوئية والانتهاء من الجزء الباقي من شبكة الألياف الضوئية ١٢٦٠٠ كم.

الإنفاق الرأسمالي يبلغ الذروة خلال عامى ٢٠١٠–٢٠١١

تركز موبايلي حاليا على الإنفاق الرأسمالي الموجه لتطوير خدمات البيانات والموجة العريضة، لذا فإننا نتوقع أن يستمر ارتفاع الإنفاق الرأسمالي خلال عامى ٢٠١٠–٢٠١١ قبل أن ينخفض إلى حوالي ١٤٪ من المبيعات. وفي تقديرنا أن الإنفاق الرأسمالي في العام المالي ٢٠٠٩ سيبلغ ٢٦١٨ مليون ريال سعودي، ومعدل الإنفاق الرأسمالي إلى المبيعات ٢٢٪. كما تشير تقديراتنا إلى أن الإنفاق الرأسمالي سيبلغ الذروة عند ٢٧٩٢ مليون ريال سعودي في عام ٢٠١٠ وأن يبلغ معدل الإنفاق الرأسمالي إلى المبيعات ١٤,١٪ في عام ٢٠١٥.

شكل ٦: التوقعات الجديدة مقابل التوقعات السابقة للإنفاق الرأسمالي ومعدل الإنفاق الرأسمالي إلى المبيعات

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك



المصادر: موبايلي وتقديرات المجموعة المالية-هيرميس

الرافعة المالية

انخفاض معدل صافي الدين/ EBITDA إلى حوالي ١,٠ مرة في الأجل الطويل

وقعت موبايلي في أبريل ٢٠٠٨ تسهيلا ائتمانيا مطابقا للشريعة الإسلامية بلغ ١,٥ مليار ريال سعودي مع ثلاثة بنوك محلية لتمويل استحواذها على شركة "بيانات الأولى" مقدمة خدمات البيانات. وقد بلغت الديون المستحقة على الشركة ٩,٨ مليار ريال سعودي في آخر ديسمبر ٢٠٠٨ وبلغ صافي الدين ٨,٥ مليار ريال سعودي، بما يعني أن معدل الدين/EBITDA يبلغ ٢,٢ مرة. ولا نتوقع أن تظل مستويات الدين مرتفعة في الفترات القادمة إذ نتوقع انخفاض صافي الدين/EBITDA إلى حوالي ١,٠ مرة في الأجل الطويل. ونتوقع أن يبلغ صافي الدين في العام المالي ٢٠٠٩ حوالي ٨,٣ مليار ريال سعودي ومعدل صافي الدين/EBITDA ١,٩ مرة.

الأرباح

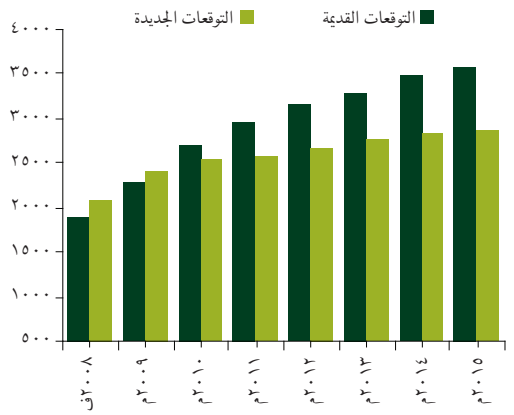
تخفيض توقعاتنا للأرباح

بلغت الأرباح ٢٠٩٢ مليون ريال سعودي في العام المالي ٢٠٠٨، بارتفاع عن توقعاتنا والتى كانت ١٨٨٥ مليون ريال سعودي على الرغم من انخفاض هوامش الربح، وهذا يرجع بدرجة كبيرة إلى انخفاض تكلفة التمويل. وقد قمنا برفع توقعاتنا لصافي الدخل في عام ٢٠٠٩ بنسبة ٦٪ ليبلغ ٢,٤ مليار ريال سعودي، إلا أننا خفضنا من توقعاتنا للأرباح في الأجل الطويل للأسباب التالية: ١- ارتفاع مصروفات الإهلاك بقيم مطلقة (نتيجة ارتفاع مستويات الإنفاق الرأسمالي) ٢- ارتفاع مصروفات التمويل نتيجة زيادة مركز الدين بالاضافة الى توقعات أكثر انخفاضا لهامش EBITDA.

هذا وقد قامت الشركة بتوزيع أرباح بلغت ٥٢٥ مليون ريال سعودي عن العام المالي ٢٠٠٨، بواقع ٠,٧٥ ريال سعودي نقدي ونسبة الأرباح الموزعة ٢٥٪. وعلى ضوء قدرة الشركة على تحقيق تدفقات نقدية حرة قوية، ونظرا لأهمية توزيع الأرباح بالنسبة للمستثمرين الأفراد في سوق الأوراق المالية السعودية، فإننا نتوقع أن تقوم موبايلي بزيادة نسبة الأرباح الموزعة في العام المالي ٢٠٠٩ إلى ٤٤٪، أو ١,٥ ريال سعودي للسهم. ونبقي في الوقت الحالي على تقديراتنا لمعدل سداد التوزيعات.

شكل ٧: التوقعات الجديدة مقابل التوقعات السابقة للأرباح

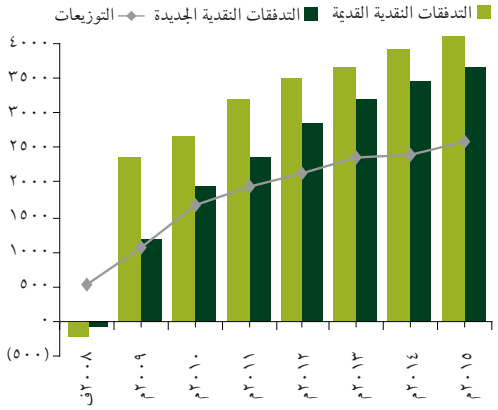
مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك



المصادر: موبايلي وتقديرات المجموعة المالية-هيرميس

شكل ٨: التوقعات للتدفقات النقدية الحرة وتوزيعات الأرباح

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك



المصادر: موبايلي وتقديرات المجموعة المالية-هيرميس

٣- التقييم: تخفيض القيمة العادلة إلى ٥٦,٩ ريال سعودي للسهم

قمنا بتخفيض تقديرنا للقيمة العادلة لسهم موبايلي بنسبة ١١,١٪ لتبلغ ٥٦,٩ ريال سعودي للسهم، مقابل تقديرنا السابق ٦٤,٠ ريال سعودي، على الرغم من أننا نستخدم تقريبا نفس تقديرنا للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. وهذا الانخفاض يرجع للأسباب التالية: ١- انخفاض التوقعات لهامش EBITDA. ٢- ارتفاع توقعات الإنفاق الرأسمالي. وقد قمنا برفع توقعاتنا للإنفاق الرأسمالي بدرجة كبيرة بداية من عام ٢٠٠٩، حيث أن الإنفاق الرأسمالي في عام ٢٠٠٨ ارتفع كثيرا عن تقديراتنا وبلغ ٣,١ مليار ريال سعودي، مقابل تقديراتنا وكانت ٢,١ مليون ريال سعودي.

ويقوم تقديرنا للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال على الآتي:

١- تكلفة حقوق الملكية ١١٪: استخدمنا معدلا خال من المخاطر يبلغ ٥,٥٪ وأضفنا علاوة مخاطر لحقوق الملكية ٥,٥٪. وعادة ما تستخدم علاوة مخاطر لحقوق الملكية تتراوح بين ٥-٧٪ لشركات الاتصالات الإقليمية التي نقوم بتغطيتها، إلا أننا نرى أن موبايلي تستحق مستوى منخفض من علاوة مخاطر حقوق الملكية وذلك لمستوى الأداء التشغيلي القوي وانخفاض المخاطر المحيطة بها.

٢- تكلفة الدين ٤,٤٪: قمنا بتخفيض تقديرنا لتكلفة الدين نظرا لانخفاض معدلات (سايبور وليبور)، وارتفاع المعدل الخالي من المخاطر يعكس صعوبات بيئة الائتمان.

٣- معدل النمو النهائي ٣,٥٪: في تقديرنا أن نمو التدفقات النقدية الحرة في آخر عام لفترة التوقعات يبلغ حوالي ٥,٢٪.

جدول ٩: التقييم بخصم التدفقات النقدية لشركة موبايلي

مليون ريال سعودي، ما لم يذكر غير ذلك

	٢٠٠٩م	٢٠١٠م	٢٠١١م	٢٠١٢م	٢٠١٣م	٢٠١٤م	٢٠١٥م
EBITDA	**٤٣٥٨**	**٤٦٥٠**	**٤٩٤٨**	**٥١٤٤**	**٥٣٢٦**	**٥٤٤٦**	**٥٥٩٧**
الإنفاق الرأسمالي والإستثمارات	(٢٥٧٧)	(٢٧٤٩)	(٢٥٦٣)	(٢٣٢٣)	(٢١٠٩)	(١٩٩٩)	(١٩٥٠)
التغير في رأس المال العامل	(٥٢٥)	٨٩	٥٩	١١٧	٤٥	١٠١	٨٢
الزكاة	(٦٢)	(٦٥)	(٦٦)	(٦٩)	(٧١)	(٧٣)	(٧٤)
التدفقات النقدية الحرة	**١١٩٤**	**١٩٢٤**	**٢٣٧٧**	**٢٨٦٩**	**٣١٩١**	**٣٤٧٤**	**٣٦٥٥**
قيمة المؤسسة	٤٨٣٤٤						
صافي الدين (نقدية)	٨٥٢٧						
إجمالي حقوق المساهمين	٣٩٨١٧						
القيمة العادلة طويلة الأجل (ريال)	**٥٦,٩**						
متوسط التكلفة المرجح لرأس المال	٩,٦٪						
معدل النمو النهائي	٣,٥٪						

المصدر: تقديرات المجموعة المالية-هيرميس

تخفيض التوصية قصيرة الأجل إلى محايد والإبقاء على التوصية طويلة الأجل شراء

يتم التداول حاليا على سهم موبايلي عند أعلى نطاق متوسط التقييم لشركات الاتصالات الإقليمية حيث يبلغ مضاعف الربحية المتوقع لعام ٢٠٠٩ ١٠,٥ مرة (مقابل متوسط ٩,٩ مرة للشركات الإقليمية) ومضاعف المؤسسة/EBITDA ٧,٩ مرة (مقابل متوسط اقليمي٥,٤ مرة) لذلك قمنا بتخفيض التوصية قصيرة الأجل من شراء إلى محايد. ولا زلنا على موقفنا الايجابي تجاه العوامل الأساسية للشركة، ونحتفظ على التوصية طويلة الأجل شراء حيث أن تقديرنا للقيمة العادلة يرتفع بنسبة ٥٦,٧٪ عن السعر الحالي للسهم في السوق.

٤- القوائم المالية

قائمة الدخل (نهاية السنة المالية-ديسمبر)

مليون ريال سعودي مالم يذكر غير ذلك

	٢٠٠٨ف	٢٠٠٩م	٢٠١٠م	٢٠١١م	٢٠١٢م
إجمالى الإيرادات	**١٠٧٩٤**	**١١٨٥٣**	**١٢٤٩٨**	**١٢٩٦٢**	**١٣٣٠٠**
تكاليف الخدمة	(٤٧٧٣)	(٥١٧٤)	(٥٤٤٢)	(٥٥٤٧)	(٥٦٧٨)
المصروفات البيعية والتسويقية	(٨١٦)	(٨٧٧)	(٩٠٠)	(٩٠٩)	(٨٨٥)
مصروفات إدارية وعمومية	(١٤١١)	(١٤٤٤)	(١٥٠٦)	(١٥٥٨)	(١٥٩٣)
EBITDA	**٣٧٩٤**	**٤٣٥٨**	**٤٦٥٠**	**٤٩٤٨**	**٥١٤٤**
هامش EBITDA	**٪٣٥,١**	**٪٣٦,٨**	**٪٣٧,٢**	**٪٣٨,٢**	**٪٣٨,٧**
إهلاك والإستهلاك	(١٢٩٨)	(١٥٨٥)	(١٧٢٠)	(١٨٧٧)	(١٩٥٣)
EBIT	٢٤٩٦	٢٧٧٣	٢٩٣٠	٣٠٧٠	٣١٩١
هامش EBIT	٪٢٣	٪٢٣	٪٢٣	٪٢٤	٪٢٤
تكاليف تمويلية	(٤٣٨)	(٣٤٣)	(٣٥٨)	(٤٨٣)	(٤٨٠)
إيرادات أخرى	٤١	٤٢	٤٢	٤٢	٤٣
الأرباح قبل الزكاة	**٢٠٩٩**	**٢٤٧٢**	**٢٦١٣**	**٢٦٢٩**	**٢٧٥٤**
الزكاة	(٧)	(٦٢)	(٦٥)	(٦٦)	(٦٩)
صافى الأرباح	**٢٠٩٢**	**٢٤١٠**	**٢٥٤٨**	**٢٥٦٤**	**٢٦٨٥**

المصادر: شركة موبايلي وتقديرات المجموعة المالية-هيرميس

الميزانية (نهاية السنة المالية-ديسمبر)

مليون ريال سعودي مالم يذكر غير ذلك

	٢٠٠٨ف	٢٠٠٩م	٢٠١٠م	٢٠١١م	٢٠١٢م
النقدية ومايماثلها	١٢٦٣	١٠٤٧	٦٨٢	٤١٦	٥١٩
إستثمارات قصيرة الأجل	١٠٥٠	١٢٠٠	١١٧٦	١١٥٢	١١٢٩
حسابات مدينة	٣٠٩٨	٣٨٩٧	٣٩٣٨	٣٩٠٦	٣٨٢٦
المخزون	١٠٨	٢١٣	٢٢٤	٢٢٨	٢٣٣
موجودات متداولة أخرى	١١٠٢	١٢٠٨	١٣٢٦	١٤٥٥	١٥٩٦
إجمالى الموجودات المتداولة	**٦٦٢٠**	**٧٥٦٤**	**٧٣٤٥**	**٧١٥٧**	**٧٣٠٤**
صافى الممتلكات والمنشآت والمعدات	٨١١٨	٩٦٧١	١١٢٦٢	١٢٥١١	١٣٤٤٣
موجودات غير ملموسة	١٠٩٢٣	١٠٤٠٣	٩٨٨٣	٩٣٦٣	٨٨٤٣
اسم الشهرة	١٥٣٠	١٥٣٠	١٥٣٠	١٥٣٠	١٥٣٠
إجمالى الموجودات	**٢٧١٩١**	**٢٩١٦٨**	**٣٠٠٢٠**	**٣٠٥٦١**	**٣١١٢٠**
القسط المستحق من قروض طويلة الأجل	٣١٤٨	٢٤٥٠	٣٩٠٠	٣٩٨٦	١١٠٠
إجمالي الحسابات الدائنة	٤٣٦٥	٥٠٦١	٥٤٥٠	٥٦٧٣	٥٨٩٦
مطلوبات متداولة أخرى	٣٢٣٦	٣٥٥٠	٣٧٢٢	٣٧٩٣	٣٨٦٦
إجمالى المطلوبات المتداولة	**١٠٧٤٨**	**١١٠٦١**	**١٣٠٧٢**	**١٣٤٥٢**	**١٠٨٦٢**
مخصصات نهاية خدمة العاملين	٤٦	٥١	٥٦	٦٢	٧٤
تمويل إسلامى طويل الأجل	٦٦٤٢	٦٩٤٢	٤٨٨٦	٤٤٠٠	٧٠٠٠
إجمالى المطلوبات	**١٧٤٣٧**	**١٨٠٥٤**	**١٨٠١٤**	**١٧٩١٣**	**١٧٩٣٦**
حقوق المساهمين	**٩٧٥٤**	**١١١١٥**	**١٢٠٠٦**	**١٢٦٤٧**	**١٣١٨٤**

المصادر: شركة موبايلي وتقديرات المجموعة المالية-هيرميس

قائمة التدفقات النقدية (نهاية السنة المالية-ديسمبر)

مليون ريال سعودي مالم يذكر غير ذلك

	٢٠٠٨ف	٢٠٠٩م	٢٠١٠م	٢٠١١م	٢٠١٢م
صافى الأرباح التشغيلية بعد الضرائب	**٣٧٨٧**	**٤٢٩٦**	**٤٥٨٥**	**٤٨٨٢**	**٥٠٧٦**
التغير في رأس المال العامل	٦٨٥	(٥٢٥)	٨٩	٥٩	١١٧
التدفقات النقدية بعد التغير في رأس المال العامل	**٤٤٧٢**	**٣٧٧١**	**٤٦٧٤**	**٤٩٤١**	**٥١٩٢**
الانفاق الرأسمالى والإستثمارات	(٤٥٤٩)	(٢٥٧٧)	(٢٧٤٩)	(٢٥٦٣)	(٢٣٢٣)
التدفقات النقدية الحرة	**(٧٧)**	**١١٩٤**	**١٩٢٤**	**٢٣٧٧**	**٢٨٦٩**
التغير فى حقوق الملكية	٢٠٠٠	-	-	-	-
القروض	٨٦٧	(٣٩٨)	(٦٠٦)	(٤٠٠)	(٢٨٦)
التوزيعات المدفوعة	(٥٢٥)	(٥٢٥)	(١٣٥٣)	(١٧٨٩)	(٢٠٣٥)
العوائد وأخرى	(٤١٨)	(٣٣٨)	(٣٥٣)	(٤٧٨)	(٤٦٨)
تغير فى النقدية	**١٨٤٧**	**(٦٦)**	**(٣٨٨)**	**(٢٩٠)**	**٨٠**

المصادر: شركة موبايلي وتقديرات المجموعة المالية-هيرميس

الإفصاحات

نشهد نحن نادين غبريال وماريز أنانيان أن الآراء الواردة في هذه الوثيقة تعكس بدقة آرائنا الشخصية بخصوص الأوراق المالية والشركات موضع الدراسة في هذا التقرير. كما نشهد بأنه ليس لنا أو لأزواجنا أو أي من الأشخاص الخاضعين لولايتنا «إذا وجد» أية مصلحة أو منفعة متعلقة بالأوراق المالية المقيدة فى بورصة الأوراق المالية تداول فى المملكة العربية السعودية.

تشهد المجموعة المالية-هيرميس القابضة بأنها أو أي من الفروع التابعة لها لاتمتلك أى من الأوراق المالية موضع التحليل في هذا التقرير. ويمكن للصناديق التي تدار بواسطة المجموعة المالية-هيرميس أو بواسطة فروعها لصالح أطراف ثالثة، حق إمتلاك الأوراق المالية الواردة في هذا التقرير. وللمجموعة المالية-هيرميس حق إمتلاك أسهم في صندوق أو أكثر من الصناديق المشار إليها أو التي تدار بواسطة أطراف ثالثة. ويحق لواضعي هذا التقرير إمتلاك أسهم في الصناديق المتاحة للجمهور والتي تستثمر في الأوراق المالية الواردة في التقرير كجزء من محفظة متنوعة، بحيث لا تكون هذه الصناديق خاضعة لإشرافهم.

وقد يكون قسم الترويج وتغطية الاكتتاب في المجموعة المالية-هيرميس بصدد تحصيل أو تنفيذ أتعاب لقاء خدمات تم تقديمها للشركات موضع هذا التقرير أو وردت فيه.

إبراء الذمة

التوصيات الاستثمارية التي تقترحها أو تقدرها المجموعة المالية ـ هيرميس، تدخل في الاعتبار كلا من المخاطر والمردودات المتوقعة. وقد أسسنا تقديرنا للقيمة العادلة على التوقعات المستقبلية للشركة بعد حساب المخاطر المتوقعة. وقد قمنا بدراسة متعمقة ومكثفة للتوصل إلى التوصيات وتقديرات القيم العادلة للشركة أو الشركات الواردة في هذا التقرير. وعلى الرغم من أن المعلومات التي وردت في هذا التقرير تم الحصول عليها من مصادر ترى المجموعة المالية - هيرميس أنها جديرة بالثقة، إلا أننا لا نضمن دقتها حيث أن مثل هذه المعلومات قد تكون مختصرة أو غير كاملة. وعلى قراء هذا التقرير إدراك أن التقديرات المالية وتقديرات القيم العادلة والبيانات الخاصة بالتوقعات المستقبلية قد لا تتحقق. إن كل الآراء والتقديرات الواردة في هذا التقرير تمثل حكمنا حتى تاريخه، كما أنها قابلة للتغيير دون إشعار. وقد تم إعداد هذه الدراسة بغرض التوزيع العام وتستهدف أغراض توفير المعلومات فقط، حيث إنها لا تستهدف تقديم مشورة شراء أو بيع أي ورقة مالية، فهي ليست مصممة خصيصا لأهداف استثمارية أو مالية أو تلبية احتياجات أي من الأشخاص الذين يقرأون هذا التقرير. وننصح الأشخاص الذين ينوون استثمار أموالهم بالحصول على المشورة المالية لمعرفة مدى ملاءمة الاستثمار المقدمون عليه مع احتياجاتهم. ولا يُسمح بإعادة نشر هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون موافقة مسبقة من المجموعة المالية ـ هيرميس.

المجموعة المالية - هيرميس (جمهورية مصر العربية)
٥٨ شارع التحرير الدقى، الجيزة، مصر، صندوق بريد ١١٢٣١١

تليفون: ١١٤٠ ٣٣٣٢ ٢٠+ فاكس: ١٥٣٦ ٣٣٣٦ ٢٠+

رأس المال المصدر: ١٩٣٩٣٢٠٠٠٠٠

Bloomberg: EFGH | Reuters pages: EFGS .HRMS .EFGI . HFISMCAP .HFIDOM

EFG-HERMES.COM