

اتحاد اتصالات (موبايلي) روابط وثيقة

جدوى للاستثمار
Jadwa Investment

21 سبتمبر 2008

بحوث ودراسات الأسهم

السعر المستهدف لفترة 12 شهر 78 ريال	سعر السهم الحالي 45 ريال
أعلى من 88 ريال	أقل من 67 ريال
بين 88-83 ريال	بين 72-67 ريال
بين 82-73 ريال	بين 72-67 ريال
بيع	شراء
فكر في البيع	فكر في الشراء
انتظار	

الملخص الاستثماري

موبايلي هي الاسم التجاري لعمليات شركة اتحاد اتصالات الإماراتية في السعودية وهي المشغل الثاني للهاتف المحمول في المملكة، وتوفر الشركة مجموعة من منتجات وخدمات الاتصالات اللاسلكية كما تعكف على تطوير شبكة قومية من ألياف الاتصالات البصرية. ونعتقد أن سهم الشركة مقوم بأقل من قيمته العادلة عند مستواه الحالي.

إيجابيات الاستثمار:

- الأثر القوي لشركة "اتحاد اتصالات" الإماراتية أكبر مساهم في الشركة وأحد مشغلي الاتصالات الناجحين في المنطقة.
- التكامل بين المبيعات وأسلوب الخدمة مع إمكانية إيجاد مصادر إيرادات جيدة من خلال عمليات الاستحواذ الأخيرة.
- شبكة مبيعات قوية تغطي المملكة من خلال منح حقوق الامتياز ومنافذ البيع التابعة للشركة والموزعين.
- نظام تسويق فعال أتاح للشركة خلق اسم تجاري قوي بعد ثلاث سنوات فقط من بدء عملياتها.
- الاستهداف الناجح لشرائح متنوعة من العملاء داخل السوق السعودي.
- تنشيط في قطاع لصناعة الاتصالات يتمتع بمقومات كبيرة للنمو.

سلبيات الاستثمار:

- المنافسة المتوقعة من المشغل الثالث للهاتف المحمول "شركة زين" والتي بدأت عملياتها الشهر الماضي ستمثل تحدياً للأداء المالي لموبايلي.
- هيمنة موبايلي على سوق الاتصالات مسبقة الدفع الذي يعتبر أقل استقراراً من سوق المكالمات المفوترة مؤجلة الدفع.
- نسبة المديونية في المركز المالي للشركة مرتفعة للغاية نتيجة الديون الكبيرة.
- معايير السيولة ضعيفة بينما يرتفع عبء الديون، لكنه أمر طبيعي لشركة يتطلب نشاطها للصرف بمبالغ ضخمة خلال المرحلة المبكرة من عملياتها.

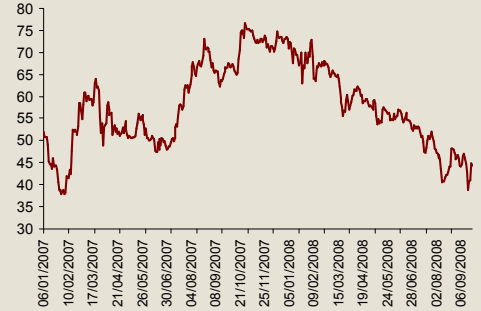
شراء

السعر المستهدف*: 78 ريال
السعر الحالي: 45 ريال
السعر العادل: 69 ريال
*لفترة 12 شهر

تفاصيل السهم

22,200	القيمة السوقية (مليون ريال)
500	عدد السهم المصدرة المتداولة (مليون)
299	عدد الأسهم المتاحة للتداول (مليون)
3.2	إيرادات السهم (ريال)
0	الربح الموزع للسهم (ريال)
12.87	القيمة الدفترية للسهم (ريال)
76.75	أعلى سعر في 52 أسبوع (ريال)
38.2	أدنى سعر في 52 أسبوع (ريال)

سعر سهم شركة موبايلي



المعايير الرئيسية للسهم

14.03	السعر للعائد (مكرر الربحية)
3.48	السعر/القيمة الدفترية
23.7	العائد على رأس المال (%)
7.5	العائد على إجمالي الموجودات (%)
55.1	الربح الكلي (%)
22.7	الربح التشغيلي (%)
0.36	معدل السيولة الفورية
1.02	درجة مخاطر السوق (معامل بيتا)
0.32	درجة مخاطر السهم (الانحراف المعياري)
7.12	عائد إيرادات السهم (%)



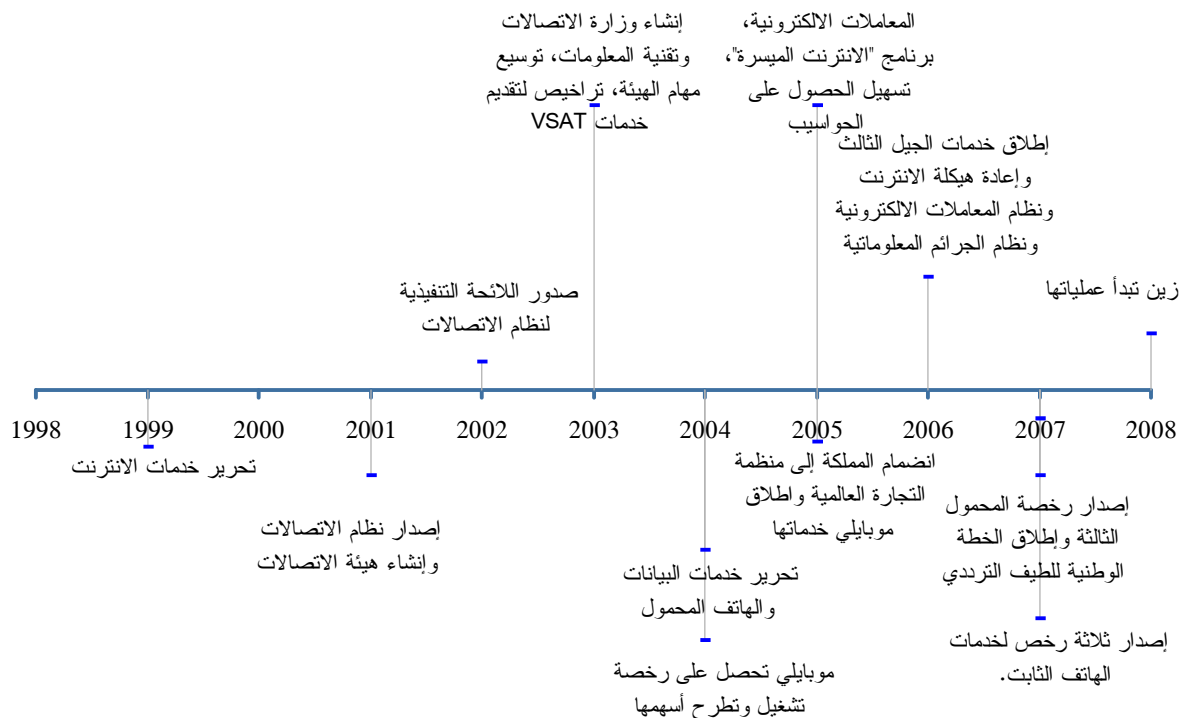
خلفية عن صناعة الاتصالات في المملكة

تحول قطاع الاتصالات السعودي خلال العقد الماضي من نشاط تحتكره الدولة إلى صناعة حرة ومنفتحة، وكانت عملية التحرير قد انطلقت في عام 1998م عندما انتقلت مسؤولية توفير خدمات الاتصال من وزارة البريد والبرق والهاتف إلى شركة جديدة هي "شركة الاتصالات السعودية" بهدف تطوير وتحسين فعالية قطاع ناضل كثيراً لتلبية متطلبات عملائه. وفي سبيل تسريع عملية تطوير البنية التحتية اللازمة تمت ترسية عقد بقيمة 4 بليون دولار على شركة "لوسنت تكنولوجيز" لنشر شبكة من الهاتف الثابت في كافة أنحاء المملكة وعقد آخر بقيمة 700 مليون دولار لتطوير شبكة للهاتف المحمول.

أجازت الدولة في عام 2001 قانون الاتصالات الذي حدد الإطار القانوني لهذه الصناعة وأسفر عن إنشاء جهة تنظيمية مستقلة هي "هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات"، ثم أنكسر احتكار شركة الاتصالات السعودية لخدمات الهاتف المحمول في عام 2004 عندما فازت شركة "إتحاد اتصالات" الإماراتية بالرخصة الثانية لتشغيل الهاتف المحمول في المملكة، واتخذت اسم "موبايلي" لعملياتها في السعودية كما طرحت 20 بالمائة من أسهمها في سوق الأسهم لتصبح شركة الاتصالات السعودية الثانية المدرجة في سوق الأسهم بعد شركة الاتصالات السعودية التي كانت قد طرحت 20 بالمائة من أسهمها العام السابق.

لقد أضفى انضمام المملكة إلى منظمة التجارة العالمية في عام 2005 طابعاً رسمياً لالتزامها بتحرير كامل قطاع الاتصالات والذي تحقق بعد أن انتهى احتكار شركة الاتصالات السعودية لشبكة الهاتف الثابت في عام 2007. وقد تم منح رخص للهاتف الثابت إلى تكتل تتزعمه شركة اتصالات البحرين وشركة PCCW من هونج كونج وشركة Verizon من الولايات المتحدة الأمريكية ويتوقع أن يبدأ مشغلو الهاتف الثابت الجدد هؤلاء عملياتهم مطلع العام القادم. ثم فازت شركة "زين" الكويتية العام الماضي بالرخصة الثالثة لتشغيل الهاتف المحمول وتم إدراجها في سوق الأسهم في مارس 2008، وقد انطلقت عمليات الشركة رسمياً بتاريخ 26 أغسطس 2008. وقد حفزت المنافسة المحتدمة طرح آخر التطورات في تقنية الاتصالات كما تم تحسن كبير في نطاق الخدمات المتاحة فضلاً عن انخفاض الرسوم الأسعار.

مراحل التطور في صناعة الاتصالات بالمملكة





الأوضاع الحالية

شبكة الهاتف الثابت: سجل النمو في أعداد خطوط الهاتف الثابت 4 بالمائة سنوياً خلال السنوات الست الماضية حيث بلغ العدد الإجمالي لتلك الخطوط 4 مليون خط في نهاية عام 2007 شكلت نسبة الهواتف المنزلية منها 73 بالمائة مما يضع المملكة في المرتبة الثانية من حيث عدد الهواتف الثابتة في الشرق الأوسط بعد مصر. وبلغ معدل انتشار الهاتف 16,3 بالمائة (أي 163 خط هاتف لكل 1,000 شخص) وهو معدل يفوق متوسط الانتشار لكافة الدول العربية والدول النامية، لكنها ضمن الأقل بين مجموعة الدول الخليجية. ويتوقع أن تؤدي المنافسة في قطاع الهاتف الثابت إلى رفع نسبة الانتشار خلال السنوات المقبلة.

شبكة الهاتف المحمول: قفز عدد مشتركي الهاتف المحمول في المملكة من 2,5 مليون مشترك فقط عام 2001 إلى 28,4 مليون في نهاية عام 2007، وقد انضم خلال العام الماضي وحده ما يقارب 8,7 مليون مشترك. وبلغت نسبة تغلغل الهاتف المحمول 116 بالمائة بنهاية العام الماضي وهو معدل يقل عن معظم المعدلات في دول الخليج الأخرى ولكنه يفوق كثيراً المتوسط في الدول الأخرى في منطقة الشرق الأوسط. وتشير دراسة أجرتها هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات إلى أن مشتركي نظام الدفع المقدم يشكلون أغلبية المشتركين (بنسبة 83 بالمائة) وهي نسبة تتفق مع النمط السائد في الأسواق المشابهة حول العالم.

الإنترنت: بلغ عدد مستخدمي شبكة الإنترنت في المملكة بنهاية عام 2007 حوالي 6,4 مليون شخص وهو أعلى رقم بين الدول العربية، كما بلغت نسبة تغلغل الإنترنت 26 بالمائة وزاد عدد المستخدمين بنسبة 36 بالمائة في العام منذ عام 2001 كما قفز عدد مشترك خدمة النطاق العريض من 24,000 في عام 2004 إلى أكثر من 623,000 بنهاية عام 2007 وقد ارتفع تعدادهم قرابة عشرة أضعاف فقط خلال السنتين الماضيتين. وقد حدّ النقص في مزودي الخدمة من النمو في استخدام الإنترنت وخاصة مستخدمي النطاق العريض ولكن يتوقع أن تساعد سياسة تحرير خدمات الهاتف الثابت على توفير هذه التقنية.

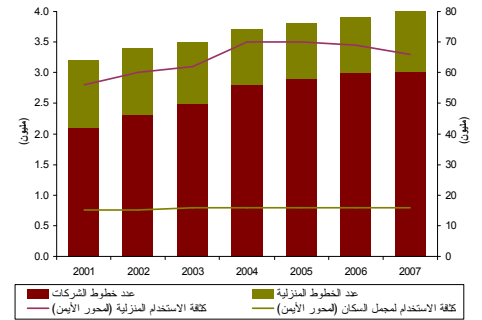
عدد مشتركين	عدد مستخدمي	معدل انتشار	عدد مشتركين	عدد مستخدمي	معدل انتشار
الهاتف الثابت	الهاتف الثابت	الهاتف الثابت	الهاتف الثابت	الهاتف الثابت	الهاتف الثابت
(بالمليون)	(بالمليون)	(بالمليون)	(بالمليون)	(بالمليون)	(بالمليون)
3.5	3	8%	21	61%	10%
0.2	0.2	25%	0.8	115%	23%
3.8	11	15%	17	28%	5%
0.7	0.6	11%	4.5	80%	10%
4.7	3.8	18%	19.6	82%	20%
0.8	0.5	19%	1.8	100%	25%
0.8	0.6	18%	1	29%	14%
0.2	0.4	16%	1.2	70%	9%
0.1	0.3	28%	0.2	100%	14%
1.7	3.2	19%	3.5	27%	10%
1.7	1.5	30%	5	126%	40%
0.9	1	5%	2	12%	5%

المعدلات:

الدول العربية	11%	35%	7%
الدول المتقدمة	52%	82%	60%
الدول النامية	15%	30%	10%
العالم	20%	40%	16%

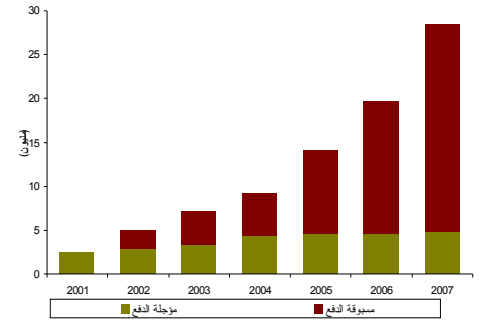
المصدر: شركة جدوى، هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات السعودية

درجة تغلغل الخطوط الثابتة



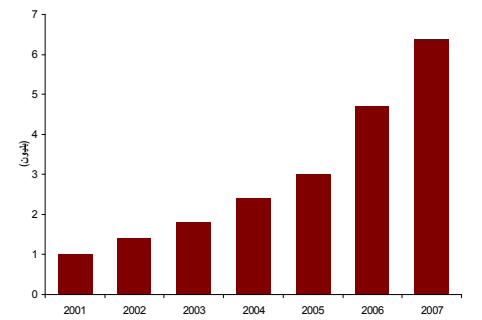
المصدر: جدوى وموبيلي و هيئة الاتصالات

أعداد مشتركي الهاتف الجوال



المصدر: جدوى وموبيلي و هيئة الاتصالات

مستخدمي الإنترنت



المصدر: جدوى وموبيلي و هيئة الاتصالات



العوامل التي تدعم نمو صناعة الاتصالات في المملكة

- **التركيبة السكانية:** تتميز المملكة بأن نسبة كبيرة من سكانها من صغار السن كما أن معدل النمو السكاني فيها مرتفع جداً حيث تتراوح أعمار 32 بالمائة من السعوديين بين 15 و 29 عاماً وهي الفئة العمرية التي يستهدفها جميع مشغلي الهاتف. كذلك يساهم تدفق العاملين الأجانب المستمر (صدرت أكثر من مليون تأشيرة عمل جديدة العام الماضي وحده) في زيادة الطلب على خدمات الاتصالات.
- **تكاليف الأجهزة:** من المرجح أن تواصل الابتكارات التقنية والمنافسة وسط قطاع التجزئة تأثيرها في خفض أسعار أجهزة الهواتف المحمولة والكمبيوترات وبالتالي زيادة عدد المشتركين في الخدمة. وقد تسبب الهبوط في أسعار الكمبيوترات في خلق زيادة كبيرة في الطلب على التوصيل بشبكة الانترنت وخدمة النطاق العريض.
- **المنافسة الخارجية:** سيؤدي وجود مشغلي اتصالات أجنبية جدد في المملكة إلى خلق المزيد من المنافسة وخفض الأسعار وتوفير خدمات وتقنيات جديدة مما يقود إلى زيادة الطلب على الاتصالات.
- **سياسة الدولة:** تسعى الدولة في المملكة إلى توسيع ونشر استخدام الانترنت بين أفراد المجتمع حيث تم تزويد طلاب المدارس والجامعات بوصلات انترنت وهناك خطة حكومية تهدف إلى إتاحة الفرصة للأفراد للحصول على كمبيوترات بأسعار منخفضة. وعلاوة على ذلك تم تجهيز المدن الاقتصادية التي يجري تشييدها الآن بأحدث التقنيات كما تخطط إمارة الرياض لتغطية المدينة بأكملها بخدمة الانترنت اللاسلكي.
- **توفر تقنية التوصيل:** حالياً أتاحت تقنية 3,5 جيجا (3.5G) التي توفر الاتصال بشبكة الانترنت لاسلكياً من خلال عدد من الأجهزة، أتاحت للعملاء الاتصال بالانترنت حتى في المواقع التي لا توجد فيها شبكة هاتف ثابت (وبالتالي لا توجد توصيلات انترنت) كما أتاحت إمكانية توصيل الهاتف المحمول بشبكة الانترنت.
- **زيادة حجم المعلومات المتاحة باللغة العربية على شبكة الانترنت:** بالتأكيد ستقود الزيادة في عدد البرامج ومواقع الانترنت التي تستخدم اللغة العربية إلى نمو الطلب على خدمة التوصيل بشبكة الانترنت.

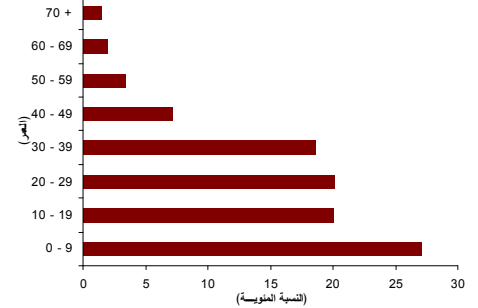
الإيرادات

قفزت إيرادات الاتصالات من 20 بليون ريال عام 2001 إلى 43 بليون ريال عام 2007 بسبب الزيادة الكبيرة في عدد المشتركين، وقد شكلت خدمات الهاتف المحمول 80 بالمائة تقريباً من إيرادات الاتصالات عام 2007 مقارنة بنسبة 40 بالمائة عام 2002.

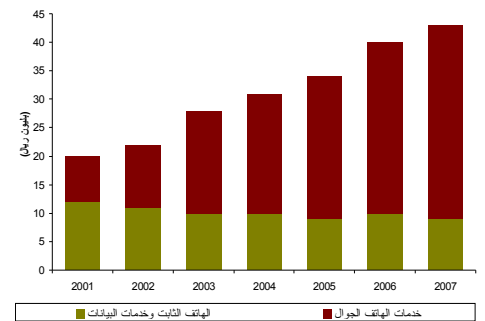
وفيما يلي الأسباب التي أدت إلى تفوق الإيرادات من خدمات الهاتف المحمول على إيرادات الهاتف الثابت:

- سهولة الاتصال الفوري ووجود شبكة لخدمة التجوال في كل المنطقة.
- يحتوي جهاز الهاتف المحمول على مجموعة من الخصائص الجذابة مثل الكاميرات ووصلات الانترنت.
- أسعار المكالمات المحلية والدولية عبر الهاتف المحمول أرخص من أسعارها عبر الخطوط الثابتة.
- تركيب الخط الثابت يحتاج إلى فترة زمنية أطول والحصول عليه أكثر تعقيداً من الحصول على هاتف محمول.
- زيادة عدد أبراج شبكة الهاتف المحمول أدى إلى تحسين مستوى التغطية وكذلك تعزيز الثقة في شبكة الهاتف المحمول.

فئة الشباب تغلب على السكان



إيرادات الاتصالات



المصدر: جدوى وموبايلي وهيئة الاتصالات



تداعيات دخول المشغل الجديد

من المؤكد أن دخول شركة "زين" في السوق سيؤدي إلى احتدام المنافسة في قطاع الاتصالات. وكانت شركة الاتصالات السعودية قد تباطأت في ردة فعلها حيال دخول شركة موبايلى مما أفقدها 31 بالمائة من حصتها في السوق خلال سنة واحدة من بدء موبايلى عملياتها. لكن المشغلين الحاليين كليهما يعتبران في وضع أفضل للتعامل مع قضية المنافسة هذه المرة، حيث أجرت شركة الاتصالات السعودية تحسينات رئيسية في تقنياتها كما حسنت برنامجها لخدمة العملاء في محاولة منها لزيادة عدد المشتركين ومضاعفة الأرباح، ومن جانبها تسعى شركة موبايلى سعياً حثيثاً إلى تسويق خدماتها وتعزيز استخدامها للتقنيات المتطورة استعداداً لمقدم شركة "زين". ولا ريب أن "زين" مشغل إقليمي ذو خبرة طويلة وفي اعتقادنا أنه سيقطع حوالي 5 بالمائة من حصة السوق خلال السنة الأولى.

ومما لا شك فيه أن دخول شركة "زين" سيخلق ضغطاً على مستوى الأسعار والأرباح والمقدرة على المحافظة على العملاء، حيث نرجح أن يطرح جميع المشغلين أسعاراً أكثر تنافسية تؤثر على متوسط العائد من المشترك فضلاً عن تقديم مزاي وخدمات إضافية تشمل البيانات عالية السرعة والتصوير والتسليم وخدمات تحديد الموقع كما نتوقع تبايناً أكبر بين الخدمات المقدمة إلى مختلف أنواع العملاء.

خلفية عن الشركة

موبايلى شركة مساهمة عامة يبلغ رأسمالها المصرح به والمدفوع 5 بليون ريال، وقد أعلنت أنها سترفعه بواقع 40 بالمائة ليصل إلى 7 بليون من خلال إصدار أسهم حقوق أولوية، ويبلغ عدد أسهم الشركة المصدرة حالياً 500 مليون سهم، أما موبايلى فهو الاسم التجاري للعمليات التي تنفذها شركة اتحاد اتصالات الإماراتية في المملكة العربية السعودية وهي المشغل الثاني لخدمات الهاتف المحمول في هذا البلد.

حصل التكتل الذي قادتته شركة اتحاد اتصالات الإماراتية على الرخصة الثانية لتشغيل الهاتف المحمول في السعودية في أغسطس 2004 مقابل عرض بلغت قيمته 12,2 بليون ريال سعودي كما فاز نفس التكتل برخصة الجيل الثالث ج (G3) في ديسمبر 2004 مقابل 753,8 مليون ريال أخرى. وتعمل اتحاد اتصالات في المملكة بموجب شرط يلزمها بإدخال 5 مستثمرين سعوديين على الأقل كشركاء معها والموافقة على طرح 20 بالمائة من أسهمها في سوق الأسهم السعودية. وقد فاقت الأموال المقدمة من المكتتبين في الطرح الأولى المبلغ المطلوب بنسبة 51 بالمرة وتم إدراج الشركة في سوق الأسهم السعودية في أكتوبر 2004.

تبنت شركة اتحاد اتصالات الاسم التجاري موبايلى وبدأت عملياتها في المملكة عام 2005 وقد دخلت إدارة موبايلى في اتفاقية خدمات مع اتحاد اتصالات تدفع بموجبها موبايلى مصاريف إدارية سنوية قدرها 37,5 مليون ريال (10 مليون دولار). وتشمل الخدمات التي تقدمها اتحاد اتصالات خدمات استشارية في بعض المجالات مثل خدمات العملاء وإدارة الاستثمارات الرأسمالية والخدمات الإدارية العليا.

وتوفر موبايلى حالياً مجموعة من منتجات وخدمات الاتصالات اللاسلكية صُممت لتلبية احتياجات ورغبات مجموعة العملاء الذين تستهدفهم من الأفراد والشركات والقطاعات الحكومية. وقد استطاعت موبايلى من خلال الحملات الإعلانية والدعائية الضخمة والأسعار التنافسية والمنتجات المبتكرة من بناء قاعدة من المشتركين بلغ عددهم 11,1 مليون بنهاية عام 2007 (حوالي 47 بالمائة من إجمالي السوق). ويقوم نظام التوزيع الذي تنتهجه موبايلى على التوزيع من خلال مواقع تملكها وتديرها الشركة نفسها ومنافذ بيع بنظام الامتياز تحمل شعار شركة موبايلى وأخيراً منافذ بيع تحمل شعار مشترك لموبايلى والشركة الموزعة. وبالإضافة إلى نظام التوزيع هذا تعتمد موبايلى على 939 موزعاً معتمداً وأكثر من 4,000 بائع منتشرين في جميع أنحاء المملكة.



ملكية الشركة

2007	2004	
26.25%	35%	شركة اتحاد اتصالات شركة إماراتية تقدم خدمات الاتصالات
11.25%	15%	المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية إحدى مؤسسات التقاعد التابعة للدولة
5.63%	7%	مستثمرين سعوديين شركة عبد العزيز الصغير للاستثمار
3.38%	4%	شركة عبد الله وسعيد بن زقر
4.50%	6%	شركة الجميح القابضة مجموعة شركات كابلات الرياض
4.50%	6%	رنا للاستثمار
40%	20%	أسهم مدرجة في سوق الأسهم

التقنية

تعتبر القاعدة التقنية لشركة موبايلى من أرفع المستويات، حيث تملك الشركة بنهاية عام 2007 حوالي 4,843 محطة أساسية تغطي معظم مناطق المملكة منها 993 محطة قادرة على تقديم خدمات الجيل الثالث. وقد أتاحت شبكة الجيل الثالث لشركة موبايلى تقديم خدمات الانترنت حتى في المواقع التي لا تتوفر فيها توصيلات هاتفية كما ساهمت بصورة كبيرة في عمليات الشركة وستصبح مصدر الدخل الرئيسي خلال السنوات القادمة.

ويعتبر أهم تطور تقني حققته موبايلى هو إنشاء شبكة الألياف البصرية بقيمة بليون ريال وستغطي هذه الشبكة التي يبلغ طولها 12,500 كيلومتر جميع المدن الرئيسية في المملكة، ويتضمن المشروع تركيب العديد من المحطات الأساسية اللاسلكية بهدف إنشاء مراكز بيانات بسعات كبيرة وتوصيل حلقات من الألياف البصرية في الرياض وجدة والخبر والدمام. وستتيح هذه الشبكة بعد تشغيلها المتوقع في نهاية عام 2008 تقديم خدمات النطاق العريض والفيديو عالية السرعة من خلالها خطوطها الهاتفية الثابتة بالإضافة إلى خدمات الهاتف المحمول، وتشكل هذه التقنية اللاسلكية تهديداً لشركة الاتصالات السعودية باعتبارها المشغل الوحيد في المملكة الذي يوفر للمستخدمين خدمات الاتصال بشبكة الانترنت عبر الموديم (من خلال خطوط دي إس إل DSL)، ويتعين إستخدامها بكثافة في سياق جهود المملكة لتحفيز استخدام خدمات الانترنت اللاسلكية.

المنتجات والخدمات

طرح موبايلى بنهاية عام 2007 حوالي 44 صنفاً من الخدمات تتراوح بين برامج التسلية وخدمات الاتصال وتستهدف شرائح معينة من السوق السعودية تشمل الشباب والنساء والشركات، وهي تعتبر أول مشغل يستهدف بصورة خاصة قطاع الشركات وذلك بإنشائها لخدمة موبايلى بيزينيس (Mobily Business) وهي خدمة منفصلة عن العروض التي تقدمها الشركة للسواد الأعظم من عملائها في السوق. وقد أدخلت خدمة موبايلى بيزينيس هواتف بلاكبيرى (Blackberry) في المملكة مما جعل أكثر من 20 بنك ومؤسسة تجارية تتضم كعملاء لهذه الخدمة. كذلك قدمت موبايلى خدمة الانترنت عالية السرعة عبر الهاتف المحمول والتي تشتمل على عمليات تحميل غير محدودة وتخفيضات للعملاء الذين يتصلون بالانترنت مستخدمين أنظمة GPRS و HSDPA.



لقد بذلت موبايلى جهداً كبيراً في سبيل كسب ولاء عملائها والمحافظة عليهم وذلك من خلال تنظيم برنامج يسمى "نقاطي" يحصل بموجبه جميع مشتركي موبايلى بصورة آلية على نقاط يتحدد عددها تبعاً لإنفاقهم في المكالمات، ويستطيع أولئك المشتركين استبدال نقاطهم تلك برسائل نصية أو استخدام الانترنت. وتعتبر برامج كسب الولاء وسيلة مهمة للمحافظة على العملاء وقد تضاعف التركيز عليها بسبب قدوم شركة "زين".

الاستحواذ

استحوذت موبايلى على اثنين من شركات تقنية المعلومات السعودية أو لاهما هي شركة "بيانات الأولى لخدمات شبكة الانترنت" وهي شركة تقدم المعلومات وخدمات الانترنت. وكانت شركة بيانات الأولى قد حصلت قبيل عملية الاستحواذ في سبتمبر 2007 على رخصة من هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات للقيام ببناء وتشغيل شبكة قومية جديدة للاتصالات المرئية والبيانات والاتصال اللاسلكي، وتعكف الشركة حالياً على بناء وتشغيل بوابة دولية يتم من خلالها الاتصال بشبكة الانترنت. ويتيح استحواذ موبايلى على هذه الشركة تنويع خدماتها بالدخول في سوق واي ماكس (WIMAX) وتقديم خدمات نقل البيانات إلى عملائها.

اشترت موبايلى في يوليو 2008 شركة "زاجل" التي تعتبر أول مزود خدمة انترنت في المملكة مقابل 80 مليون ريال سعودي، وقد دأبت هذه الشركة على تقديم البيانات وخدمات الاتصال بالانترنت منذ عام 1989 ولها قاعدة عريضة من العملاء تشمل بعض الوزارات الحكومية والشركات الكبيرة وقد دخلت في شراكة مع شركات محلية ودولية مثل سيسكو (SISCO) وآي بي إم (IBM).

في سعيها لتوفير خطوط الانترنت دي إس إل تعتمد زاجل وغيرها من شركات تقديم خدمات الانترنت في الوقت الحالي اعتماداً كلياً على شركة الاتصالات السعودية حيث أنها الشركة الوحيدة التي تملك شبكة دي إس إل في المملكة. عند اكتمال شبكة "شركة بيانات الأولى" سيصبح استخدام شركة "زاجل" كمزود خدمة انترنت مصدر إيرادات جيد لموبايلى. وبالإضافة إلى أن هذه الشبكة الجديدة ستؤدي على الأرجح إلى خفض رسوم تصفح الانترنت فهي ستؤدي كذلك إلى جذب مزودي خدمة آخرين من شبكة شركة الاتصالات السعودية وبالتالي زيادة إيرادات موبايلى.

ولتقليل التكاليف وتعزيز الخدمات التي تقدمها موبايلى إلى عملائها تم إنشاء شركة "موبايلى لتقنية المعلومات" في بانغلور بالهند في مارس 2008 وذلك بهدف توفير حلول لتقنية المعلومات وتقديم خدمات استشارية للشركة الأم في مجالات مثل إصدار الفواتير وإدارة علاقات العملاء وتقديم الخدمة ويعمل في الشركة حالياً أكثر من 100 موظف يتوقع زيادة عددهم بنهاية العام.

شهرة الشركة

استثمرت موبايلى مبالغ ضخمة كي تخلق لنفسها اسم وعلامة تجارية قويتان في المملكة، وهي تستخدم التلفزيون والصحف ولوحات الإعلانات وترعى أحد أندية كرة القدم الكبرى كوسائل دعائية تستهدف مجموعتين هما الشباب من الفئة العمرية 15-30 سنة والشركات. وقد استهدفت موبايلى من هاتين الفئتين بصفة خاصة باعتبارهما الأكثر إنفاقاً على تقنية الهاتف المحمول حيث أن جذب أولئك العملاء والمحافظة عليهم سيخلق قاعدة عريضة من المشتركين تتحقق من خلالها زيادة الإيرادات. لقد ارتفعت تكاليف التسويق والإعلان العام الماضي إلى 466 مليون ريال بزيادة قدرها 28 بالمائة وهو إنفاق نعتقد أنه ضروري حيث لم تبدأ الشركة عملياتها إلا قبل 3 سنوات فقط كما أنها تواجه الآن منافسة جديدة.

الإدارة

تمكنا من الاجتماع مع بعض مسؤولي الشركة في سياق إعداد هذا التقرير. تتألف إدارة شركة موبايلى من فريق متجانس من المحترفين الذي يجمعون بين التخصص في



صناعة الاتصالات والخبرة العملية الطويلة، وقد تمكن هذا الفريق من إنجاز خطة الشركة وناضل أفرادها بشدة من أجل إدخال أحدث التقنيات والمنتجات والخدمات في المملكة. وستختبر المنافسة الشديدة المتوقعة بعد دخول شركة زين إلى السوق قدرة الفريق الإداري على الاستمرار في الابتكار كي تحافظ على مشتركي موبايلي.

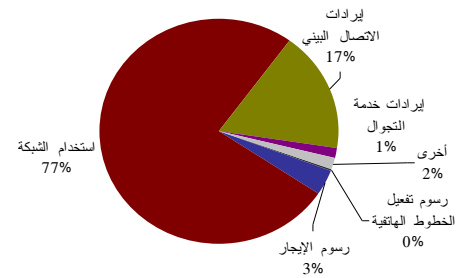
ونعتقد أن قطاع الاتصالات في المملكة يواجه حالياً مشكلة النقص في الأشخاص المحترفين المؤهلين ذوي الخبرة الكافية، وهي مشكلة ستكون نتيجتها الحتمية ارتفاع المرتبات مع احتمال حدوث بعض التأخير في تقديم الخدمات الجديدة. بلغ عدد منسوبي موبايلي 3,000 موظف في نهاية عام 2007 وقد تجاوزت نسبة السعودة فيها 80 بالمائة.

التحليل المالي للشركة

نمت عائدات شركة موبايلي نتيجة لزيادة عدد مشتركها حيث بلغ إجمالي عائداتها العام الماضي 8,4 بليون ريال بزيادة قدرها 44 بالمائة وذلك نتيجة لزيادة الإيرادات من المكالمات. ويمكن تصنيف الإيرادات كما يلي:

- **استخدام الشبكة:** تشمل الإيرادات من جميع المكالمات الصادرة وغيرها من الخدمات مدفوعة القيمة مثل إرسال الرسائل النصية والتحميل، وقد شكلت هذه الفئة من الإيرادات حوالي 76 بالمائة من إيرادات موبايلي عام 2007.
- **إيرادات الاتصال البيني:** تشمل الإيرادات التي يتم تحصيلها من مشغلي شبكات الاتصال الآخرين الذين يستخدمون شبكة موبايلي وشكلت عام 2007 حوالي 17 بالمائة من إيرادات الشركة.
- **رسوم الإيجار:** رسوم شهرية تفرض على المشتركين الذين يسدون قيمة مكالماتهم بفواتير أجلة وشكلت عام 2007 حوالي 3,5 بالمائة من إيرادات الشركة.
- **إيرادات خدمة التجوال:** تشمل الإيرادات التي تحصل عليها الشركة مقابل خدمة التجوال التي تقدمها للزائرين الذين يستخدمون شبكة موبايلي أثناء وجودهم في المملكة وكذلك لعملاء موبايلي عند استخدام هواتفهم خارج المملكة. وشكلت هذه الفئة من الإيرادات العام الماضي حوالي 1,3 بالمائة من إيرادات الشركة.
- **رسوم تفعيل الخدمة:** هي رسوم يدفعها المشتركون الجدد لمرة واحدة فقط مقابل تفعيل الخدمة في خطوطهم الهاتفية وشكلت العام الماضي حوالي 0,3 بالمائة من إيرادات الشركة.
- **أخرى:** تشمل جميع أنواع الإيرادات الأخرى والتي شكلت عام 2007 ما يقارب 1,6 بالمائة من إيرادات الشركة.

عناصر الإيرادات



بالرغم من ارتفاع التكاليف نتيجة لتزايد عدد المشتركين إلا أن ارتفاعها كان بمعدل أقل مما ارتفعت به الإيرادات. وشكلت تكاليف الاتصال بين الشبكات تقريباً نصف تكاليف شركة موبايلي العام الماضي تلتها عمليات التحويل للحكومة والتي زادت بأكثر من الضعف العام الماضي.

يقيس هامش إجمالي الأرباح النسبة المئوية لعائد إجمالي المبيعات التي تحققها موبايلي بعد تحمل نفقات التشغيل المباشرة المرتبطة بإنتاج الخدمات المباعة، وقد تحسن إجمالي الأرباح نتيجة لارتفاع الإيرادات. وقد بلغ هامش الأرباح لشركة موبايلي عام 2007 حوالي 55,1 بالمائة، وكذلك جاء صافي الأرباح إيجابياً عام 2006 حيث بلغت نسبته 12 بالمائة ثم ارتفع العام الماضي إلى 16,6 بالمائة.



معايير الربحية (نسبة مئوية)

2007	2006	2005	
16.6	12	70.3-	هامش الربح الصافي
7.5	4	14.4-	العائد على رأس المال
23.7	15.5	29.5-	العائد على الأصول
15	16.5	59.0-	العائد على رأس المال الاستثماري

وقد تحسنت معايير الربحية نتيجة النمو السريع في عدد المشتركين حيث أصبحت إيجابية عام 2006 ثم واصلت ارتفاعها خلال عام 2007. بلغ العائد على الأصول 23,7 بالمائة بينما بلغ العائد على رأس المال الاستثماري 15 بالمائة العام الماضي.

تمكنت موبايلي عام 2007 من الحصول على صفقة تمويل وفقاً للضوابط الشرعية بقيمة 10,8 بليون ريال من مؤسسات مالية محلية وإقليمية ودولية. ومن أجل ضمان الجزء الأكبر من هذا القرض استخدمت موبايلي حقوق المكالمات كسلعة باعتها لتلك المؤسسات المالية. بعد ذلك تم بيع تلك الحقوق مرة أخرى إلى موبايلي مقابل ربح بسيط، وتتكفل موبايلي بدورها بتوزيع تلك الحقوق إلى مشتركيها. وكان الغرض من ضخ تلك الأموال هو تسديد قرض قصير الأجل بقيمة 7,1 بليون ريال ولتمويل أعمال التوسعة المستقبلية. كذلك حصلت موبايلي على رأسمال تشغيلي ودعم مالي عن طريق نظام المراجعة، لكن لم يتم بعد السحب عليها حسبما افادت به إدارة الشركة.

التسهيلات التمويلية

مليون ريال سعودي

9,178.50	تسهيلات التمويل عن طريق حقوق المكالمات
750	تسهيلات المراجعة للحصول على رأسمال تشغيلي
843.75	تسهيلات المراجعة للحصول على دعم مالي

ستسدد موبايلي ذلك القرض خلال 6 سنوات على أساس نصف سنوي، وتختلف قيمة قسط الدين حسب عمولة التمويل وغيرها من الشروط. هذه الهيكلية تعتبر أن هذا القرض طويل الأجل بينما يعتبر القرض الذي تم سدادته قصير الأجل. أيضاً حصلت موبايلي على تسهيلات تمويلية قصيرة الأجل من مؤسسات مالية محلية بقيمة 1,5 بليون ريال لتمويل صفقة الاستحواذ على شركة "بيانات الأولى".

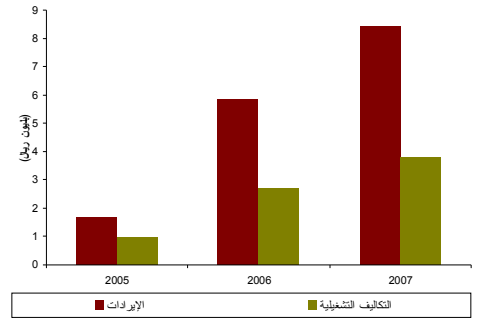
يؤدي تحويل الدين إلى قرض طويل الأجل إلى تحسين مستوى معايير السيولة ومع ذلك تظل منخفضة جداً بسبب الاقتراض الضخم والصرف خلال المراحل الأولى لعمليات التشغيل في الشركة. يشهد معدل السيولة الجارية الذي يقيس نسبة الموجودات الجارية إلى المطلوبات الجارية ارتفاعاً من مستوى منخفض جداً وكذلك الحال بالنسبة لمعدل السيولة الفورية الذي يقيس قيمة الموجودات السائلة المتاحة لمقابلة الدين الجاري. وعموماً، تعتبر المعدلات التي تقل عن 1,0 ضعيفة لكن نتوقع أن ترتفع خلال السنوات القادمة.

معدلات السيولة

2008	2007	2006	2005	
(النصف الأول)				
0.37	0.52	0.18	0.11	معدل السيولة الجارية
0.27	0.36	0.11	0.03	معدل السيولة الفورية
-5,865	-2,916	-9,502	-9,602	صافي رأس المال التشغيلي (مليون ريال سعودي)

تحسنت معايير المديونية خلال السنوات الثلاث الماضية بسبب تسارع العمليات التشغيلية للشركة.

الإيرادات والتكاليف التشغيلية





معايير المديونية

2008

(النصف الأول)

2007 2006 2005

0.46	0.57	0.26	0.29
1.14	2.36	2.9	3.12
27.9	30	26	24
46.8	43	74	71

نسبة الدين طويل الأجل إلى إجمالي رأس

نسبة الدين إلى رأس مال الأسهم (%)

نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي الأصول

نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي رأس

بعد ثلاث سنوات من التشغيل ارتفعت موجودات موبيلي بنسبة 23 بالمائة وشكلت قيمة الرخصة الممنوحة حوالي 57 بالمائة من إجمالي الموجودات بنهاية عام 2007 تليها الأراضي والمصنع والمعدات بنسبة 28 بالمائة. تضاعفت العام الماضي الحسابات الدائنة وشكلت تقريباً نصف إجمالي الموجودات المتداولة بالشركة بنهاية العام، أما معدل السيولة الجارية ومعدل السيولة الفورية فقد انخفضتا في النصف الأول من عام 2008 بينما تراجع رأس المال التشغيلي سلباً وبصورة أكبر.

ارتفعت المطلوبات بنسبة 13 بالمائة منذ عام 2005 نتيجة للمزيد من الاقتراض كسبب رئيسي والذي جاء بهدف تمويل أعمال التوسعة والصيانة وكان أكبر بند في المطلوبات هو القروض طويلة الأجل والتي شكلت 57 بالمائة من إجمالي الدين في نهاية عام 2007 يليه الدائنون بنسبة 22 بالمائة. وقد تضاعفت مطالبات الدائنون العام الماضي بأكثر من الضعف نتيجة لزيادة مشتريات موبيلي من مورديها.

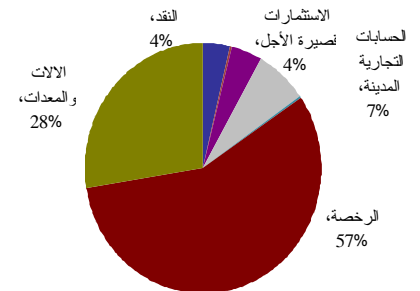
نتائج أعمال الشركة خلال النصف الأول من عام 2008

جاءت نتائج النصف الأول لعام 2008 مشجعة حيث ارتفع صافي الدخل بنسبة 40 بالمائة مقارنة بالنصف الأول لعام 2007، وقد تعززت المبيعات نتيجة للزيادة الكبيرة في أعداد المشتركين الذين ارتفعت أعدادهم بنسبة 24 بالمائة وكذلك الزيادة في الإيرادات التشغيلية التي بلغت 22 بالمائة. وبالرغم من أن منتجات الجيل الثالث المتطورة قد ساهمت بشدة في نمو الإيرادات إلا أننا نعتقد أن الدخل من المكالمات مؤجلة الدفع والمكالمات مسبقة الدفع يظل هو العامل الرئيسي في تحقيق الإيرادات. وقد ارتفع إجمالي الموجودات بنسبة 30 بالمائة نتيجة لاستحواذ موبيلي على شركة "بيانات الأولى" كسبب رئيسي. كذلك ارتفعت المطلوبات الجارية بنسبة 122 بالمائة بسبب الاقتراض الكبير قصير الأجل لتمويل صفقة الاستحواذ على شركة "بيانات الأولى" وأيضاً بسبب التسهيلات التمويلية التي حصلت عليها الشركة من خلال إعطاء حقوق المكالمات للمؤسسات الممولة.

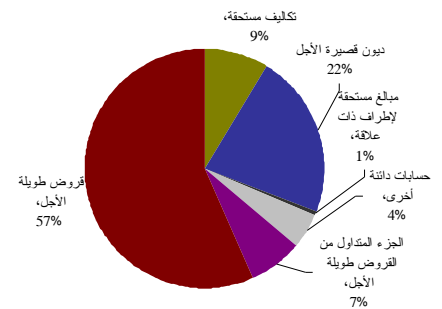
الأداء ربع السنوي
(ألف ريال سعودي)

الربع الثاني		النصف الأول		
2007	2008	2007	2008	
2,028,608	2,543,553	3,905,162	4,851,341	إيرادات الخدمة
1,108,899	1,413,011	2,094,306	2,636,613	إجمالي الربح
303,845	448,407	554,455	774,421	صافي الدخل
0.61	0.9	1.11	1.55	عائدات السهم (ريال سعودي)

عناصر الموجودات (نهاية 2007)



عناصر المطلوبات (نهاية 2007)





تقييم سهم شركة موبايلى

اعتمدنا في تقديرنا للقيمة العادلة لسهم "موبايلى" على دمج أسلوب خصم التدفقات النقدية مع أسلوب التقييم النسبي، مع تخصيص وزن نسبي لكل من الأسلوبين بحيث تلقى أسلوب خصم التدفقات النقدية 70 بالمائة بينما تلقى أسلوب التقييم النسبي 30 بالمائة.

حسابات خصم التدفقات النقدية

- سعر الفائدة عديم المخاطر: 4,11 بالمائة.
- علاوة مخاطر الأسهم: 9,30 بالمائة.
- معامل بيتا: 1,02 بالمائة.
- معدل النمو النهائي: 3 بالمائة.

التدفقات النقدية المتوقعة : أخذين في الاعتبار قدرة موبايلى على المحافظة على حصتها في السوق المتنامي للهاتف المحمول وزيادة تغلغل خدمات النطاق العريض والإيرادات القوية المتوقعة من شبكة الألياف البصرية الجديدة نتوقع أن يبلغ متوسط نمو صافي دخل الشركة حوالي 22 بالمائة، كما نتوقع أن يرتفع المعدل الإجمالي لتغلغل الهاتف المحمول من 116 بالمائة عام 2007 إلى 133 بالمائة في عام 2010، وبالرغم من أن هذا المعدل جاء أدنى من مستوياته التي حققها خلال السنوات الماضية إلا أنه يعتبر كافياً لخلق زيادة قوية في التغلغل كقيمة مطلقة بفضل ارتفاع معدل النمو السكاني.

وحيث أن صناعة الاتصال اللاسلكي تتجه نحو مرحلة النضج فإننا نعتقد أن النمو المستقبلي لموبايلى سيعتمد بدرجة كبيرة على قدرتها على توفير خدمات تقنية متطورة تتيح لعملاء الشركة الحاليين ترقية مستويات الخدمة التي يتلقونها. ويتطلب هذا الأمر من موبايلى أن توسع المساحة التي تغطيها شبكتها مع تحسين نوعيتها وزيادة أصناف منتجاتها وخدماتها، مما يعني زيادة نفقاتها في الاستثمار والتسويق. ونعتقد أن موبايلى ستقتطع لنفسها حصة سوقية في حدود 40 بالمائة.

مستقبل التوسع في قطاعات الاتصال

2012	2011	2010	2009	2008	
16.5	16.6	16.7	16.6	16.8	تغلغل الهاتف الثابت (%)
131.7	129.3	127.4	125.6	117.2	تغلغل الهاتف المحمول (%)
82	66.9	56.6	43.3	32.6	تغلغل استخدام الانترنت (%)
4.9	4.5	4.1	3.9	3.8	تغلغل خدمة النطاق العريض (%)
					معدل استخدام الكمبيوتر (لكل 1,000)
308	288	268	251	232	
					إجمالي الصرف على تقنية المعلومات
10,869	10,064	9,319	8,549	7,772	

ونتوقع أن يرتفع مستوى تغلغل خدمة النطاق العريض بأكثر من الضعف خلال الخمس سنوات القادمة بحيث يصل إلى 23 بالمائة بحلول عام 2012 مما يجعلها العامل الرئيسي في نمو شركة موبايلى، وسيؤدي تعاظم تغلغلها إلى تحقيق إيرادات كبيرة من شبكة الألياف البصرية التي تمتلكها الشركة.

ومما لا شك فيه أن بدء شركة "زين" عملياتها التشغيلية سيخلق ضغطاً كبيراً على موبايلى من حيث أسعار الخدمات وهامش الأرباح والقدرة على استبقاء العملاء والمحافظة عليهم. وقد طرحت زين عروض مغرية منذ انطلاقتها في أغسطس، لذا نتوقع استحواذها على 5 بالمائة من السوق بنهاية هذا العام. وقد وافقت موبايلى على السماح لشركة زين باستخدام بنيتها التحتية من الاتصالات خلال فترة التشغيل الأولى وهو ما يعتبر مصدر إيرادات آخر للشركة. كذلك سيزداد صافي الدخل لموبايلى نتيجة



لعدد اتفاقية تقضي بتكليف شركات أخرى بتشغيل شبكتها مما سيؤدي إلى خفض تكاليف التشغيل بنسبة 20 بالمائة مقارنة بعام 2008. ولا نتوقع دخول مشغلين جدد في سوق الهاتف المحمول في المملكة خلال السنوات الخمس القادمة.

وقد اخترنا أسلوب خصم التدفقات النقدية الحرة المتاحة لحملة الأسهم باعتبارها المقياس الملائم للتوصل إلى التدفق النقدي الصافي الذي يعكس قيمة السهم من وجهة نظر المستثمر. ويمثل صافي التدفقات النقدية الحد الأقصى من النقد الذي يمكن توزيعه على حملة الأسهم دون التأثير على احتياجات الشركة الطبيعية من رأس المال التشغيلي وقد توصلنا إلى صافي التدفقات النقدية المتوفرة لحملة الأسهم بتقدير قيمة الاستهلاكات والنققات الرأسمالية وأقساط تسديد الدين والفروقات في رأس المال التشغيلي ثم إضافتها إلى أو خصمها من صافي الدخل حسب الحالة. وفي تقديرنا تتوفر لشركة موبيلي موارد كافية لتمويل عملياتها التشغيلية وقد أبلغتنا الإدارة أنها لا تنوي تحمل أي دين جديد.

وحسب تقديرنا في جدوى فإن القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المتاحة لحملة الأسهم في موبيلي مستقبلاً بين عامي 2008 و 2013 تبلغ حوالي 6,3 بليون ريال. من البديهي أن تستمر أعمال شركة موبيلي في تحقيق تدفقات نقدية لما بعد تلك الفترة ونرى أن معدل النمو المناسب للتدفقات النقدية النهائية لشركة "موبيلي" هو 3 بالمائة. وبإضافة القيمة الحالية للتدفقات النقدية النهائية إلى صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للفترة المشار إليها توصلنا إلى أن القيمة الإجمالية لشركة موبيلي تبلغ اليوم 40,4 بليون ريال. وبناءً على ما تقدم نعتقد أن قيمة سهم الشركة في تاريخ إعداد هذا التقييم تبلغ 80,9 ريال.

التقييم حسب أسلوب التحليل النسبي

أسلوب التحليل النسبي أو تحليل الشركات النظرية يقيم الشركة المعنية من خلال مقارنتها بشركات مساهمة عامة أخرى لها نفس الخصائص التشغيلية والمالية. ومن أهم المعايير المالية شائعة الاستخدام في هذه العملية معدل السعر إلى العائد (مكرر الربحية) ومعدل السعر إلى القيمة الدفترية. فإذا كان معدل الشركة أدنى من المعدل لدى الشركات النظرية وكذلك أدنى من متوسط المعدل في القطاع ككل يشير ذلك إلى أن السعر مقيم بأقل من قيمته العادلة والعكس بالعكس. إن الأساس المنطقي لاستخدام مكرر الربحية هو أن قوة العائدات هي المحرك الرئيسي لقيمة الاستثمار، أما معدل السعر إلى القيمة الدفترية فيقيس مدى استعداد المستثمرين لأن يدفعوا مقابل الوحدة من صافي أصول الشركة.

الشركة	الدولة	المتقدم	مكرر الربحية السعر إلى القيمة الدفترية
موبيلي	السعودية	14	3.49
الاتصالات السعودية	السعودية	9.4	3.2
اتحاد اتصالات	الإمارات	10.9	3.12
باتيلكو	البحرين	10.1	2.31
قطر تيليكوم	قطر	8.6	1.05
عمانتيل	عمان	10.3	4.9
زين	الكويت	16.3	2.99
الأردن تيليكوم	الأردن	14	3.15
المتوسط لمجموعة الشركات		11.7	3.03

وقد عقدنا مقارنة بين موبيلي ومجموعة من الشركات الإقليمية التي تعمل في مجال تشغيل الاتصالات. وبالرغم من أن بعض تلك الشركات توفر خدمات أكثر مما توفر موبيلي (مثل الخطوط الهاتفية الثابتة والتلفزيونات الموصلة بنظام الكابل) وتعمل في أكثر من سوق، إلا أننا نعتقد أن هناك أوجه شبه كثيرة تجعل من المقارنة أمراً مقبولاً. يتم تداول سهم شركة موبيلي حالياً عند مكرر ربحية متقدم يبلغ 14,0 وهو يعتبر من



أعلى مكررات الربحية بين شركات الاتصالات المختارة مما يوحي بأن سعر السهم الحالي أعلى نسبياً من السعر العادل، أما إذا نظرنا إلى السهم من منظور السعر إلى القيمة الدفترية فنجد أنه قريباً من متوسط الشركات النظيرة المختارة. وبناءً على تحليلنا لأداء الشركة في المستقبل فقد قدرنا إيرادات السهم لسنة قادمة عند 3,50 ريال كما قدرنا القيمة الدفترية للسهم لسنة قادمة عند 12,5 ريال.

بتطبيق إيرادات سهم موبايلى المتوقع على متوسط مكرر الربحية المتأخر لشركات القطاع لمدة سنة والذي يبلغ 11.7 نجد أن سعر سهم موبايلى يبلغ 41.3 ريال. وبتطبيق القيمة الدفترية المتوقعة لسهم شركة موبايلى على متوسط القيمة الدفترية لأسهم شركات القطاع والذي يبلغ 3,03 نجد أن سعر سهم موبايلى يبلغ 37.8 ريال. وبحساب متوسط النتيجتين نخلص إلى أن سعر سهم موبايلى يبلغ 39,5 ريال.

التوصية

بناءً على أسلوب التقييم المستخدم في التوصل إلى القيمة العادلة لسهم شركة موبايلى والذي خصص وزن نسبي لأسلوب خصم التدفقات النقدية يبلغ 68,5 بالمائة ووزن نسبي لأسلوب التقييم النسبي يبلغ 30 بالمائة. ومن أجل التوصل إلى سعر السهم المستهدف، نقوم بإعادة احتساب التدفقات النقدية لفترة 12 شهراً قادمة بعد تاريخ إجراء التقييم، ثم نلجأ لخصم القيمة المتأتمية باستخدام سعر الخصم الحالي، ونترك القيمة العادلة كما هي حيث أنها تأخذ التطورات المستقبلية في الاعتبار بحكم البتة. ونخلص مما تقدم إلى أن السعر المستهدف لسهم الشركة خلال فترة 12 شهراً قادمة يبلغ 77.5 ريال بينما يتداول سهم موبايلى عند مستوى 44,9 ريال، لذلك فإن توصيتنا بالنسبة لذلك السهم هي "الشراء".

مساهمة كل أسلوب	سعر السهم		
	الوزن	(ريال)	
طريقة خصم التدفقات النقدية	70%	80,9	56,6
طريقة التقييم النسبي	30%	39,5	11,9
السعر المستهدف خلال فترة اثني عشر شهراً			
القادمة			68.5
السعر المستهدف لفترة 12 شهر			77.5



شريط جدوى للتوصية بالأسهم

السعر المستهدف لفترة 12 شهر 78 ريال					سعر السهم الحالي 45 ريال				
↓					↓				
أعلى من 88 ريال	بين 88-83 ريال	بين 82-73 ريال	بين 72-67 ريال	أقل من 67 ريال					
بيع	فكر في البيع	انتظار	فكر في الشراء	شراء					

شريط التقييم الوارد في الصفحة الأولى من هذا التقرير هو الأسلوب الخاص الذي طورته شركة جدوى في شرح وتفسير التوصية الاستثمارية بطريقة سهلة ودقيقة قدر المستطاع، حيث تقوم فكرة الشريط على لوحة العلامات المروية التي يشير اللون الأخضر فيها إلى الانطلاق "الشراء" واللون الأصفر إلى تهدئة السرعة "الانتظار" أو التريث" واللون الأحمر إلى التوقف "البيع". ويقع السعر المستهدف خلال فترة الـ 12 شهراً القادمة في منتصف المنطقة الصفراء في شريط التوصية، وهو يختلف عن السعر العادل الذي يشير إلى قيمة السهم العادلة في تاريخ إجراء التقييم.

ونستخدم خمسة درجات من الألوان في شريط التوصية، تشير تلك التي تقع على جانبي المنطقة الصفراء في الشريط إلى التفكير في شراء أو بيع سهم الشركة، بينما يقع النطاق سعري لكل من الخيارات الخمسة داخل المنطقة الملونة. وقد تم ضبط هذه النطاقات السعريّة كي تعكس درجة تذبذب سعر السهم (باستخدام معدل التباين إلى الوسط الحسابي)، بحيث يتسع النطاق أو يضيق حسب درجة تذبذب سعر السهم تاريخياً.



مصفوفة تقييم أداء الشركة

يصنف الجدول أدناه مستوى الأداء في شركة موبيلي باستخدام ما نعتقد أنها العوامل الرئيسية للنجاح في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة (قطاع الاتصالات). ويشير اللون الأخضر إلى أداء إيجابي والأصفر إلى أداء متعادل والأحمر إلى أداء سلبي.

عصر التقييم	يستخدم في قياس	وضع الشركة موبيلي	الأداء
التقييم	القيمة المستهدفة للسهم خلال فترة 12	سعر السهم مقيم بأقل من قيمته العادلة.	
الإدارة	مدى الكفاءة والفعالية التي تدار بها الشركة.	فريق إداري قوي تمكن من اثبات كفاءة كبيرة خلال فترة عمل الشركة.	
الوضع التنافسي	وضعية الشركة بالنسبة للشركات الأخرى في القطاع.	موبيلي في وضع جيد ولديها مجموعة متنوعة من العملاء، لكن التحدي الذي يواجهها هو دخول شركة زين.	
سمعة وصيت الشركة	مدى انتشار اسم الشركة بين الناس وحجم تقديرهم واحترامهم لها.	رصدت موبيلي مبالغ ضخمة من أجل خلق اسم قوي ونجحت في ذلك.	
تشكيلة الانتاج	درجة الانسجام بين المنتجات ومجال الأنشطة وخطوط الانتاج والخدمات.	تستهدف موبيلي بمجموعة متنوعة من العملاء في المملكة، وسوف تساهم الاستحوادات الأخيرة في تنويع مصادر	
التقنية	مدى استخدام الشركة للتقنيات الحديثة أو مدى حاجتها لإستثمارات إضافية لتظل في وضع تنافسي جيد.	القاعدة التقنية التي تستخدمها موبيلي رفيعة المستوى.	
إمكانيات التوسع	موقع الشركة الآن في دورتها الحياتية وماهي المشاريع أو الخطط المستقبلية التي تعدها الشركة للمحافظة على زخم النمو.	شبكة الألياف البصرية والتكامل مع نظام زاجل سيعززان من إمكانيات التوسع لشركة موبيلي في قطاع يعتبر في الأصل سريع النمو.	
نوعية الخدمة	انطباع الزبائن عن الخدمات التي تقدمها الشركة.	يتأثر مشتركو موبيلي من انقطاع المكالمات والمسائل المتعلقة بنطاق تغطية الشبكة.	
الإفصاح والشفافية	مدى انفتاح الشركة واستعدادها فيما يتعلق بتقديم المعلومات ونشرها.	تعتبر موبيلي من أكثر الشركات انفتاحاً من حيث الشفافية والإفصاح في المملكة وبها إدارة لعلاقات المستثمرين تقوم بواجبها بطريقة جيدة.	
الربحية	النتيجة النهائية للعمليات التجارية للشركة مستخدمة جميع الموارد المتاحة لها.	تحسنت معايير الربحية تمشياً مع النمو السريع في قاعدة المشتركين.	
النشاط	مدى فعالية الإدارة في استغلال أصول الشركة.	عموماً تسير معايير النشاط في اتجاه التحسن بالرغم من أن معيار متوسط فترة	
الأداء	الكفاءة في استغلال الأصول لزيادة حجم المبيعات.	تواصل نمو المبيعات كنسبة من الموجودات الثابتة والموجودات الإجمالية	
السيولة	قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات الجارية وقصيرة الأجل في الوقت المناسب.	تحسنت معايير السيولة بدرجة كبيرة ولكنها تظل منخفضة جداً بسبب الاقتراض والصرف الكبيرين خلال المرحلة الأولى من عمليات التشغيل.	
التغطية	القدرة على التعامل مع المشاكل المالية	هناك بعض التحسن في معدلات تغطية	
معدل المديونية	كفاية رأس المال ومقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها على المدى الطويل	تحمل الشركة نسبة مديونية عالية جداً في الميزانية العمومية.	



أسلوب خصم التدفقات النقدية

يتم تحديد القيمة العادلة للسهم باستخدام أسلوب خصم التدفقات النقدية على مرحلتين؛ يتم في المرحلة الأولى تقدير صافي التدفقات النقدية المتوقع أن تحققها الشركة خلال فترة زمنية قادمة مع الأخذ في الاعتبار أوضاع الشركة ومركزها المالي وأحوال القطاع الذي تنشط فيه ومعطيات الاقتصاد. ثم ينتقل الأسلوب في الشق الثاني منه إلى تحديد المعدل المناسب الذي يستخدم في خصم التدفقات النقدية المستقبلية للتوصل إلى قيمة الشركة الحالية وهو ما يطلق عليه أيضاً معدل العائد المطلوب على الاستثمار أو تكلفة رأس المال.

بعبارة أخرى يتم تقدير قيمة الشركة الحالية من خلال تقدير التدفقات النقدية التي يتوقع أن تحققها الشركة مستقبلاً ومن ثم خصم تلك التدفقات حتى تاريخ التقييم باستخدام معدل خصم يعكس المخاطر المتوقع. وتتضمن هذه العملية إجراء تحليل دقيق لتقدير إيرادات الشركة ونفقاتها الرأسمالية ومعدلات استهلاك موجوداتها الثابتة واحتياجاتها من رأس المال التشغيلي وحاجتها للاقتراض.

كيفية إجراء حسابات التقييم

تحديد معدل الخصم المستخدم في تقدير القيمة الحالية: استخدمنا نموذج تسعير الأصول المالية (CAPM) في تقدير تكلفة رأسمال شركة موبايلى والذي يتطلب استخدام سعر فائدة يخلو من المخاطر وحساب علاوة مخاطر الأسهم طويلة الأجل ومعامل البيتا الخاص بالشركة.

- **سعر الفائدة عديم المخاطر:** يستخدم سعر الفائدة عديم المخاطر لقياس تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار. وبما أن تحليل صافي التدفق النقدي بُني على أساس فترة زمنية قادمة فإن سعر الفائدة المناسب الذي يخلو من المخاطر هو سعر الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل. وقد استخدمنا في هذا الصدد معدل الفائدة على سندات التنمية الحكومية بأجل 10 سنوات والتي تصدرها مؤسسة النقد بالريال السعودي والتي بلغ عائدتها السنوي 4,1 بالمائة في تاريخ التقييم.
- **علاوة مخاطر الأسهم:** نستخدم متوسط الوسيطين الحسابي والهندسي في تقدير العائد التاريخي لمؤشر سوق الأسهم (تداول) ثم نستبعد منه العائد على سندات مؤسسة النقد بأجل 10 سنوات للوصول إلى علاوة مخاطر الأسهم. وقد بلغ العائد التاريخي لسوق الأسهم منذ إنشائه في 1980 وحتى 21 سبتمبر 2008 ما يعادل 15,99 بالمائة حسب الوسط الحسابي بينما بلغ 11,07 بالمائة حسب الوسط الهندسي، وبالتالي نجد أن متوسط الأسلوبين يبلغ 13,5 بالمائة ويمثل ذلك عائد السوق التاريخي الذي نستخدمه في تقييمنا للأسهم السعودية. وبناء على ذلك فقد بلغت علاوة مخاطر الأسهم بالنسبة لسهم شركة موبايلى 9,3 بالمائة.
- **معامل بيتا:** معامل بيتا هو معيار لقياس المخاطر المتأصلة في العائدات الاستثمارية للشركة. وتبلغ قيمة معامل بيتا لمؤشر سوق الأسهم السعودي "تاسي" 1,0 في جميع الأحوال. ويشير معامل بيتا الخاص بالشركة الذي يزيد عن 1,0، كما في حالة شركة موبايلى (1,02)، إلى أن اتجاه سعر السهم يميل إلى أن يكون أكثر تذبذباً (صعوداً أو نزولاً) من مؤشر "تاسي" (في هذه الحالة بنسبة 2 بالمائة). وبتطبيق معامل بيتا على علاوة مخاطر السهم نحصل على علاوة المخاطر المعدلة حسب معامل بيتا والتي تبلغ حوالي 9,45 بالمائة بالنسبة لسهم شركة موبايلى.

بناءً على ما تقدم تكون محصلة نموذج تسعير الأصول المالية هي أن معدل تكلفة رأسمال شركة موبايلى تبلغ حوالي 13,55 بالمائة وهي نتيجة تم الحصول عليها بإضافة علاوة المخاطر المعدلة إلى سعر الفائدة الخالي من المخاطر.



ملخص التقييم باستخدام أسلوب خصم التدفقات النقدية

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	(بالآلاف ريال)
4,640,318	4,385,397	4,092,616	3,811,396	3,340,996	2,354,488	1,845,685	صافي الربح
2,843,205	2,732,243	2,626,564	2,525,919	2,342,926	2,104,240	1,896,687	+الاستهلاك
(554,811)	(528,391)	(503,230)	(914,963)	(1,193,430)	(1,037,765)	(1,439,883)	-الانفاق الرأسمالي
(277,405)	(264,196)	(251,615)	(457,481)	(596,715)	(595,714)	(466,536)	الزيادة/الانقصان في رأس المال التشغيلي
-	-	-	-	-	-	-	+الزيادة في الدين طويل الأجل
6,651,306	6,325,053	5,964,336	4,964,870	3,893,777	2,825,249	1,835,954	مغسبة صافي للتدفقات النقدية إلى رأس المال
تقدير معدل خصم التدفقات النقدية							
ك = ع م + (ع س - ع م) ب							
سعر الفائدة عديم المخاطر ع م							
4.11%							
العائد السوقي ع س							
13.41%							
معامل بيتا ب							
1.02							
معدل خصم التدفقات النقدية ك							
13.55%							

2013	2012	2011	2010	2009	2008	
2,850,479	3,052,141	2,884,956	2,569,160	2,116,731	1,561,922	لقيمة المخصصة من رأسمال الأسهم
					14,882,244	إجمالي القيمة المخصصة من رأسمال الأسهم

لنقد النهائي						
6,325,053	القيمة في السنة الخامسة					
3.00%	نمو المفترض إلى الأبد					
32,710,476	القيمة الحالية للنقد النهائي					
47,745,865	لقيمة الإجمالية للنشاط (بالآلاف ريال)					
7,277,000	تسديد الديون					
40,468,865	لقيمة الإجمالية للنشاط (بالآلاف ريال)					
500,000,000	الأسهم المتداولة					
80.91	قيمة السهم (بالريال السعودي) في 20/9/2008					
44.90	السعر الحالي					



القوائم المالية

قائمة المركز المالي

للسنة المنتهية في 31 ديسمبر			
2007 ألف ريال	2006 ألف ريال	2005 ألف ريال	
			الموجودات
			موجودات متداولة
703,198	547,523	185,172	نقد وما يعادله
71,061			مدفوعات مقدمة وموجودات متداولة أخرى
810,295	716,688	782,765	استثمارات قصيرة الأجل
1,459,733	739,228	166,822	مدينون
69,190	38,048	32,075	مخزون
3,113,477	2,041,487	1,166,834	مجموع الموجودات المتداولة
			استثمارات في شركات شقيقة
11,286,694	11,800,160	12,313,626	رسوم الحصول على رخصة، صافي
5,478,552	3,847,532	2,757,207	قيمة الأرض والمعدات، صافي
1,836	-	-	استثمارات
16,767,082	15,647,692	15,070,833	مجموع الموجودات الثابتة
19,880,559	17,689,179	16,237,667	مجموع الموجودات الكلية
			المطلوبات وحقوق المساهمين
			مطلوبات متداولة
1,207,463	1,687,156	2,133,514	نفقات مستحقة
3,076,067	1,516,376	876,118	دائنون
111,485	179,335	193,251	مستحقات لأطراف أخرى
623,687	320,294	-	مدفوعات أخرى
-	-	218,017	إيرادات مؤجلة
1,010,625	7,839,943	7,348,129	اقتراض
6,029,327	11,543,104	10,769,029	مجموع المطلوبات المتداولة
			قرض حملة الأسهم المؤسسين
-	1,600,000	1,600,000	دين طويل الأجل
7,912,356	-	-	مخصص مكافأة نهاية الخدمة للموظفين
26,349	13,096	2,650	مجموع المطلوبات طويلة الأجل
7,938,705	1,613,096	1,602,650	
13,968,032	13,156,200	12,371,679	إجمالي المطلوبات
			حقوق المساهمين
5,000,000	5,000,000	5,000,000	رأس المال
-	(467,021)	(1,039,915)	خسائر تراكمية
137,955	-	-	احتياطي نظامي
774,572	-	-	أرباح مستبقة
5,912,527	4,532,979	3,960,085	مجموع حقوق المساهمين
19,880,559	17,689,179	16,331,764	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين



قائمة الدخل

للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر			
2007	2006	2005	
الف ريال	الف ريال	الف ريال	
8,440,432	5,840,815	1,661,737	إيرادات النشاط
(3,792,193)	(2,680,466)	(967,240)	مصاريف النشاط
4,648,239	3,160,349	694,497	مجمل ربح النشاط
(291,847)	(124,174)	(52,650)	مخصصات
(1,409,583)	(1,035,671)	(754,614)	مصرفات البيع ونفقات عامة وإدارية
(1,030,919)	(844,979)	(739,141)	الاستهلاك
(2,732,349)	(2,004,824)	(1,546,405)	إجمالي مصاريف النشاط
1,915,890	1,155,525	(851,908)	صافي الأرباح التشغيلية
(555,391)	(478,680)	(347,641)	رسوم مالية
43,251	23,513	32,170	دخل آخر
1,403,750	700,358	(1,167,379)	الربح قبل الزكاة
			مخصص الزكاة
(24,202)			مخصص الضرائب
1,379,548	700,358	(1,167,379)	الربح الصافي
5,000,000	5,000,000	5,000,000	عدد الأسهم المصدرة
2.76	1.40	(0.23)	ربح السهم بالريال السعودي

قائمة التدفقات النقدية

للعام المالي المنتهي في 31 ديسمبر			
2007	2006	2005	
ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	
2,153,202	1,928,010	1,325,742	صافي النقد المستخدم في الأنشطة التشغيلية
(1,878,177)	(1,819,310)	(15,776,607)	صافي النقد المستخدم في الأنشطة الاستثمارية
(119,350)	253,651	13,948,129	صافي النقد المستخدم في الأنشطة التمويلية
703,523	547,523	185,172	النقد وما يعادله في نهاية العام



معايير التحليل المالي

للسنة المنتهية في 31 ديسمبر			
2007	2006	2005	
السيولة			
0.5	0.2	0.1	معدل السيولة الجارية
0.4	0.1	0.0	معدل السيولة الفورية
-2915.9	-9501.6	-9602.2	صافي رأس المال التشغيلي (مليون ريال)
معايير النشاط			
معدلات الدوران:			
-2.9	-0.6	-0.2	معدل دوران المبيعات إلى رأس المال التشغيلي
70.7	76.5	60.3	معدل دوران المخزون
7.7	12.9	19.9	معدل دوران الحسابات الدائنة
48	28	18	متوسط فترة التحصيل (أيام)
5	5	6	الفترة اللازمة لبيع المخزون
معايير الأداء (معدلات استخدام الأصول)			
1.5	1.5	0.6	معدل المبيعات إلى الأصول الثابتة
0.42	0.33	0.10	معدل المبيعات إلى إجمالي الأصول
معايير الربحية (للسهم الواحد)			
55.1	54.1	41.8	الربح الإجمالي (%)
55.1	54.1	41.8	الأرباح التشغيلية قبل الاستهلاك (%)
22.7	19.8	-51.3	الأرباح التشغيلية بعد الاستهلاك (%)
16.6	12.0	-70.3	الأرباح قبل خصم الضريبة (%)
16.3	12.0	-70.3	صافي الأرباح (%)
العائد على :			
7.5	4.1	-14.4	إجمالي الأصول (%)
23.7	15.5	-29.5	رأس مال الأسهم (%)
15.3	16.5	-59.5	الاستثمار (%)
7.5	4.1	-14.4	متوسط الأصول (%)
26.9	16.5	-59.0	متوسط رأس مال الأسهم (%)
15.3	16.5	-59.0	رأس المال المستثمر (%)
معايير المديونية (قائمة المركز المالي)			
0.57	0.26	0.29	نسبة الدين طويل الأجل إلى إجمالي رأس المال
2.36	2.90	3.12	نسبة الدين إلى إجمالي رأس مال الأسهم
30	26	24	نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي الأصول (%)
43	74	71	نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي رأس المال (%)



ملخص نتائج أعمال الشركة عن النصف الأول 2008

الميزانية العمومية في:	الربع الثالث 2007 ألف ريال	الربع الرابع 2007 ألف ريال	الربع الأول 2008 ألف ريال	الربع الثاني 2008 ألف ريال
موجودات متداولة	2,652,149	3,018,869	3,287,192	3,365,293
مخزونات	40,626	69,190	71,035	85,635
استثمارات	0	1,836	1,836	0
موجودات ثابتة	4,446,915	5,478,552	6,042,285	6,964,256
موجودات أخرى	11,415,062	11,286,694	11,158,328	12,650,538
إجمالي الموجودات	18,554,752	19,855,141	20,560,676	23,065,722
مطلوبات متداولة	4,719,863	6,003,909	6,625,677	9,316,131
مطلوبات غير متداولة	8,436,831	7,938,705	7,946,458	7,312,643
مطلوبات أخرى	0	0	0	0
حقوق المساهمين	5,398,058	5,912,527	5,988,541	6,436,948
إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	18,554,752	19,855,141	20,560,676	23,065,722

قائمة الدخل للفترة المنتهية في	الربع الثالث 2007 ألف ريال	الربع الرابع 2007 ألف ريال	الربع الأول 2008 ألف ريال	الربع الثاني 2008 ألف ريال
المبيعات	2,124,575	2,410,694	2,307,788	2,543,553
تكلفة المبيعات	948,449	1,036,977	1,084,186	1,130,542
إجمالي الربح	1,176,126	1,373,717	1,223,602	1,413,011
إيرادات أخرى	9,639	17,855	14,031	5,236
إجمالي الإيرادات	1,185,765	1,391,572	1,237,633	1,418,247
مصروفات الإدارة والتسويق	461,503	434,456	112,073	199,277
الإستهلاك	264,253	281,715	292,395	319,714
مصروفات أخرى	149,385	144,741	504,980	448,363
إجمالي المصروفات	875,141	860,912	909,448	967,354
إجمالي الربح قبل الزكاة	310,624	530,660	328,185	450,893
مستحقات الزكاة	0	16,191	2,171	2,486
صافي الربح	310,624	514,469	326,014	448,407



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:
براد بورلاند
رئيس الدائرة الاقتصادية
jadwaresearch@jadwa.com

قاسم عبدالكريم
مدير بحوث ودراسات الأسهم
gabdulkarim@jadwa.com

أو معد التقرير

سلمان أغا
محلل مالي
saga@jadwa.com

الإدارة العامة:
الهاتف +966 1 279-1111
الفاكس +966 1 279-1571
صندوق البريد 60677، الرياض 11555
المملكة العربية السعودية
www.jadwa.com

إخلاء المسؤولية

المعلومات الواردة في هذا البحث (وبشار إليه فيما بعد بـ "البحث") تم الحصول عليها من مصادر متعددة ويعتقد بأنها معلومات موثوق بها ودقيقة، وليس من شأن جدوى للاستثمار تأكيد أن هذه المعلومات دقيقة أو خالية من الأخطاء. ولا يجوز إعادة نسخ أو إعادة توزيع أو إرسال هذا البحث بطريقة مباشرة أو غير مباشرة لأي شخص آخر أو نشره كلياً أو جزئياً لأي غرض من الأغراض دون الموافقة الخطية المسبقة من جدوى للاستثمار.

المعلومات والآراء والترتيبات أو التوصيات الواردة في هذا البحث تم تقديمها فقط بغرض الإطلاع. ولا يعتبر هذا البحث مشورة لبيع أو دعوة لشراء أي أوراق مالية، ولا يستهدف استيفاء أي أغراض استثمارية أو مالية أو يهدف إلى تأمين احتياجات خاصة لأي مستثمر يمكن أن يطلع على هذا البحث. الشركة التي يتناولها هذا البحث ليست بالضرورة متوافقة مع الضوابط الشرعية التي تضعها شركة جدوى للاستثمار.

لا تضمن جدوى للاستثمار أو مديريها أو موظفيها أو الشركات التابعة لها أو تتعهد صراحة أو ضمناً بدقة أو صحة أو منفعة أي معلومات وردت في هذا البحث أو تتحمل بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أي مسؤولية قانونية ناتجة عن ذلك. ليس الهدف من هذا البحث أن يستخدم أو يعتبر مشورة أو خيار أو أي إجراء آخر يمكن أن يتحقق مستقبلاً. يجب على المستثمر البحث عن رأي مستقل قبل اتخاذ أي إجراء استثماري. كما يجب أن يعي المستثمر أن دخل الاستثمارات يخضع للتقلبات السوقية حيث يمكن أن يتغير السعر في أي وقت.

يعتبر أي إجراء استثماري يتخذه المستثمر بناءً على هذا البحث سواءً أن كان كلياً أو جزئياً هو مسؤوليته الكاملة وحده. من الوارد أن يكون لجدوى للاستثمار أو مديريها أو موظفيها أو الشركات التابعة لها مصلحة مادية مرتبطة بالأوراق المالية المشار إليها.

تحتفظ جدوى للاستثمار بجميع الحقوق المرتبطة بهذا البحث. يمكن تحديث أو تغيير هذا البحث في أي وقت ودون إشعار خطي مسبق.