

المصرية للاتصالات [ETEL]

أرني توزيعات الأرباح

رؤية أفضل بعد تعديل اتفاقية المساهمين؛ يجب أن يتضاعف سعر السهم على الأقل عن قيمته السوقية الحالية

حصلت المصرية للاتصالات [ETEL] أخيراً على ما تستحقه من حصتها البالغة 45% في فودافون مصر. **بالأمس**، وقعت ETEL ومجموعة فودافون [LSE: VOD] اتفاقية مساهمين معدلة تحدد علاقتهم المستقبلية باعتبارهم المستثمران الاستراتيجيان في أكبر مشغل للهواتف المحمولة في مصر وأكثرها ربحية، فودافون مصر (VFE)، بشأن نقاط رئيسية. بشكل عام، نرى تأثير هذا على أنه **إيجابي** بدرجة قوية، حيث نعتقد أن القيمة العادلة لـ ETEL تبلغ 22.5 جم/سهم (+89% ارتفاع محتمل). ولكن دعنا أولاً نشرح التأثير على ETEL و VOD.

ما فائدة ذلك لـ ETEL؟

(1) **صرف توزيعات خاصة في عام 2021:** في أوائل 2021، وافق مساهمو VFE على سداد توزيعات أرباح كبيرة غير عادية بقيمة بلغت 2 مليار جم، بلغت حصة ETEL منها 0.9 مليار جم. ونتيجة لذلك، قررت ETEL زيادة الكوبون المقترح للسهم في ذلك الوقت بمقدار 50% من 0.50 جم إلى 0.75 جم. والآن، وافق نفس المساهمين على توزيع ما مجموعه 10 مليارات جم في العام الميلادي 2021، متضمنة 2 مليار جم تم سدادها بالفعل في الربع الأول 2021. وهذا يترك 8 مليارات جم متبقية يتم سدادها حتى نهاية العام، ستكون حصة ETEL منها 3.6 مليار جم أو 2.1 جم/سهم. أشارت إدارة ETEL إلى أنه سيتم استخدام توزيعات الأرباح الخاصة هذه لتخفيض الديون في قائمة المركز المالي لشركة ETEL التي يبلغ إجماليها 21 مليار جم. هذا من شأنه أن يعزز أرباح ETEL في المستقبل نتيجة انخفاض مصروفات التمويل.

(2) **سياسة توزيع أرباح واضحة من الآن فصاعداً:** حيث لم يكن هناك سياسة توزيع أرباح واضحة في الماضي، فإن VFE لديها الآن واحدة، والتي تنص على حد أدنى لنسبة توزيع الأرباح تبلغ 60% من التدفقات النقدية الحرة من الآن فصاعداً. نعتقد أن هذا أفضل بكثير من تحديد السياسة كنسبة مئوية من حصة الأرباح المستحقة بالمقارنة بالأرباح النقدية. وهذا يترك مجالاً لـ VFE لتوفير اللازم لخطط النفقات الرأسمالية الخاصة بها قبل الالتزام بتوزيعات أرباح للمساهمين.

(3) **تحسين حقوق الأقلية:** مع الحفاظ على حقوقها الحالية في الاتفاقية، نجحت ETEL في تحسين حقوق الأقلية الخاصة بها، بما في ذلك الوصول إلى معلومات حول الشركة المستثمر فيها، والتي نعتقد أنها منطقية بالنظر إلى حصة ETEL الكبيرة في VFE. وعلى الرغم من ذلك، يبقى أن نرى كيف يمكن أن يؤثر ذلك على القدرة التنافسية لشركة VFE التي تتنافس بالمصادفة مع شركة WE، مشغل الهاتف المحمول الرابع في البلاد.

ما فائدة ذلك لـ VOD؟

(1) **الحق في نقل ملكية الأسهم في VFE داخل المجموعة:** تمنح اتفاقية المساهمين المعدلة VOD الحق في نقل حصتها في VFE ضمن مجموعة شركاتها الأوسع. على الرغم من عدم الإفصاح عن ذلك بالكامل، إلا أننا نعتقد أن هذا سيحمي VOD من أي ضربة أرباح رأسمالية ناتجة عن نقل الملكية داخل المجموعة، وهو أمر منطقي إذا كان جزءاً من خطة لإعادة الهيكلة.

إيجابي

التأثير

قوي

الدرجة

عمرو حسين الألفي

CFA, MBA

رئيس قسم البحوث

ت 202 3300 5724

aelalfy@egy.primegroup.org

شكل 1: تقييم ETEL

مليون جم، مالم يذكر خلاف ذلك

قيمة المنشأة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (معدلة لـ VFE)	3.0 مرة
الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك	12,085
قيمة المنشأة	36,255
صافي الديون الافتراضية	16,164
حصة فودافون مصر	21,310
حقوق الملكية لـ ETEL	41,401
حقوق الملكية لـ ETEL (جم/سهم)	24.3
الارتفاع المحتمل	103%

مضاعف الربحية لآخر 12 شهر	6.0 مرة
صافي الربح	5,897
بعد حقوق الأقلية الافتراضية	
حقوق الملكية لـ ETEL	35,381
حقوق الملكية لـ ETEL (جم/سهم)	20.7
الارتفاع المحتمل	74%

المتوسط	
حقوق الملكية لـ ETEL	38,391
حقوق الملكية لـ ETEL (جم/سهم)	22.5
الارتفاع المحتمل	89%

المصدر: بحوث برايم.

(2) علاقة أوثق مع الحكومة المصرية: سيسمح الاتفاق لـ VOD بمواصلة ضخ المزيد من الاستثمارات في قطاع الاتصالات المتنامي في مصر. سيساعد هذا في زيادة نمو الأعمال وتقديم حلول تكنولوجية مبتكرة. أيضاً، ستشارك VOD مع ETEL والحكومة المصرية في تنفيذ مبادرات الدولة للرقمنة والشمول المالي.

(3) رؤية أوضح للتدفقات النقدية: على غرار ETEL، ستوفر الاتفاقية لـ VOD مستوى أعلى من الرؤية فيما يتعلق باستثماراتها في مصر. لن تلتزم VOD بمزيد من الاستثمار في مصر فحسب، بل ستضمن أيضاً تدفقات مستقرة للأرباح من شركة تابعة (VFE) إلى الشركة الأم (VOD).

التأثير على مؤشرات الأداء الرئيسية المالية لشركة ETEL: قمنا بتقدير التأثير المالي بعد تعديل اتفاقية المساهمين على قائمة المركز المالي لشركة ETEL وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية. فيما يخص قائمة المركز المالي، سيتم تخفيض الرافعة المالية لشركة ETEL بمقدار 6 نقطة مئوية في نسبة صافي الدين إلى إجمالي رأس المال من 34% إلى 28%، بافتراض سداد الـ 8 مليارات جم المتبقية في توزيعات أرباح الخاصة. ومن ثم، سيتم تخفيض ديون قائمة المركز المالي لـ ETEL لينخفض صافي الدين من 19.8 مليار جم إلى صافي ديون افتراضية تبلغ 16.2 مليار جم. فيما يخص قائمة الدخل، فإن هذا سيوفر على ETEL حوالي 300 مليون جم من مصروفات الفوائد السنوية، والتي ستعزز الأرباح بنحو 235 مليون جم أو ربحية سهم بـ 0.14 جم (+4.1% تعزيز للأرباح). وبالنظر إلى الحد الأدنى لنسبة التوزيعات لـ VFE البالغة 60% من التدفقات النقدية الحرة، فإننا نعتقد أنه سيتم تعزيز قدرة ETEL على توزيع الأرباح، وهو ما سيكون إيجابياً لمساهمي ETEL. فيما يخص لقائمة التدفقات النقدية، لقياس التأثير المحتمل على ETEL، قدّرنا التدفقات النقدية الحرة السنوية لـ VFE بحوالي 3.6 مليار جم، مما يعني حداً أدنى لتوزيعات الأرباح السنوية يبلغ 2.2 مليار جم لجميع المساهمين في VFE، مما يترك لـ ETEL ما يقرب من مليار جم نقداً سنوياً أو 0.6 جم/سهم ETEL.

التقييم الحالي: وغني عن القول، أن ETEL كانت ولا تزال تتداول بمضاعفات رخيصة للغاية لا تتناسب مع أدائها المالي الأخير أو ملف نموها القوي. على سبيل المثال، استناداً إلى سعر الإغلاق في 6 يونيو (قبل الإعلان)، كانت ETEL تتداول عند مضاعف قيمة المنشأة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (باستبعاد VFE) ومضاعف ربحية لآخر 12 شهر يبلغان 3.25 مرة و3.5 مرة، على التوالي. حتى بعد القفزة في 7 يونيو (+4%)، لا تزال ETEL تتداول بمضاعف رخيص للأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (باستبعاد VFE) ومضاعف ربحية لآخر 12 شهر يبلغان 3.32 مرة و3.6 مرة. بالأخذ في الحسبان توزيعات الأرباح الخاصة الإضافية، سيتداول ETEL بمضاعفات أرخص للأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (باستبعاد VFE) ومضاعف ربحية لآخر 12 شهر يبلغان 3 مرة و3.5 مرة، على التوالي. نلاحظ أن مثل هذه المضاعفات لا تأخذ في الاعتبار حصة ETEL البالغة 44.95% في VFE والتي تعني مضاعف للأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك يبلغ 1.6 مرة (1.3 مرة على أساس افتراضي).

التقييم الخاص بنا: نعتقد أن قيمة المنشأة لـ ETEL باستبعاد حصتها البالغة 44.95% في VFE، والتي قدرناها بـ 8.0 أضعاف الأرباح فقط) يجب أن تكون عند 3.0 أضعاف الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك على الأقل، مما يعني أن قيمة المنشأة (باستبعاد VFE) تبلغ 36 مليار جم. (باستبعاد VFE) تبلغ 36 مليار جنيه مصري. بالأخذ في الاعتبار الديون الافتراضية وحصة VFE، فإن ETEL ستبلغ قيمتها 24.3 جم/سهم (+103% ارتفاع محتمل). بدلاً من ذلك، باستخدام تقييم متوسط يبلغ 6 أضعاف الأرباح، فإن ETEL ستبلغ قيمتها 20.7 جم/سهم (+74% ارتفاع محتمل). باحتساب متوسط كلتا الطريقتين، توصلنا إلى قيمة عادلة تبلغ 22.5 جم/سهم (+89% ارتفاع محتمل).

شكل 2: التأثير على المصرية للاتصالات وفودافون مصر

المصرية للاتصالات

الربع الأول 2021 آخر 12 شهر		مؤشرات الأداء الرئيسية المالية
21,191	21,191	إجمالي الديون
(1,431)	(1,431)	يخصم: النقدية
19,760	19,760	صافي الديون
(3,596)	(3,596)	يخصم: التوزيعات الخاصة الإضافية
16,164	16,164	صافي الديون الافتراضية
38,551	38,551	إجمالي حقوق الملكية
58,312	58,312	إجمالي رأس المال
34%	34%	صافي الديون/ إجمالي رأس المال
28%	28%	صافي الديون/إجمالي رأس المال الافتراضي
(6) pp	(6) pp	التغير
(1,602)	(465)	المصروفات التمويلية
19,091	20,739	متوسط إجمالي الديون
8.4%	9.0%	سعر الفائدة الضمني
302	81	وفورات مصروفات التمويل
234	63	وفورات مصروفات التمويل بعد الضريبة
0.14	0.04	تعزير للسهم
5,663	2,124	صافي الربح بعد حقوق الأقلية
5,897	2,187	صافي الربح بعد حقوق الأقلية الافتراضي
4.1%	2.9%	تعزير للأرباح

آخر 12 شهر		مضاعفات التقييم
20,347	20,347	القيمة السوقية
16,164	19,760	صافي الديون
36,512	40,108	قيمة المنشأة
3.0x	3.3x	قيمة المنشأة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك
21,310	21,310	حصة فودافون مصر
1.3x	1.6x	قيمة المنشأة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (معدلة لـ VFE)
3.5x	3.6x	مضاعف الربحية

فودافون مصر

TTM		مؤشرات الأداء الرئيسية المالية
7,889		الأرباح قبل الفوائد والضرائب
(4,262)		الانفاق الرأسمالي
3,627		التدفقات النقدية الحرة الضمنية
2,176		الحد الأدنى البالغ 60% للتوزيعات النقدية
978		حصة ETEL من التوزيعات
0.57		حصة ETEL من التوزيعات/سهم ETEL

المصدر: تقارير الشركة، بحوث برايم.

برايم لتداول الأوراق المالية

شوكت المراخي

العضو المنتدب

ت: +202 3300 5622

SElmaraghy@egy.primegroup.org

البحوث

عمرو حسين الألفي، CFA

رئيس قسم البحوث

ت: +202 3300 5724

AElalfy@egy.primegroup.org

عماد الصافوري

مدير

ت: +202 3300 5624

EElsafoury@egy.primegroup.org

شوكت رسلان

مدير فرع مصر الجديدة

ت: +202 3300 8130

SRaslan@egy.primegroup.org

نشوى أبو العطا

مدير فرع الإسكندرية

ت: +202 3300 5173

NAbuelatta@egy.primegroup.org

المبيعات

محمد عزت

مدير المبيعات والفروع

ت: +202 3300 5784

MEzzat@egy.primegroup.org

محمد عشموي

مدير مبيعات المؤسسات

ت: +202 3300 5612

MAshmawy@egy.primegroup.org

عمرو علاء، CFTe

رئيس فريق -- المؤسسات

ت: +202 3300 5609

AAlaa@egy.primegroup.org

محمد المتولي

مدير

ت: +202 3300 5610

MElmetwaly@egy.primegroup.org

المركز الرئيسي

2 شارع وادي النيل، برج الحرية، الدور السابع

المهندسين، الجزيرة، مصر

ت: +202 3300 5700/770/650/649

ف: +202 3760 7543

برايم لتداول الأوراق المالية ش.م.م.

ترخيص الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 179.

عضو بالبورصة المصرية.

الموقع الإلكتروني

www.primeholdingco.com

الإسكندرية

7 شارع ألبرت الأول

سموحة، الإسكندرية، مصر

ت: +202 3300 8170

ف: +202 3305 4622

مصر الجديدة

7 ميدان الحجاز

مصر الجديدة، القاهرة، مصر

ت: +202 2777 0600

ف: +202 2777 0604

إخلاء المسؤولية

المعلومات التي وردت في هذا التقرير لا علاقة لها بأية أهداف استثمارية معينة أو بموقف مالي أو نصائح خاصة لمستخدمي التقرير، سواء اطلعوا عليها بشكل مباشر أو من خلال أية مواقع إلكترونية متخصصة في هذا الشأن، ويُشتر هذا التقرير، فقط، كوسيلة لإيضاح المعلومات وليس دعوة لشراء أو بيع أية ورقة أو أداة مالية، وما لم يذكر العكس فإن أي بيانات سعريه تعد مجرد مؤشرات. ليس على الشركة مسؤولية ولا ضمان حول دقة وصحة وتام البيانات الواردة في هذا التقرير. النتائج الماضية ليست بالضرورة مؤشرات حول الوضع المستقبلي، فقد يؤثر التغير في أسعار الصرف على أي سعر أو قيمة واردة في هذا التقرير. لا تُلزم كافة البيانات الواردة في هذا التقرير قارئها باعتبارها بديلاً عن وسائلهم الخاصة للقيام بالتحليلات والاستنتاجات القائمة على فروضهم وأحكامهم، وكافة الآراء الواردة قد تكون محلًا للتغير حتى من داخل الأقسام الأخرى لبرايم نظراً لطبيعة الفروض المستخدمة، ولا تتحمل برايم أية مسؤولية حول تعديل هذه البيانات أو الحفاظ عليها. مجموعة برايم، بكافة مديريها وموظفيها وكافة العاملين بها والعملاء قد يكون أو كان لديهم مصالح أو لديهم مواقف طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية أو العملات المشار إليها في التقرير وقد يقوموا بعمليات بيع أو شراء لها لمصلحتهم أو نيابة عن الغير في أي وقت. لا تتحمل مجموعة برايم أو أي من كياناتها أو موظفيها أي مسؤولية قانونية عن أي خسائر أو تلف ينتج عن اتباع هذا التقرير أيًا كانت وسيلة الاطلاع عليه سواء بشكل مباشر أو من خلال أية مواقع متخصصة بهذا الشأن، وتقرض عدد من اللوائح والقوانين عدداً من الالتزامات التي لا يمكن الإفصاح عنها، ولا يعنى هذا الإبراء بأي حال من الأحوال حذاً أو تضيقاً لحقوق أي شخص قد يمتلكها في ضوء هذه اللوائح أو القوانين. علاوة على ذلك فإن مجموعة برايم أو أية من شركاتها قد تربطها أو تربطها علاقة مع الشركات الواردة في هذا التقرير.

جميع الحقوق محفوظة ©2021 مجموعة برايم، ويحظر نشر أو توزيع هذا التقرير بدون إذن مسبق من المجموعة.