

المصرية للاتصالات [ETEL]

إيجابي

التأثير

قوى

الدرجة

أربى توزيعات الأرباح

رؤى 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 ل ETEL تبلغ 22.5 جم/سهم (89+ % ارتفاع محتمل). ولكن دعونا 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 المقترن للسهم في ذلك الوقت بمقدار 50% من جم إلى 0.75 جم. والآن، وافق نفس المساهمين على توزيع ما مجموعه 10 مليارات جم في العام الميلادي 2021، منضمنة 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 بالمصداقية 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 سيحفي VOD من أي ضريبة أرباح رأسمالية ناتجة عن نقل الملكية داخل المجموعة، وهو أمر منطقي إذا كان جزءاً من خطة لإعادة الهيكلة.

عمرو حسين الألفي

CFA, MBA

رئيس قسم البحوث

+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 (VFE)
(معدلة لـ ETEL)
3.0 مرّة

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 مرّة

صافي الربح بعد حقوق الأقلية الافتراضية
5,897

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 برایم.

(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، ستتوفر الاتفاقية لـ VOD مستوى أعلى من الرؤية فيما يتعلق باستثماراتها في مصر. لن تلتزم VOD بمزيد من الاستثمار في مصر فحسب، بل ستتضمن 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 8 مليارات جم المتبقية في توزيعات أرباح الخاصة. ومن ثم، سيتم تخفيض ديون قائمة المركز المالي لـ ETEL ليختفيض 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 بحوالي 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 قائمة 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: وغنى عن القول، أن ETEL كانت ولا تزال تتداول بمضاعفات رخيصة للغاية لا تتناسب مع أدائها المالي الآخر 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 يبلغ 3.25 مرة و3.5 مرة، على التوالي. حتى بعد القفزة في 7 يونيو (4.1+%)، 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. بالأخت 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 في VFE والتي تعني مضاعف للأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك يبلغ 1.6 مرة (1.3 مرة على أساس افتراضي).

التقييم الخاص بـ VFE: 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 مصرى. بالأخت 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 القائدة الضمني
302	81	وفورات مصروفات التمويل
234	63	وفورات مصروفات التمويل بعد الضريبة
0.14	0.04	تعزيز للسهم
5,663	2,124	صافي الربح بعد حقوق الأقلية
5,897	2,187	صافي الربح بعد حقوق الأقلية الافتراضي
4.1%	2.9%	تعزيز للأرباح

المتوقع	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 (VFE) (معدلة لـ ETEL)
3.5x	3.6x	مضاعف الربحية

فودافون مصر

TTM	مؤشرات الأداء الرئيسية المالية
7,889	الأرباح قبل الفوائد والضرائب
(4,262)	الإنفاق 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

المصدر: تقارير الشركة، بحوث برايم.

برايم لتداول الأوراق المالية

شوكت المراغي

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

المبيعات

محمد عزت

مدير المبيعات والفروع

ت: +202 3300 5784

MEzzat@egy.primegroup.org

محمد عشماوي

مدير مبيعات المؤسسات

ت: +202 3300 5612

MAshmawy@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

CFTe عمرو علاء

رئيس فريق -- المؤسسات

ت: +202 3300 5609

AAlaa@egy.primegroup.org

محمد المتولي

مدير

ت: +202 3300 5610

MElmetwaly@egy.primegroup.org

المركز الرئيسي

برايم لتداول الأوراق المالية ش.م.م.

ترخيص الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 179.

عضو بالبورصة المصرية.

2 شارع وادي النيل، برج الحرية، الدور السادس

المهندسين، الجزيرة، مصر

ت: +202 3300 5700/770/650/649

ف: +202 3760 7543

الموقع الإلكتروني

www.primeholdingco.com

الفروع

الإسكندرية

7 شارع أبلرت 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 المسئولية

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 موقع إلكترونية متخصصة في هذا الشأن، ونشر هذا التقرير، فقط، كوسيلة لإيصال المعلومات وليس دعوة لشراء أو بيع أية ورقة أو أداة مالية، وما لم يذكر العكس فإن أي بيانات سعرية تعد مجرد مؤشرات، ليس على الشركة مسؤولية ولا تلزم كافة البيانات الواردة في هذا التقرير، النتائج المالية ليست بالضرورة ومؤشرات حول الوضع المستقبلي، فقد يؤثر التغير في أسعار الصرف على أي سعر أو قيمة واردة في هذا التقرير، لا يتحمل برايم أي مسؤولية قانونياً فيما يتعلق بالتحليلات والاستنتاجات القائمة على فرضياتهم وأحكامهم، وكافة الآراء الواردة قد تكون محلاً للتغير حتى من داخل الأقسام الأخرى لبرايم نظراً لطبيعة الفروض المستخدمة، ولا تتحمل برايم أي مسؤولية حول تعديل هذه البيانات أو الحفاظ عليها، مجموعة برايم، بكل فروعها وموظفيها وكافة العاملين بها والعملاء قد يكون أو كان لديهم مصالح أو لديهم مواقف طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية أو العملاط المشار إليها في التقرير وقد يقوموا بعمليات بيع أو شراء لها لصالحهم 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 ينجم عن اتباع هذا التقرير، أي كانت وسيلة الاطلاع عليه سواء بشكل مباشر أو من خلال أية موقع متخصص بها الشأن، وتفرض عدد من اللوائح والقوانين عدداً من الالتزامات التي لا يمكن الإفصاح عنها، ولا يتعين هذا الإبراء، بأي حال من الحالات حداً أو تضييقاً لحقوق أي شخص قد يمتلكها في ضوء هذه اللوائح أو القوانين، علاوة على ذلك فإن مجموعة برايم أو أيها من شركاتها قد تربطها أو بطيتها علاقة مع الشركات الواردة في هذا التقرير.

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