

# المصرية للاتصالات [ETEL]

السعر المستهدف  
46.7 جم (+151%)  
تم تحديده في 3 نوفمبر 2022

سعر السوق  
18.61 جم  
كما في 2 نوفمبر 2022

## الحياة فوق الأربعين

عن الأعمال الأساسية، ليس فقط مجرد بيع حصة

إيجابي

التأثير

قوية

الدرجة

عمرو حسين الألفي

CFA ، MBA

رئيس قسم البحوث

ت 202 3300 5724

aelalfy@egy.primegroup.org

لا، هذه ليست قصة أزمة منتصف العمر. هذه قصة سهم يجمع بين النمو والقيمة لكنه لا يحظى بالتقدير المناسب في أحد القطاعات الحيوية في مصر، إن لم يكن أكثرها حيوية، وهو قطاع الاتصالات. نعم، كنا أول من قِيم سهم المصرية للاتصالات [ETEL] بسعر يتعدى العشرينات بمسافة (22.5 جم/سهم في 8 يونيو 2021)، في وقت كان يتم تداول السهم فيه عند أرقام ثنائية منخفضة. كما كنا أول من قام برفع السعر المستهدف في السوق إلى أعلى مستوى في العشرينات في وقت سابق من هذا العام (إلى 28.1 جم/سهم في 30 يناير 2022، صفحة 46). حتى الآن، نجد أن توصياتنا السابقة الجريئة إلى حد ما هي إيجابية للغاية؛ التوصية الأولى حققت عائد بلغ +41% (مقابل +13% لمؤشر EGX 30) والثانية +14% (مقابل -2% لمؤشر EGX 30). عند أعلى الأسعار خلال التداولات اليومية، حققت التوصية الأولى +50%، أي أكثر من ضعف الـ +21% لمؤشر EGX 30. بكل وضوح، تفوق سهم ETEL على مؤشر EGX 30 منذ 8 يونيو 2021. اليوم، نصدر توصية أكثر جرأة، مع تحديد سعر مستهدف جديد لسهم ETEL عند 46.7 جم/سهم! قد نكون جريئين بعض الشيء في تحديد سعر مستهدف هو ضعف متوسط إجماع الآراء في السوق الذي يبلغ 23.5 جم/سهم، ولكن لدينا أسبابنا ولكنها ليست فقط شركة فودافون مصر [VODE].

الأساس المنطقي للتقييم: دعنا ننتقل إلى كيفية وصولنا إلى سعر مستهدف يبلغ 46.7 جم/سهم. على سبيل الخلفية، قامت ETEL بتعديل اتفاقية المساهمين الخاصة بها مع فودافون جروب بشأن VODE في منتصف عام 2021، مما أدى إلى رفع تصنيف سهمها لتعكس اتفاقية أفضل أدت في النهاية إلى توزيعات أرباح أكثر اتساقاً ضمن سياسة توزيع أكثر وضوحاً. في الآونة الأخيرة، أشارت تقارير إعلامية إلى صفقة محتملة، حيث قد يكون جهاز قطر للاستثمار مهتماً بالاستحواذ على حصة تبلغ 20% في VODE من حصة ETEL البالغة 45%، والتي نفتها ETEL قائلة إنها لم تتلق أي شيء في هذا الصدد. ومع ذلك، إذا تلقت ETEL عرضاً من جهاز قطر للاستثمار (أو أي متقدم آخر)، فإننا نعتقد أن ETEL لن ترضى على الأرجح بسعر أقل من التقييم الضمني لشركة VODE في صفقة فوداكوم، عندما قامت فودافون جروب بتحويل حصتها البالغة 55% إلى شركة فوداكوم بسعر 2.365 مليار يورو (ما يعادل في ذلك الوقت 2.738 مليار دولار أمريكي). صحيح أن بيع حصة VODE من شأنه أن يظهر القيمة المكنونة في ETEL، لكننا نعتقد أن السوق يتجاهل الأعمال الأساسية لشركة ETEL والتي تحقق أرباحاً تشغيلية قوية كما نوضح أدناه:

- **VODE:** وفقاً لتقييم فوداكوم الضمني لشركة VODE، تبلغ قيمة حصة ETEL البالغة 45% 53.7 مليار جم أو 31.5 جم/سهم، على أساس سعر الصرف 24 جم/دولار أمريكي. بافتراض أن ETEL ستبيع فقط حصة 20% عند تقييم فوداكوم، فإن ETEL ستحقق عوائد نقدية بقيمة 19.1 مليار جم أو 11.2 جم/سهم، بعد خصم ضريبة أرباح رأسمالية. وعند نفس تقييم فوداكوم (ولكن دون احتساب ضريبة أرباح رأسمالية)، تبلغ قيمة الحصة المتبقية لـ ETEL البالغة 25% 29.8 مليار جم أو 17.5 جم/سهم. ومن ثم، فإن إجمالي استثمارات ETEL في VODE سيصل إلى 48.9 مليار جم أو 28.7 جم/سهم.

- **أعمال ETEL الأخرى:** بالنظر إلى الأعمال الأخرى لـ ETEL، نرى أنها يمكن أن تحقق أرباحاً تشغيلية بقيمة 6.2 مليار جم في عام 2022 (بعد خصم ضريبة الدخل)، مع تقييم قيمة الجزء المتبقي دون حصتها في VODE عند فقط 5 أضعاف (وهو مضاعف ربحية منخفض للغاية)، فإننا نصل إلى 30.8 مليار جم أخرى أو 18 جم/سهم.

- في المجممل: يمكن أن تبلغ قيمة ETEL 79.7 مليار جم أو 46.7 جم/سهم.

### شكل 1: تاريخ السعر المستهدف لبحوث برايم

التاريخ	السعر المستهدف (جم/سهم)
8 يونيو 2021	22.5
30 يناير 2022	28.1
3 نوفمبر 2022	46.7

المصدر: بحوث برايم.

### شكل 2: تفصيل سعرنا المستهدف الجديد \*

القطاع	جم/سهم ETEL
حصة 45% في فودافون مصر	28.7
الأعمال الأخرى لـ ETEL	18.0
إجمالي ETEL	46.7

\* لمزيد من التفاصيل، رجاء الاطلاع على شكل 3. المصدر: بحوث برايم.



## "التعليقات التي يُرَجَّح طرحها" .. وردودنا

**تعليق 1:** صفقة فوداكوم كانت لحصة أغلبية، مما يشير إلى علاوة سيطرة لا تنطبق على حصة الأقلية الخاصة بـ ETEL.

**رد 1:** نحن ندرك أن حصة ETEL البالغة 45% هي حصة أقلية، لكنها حصة كبيرة. أضف إلى ذلك اتفاقية المساهمين الأخيرة، وأي من يستحوذ على هذه الحصة أو حتى جزء منها سيتمتع بتدفق نقدي واضح من الأرباح النقدية المستقبلية. حتى إذا طبقنا خصم للأقلية بنسبة 25% على التقييم الضمني لـ VODE في صفقة فوداكوم، فإن إجمالي استثمار ETEL في VODE سيظل يصل إلى 36.8 مليار جم أو 21.6 جم/سهم، مما يجعل القيمة الإجمالية لشركة ETEL تصل إلى 67.6 مليار جم أو 39.6 جم/سهم.

**تعليق 2:** يجب أن تكون حصة ETEL المتبقية والبالغة 25% صافية من ضريبة الأرباح الرأسمالية.

**رد 2:** نظراً لأننا افترضنا أن ETEL يمكن أن تتبع فقط حصة 20% في VODE، فقد طبقنا ضريبة الأرباح الرأسمالية على تلك الحصة فقط وليس الحصة المتبقية والبالغة 25%. حتى إذا طبقنا ضريبة الأرباح الرأسمالية على حصة ETEL الكاملة والبالغة 45%، فإن إجمالي استثمار ETEL في VODE سيصل إلى 32.6 مليار جم أو 19.1 جم/سهم، وهو ما يرفع إجمالي قيمة ETEL إلى 63.4 مليار جم أو 37.1 جم/سهم.

**تعليق 3:** تقييم الأعمال الأخرى لـ ETEL عند 5 مرات مرتفع بعض الشيء بالنظر إلى تقييم السوق الحالي.

**رد 3:** يتأرجح مضاعف ربحية مؤشر EGX 30 عند 6-7 مرة، وهو ما قد يكون بسبب ارتفاع علاوة مخاطر السوق من وجهة نظرنا. ولكن بالنظر إلى أن ميزانية ETEL لعام 2023 تشير إلى معدل نمو للإيرادات من رقمين وهامش أرباح قبل الضرائب والفوائد والإهلاك والاستهلاك مرتفعاً أعلى من 35%، نعتقد أن مضاعف 5 مرات غير مبالغ فيه على الإطلاق بالنسبة لأعمال نمت بمعدلات من رقمين خلال السنوات الست الماضية على التوالي وهي في طريقها لتحقيق عامين آخرين من معدلات النمو من رقمين في عامي 2022 و2023. حتى إذا طبقنا مضاعف ربحية 3 مرات على الأرباح التشغيلية لشركة ETEL، فستبلغ قيمة أعمالها الأخرى 18.5 مليار جم أو 10.8 جم/سهم والقيمة الإجمالية لشركة ETEL ستكون 51.0 مليار جم أو 29.9 جم/سهم.

**تعليق 4:** أكثر من 90% من ديون ETEL بالعملة الأجنبية، مما قد يكون عبئاً على أرباحها في ضوء ضعف الجنيه المصري.

**رد 4:** في الواقع، بلغت الديون المجمعة لشركة ETEL في نهاية عام 2021 16.3 مليار جم، 91% منها بالعملة الأجنبية. ومع ذلك، يجب ألا نتغاضى عن أن ETEL تحقق أيضاً دخل بالعملة الأجنبية. حتى إذا تجاهلنا أي أصول نقدية أخرى مقيمة بالعملة الأجنبية والتي قد تكون لدى ETEL، مع تعديل مكاسب/خسائر العملة الأجنبية في فترة آخر 12 شهر المنتهية في يونيو 2022 وافترض سعر صرف يبلغ 24 جم/دولار أمريكي، فإن الأرباح التشغيلية السنوية لـ ETEL ستكون 3.7 مليار جم. وعند مضاعف 3 مرات الأرباح التشغيلية، ستكون قيمة الأعمال الأخرى لشركة ETEL 11.1 مليار جم أو 6.5 جم/سهم، وستكون القيمة الإجمالية لشركة ETEL 43.6 مليار جم أو 25.6 جم/سهم، بغض النظر عن أي استفادة ضريبية.

**تعليق 5:** نظراً لبيئة أكثر تشدداً، يجب أن يعاقب السوق الشركات ذات الرافعة المالية، بما في ذلك ETEL.

**رد 5:** لا نعتقد أن ETEL لديها رافعة مالية عالية مع معدل ديون للأرباح التشغيلية في آخر 12 شهر يبلغ 2.0 مرة و فقط 2.7 مرة إذا قمنا بإعادة تقييم الديون بالعملة الأجنبية عند 24 جم/دولار أمريكي، بافتراض عدم إعادة تقييم البنود الأخرى فوق الأرباح التشغيلية المقومة بالعملة الأجنبية. بافتراض أسعار فائدة أعلى على الديون بالعملة الأجنبية وعند مضاعف 3 مرات الأرباح التشغيلية، فإن الأعمال الأخرى لشركة ETEL ستبلغ قيمتها 8.8 مليار جم أو 5.1 جم/سهم، وستكون القيمة الإجمالية لشركة ETEL 41.3 مليار جم أو 24.2 جم/سهم، بغض النظر عن أي استفادة ضريبية.

**خلاصة القول:** إذا قمنا بقتل تقييم ETEL، فإننا لا نزال نرى ارتفاعاً محتملاً بنسبة 30% على الأقل، وهذا هو سبب اقتناعنا الكبير بـ ETEL.

نحن ندرك أن رأينا وسعرنا المستهدف هما "خارج إجماع الآراء في السوق" مما قد يثير الكثير من الدهشة بالإضافة إلى بعض التعليقات.

ولكن مع اختلافنا عن الإجماع، نحاول هنا التطرق إلى خمسة تعليقات من المحتمل أن تثار بعد قراءة صفحة 1 من هذا التقرير.

باختصار، حتى بعد محاولة قتل تقييم شركة ETEL، لا تزال هناك قيمة يمكن الحصول عليها، والوقت فقط هو ما سيثبت إذا كنا على صواب أو خطأ.

### شكل 3: تم أخذ جميع التعليقات الخمسة في الاعتبار

كل الأرقام بالمليون جم، مالم يتم ذكر عكس ذلك	حصة 45% في فودافون مصر	جم/سهم ETEL	الأعمال الأخرى لـ ETEL	جم/سهم ETEL	إجمالي ETEL	جم/سهم ETEL
(أ)	(ب)	(ج + أ = ب)				
السيناريو الأساسي	بيع حصة 20%، صافي من ضرائب الأرباح الرأسمالية + 25% من VODE (كلاهما عند تقييم صفقة فوداكوم)	4,978 119,476 44.95% 31.5 53,705 (4,780) 48,925	5 مرات الأرباح التشغيلية لـ ETEL في آخر 12 شهر	18.0	79,723	46.7
القيمة الضمنية لـ 100% من VODE (مليون دولار أمريكي) القيمة الضمنية لـ 100% من VODE حصة ETEL قيمة حصة ETEL ضرائب الأرباح الرأسمالية قيمة حصة ETEL صافية من ضرائب الأرباح الرأسمالية						
تعليق 1	بيع حصة 20%، صافي من ضرائب الأرباح الرأسمالية + 25% من VODE (كلاهما عند خصم 25% لتقييم صفقة فوداكوم)	25.00% 44.95% 23.6 40,278 (3,436) 36,843	5 مرات الأرباح التشغيلية لـ ETEL في آخر 12 شهر	18.0	67,641	39.6
خصم الأقلية حصة ETEL قيمة حصة ETEL بعد خصم الأقلية ضرائب الأرباح الرأسمالية قيمة حصة ETEL صافية من ضرائب الأرباح الرأسمالية						
تعليق 2	بيع حصة 20% + 25% من VODE (كلاهما صافي من ضرائب الأرباح الرأسمالية وعند خصم 25% لتقييم صفقة فوداكوم)	25.00% 44.95% 23.6 40,278 (7,722) 32,557	5 مرات الأرباح التشغيلية لـ ETEL في آخر 12 شهر	18.0	63,355	37.1
خصم الأقلية حصة ETEL قيمة حصة ETEL بعد خصم الأقلية ضرائب الأرباح الرأسمالية قيمة حصة ETEL صافية من ضرائب الأرباح الرأسمالية						
تعليق 3	بيع حصة 20% + 25% من VODE (كلاهما صافي من ضرائب الأرباح الرأسمالية وعند خصم 25% لتقييم صفقة فوداكوم)	25.00% 44.95% 23.6 40,278 (7,722) 32,557	3 مرات الأرباح التشغيلية لـ ETEL في آخر 12 شهر	10.8	51,036	29.9
خصم الأقلية حصة ETEL قيمة حصة ETEL بعد خصم الأقلية ضرائب الأرباح الرأسمالية قيمة حصة ETEL صافية من ضرائب الأرباح الرأسمالية						
تعليق 4	بيع حصة 20% + 25% من VODE (كلاهما صافي من ضرائب الأرباح الرأسمالية وعند خصم 25% لتقييم صفقة فوداكوم)	25.00% 44.95% 23.6 40,278 (7,722) 32,557	3 مرات الأرباح التشغيلية لـ ETEL في آخر 12 شهر، معدل بخسائر العملة لضعف الجنيه المصري	6.5	43,620	25.6
خصم الأقلية حصة ETEL قيمة حصة ETEL بعد خصم الأقلية ضرائب الأرباح الرأسمالية قيمة حصة ETEL صافية من ضرائب الأرباح الرأسمالية						
تعليق 5	بيع حصة 20% + 25% من VODE (كلاهما صافي من ضرائب الأرباح الرأسمالية وعند خصم 25% لتقييم صفقة فوداكوم)	25.00% 44.95% 23.6 40,278 (7,722) 32,557	3 مرات الأرباح التشغيلية لـ ETEL في آخر 12 شهر، معدل بخسائر العملة لضعف الجنيه المصري وأسعار الفائدة المرتفعة	5.1	41,348	24.2
خصم الأقلية حصة ETEL قيمة حصة ETEL بعد خصم الأقلية ضرائب الأرباح الرأسمالية قيمة حصة ETEL صافية من ضرائب الأرباح الرأسمالية						

المصدر: بحثو 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

## محمد عزت

مدير المبيعات والفروع

ت: +202 3300 5784

MEzzat@egy.primegroup.org

## شوكت رسلان

مدير فرع مصر الجديدة

ت: +202 3300 8130

SRaslan@egy.primegroup.org

## محمد عشموي

مدير مبيعات المؤسسات

ت: +202 3300 5612

MAshmawy@egy.primegroup.org

## نشوى أبو العطا

مدير فرع الإسكندرية

ت: +202 3300 5173

NAbuelatta@egy.primegroup.org

## عمرو علاء، CFTe

رئيس فريق -- المؤسسات

ت: +202 3300 5609

AAAlaa@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

## الفروع

## 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 سعرية 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 تُلم كافة البيانات الواردة في هذا التقرير قارئها اعتبارها بديلاً عن وسائلهم الخاصة للقيام بالتحليلات والاستنتاجات القائمة على فروضهم وأحكامهم، وكافة الآراء الواردة قد تكون محللاً 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 إتباع هذا التقرير أيًا كانت وسيلة الاطلاع عليه سواء بشكل مباشر أو من خلال أية مواقع متخصصة بهذا الشأن، وتفرض عدد من اللوائح والقوانين عدداً من الالتزامات التي لا يمكن الإفصاح عنها، ولا يعني هذا الإبراء بأي حال من الأحوال حداً أو تضييقاً لحقوق أي شخص قد يمتلكها في ضوء هذه اللوائح أو القوانين. علاوة على ذلك فإن مجموعة برايم أو أية من شركاتها قد تربطها أو ربطتها علاقة مع الشركات الواردة في هذا التقرير.

جميع الحقوق محفوظة © 2022 مجموعة برايم، ويحظر نشر أو توزيع هذا التقرير بدون إذن مسبق من المجموعة.