

## مشروعات المقاولات تعود لمسرح العمليات؛ النتائج التشغيلية متوافقة مع تقديراتنا

حقق قطاع المقاولات بشركة السويدي إيكتريك (SWDY) أداءً قوياً بعد العودة للمستويات الطبيعية مما دعم الإيرادات على أساس سنوي. وعلى الرغم من ذلك، فإن ارتفاع كل من المصروفات الإدارية، المخصصات، والضرائب مع انخفاض العائد من الاستثمارات والتحول لخسائر فروق عملة على خلفية ارتفاع قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي، كلها أدت إلى تآكل النمو المحقق في الإيرادات وهامش مجمل الربح بنسبة 12% و5% على أساس سنوي، ليرتاج صافي الأرباح بعد حقوق الأقلية إلى 957 مليون جم في الربع الأول 2019 مقابل 1.40 مليار جم في الربع الأول 2018. وتبدأ الشركة مرحلة من تحسين التكلفة بالشكل الأمثل مع التوسع جغرافياً لفترة المقبلة. بتجيب البنود غير التشغيلية، جاءت النتائج متوافقة وبوجه عام مع تقديراتنا للجزء التشغيلي في 2019. ولذا نُبقي تصنيفنا للسهم عند زيادة الوزن النسبي / مخاطرة متوسطة بسعر مستهدف خلال 12 شهراً عند 19.80 جم للسهم (بعد خصم التوزيعات النقدية الأخيرة بقيمة 0.80 جم للسهم).

• **مشروعات المقاولات تدعم نمو الإيرادات:** نمت إيرادات SWDY على أساس سنوي بنسبة 12% من 9.98 مليار جم في الربع الأول 2018 إلى 11.22 مليار جم في الربع الأول 2019 (24% توقعاتنا للعام 2019)، نتيجة التوسع في مشروعات المقاولات والتي حققت نمواً بنسبة 33% على أساس سنوي (29% من إجمالي الإيرادات)، وقطاع الأسلاك والكابلات بنسبة 7% على أساس سنوي (58% من إجمالي الإيرادات) نظراً لارتفاع مبيعات كابلات الألومنيوم في السوق المحلي. وبدأ قطاع المقاولات في العودة للمستويات الطبيعية خلال 2018، وذلك بعد أن أُنجزت مصر أغلب مشاريعها لتوليد الطاقة ذات الهامش المرتفع. وبالرغم من ذلك، ونظراً لسجلها الحافل وقدرتها على التوسع في الأسواق الأخرى، استطاعت SWDY العودة إلى مشروعات توليد الطاقة ذات هامش الربحية المرتفع، فقط في المناطق الأخرى؛ في إفريقيا ودول مجلس التعاون الخليجي والتي تمثل 45% و 21% على التوالي من مشروعاتها تحت التنفيذ والمقدرة بـ 64 مليار جم. أكدت إدارة SWDY أن الانتشار جغرافياً سيكون أولوية بالنسبة لها. في الوقت نفسه انخفضت إيرادات بنسبة 8% على أساس ربع سنوي، على خلفية انخفاض الإيرادات من قطاع المقاولات بنسبة 31% من 4.63 مليار جم في الربع الأخير من 2018 إلى 3.20 مليار جم في الربع الأول من 2019. ومع ذلك، فإن نمو الإيرادات في قطاع الأسلاك والكابلات (+7% على أساس ربع سنوي) ساهم في التقليل من حجم الانخفاض بقطاع المقاولات.

• **الارتفاع في المشروعات تحت التنفيذ يضمن استمرارية مشروعات المقاولات:** تمكنت SWDY من زيادة مشروعاتها تحت التنفيذ بنسبة تصل إلى 76% على أساس سنوي من 36.4 مليار جم في الربع الأول 2018 إلى 64 مليار جم في الربع الأول 2019 (لتغطي SWDY ثلاث سنوات) مع تكوين أفضل. استحوذ قطاع الأعمال المدنية والشبكات وقطاع مشروعات النقل والتوزيع على نسبة 18% لكل منهما، في حين استحوذت مشروعات توليد الطاقة ذات الهامش المرتفع على نسبة 64%. ويُعد هذا المزيج من الإيرادات هو نتاج تبديل SWDY الاستراتيجي لأسواقها. تشكل مصر حالياً 34% فقط من الأعمال تحت التنفيذ لدى SWDY في الربع الأول 2019 مقابل 56% في الربع الأول 2018. ويرجع ارتفاع حجم المشروعات تحت التنفيذ في أفريقيا إلى مشروع السد التنزاني الجديد الذي تم التعاقد عليه في الربع الرابع 2018.

### المخلص المالي

بالمليون جم	ف 2016	ف 2017	ف 2018	م 2019	م 2020	م 2021
الإيرادات	24,645	42,911	42,491	47,495	52,264	55,918
EBITDA	4,205	7,802	6,060	6,164	6,882	7,350
صافي الدخل	3,853	6,368	4,993	4,986	5,234	5,596
معدل نمو الإيرادات (%)	20%	74%	-1%	16%	10%	7%
معدل نمو EBITDA (%)	117%	62%	-22%	13%	12%	7%
معدل نمو صافي الدخل (%)	332%	65%	-22%	12%	5%	7%
هامش EBITDA (%)	17.1%	15.9%	14.3%	13.0%	13.2%	13.2%
هامش صافي الربح (%)	15.6%	14.8%	11.7%	10.5%	10.0%	10.0%
نصيب السهم من الأرباح (جم)	1.76	2.92	2.29	2.28	2.40	2.56
القيمة الدفترية للسهم (جم)	5.30	6.48	7.39	8.47	9.43	10.47
نصيب السهم من التوزيعات (جم)	0.41	1.60	0.80	1.48	1.56	1.67
مضاعف الربحية (مرة)	4.2x	5.1x	7.2x	6.4x	6.0x	5.7x
العائد على السهم (%)	5.5%	10.9%	4.9%	10.2%	10.8%	11.5%

EBITDA = الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك  
ف = فعلي، م = متوقع  
المصدر: تقارير الشركة، شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر.

### المحلل

مي عبد العزيز

محلل مالي

melaziz@shuaasecurities.com

+202 2673 5163

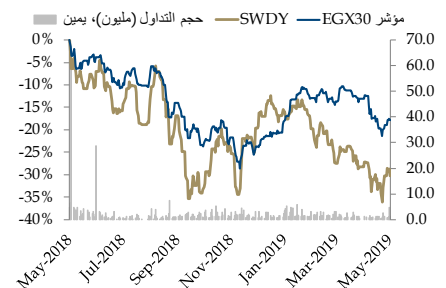
### الترجمة

محمد أبو مليح

محرم مالي أول

mabomaleeh@shuaasecurities.com

### البيانات والرسم البياني للسهم



آخر سعر (جم)	14.19
أعلى وأقل سعر للسهم خلال 52 أسبوع (جم)	12.81 - 22.289
المتوسط اليومي لقيم التداول لآخر 6 شهور (مليون جم)	28.24
القيمة السوقية (مليون جم)	30,994
عدد الأسهم المصدرة (مليون) / التداول الحر	32.3% / 2,184.2

\* سعر السهم إغلاق يوم 29 مايو 2019.  
المصدر: بلومبرج.

- **هوامش المشروعات تعود إلى طبيعتها:** على الرغم من أن SWDY تمكنت من زيادة مشروعاتها تحت التنفيذ، وخاصة في قطاع توليد الطاقة، فإن هوامش هذه المشروعات لن تكون مرتفعة مثلما كان الأمر عندما كانت غالبية مشاريع المقاولات في مصر. ويرجع ذلك إلى الطبيعة التنافسية لهذه المشروعات في دول مجلس التعاون الخليجي وحقيقة أن الأسواق ذات الهامش المرتفع في إفريقيا تستغرق وقتاً طويلاً للدخول إليها بسبب طول إجراءات تمويل تلك المشاريع. من ناحية أخرى، سيتم تسجيل الإيرادات من مشروع السد التنزاني ابتداءً من عام 2020، بعد انتهاء فترة التجهيز.
- **العقود الجديدة بالربع الأول 2019 تهيمن عليها مصر:** في الربع الأول 2019، حصلت SWDY على ثلاثة مشاريع بلغت قيمتها 8 مليار جم. يوجد اثنان من المشاريع الثلاثة في مصر (بنبان ونجع حمادي لنقل الكهرباء والمحطة الفرعية للمنطقة الصناعية بشرق بورسعيد) والآخر في الإمارات العربية المتحدة (مشروع الليبة). حتى الآن، تُعد مصر المساهم الرئيسي في العقود الجديدة لدى SWDY في الربع الأول 2019.
- **تآكل الربحية ولكن مرحلة تحسين التكلفة في الطريق:** ارتفع مُجمّل الربح (صافي من الإهلاك) بنسبة متواضعة بلغت 5% على أساس سنوي من 1.88 مليار جم في الربع الأول 2018 إلى 1.98 مليار جم في الربع الأول 2019. وانخفض هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (EBITDA) من 14.1% في الربع الأول 2018 إلى 11.5% في الربع الأول 2019 وذلك نتيجة:
  - ارتفاع المصروفات الإدارية بنسبة 28% على أساس سنوي إلى 421 مليون جم،
  - ارتفاع المخصصات بنسبة 430% على أساس سنوي إلى 55 مليون جم،
  - وارتفاع اضمحلال قيمة العملاء بنسبة 193% على أساس سنوي إلى 68 مليون جم.
 وانخفض صافي الربح بعد حقوق الأقلية من 1.40 مليار جم (بهامش صافي ربح 14.1%) في الربع الأول 2018 إلى 957 مليون جم (بهامش صافي ربح 8.5%) في الربع الأول من عام 2019 وذلك نتيجة:
  - ارتفاع ضريبة الدخل بنسبة 21% على أساس سنوي إلى 319 مليون جنيه حيث انقضى الاعفاء الضريبي لأربعة مصانع تابعة لشركة SWDY بنهاية عام 2018،
  - انخفاض الإيرادات من الاستثمارات بنسبة 40% إلى 92 مليون جم نتيجة انخفاض الإيرادات من الشركة التابعة لشركة SWDY في قطر،
  - والتحول من مكاسب فروق العملة البالغة 61 مليون جم في الربع الأول 2018 إلى خسائر فروق العملة البالغة 15 مليون جم نظراً لقوة الجنيه المصري.
 كما أكدت إدارة SWDY أنها ستعطي أولوية لتحسين التكلفة في بقية العام.
- **تأمين تسهيلات ائتمانية جديدة:** وافق مجلس إدارة SWDY على تسهيلات ائتمانية جديدة:
  - قرض بقيمة 42 مليون يورو من **البنك الأهلي اليوناني** لتمويل ثلاثة مشاريع طاقة متجددة تعتزم SWDY على تأمينها باليونان.
  - نقاط أساس التعامل بشأن تسهيل يبلغ 350 مليون دولار أمريكي من **البنك الأفريقي للتصدير والاستيراد**، كجزء من الاتفاقية الموقعة مسبقاً في 2018 مع البنك في حدود 500 مليون دولار أمريكي، تم استخدام 150 مليون دولار أمريكي منهم في مشروع بأوغندا بينما سيتم استخدام الـ 350 مليون دولار أمريكي المتبقية في توسعات أخرى بأفريقيا.
  - تسهيل ائتماني بقيمة 100 مليون دولار أمريكي من **بنك مصر** للحصول على خطابات الضمان لمشروع السد في تنزانيا.
 علاوة على ذلك، أعطى مجلس إدارة SWDY الضوء الأخضر لتأسيس أو الاستحواذ على شركة تعمل بنظام المناطق الحرة في الإمارات العربية المتحدة لتكون مركزاً للشركات التابعة لـ SWDY خارج مصر.

- **نُبقَى على تصنيفنا عند زيادة الوزن النسبي / مخاطرة متوسطة:** مع النتائج التي جاءت متوافقة مع توقعاتنا للأرباح التشغيلية للعام 2019 كاملاً، نُبقَى على تصنيفنا للسهم عند زيادة الوزن النسبي / مخاطرة متوسطة، مع سعر مستهدف خلال 12 شهراً منخفض قليلاً عند 19.80 جم للسهم (معدل بالتوزيعات النقدية الأخيرة والبالغه 0.80 جم للسهم)، مما يعني عائداً متوقعاً يبلغ 40%. نُذكر بأننا قمنا بضم سهم SWDY إلى محافظتنا النموذجية للأسهم المصرية في 15 أبريل 2019 بعد تراجع بنسبة 19% في سعر السهم.

## ملخص نتائج الأعمال

بالمليون جم	الربع الأول 2019	الربع الأول 2018	الربع الرابع 2018	الربع الرابع 2018
الإيرادات	11,224	9,982	12,175	-8%
تكلفة الإيرادات	9,247	8,106	9,990	-7%
مُجمَل الربح (صافي من الإهلاك)	1,977	1,876	2,185	-10%
هامش مُجمَل الربح	17.6%	18.8%	17.9%	-34 bps
EBITDA	1,290	1,409	1,566	-18%
هامش EBITDA	11.5%	14.1%	12.9%	-137 bps
صافي الربح (بعد حقوق الأقلية)	957	1,402	1,489	-36%
هامش صافي الربح	8.5%	14.1%	12.2%	-370 bps

bps = نقطة أساس

EBITDA = الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك  
المصدر: تقارير الشركة، شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر.

## ملحق الإفصاحات

**المنهجية:** تعكف خلال إعدادنا أي من تصنيفات الاستثمار والمخاطر على استغلال وتوظيف جميع المعلومات المتوفرة بشتى المصادر المتاحة للاستخدام العام وذلك بهدف تكوين رؤية صائبة ورشيده بشأن نموذج الأعمال الخاص بالشركة محل التقييم ومن ثم التوصل إلى قيمتها الجوهرية وذلك بالاستعانة بأحد أساليب التقييم أو أكثر. وبأني تقييماً بناءً على تقييم العوامل التي نرى إنها ذات أهمية للشركة والتي تتضمن، ولا تقتصر على، المؤشرات المتعلقة بالاقتصاد الكلي، والقطاع، والخاصة بالشركة.

**تصنيف الاستثمار:** نحن نأخذ بعين الاعتبار نموذج الأعمال الخاص بالشركة محل التقييم مع الاستعانة بنماذج التقييم التالية: (1) نموذج الدخل، (2) نموذج قائم على الأسواق، (3) نموذج قائم على الأصول، بالإضافة إلى /أو (4) نموذج مجموع الأجزاء. وفي حالات معينة، عندما لا يكون لدينا النموذج المالي ونموذج التقييم الخاص بنا، فإننا قد نعتمد على تصنيف أو رؤية إجماع المحللين بالسوق، ونحن نعتمد على ثلاثة تصنيفات أو توصيات استثمارية لجميع الشركات المغطاة (وهي زيادة الوزن النسبي / محايد / تخفيض الوزن النسبي)، وذلك اعتماداً على إجمالي العائد المتوقع للورقة المالية (العائد السعري + العائد من التوزيعات النقدية) على مدار فترة استثمارية ممتدة لمدة 12 شهر وذلك مقارنة بمعدل العائد المطلوب على الورقة المالية كما هو محسوب باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية آخذين في الاعتبار نموذج تصنيف المخاطر الخاص بنا لتلك الورقة المالية. يرجى الاطلاع على المعلومات أدناه لمعرفة المزيد من المعلومات عن نموذج تصنيف المخاطر الخاص بنا. وننوه إلى أن ما نحدده من قيم عادلة للأسهم يخضع للتقييم الشخصي وتريجات المحللين ونستهدف تحديد القيمة العادلة للسهم خلال 12 شهر من تاريخ التغطية. ويُعد ما نحدده من تصنيفات استثمارية/قيم عادلة صالحاً لمدة ثلاثة شهور بحد أقصى منذ تاريخ إصدارها.

**تصنيف المخاطر:** نقوم بتقييم نموذج المخاطر الخاص بكل شركة محل التقييم /ورقة مالية تحت التغطية من خلال أحد تصنيفات المخاطر التالية (مرتفعة / متوسطة / منخفضة). ويتم استنتاج نموذج تقييم المخاطر من خلال إعطاء وزن نسبي لجوانب عديدة متعلقة بـ (1) القطاع، (2) الشركة محل التغطية، و(3) الورقة المالية والتذبذب الخاص بها في السوق، وتجدر الإشارة إلى أن نموذج تقييم المخاطر يعتبر صالحاً لمدة ثلاثة شهور بحد أقصى منذ تاريخ إصداره.

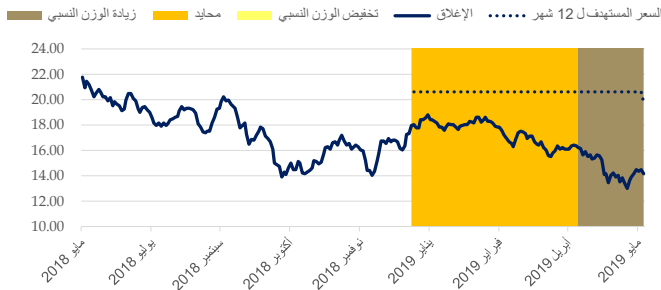
## شهادة المحلل

أقر (نقر) أنا، **مي عبد العزيز**، محلل مالي، المُعين من قبل شركة شعاع للأوراق المالية مصر ومُعد هذا التقرير بأن جميع وجهات النظر المعروضة في هذا التقرير تعكس بدقة رؤيتي (رؤيتنا) عن الشركة (الشركات) محل التقييم أو الورقة المالية (الأوراق المالية) محل التقييم، وأقر (نقر) أيضاً بأنه (بأننا) لم يتم تعويضي (تعويضنا) بصورة مباشرة أو غير مباشرة عن تلك الرؤية (الرؤى) والتوصية (التوصيات) الاستثمارية المعروضة في هذا التقرير. وأقر (نقر) كذلك بأنني (نحن) وعائلتي (عائلتنا) لا نملك أو نتداول أي أسهم في الشركة محل التقييم.

## شهادة رئيس وحدة الأبحاث

أقر أنا، **عمرو حسين الألفي**، رئيس وحدة الأبحاث بشركة شعاع للأوراق المالية مصر، بأنني قمت بفحص جميع المعلومات والآراء المُعرب عنها من خلال المحلل (المحللين) في هذا التقرير البحثي عن الشركة (الشركات) أو السهم (الأسهم) محل التقييم. وأقر أيضاً بأن المحلل (المحللين) المسئول (المسئولين) عن إعداد هذا التقرير لم يحصل (يحصلوا) على أي تعويض مرتبط ارتباطاً مباشراً بمحتوي هذا التقرير.

## تاريخ تصنيف الاستثمار والسعر المستهدف



تاريخ التصنيف

من	إلى	التاريخ	المحلل
لا يوجد	محايد / مخاطرة متوسطة	1 يناير 2019	لبنى خالد
محايد / مخاطرة متوسطة	محايد / مخاطرة متوسطة	28 فبراير 2019	أحمد عبد النبي
محايد / مخاطرة متوسطة	زيادة الوزن النسبي / مخاطرة متوسطة	15 أبريل 2019	مي عبد العزيز

تاريخ السعر المستهدف

من	إلى	التاريخ	المحلل
لا يوجد	20.60	1 يناير 2019	لبنى خالد
20.60	20.60	28 فبراير 2019	أحمد عبد النبي
20.60	20.60	15 أبريل 2019	مي عبد العزيز
20.60	19.80	30 مايو 2019	مي عبد العزيز

## ملف العائد مقابل المخاطر

تصنيف الاستثمار			إذا كان العائد الكلي	تصنيف المخاطر
تخفيض الوزن النسبي	محايد	زيادة الوزن النسبي		
أقل من 20% من معدل العائد على حقوق الملكية	بين معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية و20%	أعلى من معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية	منخفضة	تصنيف المخاطر
أقل من 40% من معدل العائد على حقوق الملكية	بين معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية و40%	أعلى من معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية	متوسطة	
أقل من 60% من معدل العائد على حقوق الملكية	بين معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية و60%	أعلى من معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية	مرتفعة	
في حالة عدم نشر تصنيف للسهم بسبب بعض الظروف المرتبطة بالشركة (أي حالات خاصة)			غير مصنف (NR)	
في حالة عدم تغطية السهم أو وجود ظروف قانونية أو تنظيمية تمنعنا من تغطية السهم			غير مغطى (NC)	

## بيانات الاتصال

① 16331 (202)+

✦ 143 منطقة البنوك بالتجمع الخامس،  
القاهرة الجديدة، مبنى بنك أبوظبي الأول (الدور السادس)  
مصر، القاهرة

## إخلاء المسؤولية

تم إعداد محتويات هذا التقرير من قبل شركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر لأغراض المعرفة فقط ولا يمكن اعتبار أو تفسير محتويات التقرير على أنها عروض للشراء والبيع أو تحريض على انتهاز عروض شراء أو بيع أو المشاركة في أية أعمال استثمارية أو إدارة استثمارات أو خدمات استشارية. وقد قامت شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر بإعداد المعلومات والآراء الواردة بهذا التقرير بناءً على مصادر يعتقد أنها ذات مصداقية، علماً بأنه لا يمكن للشركة ضمان دقة أو صلاحية أو اكتمال هذه البيانات كما لا يقع عليها أية مسؤولية حيال استخدام أي شخص أو جهة هذه المعلومات في أغراض معينة. وعلى هذه الخلفية، لا تكون شركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر أو إدارتها التابعة أو موظفوها أو وكلاؤها أو شركاتها التابعة مسؤولة عن اكتمال أو وضوح المعلومات أو الآراء المتاحة بالتقرير، كما لا تقع عليها أية مسؤولية تجاه أية معلومات أخرى يتم إتاحتها بصورة مكتوبة أو شفوية لأي من الأطراف ذات العلاقة أو الجهات الاستشارية. ويحق لشركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر تغيير الآراء التي تم التعبير عنها في هذا التقرير دون إخطار مسبق. ولا يجوز إعادة نشر أو تمرير هذا التقرير بدون الحصول على موافقة كتابية مسبقة من شركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر، علماً بأن الشركة تخضع لقوانين وضوابط الهيئة العامة للرقابة المالية بترخيص رقم 91.

## جهة إصدار التقرير

شركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر

الموقع الإلكتروني: [www.shuaasecurities.com](http://www.shuaasecurities.com)

## حقوق النشر

حقوق النشر © 2019 جميع الحقوق محفوظة لشركة شعاع للأوراق المالية مصر. لا يجوز إعادة توزيع أو نسخ أو تخزين جزء أو مقتطفات من هذا التقرير من خلال أي من نظم تخزين واسترجاع المعلومات أو نقلها بأي شكل من الأشكال أو بالاستعانة بأي من الوسائل الإلكترونية أو الميكانيكية أو آلات النسخ أو التسجيل أو أية أدوات مماثلة وذلك قبل الحصول على موافقة كتابية مسبقة من شركة شعاع للأوراق المالية مصر.