

## أين نقطة الضوء في المحطة القادمة؟

لأكثر من عام حتى الآن، جاء أداء قطاع البنوك المصري بشكل يبرز تأثر ضعيف بالمتغيرات الصعبة التي يمر بها الاقتصاد المحلي. ويأتي في مقدمة الدلائل على ضعف تأثر القطاع بمتغيرات الاقتصاد غير الموازية؛ أدائه التشغيلي المستقر، والذي أظهر ثباتاً نسبياً قياساً إلى بقية القطاعات في مواجهة ظروف سوق صعبة على المستويين المحلي والعالمي. وقد صاحب تلك السمة لأداء القطاع عدداً من السياسات الكلية (على سبيل المثال: ارتفاع أسعار الفائدة)، والتي دعمت من ربحية البنوك الخاصة بشكل خاص. فيما بعد، نرى أن أمارات عودة أداء القطاع لمستوياته الطبيعية بدأت تلوح في الأفق، بشكل ستستجيب له بنوك القطاع على نسق متباين؛ في ضوء المقومات الفردية لكل بنك على حدة. نرى أن انعكاس تطبيع الأداء على بنوك القطاع سينتج عنه خلق قيمة في أسهم بعض البنوك، وأحد تلك البنوك كريدي أجريكول - مصر (CIEB).

• **نتاج بعض المفاجآت السارة:** جاء القطاع البنكي على رأس قائمة المستفيدين من تداعيات خطة إعادة الهيكلة التي نتجت عن برنامج الإصلاح الاقتصادي منذ نوفمبر 2016. خلال هذه الفترة، تمتع القطاع البنكي بنموذج أعمال مستقر، والذي لم يتأثر بعوامل محلية وعالمية مثلما حدث مع قطاعات أخرى. فيما ساهمت عوامل تشديد أوضاع السياسة النقدية، وإجراءات ضبط أوضاع المالية العامة وقطاع الموازنة، وما نتج عنها من أعباء تضخمية، بجانب ارتفاع أسعار النفط، وضعف القوة الشرائية للمستهلكين، كلها أمور مكّنت البنوك من توظيف وفرة من السيولة المحلية في أدوات الدين الحكومية عالية العائد بجانب كونها في الوقت نفسه منخفضة المخاطر.

• **بداية عودة الهوامش للمستويات الطبيعية:** نرى أن وتيرة أداء CIEB يحدها لقطتان في غاية الأهمية؛ أولهما؛ معدلات ربحية غير عادية الارتفاع نتيجة للأثر الثاني لتداعيات تحرير سعر الصرف، وسياسات التشديد النقدي. وثانيهما؛ انخفاض متوقع في معدلات الربحية تلك، كجزء من ظاهرة تطبيع الأداء بالقطاع المصرفي ككل. تأتي كلتا اللقطتين في إطار من النمو الحذر الذي يغلف أنشطة البنك. وفي هذا السياق؛ نتوقع أن تنمو أرباح CIEB بمعدل نمو سنوي مركب بين أعوام 2018-2023 يبلغ 6% بينما تنمو الأرباح قبل الاضمحلال من خسائر الائتمان بمعدل نمو سنوي مركب بين أعوام 2018-2023 يبلغ 10%.

• **السعر المستهدف خلال 12 شهراً 52.3 جم للسهم، نبدأ تغطيتنا للسهم بزيادة الوزن النسبي / مخاطرة متوسطة (عائد إجمالي متوقع +23%):** قمنا بتقييم CIEB باستخدام طريقتين للتقييم بأوزان متساوية، وهما مضاعف القيمة الدفترية المبررة وأسلوب فائض الدخل. وأنتجت الطريقتان سعراً مستهدفاً خلال 12 شهراً يبلغ 52.3 جم للسهم (بما يعني عائداً إجماليًا متوقعاً +23%). ولهذا نبدأ تغطيتنا لسهم CIEB بزيادة الوزن النسبي / مخاطرة متوسطة.

## المُلخص المالي

السنة المالية المنتهية في ديسمبر					
بالمليون جنيه مصري					
2021 م	2020 م	2019 م	2018 ف	2017 ف	
3,623	3,523	3,282	2,994	2,797	صافي الدخل من العائد
1,556	1,334	1,121	897	987	صافي الدخل من غير العائد
5,179	4,857	4,403	3,892	3,783	إجمالي الإيرادات البنكية
2,415	2,317	2,194	2,201	1,955	صافي الدخل
38,306	31,648	25,785	20,427	16,672	صافي القروض والتسهيلات للعملاء
68,648	59,977	51,903	43,933	37,080	ودائع العملاء
7%	10%	13%	3%	-7%	نمو إجمالي الإيرادات البنكية
4%	6%	0%	13%	44%	نمو صافي الدخل
21%	23%	26%	23%	-4%	نمو صافي القروض والتسهيلات للعملاء
14%	16%	18%	18%	-5%	نمو ودائع العملاء
5.5x	5.7x	6.0x	5.8x	6.1x	مضاعف الربحية
1.6x	1.7x	1.9x	2.1x	2.2x	مضاعف القيمة الدفترية
11.0%	10.5%	10.0%	10.3%	9.8%	عائد التوزيعات
17.0%	17.5%	18.2%	20.3%	18.5%	نسبة كفاية رأس المال
131.0%	138.6%	150.1%	168.2%	240.2%	نسبة تغطية القروض غير المنتظمة
3.2%	3.5%	3.8%	4.4%	4.3%	العائد على متوسط الأصول
30.1%	32.1%	33.8%	38.2%	41.8%	العائد على متوسط حقوق الملكية
58.7%	55.6%	52.5%	49.3%	48.5%	إجمالي القروض للودائع

المصدر: بيانات الشركة، تقديرات أبحاث شعاع للأوراق المالية - مصر.

## المحتويات

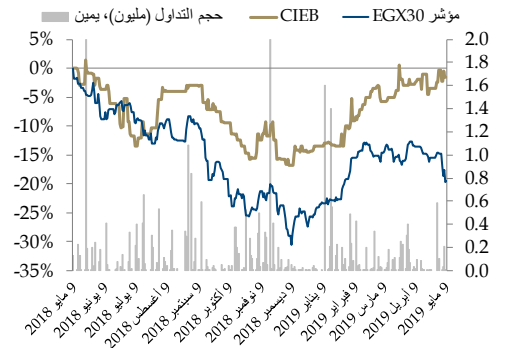
- القصة
- التقييم
- النموذج المالي

[صفحة 2](#)

[صفحة 5](#)

[صفحة 7](#)

## البيانات والرسم البياني للسهم



42.39	آخر سعر (جم)
39 - 48.9	أعلى وأقل سعر للسهم خلال 52 أسبوع (جم)
11.74	المتوسط اليومي لقيم التداول لآخر 6 شهور (مليون جم)
13,180	القيمة السوقية (مليون جم)
39.1% / 310.9	عدد الأسهم المصدرة (مليون) / التداول الحر
	* سعر السهم إغلاق يوم 9 مايو 2019.

## المحلل

محمد سعد

محلل مالي

[mfattah@shuaasecurities.com](mailto:mfattah@shuaasecurities.com)

+202 2673 5992

## الترجمة

محمد أبو مليح

محرر مالي أول

[mabomaleeh@shuaasecurities.com](mailto:mabomaleeh@shuaasecurities.com)

## القصة

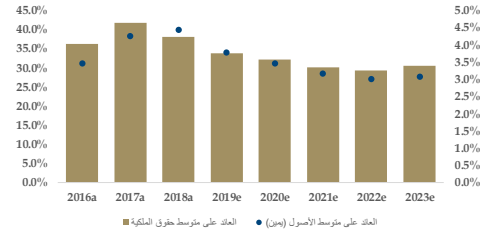
### CIEB وقصة النمو الحذر

كان وضع القطاع خلال الفترة الماضية عاملاً مؤثراً على أداء CIEB، غير أن التحول تجاه نمط طبيعي بشأن معدلات الربحية سيؤثر بالطبع على توقعات النمو للبنك وهوامش ربحيته. ومع ذلك، نرى أن إدارة البنك ستكون قادرة على التحول ضد التقلبات المتوقعة في نمط الأداء. هذا، وقد تميز أداء CIEB خلال الفترة الماضية بالآتي:

- **معدلات ربحية فائقة:** تبنت إدارة CIEB من البداية استراتيجية تهدف إلى تحقيق معدلات ربحية قوية، عوضاً عن تحقيق معدلات نمو فائقة السرعة أو التوسع في الحصة السوقية. فعلى سبيل المثال، حقق البنك نمواً في إجمالي محفظة الإقراض بمعدل سنوي مركب خلال ثلاث سنوات (من عام 2015 وحتى 2018) بلغ 14%، في الوقت الذي حقق فيه القطاع نمواً بمعدل 32%. وفي الوقت ذاته، نمت الودائع لدى CIEB بمعدل سنوي مركب بلغ 18% تقريباً، بينما حقق السوق نمواً سنوياً مركباً بلغ 26% عن الفترة ذاتها. وتميز هذا النمو البطيء لدى البنك بالانتقائية العالية، والتي أثرت وبشكل كبير على هيكل قروض البنك وتكلفة ودائعه على حد سواء. كنتيجة لما سبق؛ نجح البنك في تحقيق - كما ذكرنا آنفاً - عائداً كبيراً جداً على حقوق المساهمين أعلى بكثير من متوسط أقرانه بالقطاع، حيث أتت لتسجل 42% بنهاية 2017، مع هامش صافي الدخل من العائد سجل بدوره قمة جديدة (بلغت 6.9% في 2018). نعتقد أن الهوامش قد وصلت بالفعل لأعلى مستوياتها، ومرورنا بمرحلة انتقالية تشهد عودة الهوامش تدريجياً إلى مستوياتها الطبيعية أصبح أمراً آتياً لا محالة.

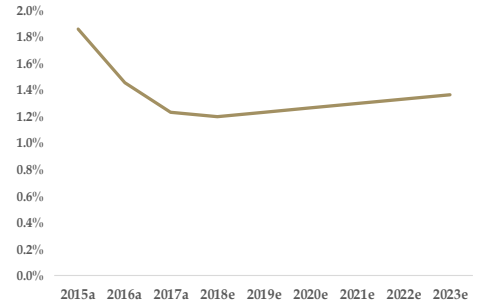
- **دخول الهوامش محطة التطبيع:** لم يتعرض البنك بشكل كبير لسندات الخزنة الحكومية، والتي تمثل حالياً 26% من إجمالي أصوله مقابل 33% كمتوسط لدى أقرانه المدرجين بالبورصة المصرية. في المقابل، تشكل الأذون والسندات الحكومية 36% من دخل CIEB من العائد، وهو أقل بشكل طفيف من المتوسط عند أقرانه المدرجين الذي يبلغ 37%. وعلى الرغم من انخفاض تعرضه لأدوات الدين الحكومية، إلا أن دخل البنك من العائد لا يزال قوياً مقارنة بالبنوك الأخرى، وذلك بفضل استراتيجية CIEB الانتقائية إلى حد كبير. فبنهاية ديسمبر 2018 سيطر الإقراض المؤسسي على 67% من محفظة الإقراض لدى CIEB مقابل 33% للأفراد. وعلى الرغم من تركيز CIEB على عملاء المؤسسات، إلا أنه استطاع أن يؤمن تواجداً متميزاً بالتجزئة المصرفية، وبالأخص القروض الشخصية حيث استحوذت على 27% من إجمالي محفظة القروض. على الجانب الآخر، يحتل CIEB مركزاً متقدماً فيما يتعلق بتمويل رأس المال العامل، والتمويل قصير الأجل، والذي يستحوذ على 48% من إجمالي محفظة القروض. نعتقد أن هامش صافي العائد بلغ بالفعل قمته خلال 2018، وأن دخوله في مرحلة من الانخفاض التدريجي بعد عام 2018 أمر حتمي. تتوقع انخفاض هامش صافي الدخل من العائد تدريجياً فيما وراء عام 2018، ليستقر قرب مستويات 5.1% بحلول عام 2023. نرى أن يأخذ هذا التراجع نمطاً تدريجياً، بناءً على توقعاتنا بقدرة إدارة البنك على إحداث التغييرات المطلوبة في جاني الأصول والالتزامات عند الحاجة.

### العائد على متوسط حقوق الملكية مقابل العائد على متوسط الأصول



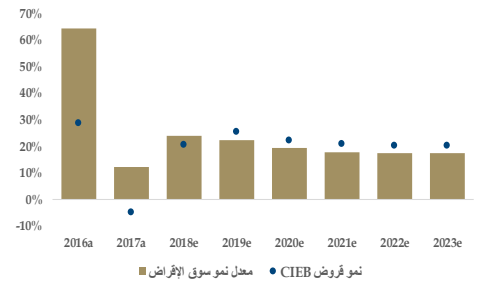
المصدر: تقارير الشركة، تقديرات شعاع للأوراق المالية - مصر.

### حصة CIEB بسوق الإقراض



المصدر: تقارير الشركة، تقديرات شعاع للأوراق المالية - مصر.

### معدل نمو قروض البنك مقارنة بالقطاع



المصدر: تقارير الشركة، تقديرات شعاع للأوراق المالية - مصر.

### تحليل دوبونت - العائد على متوسط حقوق المساهمين

2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	
3.1%	3.0%	3.2%	3.5%	3.8%	4.4%	4.3%	3.5%	العائد على متوسط الأصول
74.1%	73.6%	73.1%	72.6%	74.7%	78.8%	76.6%	76.3%	عبء الضريبة
62.3%	62.4%	63.8%	65.7%	66.7%	71.8%	67.4%	62.3%	هامش الربح التشغيلي
0.07x	0.07x	0.07x	0.07x	0.08x	0.08x	0.08x	0.07x	معدل دوران الأصول
10.0x	9.7x	9.5x	9.3x	8.9x	8.6x	9.8x	10.4x	نسبة الأصول لحقوق المساهمين
30.5%	29.3%	30.1%	32.1%	33.8%	38.2%	41.8%	36.2%	العائد على متوسط حقوق المساهمين

المصدر: تقارير الشركة، تقديرات شعاع للأوراق المالية - مصر.

## القصة (تابع)

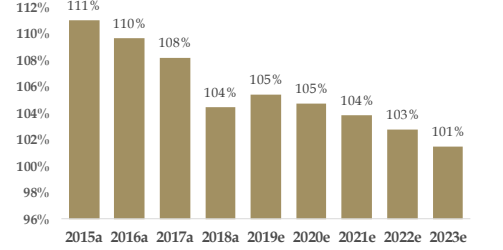
تشمل التعديلات المُشار إليها إعادة توزيع محفظة الإقراض، حيث من المفترض أن يبدأ البنك في التوجه إلى تمويل النفقات الرأسمالية والتمويل طويل الأجل، تماشياً مع دورة التيسير النقدي. علاوة على ذلك نعتقد أن سياسة CIEB الانتقائية سوف تستمر في دعم البنك بودائع منخفضة التكلفة. أيضاً، الاستمرار في تخصيص أكثر من 25% من محفظة القروض بالتجزئة المصرفية، وبالأخص الإقراض الشخصي، سيسهم من إبطاء وتيرة انخفاض هامش صافي الدخل من العائد ووصوله إلى مستوياته الطبيعية.

**وضع مُطمئن لنسبة القروض غير المنتظمة:** أعقب قرار تحرير سعر الصرف بعض التدابير على مستوى السياسة النقدية، والتي اشتملت على درجة عالية من التشديد النقدي، والتي شهدت ارتفاع أسعار الفائدة بمقدار 700 نقطة أساس بين عامي 2016 و2017. في حين كانت أصول البنك في وضع مواتي للاستفادة من الرفع المتكرر لسعر الفائدة، نجد أن هذا التحول مر دون تدهور خطير في الجودة الائتمانية لتلك الأصول، حيث ارتفعت نسبة القروض غير المنتظمة في CIEB بشكل ملحوظ في الربع الأخير من عام 2016 إلى 4.1%، مما عكس التأثير الفوري لعملية التعويم، ومع ذلك فقد تمكن البنك من خفض نسبة القروض غير المنتظمة وبشكل سريع، لتتخفض فيما بعد إلى ما دون 3%، غير أنها عادت الارتفاع لتسجل 3.3%، والتي جاءت متوافقة مع مستويات ما قبل تحرير سعر الصرف.

**الفجوات الإيجابية قصيرة الأجل قد تشكل عائقاً:** فجوة إعادة التسعير الإيجابية تعني امتلاك البنك أصولاً مالية أكبر من التزاماته المالية خلال فترة استحقاق معينة (1-3 أشهر). إذا نظرنا إلى فجوة إعادة التسعير في CIEB خلال فترة الاستحقاق المرتبطة بالسنة الأولى، نلاحظ أن CIEB عادة ما يُظهر فجوة إيجابية منذ 2015، باستثناء الربع الرابع 2017 عندما تحولت إحدى فجوات التسعير على المدى قصير الأجل إلى فجوة سلبية. جاء هذا التحول في إطار استعداد CIEB لخفض أسعار الفائدة بمقدار 200 نقطة أساس خلال شهري فبراير ومارس 2018. في الوقت الحالي، لا يزال البنك يُظهر فجوات إيجابية قصيرة الأجل، مما يشير إلى أن البنك قد يحتاج إلى تعديل هيكل الأجل قصيرة الأجل، حيث احتمالات تخفيض أسعار الفائدة تميل إلى أن تكون أكثر تواتراً من ذي قبل. طبقاً لوضع هيكل آجال البنك الحالي، يقوم CIEB بإعادة تسعير 75% من محفظة القروض بالجنه المصري خلال السنة الأولى من تاريخ المركز المالي.

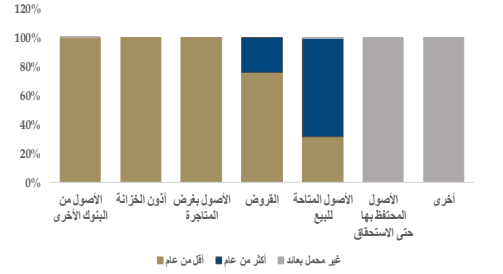
**مركز متوازن من العملات الأجنبية:** يعكس صافي المركز النقدي لـ CIEB بالعملات الأجنبية حالياً مركزاً موجباً، مع العلم بأن البنك قد مال في الربع الأخير من عام 2018 إلى تخفيض المركز الكبير من الدولار الأمريكي مقارنة بالعملات الأجنبية الأخرى. حالياً، يتمتع CIEB بتمويل مساند بالدولار الأمريكي، مما يساعد على تخفيف الآثار السلبية التي قد تنتج عن انخفاض الجنيه على الأصول المرجحة بأوزان المخاطر بالعملات الأجنبية. نتوقع أنه مع كل انخفاض قدره 10% في سعر صرف الجنيه المصري، يتبعه انخفاض قدره 12 نقطة أساس فقط في نسبة كفاية رأس المال بالبنك.

## الأصول المدرة للعائد مقابل الالتزامات المحملة بتكلفة تمويل



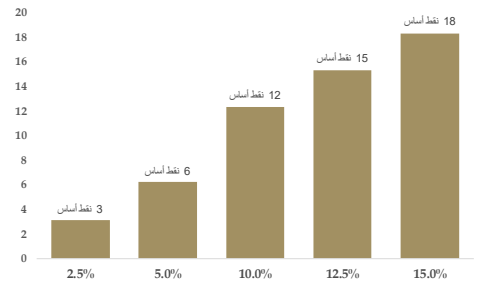
المصدر: تقارير الشركة، تقديرات شعاع للأوراق المالية – مصر.

## هيكل آجال الأصول المالية بالعملة المحلية



المصدر: تقارير الشركة، تقديرات شعاع للأوراق المالية – مصر.

## الصددمات المحتملة في حال انخفاض الجنيه المصري على نسبة كفاية رأس المال



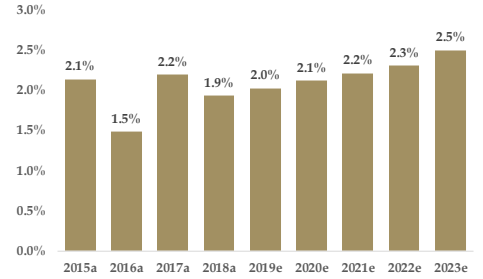
المصدر: تقارير الشركة، تقديرات شعاع للأوراق المالية – مصر.

## القصة (تابع)

• **مساهمة متميزة من دخل الرسوم والعمولات:** يمثل صافي دخل البنك من الرسوم والعمولات ما نسبته 18% تقريباً من إجمالي إيرادات البنك في المتوسط بأخر 3 سنوات. والسبب في ذلك يرجع إلى أن CIEB يعتمد نسبياً على الإقراض أكثر من الاستثمار في أدوات الدين الحكومية. والذي بدوره يساهم في دفع إيرادات البنك من غير العائد عن طريق دخل الرسوم والعمولات وإيرادات البنك الأخرى. ومستقبلاً، نعتقد أن الدخل من الرسوم والعمولات لدى CIEB سوف يتحسن على خلفية التوسع المُحتمل في الإقراض بعد التعديلات الخاصة بالمعاملات الضريبية على الدخل من أدوات الدين الحكومية. نعتقد أن الدخل من الرسوم والعمولات سيصل في المتوسط إلى ما مقداره 22% تقريباً من إجمالي الإيرادات البنكية لـ CIEB.

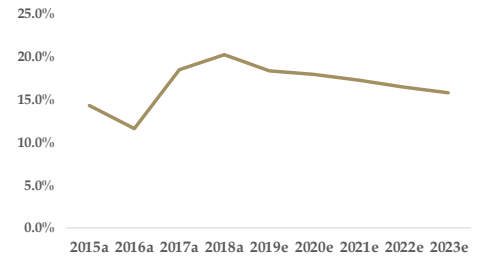
• **قاعدة رأسمالية قوية:** يتمتع CIEB بقاعدة رأسمالية قوية، حيث بلغت نسبة كفاية رأس المال لدى البنك 20.3% في الربع الأخير من عام 2018 مقابل 18.5% قبل عام. وأظهر البنك تحسناً قوياً في جانب كفاية رأس المال بين عامي 2016 و2017 وخاصة في الربع الثاني من 2017، حيث حصل البنك على قرض مساند من قبل المساهم الرئيسي بقيمة 30 مليون دولار أمريكي لدعم القاعدة الرأسمالية للبنك بعد قرار تحرير سعر الصرف. وعلى خلفية هذا التمويل، وبدعم من ربحية البنك، ارتفعت نسبة كفاية رأس المال من 11.57% بنهاية 2016 إلى 18.85% في الربع الثاني 2017. تُمكن نسبة كفاية رأس المال المرتفعة لدى CIEB من الحفاظ على أرقام مرتفعة في نسبة التوزيعات إلى صافي الدخل، والتي تمثل حالياً 60%. مستقبلاً، نتوقع أن تستقر نسبة كفاية رأس المال لدى CIEB فوق 15%.

## صافي دخل الأتعاب والرسوم



المصدر: تقارير الشركة ، تقديرات شعاع للأوراق المالية – مصر.

## نسبة كفاية رأس المال



المصدر: تقارير الشركة ، تقديرات شعاع للأوراق المالية – مصر.

## التقييم

قمنا بتقييم CIEB باستخدام طريقتين للتقييم بأوزان متساوية، وهما مضاعف القيمة الدفترية المُبرَّرة وأسلوب فائض الدخل. وأنتجت الطريقتان سعراً مستهدفاً خلال 12 شهراً يبلغ 52.3 جم للسهم (بما يعني عائداً إجمالياً متوقعاً +23%). ولهذا نبدأ تغطيتنا لسهم CIEB بزيادة الوزن النسبي / مخاطرة متوسطة.

• قمنا بحساب تكلفة حقوق الملكية الخاصة بنا بناءً على الآتي:

1. عائد على سندات الخزانة الأمريكية يبلغ 2.46% لأجل 10 سنوات.
2. علاوة للمخاطر تبلغ 3.73%
3. بيتا مُعدلة ل CIEB بنحو 0.96.

• نتوقع أن تنخفض تكلفة حقوق الملكية لدى CIEB خلال فترة توقعاتنا، لتعكس انحسار الفارق بين مستوى التضخم في مصر والولايات المتحدة، وهو ما سينتج عن انخفاض تدريجي متوقع في مستوى التضخم في مصر، والذي نرى أنه سيتراجع خلال السنوات الخمسة المقبلة. وبناءً عليه، نتوقع أن تنخفض تكلفة حقوق الملكية لسهم CIEB من المستويات المرتفعة الحالية عند 23% تقريباً لتصل إلى 17% بنهاية 2023، فيما نتوقع استقرارها على نحو 16% فيما بعد فترة توقعاتنا.

• افتراضنا أن تظل نسبة توزيعات أرباح البنك إلى صافي أرباحه عند المستويات الحالية البالغة 60% للأعوام الثلاث القادمة. نرى أن معدل العائد على حقوق الملكية سيستقر على المدى الطويل ليبلغ 29.2% ومعدل نمو اسمي طويل الأجل للبنك يبلغ 5.8% تقريباً.

## التوصية، المحفزات، والمخاطر

• **التوصية:** بناءً على الوزن النسبي لما نتج لدينا من طرق التقييم الموضحة أعلاه، يبلغ السعر المستهدف للسهم خلال 12 شهراً 52.3 جم. وبالتالي نبدأ تغطيتنا للسهم مع تصنيف زيادة الوزن النسبي / مخاطرة متوسطة (بعائداً إجمالياً متوقع عند 23%).

• **المحفزات:** نجاح هيكلة آجال قروض البنك من التمويل قصير الأجل إلى التمويل طويل الأجل. ارتفاع العوائد على سندات وأذون الخزانة لتعويض التأثير السلبي للنظام الضريبي الجديد. انتعاش أعلى من المتوقع في الإيرادات من غير العائد. تَعَبُّر إيجابي في سياسة النمو الخاصة بالبنك يسمح بمعدلات نمو أعلى من المعدلات المتوقعة.

• **المخاطر:** تدهور في جودة الائتمان، وبالأخص في الجزء الخاص بإقراض المشاريع الصغيرة والمتوسطة والقروض الشخصية في محفظة CIEB. ارتفاع الضغط على هامش صافي العائد في حال الفشل في إعادة هيكلة محفظة التمويل. تراكم الودائع بتكاليف تمويل أعلى من المتوقع. المنافسة من قبل المؤسسات المالية غير المصرفية الأخرى في ضوء توسع CIEB في إقراض الشركات الصغيرة والمتوسطة. تَعَبُّر إيجابي في سياسة النمو الخاصة بالبنك يسمح بمعدلات نمو أقل من المعدلات المتوقعة.

## ملخص التقييم

الطريقة	نتائج التقييم
فائض الدخل	42.23
مضاعف القيمة الدفترية المبررة	42.70
القيمة العادلة للسهم	42.46
السعر المستهدف 12 شهر	52.34
احتمال صعود السهم	23%

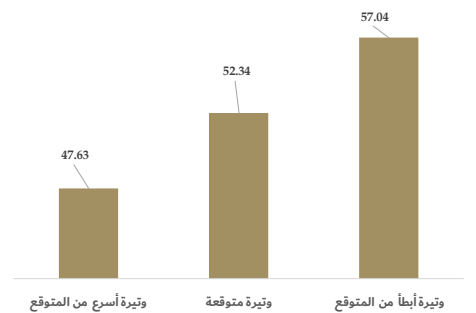
المصدر: تقديرات أبحاث شعاع للأوراق المالية – مصر.

## تحليل حساسية السعر المستهدف لتكلفة حقوق المساهمين ومعدل النمو طويل الأجل

تكلفة حقوق المساهمين					معدل النمو طويل الأجل
17.7%	16.7%	15.7%	14.7%	13.7%	
48.2	53.2	59.4	67.4	78.2	7.8%
46.0	50.3	55.5	62.0	70.4	6.8%
44.2	47.9	52.3	57.8	64.6	5.8%
42.7	45.9	49.8	54.4	60.1	4.8%
41.4	44.3	47.7	51.7	56.5	3.8%

المصدر: تقديرات أبحاث شعاع للأوراق المالية – مصر.

## تحليل حساسية السعر المستهدف لسرعة وتيرة التيسير النقدي



المصدر: تقديرات أبحاث شعاع للأوراق المالية – مصر.

**التقييم (تابع)**
**طرق التقييم**

نموذج فائض الدخل						
بالمليون جم	2018 ف	2019 م	2020 م	2021 م	2022 م	2023 م
صافي الأرباح	2,201	2,194	2,317	2,415	2,598	2,994
حقوق المساهمين (نهاية المدة)	6,168	6,814	7,608	8,415	9,336	10,267
تكلفة حقوق المساهمين بالمليون جم	(1,434)	(1,481)	(1,481)	(1,538)	(1,574)	(1,606)
فائض الدخل	760	836	877	1,024	1,389	1,383
القيمة النهائية	14,024					
معدل النمو	12.9%	12.2%	11.5%	8.3%	8.7%	5.8%
القيمة الحالية لفائض الدخل خلال 5 سنوات	616	557	486	478	553	
القيمة الحالية للقيمة النهائية	4,850					
القيمة الدفترية الحالية (بعد خصم توزيعات أرباح 2018)	2,691					
مجموع القيمة الحالية لفائض الدخل خلال 5 سنوات	5,589					
القيمة الحالية للقيمة النهائية	13,129					
القيمة المستهدفة لحقوق المساهمين	311					
عدد الأسهم	42.2					
القيمة العادلة للسهم						

نموذج مضاعف القيمة الدفترية المبررة	
العائد المستقر على حقوق الملكية	29.2%
تكلفة حقوق المساهمين	15.7%
فائض الدخل لكل سهم	2.67
فائض الدخل المرسل لكل سهم	27.10
القيمة الدفترية الحالية للسهم بعد خصم توزيعات 2018	15.60
مضاعف القيمة الدفترية المبرر الناتج	x2.4
القيمة العادلة للسهم	42.7

المصدر: تقديرات أبحاث شعاع للأوراق المالية - مصر.

## النموذج المالي

البيانات للسهم						
2021 م	2020 م	2019 م	2018 ف	2017 ف	2016 ف	
42.39	42.39	42.39	41.01	38.64	31.77	السعر
7.77	7.45	7.06	7.08	6.29	4.35	ربحية السهم
27.06	24.47	21.92	19.84	17.24	12.87	القيمة الدفترية
4.66	4.47	4.23	4.24	3.78	1.84	توزيعات الأرباح
5.5x	5.7x	6.0x	5.8x	6.1x	7.3x	مضاعف الربحية
1.6x	1.7x	1.9x	2.1x	2.2x	2.5x	مضاعف القيمة الدفترية
معدلات الربحية والكفاءة						
2021 م	2020 م	2019 م	2018 ف	2017 ف	2016 ف	
						العائد على متوسط الأصول
3%	3%	4%	4%	4%	3%	
30%	32%	34%	38%	42%	36%	العائد على متوسط حقوق الملكية
60%	60%	60%	60%	60%	42%	نسبة التوزيعات
70%	73%	75%	77%	74%	74%	صافي الدخل من العائد إلى إجمالي الإيرادات
5.4%	6.0%	6.5%	6.9%	6.8%	5.9%	هامش صافي العائد
4.6%	4.9%	5.2%	6.2%	5.6%	4.8%	فارق العائد/التكلفة على الأصول والالتزامات
30%	29%	29%	28%	28%	31%	نسبة التكلفة للدخل
رأس المال						
2021 م	2020 م	2019 م	2018 ف	2017 ف	2016 ف	
15%	15%	15%	17%	15%	10%	نسبة تغطية الشريحة الأولى لرأس المال
17%	17%	18%	20%	19%	12%	نسبة تغطية رأس المال
83%	81%	79%	79%	78%	66%	نسبة الأصول المرحة بأوزان المخاطر لإجمالي الأصول
جودة الأصول						
2021 م	2020 م	2019 م	2018 ف	2017 ف	2016 ف	
3.6%	3.5%	3.4%	3.3%	2.9%	4.1%	نسبة القروض غير المنتظمة
131%	139%	150%	168%	240%	177%	نسبة تغطية القروض الغير منتظمة
السيولة والرافعة المالية						
2021 م	2020 م	2019 م	2018 ف	2017 ف	2016 ف	
59%	56%	52%	49%	48%	48%	إجمالي القروض للدائع
90%	90%	90%	88%	90%	95%	نسبة الأصول المتدرة للعائد لإجمالي الأصول
8.0%	8.0%	7.8%	8.9%	8.0%	4.9%	نسبة الرافعة المالية
9.6x	9.4x	9.2x	8.7x	8.5x	11.5x	نسبة إجمالي الأصول إلى حقوق المساهمين
معدلات النمو						
2021 م	2020 م	2019 م	2018 ف	2017 ف	2016 ف	
13%	14%	16%	18%	-1%	45%	الأصول
14%	15%	17%	18%	-5%	48%	الالتزامات
11%	12%	10%	15%	34%	15%	حقوق المساهمين
21%	23%	26%	23%	-4%	27%	صافي القروض والتسهيلات للملاء
14%	16%	18%	18%	-5%	47%	ودائع العملاء
4%	6%	0%	13%	44%	30%	صافي الأرباح

قائمة المركز المالي المنتهية في ديسمبر (بالمليون ج.م)						
2021 م	2020 م	2019 م	2018 ف	2017 ف	2016 ف	
8,547	7,264	6,296	6,346	4,840	2,730	التغذية بالبنك والبنك المركزي
12,467	12,464	12,034	11,141	11,651	11,547	الأصول لدى البنوك الأخرى
38,306	31,648	25,785	20,427	16,672	17,448	صافي القروض والتسهيلات للعملاء
5,414	4,863	4,325	4,058	3,246	2,882	استثمارات مالية أخرى
14,359	13,420	12,371	10,066	7,968	10,424	أذون الخزينة
632	613	597	588	563	575	الأصول الثابتة (بالصافي)
168	145	120	95	75	66	الأصول غير الملموسة
838	838	838	838	501	494	أصول أخرى
<b>80,732</b>	<b>71,255</b>	<b>62,366</b>	<b>53,559</b>	<b>45,517</b>	<b>46,164</b>	<b>إجمالي الأصول</b>
618	619	598	408	91	516	الالتزامات إلى البنوك الأخرى
68,648	59,977	51,903	43,933	37,080	39,130	ودائع العملاء
3,050	3,050	3,050	3,050	2,987	2,516	التزامات أخرى
<b>72,317</b>	<b>63,647</b>	<b>55,551</b>	<b>47,391</b>	<b>40,158</b>	<b>42,163</b>	<b>إجمالي الالتزامات</b>
<b>8,415</b>	<b>7,608</b>	<b>6,814</b>	<b>6,168</b>	<b>5,360</b>	<b>4,001</b>	<b>حقوق المساهمين</b>
<b>80,732</b>	<b>71,255</b>	<b>62,366</b>	<b>53,559</b>	<b>45,517</b>	<b>46,164</b>	<b>إجمالي الالتزامات وحقوق المساهمين</b>

قائمة الأرباح والخسائر المنتهية في ديسمبر (بالمليون ج.م)						
2021 م	2020 م	2019 م	2018 ف	2017 ف	2016 ف	
6,863	6,734	6,313	5,668	4,798	3,349	الدخل من العائد
(3,240)	(3,210)	(3,031)	(2,674)	(2,001)	(1,233)	تكلفة الودائع والأوعية المشابهة
<b>3,623</b>	<b>3,523</b>	<b>3,282</b>	<b>2,994</b>	<b>2,797</b>	<b>2,115</b>	<b>صافي الدخل من العائد</b>
1,157	980	819	660	664	449	صافي الدخل من الرسوم والعملاء
348	307	259	206	265	242	صافي دخل المتاجرة
51	47	44	31	57	42	إيرادات أخرى
<b>1,556</b>	<b>1,334</b>	<b>1,121</b>	<b>897</b>	<b>987</b>	<b>733</b>	<b>إجمالي الدخل من غير العائد</b>
<b>5,179</b>	<b>4,857</b>	<b>4,403</b>	<b>3,892</b>	<b>3,783</b>	<b>2,848</b>	<b>إجمالي الإيرادات البنكية</b>
(1,579)	(1,431)	(1,272)	(1,096)	(1,043)	(881)	المصرفيات العمومية والإدارية
<b>3,600</b>	<b>3,426</b>	<b>3,131</b>	<b>2,796</b>	<b>2,741</b>	<b>1,967</b>	<b>الربح التشغيلي</b>
(296)	(237)	(195)	27	(148)	(236)	عبء الإضمحلال عن خسائر الائتمان
-	-	-	(29)	(41)	42	نفود أخرى
<b>3,303</b>	<b>3,190</b>	<b>2,936</b>	<b>2,794</b>	<b>2,552</b>	<b>1,773</b>	<b>صافي الربح الخاضع للضريبة</b>
(889)	(873)	(742)	(592)	(597)	(420)	ضريبة الدخل
<b>2,415</b>	<b>2,317</b>	<b>2,194</b>	<b>2,201</b>	<b>1,955</b>	<b>1,354</b>	<b>صافي الأرباح</b>

المصدر: تقارير الشركة، تقديرات أبحاث شعاع لأوراق 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 وترجيحات 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

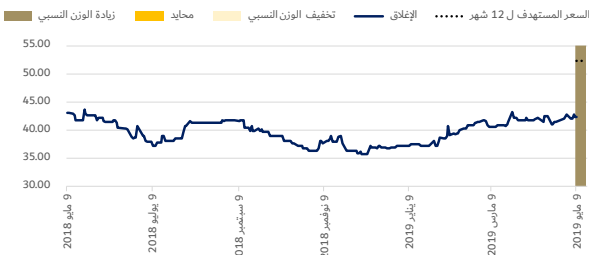
أقر أنا، **محمد سعد**، محلل مالي، المُعين من قبل شركة شعاع للأوراق المالية مصر ومُعد هذا التقرير بأن جميع وجهات النظر المعروضة في هذا التقرير تعكس بدقة رؤيتي (رؤيتنا) عن الشركة (الشركات) محل التقييم أو الورقة المالية (الأوراق المالية) محل التقييم. وأقر (نقر) أيضاً بأنه (باننا) لم يتم تعويضني (تعويضنا) 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

## ملف العائد مقابل المخاطر



تاريخ التصنيف

من	إلى	التاريخ	المحلل
غير مغطى	زيادة الوزن النسبي / مخاطرة متوسطة	12 مايو 2019	محمد سعد

تاريخ السعر المستهدف

من	إلى	التاريخ	المحلل
لا يوجد	52.3	12 مايو 2019	محمد سعد

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	
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 اعتباره 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 بناء 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.