

★	★	★	غير مصنف	تصنيف الاستثمار
!	!	!	غير مصنف	تصنيف المخاطرة

القيمة السوقية الضمنية
22.4 مليار جم (قبل زيادة رأس المال)
24.9 مليار جم (بعد زيادة رأس المال)

سعر الطرح العام الأولي
13.98 جم/سهم

شريف العتر

محلل مالي

ت 202 3300 5720

seletr@egy.primegroup.org

طرح عام أولي لافت للنظر

نقدر الوافد الجديد إلى قطاع التكنولوجيا المالية بالبورصة المصرية

الطرح العام الأولي الذي طال انتظاره: في 19 سبتمبر 2021، أعلنت شركة إي فاينانس [EFIH]، أكبر شركة مدفوعات إلكترونية مملوكة للدولة، عن عزمها طرح أسهمها في البورصة المصرية. من المتوقع أن يتكون الطرح الذي يمثل حصة تبلغ 23.5% من EFIG (بعد زيادة رأس المال) من أسهم طرح أولي تبلغ 177.8 مليون سهم وأسهم طرح ثانوي يبلغ 240 مليون سهم. وسيعني سعر الطرح العام الأولي الذي تم تحديده أمس والبالغ 13.98 جم/سهم قيمة سوقية تبلغ 24.9 مليار جم بعد زيادة رأس المال البالغة 2.5 مليار جم، وهي أقل بمقدار 6% من فوري [FWRY]، نظيرتها الوحيدة في البورصة المصرية. عند تقييم قيمة سهم EFIG، لا يمكننا التغاضي عن FWRY التي حظيت باهتمام متزايد من المستثمرين منذ تفشي جائحة كوفيد-19، مما دفع سعر سهمها إلى الارتفاع بمقدار 330% في 2020 و334% منذ طرحها في السوق في أغسطس 2019.

لكن أولاً، ما هو نموذج عمل إي فاينانس؟ تأسست إي فاينانس في 2005 بهدف تشغيل ورقمنة الشبكة المالية للحكومة المصرية. اليوم، EFIG هو الكيان الوحيد المرخص له حصرياً بمعالجة معاملات الدفع والتحويل الحكومية وتسويتها. EFIG، التي تعالج 2.1 تريليون جم من المعاملات الحكومية، تستثمر أيضاً في مجموعة متنوعة من شركات الرقمنة. كما تمتلك خمسة شركات تابعة وهي (1) إي فاينانس لتكنولوجيا تشغيل المنشآت المالية، مزود المدفوعات الرقمية الحكومية (2) تكنولوجيا تشغيل البطاقات الذكية، التي تقدم الحلول الذكية المتكاملة لها، (3) خالص لخدمات المدفوعات الرقمية، وهي منصة مدفوعات رقمية للأفراد (مجمع الفواتير)، (4) تكنولوجيا تشغيل الأسواق الإلكترونية، وهي منصة للتجارة الإلكترونية، و(5) إي نابل لخدمات التعهيد، وهي شركة مركز اتصال.

إي فاينانس في أرقام: في الفترة بين 2018-2020، نمت إيرادات EFIG من 733 مليون جم إلى 1,232 مليون جم، مما يعني أن معدل النمو السنوي المركب لمدة عامين بلغ 30%. في 2020، بلغ هامش مجمل الربح 47% لـ EFIG وبلغ مجمل الربح 582 مليون جم. وفي الوقت نفسه، نمت الأرباح قبل الفوائد والضرائب بمعدل نمو سنوي مركب لمدة عامين (2018-2020) قدره 36% إلى 414 مليون جم. خلال نفس الفترة، ارتفع صافي الربح بمعدل نمو سنوي مركب قدره 42% إلى 354 مليون جم وبلغ هامش صافي ربح 29%. بالإضافة إلى ذلك، حافظت EFIG على مركز مالي جيد، بهيكل رأس مال خالٍ من الديون. في نهاية النصف الأول 2021، بلغ صافي رصيد النقدية 431 مليون جم. بلغ العائد على متوسط حقوق الملكية 30% في 2019 و31% في 2020 ومعدل مقوم على أساس سنوي بلغ 44% في النصف الأول 2021. على الصعيد التشغيلي، أظهرت EFIG تواجداً قوياً في السوق بعدد نقاط بيع يبلغ 326,000 بنهاية النصف الأول 2021 (مقابل 223,600 لـ FWRY) ومعاملات بقيمة بلغت 1.05 تريليون جم (مقابل 55 مليار جم لـ FWRY).

زيادة رأس المال المخطط لها: في 15 سبتمبر 2021، قررت الجمعية العمومية غير العادية لـ EFIG زيادة رأس المال عن طريق ضخ نقدية كجزء من عملية الطرح العام الأولي من خلال إصدار 177.8 مليون سهم وتخصيص هذه الأسهم للمساهمين البائعين في الطرح الثانوي وفقاً لحصة كل منهم. بعد الطرح العام الأولي وزيادة رأس المال، سيكون هيكل المساهمين كما هو موضح في [صفحة 6](#)، مما يعني في النهاية طرح 23.5% من الأسهم القائمة للشركة بعد زيادة رأس المال.

شكل 1: تفاصيل الطرح العام الأولي

الأشهر القائمة	قبل زيادة رأس المال
قبل زيادة رأس المال	1,600 مليون
الحصة المطروحة	23.5%
الأشهر المطروحة	418 مليون سهم
طرح المؤسسات	392.0 مليون (94%)
طرح الأفراد	25.8 مليون (6%)
حجم الطرح	5.8 مليار جم
صندوق ضمان استقرار	372 مليون دولار أمريكي
سعر السهم	6% من إجمالي الحصيلة
تقييم المستشار المالي	30 يوم بعد التداول
المستقل	13.98 جم/سهم

المصدر: نشرة الطرح العام الأولي.

شكل 2: التسلسل الزمني للطرح العام الأولي

التاريخ	الحدث
بدء اكتتاب الأفراد	الأحد، 10 أكتوبر 2021
التخصيص وإعلان السعر	الثلاثاء، 12 أكتوبر 2021
نهاية اكتتاب الأفراد	الأحد، 17 أكتوبر 2021
التنفيذ بالبورصة المصرية	الاثنين، 18 أكتوبر 2021
التسوية	الأربعاء، 20 أكتوبر 2021
أول يوم تداول	الأربعاء، 20 أكتوبر 2021

المصدر: نشرة الطرح العام الأولي، إفصاحات الشركة.

افتراضات التقييم للمستشار المالي المستقل: حدد المستشار المالي المستقل قيمة عادلة لـ EFIH بلغت 13.98 جم/سهم أو قيمة لحقوق الملكية بلغت 22.4 مليار جم، وفقاً لنموذج التدفقات النقدية المخصومة (20.7 مليار جم بوزن نسبي بلغ 70%) ووفقاً للمضاعفات (26.3 مليار جم بوزن نسبي بلغ 30%). افترض المستشار المالي المستقل نمو الأرباح قبل الفوائد والضرائب بمعدل نمو سنوي مركب لمدة 5 سنوات (2020-2025) يبلغ 73% لتصل إلى 6.3 مليار جم بحلول 2025، مما نتج عنه قيمة للمنشأة بلغت 20.2 مليار جم قبل احتساب استثمارات بقيمة بلغت 2.1 مليار جم في أربع شركات، صافي نقدية يبلغ 633 مليون جم، وصافي الالتزامات الأخرى. قام المستشار المالي المستقل باستخدام معامل خصم لعدم التحكم قدره 10% عن قيمة حقوق الملكية الناتجة البالغة 23.0 مليار جم، لتتخفّض إلى 20.7 مليار جم.

المقارنة وجهاً لوجه مع FWRV: في تقرير **بتوقيت برايم "تم تسعيره لينجح"** الخاص بنا الذي تم نشره في 3 أكتوبر 2021، ذكرنا ميزة EFIH على FWRV نظراً للمؤشرات الرئيسية التشغيلية والمالية لها والمضاعفات الضمنية (اليوم ووقت طرح العام الأولي). اعتماداً على سعر طرح العام الأولي لـ EFIH البالغ 13.98 جم/سهم وعدد الأسهم القائمة البالغة 1,778 مليون سهماً بعد زيادة رأس المال، نشير إلى ما يلي:

- **القيمة السوقية لـ EFIH البالغة 24.9 مليار جم** أعلى بمقدار 444% من القيمة السوقية لـ FWRV وقت طرح العام الأولي لها البالغة 4.6 مليار جم وأقل بمقدار 6% من القيمة السوقية الحالية لـ FWRV البالغة 26.3 مليار جم.
- **مضاعف الربحية لآخر 12 شهر الضمني لـ EFIH البالغ 51.8 مرة** هو بخصم قدره 30% عن مضاعف الربحية لآخر 12 شهر لـ FWRV وقت طرح العام الأولي لها البالغ 73.7 مرة وبخصم قدره 55% عن مضاعف الربحية لآخر 12 شهر لـ FWRV البالغ 114.9 مرة.
- **مضاعف الربحية المستقبلية الضمني لـ EFIH البالغ 45 مرة** أعلى بمقدار 4% عن مضاعف الربحية المستقبلية لـ FWRV وقت طرح العام الأولي البالغ 43.1 مرة وبخصم يبلغ 49% عن مضاعف الربحية المستقبلية لـ FWRV البالغ 88.9 مرة.

تشير هذه البيانات إلى احتمالية سوء تسعير من قبل المستثمرين بشركة المدفوعات الإلكترونية الوحيدة في البورصة المصرية. الآن، مع طرح العام الأولي لـ EFIH، فإن هناك المزيد من التنوع والتعرض للقطاع، والذي من شأنه دفع المستثمرين لإعادة التقييم ليتحول انتباههم إلى المزيد من الخيارات الاستثمارية.

شكل 3: مقارنة بين إي فاينانس [EFIH] وفوري [FWRV]

EFIH/FWRV	FWRV	EFIH/FWRV (وقت طرح العام الأولي)	FWRV (وقت طرح العام الأولي)	EFIH (وقت طرح العام الأولي)	مؤشرات الأداء الرئيسية للطرح العام الأولي
	15.41		6.46	13.98	سعر الطرح العام الأولي
	1,707		707	1,778	عدد الأسهم القائمة (مليون)
6%-	26,310	444%	4,569	24,853	القيمة السوقية الضمنية (مليون جم)
			36.0%	23.5%	الحصة المطروحة
			255	418	أسهم الطرح العام الأولي (مليون)
		255%	1,645	5,841	حجم الطرح العام الأولي (مليون جم)
		255%	105	372	حجم الطرح العام الأولي (مليون دولار)
EFIH/FWRV	*2021	EFIH/FWRV (وقت طرح العام الأولي)	2019	2021	الأرباح المستقبلية 1-عام
	86%	296	421%	106	552 مليون جم
	79%	0.17	107%	0.15	0.31 ربحية السهم (جم)
49%-	88.9 مرة	4%	43.1 مرة	45.0 مرة	مضاعف الربحية الضمني
EFIH/FWRV	الربع الثاني 2021	EFIH/FWRV (وقت طرح العام الأولي)	الربع الأول 2019	الربع الثاني 2021	الأرباح آخر 12 شهر
	110%	674%	62	480	480 مليون جم
	101%	0.13	208%	0.09	0.27 ربحية السهم (جم)
55%-	114.9 مرة	30%-	73.7 مرة	51.8 مرة	مضاعف الربحية الضمني

* اعتماداً على تقديرات الإجماع لبلومبرج.
 المصدر: تقارير الشركات، بحوث برايم.
 سعر FWRV كما في 12 أكتوبر 2021.

التقييم باستخدام المضاعفات: قمنا بمقارنة مضاعفات EFIGH بمضاعفات FWRV والأقران في الأسواق الناشئة، كما بحثنا في نظرائها في الأسواق المتقدمة للحصول على رؤية أوضح لمضاعفات القطاع. بسعر الطرح العام الأولي، بلغ مضاعف قيمة المنشأة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك لآخر 12 شهر 34.3 مرة ل EFIGH، مما يعني خصماً بمقدار 48% عن FWRV وعلاوة بمقدار 21% عن نظرائها في البلدان النامية. بالإضافة إلى ذلك، يمثل مضاعف الربحية لآخر 12 شهر ل EFIGH البالغ 51.8 مرة خصماً بمقدار 55% عن FWRV و 17% عن نظرائها في البلدان النامية على التوالي. بهذه الحالة، نرى أن EFIGH رخيصة بسعر الطرح العام الأولي مقارنة بـ FWRV شركة المدفوعات الإلكترونية الوحيدة المدرجة في البورصة المصرية اليوم، وكذلك مقارنة بنظرائها خارج الحدود من حيث مضاعف الربحية لآخر 12 شهر.

الخلاصة: إذا نظرنا إلى التقييم الضمني ل EFIGH بالمقارنة مع نظرائها في الأسواق الناشئة بمتوسط مضاعف ربحية لآخر 12 شهر يبلغ 62.5 ضعفاً (يرجى الرجوع إلى الشكل 4)، يمكن لسعر سهم EFIGH أن يحقق 16.9 جم/سهم. يشير هذا إلى ارتفاع بمقدار 21% عن سعر الطرح العام الأولي ل EFIGH البالغ 13.98 جم/سهم.

شكل 4: التقييم بواسطة مضاعفات الأقران (نظرائها في الأسواق المتقدمة والناشئة ومصر)

الشركة	الدولة	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي)	قيمة المنشأة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك	مضاعف الربحية	مضاعف القيمة الدفترية	السعر/المبيعات
المتقدمة						
باي بوينت	بريطانيا	630	14.1 مرة	30.5 مرة	11.7 مرة	3.6 مرة
فيزا	الولايات المتحدة	491,167	26.7 مرة	44.8 مرة	12.5 مرة	19.2 مرة
باي بال هولدنجز	الولايات المتحدة	299,087	56.3 مرة	77.1 مرة	14.3 مرة	12.5 مرة
ماستركارد	الولايات المتحدة	341,819	40.4 مرة	50.0 مرة	53.1 مرة	20.7 مرة
أدين	هولندا	85,036	137.2 مرة	189.3 مرة	51.2 مرة	15.8 مرة
وورلد لاين	فرنسا	21,294	32.6 مرة	74.5 مرة	1.9 مرة	4.2 مرة
متوسط الأسواق المتقدمة		206,506	51.2 مرة	77.7 مرة	24.1 مرة	12.7x
الأسواق الناشئة						
نتورك إنترناشيونال القابضة	الإمارات العربية المتحدة	2,421	25.1 مرة	110.5 مرة	4.7 مرة	7.7 مرة
هاي تك بايمنت سيستمز	المغرب	535	31.1 مرة	67.7 مرة	9.9 مرة	6.7 مرة
باجسيجورو ديجيتال	البرازيل	11,322	42.2 مرة	52.5 مرة	6.3 مرة	7.6 مرة
Managepay Systems Bhd	ماليزيا	47	غ.م	غ.م	2.8 مرة	12.7 مرة
لاكالا للدفع	الصين	3,114	15.3 مرة	19.2 مرة	4.6 مرة	3.2 مرة
متوسط الأسواق الناشئة		3,488	28.4 مرة	62.5 مرة	5.6 مرة	7.6 مرة
مصر						
فوري	مصر	1,676	66.0 مرة	114.9 مرة	21.0 مرة	18.4 مرة
إي فاينانس	مصر	1,583	34.3 مرة	51.8 مرة	19.5 مرة	15.2 مرة

شكل 5: التقييم بواسطة مضاعفات الأقران (FWRV، EFIGH)، ونظرائها في الأسواق الناشئة

التقييم لآخر 12 شهر	EFIH	FWRV	العلاوة/الخصم	النظراء في الأسواق الناشئة* العلاوة/الخصم	العلاوة/الخصم
قيمة المنشأة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك	34.3 مرة	66.0 مرة	48%	28.4 مرة	21%
مضاعف الربحية	51.8 مرة	114.9 مرة	55%	62.5 مرة	17%
مضاعف القيمة الدفترية	19.5 مرة	21.0 مرة	7%	5.6 مرة	246%
مضاعف السعر/المبيعات	15.2 مرة	18.4 مرة	18%	7.6 مرة	101%

* الأسواق الناشئة.
المصدر: بلومبرج، بحوث برايم.

شكل 6: القوائم المالية ومؤشرات الأداء الرئيسية

قائمة الدخل (مليون جم)	2018ف	2019ف	2020ف	معدل النمو السنوي المركب لعامين
الإيرادات التشغيلية	733	984	1,232	30%
تكلفة المبيعات	(422)	(544)	(650)	24%
مجمول الربح	311	440	582	37%
هامش مجمل الربح	42%	45%	47%	
الأرباح قبل الفوائد والضرائب	222	309	414	36%
هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب	30%	31%	34%	
صافي الأرباح قبل حقوق الأقلية	176	271	352	41%
صافي الأرباح بعد حقوق الأقلية	176	271	354	42%
هامش صافي الربح	24%	28%	29%	

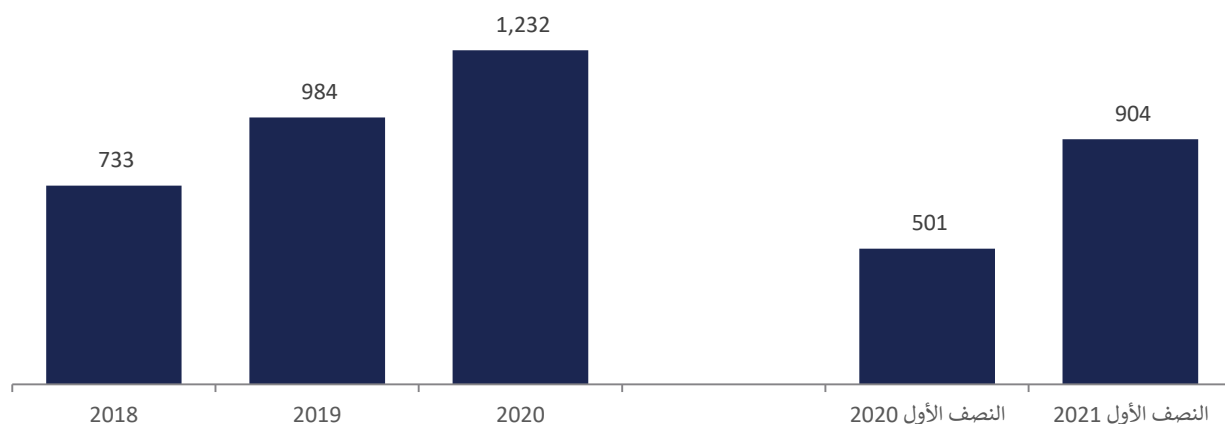
المركز المالي (مليون جم)	2018ف	2019ف	2020ف
الأصول المتداولة			
العملاء والأرصدة المدينة الأخرى	577	665	780
النقدية وما في حكمها	172	612	633
الأصول المتداولة الأخرى	111	56	59
إجمالي الأصول المتداولة	859	1,333	1,472
الأصول غير المتداولة			
الأصول الثابتة	164	169	199
الأصول غير المتداولة الأخرى	63	161	287
إجمالي الأصول غير المتداولة	227	329	486
إجمالي الأصول	1,086	1,662	1,958
الالتزامات المتداولة			
الموردون والأرصدة الدائنة الأخرى	255	334	355
ضريبة الدخل المستحقة	33	53	85
الالتزامات المتداولة الأخرى	10	10	33
إجمالي الالتزامات المتداولة	299	397	473
الالتزامات غير المتداولة			
الالتزامات المتعلقة باستحقاقات العاملين	98	127	148
التزامات التأجير التمويلي			73
إجمالي الالتزامات غير المتداولة	98	127	221
حقوق الملكية			
رأس المال المدفوع	500	800	800
الأرباح المحتجزة	175	262	338
احتياطي قانوني	14	47	65
الحصة غير المسيطرة	-	29	61
إجمالي حقوق الملكية	689	1,139	1,264

مؤشرات الأداء الرئيسية	EFIH	FWRY
مؤشرات الأداء الرئيسية التشغيلية (اعتماداً على أرقام النصف الأول 2021)		
عدد نقاط البيع (بالألف)	326	233
المعاملات (مليار جم)	1,050	54.5
مؤشرات الأداء الرئيسية المالية		
معدل النمو السنوي المركب للإيرادات لعامين (2020-2018)	30%	42%
معدل النمو السنوي المركب لصافي الربح لعامين (2020-2018)	42%	81%
هامش مجمل الربح، متوسط 3 سنوات (2020-2018)	45%	51%
نسبة المصروفات البيعية والعمومية والإدارية إلى صافي المبيعات، متوسط 3 سنوات (2020-2018)	13%	36%
هامش صافي الربح، متوسط 3 سنوات (2020-2018)	27%	12%
العائد على حقوق الملكية (آخر 12 شهر)	37%	18%

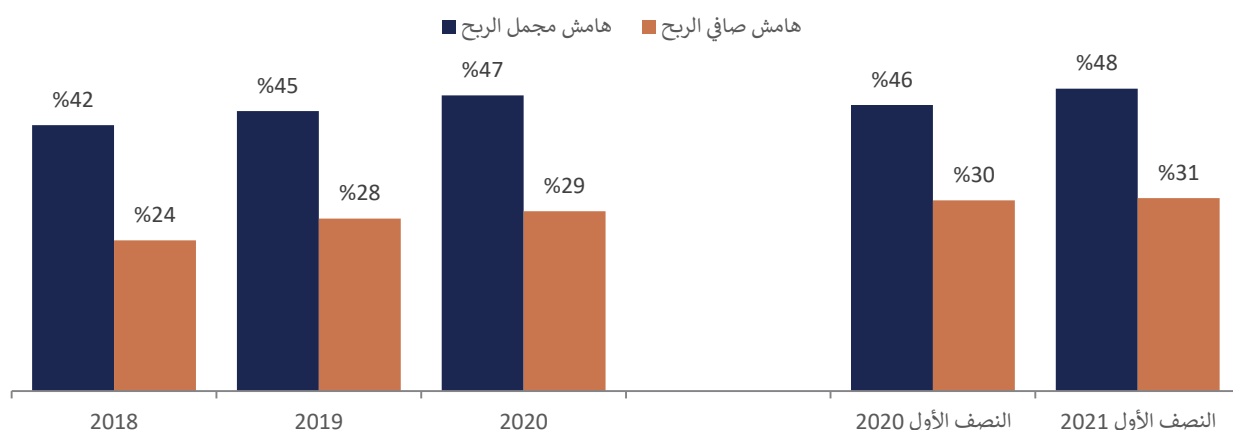
 ملحوظة: العام المالي ينتهي في 31 ديسمبر.
 المصدر: تقارير الشركة، بحوث برايم.

شكل 7: إي فيانانس في رسوم بيانية

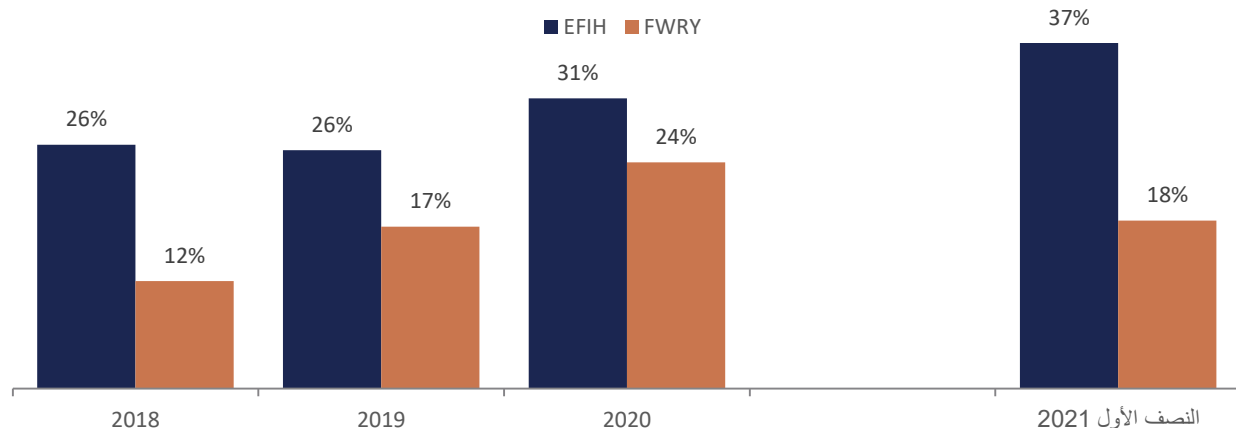
الإيرادات (مليون جم)



هامش مجمل الربح وهامش صافي الربح

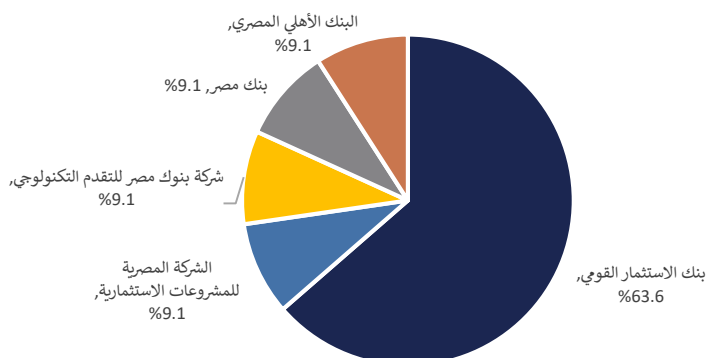


العائد على حقوق الملكية (EFIH مقابل FWRV)

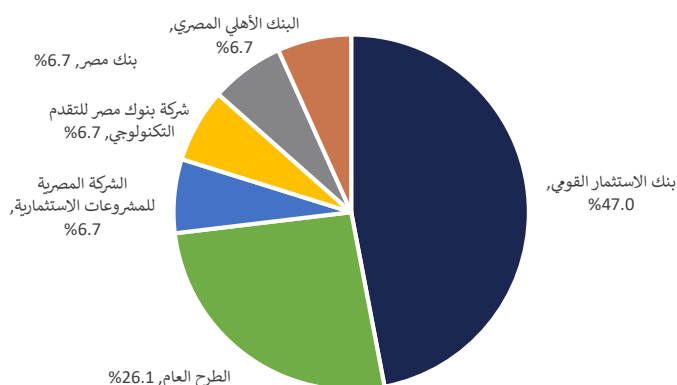


المصدر: تقارير الشركة، بحوث برايم.

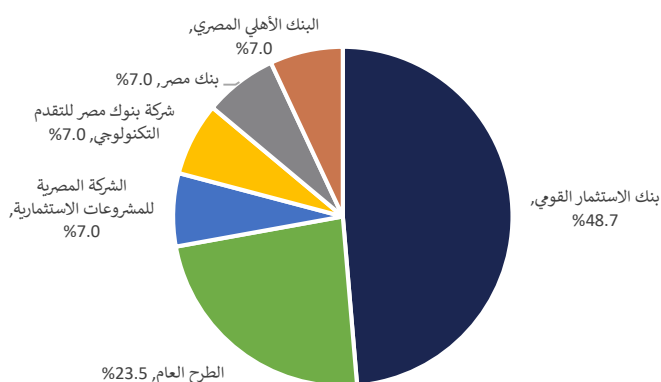
شكل 8: هيكل المساهمين



قبل الطرح العام الأولي
(1,600 مليون سهم)



بعد الطرح العام الأولي
(1,600 مليون سهم)



بعد زيادة رأس المال
(1,778 مليون سهم)

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

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

برايم لتداول الأوراق المالية ش.م.م.

ترخيص الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 179.

عضو بالبورصة المصرية.

2 شارع وادي النيل، برج الحرية، الدور السابع

المهندسين، الجزيرة، مصر

ت: +202 3300 5700/770/650/649

ف: +202 3760 7543

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 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 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.