

		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

+202 3300 5720

sletr@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 إيه فاينانس [EFIH]، أكبر شركات مدفوعات إلكترونية مملوكة للدولة، عن عزمها طرح أسهمها في البورصة المصرية. من المتوقع أن يتكون الطرح الذي يمثل حصة تبلغ 23.5% من EFIH (بعد زيادة رأس المال) من أسهم طرح أولي تبلغ 177.8 مليون سهم وأسهم طرح ثانوي تبلغ 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 تقدير قيمة سهم EFIH، لا يمكننا التغاضي عن FWRY التي حظيت باهتمام متزايد من المستثمرين منذ تفشيجائحة 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 إيه فاينانس؟ تأسست إيه فاينانس في 2005 بهدف تشغيل ورقمنة الشبكة المالية للحكومة المصرية. اليوم، EFIH هو الكيان الوحيد المخصص له حصرياً بمعالجة معاملات الدفع والتحصيل الحكومي وتسييرها. EFIH، الذي تعالج 2.1 تريليون جم من المعاملات الحكومية، تستثمر أيضاً في مجموعة متنوعة من شركات الرقمنة. كما تمتلك خمسة شركات تابعة وهي (1) إيه 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) إيه نابل لخدمات التعهيد، وهي شركة مركز اتصال.

إيه فاينانس في أرقام: في الفترة بين 2018-2020، نمت إيرادات EFIH 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 EFIH وبلغ مجمل الربح 582 مليون جم. وفي الوقت نفسه، نمت الأرباح قبل الفوائد والضريبة 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 EFIH 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 EFIH تواجداً قوياً في السوق بعدد نقاط بيع يبلغ 326,000 بنتهاية 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 EFIH 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

ال الأسهم القائمة	قبل زيادة رأس المال	بعد زيادة رأس المال
%23.5	1,600 مليون	1,778 مليون
الحصة المطروحة		
الأسهم المطروحة	418 مليون سهم	392.0 مليون (94%)
طرح المؤسسات	25.8 مليون (6%)	
طرح الأفراد		
حجم الطرح	5.8 مليار جم	372 مليون دولار أمريكي
صندوق ضمان استقرار سعر السهم	6% من إجمالي الحصيلة يوم التداول 30	
تقييم المستشار المالي 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 الإثنين، 18 أكتوبر 2021	
التسويقة	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 EIH بلغت 13.98 جم/سهم أو قيمة حقوق الملكية بلغت 22.4 مليار جم، وفقاً لنموذج التدفقات النقدية المخصومة (20.7 مليار جم بوزن نسيبي بلغ 70%) ووفقاً للمضاعفات (26.3 مليار جم بوزن نسيبي 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، لتنخفض إلى 20.7 مليار جم.

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

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

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

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

مؤشرات الأداء الرئيسية للطرح العام الأولي الأولي	سعر الطرح العام الأولي	عدد الأسهم القائمة (مليون)	القيمة السوقية الضمنية (مليون جم)	الحصة المطروحة	أسهم الطرح العام الأولي (مليون)	حجم الطرح العام الأولي (مليون جم)	حجم الطرح العام الأولي (مليون دولار)
EFIH/FWRY	FWRY	وقت الطرح العام الأولي (%)	FWRY وقت الطرح العام الأولي (%)	وقت الطرح العام الأولي (%)	EFIH	وقت الطرح العام الأولي الأولي (%)	مؤشرات الأداء الرئيسية للطرح العام الأولي 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	%23.5		القيمة السوقية الضمنية (مليون جم)
			%36.0				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)
الأرباح المستقبلية-1- عام	مليون جم	ربحية السهم (جم)	مضاعف الربحية الضمني				
EFIH/FWRY	*2021	وقت الطرح العام الأولي (%)	2019	2021	2021		
%86	296	%421	106	552			
%79	0.17	%107	0.15	0.31			
%49-	88.9	%4	43.1	45.0	45.0		
الأرباح آخر 12 شهر	مليون جم	ربحية السهم (جم)	مضاعف الربحية الضمني				
EFIH/FWRY	الربع الثاني 2021	EFIH/FWRY وقت الطرح العام الأولي (%)	الربع الأول 2019	الربع الثاني 2021	2021		
%110	229	%674	62	480			
%101	0.13	%208	0.09	0.27			
%55-	114.9	%30-	73.7	51.8	51.8		

* اعتماداً على تقديرات الإجماع لليوم.

المصدر: تقارير الشركات، بحوث برایم.

سعر FWRY كما في 12 أكتوبر 2021.

التقييم باستخدام المضاعفات: قمنا بمقارنة مضاعفات FWRY بمضاعفات EFIH في الأسواق الناشئة، كما بحثنا في نظرائها في الأسواق المتقدمة للحصول على رؤية أوضح لمضاعفات القطاع. بسعر الطرح العام الأولى، بلغ مضاعف قيمة المنشأة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك الآخر 12 شهرًا 34.3 مرة لـEFIH، مما يعني خصماً بمقدار 48% عن FWRY وعلاوة بمقدار 21% عن نظرائها في البلدان النامية. بالإضافة إلى ذلك، يمثل مضاعف الربحية لآخر 12 شهرًا لـEFIH البالغ 51.8 مرة خصماً بمقدار 55% عن FWRY و17% عن نظرائها في البلدان النامية على التوالي. بهذه الحالة، نرى أن FWRY رخيصة بسعر الطرح العام الأولى مقارنة بـFWRY شركة المدفوعات الإلكترونية الوحيدة المدرجة في البورصة المصرية اليوم، وكذلك مقارنة بنظرائها خارج الحدود من حيث مضاعف الربحية لآخر 12 شهرًا.

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

شكل 4: التقسيم بواسطة مصادر الأرقان (نظائرها في الأسواق المتقدمة والناشئة ومصر)

الشركة	الدولة	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي)	القيمة المنثاثة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك	المقدمة	السعر/المبيعات	
المنطقة	البلد	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي)	القيمة المنثاثة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك	المقدمة	السعر/المبيعات	
باي بويتن فنزويلا	بريطانيا	630	14.1	30.5	11.7	3.6 مرمرة
باي بال هولنديز	الولايات المتحدة	491,167	26.7	44.8	12.5 مرمرة	19.2 مرمرة
بايت كارد	الولايات المتحدة	299,087	56.3	77.1	14.3 مرمرة	12.5 مرمرة
أدنين	الولايات المتحدة	341,819	40.4	50.0	53.1 مرمرة	20.7 مرمرة
وروبل لارن	هولندا	85,036	137.2	189.3	51.2 مرمرة	15.8 مرمرة
	فرنسا	21,294	32.6	74.5	1.9 مرمرة	4.2 مرمرة
متوسط الأسواق المتقدمة						12.7x مرمرة
الأسواق الناشئة	البلد	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي)	القيمة المنثاثة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك	المقدمة	السعر/المبيعات	
تونيك إنترناشونال القابضة	الإمارات العربية المتحدة	2,421	25.1	110.5	4.7 مرمرة	7.7 مرمرة
هاي تاك باميت سيسيميز	المغرب	535	31.1	67.7	9.9 مرمرة	6.7 مرمرة
باجسيجورو ديجيتال	البرازيل	11,322	42.2	52.5	6.3 مرمرة	7.6 مرمرة
Managepay Systems Bhd	مالزيا	47	غ	غ	2.8 مرمرة	12.7 مرمرة
لاكالا للدفع	الصين	3,114	15.3	19.2	4.6 مرمرة	3.2 مرمرة
متوسط الأسواق الناشئة						7.6 مرمرة
مصر	مصر	3,488	28.4	62.5	5.6 مرمرة	7.6 مرمرة
فوري	مصر	1,676	66.0	114.9	21.0 مرمرة	18.4 مرمرة
فانداش	مصر	1,583	34.3	51.8	19.5 مرمرة	15.2 مرمرة

شكل 5: التقييم بواسطة مضاعفات الأقران (FWRY، EFIG، ونظرائها في الأسواق الناشئة)

النقطة في الأسواق الناشئة* الخصم	العلاوة/ الخصم	FWRY	EFIH	التقييم الآخر 12 شهر
%21	مرة28.4	%48- مرة66.0	مرة34.3	قيمة المنفعة/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك
%17-	مرة62.5	%55- مرة114.9	مرة51.8	مضاعف الربحية
%246	مرة5.6	%7- مرة21.0	مرة19.5	مضاعف القيمة الدفترية
%101	مرة7.6	%18- مرة18.4	مرة15.2	مضاعف السعر/المبيعات

* الأسواق الناشئة.
المصدر: بلومبرج، بحوث برايم.

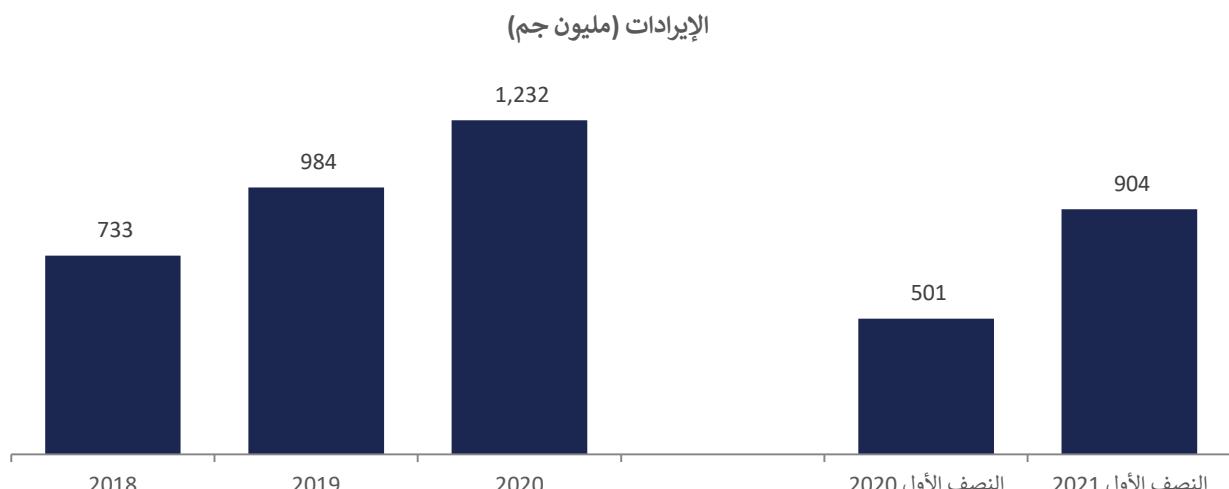
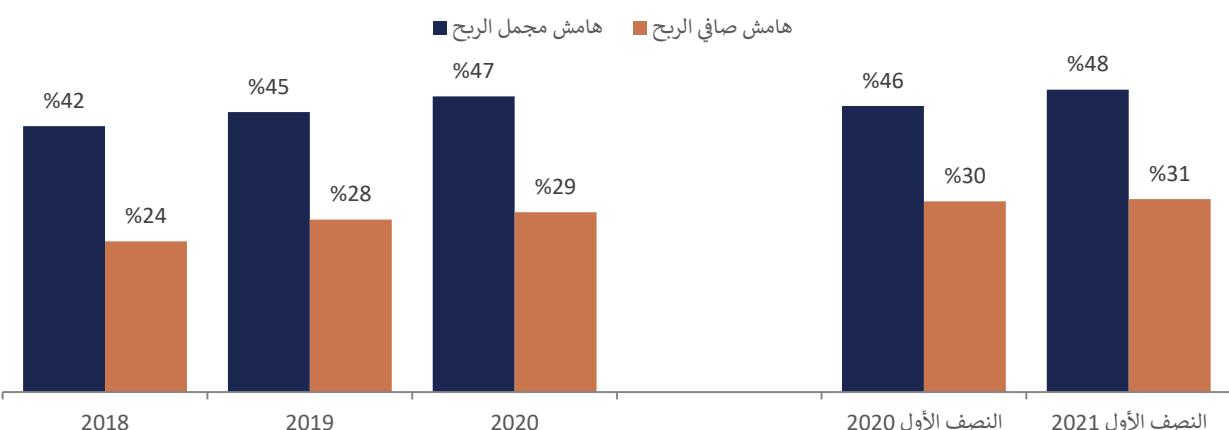


شكل 6: القوائم المالية ومؤشرات الأداء الرئيسية

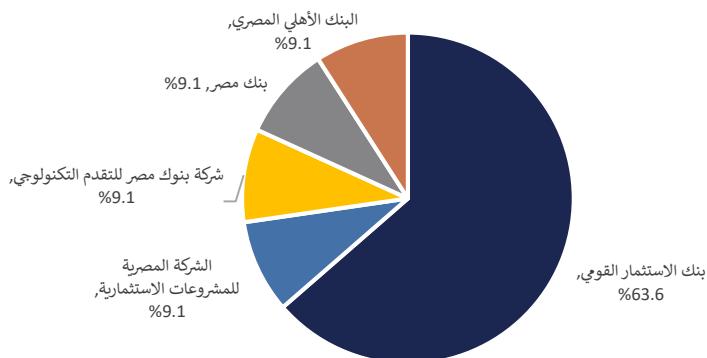
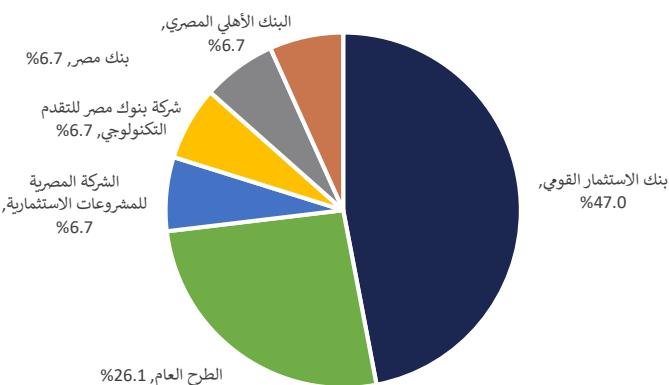
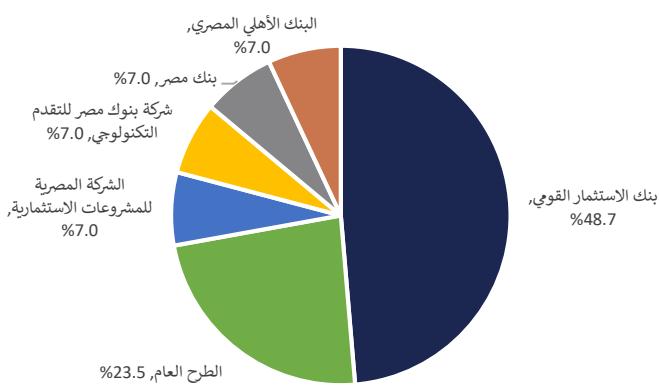
قائمة الدخل (مليون جم)	2018 ف	2019 ف	2020 ف	معدل النمو السنوي المركب لعامين
الإيرادات التشغيلية	733	984	1,232	%30
تكلفة المبيعات	(422)	(544)	(650)	%24
مجمل الربح	311	440	582	%37
هامش مجل الربح	%42	%45	%47	%47
الأرباح قبل الفوائد والضرائب	222	309	414	%36
هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب	%30	%31	%34	%34
صافي الأرباح قبل حقوق الأقلية	176	271	352	%41
صافي الأرباح بعد حقوق الأقلية	176	271	354	%42
هامش صافي الربح	%24	%28	%29	%29
المركز المالي (مليون جم)	2018 ف	2019 ف	2020 ف	
الأصول المتداولة	577	665	780	
العملاء والأرصدة المدينة الأخرى	111	172	633	
النقدية وما في حكمها	56	59	59	
الأصول المتداولة الأخرى	859	1,333	1,472	
إجمالي الأصول المتداولة				
الأصول غير المتداولة	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	299	397	473	
الموردون والأرصدة الدائنة الأخرى	255	334	355	
ضريبة الدخل المستحقة	33	53	85	
الالتزامات المتداولة الأخرى	10	10	33	
إجمالي الالتزامات المتداولة				
الالتزامات المتعلقة باستحقاقات العاملين	98	127	148	
الالتزامات التجير التمويلي	-	127	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 المسisterة	-	29	61	
إجمالي حقوق الملكية	689	1,139	1,264	

مؤشرات الأداء الرئيسية	FWRY	EFIH	مؤشرات الأداء الرئيسية التشغيلية (اعتماداً على أرقام النصف الأول 2021)
عدد نقاط البيع (بالآلاف)	233	326	معدل النمو السنوي المركب للإيرادات لعامين (2018-2020)
المعاملات (مليار جم)	54.5	1,050	معدل النمو السنوي المركب لصافي الربح لعامين (2020-2018)
			هامش مجل الربح، متوسط 3 سنوات (2020-2018)
			نسبة المصاريف الคงة والعمومية والإدارية إلى صافي المبيعات، متوسط 3 سنوات (2020-2018)
			هامش صافي الربح، متوسط 3 سنوات (2020-2018)
			العائد على حقوق الملكية (آخر 12 شهر)

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

شكل 7: إيه فاينانس في رسوم بيانية

هامش مجمل الربح وهامش صافي الربح

العائد على حقوق الملكية (FWRY مقابل EFIH)


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**

المصدر: نشرة الطرح العام الأولي، تقارير الشركة.

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
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، الجيزه، مصر

ت: +202 3300 5700/770/650/649

ف: +202 3760 7543

الموقع الإلكتروني
الفروع
www.primeholdingco.com
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 لإيضاح المعلومات وليس دعوة لشراء أو بيع أية ورقة أو أدلة مالية، وما لم يذكر العكس فإن أي بيانات سعرية تعد مجرد مؤشرات، ليس على الشركة مسئولية ولا تلزم كافة البيانات الواردة في هذا التقرير، النتائج المالية ليست بالضرورة ممؤشرات حول الوضع المستقبلي، فقد يؤثر التغير في أسعار العرض على أي سعر أو قيمة واردة في هذا التقرير، مما يتطلب من المستثمرين اتخاذ إجراءات حذرة عند اتخاذهم قراراتهم، وكافة الأراء الواردة قد تكون محللا للتغير حتى من داخل الأقسام الأخرى لبرايم نظراً لطبيعة الفروع المستخدمة، ولا تتحمل برايم أي مسؤولية حول تعديل هذه البيانات أو الحفاظ عليها، مجموعة برايم، بكل فروعها ووفقاً لوكافيت، وكافة العاملين بها والعملاء قد يكونوا أو كان لديهم مصالح أو لديهم مواقف طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية أو العمارات 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 ينتجم عن اتباع هذا التقرير، لأنها كانت وسيلة الاتصال بهم سواء بشكل مباشر أو من خلال أية موقع متخصص بها الشأن، وتفرض عد من اللوائح والقوانين عدداً من الالتزامات التي لا يمكن الإفصاح عنها، ولا يتعين هذا الإبراء، بأي حال من الحالات حداً أو تضيقاً لحقوق أي شخص قد يمتلكها في ضوء هذه اللوائح أو القوانين، علاوة على ذلك فإن مجموعة برايم وأية من شركاتها قد تربطها أو بطيتها علاقة مع الشركات الواردة في هذا التقرير.