بنك القاهرة Banque du Caire

امتياز تشغيلي قوي، لكن سعر الطرح يسعّر عوائد ذروة الدورة

تاريخ التقييم 30 أكتوبر 2026 · الأفق 12 شهراً · المحلل: أحمد الجندي

التوصية	القيمة العادلة	سعر الطرح	قيمة 12 شهراً (تقدير منفصل)
تخفيض الوزن النسبي UNDERWEIGHT	**4.03 جنيه** الدخل المتبقي · 30 أكتوبر 2026 نطاق تكلفة الملكية ±2: 3.66–4.58 نطاق السيناريوهات: 2.61–5.92	**5.30 جنيه** الانخفاض المتوقع **−24%**	**4.93 جنيه** القيمة العادلة × (1 + تكلفة الملكية) − التوزيع؛ ليست القيمة العادلة

ملخص الاستثمار

نقدّر القيمة العادلة لسهم بنك القاهرة بـ 4.03 جنيه كما في 30 أكتوبر 2026، أي أقل بنسبة 24% من سعر الطرح البالغ 5.30 جنيه. نعتمد نموذج الدخل المتبقي (السيناريو الأساسي، وتكلفة لحقوق الملكية تتراجع من 31.0% إلى 24.2%). عند سعر الطرح يدفع المستثمر 1.21 مرة القيمة الدفترية في يونيو 2026، وهو المضاعف الذي يمنحه منحنى المثيلات لعائد تاريخي نحو 27%، بينما نتوقع استقرار العائد عند 22–23%؛ أي أن السعر يسعّر ربحية الذروة.

أطروحة الاستثمار

- **بنك جيد بسعر مرتفع.** ثالث أكبر بنك حكومي؛ تمثل ودائع الأفراد 60% من ودائعه، وكفاية رأس ماله 22.1% وتغطية القروض غير المنتظمة 176%. ارتفع صافي ربح 2025 بنسبة 31% إلى 16.1 مليار جنيه [م].
- **أرباح النصف الأول 2026 مدعومة بانخفاض المخصصات.** نما الربح قبل المخصصات (مستقل) نحو 5% فقط وصافي الربح 15%، مع تراجع عبء الخسائر الائتمانية 68% [م]. بعد تطبيع تكلفة المخاطر عند 1.8% واستبعاد أرباح بيع الاستثمارات ينخفض الربح نحو 13%، والعائد إلى قرابة 24% بدلاً من 27.6% [ت].
- **الهوامش أمام دورة الفائدة.** تراجع التضخم إلى 13.9% في سبتمبر والفائدة الرئيسية عند 19–20% [م]. نفترض تراجع صافي دخل العائد من 6.8% إلى 6.3% من الأصول بحلول 2030 [ت]، مع انحسار التضخم ذاته الذي يخفض تكلفة الملكية في نموذجنا.
- **سعر الطرح يتطلب تكلفة ملكية قرابة 21%.** يستلزم سعر 5.30 جنيه تكلفة ثابتة عند 21.3% وفق السيناريو الأساسي، مقابل تقديرنا الحالي 31.0% ووسيط التكلفة الضمنية للبنوك المدرجة 23.6% [ت]، الذي يعطي 4.54 جنيه.
- **ما الذي قد يغيّر رأينا.** يعطي السيناريو الأفضل 5.92 جنيه (+12%) عن سعر الطرح) بعائد 26–28% وتكلفة مخاطر 1.5%، رغم أن قروض المرحلة الثانية نحو 18% من المحفظة.

بيانات الطرح والسوق

البورصة / الرمز	**EGX / BQDC**
بدء التداول (متوقع)	**2 نوفمبر 2026**
عدد الأسهم	**15.25 مليار**
القيمة السوقية بسعر الطرح	**80.8 مليار جنيه**
بالدولار	نحو 1.46 مليار
المباع (45%، بيع ثانوي)	**6.86 مليار**
حصيلة الطرح (لبنك مصر)	**36.4 مليار جنيه**
حصة بنك مصر بعد الطرح	**55%**
الدفترية (يونيو 2026)	**1.21x**
الربحية، آخر 12 شهراً (تقدير)	**4.7x**
الربحية 2026ت / 2027ت	**4.8x / 4.7x**

مؤشرات النصف الأول 2026

العائد على الملكية (سنوي، مجمع)	**27.6%**
هامش صافي العائد (معلن)	**7.4%**
كفاية رأس المال / الشريحة الأولى	**22.1% / 18.7%**
القروض غير المنتظمة / التغطية	**3.6% / 176%**
صافي القروض / الودائع	**53%**
التكلفة / الدخل (مستقل)	**35.1%**

المصادر: البورصة ومديرو الطرح عبر EnterpriseAM (19 و27 أكتوبر)؛ البنك؛ تقديرات جولدن واي.

جدول 1: أهم البيانات المالية والتقييم بسعر الطرح — السيناريو الأساسي

مليون جنيه ما لم يُذكر	2024ف	2025ف	2026ت	2027ت	2028ت
صافي دخل العائد	28,729	34,972	37,960	41,566	44,891
صافي الربح لمساهمي البنك	**12,298**	**16,066**	**16,827**	**17,087**	**18,600**
ربحية السهم، جنيه (15.25 مليار سهم)	0.81	1.05	1.10	1.12	1.22
القيمة الدفترية للسهم، جنيه	2.99	4.10	4.94	5.09	5.62
العائد على متوسط حقوق الملكية	31.2%	29.7%	24.4%	22.3%	22.8%
مضاعف الربحية بسعر الطرح	6.6x	5.0x	4.8x	4.7x	4.3x
مضاعف القيمة الدفترية بسعر الطرح	1.77x	1.29x	1.07x	1.04x	0.94x

المصدر: القوائم المالية المجمعة 2024–2025 [م]؛ تقديرات جولدن واي، الأعمدة المظللة [ت]. ربحية السهم على 15.25 مليار سهم للمقارنة (المعلن: 1.46 و1.58). الرموز: [م] بيان معلن؛ [س] سياسة معلنة من الشركة أو في الطرح؛ [ت] تقدير جولدن واي. ف = فعلي، ت = تقديري.

نبذة عن البنك والطرح

نموذج الأعمال

تأسس بنك القاهرة عام 1952، وهو ثالث أكبر بنك حكومي بعد البنك الأهلي المصري وبنك مصر، الذي كان يملكه بالكامل قبل الطرح [م]. البنك تجاري شامل يعتمد أساساً على ودائع الأفراد، التي تمثل 60% من ودائعه [س، بيان النصف الأول 2026]. في يونيو 2026 بلغت أصوله المجمعة 561 مليار جنيه، وودائع العملاء 444 مليار جنيه، وإجمالي قروض العملاء 253 مليار جنيه [م].

ميزانية مرتفعة السيولة وحساسة للفائدة

صافي القروض 53% فقط من الودائع، والأوراق المالية المرتبطة بالحكومة (139 مليار جنيه بالقيمة العادلة و39 مليار جنيه بالتكلفة المستهلكة) تمثل نحو 32% من الأصول [م]. رفعت عوائد أذون الخزانة الهوامش في 2024–2025، وستتراجع مع خفض الفائدة. الشركات التابعة (التأجير والشركات الشقيقة) صغيرة، وحقوق الأقلية أقل من 0.1% من الأرباح [م].

الموقع التنافسي

يقف البنك بين أقوى البنوك المدرجة من حيث العائد ورأس المال: عائده التاريخي نحو 27% مقابل وسيط 27% للمثيلات (التجاري الدولي 28%، وQNB مصر 23%، وأبوظبي الإسلامي مصر 32%) [ت، عينة النموذج]. لكنه لا يتمتع بميزة في التكلفة: نسبة التكلفة إلى الدخل 35% في النصف الأول 2026، ونمت المصروفات الإدارية 25% في 2025 [م]. لم نجد بيانات منشورة عن الحصة السوقية ولم نقدّرها.

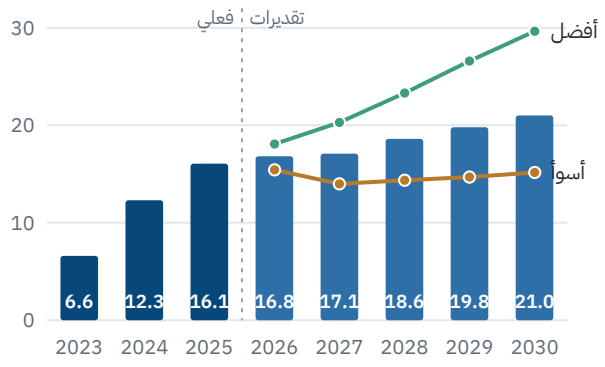
الملكية والحوكمة واستخدام المتحصلات

يحتفظ بنك مصر بعد الطرح بـ 55% وبالسيطرة. نسبة التداول الحر 45%، ويحوز المستثمرون الرئيسيون ومؤسسات التمويل الدولية نحو ثلاثة أرباع الطرح الخاص، لذا قد تكون السيولة الفعلية أقل مما توحي به النسبة. تذهب الحصيلة كلها إلى بنك مصر، وتربط التقارير الصحفية البيع بمستهدفات التخارج في برنامج صندوق النقد الدولي قبل انتهائه في 15 ديسمبر 2026. والتزم البنك مقابل مشاركة مؤسسات التمويل بتمثيل مستقل في مجلس الإدارة ومعايير للحوكمة وبيئية واجتماعية، وبخطة للتحول المناخي [م].

رأس المال والتوزيعات

سياسة التوزيع المعلنة 30%–20% من الأرباح مع الحفاظ على كفاية رأس المال بين 18% و22% [س]. ارتفع رأس المال إلى 30.5 مليار جنيه (القيمة الاسمية 2 جنيه) بعد تحويل زيادة بقيمة 10 مليارات جنيه مولها المساهم في الربع الأول 2026 [م]. نفترض توزيع 25% من أرباح السنة السابقة، ونعامل رأس المال الزائد عن 12% من الأصول (ما يعادل كفاية نحو 22%) كقابل للتوزيع.

شكل 1: صافي الربح لمساهمي البنك حسب السيناريو (مليار جنيه)



المصدر: القوائم المالية المجمعة 2023–2025 [م]؛ سيناريوهات جولدن واي 2026–2030 [ت]. الأعمدة: السيناريو الأساسي؛ تقديرات 2026 تشمل النصف الأول الفعلي.

جدول 2: شروط الطرح

المُصدر / البائع	بنك القاهرة / بنك مصر (100% قبل الطرح)
الهيكل	بيع ثانوي؛ لا أسهم جديدة ولا متحصلات للبنك
النطاق / السعر	4.82–5.30 / **5.30 جنيه** (26 أكتوبر 2026)
الحصة المباعة	45% (6.86 مليار سهم)، بعد زيادتها من 30%
إجمالي الحصيلة	36.37 مليار جنيه (نحو 658 مليون دولار)
الطرح الخاص	34.55 مليار جنيه؛ 6 مرات (19.8 دون الرئيسيين)
الطرح العام	343.1 مليون سهم؛ نحو 27 مرة (مبدئي)
الرئيسيون	IFC وEBRD (100 مليون دولار لكل منهما) وأربعة صناديق أجنبية
الحظر	بنك مصر عام واحد؛ 51% لعامين (قواعد البورصة)
التداول	متوقع 2 نوفمبر 2026، رهناً بالموافقات
المستشارون	سي آي كابيتال (منسق رئيسي)، إي إف جي هيرميس (مشترك)، Baker Tilly (مستقل)

المصادر: EnterpriseAM (19 و27 أكتوبر 2026)؛ Middle East Observer / البورصة المصرية (29 أكتوبر 2026)؛ الأهرام ويكلي. لم نتمكن من الاطلاع على نشرة الطرح؛ يُرجى مطابقة الشروط معها.

جدول 3: البنوك المدرجة المماثلة (أساس تاريخي)

البنك	العائد	الربحية	الدفترية	التكلفة*
التجاري الدولي	27.9%	6.2x	1.71x	19.6%
QNB مصر	22.6%	3.6x	0.81x	26.1%
التعمير والإسكان	42.6%	5.1x	2.16x	24.0%
أبوظبي الإسلامي	31.9%	4.9x	1.57x	23.2%
كريدي أجريكول مصر	24.9%	4.8x	1.20x	22.1%
تنمية الصادرات	26.4%	3.4x	0.89x	28.6%
الوسيط	**27.1%**	**4.9x**	**1.38x**	**23.6%**
بنك القاهرة بسعر 5.30 (تقدير)	**26.6%**	**4.7x**	**1.21x**	**23.4%**

* التكلفة الضمنية لحقوق الملكية = (P/B) / (g + (ROE − g)، حيث g = 8% [ت]. المصدر: عينة المثيلات في النموذج، أسعار 28 أكتوبر 2026، أرباح تاريخية وآخر قيمة دفترية؛ تم التحقق مستقلاً من عدد أسهم التجاري الدولي فقط. بنك القاهرة: أرباح تاريخية تقديرية ودفترية يونيو.

التسعير وأسعار الوسطاء

حدد المستشار المالي المستقل (Baker Tilly) القيمة العادلة عند 5.30 جنيه، فلم يتضمن الطرح خصماً عنها. تبدو أسعار الوسطاء المعلنة (أصول 6.55 جنيه، والعربي الأفريقي 7.8 جنيه) مستهدفات لمدة 12 شهراً؛ وتقديرنا المقابل لـ 12 شهراً 4.93 جنيه، وهو منفصل عن قيمتنا العادلة البالغة 4.03 جنيه.

النظرة المالية

جدول 4: البيانات التاريخية والتقديرات — السيناريو الأساسي

	فعلي		تقديرات جولدن واي				
مليار جنيه ما لم يُذكر	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
صافي دخل العائد	28.7	35.0	38.0	41.6	44.9	48.0	51.2
صافي الأتعاب والعمولات	5.9	6.5	7.0	7.9	8.7	9.6	10.5
الخسائر الائتمانية المتوقعة	(3.7)	(5.6)	(3.7)	(5.6)	(5.9)	(6.5)	(7.1)
المصروفات الإدارية	(11.7)	(14.6)	(16.4)	(18.4)	(20.3)	(22.1)	(23.9)
الربح قبل الضريبة	17.9	23.3	24.5	25.0	27.2	28.9	30.7
صافي الربح لمساهمي البنك	**12.3**	**16.1**	**16.8**	**17.1**	**18.6**	**19.8**	**21.0**
ربحية السهم، جنيه (15.25 مليار سهم)	0.81	1.05	1.10	1.12	1.22	1.30	1.38
التوزيع للسهم المدفوع في السنة، جنيه	–	–	0.18	0.28	0.28	0.30	0.32
القيمة الدفترية للسهم، جنيه	2.99	4.10	4.94	5.09	5.62	6.16	6.71
صافي قروض العملاء	196	222	250	280	311	342	374
ودائع العملاء	355	405	457	512	568	625	681
العائد على متوسط حقوق الملكية	**31.2%**	**29.7%**	**24.4%**	**22.3%**	**22.8%**	**22.0%**	**21.4%**
صافي دخل العائد / متوسط الأصول	6.42%	6.79%	6.74%	6.74%	6.59%	6.41%	6.26%
التكلفة / الدخل	33.0%	34.4%	35.9%	37.0%	37.5%	38.0%	38.4%
تكلفة المخاطر (الخسائر / متوسط صافي القروض)	2.06%	2.68%	1.58%	2.12%	2.00%	1.99%	1.98%
حقوق الملكية / إجمالي الأصول	9.3%	11.6%	12.8%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%

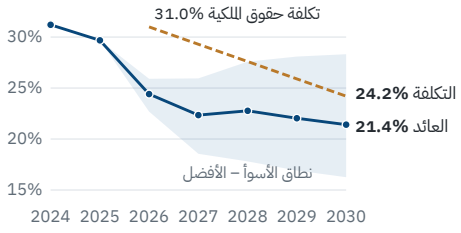
المصدر: القوائم المجمعة 2025–2024 والنصف الأول 2026 [م]؛ جولدن واي [ت]. تقديرات 2026 = النصف الأول الفعلي + توقع النصف الثاني. صافي دخل العائد إلى الأصول مؤشر تقريبي (الهامش المعلن 7.4%). التوزيع = 25% من ربح السنة السابقة؛ ويعامل التقييم رأس المال الزائد عن 12% من الأصول كقابل للتوزيع (نحو 11 مليار جنيه فوق التوزيع المعتاد في 2027).

افتراضات التشغيل. السيناريو الأساسي هو الأوسط في النموذج، وقد تحققنا منه مقابل نتائج 2025 والنصف الأول 2026، ولم نغيّر سوى الهوامش والتوزيعات ورأس المال (صفحة 4). يتباطأ نمو الأرباح إلى نحو 2% في 2027–2026 مع عودة تكلفة المخاطر من 0.7% (سنوياً، النصف الأول) إلى 1.9%–1.8% (قرب متوسط 2024–النصف الأول 2026). لا نفترض أرباح بيع استثمارات أو أرباح عملة أو زيادة رأسمال من الطرح.

جودة الأرباح. تضمنت نتائج 2025 إيرادات تشغيل أخرى بـ 0.94 مليار جنيه مقابل خسائر 2.2–1.0 مليار في 2024–2023، وتراجعت إيرادات التوزيعات 74% في النصف الأول 2026 (مستقل) [م]. واستبعاد أرباح بيع الأوراق المالية وتطبيع عبء الخسائر المنخفض يخفض أرباح النصف الأول نحو 13% (جدول 6).

المركز الرأسمالي. بلغت كفاية رأس المال 22.1% والشريحة الأولى 18.7% في يونيو 2026 [م]، عند الحد الأعلى لنطاق السياسة 22%–18 [س]. توزيع 30%–20 مع عائد 22% يرفع حقوق الملكية نحو 16% سنوياً مقابل نمو أصول نحو 12%، فيتراكم فائض رأسمالي. ولا يمكن تفسير 0.85 مليار جنيه من تحركات حقوق الملكية في النصف الأول (غالباً حصة العاملين) دون قائمة التغير في حقوق الملكية.

شكل 2: العائد على حقوق الملكية مقابل تكلفتها



الأساسي مع نطاق الأسوأ–الأفضل. المصدر: البنك 2025–2024 [م]؛ جولدن واي [ت]. لا تُخلق قيمة إلا عندما يتجاوز العائد التكلفة.

جدول 5: المحركات الرئيسية حسب السيناريو [ت]

2030 ← 2027	أسوأ	أساسي	أفضل
نمو القروض	8% ← 10%	9% ← 12%	10% ← 14%
نمو الودائع	8% ← 10%	9% ← 12%	10% ← 14%
نمو دخل العائد	6% ← 8%	6.5% ← 9.5%	10% ← 13%
تكلفة المخاطر	2.5%	1.8% ← 1.9%	1.5%
نمو المصروفات	9% ← 14%	8% ← 12%	7% ← 10%
الضريبة الفعلية	32.0%	31.5%	31.0%
التوزيع (سنة سابقة)	20%	25%	30%
العائد على الملكية 2030	16.3%	21.4%	28.3%
القيمة العادلة، جنيه	**2.61**	**4.03**	**5.92**

جدول 6: جودة أرباح النصف الأول 2026 (مليون جنيه)

الربح قبل الضريبة المعلن [م]	12,979
ناقص: أرباح بيع استثمارات مالية [م]	(493)
ناقص: تطبيع الخسائر عند 1.8% (المسجل 1,021) [ت]	(1,196)
الربح المعدل قبل الضريبة [ت]	**11,290**
صافي الربح المعدل بضريبة 31.1% [ت]	7,779
صافي الربح المعلن لمساهمي البنك [م]	8,939
المعلن مقابل المعدل	**+15%**
العائد المعدل على الملكية (سنوي) [ت]	24.0%

المصدر: القوائم المجمعة للنصف الأول 2026 [م]؛ جولدن واي [ت].

التقييم

المنهجية. نقيّم البنك بنموذج الدخل المتبقي (القيمة الدفترية مضافاً إليها القيمة الحالية للأرباح الزائدة عن تكلفة حقوق الملكية)، وهو أنسب للبنوك من خصم التدفقات النقدية. القيمة المركزية هي نتيجة الدخل المتبقي؛ المضاعفات للتحقق فقط ولا نأخذ متوسطها. نخصم من 31 ديسمبر 2025 (آخر ميزانية مدققة) ثم نرحّل القيمة إلى 30 أكتوبر 2026 بتكلفة 2026 بعد خصم توزيع النصف الأول (2.7 مليار جنيه).

جدول 8: الدخل المتبقي — السيناريو الأساسي (مليون جنيه)

	2026	2027	2028	2029	2030
حقوق الملكية أول الفترة	62,596	75,283	77,622	85,779	93,960
صافي الربح للمساهمين	16,827	17,087	18,600	19,804	21,010
العائد على الملكية	26.9%	22.7%	24.0%	23.1%	22.4%
تكلفة حقوق الملكية	31.0%	29.3%	27.6%	25.9%	24.2%
الدخل المتبقي	**(2,577)**	**(4,974)**	**(2,829)**	**(2,422)**	**(1,741)**
القيمة الحالية (31-12-2025)	(1,967)	(2,936)	(1,309)	(890)	(515)

المصدر: جولدن واي [ت]. القيمة النهائية = الدخل المتبقي (8% – 24.2%) / 1.08 × 2030.

جدول 7: بناء تكلفة حقوق الملكية

عائد السندات الحكومية 10 سنوات	23.49%
ناقص: هامش التعثر السيادي (Caa1)	(5.97%)
علاوة مخاطر الأسهم × بيتا 1.0	13.48%
تكلفة حقوق الملكية 2026	**31.0%**
الحقيقية عند تضخم 13.9% (ثابتة)	15.0%
التكلفة النهائية عند تضخم 8%	**24.2%**
النمو النهائي (= التضخم)	8.0%
الضمنية للمثيلات: الوسيط (النطاق)	23.6% (19.6–28.6%)

المصادر: Investing.com (إغلاق 22 أكتوبر)؛ داموداران، تحديث يوليو 2026 وفق النموذج (تحديث يناير الذي تحققنا منه: 13.94% / 6.37%، أي 31.1%)؛ جولدن واي [ت].

جدول 9: جسر القيمة (جنيه للسهم)

القيمة الدفترية في 31 ديسمبر 2025	4.10
القيمة الحالية للدخل المتبقي 2026–2030	(0.50)
القيمة الحالية للدخل المتبقي النهائي	(0.22)
قيمة السهم في 31 ديسمبر 2025	3.38
الترحيل إلى 30 أكتوبر ناقص توزيع 2026	+0.65
القيمة العادلة في 30 أكتوبر 2026	**4.03**
الدفترية (يونيو) / الربحية (12 شهراً)	0.92x / 3.6x

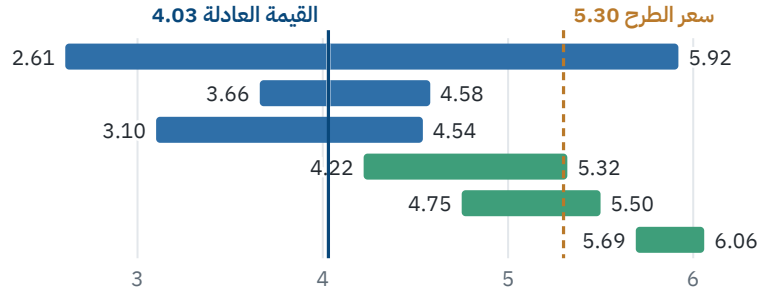
جدول 10: حساسية القيمة العادلة (جنيه للسهم)

تكلفة 2026 \ النهائية	20.0%	22.0%	24.2%	26.0%
27.0%	5.38	4.75	4.23	3.90
29.0%	5.25	4.63	4.13	3.81
31.0%	5.12	4.52	**4.03**	3.72
33.0%	5.00	4.41	3.94	3.63

تغيير النمو النهائي بين 6% و10% يحرك القيمة 0.05± جنيه فقط، لأن الدخل المتبقي النهائي قريب من الصفر.

لماذا تتراجع تكلفة حقوق الملكية. تعكس الـ 31% عائد سندات 23.5% وتضخماً 13.9%؛ وتثبيتها للأبد مع تراجع الهوامش في توقعاتنا يعاقب البنك مرتين. لذا نثبّت التكلفة الحقيقية عند 15% فتنخفض الاسمية مع التضخم إلى 24.2% بحلول 2030، قرب التكلفة الضمنية للمثيلات (23.6%).

شكل 3: مقارنة نطاقات التقييم (جنيه للسهم)



المصادر: جولدن واي [ت]؛ عينة المثيلات في النموذج (28 أكتوبر)؛ متوسطات أصول عبر EnterpriseAM (27 أكتوبر). ربحية السهم التاريخية 1.13 جنيه (تقدير)، والدفترية في يونيو 4.38 جنيه.

لماذا تعطي المضاعفات قيمة أعلى. وسيط المثيلات يعطي 6.1–5.5 جنيه لكنه يعكس عائداً تاريخياً نحو 27% في ذروة الفائدة؛ وبعائد 2027 المتوقع 22.7% يعطي منحنى الدفترية مقابل العائد 0.96 مرة أي 4.22 جنيه، بما يتسق مع الدخل المتبقي. الفجوة مصدرها العائد المستقبلي لا المنهجية.

جدول 11: مطابقة النموذج الأصلي بالنسخة المصححة v2 (جنيه للسهم؛ خطوات تراكمية)

	الدخل المتبقي	المضاعفات
النموذج الأصلي («الأفضل» مفعّل؛ تكلفة 25% مُدخلة يدوياً؛ في 31-12-2025)	3.59	6.59
تفعيل السيناريو الأساسي الموثق كسيناريو مركزي	2.46	–
تصحيح رأس المال: توزيع 2026 الفعلي، التوزيع من ربح السنة السابقة، سقف 12%	4.09	–
مسار هامش متسق مع انحسار التضخم (من 6.8% إلى 6.3%)	3.63	–
مسار تكلفة من 31% إلى 24.2% (بدلاً من 25% المُدخلة؛ حساب النموذج كان 31%)	3.38	–
ترحيل من 31 ديسمبر 2025 إلى 30 أكتوبر 2026	**4.03**	**–**
المضاعفات: تطبيق مضاعفات تاريخية على أرباح تاريخية ودفترية يونيو (لا 2026ت)	–	5.84
مضاعف الدفترية المعدل بالعائد عند عائد 2027 الأساسي 22.7%	–	4.22

المخاطر والمحفزات

مخاطر صعودية على رأينا

- **بقاء تكلفة المخاطر منخفضة.** إذا بقيت قرب 0.7% (النصف الأول 2026) بدلاً من 1.9%–1.8%، يبقى العائد قرب 27%–26%. السيناريو الأفضل (1.5%) يعطي 5.92 جنيه.
- **تراجع مخاطر الدولة.** إتمام برنامج صندوق النقد أو رفع التصنيف يخفض التكلفة؛ كل نقطتين مئويتين أقل في التكلفة النهائية تضيفان نحو 0.5 جنيه.
- **بقاء الفائدة مرتفعة لفترة أطول.** تباطؤ التيسير يحمي هامش العائد في ميزانية مرتفعة السيولة.
- **إعادة رأس المال.** توزيع الفائض الرأسمالي فوق سياسة 30%–20% يدعم العائد والسعر.

مخاطر هبوطية

- **جودة الأصول.** قروض المرحلة الثانية نحو 18% من المحفظة، وبلغت تكلفة المخاطر 2.7%–2.5% في 2025. السيناريو الأسوأ (2.5%) يعطي 2.61 جنيه.
- **المخاطر السيادية والعملة.** نحو 32% من الأصول أوراق حكومية؛ ضعف الجنيه أو حدث سيادي يضغط على رأس المال والدخل الشامل. خسائر إعادة تقييم أدوات الدين بلغت 1.2 مليار جنيه في النصف الأول 2026.
- **خفض الفائدة.** تيسير أسرع يضغط الهامش أكثر من افتراضنا البالغ 0.5 نقطة.
- **الحوكمة والسيولة.** يحتفظ بنك مصر بـ 55% ويحوز المستثمرون الرئيسيون جزءاً كبيراً من التداول الحر، مع احتمال بيع إضافي بعد انتهاء الحظر لمدة عام.

جدول 12: المحفزات

2 نوفمبر 2026	بدء التداول في البورصة المصرية (متوقع)
نوفمبر–ديسمبر 2026	نتائج الربع الثالث 2026 (لم يُعلن موعدها)؛ قرارات لجنة السياسة النقدية؛ المراجعة الأخيرة لصندوق النقد قبل انتهاء البرنامج في 15 ديسمبر 2026
الربع الأول 2027	نتائج 2026 وأول توزيع وفق سياسة 30%–20%
الربع الرابع 2027	انتهاء حظر بيع بنك مصر لمدة عام

ملاحظة: لم نتمكن من تأكيد نتيجة اجتماع لجنة السياسة النقدية في 29 أكتوبر 2026 من مصدر متاح لنا؛ مرجعنا قرار 24 سبتمبر 2026 (الإيداع 19.0%، الإقراض 20.0%).

المصادر

1. القوائم المالية المجمعة لبنك القاهرة لأعوام 2023 و2024 و2025 والقوائم الدورية المجمعة للربع الأول والنصف الأول 2026 (bdc.com.eg)، كما نُقلت وطوبقت في النموذج المرفق؛ لم يُعَد تنزيل ملفات PDF.
2. بنك القاهرة، بيان «النتائج المالية يونيو 2026» (مستقل)، bdc.com.eg، تم الاطلاع في 30 أكتوبر 2026.
3. EnterpriseAM Egypt، 19 أكتوبر 2026 (فتح دفاتر الطرح عند 5.30–4.82 جنيه) و27 أكتوبر 2026 (صمود الطرح أمام تراجع البورصة).
4. Middle East Observer، 29 أكتوبر 2026 (تغطية الطرح العام 27.08 مرة؛ إغلاق EGX30 في 28 أكتوبر 2026). الأهرام ويكلي، "Good offering at a bad time?" (2026).
5. The Rio Times، 29 أكتوبر 2026 (قرار لجنة السياسة النقدية في 24 سبتمبر 2026؛ تضخم سبتمبر 2026). لم نتمكن من الاطلاع على بيانات البنك المركزي مباشرة.
6. Investing.com، تاريخ عائد السندات المصرية لأجل 10 سنوات (إغلاق 22 أكتوبر 2026). دامودران، هوامش التعثر وعلاوات مخاطر الدول (تحديث يناير 2026، NYU Stern). StockAnalysis.com، بيانات البنك التجاري الدولي (سبتمبر 2026).
7. غير متاح لنا: نشرة الطرح ومذكرة الاكتتاب، إفصاحات البورصة، نتائج الربع الثالث 2026. لم تكن أي أداة لبيانات الأسواق أو أبحاث الأسهم (مثل Capital IQ) متصلة.

الإفصاحات

إقرار المحلل. تعكس الآراء الواردة بدقة الآراء الشخصية للمحلل بشأن الجهة المُصدرة وأوراقها المالية، ولم ولن يرتبط أي جزء من مكافأته بالتوصية المحددة.

تعريف التصنيفات. مقارنة بالسعر المرجعي والقيمة العادلة في 30 أكتوبر 2026: زيادة الوزن النسبي إذا زادت القيمة العادلة عن السعر المرجعي بأكثر من 15%؛ محايد ضمن ±15%؛ تخفيض الوزن النسبي إذا قلت بأكثر من 15%. السعر المرجعي هو سعر الطرح 5.30 جنيه لعدم بدء التداول في تاريخ التقرير.

التقييم والتقديرات. القيمة العادلة تقدير نقطي من نموذج دخل متبقٍ شديد الحساسية لتكلفة حقوق الملكية وتكلفة المخاطر والهوامش (صفحة 4). التوقعات تقديرات جولدن واي وليست توجيهات من الشركة ما لم يُشر إليها بـ [س]. أرباح آخر 12 شهراً تستخدم رقماً تقديرياً لأرباح النصف الأول 2025 المجمعة.

تعارض المصالح. قد تحتفظ جولدن واي لتداول الأوراق المالية والسندات أو الشركات التابعة لها أو موظفوها بأوراق مالية للجهة المُصدرة أو الشركات المذكورة أو تتداولها أو تتوسط فيها، وقد تسعى للتعامل معها. ينبغي افتراض وجود تعارض محتمل في المصالح. الإفصاحات الخاصة بالمراكز والتكليفات متاحة عند الطلب.

تنبيه عام. هذا التقرير لأغراض المعلومات فقط، ولا يمثل عرضاً أو دعوة لشراء أو بيع أي ورقة مالية، ولا يراعي أهداف أي مستثمر أو وضعه المالي أو احتياجاته. الأداء السابق ليس دليلاً على العوائد المستقبلية. الأوراق المالية المقومة بالجنيه المصري تنطوي على مخاطر العملة. المعلومات من مصادر عامة يُعتقد أنها موثوقة لكنها غير مضمونة. النسخة الإنجليزية من هذا التقرير هي المرجع عند أي اختلاف.