



السيدة الأستاذة / هبة الله الصيرفي
مساعد رئيس البورصة والمشرف العام على قطاع الإفصاح

تحية طيبة وبعد

نتشرف بان نرسل لسيادتكم تقرير القيمة العادلة من المستشار المالي المستقل شركة سوليد كاييتال للاستشارات المالية عن الأوراق المالية وتقرير السيد مراقب على الحسابات بهذا الشأن بخصوص تقييم القيمة العادلة لحصة الشركة بشركة الصفوة للدواجن (كوكو) وذلك بغرض البيع مراعاة لأحكام المادة ٤٣ مكرر من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة.

وتفضلوا بقبول وافر التحية والتقدير

تحريرا ٢٠٢٢/٨/١٧

محاسب / علي نصحي البسنديلي
ع.ن.ص.ح. البسنديلي
مدير علاقات المستثمرين



تقرير مراقب الحسابات

عن اختبار البيانات المالية المستقبلية المدرجة بتقرير القيمة العادلة لأسهم شركة الصفوة للدواجن

"كوكو" "KoKo" EL-Safwa Poultry

(شركة مساهمة مصرية)

إلى السادة / رئيس و أعضاء مجلس ادارة شركة المنصورة للدواجن (شركة مساهمة مصرية)

بناء على طلب مجلس إدارتكم الموقر قمنا بتنفيذ اجراءات مهمة اختبار البيانات المالية المستقبلية المدرجة بتقرير القيمة العادلة لأسهم شركة الصفوة للدواجن "كوكو" "KoKo" EL-Safwa Poultry (شركة مساهمة مصرية)، والمعد بواسطة المستشار المالي المستقل شركة سوليد كابيتال للاستشارات المالية عن الأوراق المالية المؤرخ في ٨ أغسطس ٢٠٢٢، والمرفق بهذا التقرير والتي انتهت إلي أن القيمة العادلة للسهم ١٢,٢٦ جنيه مصري للسهم (فقط اثني عشر جنيه مصري وستة وعشرون قرشاً للسهم) لتصبح القيمة العادلة لمساهمة شركة المنصورة للدواجن ٩,٢٦٥,٩٥١ جنيه مصري (فقط تسعة مليون ومائتان وخمسة وستون ألف وتسعمائة وواحد وخمسون جنيه مصري لا غير) بواقع ٧٥٦,٠٠٠ سهم، باستخدام منهجين للتقييم وهما منهج السوق ومنهج الدخل، وتم ترجيح نتائج التقييم بواقع ٦٠٪ لمنهج الدخل، و ٤٠٪ لمنهج السوق وذلك للتوصل لتحديد القيمة العادلة للمنشأة.

مسئولية مراقب الحسابات

تتخصص مسئوليتنا في الوصول إلي استنتاج مستقل علي أساس اجراءات مهمة للتأكد السليبي والتي قمنا بها ما إذا كان قد نما إلي علمنا ما يدعو إلي الإعتقاد بأن البيانات المالية المستقبلية لم يتبع في اعدادها - في جميع جوانبها الهامة - الافتراضات والتنبؤات والتقديرات المالية في اعدادها. قمنا بتنفيذ إجراءات التأكد السليبي طبقاً لمعيار المراجعة المصري لمهام التأكد رقم (٣٤٠٠) اختبار المعلومات المالية المستقبلية الصادر بقرار وزير الاستثمار الذي يطلب الالتزام بقواعد السلوك المهني بما فيها الاستقلالية، وتخطيط وتنفيذ اجراءات التأكد السليبي للوصول إلي استنتاج عما إذا كانت البيانات المالية خالية من الأخطاء أو التحريفات الجوهرية .

الإجراءات المنفذة

تشمل إجراءات التأكد السليبي عمل استفسارات - بصورة أساسية - مع الأشخاص المسؤولين عن إعداد البيانات والمعلومات المالية التقديرية والافتراضية وعمل اجراءات تحليلية وغيرها من اجراءات جمع الأدلة والتي تعتبر اجراءات محدودة عن تلك التي تطبق في اجراءات الحصول علي تأكيد مناسب وتمثل هذه الاجراءات فيما يلي:

- مناقشة المستشار المالي المستقل في المنهج المتبع في إعداد البيانات المالية المستقلة.
- مطابقة البيانات المالية التاريخية المستخدمة في دراسة القيمة العادلة المعدة عن طريق المستشار المالي المستقل والمقدمة من إدارة الشركة مع القوائم المالية المدققة للشركة للسنوات المالية ٢٠١٩ حتى ٢٠٢١.
- مناقشة الإدارة في التعديلات التي رآها المستشار المالي المستقل ضرورة علي المعلومات والبيانات المقدمة من إدارة الشركة.

وحيث أن الاجراءات الواردة أعلاه لا تمثل عملية مراجعة كما هي موقعة بمعايير المراجعة المصرية، لذا لا نقوم بإصدار تقرير مراجعة علي دراسة القيمة العادلة لسهم شركة الصفوة للدواجن.

محددات الاعتماد علي البيانات المالية المستقبلية

تم إعداد البيانات المالية المستقبلية باستخدام مجموعة من الافتراضات تتضمن توقعات نظرية عن أحداث مستقبلية، لذا فإن ردود أفعال الإدارة لا يمكن تأكيدها أو التحقق منها بنفس الدرجة مقارنة بالنتائج التاريخية كما أن الأحداث المستقبلية ليس بالضرورة أن تحدث كما هو متوقع ، لذا فنحن لا نبدي رأياً في مدى تحقق الافتراضات والتي أعدت علي أساسها البيانات المالية المستقبلية.

كما نوجه الانتباه إلي أن البيانات المالية المستقبلية لا يقصد بها ولا يتوقع منها أن توفر كل المعلومات والإيضاحات الضرورية اللازمة للافصاح المناسب طبقاً لمعايير المحاسبة المصرية.

إن الإجراءات الواردة أعلاه لا تمثل عملية مراجعة ولا فحص محدود كما هي معرفة بمعايير المراجعة المصرية الخاصة بمثل هذه الخدمات. ومن ثم يقتصر تقريرنا علي الاجراءات التي تم تنفيذها والنتائج التي تم التوصل اليها كما هي مذكورة اعلاه.

الاستنتاج

في ضوء الإجراءات المطبقة أعلاه لم ينم الي علمنا ما يجعلنا نعتقد ان البيانات المالية المستقبلية الواردة في تقرير المستشار المالي المستقل لم تعد - في جميع جوانبها الهامة - طبقاً للافتراضات والتوقعات الواردة بذات التقرير ولم ينم الي علمنا ما يجعلنا نعتقد ان هذه الافتراضات لا تمثل أساساً معقولاً للبيانات المالية المستقبلية والنتائج المستخرجة منها.

مع الأخذ في الاعتبار انه من المتوقع ان تكون النتائج الفعلية مختلفة عن نتائج الافتراضات والتوقعات التي أعدت علي أساسها البيانات المالية المستقبلية وتقرير التقييم حيث ان الاحداث المتوقعة غالباً ما لا تتحقق كما هو متوقع وقد يكون الاختلاف جوهرياً والتالي فان المعلومات والبيانات والافتراضات يجب الا تستخدم في غير الغرض الموضح بها وحتى في حالة تحقق الاحداث المتوقعة في ظل الافتراضات المستخدمة فقد تختلف النتائج الفعلية عن التقديرات حيث انه غالباً ما لا تتحقق الاحداث المتوقعة كما هو مفترض وقد يكون الاختلاف جوهرياً علمًا بأنه قد تضمنت الافتراضات المستخدمة في اعداد القوائم المالية المستقبلية ونتائج التقييم افتراضات متعلقة بأحداث مستقبلية وقرارات يصعب التنبؤ بها والتي تؤثر بشكل جوهري علي المعلومات المالية المستقبلية المستخدمة في التقييم.

استخدام وتوزيع التقرير

أعد تقريرنا هذا فقط من أجل الغرض الموضح في الفقرة الأولى من هذا التقرير ولوضعه تحت تصرف مجلس الإدارة، وليس معداً للاستخدام لأي غرض آخر. ويرتبط هذا التقرير فقط بالحسابات والبيانات المحددة أعلاه ولا يمتد الي القوائم المالية ماخوذة ككل.



سجل مراقبي حسابات الهيئة العامة للرقابة المالية

(٢٩٤)

س.م.م. (١١٧٧١)

راشد وبدر وشركاهم PKF

القاهرة في: ٢٠٢٢/٨/١٧



Valuation Study

KoKo El-Safwa Poultru S.A.E

Aug 2022

القاهرة في 8 أغسطس 2022

السادة / شركة المنصورة للدواجن

مدينة العاشر من رمضان المنطقة B3 القطعة 49 الشرقية، جمهورية مصر العربية

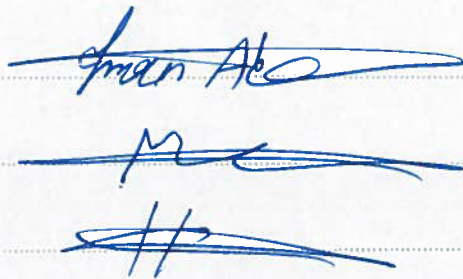
تحية طيبة وبعد،،،

بناء على التكليف الصادر من شركة المنصورة للدواجن لشركة سوليد كابيتال للاستشارات المالية عن الأوراق المالية SCFA، لإعداد دراسة القيمة العادلة لشركة الصفوة للدواجن "كوكو" "KoKo" El-Safwa Poultry، شركة مساهمة مصرية، لتقييم الشركة بغرض تحديد القيمة العادلة لمساهمات شركة المنصورة للدواجن بشركة الصفوة للدواجن "كوكو" بواقع 756,000 سهم بنسبة 24.51% بالشركة وذلك بغرض البيع لذلك نتشرف بأن نرفق لسيادتكم تقرير دراسة القيمة العادلة وفقاً لمحددات التكليف الصادرة من سيادتكم، ويتكون هذا التقرير من (125) صفحة بذات الشكل ومختومة كافة صفحات الدراسة بختم بارز وعلى مستخدمى هذه الدراسة قراءة كافة أجزاء هذا التقرير معاً، وأن أي اختلاف في عدد الصفحات بالزيادة أو النقصان وكذلك التعديل بالكشط أو الإضافة تصبح هذه الدراسة لايعتد بها.

وقد تم إعداد الدراسة فقط في حدود البيانات المتاحة والمعلومات المقدمة لشركة سوليد كابيتال للاستشارات المالية عن الأوراق المالية SCFA من قِبَل المساهمين ومجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والمستولين والادارات المختصة والمعنية في الجهة المكلفة بالأعمال، ولايقع على عاتق شركة سوليد كابيتال للاستشارات المالية عن الأوراق المالية SCFA التحقق من دقة وصحة تلك البيانات. كما يقع على عاتق كل من تقدم له هذه الدراسة التأكد من كفاية وشمولية وصحة البيانات الواردة في هذه الدراسة ومدى كفاية وشمولية البدائل والأساليب المستخدمة بها، كما لايقع على عاتق شركة سوليد كابيتال للاستشارات المالية عن الأوراق المالية SCFA أدنى مسئولية أو إلتزام نتيجة لأي قرار يتم إتخاذهُ إستناداً على هذه الدراسة أو البيانات أو الآراء الواردة بها، كما لايجوز إستخدام هذه الدراسة إلا في الغرض المحدد لها من إعدادها.

وتم إعداد هذه الدراسة وفقاً للمعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت والصادرة من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية بالقرار رقم (1) لسنة 2017 بتاريخ 2017/1/18، وذلك عن طريق الجهة مقدمة الأعمال وهي شركة سوليد كابيتال للاستشارات المالية عن الأوراق المالية SCFA، شركة مساهمة مصرية خاضعة لأحكام القانون رقم 95 لسنة 92 ولائحته التنفيذية لسوق المال لجمهورية مصر العربية، الحاصلة على ترخيص مزاولة نشاط الاستشارات المالية عن الأوراق المالية رقم قيد (757) بسجل الهيئة العامة للرقابة المالية؛ مستشار مالي مستقل برقم قيد (1765) بسجل المستشارين الماليين المستقلين ثم أصبحت بعد توفيق الأوضاع مستشار مالي مستقل برقم قيد (19) في سجل شركات الإستشارات المالية والجهات المرخص لها للقيام بأعمال التقييم المالي وإعداد دراسات القيمة العادلة طبقاً لأحكام قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 114 لسنة 2018 وتعديلاته وذلك بناء على قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (407) لسنة 2020 بتاريخ 2020/3/24.

ولسيادتكم فائق الاحترام والتقدير،،،



سوليد كابيتال للاستشارات المالية عن الأوراق المالية
SOLID Capital for Financial Advisory | SCFA

المحتويات

	أ. الملخص التنفيذي:
ب/1 نطاق الأعمال؛ ب/2 الأستعانة بجهات أخرى للمشاركة في تنفيذ نطاق الأعمال؛ ب/3 الإفصاح عن الأستقلالية؛ ب/4 الجهات مستخدمة التقارير والقيود عليها وسرية المعلومات؛ ب/5 تاريخ التقييم وتاريخ إصدار التقارير والأتعاب؛ ب/6 اقرارات من المقيم؛ ب/7 فقرة إخلاء المسئولية (Disclaimer)؛ ب/8 مصادر البيانات والمعلومات والقيود عليها.	ب. مهمة التقييم ونطاق الأعمال:
ج/1 عن المنشأة؛ ج/2 عن القطاع والصناعة؛ ج/3 عن أثار الاقتصاد الكلي على الشركة والقطاع؛ ج/4 عن مؤشرات الاقتصاد الكلي.	ج. التعريف بالمنشأة والظروف المحيطة بها:
د/1 القوائم المالية للسنوات السابقة؛ د/2 الإيضاحات التفصيلية للقوائم المالية للسنوات السابقة؛ د/3 تحليل المؤشرات والنتائج المالية للسنوات السابقة. د/4 موقف الضرائب والتأمينات والمنازعات القضائية وتقرير مراقب الحسابات والجهات الرقابية والإفصاحات الجوهرية والأصول الغير مستغلة.	د. القوائم المالية التاريخية:
هـ/1 الإيرادات التشغيلية؛ هـ/2 التكاليف المباشرة؛ هـ/3 التكاليف الغير مباشرة؛ هـ/4 إيرادات ومصروفات متنوعة؛ هـ/5 الأصول الثابتة والأهلاكات والاستهلاكات؛ هـ/6 القروض والتمويلات والمصروفات التمويلية؛ هـ/7 الاستثمارات العقارية والمالية والأوعية الإدخارية؛ هـ/8 التكاليف الإستثمارية والهيكل التمويلي؛ هـ/9 المخصصات والاحتياطيات؛ هـ/10 الأصول والالتزامات وحقوق الملكية؛	هـ. التقديرات المستقبلية والأفتراضات:
و/1 قائمة المركز المالي المتوقعة؛ و/2 قائمة الدخل المتوقعة؛ و/3 قائمة التدفقات النقدية المتوقعة؛ و/4 تحليل نتائج التوقعات المالية للتقديرات والأفتراضات المستقبلية؛ و/5 تحليل المؤشرات المالية للتقديرات والأفتراضات المستقبلية.	و. القوائم المالية المتوقعة:
ز/1 مناهج وطرق التقييم المستخدمة؛ ز/2 أسس أختيار المجموعة المشابهة؛ ز/3 أسس ترجيح نتائج التقييم؛ ز/4 معالجة نتائج التقييم؛ ز/5 القيمة التي توصل إليها التقرير.	ز. التقييم:
	ح. مخاطر الأستثمار:

Valuation Study



KoKo El-Safwa Poultry S.A.E



MPCO
Poultry & Commodities
Since 1983

KoKo

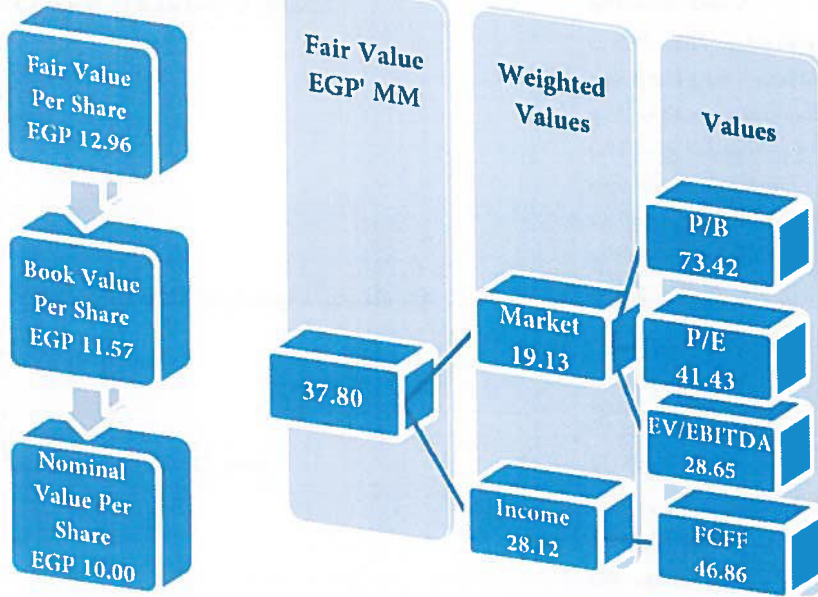
El-Safwa Poultry S.A.E

شركة الصفوة للدواجن
قطاع الدواجن | مصر
أفريقيا

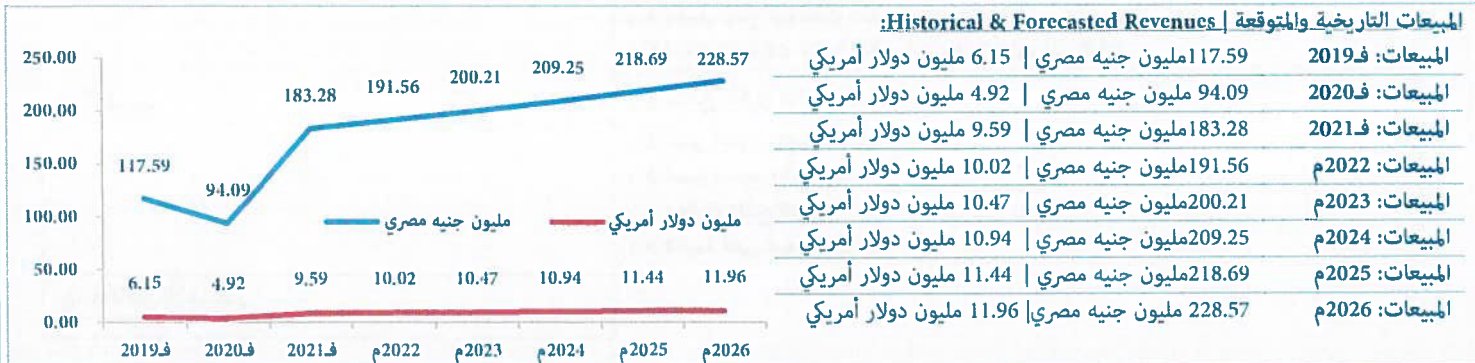
أ. الملخص التنفيذي

القيمة العادلة للمنشأة | Enterprise Fair Value:

تم الاعتماد في تحديد القيمة العادلة لشركة الصفوة للدواجن "كوكو"، شركة مساهمة مصرية، على استخدام منهجين للتقييم وهما منهج السوق ومنهج الدخل، وتم ترجيح نتائج التقييم بواقع 60% الدخل، و40% لمنهج السوق وذلك للتوصل وتحديد القيمة العادلة للمنشأة، وتم الاعتماد على طريقة وفقاً لمنهج الدخل وهي التدفقات النقدية المتاحة للمنشأة FCFF، وثلاث طرق وفقاً لمنهج السوق وهم مضاعف القيمة القيمة الدفترية P/B ومضاعف الربحية P/E ومضاعف المنشأة EV/EBITDA وفقاً لذلك فقد بلغت القيمة السوقية المرجحة للمنشأة وفقاً للمعطيات والمحددات والمعايير المشار إليها 47,246,698 جنيه مصري "فقط سبعة وأربعون مليون ومائتان وستة وأربعون الف وستمائة وثمانية وتسعون جنيه مصري" وتم خصم منها معالجة وتسويات بواقع خصم مخاطر سيولة 10% ومخاطر الاستثمار 10%، لتصبح القيمة العادلة للمنشأة 37,797,358 جنيه مصري "فقط سبعة وثلاثون مليون وسبعمائة وسبعة وتسعون ألف وثلاثمائة وثمانية وخمسون جنيه مصري لا غير"، بواقع 12.26 جنيه مصري للسهم - 3,083,850 سهم - "فقط اثني عشر جنيه مصري وستة وعشرون قرشاً للسهم"، لتصبح القيمة العادلة لشركة المنصورة للدواجن "الجهة الطالبة للأعمال" 9,265,951 جنيه مصري "فقط تسعة مليون ومائتان وخمسة وستون ألف وتسعمائة وواحد وخمسون جنيه مصري لا غير" بواقع 756,000 سهم للمزيد من (التفاصيل ص 116)



التقييم المرجح	الوزن المرجح	التقييم	مناهج التقييم مليون جنيه مصري
28.12	60%	46.86	منهج الدخل Income Approach
19.13	40%	47.83	منهج السوق Market Approach
9.45	معالجات وتسويات		
37.80	القيمة العادلة للمنشأة		



ز. التقييم:

1/ منهج وطرق التقييم المستخدمة:

تحددت المناهج الأكثر ملائمة لتقييم شركة الصفوة للدواجن "كوكو"، في ضوء طبيعة وخصائص والمرحلة العمرية للمنشأة، والنظرة المستقبلية لها وكذلك في ضوء الهدف المراد من التقييم، وطبقاً للمعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت والصادرة من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية بالقرار رقم (1) لسنة 2017 بتاريخ 2017/1/18، وفي هذا الصدد فقد قمنا بالخطوات التالية:

— دراسة وفهم طبيعة أنشطة الشركة ومناقشة الإدارة العليا للمنشأة حتى يتسنى للقائمين على التقييم فهم طبيعة أنشطتها ورؤيتها المستقبلية والعوامل الداخلية والخارجية ذات التأثير على أداؤها.

— تحليل الاداء التشغيلي للمنشأة خلال الفترة التاريخية ودراسة العوامل التي أثرت على نمو إيراداتها وتكاليفها وربحياتها ووسائل التمويل المطبقة لتمويل أنشطة المنشأة المختلفة.

— تجميع وتحليل البيانات المالية وغير المالية للمنشأة واستعراضها بشكل تفصيلي حتى يتسنى لنا فهم المؤثرات التاريخية لأداء المنشأة؛

— وضع الأسس التي سببنا عليها التقديرات المستقبلية للسنوات المالية القادمة 2022-2026، والتحقق من ملائمة الافتراضات الناتجة وأنها توفر أساس معقول للتنبؤات المشار إليها؛

— دراسة مدى معقولية الافتراضات، وذلك حتى يتسنى لنا الاعتماد عليها في التقييم، والقيام بتعديل بعض التوقعات والافتراضات الخاصة بالخطة المستقبلية ونتائج الأعمال للسنوات القادمة وإجراء التحفظات اللازمة عليها وتعديلها في ضوء الأداء التاريخي للمنشأة وأوضاع المنشآت المشابهة وظروف المنافسة ووفقاً لتأثيرات دراستنا للسوق والمراجعة الفنية وكذلك التأثيرات المباشرة للاقتصاد الكلي على المنشأة ومقارنتها بالمنشآت الميثلة في ذات القطاع او الصناعة. وفي ضوء هذا الأداء يتم وضع تصور عن أداء المنشأة لمستقبلي وادائها بالنسبة للسوق ككل.

وبناءً على ماسبق، فقد تم بناء أسس التوقعات والافتراضات المستقبلية للسنوات المالية القادمة 2022-2026 على أساس القوائم المالية التاريخية عن السنوات المالية المنتهية في 2019 و2020 و2021، وأنه لم ينم إلي علمنا ما يدعو للاعتقاد بأن الافتراضات الناتجة عن هذه الأسس لا توفر أساس معقول للتنبؤات المشار إليها، وقد تم الاعتماد على استخدام منهجين للتقييم لتحديد القيمة العادلة لشركة الصفوة للدواجن "كوكو"، حيث تم استخدام ثلاث طرق للتقييم وفقاً لمنهج السوق وهي مضاعف الربحية P/E ومضاعف القيمة الدفترية P/B ومضاعف المنشأة EV/EBITDA، وحيث تم استخدام طريقة للتقييم وفقاً لمنهج الدخل وهي خصم التدفقات النقدية الحرة للمنشأة FCFF

منهج الدخل:

يستخلص منهج الدخل قيمة المنشأة محل التقييم عن طريق تحويل الدخل المتوقع ان تولده المنشأة محل التقييم من أنشطتها التشغيلية بناء على افتراضات ملائمة ومعقولة الى قيمة حالية باستخدام معامل خصم مناسب، وفيما يلي بعض الاعتبارات المتعلقة بمنهج الدخل والطرق المستخدمة للتقييم:

— تقدير التدفقات النقدية المتوقعة عن الإيرادات والنفقات المترتبة على استمرارية أنشطتها مع مراعاة استبعاد اثر العمليات غير المتكررة من الإيراد والتكاليف (يتم تقدير التزامات الشركة عن الدعاوي القضائية والمطالبات الضريبية ليتم استقطاعهم من القيمة طبقاً لرأي كل من المستشار القانوني والضريبي للمنشأة وتحت مسؤوليتهم، ويتم إضافة قيمة الأصول الغير مستغلة طبقاً للتقرير الفني من مقيم الأصول وتحت مسؤوليته) وترجمة ذلك الى قوائم مالية مستقبلية (قائمة المركز المالي وقائمة الدخل والتدفقات النقدية) مع مراعاة كافة التعديلات التي قد تترى ضرورة على القوائم المالية التقديرية؛

— تقدير القيمة العادلة للمنشأة من خلال خصم التدفقات النقدية المستقبلية للسنوات القادمة، بالإضافة إلى القيمة المتبقية باستخدام معدل خصم مناسب للتوصل إلى قيمتها؛

— ألا يتجاوز معدل النمو المستخدم المستخدم معدل نمو الناتج القومي؛
— يتعين اجراء تسويات على القيم الناتجة من عملية التقييم لكي تشمل أمور لم تدخل ضمن تنبؤات التدفق النقدي ولا معامل الخصم المستخدم، كتضمن تسويات تخص إمكانية تسويق حصة الملكية محل التقييم و/ او ما إذا كانت حصة مسيطرة ام غير مسيطرة في المنشأة محل التقييم.

طريقة خصم التدفقات النقدية الحرة للمنشأة DCF-FCFF:

— تقدير التدفقات النقدية الحرة للمنشأة خلال سنوات التنبؤ وتمثل في صافي ربح المنشأة مضافاً اليه صافي المعاملات الغير نقدية [المصروفات التمويلية × (-1 الضرائب)] ومطروحاً منه الإستثمارات في الأصول والإستثمارات في الشركات التابعة والتغير في رأس المال العامل؛

— تقدير القيمة المتبقية فيما بعد سنوات التنبؤ [صافي التدفقات النقدية لعام 2026 × (1+ معدل النمو المستدام) ÷ (المتوسط المرجح لتكلفة التمويل عام 2026 - معدل النمو المستدام)]:

— خصم التدفقات النقدية المستقبلية والقيمة المتبقية بمعدل خصم مناسب يتم تحديده بما يتناسب مع معدل رأس المال إلى الديون وكذا طبيعة النشاط ومخاطر القطاع ومعدلات الأدوات المالية الخالية من مخاطر الاستثمار؛

— الوصول الى القيمة العادلة للنشاط بتجميع القيم الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية والقيمة المتبقية؛

— يتم احتساب القيمة العادلة لحقوق الملكية بعد خصم قيمة القروض والديون (إن وجدت) وإضافة رصيد النقدية وما في حكمها؛

طريقة مضاعف المنشأة Enterprise Multiple = EV/EBITDA

قيمة المؤسسة / الأرباح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك هي أداة تقييم شائعة تستخدم لتحديد قيمة المنشأة، ويعد هذا التقييم الأكثر استخداماً على نطاق واسع بناءً على قيمة المؤسسة وغالباً ما يتم استخدامه مع أو كبديل لمضاعف الربحية P/E لتحديد القيمة السوقية العادلة للشركة. ومضاعف المنشأة والمعروف أيضاً باسم مضاعف EV هو نسبة تستخدم لتحديد قيمة المنشأة مقسومة على الأرباح قبل الفوائد والضرائب والأهلاك والاستهلاك (EBITDA)، ينظر إلى الشركة بالطريقة التي سيفعلها المستحوذ المحتمل من خلال النظر في ديون الشركة.

وقيمة المنشأة، أو الاختصار EV، هي مقياس لإجمالي قيمة الشركة، وعادةً تستخدم كبديل شامل بدرجة كبيرة للقيمة السوقية للأسهم. تعد القيمة السوقية للشركة ببساطة هي سعر السهم مضروباً في عدد الأسهم القائمة لدى الشركة. وتحسب قيمة المنشأة بإضافة القيمة السوقية للدين وحصصة الأقلية والأسهم الممتازة ناقصاً إجمالي النقدية وما يعادلها. وفي كثير من الأحيان تكون حصصة الأقلية والسهم الممتاز صفر بالفعل على الرغم من أن هذا لا يجب أن يكون الحال.

"قيمة المنشأة = القيمة السوقية للأسهم العادية + القيمة السوقية للأسهم الممتازة + القيمة السوقية للأسهم للدين + حصصة الأقلية - النقد والاستثمارات"

ويمكن الاعتقاد أن قيمة المنشأة هي سعر الاستحواذ النظري وذلك إذا كانت الشركة على وشك أن تُباع. وفي هذه الحالة من شراء الشركة، يتعين على المستحوذ عموماً أن يتحمل ديون الشركة، ولكن يبقى مبالغها النقدية في خزانتها. ويربط مضاعف المنشأة، الذي يشمل قيمة المنشأة، إجمالي قيمة الشركة التي تنعكس في قيمة السوق لرأس مالها من كل المصادر بمقياس أرباح التشغيل المحققة، مثل الأرباح قبل الفوائد والضريبة والإهلاك والاستهلاك EBITDA ويتعلق مضاعف المنشأة بمعدل النمو في التدفق النقدي الحر للشركة ويتعلق بشكل سلبي بإجمالي مستوى المخاطرة للشركة والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC). حيث يعد مضاعف المنشأة مفيداً في حالة أن تكون النسبة أكثر من مضاعف الربحية عند مقارنة الشركات بمختلف درجات الرفع المالي. أو في حالة تقييم الشركات كثيفة رأس المال بمستويات مرتفعة من الإهلاك وتكاليف التمويل أو في حالة عدم تحقيق الشركة لصافي ربح بعد الضرائب.

يكون معدل النمو المستدام هو المعدل المتوقع تحقيقه للمنشأة بشكل دائم ومستمر إلى مالا نهاية بوصولها إلى مرحلة النضج، وفي أغلب الأحوال لا يجاوز معدل النمو المستدام معدل النمو العام والمعلن من قبل بعض المصادر الموثوق بها، وقد تم تخفيض معدل النمو المستدام مع تخفيض توقعات الـ GDP طبقاً لتوقعات وزارة المالية تأثراً بجائحة كورونا من متوسط 5.00% إلى متوسط 3.33%؛ ومن المتوقع أن يرتفع هذا المعدل إلى 5.7% لذلك تم أخذ متوسط بين النمو الفعلي والمتوقع ليصبح معدل النمو المستدام المستخدم يساوي 4.52%

ثانياً: منهج السوق:

يستنتج منهج السوق قيمة المنشأة محل التقييم من خلال مقارنتها بغيرها من المنشآت المثيلة في ضوء المبدأ الاقتصادي الذي ينص على أن الأصول أو المنشآت المتشابهة تقيم بسعر مشابه "The Law of One Price"، وتمثل المضاعفات الأسلوب الأكثر شيوعاً في قياس القيمة وفقاً لهذا المنهج، وفيما يلي الاعتبارات الخاصة بهذا المنهج:

– تشابه مجموعات المنشأة المقارنة من حيث الصناعة، الحجم، الحصص السوقية وحجم النشاط بالمنشأة محل التقييم؛

– يتعين توافر البيانات اللازمة عن المجموعة المشابهة كالأسعار السوقية لها، وفي حالة وجود صفقات خاصة تمت على أسهمها، فيجب أن تتسم تلك الصفقات بالعدالة وأن تكون تمت بين أطراف مستقلة المصالح، وذلك حتى يتسنى للمقيم الاعتماد على أسعارها؛

طريقة مضاعفات الربحية P/E:

يتم من خلالها تقدير قيمة السهم بالاعتماد على احتساب صافي ربح السهم عن آخر عام مالي منتهي ويضرب في مضاعف الربحية للقطاع التي تنتمي إليه المنشأة؛ ويتم حساب مضاعف الربحية الخاص بالقطاع التي تنتمي إليه المنشأة من خلال تحديد مجموعة المنشآت المقارنة والمثيلة لنشاط المنشأة محل التقييم ثم تحديد مضاعف الربحية من موقع رويترز أو بلومبرج أو دامودران بتاريخ التقييم ثم استخدام معامل تسويات في حالة تطلب الأمر ذلك وفقاً لرؤية المحللين الماليين القائمين بأعمال التقييم، حيث يتم تعديل السعر ليعكس الاختلافات بين الخصائص الفنية والقانونية والاقتصادية للمنشأة محل التقييم.

طريقة مضاعفات القيمة الدفترية P/B:

يتم من خلالها تقدير قيمة السهم بالاعتماد على احتساب القيمة الدفترية للسهم عن آخر عام مالي منتهي ويضرب في مضاعف القيمة الدفترية للقطاع التي تنتمي إليه المنشأة؛ ويتم حساب مضاعف القيمة الدفترية الخاص بالقطاع التي تنتمي إليه المنشأة من خلال تحديد مجموعة المنشآت المقارنة والمثيلة لنشاط المنشأة محل التقييم ثم تحديد مضاعف القيمة الدفترية من موقع رويترز أو بلومبرج بتاريخ التقييم ثم استخدام معامل تسويات في حالة تطلب الأمر ذلك وفقاً لرؤية المحللين الماليين القائمين بأعمال التقييم، حيث يتم تعديل السعر ليعكس الاختلافات بين الخصائص الفنية والقانونية والاقتصادية للمنشأة محل التقييم.

ز/2 أسس اختيار المجموعة المشابهة:

تم تحديد المجموعة المشابهة للتقييم وفقاً لمنهج السوق من خلال تحديد مجموعة الشركات المماثلة للمنشأة محل التقييم وفقاً لقطاع Farming & Agriculture و Food Processing وفقاً لتصنيف Damodaran وتم الاعتماد على بيانات واحصاءات Damodaran لقطاع Farming & Agriculture و Food Processing كأساس لاحتساب البيتا والذي سيتم استخدامه وفقاً لمنهج الدخل Income Approach والمضاعفات بمنهج السوق، وذلك كما يلي.

The Peer Multiples by Damodaran

Aswath Damodaran	Emerging Market				
Sector	Beta	P/E	P/B	P/CF	EV/EBITDA
Farming/Agriculture	0.74	68.129	1.77	N/A	12.30
Food Processing	0.78	69.982	2.8	N/A	13.35
Peers MEDIAN	0.76	69.06	2.29	N/A	12.83

ز/3 أسس ترجيح نتائج التقييم:

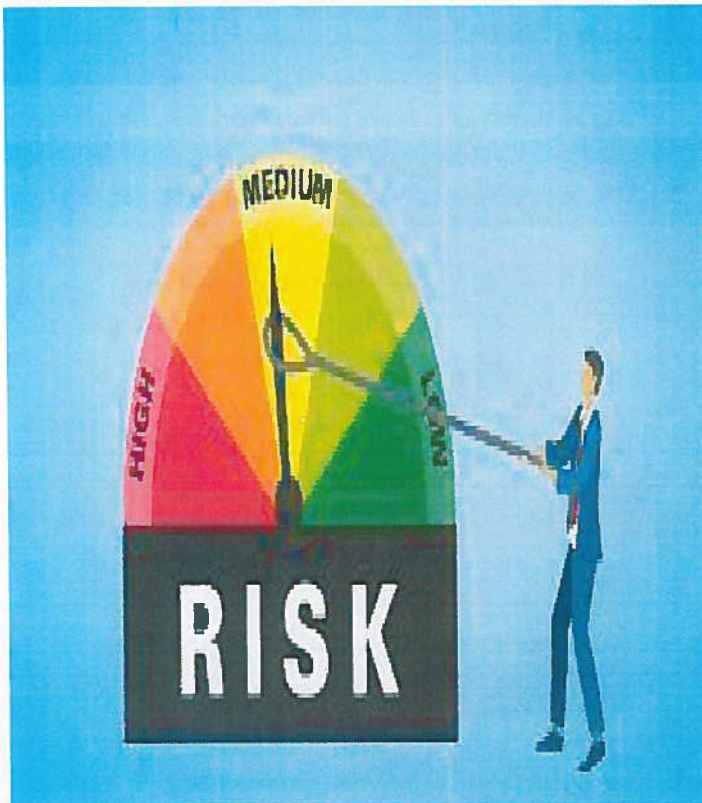
وفقاً للظروف والمحددات التي تم ذكرها، فإنه قد تم استخدام منهجين للتقييم وهما منهج السوق ومنهج الدخل لتحديد القيمة العادلة لشركة الصفوة للدواجن "كوكو"، وتم ترجيح نتائج التقييم بواقع 60% لمنهج صافي الدخل 40% لمنهج السوق للتوصل وتحديد القيمة العادلة للمنشأة.

وكانت أسس ترجيح نتائج طرق التقييم للطرق المستخدمة في منهج الدخل 100% لطريقة خصم التدفقات النقدية الحرة للمنشأة.

وكانت أسس ترجيح نتائج طرق التقييم للطرق المستخدمة لمنهج السوق، 33.33% لمضاعف القيمة الدفترية P/B و 33.33% لمضاعف الربحية P/E و 33.33% لمضاعف المنشأة EV/EBITDA.

ز/4 معالجة نتائج التقييم

- خصم مخاطر الاستثمار بمقدار 10% من القيمة السوقية للمنشأة - لمواجهة مخاطر الاستثمار؛
- خصم سيولة بمقدار 10% من القيمة السوقية للمنشأة، حيث أن الشركة غير مدرجة وغير متداولة بالبورصة المصرية؛



وفيما يلي تفاصيل ومكونات وآليات احتساب القيمة العادلة للمنشأة:

منهج التقييم	جنيه مصري	الوزن المرحج	جنيه مصري
منهج الدخل	46,858,539	60%	28,115,123
منهج السوق	47,828,937	40%	19,131,575
القيمة المرحجة			
	47,246,698		
	4,724,670	خصم سيولة	
	4,724,670	خصم مخاطر الاستثمار	
	0	خصم أقلية	
القيمة العادلة للمنشأة			
	37,797,358		
	3,083,850	عدد الأسهم	
	12.26	قيمة السهم	

وقد بلغ التقييم باستخدام منهج السوق Market Approach لطريقة مضاعف القيمة الدفترية P/B قيمة 24,470,048 جنيه مصري وبمعامل ترجيح 33.33% وطريقة مضاعف الربحية P/E 13,808,437 جنيه مصري وبمعامل ترجيح 33.33% وطريقة مضاعف المنشأة EV/EBITDA 9,550,452 جنيه مصري وبمعامل ترجيح 33.33%؛ لتبلغ القيمة المرحجة لمنهج السوق 47,828,937 جنيه مصري، وذلك كما يلي:-

منهج السوق	جنيه مصري	الوزن المرحج	جنيه مصري
مضاعف القيمة الدفترية P/B	73,417,485	33.33%	24,470,048
مضاعف الربحية P/E	41,429,453	33.33%	13,808,437
مضاعف المنشأة EV/EBITDA	28,654,223	33.33%	9,550,452
القيمة المرحجة			
	47,828,937		

وقد بلغ التقييم باستخدام منهج الدخل Income Approach لطريقة خصم التدفقات النقدية الحرة للمنشأة FCFE قيمة 46,858,539 جنيه مصري وبمعامل ترجيح 100%؛ لتبلغ القيمة المرحجة لمنهج الدخل 46,858,539 جنيه مصري، وذلك كما يلي:-

منهج السوق	جنيه مصري	الوزن المرحج	جنيه مصري
خصم التدفقات النقدية الحرة للمنشأة FCFE	46,858,539	100%	46,858,539
القيمة المرحجة			
	46,858,539		

ز/5 القيمة التي توصل إليها التقرير

ز/1.5 القيمة الدفترية للمنشأة:

تبلغ القيمة الدفترية "طبقاً للقوائم المالية المدققة والمعتمدة في 31 ديسمبر 2021 لشركة الصفوة للدواجن "كوكو"، شركة مساهمة مصرية، 35,679,301 جنيه مصري "فقط خمسة وثلاثون مليون مليون وستمائة وتسعة وسبعون ألف وثلثمائة وواحد جنيهاً مصرياً فقط لا غير". فيما بلغت القيمة الاسمية لشركة الصفوة للدواجن "كوكو"، شركة مساهمة مصرية، 30,846,500 جنيه مصري "فقط ثلاثون مليون وثمانمائة وستة وأربعون ألف وخمسمائة جنيه مصري لا غير".

ز/2.5 القيمة السوقية | القيمة العادلة للمنشأة:

تم الاعتماد في تحديد القيمة العادلة لشركة الصفوة للدواجن "كوكو"، شركة مساهمة مصرية، على استخدام منهجين للتقييم وهما منهج السوق ومنهج الدخل، وبلغت القيمة السوقية المرحجة للمنشأة وفقاً للمعطيات والمحددات والمعايير المشار إليها سابقاً 47,246,698 جنيه مصري "فقط سبعة وأربعون مليون ومائتان وستة وأربعون ألف وستمائة وثمانية وتسعون جنيه مصري" وتم خصم منها معالجة وتسويات (ز/4 معالجة نتائج التقييم)، لتصبح القيمة العادلة للمنشأة 37,797,358 جنيه مصري "فقط سبعة وثلاثون مليون وسبعمائة وسبعة وتسعون ألف وثلثمائة وثمانية وخمسون جنيه مصري"، بواقع 12.26 جنيه مصري للسهم - 3,083,850 سهم - "فقط اثني عشر جنيه مصري وستة وعشرون قرشاً للسهم" لتصبح القيمة العادلة لمساهمة شركة المنصورة للدواجن "الجهة الطالبة للأعمال" في شركة الصفوة للدواجن "كوكو" 9,265,951 جنيه مصري "فقط تسعة مليون ومائتان وخمسة وستون ألف وتسعمائة وواحد وخمسون جنيه مصري لا غير" بنسبة 24.51% بواقع 756,000 سهم؛



خصم التدفقات النقدية الحرة للمنشأة FCFF

Fiscal Year Ends	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
Net Income	1,823,855	1,931,192	1,967,535	1,979,410	1,959,336
+ NCC None Cash Charges	1,810,682	1,941,022	2,098,436	2,292,697	2,537,441
+ Interest*(1-Tax Rate)	0	0	0	0	0
- FCInv CAPEX	1,735,209	1,859,406	2,009,236	2,193,936	2,426,397
- WCInv Change in WC	(2,486,223)	(924,557)	(970,464)	(1,014,494)	(1,060,310)
Net Cash Flow (FCFF)	4,385,551	2,937,364	3,027,198	3,092,665	3,130,690
Terminal Value					33,651,728
Present Value of Cash to Firm	3,838,952	2,250,789	2,030,515	1,815,878	35,260,826
Present Value of the Firm	45,196,960				
Unutilized Assets - December 2021	0				
Value of Debt - December 2021	0				
Cash & Cash Equivalent - December 2021	1,661,578				
Investments - December 2021	0				
Total Present Value	46,858,539				

تكلفة رأس المال المرجحة WAAC

ويتطلب احتساب هذه التكلفة تحديد مكونات هيكل رأس المال من خلال احتساب هذه التكلفة بناءً على المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر للتمويل في هيكل رأس المال، وينبغي لذلك أن يتم إعطاء وزن نسبي محدد لجميع مصادر التمويل، وبعد القيام بهذه الخطوة يتم القيام بضرب كلفة كل عنصر بالوزن النسبي لما يساهمه في هيكل رأس المال ثم يتم تجميع النتيجة من أجل الحصول على التكلفة المرجحة للأموال. ويتم استخدام معدل الخصم في عملية التقييم لتعديل الأرباح أو التدفقات النقدية المتوقعة للشركة لمقارنتها بالقيمة الحالية. ويعتبر معدل الخصم هو معدل العائد المتوقع للاستثمار في الشركة حيث أن متخذ قرار الاستثمار يتوقع عائداً من الشركة مماثلاً للعائد الذي يمكن أن يحققه في استثمار مماثل بالسوق، ويقارن بين هذا العائد وذاك الذي تحققه منشأة أو شركة أخرى. وقد تم اعتماد معدل الخصم على تكلفة حقوق الملكية والتمويلات الائتمانية على النحو التالي:

	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
WACC	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%

Perpetual Growth Rate	4.52%
------------------------------	-------

Financial Structure	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
Equity	100%	100%	100%	100%	100%
Debt	0%	0%	0%	0%	0%

تكلفة القروض Cost of Debt

تعتبر تكلفة الدين مجرد سعر الفائدة الذي تدفعه الشركة على هذا الدين، ومع ذلك، وبما أن مصروفات الفوائد تخضع للخصم من الضرائب، فإن تكلفة الدين بعد الضريبة تحسب على النحو التالي: العائد حتى تاريخ استحقاق الدين $\times (T - 1)$ حيث T هو معدل الضريبة الهامشية للشركة.

Cost of Debt	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
Interest rate	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Interest rate (after Tax)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Valuation Study

KoKo El-Safwa Poultry S.A.E



Cost of Equity تكلفة حقوق الملكية:

يتم تقريب تكلفة حقوق الملكية من خلال نموذج تسعير أصول رأس المال (CAPM) = المعدل الخالي من المخاطر + (بيتا x علاوة المخاطر).

Cost of Equity Calculation by CAPM	2022f-2026f
BAML Emerging Mkt Public Bond Spread	16.44%
S&P Emerging BMI (Equity Index)	19.11%
Equity Market Volatility EMV	1.16
S&P Egypt Rating	B2
Egypt Rating-based Default Spread By Damodaran	4.68%
Egypt Country Risk Premium CRP	5.44%
Current Risk Premium for a Mature Equity Market	9.68%
Egypt Equity Risk Premium ERP	15.12%
Risk Free Rate By 5Yrs. EGP T-Bonds (January 2022 -January 2027)	11.43%
Expected Market Return RM	3.70%
Beta Adjusted Peers by Damodaran of Related Sectors	0.76
Market Risk Premium	2.81%
Cost of Equity by CAPM	14.24%

علاوة المخاطر:

علاوة المخاطرة هي نسبة العائد الذي يطلبه المستثمر مقابل الاستثمار في أصل مالي كتعويض عن تحمله للمخاطر المرتبطة به، ويكون هذا بالإضافة إلى العائد الخالي من المخاطرة الذي يجب على عائد أي استثمار به مخاطرة تخطيه. وتزيد علاوة المخاطرة لاستثمار ما كلما زادت المخاطر المرتبطة به. وعليه فإن مفهوم علاوة المخاطر مرتبط بمعدل العائد المطلوب وهو يتمثل في الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمر كمقابل لكي يستثمر في استثمار ما.

بيتا:

هذا المقياس يقدر مخاطرة السهم فيما يتصل بالسوق. وهو مقياس للمدى الذي تتحرك فيه العوائد على سهم معين مع سوق الأسهم. إن قابلية السهم للتتحرك مع السوق ينعكس في معامل بيتا والذي هو مقياس لتذبذب السهم قياسا للسوق الكلية.

معدل العائد الخالي من المخاطر:

يمثل معدل العائد الخالي من المخاطر الفائدة التي يتوقعها المستثمر من الاستثمار الخالي تماما من المخاطر على مدار فترة زمنية محددة، كما انه الحد الأدنى للعائد الذي يتوقعه المستثمر لأي استثمار لأنه لن يقبل مخاطر إضافية ما لم يكن معدل العائد المحتمل أكبر من المعدل الخالي من المخاطر.

مضاعف القيمة الدفترية P/B

KoKo P/B Market Approach	EGP
Total Shareholder's Equity	35,679,301
# Shares	3,083,850
Book Value Per Share	11.57
Sector P/B	2.29
Adjusted Multiple	2.06
Value Per Share	23.81
Valuation By P/B	73,417,485

مضاعف الربحية P/E

KoKo P/E Market Approach	EGP
Net Profit	666,603
# Shares	3,083,850
EPS	0.22
Sector P/E	69.06
Adjusted Multiple	62.15
Value Per Share	13.43
Valuation By P/E	41,429,453

مضاعف المنشأة EV/EBITDA

KoKo EV/EBITDA Market Approach	EGP
EBITDA	2,482,450
# Shares	3,083,850
EBITDA Per Share	0.80
Sector EV/EBITDA	12.83
Adjusted Multiple	11.54
Value Per Share	9.29
Valuation By EV/EBITDA	28,654,223

ج. مخاطر الأستثمار:

مخاطر تؤثر على القيمة العادلة للشركة بشكل جوهري:

- تأثيرات التغيرات على مستوى الاقتصاد الكلي والجزئي وخاصة أسعار الفائدة والقرارات الحكومية والتنظيمية والرقابية لقطاع الزراعة وتربية الدواجن والمجازر.
- المخاطر المرتبطة بعدم قدرة الشركة على تنفيذ خطتها المستقبلية وتحقيق الأفتراضات والتوقعات المستقبلية ومايرتبط بها من أنشطة وأعمال ومشروعات وأنشطة قائمة وجديدة؛
- تأثيرات التغيرات الركود الأقتصادي العالمي جراء كورونا وحرب روسيا وأوكرانيا؛
- المخاطر المنتظمة في مستوى متوسط مرشح للارتفاع؛ والمخاطر الغير منتظمة في مستوى متوسط مرشح للارتفاع؛

التحوط من هذه المخاطر:

تم خصم بمقدار 10% من القيمة السوقية للمنشأة (البند "4/ معالجة لنتائج التقييم).

وتصنف مخاطر الاستثمار من منظور الفكر المالي على أساس أسبابها حيث تنشأ المخاطر لأسباب داخلية (مخاطر غير منتظمة) أو لأسباب خارجية (مخاطر منتظمة)

المستوى	المخاطر المنتظمة	المستوى	المخاطر الغير منتظمة:
متوسط ⁺ +M	أو ما يطلق عليها مخاطر السوق ترجع لعوامل خارجية يصعب التحكم بها خاصة بالصناعة والسوق والقطاع والاقتصاد الكلي والتشريعات المنظمة، وهي التي لا يمكن لجهة الاستثمار التحكم بها أو تجنبها أو السيطرة عليها ولكنها تضع فقط السياسات لتخفيف أثرها إلى الحد الأدنى للمخاطر أو درجة المخاطر المقبولة من جهة الاستثمار، وهي مثل مخاطر السيولة ومعدل الفائدة والتضخم ومخاطر سعر صرف العملات الأجنبية وعدم الاستقرار السياسي في مقر المنشأة أو الجهات المرتبطة بنشاط المنشأة أو وجود خلل في النظام المالي وكذلك النقدي أو زيادة خطر المنافسين أو وجود كوارث طبيعية ذات تأثير على نشاط المنشأة واستثماراتها ومن ثم أرباحها وأرباح مساهميها	متوسط ⁺ +M	ترجع لعوامل داخلية خاصة بالمنشأة، وهي خاصة بالقدرات الإدارية والتخطيطية والأستراتيجية والتنفيذية للقائمين على إدارة المنشأة وتشمل العمليات التشغيلية والمالية والاستثمارية والتوجهات والقرارات المرتبطة بها، وهي التي يمكن لجهة الاستثمار التحكم بها مثل كفاءة الادارة بمعناها الشامل من التخطيط والتنظيم والرقابة الداخلية والحوكمة والتشغيل والتسويق والمبيعات مما ينعكس إيجابياً أو سلبياً على أرباح المنشأة وبالتالي أرباح المساهمين.

Valuation Study

