



تقرير مستشار الاستثمار

بما يتعلق بعرض الاستحواذ الإلزامي المقدم من

بيت التمويل الكويتي
Kuwait Finance House



بيت التمويل الكويتي

إلى

البنك الأهلي المتحد



ahli united bank

البنك الأهلي المتحد - الكويت

إعداد

شركة الشال للاستشارات

ديسمبر 2022



المصطلحات المستخدمة

المعنى	المصطلحات المستخدمة	
بنك الأهلي المتحد - الكويت	المتحد-الكويت	1
بنك الأهلي المتحد - البحرين	المتحد-البحرين	2
بيت التمويل الكويتي	بيتك	3
Price / Earnings مضاعف سعر السهم على ربحية السهم الواحد	P/E	4
Price / Book مضاعف سعر السهم على القيمة الدفترية	P/B	5
Dividend Discount Model خصم توزيعات الأرباح المتوقعة	DDM	6
Volume Weighted Average Price طريقة متوسط السعر الموزون بالكمية	VWAP	7
Capital Asset Pricing Model نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	CAPM	8
Risk Free Rate معدل العائد الخالي من المخاطر	Rf	9
معامل بيتا	Beta	10
Market Return معدل عائد السوق	Rm	11
معدل دوران السهم	Shares Turnover	12
Additional Tier 1 شريحة الاولى	AT1	13
أسهم متداولة	Floating Shares	14
Issuer Default Rating	IDR	15
Viability Rating	VR	16
Government Support Rating	GSR	17
العائد على معدل موجودات البنك (Return on Average Assets)	ROAA	18
العائد على معدل حقوق مساهمي البنك (Return on Average Equity)	ROAE	19
العائد على معدل رأسمال البنك (Return on Average Capital)	ROAC	20
العائد على السهم (Earning per Share)	EPS	21



جدول المحتويات

رقم الصفحة	المحتوى	
3	المقدمة، نطاق العمل، مصادر المعلومات، إخلاء المسؤولية	1
8	تحليل واقع الاقتصاد الكلي والبيئة العامة الحاضرة	2
13	لمحة عن القطاع المصرفي في الكويت	3
17	تأثير عملية الاستحواذ	4
21	التحليل المالي لبنك الأهلي المتحد - الكويت	5
30	التقييم	6



المقدمة

نطاق العمل

مصادر المعلومات

إخلاء المسؤولية

- تنص المادة (3-5-3) من الكتاب التاسع (الاندماج والاستحواذ) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 ولائحته التنفيذية ("اللائحة") بأن احكام الاستحواذ الإلزامي ينطبق على أي شخص أو أي من الأطراف التابعة له أو والمتحالفة معه، نتيجة حيازة الشخص والأطراف التابعة له والمتحالفة معه بصورة مباشرة أو غير مباشرة لنسبة مجمعة تزيد على 30% من الأوراق المالية المتداولة لشركة مساهمة مدرجة.
- بتاريخ 25 يوليو 2022، أعلن بيت التمويل الكويتي ("بيتك") عن تقديم عرض استحواذ على ما يصل إلى 100% من أسهم رأسمال البنك الأهلي المتحد ش.م.ب ("المتحد-البحرين"). وقد تم -بعد انتهاء مدة عرض الاستحواذ- حصول بيتك على موافقة مساهمين يملكون 97.273% من أسهم رأسمال المتحد-البحرين. وبتاريخ 2 أكتوبر 2022 تم تنفيذ تبادل 97.273% من أسهم المتحد-البحرين عن طريق تسجيل هذه الأسهم رسمياً في سجل مساهمي المتحد - البحرين وإصدار الأسهم من قبل بيتك لصالح مساهمي المتحد-البحرين الذين تقدموا بنموذج الموافقة. وعليه أصبح بيتك يمتلك نسبة قدرها 97.273% من أسهم رأسمال المتحد-البحرين. بتاريخ 20 نوفمبر 2022، تم تنفيذ الاستحواذ الإلزامي على باقي أسهم رأسمال المتحد-البحرين (نسبة 2.727%) وعليه أصبح بيتك يمتلك نسبة 100% من أسهم رأسمال المتحد-البحرين.
- ونتيجة الاستحواذ على المتحد-البحرين تحققت لبيتك مصلحة تبلغ (67.33%) من رأس المال المصدر والمدفوع للبنك الأهلي المتحد - الكويت ("المتحد-الكويت"). وبالتالي أفصح بيتك - بتاريخ 1 نوفمبر 2022- عن التزامه بالتقدم الى السادة/ هيئة أسواق المال بمسند عرض الاستحواذ الإلزامي على باقي أسهم المتحد-الكويت (بخلاف الأسهم المملوكة للمتحد-البحرين)، وذلك خلال مدة 90 يوم من تاريخ الإفصاح.
- وفقاً للمادة 3-1-6 من اللائحة يجب "على الشركة مقدمة العرض إن كانت مدرجة في البورصة والشركة محل العرض الحصول على استشارة مستقلة بشأن هذا العرض من مستشار استثمار واطلاع المساهمين أو الشركاء في الشركتين على تفاصيل هذه الاستشارة".
- ولما كانت أسهم بيتك (مقدم العرض) مدرجة في بورصة الكويت، قام بيتك بتعيين شركة الشال للاستشارات ("الشال") كمستشار استثمار وفقاً للمادة المذكورة أعلاه.

ينحصر نطاق عمل الشال بالبنود الواردة في الاتفاقية المبرمة بينها وبين بيتك ("العميل") بتاريخ 9 نوفمبر 2022. ووفقاً للعقد الاستشاري، وتشمل مهام مستشار الإستثمار إعداد تقرير يتضمن المتطلبات التالية:

1. نظرة عامة على القطاع المصرفي في الكويت حيث يعمل المتحد-الكويت (الشركة محل العرض)
2. تحليل تأثير عملية الاستحواذ على الحصة السوقية
3. اعداد تقييم هدفه عدالة السعر المقدم من قبل بيتك للاستحواذ على باقي أسهم المتحد-الكويت (بخلاف الأسهم المملوكة للمتحد-البحرين) من وجهة نظر مالية

وبناء على ما سبق قامت الشال بإعداد هذا التقرير وفقاً لأحكام القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاتهما واللائحة التنفيذية للقانون وخاصة الكتاب التاسع (الاندماج والاستحواذ) من اللائحة.

وتم إعداد هذا التقرير لتقديمه إلى مجلس إدارة بيتك، ويهدف التقرير وملحقاته -والتي تعتبر جزءاً لا يتجزأ منه- إلى إبداء رأي -كمستشار استثمار مستقل- بخصوص العرض الإلزامي المقدم من قبل بيتك إلى مساهمي المتحد الكويت.

تقر الشال بعدم وجود أية مصلحة حالية لها في الشركة مقدمة العرض أو الشركة محل العرض، وعليه فقد توصلت إلى النتائج المشمولة ضمن هذا التقرير وأبدت رأيها بدون تحيز وباستقلالية تامة.

عند إعداد هذا التقرير، اعتمدت الشال على مصادر المعلومات التالية :

المتحد الكويت

- التقارير والبيانات المالية المدققة للسنوات المنتهية في 31 ديسمبر 2019، 2020، 2021
- البيانات المالية المراجعة للفترة المنتهية في 30 سبتمبر 2022
- توقعات أداء (تشمل البنود الرئيسية للأرباح والخسائر والميزانية) لثلاث سنوات 2022 - 2024 (من خلال إدارة بيتك)
- تقارير التصنيف الائتماني للمتحد الكويت والصادر عن وكالة فتش للتصنيف الائتماني بتاريخ 11 أكتوبر 2022 ووكالة موديز لخدمات المستثمرين للتصنيف الائتماني بتاريخ أغسطس 2022
- أداء السهم (الكمية والقيمة المتداولة والسعر) في بورصة الكويت
- بيانات الافصاح عن ملكية كبار المساهمين (بورصة الكويت)

البنوك المدرجة

- التقارير والبيانات المالية المدققة للسنوات 2016 – 2021 و للفترة المنتهية في 30 سبتمبر 2022
- أداء أسهم البنوك المحلية (الكمية والقيمة المتداولة والاسعار) المدرجة في بورصة الكويت

مصادر أخرى

- بنك الكويت المركزي –التقارير السنوية والنشرات الإحصائية الفصلية
- وحدة المعلومات الاقتصادية (EIU) – التقارير والنشرات الدورية عن الكويت
- نظره عامة حول أداء الاقتصاد الكلي والبيئة العامة تم إعدادها من قبل إدارة البحوث لدى الشال
- تقرير حول أداء حول قطاع البنوك في الكويت الذي تم تحضيره من قبل إدارة البحوث لدى الشال

- يستند تقرير الشال على مصادر المعلومات المذكورة بالإضافة إلى المعلومات المقدمة من قبل العميل. وتعتبر الشال مثل هذه المعلومات، على حدّ علمها واعتقادها، بأنها معلومات صحيحة ودقيقة من كافة النواحي المادية وأنها غير مضللة من أي ناحية مادية، وبالتالي تعتبرها موثوقة. غير أن الشال لم تتحقق من أي من هذه المعلومات، بما في ذلك المعلومات المقدمة من قبل العميل. وعليه لن تتحمل الشال أي مسؤولية بشأن دقة أي من هذه المعلومات أو صحتها أو اكتمالها، علماً بأنه في حال وجود أي سهو أو عدم دقة أو خطأ في عرض المعلومات المقدمة، فإن ذلك قد يكون له أثر مادي على النتائج التي توصلنا لها.
- أي مصطلحات ذات طابع مستقبلي في هذا التقرير مثل "سوف"، "قد"، "نتوقع"، "نعتمد"، "نقدر"، وأي كلمات أو عبارات أخرى ذات معنى مماثل هي نتيجة اجتهادات مهنية. لذلك، لا يوجد ضمان بأن مثل هذه التقديرات ستتحقق أو تحدث على الإطلاق، لأنها تنطوي على عدد من المخاطر والافتراضات والأحداث وقرارات الإدارة غير المتوقعة، نظراً لأن الأحداث والظروف قد لا تتحقق في كثير من الأحيان كما هو متوقع، وعليه قد تكون النتائج الفعلية مختلفة عن النتائج المتوقعة وقد يكون الاختلاف جوهرياً، وعليه لا تتحمل الشال أو العميل أي مسؤولية من أي نوع نتيجة عدم تحقق هذه التقديرات المستقبلية.
- لم يتم تعييننا لإبداء رأي حول القيمة السوقية للشركة محل العرض، وبالتالي فإن تقديرات القيمة الواردة في هذا التقرير لا تشكل رأي بشأن القيمة السوقية. ونود التأكيد على أن نتائج تقييم الشركة محل العرض الواردة في هذا التقرير يمكن الاعتماد عليها كمؤشر للقيمة العادلة للغرض التي أعدت له، وضمن المعطيات والمعلومات المتوفرة.
- لا تعتبر الشال مسؤولة عن تحديث هذا التقرير بسبب أي أحداث أو صفقات تقع بعد تاريخ إعداد هذا التقرير.
- إن أي قرار يتخذه العميل أو مساهمي المتحد-الكويت أو أي شخص آخر بناء على هذا التقرير تقع مسؤوليته فقط على الطرف الذي اتخذ القرار، وعليه يتحمل وحده المسؤولية عن النتائج وتبعات هكذا قرار. ولن تكون الشال مسؤولة تجاه أي طرف يعتمد على هذا التقرير في عملية اتخاذ أي قرار، فالشال تخلي طرفها بموجب هذا من أي مسؤولية ناشئة عن استخدام هذا التقرير. ولكن إن كانت هناك أي مسؤولية من جانب الشال، فهي مسؤولية تقتصر على ما نسبته 50% من أتعاب أداء هذه المهمة كما هي مبينة في الاتفاقية الموقعة بين العميل والشال.

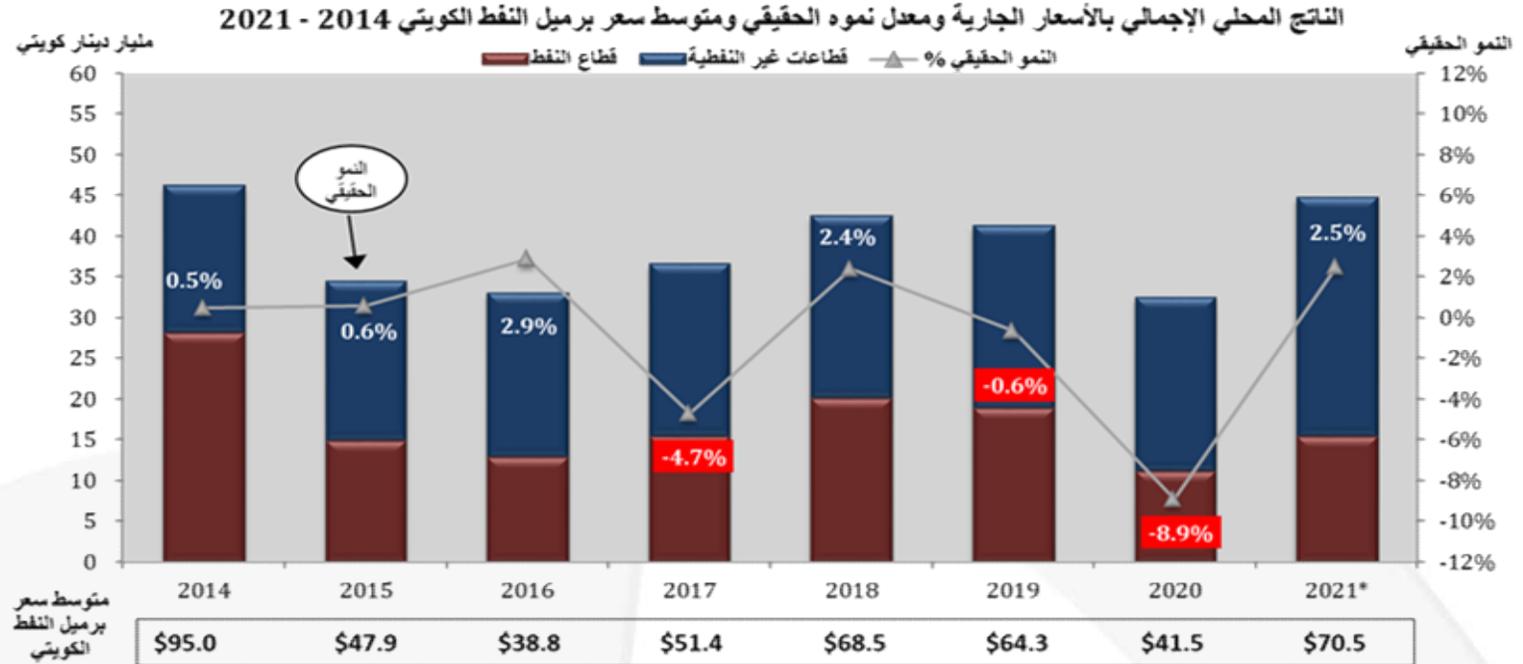


تحليل واقع الاقتصاد الكلي والبيئة العامة الحاضنة

تحليل واقع الاقتصاد الكلي والبيئة العامة الحاضرة

- الاقتصاد الكويتي اقتصاد مالية عامة، والمالية العامة دالة طردية تابعة يشكل شبه كامل لعامل واحد، هو سوق النفط، ونظرة على التاريخ القريب ربما تؤكد مدى ارتفاع معامل الارتباط بينهما.
- ما بين عامي 2014 و2021 كان سوق النفط ضعيفاً لذلك كان أداء الاقتصاد الكلي كما يعرض له الرسم البياني رقم (1)، وكان وضع الموازنة العامة كما يعرض الرسم البياني رقم (2).

رسم بياني (1)



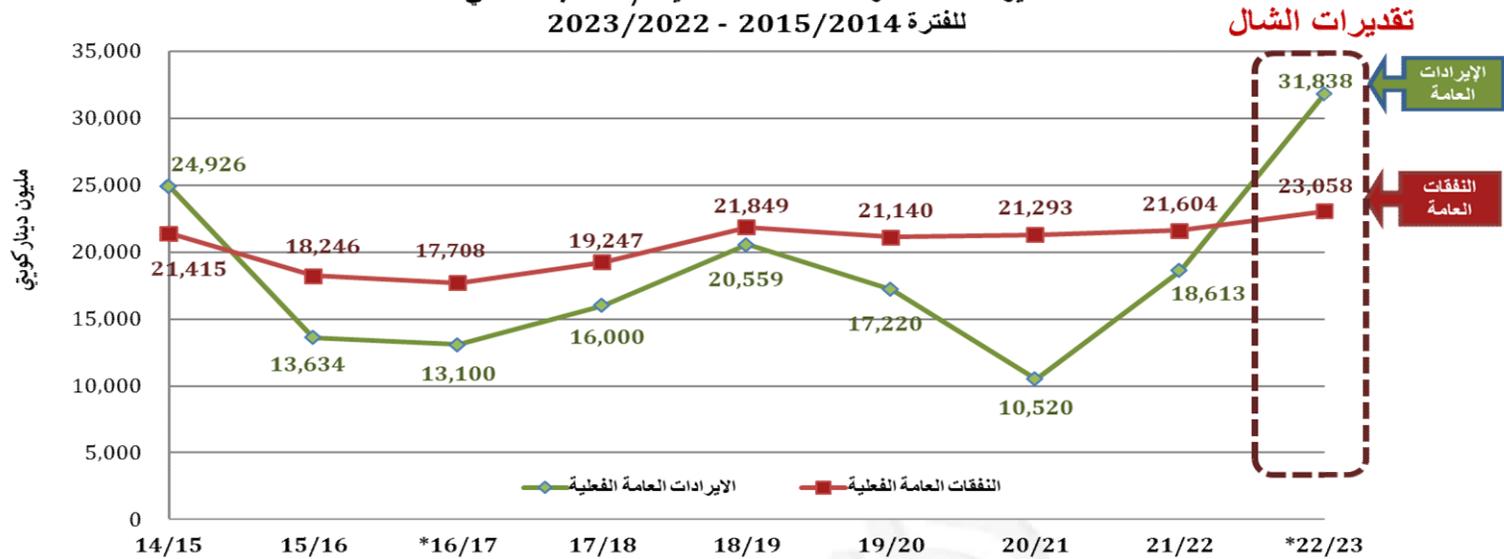
المصدر: الإدارة المركزية للإحصاء، بنك الكويت المركزي، مؤسسة البترول الكويتية، الإيكونومست (EIU)، أكتوبر 2022.

* عام 2021، نمو تقديري للناتج المحلي الإجمالي، وفقا لمصدر الإيكونومست (EIU).

تحليل واقع الاقتصاد الكلي والبيئة العامة الحاضنة

رسم بياني (2)

الإيرادات العامة والنفقات العامة الفعلية / الحساب الختامي
للفترة 2015/2014 - 2023/2022



المصدر: وزارة المالية

* بيانات 2015/2014 و 2021/2020 من إتمادات الموازنة العامة.

* تقديرات الشال لعام 2021/2022 2022/2023.

■ خلاصة أداء الاقتصاد المحلي خلال الفترة 2014 – 2021 كانت تراجع سنوي مركب و بحدود -2.6%، متخلفاً عن معظم أقرانه من دول مجلس التعاون الخليجي، لذلك فقد جزء من مساهمته النسبية في اقتصاد المجموعة الكلي لتتخفف من نحو 9.8% في عام 2014 إلى نحو 8.0% في عام 2021، وفق أرقام صندوق النقد الدولي، بسبب هيمنة النفط على تكوين ناتجه المحلي الإجمالي بنسبة تتراوح ما بين 50%-70% بشكل مباشر وغير مباشر.

■ وخلال نفس الحقبة، بلغ عجز الموازنة العامة المتراكم على مدى 8 سنوات مالية نحو 34.8 مليار دينار كويتي، لأن نفقات الموازنة العامة تعتمد بمعدل 90% على إيرادات النفط في تمويلها، ونفقاتها غير مرنة ولا تتخفف ماديا في حالة انخفاض إيرادات النفط.

تحليل الاقتصاد الكلي والبيئة العامة

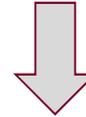
- لأسباب إستثنائية، بدأت أوضاع سوق النفط تتعافى بعد انحسار مخاطر جائحة كورونا في عام 2021، خلالها بلغ معدل برميل النفط الكويتي 79.9 دولار أمريكي للسنة المالية 2022/2021 مرتفعاً من معدل 43.5 دولار أمريكي في السنة المالية 2021/2020.
- وبعد انكماش اقتصادي قياسي في عام 2020، حقق الاقتصاد المحلي نمواً حقيقياً بنحو 2.5% في عام 2021.
- وبعد عجز قياسي للموازنة العامة بلغ 10.8 مليار دينار كويتي للسنة المالية 2021/2020، انخفض العجز للسنة المالية 2021/2022 إلى 3 مليار دينار كويتي.
- والدعم الاستثنائي لكل من أداء الاقتصاد والمالية العامة جاء بعد حرب روسيا على أوكرانيا في أواخر فبراير 2022، وأدى إلى ارتفاع أسعار النفط الكويتي من معدل 79.9 دولار للبرميل في السنة المالية 2022/2021، إلى معدل 107 دولار للفترة مارس-أكتوبر من عام 2022.
- وأصبحت التوقعات ترجح نمواً للاقتصاد الكويتي هو الأعلى في إقليم الخليج وبنحو 8.7% لعام 2022، ونمواً موجباً أيضاً وبتحديود 2.6% في عام 2023 وفق صندوق النقد الدولي.
- ومن المتوقع أن تحقق الموازنة العامة فائضاً للسنة المالية 2023/2022 ما بين 7 إلى 9 مليار دينار كويتي وفقاً لأداء سوق النفط حتى نهاية مارس 2023، وربما تحقق فائض أقل بكثير للسنة المالية 2024/2023 إن استمر دعم الأحداث الجيوسياسية لسوق النفط ولم يدخل الاقتصاد العالمي حقبة انكماش طويلة تهبط بأسعار النفط الى دون 80.4 دولار للبرميل أو سعر التعادل الجديد للموازنة.

- الاقتصاد العالمي مضطرب، أحداث جيوسياسية ساخنة تسببت في ضغوط تضخمية غير مسبوقه منذ 4 عقود من الزمن، مواجهتها فرضت سياسات نقدية متشددة ومحبطة للنمو الاقتصادي وأثارت قلق حول مصير ديون العالم القياسية البالغة 3.2 ضعف حجم الاقتصاد العالمي، ومن تداعياتها المحتملة تصحيح قاسي على أسعار الأصول المالية والعقارية وإن كانت غلبة المحليين ترجح تجاوزها في عام 2024.
- على النقيض انتعشت اقتصادات دول النفط ومن المفترض أن تحقق مستوى نمو اقتصادي مرتفع أعلى بكثير في عام 2022، ويستمر بالنمو الموجب المرتفع مقارنة بدول العالم المتقدم في عام 2023، كما حققت انفراج في أوضاع مالياتها العامة وعززت من مستويات مدخراتها السيادية، وذلك كله ينطبق على الكويت كما أسلفنا.
- لذلك نعتقد أن التأثير على أداء بورصات إقليم الخليج قد يكون سلبياً نتيجة أوضاع الاقتصاد العالمي المضطربة، ولكن قد يعوضه الدعم الإيجابي الناتج عن أوضاع مواتية للاقتصاد المحلي والاقتصادات الإقليمية، لذلك لا نعتقد بتأثر البورصات الإقليمية بشكل مادي، سلباً أو دعماً من أوضاع الاقتصادات الكلية، وقد تكون الغلبة فيما تبقى من عام 2022 و عام 2023 للتأثير الإيجابي بشكل متواضع.
- أحد المؤشرات على الدعم الإيجابي هو استمرار إقبال الأجانب على الاستثمار في البورصة المحلية، وتحديداً في قطاعها المصرفي، وتشير الأرقام إلى ارتفاع مؤشر القطاع بنحو 14.5% ما بين بداية العام الجاري ونهاية شهر نوفمبر، وارتفاع استثمارات الأجانب فيه من 2.518 مليار دينار كويتي إلى 3.569 مليار دينار كويتي أي بارتفاع بنحو 41.7%.



لمحة عن القطاع المصرفي في الكويت

مكونات النظام المصرفي في دولة الكويت



بنك الكويت المركزي



الجهة المسؤولة عن إصدار الدينار الكويتي وتنظيم البنوك والمعاملات المصرفية في الكويت. إنشئ بنك الكويت المركزي في 30 يونيو 1969 ليقوم بمهام مجلس النقد الكويتي الذي انشئ عام 1960، ويقع تحت مظلته 10 بنوك تجارية تقليدية وإسلامية إلى جانب بنك الكويت الصناعي وبنك الائتمان، ومشهود للمركزي تفوقه في ضمان الاستقرار المالي للقطاع، إلى جانب إدارة السياسة النقدية بكفاءة.



البنوك الإسلامية



بنوك كويتية (خمس بنوك تجارية تقليدية
وخمس بنوك إسلامية)



البنوك التجارية



لمحة عن القطاع المصرفي في الكويت



- تأسس بنك الكويت المركزي بتاريخ 30 يونيو 1969 ليحل مكان مجلس النقد الذي تأسس في عام 1960، مضي على تأسيسه نحو 54 عام، تراكم لديه خلالها خزين كبير من الخبرة والمعرفة حتى أصبح، وعن استحقاق، من أفضل إن لم يكن أعلى مهنية من بنوك الإقليم المركزية. مهمته الأساسية هي ضمان الاستقرار المالي للقطاع المالي والاستقرار النقدي بتعريفه الكلي، وحرفيته ساهمت في اجتياز القطاع المالي أزمات كبرى محلية وعالمية.
- القطاع المصرفي في الكويت يشمل 10 بنوك محلية تقتسم الصيرفة التقليدية والإسلامية مناصفة حتى الآن مع نوايا استحواذ بنك الخليج على البنك الأهلي ليتحول الأخير إلى ممارسة الصيرفة الإسلامية ما يحتمل أن يغير من التركيبة الحالية بجعلها 4 بنوك تقليدية و6 إسلامية، إلى جانب فروع البنوك الأجنبية.
- لازل حجم القطاع المصرفي الكويتي صغيراً نسبياً مقاساً بقيمة موجوداته، فهو يساهم بنحو 11.0% من إجمالي أصول بنوك دول مجلس التعاون الخليجي كما في 30 يونيو 2022 وفي المرتبة الرابعة وإن كان ذلك يتوافق وحجم اقتصاده في نفس المرتبة ضمن المجموعة، وله بنك واحد ضمن أكبر 10 بنوك.
- واستحوذ بيتك على المتحد-البحرين قد يرقى بمساهمته إلى 12.5% في أصول بنوك الإقليم ويصبح للكويت بنكان ضمن أكبر 10 بنوك.
- العمل المصرفي في الكويت عريق ومتطور ومحكم بشكل جيد، لذلك هو أكثر تفوق في نوعية عمله من مستوى حجمه ضمن بنوك الإقليم.

لمحة عن القطاع المصرفي في الكويت

- القطاع المصرفي المحلي هو ثاني أكبر الموظفين للعمالة المواطنة بعد القطاع العام، ومستوى عمالته متفوق من الناحية المهنية.
- ونتيجة لحرفيته، تتوقع وكالة ستاند أند بورز (S&P Global Rating) تعافي القطاع بالكامل من تداعيات جائحة كورونا والأحداث الجيوسياسية وما تلاها من مخاطر تضخمية وسياسات نقدية متشددة بحلول نهاية عام 2022.
- تأكيداً لما ذكرته وكالة ستاند أند بورز، بدأ أداء القطاع بالتعافي في عام 2021 ليرتفع مستوى أرباحه إلى 871 مليون دينار كويتي من مستوى 433 مليون دينار في عام 2020، ثم إلى 1086 مليون دينار للشهور التسعة الأولى من عام 2022 محسوبة على أساس سنوي، أي بنسبة ارتفاع محتمل بحدود 24.6%، وكذلك ارتفعت موجودات البنوك بنسبة 4.5%، خلال تسعة أشهر من عام 2022، والأرقام كما يعرض لها الجدول المرافق رقم (1).

جدول رقم (1)

موجودات وصافي أرباح البنوك المحلية

صافي الأرباح لمساهمي البنك والحصص غير المسيطرة			موجودات البنوك كما في			مليون دينار كويتي
2022/9/30	2021/12/31	2020/12/31	2022/9/30	2021/12/31	2020/12/31	
9 أشهر محسوبة على أساس سنوي	12 شهرا	12 شهرا				
499	362	246	34,705	33,257	29,717	بنك الكويت الوطني
61	42	29	7,056	6,556	6,113	بنك الخليج
55	55	0	4,253	4,290	4,389	البنك التجاري الكويتي
37	27	-70	6,010	5,627	4,853	البنك الأهلي الكويتي
40	31	30	4,594	4,573	4,370	البنك الاهلي المتحد - الكويت
5	11	0	3,603	3,135	2,802	بنك الكويت الدولي
55	45	34	6,903	7,075	7,106	بنك برقان
274	243	148	22,668	21,788	21,502	بيت التمويل الكويتي
21	16	6	4,165	3,580	3,475	بنك وربة
*38	38	10	*742	742	688	البنك الصناعي
1,086	871	433	94,700	90,623	85,015	قطاع البنوك
%24.6	%101.3		%4.5	%6.6		نسبة النمو

المصدر: الميزانيات المدققة للبنوك المحلية. * تم استخدام نفس بيانات عام 2021 لتسهيل المقارنة بين الفترات.

ملاحظة: تم التعامل مع ازدياد الحساب ما بين بنك الكويت الوطني وبنك بوبيان عبر خصم بيانات بنك بوبيان من بيانات بنك الكويت الوطني.

- لذلك نعتقد أنه مالم تحدث إنتكاسة رئيسية للاقتصاد العالمي أو اتساع رقعة الأحداث الجيوسياسية، يمكن إعتبار أداء القطاع عامل داعم لأداء البورصة المحلية وبنوكها الكبرى تحديداً.



تأثير عملية الاستحواد

تحليل تأثير عملية الاستحواذ على حصة السوق للبنوك المحلية

- قبل عملية الاستحواذ على المتحد-البحرين، يحتل بيتك موقع ثاني أكبر بنك من حيث قيمة الموجودات للبنوك الكويتية بحصة تبلغ حوالي 23.9% من إجمالي موجودات البنوك، وأكبرها من حيث القيمة الرأسمالية -السوقية- بحصة بلغت في 30 سبتمبر 2022 نحو 39.7% كما يوضح الجدول رقم (2):

جدول رقم (2)

موجودات ومطلوبات وحقوق المساهمين والقيمة الرأسمالية للبنوك المحلية المدرجة في بورصة الكويت*

مليون دينار كويتي	الموجودات		المطلوبات		حقوق المساهمين		القيمة الرأسمالية
	نسبة من الإجمالي	30/09/2022	نسبة من الإجمالي	30/09/2022	نسبة من الإجمالي	30/09/2022	
بنك الكويت الوطني	36.6%	34,705	36.3%	30,206	39.0%	4,499	7,371
بنك الخليج	7.5%	7,056	7.6%	6,352	6.1%	704	960
البنك التجاري الكويتي	4.5%	4,253	4.3%	3,581	5.8%	672	961
البنك الأهلي الكويتي	6.3%	6,010	6.5%	5,410	5.2%	600	522
البنك الاهلي المتحد (الكويت)	4.9%	4,594	4.7%	3,931	5.8%	664	588
بنك الكويت الدولي	3.8%	3,603	3.9%	3,266	2.9%	338	233
بنك برقان	7.3%	6,903	7.2%	5,950	8.3%	953	730
بيت التمويل الكويتي	23.9%	22,668	24.3%	20,206	21.3%	2,462	7,743
بنك وربة	4.4%	4,165	4.6%	3,800	3.2%	365	442
البنك الصناعي**	0.8%	742	0.6%	461	2.4%	282	N/M
قطاع البنوك	100%	94,700	100%	83,162	100%	11,538	19,550

المصدر: ميزانيات البنوك المحلية.

* تشمل عملياتها المحلية والخارجية.

** تم استخدام نفس بيانات عام 2021 لتسهيل المقارنة بين الفترات.

ملاحظة: تم التعامل مع ازدواج الحساب ما بين بنك الكويت الوطني وبنك بوبيان عبر خصم بيانات بنك بوبيان من بيانات بنك الكويت الوطني.

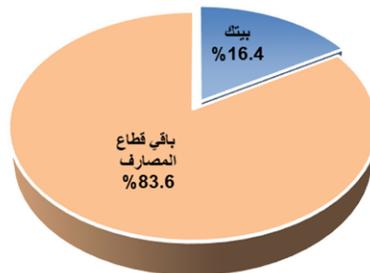
عملية الاستحواذ وآثارها على الحصة السوقية للبنوك المحلية

- وفقاً للإحصائيات الصادرة من البنك المركزي الكويتي حول النشاط للبنوك المحلية، من المقدر أن تبلغ مؤشرات نصيب بيتك والمتحد-الكويت على مستوى النشاط المحلي (نشاط البنوك المحلية وفروعها داخل دولة الكويت) من موجودات البنوك المحلية والودائع المحلية والقروض المحلية نسبة 24.9% و 26.6% و 22.8% على التوالي كما في نهاية سبتمبر 2022 كما توضح البيانات التالية:

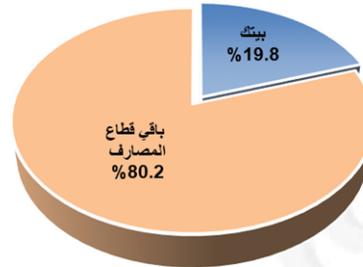
رسم بياني (3)

قبل عملية الإستحواذ

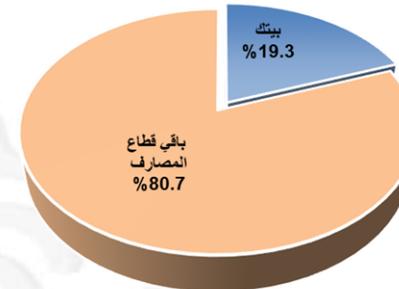
نصيب بيتك
من إجمالي قروض البنوك المحلية
في نهاية سبتمبر 2022



نصيب بيتك
من إجمالي ودايع البنوك المحلية
في نهاية سبتمبر 2022

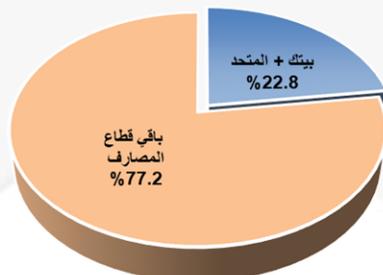


نصيب بيتك
من إجمالي موجودات البنوك المحلية
في نهاية سبتمبر 2022

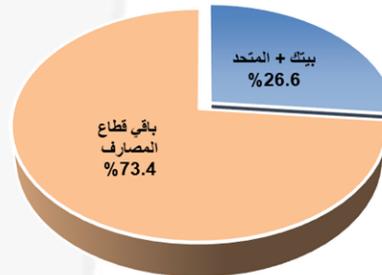


بعد عملية الإستحواذ

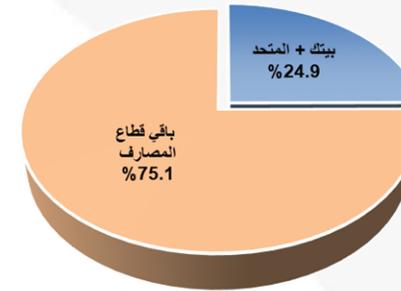
نصيب بيتك والمتحد-الكويت
من إجمالي قروض البنوك المحلية
في نهاية سبتمبر 2022



نصيب بيتك والمتحد-الكويت
من إجمالي ودايع البنوك المحلية
في نهاية سبتمبر 2022



نصيب بيتك والمتحد-الكويت
من إجمالي موجودات البنوك المحلية
في نهاية سبتمبر 2022



المصدر: الإحصائيات الشهرية لبنك الكويت المركزي، إدارة بيت التمويل الكويتي .

- ✓ ومساهم البنوك الكبرى قد يكون في حال أفضل، فهي أكثر قدرة على تحقيق العوائد في أحوال الرواج، وأكبر قدرة على امتصاص الصدمات في أحوال الركود، وأداء كل من البنك "الوطني" و"بيتك" على مر التاريخ يرجح ذلك.
- ✓ ذلك ليس نصحاً لاتخاذ قرار وإنما مشاركة معلومات.

التحليل المالي المتحد - الكويت

- نظرة عامة
- التصنيف الائتماني

المتحد - الكويت : نظرة عامة

- مرّ المتحد- الكويت بالعديد من المحطات التاريخية ونقاط التحول الفارقة منذ تأسيسه عام 1941 كأول بنك عمل في الكويت، ليتحول بعدها في العام 1971 إلى بنك الكويت والشرق الأوسط عندما أصبح مملوكا بالكامل للحكومة الكويتية. ثم بدأ عمله في العام 2002 في ظل مساهم رئيسي، وهو مجموعة البنك الأهلي المتحد، وفي عام 2010 الذي يعتبر المحطة المفصلية الأبرز والأهم في تاريخه، تحول المتحد-الكويت إلى العمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
- يبلغ رأس المال المصرح به للمتحد- الكويت كما في 30 سبتمبر 2022 نحو 350 مليون دينار كويتي موزع على 3,500 مليون سهم بقيمة اسمية 100 فلس للسهم. أما رأس المال المدفوع للمتحد- الكويت كما في 30 سبتمبر 2022 فيبلغ نحو 250.158 مليون دينار كويتي، فيما بلغ عدد الأسهم المصدرة 2,501.58 مليون سهم.
- وتقع تحت مظلة المتحد- الكويت 32 فرعاً ويشمل نشاطه مختلف القطاعات الاقتصادية مثل قطاع التجارة العامة والاتصالات، قطاع المقاولات والصناعة، قطاع السيارات، قطاع العقار والاستثمار، قطاع الغذاء والدواء والطاقة، وإدارة الشركات الصغيرة والمتوسطة.

جدول رقم (3)

ملكية كبار المساهمين كما في 2022/10/31

النسبة %	نوع الإفصاح	كبار المساهمين
12.52%	مباشر وغير مباشر	المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية
67.33%	غير مباشر	مجموعة بيت التمويل الكويتي (بعد الاستحواذ)

المصدر: بورصة الكويت.

المتحد - الكويت : التحليل المالي

وفيما يلي بيان الأرباح والخسائر له منذ عام 2016 حتى التسعة أشهر المنتهية في 30 سبتمبر 2022:

جدول رقم (4)

بيان الأرباح والخسائر للمتحد - الكويت من 2016 وحتى التسعة أشهر المنتهية 30 سبتمبر 2022

فعلّي 2022/9/30	فعلّي 2021	فعلّي 2020	فعلّي 2019	فعلّي 2018	فعلّي 2017	فعلّي 2016	بيان الأرباح والخسائر ألف دينار كويتي
							الإيرادات
103,076	119,197	138,395	169,312	156,811	148,112	132,589	إيرادات التمويل
-45,817	-41,552	-63,098	-84,166	-56,409	-43,980	-44,187	توزيعات للمودعين
57,259	77,645	75,297	85,146	100,402	104,132	88,402	صافي إيرادات التمويل
5,040	6,997	5,847	9,802	9,878	10,522	10,618	صافي إيرادات أتعاب وعمولات
6,955	3,623	3,618	3,132	3,622	2,612	4,006	أرباح تحويل عملات أجنبية
108	1,612	5,651	6,811	4,479	2,589		صافي (الخسارة) الربح من استثمارات في أوراق مالية
	879	720	1,293	174	-74	2,949	صافي ربح بيع استثمارات عقارية
467	306	-540	-286	1,491	-687	3,451	حصة في نتائج شركة زميلة
207	369	119	1,310	1,528	979	1,627	إيرادات أخرى
70,036	91,431	90,712	107,208	121,574	120,073	111,053	إيرادات التشغيل
							المصاريف
15,652	19,737	18,633	22,931	22,159	24,468	20,624	تكاليف الموظفين
3,321	4,311	4,068	5,520	2,979	2,586	2,509	استهلاك
9,303	11,691	10,495	11,509	12,055	11,332	10,758	مصروفات تشغيل أخرى
28,276	35,739	33,196	39,960	37,193	38,386	33,891	مصروفات التشغيل
41,760	55,692	57,516	67,248	84,381	81,687	77,162	صافي ربح التشغيل
9,989	23,090	26,095	9,424	30,513	34,907	37,492	المخصص وخسائر انخفاض القيمة
31,771	32,602	31,421	57,824	53,868	46,780	39,670	ربح التشغيل قبل الضرائب
1,401	1,117	1,437	2,552	2,375	2,149	1,873	الضرائب
	264	255	255	238	168	150	مكافأة أعضاء مجلس الإدارة
						-2,701	صافي الخسارة الخاصة بالحصص غير المسيطرة
30,370	31,221	29,729	55,017	51,255	44,463	40,348	صافي ربح السنة

المصدر: الميزانيات المدققة والمراجعة للمتحد - الكويت.

- كان متوسط النمو السنوي لإيرادات التمويل خلال السنوات 2016 - 2019 نحو 9% سنوياً، وبلغ إجمالي إيرادات التمويل أعلى مستوى له في العام 2019 عند نحو 169.3 مليون دينار كويتي، قبل أن ينخفض بسبب تداعيات الجائحة في العامين 2020 و2021 ليسجل نحو 119.2 مليون دينار كويتي في العام 2021، ليعود مجدداً بنمو سنوي (تقديري) بنحو 15% وإلى حدود 137.4 مليون دينار كويتي محققة حتى نهاية سبتمبر 2022، محسوب على أساس سنوي.
- أما بالنسبة للأرباح الصافية (مخصوصاً منها التوزيعات على الأوراق الرأسمالية والصكوك الدائمة المدرجة ضمن رأس المال) فقد نمت سنوياً بنفس معدل نمو الإيرادات ولكنها تأثرت بسنوات الجائحة 2020 و2021 وعادت مجدداً للنمو بقوة بمعدل 45% في العام 2022 (صافي أرباح الشهور التسعة المنتهية في سبتمبر 2022 محسوبة على أساس سنوي).
- في المقابل، كانت المخصصات في انخفاض سنوي مستمر حتى بلغت أدنى مستوى لها خلال فترة التحليل عند نحو 9.4 مليون دينار كويتي في العام 2019، ولكنها ارتفعت إلى نحو 26.1 مليون دينار كويتي في العام 2020 قبل أن تنخفض إلى مستوى 10.0 مليون دينار كويتي في نهاية سبتمبر 2022، أي قريب من مستواها ما قبل أزمة الجائحة.
- وعليه، حقق المتحد-الكويت نتائج جيدة خلال التسعة أشهر المنتهية في سبتمبر 2022 والتي تؤكد صلابته مركزه المالي وقدرته في الحفاظ على تحقيق مستوى ربحية مناسب، معتمداً على استراتيجية متحفظة ونزعة متدنية للمخاطر.
- وبلغت ربحية السهم 11.9 فلساً للأشهر التسعة الأولى من 2022، أي 15.9 فلس (محسوب على أساس سنوي) بزيادة قدرها 38.3% مقارنة بالعام الماضي.



المتحد - الكويت : التحليل المالي

يوضح الجدول التالي الميزانية العمومية للمتحد- الكويت من العام 2016 وحتى نهاية سبتمبر 2022:

جدول رقم (5)

الميزانية العمومية كما في 31 ديسمبر 2016 - 2021 والتسعة أشهر المنتهية 30 سبتمبر 2022

فعلية 2022/9/30	فعلية 2021	فعلية 2020	فعلية 2019	فعلية 2018	فعلية 2017	فعلية 2016	الف دينار كويتي
الموجودات							
67,235	183,320	184,276	133,712	76,937	42,329	44,144	نقد وأرصدة لدى البنوك
294,369	184,270	274,476	344,834	346,097	415,626	426,847	ودائع لدى بنك الكويت المركزي
283,132	383,094	322,281	454,437	334,801	222,631	227,280	ودائع لدى بنوك أخرى
3,364,860	3,342,148	3,113,685	3,018,755	2,799,906	2,672,832	2,706,054	مدينو تمويل
458,519	380,840	392,492	303,239	264,185	217,358	203,973	الاستثمارات في أوراق مالية
8,762	8,070	7,778	8,261	8,823	9,318	10,162	استثمار في شركة زميلة
19,879	19,919	18,360	29,230	36,539	38,026	23,055	عقارات استثمارية
39,610	39,310	40,109	40,907	34,279	33,273	31,393	ممتلكات ومعدات
57,866	32,464	16,541	18,029	12,086	14,186	19,253	موجودات أخرى
4,594,232	4,573,435	4,369,998	4,351,404	3,913,653	3,665,579	3,692,161	اجمالي الموجودات
المطلوبات							
682,208	736,274	772,097	1,049,630	918,651	708,867	702,152	ودائع من بنوك ومؤسسات مالية أخرى
3,155,215	3,109,922	3,008,222	2,696,984	2,424,516	2,426,281	2,491,871	ودائع العملاء
93,082	79,584	86,476	88,632	79,084	62,843	52,450	مطلوبات أخرى
3,930,505	3,925,780	3,866,795	3,835,246	3,422,251	3,197,991	3,246,473	اجمالي المطلوبات
الحقوق							
250,158	238,245	216,587	206,273	196,451	187,096	173,237	راس المال - الأسهم العادية
276,866	272,707	269,933	293,202	278,268	263,809	255,768	إحتياطيات
527,024	510,952	486,520	499,475	474,719	450,905	429,005	
-43,957	-43,957	-43,957	-43,957	-43,957	-43,957	-43,957	أسهم خزينة
483,067	466,995	442,563	455,518	430,762	406,948	385,048	حقوق الملكية الخاصة بمساهمي البنك
180,660	180,660	60,640	60,640	60,640	60,640	60,640	الصكوك المستدامة - الشريحة 1
663,727	647,655	503,203	516,158	491,402	467,588	445,688	اجمالي حقوق الملكية
4,594,232	4,573,435	4,369,998	4,351,404	3,913,653	3,665,579	3,692,161	مجموع المطلوبات و حقوق الملكية

المصدر: الميزانيات المدققة والمراجعة للمتحد - الكويت.

- تشير البيانات المالية إلى أن إجمالي موجودات المتحد- الكويت قد نمت من 2016 وحتى نهاية سبتمبر 2022 بمعدل نمو سنوي مركب (CAGR) بلغ نحو 3.9%، حيث بلغت نحو 4.6 مليار دينار كويتي كما في 30 سبتمبر 2022. وطال الارتفاع بند مدينو تمويل وصولاً إلى 3.4 مليار دينار كويتي (73.2% من إجمالي الموجودات). في المقابل، بلغ معدل النمو السنوي المركب (CAGR) لمطلوبات البنك نحو 3.4% خلال نفس الفترة، وبلغت نسبتها 85.6% من إجمالي الموجودات.
- ويشكل بند مدينو التمويل أكبر بند في ميزانية المتحد- الكويت وبلغت نسبته نحو 73.2% من إجمالي موجودات البنك كما في 2022/9/30. ويشكل هذا البند نحو 1.06× حسابات المودعين (1.09× معدل 2016 – سبتمبر 2022).
- وتشير نتائج تحليل مؤشرات الربحية إلى أن جميع مؤشرات الربحية للبنك بلغت أعلى مستوى لها في العام 2019، إذ بلغ مؤشر العائد على متوسط موجودات البنك (ROAA) نحو 1.3% وبلغ مؤشر العائد على متوسط حقوق المساهمين (ROAE) نحو 11.7% وبلغ مؤشر العائد على متوسط رأسمال البنك (ROAC) نحو 25.7% وارتفعت ربحية السهم الخاصة بمساهمي البنك (EPS) إلى نحو 27.8 فلساً. وانخفضت جميع هذه المؤشرات في العامين 2020 و2021 بسبب تداعيات الجائحة، ولكنها بدأت بالتعافي خلال التسعة أشهر الأولى من العام 2022.

جدول رقم (6)

مؤشرات الربحية للبنك في الفترة 2016 إلى سبتمبر 2022 (على أساس سنوي)

	2022*	2021	2020	2019	2018	2017	2016
العائد على متوسط حقوق مساهمي البنك (ROAE)	7.0%	5.4%	5.9%	11.7%	11.4%	10.4%	10.9%
العائد على متوسط موجودات البنك (ROAA)	0.7%	0.6%	0.6%	1.3%	1.3%	1.1%	1.1%
العائد على متوسط رأسمال البنك (ROAC)	13.7%	10.8%	12.5%	25.7%	25.0%	22.8%	24.4%
ربحية السهم (EPS)	14.8	10.9	12.3	26.5	25.8	23.3	24.0

المصدر: الميزانيات المدققة للبنك الأهلي المتحد وحسابات الشال .
*تقديرات الشال: محسوب على أساس سنوي.

المتحد - الكويت : التصنيف الإئتماني (وكالة فيتش للتصنيف الائتماني)

التصنيف الائتماني بتاريخ 11 أكتوبر 2022 – وكالة فيتش للتصنيف الائتماني

- تؤكد وكالة فيتش للتصنيف الائتماني أكدت قدرة المصدر على الوفاء بالتزاماته طويلة الأجل عند مستوى "A" حيث تستند الى قدرة دولة الكويت القوية على تقديم الدعم لمصارفها، إن اقتضت الحاجة، مع نظرة مستقبلية "مستقرة".

مدلولات التصنيف:

1. تصنيف طويل الأجل (IDR) بدرجة: "A"

يعني أن جودة الائتمان مرتفعة في الأجل الطويل، ويشير هذا التصنيف إلى أن توقعات مخاطر التعثر قليلة، ويعكس القدرة القوية على الوفاء بالتزامات المالية. ومع ذلك فإن هذه القدرة عرضة للتأثر بالظروف الاقتصادية أو ظروف العمل العكسية مقارنة بالتصنيفات الأعلى.

2. تصنيف قصير الأجل (IDR) بدرجة: "F1"

يعني أعلى جودة ائتمان في الأجل القصير، ويشير هذا التصنيف إلى التمتع بأقوى قدرة ذاتية على سداد الالتزامات المالية في حينه.

3. تصنيف القدرة الذاتية (VR): بدرجة: "bbb-"

يشير تصنيف القدرة الذاتية واستمرارية المتحد-الكويت امتيازاً قوياً للبنك، مستفيداً من كونه جزءاً من مجموعة المتحد-البحرين الذي يتمتع بدوره بتصنيف "BB+/مستقرة"، وكفاية رأس المال، مع قدرة على التمويل والسيولة العالية. وحصل المتحد-الكويت على درجة التصنيف bbb- نتيجة عدة تحسينات/تغيرات في الأوجه التالية:

المتحد - الكويت : التصنيف الإئتماني (وكالة فيتش للتصنيف الائتماني)

- قدرة دولة الكويت العالية على تقديم الدعم لمصارفها
- انتعاش البيئة التشغيلية/الأعمال بتحسن أسعار النفط
- امتياز محلي مستفيد من كونه جزء من مجموعة المتحد-البحرين
- مخاطر مرتفعة نسبياً نتيجة تركيز المحفظة التمويلية، علماً بأن هذه المخاطر تعتبر قائمة لدى أغلبية البنوك المحلية نظراً لمحدودية تنوع الاقتصاد المحلي.
- جودة الأصول المرنة بتركيز عال مع تحسن في مؤشر التمويل (financing ratio) وتغطية مخصصات التمويل المتعثر.
- استمرار تعافي مؤشرات الربحية في المتحد-الكويت، رغم أنها تظل دون مستويات ما قبل الوباء. ومع ذلك، تستمر مخصصات الديون المتعثرة في الانخفاض وتتوقع فيتش تحسن ظروف التشغيل ومعدلات ربح أعلى.
- كفاية راس المال. على الرغم من أن نسبة حقوق المساهمين العادية شريحة 1 للمتحد-الكويت أقل من أقرانه، ولكنها متماشية مع ملف المخاطر الخاص بها وتفوق المتطلبات المعيارية الأدنى المطلوبة، وعليه تتوقع فيتش تعافي الربحية في الفترة القادمة.
- قدرة اقراضية وسيولة مستقرين حيث تركز أعمال المتحد-الكويت على ودائع المؤسسات بشكل أكبر مقارنة بأقرانه، ولكن ذلك لا يقلل من مخاطر السيولة.

4. تصنيف الدعم الحكومي (GSR): بدرجة "a"

- يشير هذا التصنيف إلى وجهة نظر وكالة التصنيف حول احتمالية حصول البنك على دعم غير عادي عند الحاجة وبخاصة من الجهات الحكومية.

المتحد - الكويت : التصنيف الائتماني (وكالة موديز لخدمات المستثمرين)

التصنيف الائتماني بتاريخ 02 أغسطس 2022 - وكالة التصنيف العالمية "موديز لخدمات المستثمرين"

- قامت وكالة التصنيف العالمية "موديز لخدمات المستثمرين" بتثبيت تصنيف الودائع طويلة الأجل للمتحد- الكويت في المرتبة A2 وتثبيت النظرة المستقبلية الخاصة بتصنيف الودائع طويلة الأجل على "مستقرة".
- وجاء هذا التصنيف على ضوء صفقة بيتك والمتحد-البحرين بعد موافقة مساهمي بيتك على الاستحواذ على المتحد-البحرين في 25 يوليو 2022، حيث سيصبح بيتك هو المالك القانوني لجميع أسهم المتحد-البحرين عند الانتهاء من عملية الاستحواذ.
- وقد ذكرت وكالة موديز في تقريرها المنشور مؤخراً، أن التصنيف الائتماني الأساسي للبنك في المرتبة baa3 يعكس أداء وربحية متينة تأتي من إمكانياته في قطاع تمويل الشركات، مصحوبة بكفاية رأس المال وسلامة أوضاع السيولة، على الرغم من تركيزات التمويل، وهو أمر اعتيادي لدى البنوك الكويتية.
- يعتمد تأكيد وكالة موديز على تصنيف الودائع طويلة الأجل A2 للمتحد-الكويت أيضاً على افتراضات الدعم الحكومي العالي جداً للبنك وعلى إتمام صفقة بيتك والمتحد-البحرين، والتي تترجم إلى رفع أربع درجات من التصنيف الائتماني.



التقييم

التقييم – طرق ومنهجيات التقييم

- طرق تقييم الشركات والمشروعات والأصول متعددة، ويرتبط إختيار الطريقة المناسبة بطبيعة الشركة أو المشروع أو الأصل وظروف الزمان والمكان لكل منها، والغرض هو الوصول لأفضل قيمة عادلة لأي منها. وبشكل عام، تمثل القيمة العادلة قيمة الأصول التي يتم الإتفاق عليها بين طرفين ذوي رغبة بالشراء ورغبة في البيع، دون إجبار على البيع أو الشراء لأي من الطرفين، وبفرض أن لدى كلاهما إطلاع كافي على حقيقة وتفاصيل المعلومات حول الأصول بصورة متساوية ومتكافئة.
- قد تختلف قيمة الصفقة الفعلية لبيع/شراء أي أصل/شركة أو تداول سهم الشركة في البورصة عن القيمة العادلة بسبب العديد من الاعتبارات الأخرى التي من الممكن أن تؤثر عليها، شاملةً وجود علاوة السيطرة، اختلاف قوة التفاوض بين البائع أو المشتري، السيولة في السوق، أهداف استراتيجية خاصة بالبائع او المشتري، وإلخ.
- تم اعتماد الطرق التالية لتقييم السعر العادل لاسهم المتحد-الكويت:

طريقة التقييم	
طريقة متوسط السعر الموزون بالكمية (VWAP)	تستخدم هذه الطريقة لتقدير متوسط السعر الحقيقي الذي تم تداول السهم به خلال فترة زمنية معينة. يتم تقدير متوسط السعر الموزون بالكمية (VWAP) عن طريق تقسيم إجمالي قيمة تداول السهم على إجمالي الكمية المتداولة. وما يجعل متوسط السعر الموزون بالكمية مؤشراً قوياً بصورة خاصة هو أنه يُضَمِّن الكمية في حساب متوسط السعر حيث تعتبر كمية التداول مقياس مهم – إلى جانب تحركات السعر نفسها.
طريقة المقارنة السوقية (مضاعف P/B و P/E)	تعتمد طريقة المقارنة مع قيم شركات مماثلة على تحديد القيمة العادلة للشركة وذلك بمقارنة الشركة الخاضعة للتقييم إلى شركات مماثلة مدرجة في أسواق مالية وذات نشاط مماثل واحتساب بعض المؤشرات المالية مثل مضاعف السعر إلى ربحية السهم (P/E) ومضاعف السعر إلى القيمة الدفترية (P/B) للوصول إلى القيمة العادلة.
طريقة خصم توزيعات الأرباح (DDM)	تعتمد هذه الطريقة على خصم توزيعات الأرباح المتوقعة وتفترض أن الأموال الوحيدة التي ستكون متاحة للمساهمين هي الأرباح التي سيتم توزيعها، وأن عائد توزيعات الأرباح يكون دائماً أقل من تكلفة حقوق الملكية. وتعد هذه الطريقة من الطرق الشائعة لتقييم الشركات الراسخة في السوق والتي تجذب المساهمين عن طريق توزيع الأرباح دورياً.

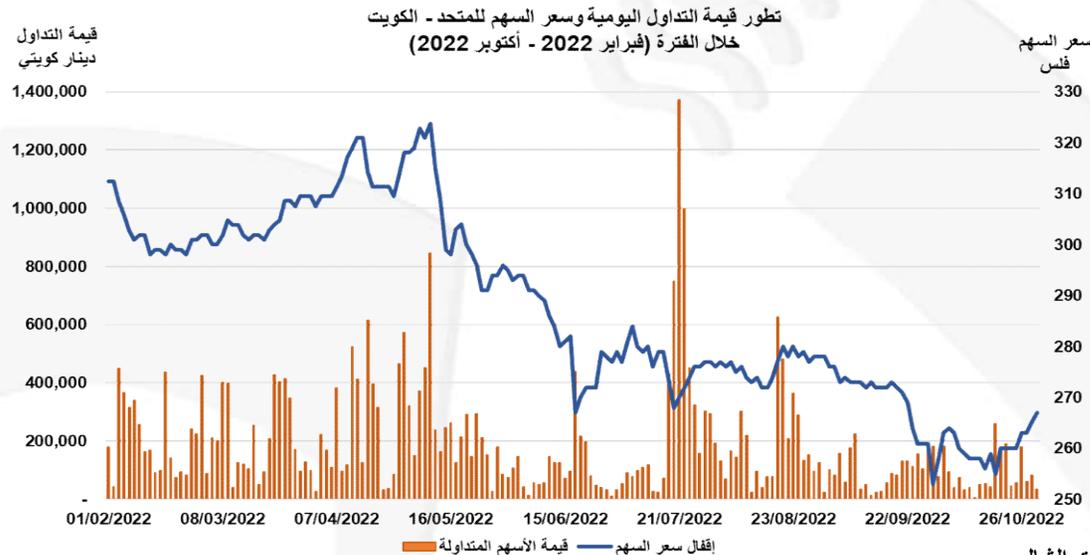
التقييم - طريقة متوسط السعر الموزون بالكمية (VWAP)

- تم رصد حركة سعر سهم المتحد-الكويت لآخر ثلاثة (3) أشهر وآخر ستة (6) أشهر وآخر تسعة (9) أشهر تداول ولغاية 31 أكتوبر 2022 وذلك لتقدير متوسط السعر الموزون بالكمية لسهم البنك، حيث بلغ 270.5 فلس لآخر ثلاثة أشهر و279.2 فلس لآخر ستة أشهر و290.0 فلس لآخر تسعة أشهر للسهم الواحد.

جدول رقم (7)
متوسط السعر الموزون بالكمية

آخر تسعة أشهر من 2022/2/1 الى 2022/10/31	آخر ستة أشهر من 2022/5/1 الى 2022/10/31	آخر ثلاثة أشهر من 2022/8/1 الى 2022/10/31	الوصف
34.0	20.3	8.3	القيمة المتداولة (مليون دينار كويتي)
117.3	72.6	30.7	الكمية المتداولة (مليون سهم)
290.0	279.2	270.5	متوسط السعر الموزون بالكمية (فلس)
253.0	253.0	253.0	أدنى سعر اقفال (فلس)
323.8	323.8	280.0	أعلى سعر اقفال (فلس)

رسم بياني (5)



التقييم - طريقة متوسط السعر الموزون بالكمية (VWAP)

- بشكل عام، تعطي طريقة متوسط السعر الموزون بالكمية إلى نتائج يمكن الاعتماد عليها كمؤشر للسعر العادل اذا كان هناك كميات معقولة لتداولات السهم المعني.
- وعليه تم تقدير معدل دوران سهم المتحد - الكويت خلال الفترات المعتمدة أي خلال آخر ثلاثة أشهر وآخر ستة اشهر المنتهية في 2022/10/31 ، أخذاً في الاعتبار الأسهم القائمة المتبقية والمتاحة للتداول والتي بلغت نحو 20.15% من إجمالي عدد الأسهم القائمة كما في 30 سبتمبر 2022.

جدول رقم (8)

معدل دوران سهم المتحد - الكويت

كما في 2022/9/30			الوصف
2,252.3			عدد الاسهم القائمة (مليون سهم) *
453.8			عدد الأسهم المتاحة للتداول من غير ملكية كبار المساهمين (Floating Shares) (مليون سهم)**
آخر تسعة أشهر من 2022/2/1 الى 2022/10/31	آخر ستة أشهر من 2022/5/1 الى 2022/10/31	آخر ثلاثة أشهر من 2022/8/1 الى 2022/10/31	الوصف
117.3	72.6	30.7	كمية الاسهم المتداولة (مليون سهم)
%25.8	%16.0	%3.2	معدل الدوران (turnover) خلال الفترة ***
%34.4	%32.0	%12.8	معدل الدوران (turnover) - محسوب على أساس سنوي

* كما في 2022/9/30 ** تمثل 20.15% من إجمالي الأسهم *** محسوب فقط كنسبة من الأسهم المتاحة للتداول
المصدر: بورصة الكويت، وحسابات وتقديرات الشال

- يظهر الجدول أعلاه بأن معدل دوران سهم المتحد - الكويت (محسوب على أساس سنوي) بلغ نحو 12.8% خلال آخر ثلاثة أشهر ونحو 32% خلال آخر ستة اشهر ونحو 34.4% خلال آخر تسعة اشهر المنتهية في 2022/10/31، مما يشير إلى توفر سيولة معقولة لاسهم المتحد-الكويت للحصص غير المسيطرة، أي الأسهم محل العرض.

استناداً إلى طريقة متوسط السعر الموزون بالكمية، تتراوح قيمة سهم المتحد-الكويت بين 270.5 فلس و 290.0 فلس.

التقييم - طريقة المقارنة السوقية

- من أجل تقدير مؤشر لمضاعف السعر إلى الربحية (P/E) ومضاعف السعر إلى القيمة الدفترية (P/B) والممكن تطبيقه في هذه الحالة، تم اختيار عينة من البنوك التقليدية والإسلامية العاملة في الكويت والمدرجة ببورصة الكويت. وتم اختيار العينة بعد إجراء تحليل عام واقع البنوك المنتقاة بناء على عدة عوامل، مثل حجم الموجودات وحقوق المساهمين والقيمة السوقية.
- وتم احتساب المعدل الموزون لمؤشر P/E و P/B للعينة المختارة خلال الفترة الممتدة ما بين 2016 حتى سبتمبر 2022 علماً بأنه تم استبعاد سنة الجائحة (أي تم إعطاؤها وزن صفر). وتم كذلك استبعاد بعض البنوك من المعدل الموزون خلال بعض السنوات حيث أظهرت نتائج التحليل بان لديها مؤشرات خارجة عن النطاق الاعتيادي.
- تم تقدير المعدل الموزون لمضاعف السعر إلى الربحية (P/E) بنحو 17.1 ضعف، وبإعطاء وزن أكبر للسنوات الأخيرة، بنحو 17.1 ضعف، وبنحو 18.4 ضعف بإعطاء وزن متساوي للسنتين 2021 و2022 مع استبعاد السنوات السابقة.
- تم تقدير المعدل الموزون لمضاعف السعر إلى القيمة الدفترية (P/B) بنحو 1.2 ضعف بإعطاء وزن أكبر للسنوات الأخيرة، وبنحو 1.3 ضعف بإعطاء وزن متساوي للسنتين 2021 و2022 مع استبعاد السنوات السابقة.
- وتجدر الإشارة إلى أن هذه المعدلات قريبة من مستواها كما في سبتمبر 2022.

جدول رقم (9)

العينة المختارة من البنوك المحلية

اسم البنك	القيمة السوقية كما في 2022/9/30 مليون د.ك.	الموجودات كما في 2022/9/30 مليون د.ك.	الأرباح محسوبة على أساس سنوي * مليون د.ك.	مضاعف P/E	مضاعف P/B
بنك الخليج	960.2	7,055.9	61.0	15.7	1.4
البنك التجاري الكويتي	960.7	4,253.2	55.3	17.4	1.4
البنك الأهلي الكويتي	522.3	6,009.8	36.7	16.4	1.1
بنك الكويت الدولي	233.3	3,603.5	5.3	N/M	1.0
بنك برقان	729.9	6,903.0	55.0	16.7	1.0
بنك بوبيان	2,496.2	7,756.5	64.8	44.0	3.1
بنك وربة	442.0	4,165.1	20.9	26.2	1.5
المتحد - الكويت**	587.8	4,594.2	40.5	16.5	1.2

المصدر: بورصة الكويت، وحسابات وتحليلات الشال

*قبل خصم التوزيعات على الأوراق الرأسمالية والصكوك الدائمة المدرجة ضمن رأس المال

** غير مشمول في العينة

التقييم - طريقة المقارنة السوقية

جدول رقم (10)

طريقة المقارنة السوقية: القيمة العادلة باستخدام مضاعف السعر إلى الربحية (P/E)

طريقة مضاعف السعر إلى ربحية السهم	
33.3	الأرباح التقديرية لإجمالي عام 2022 والخاصة بمساهمي البنك (مليون د.ك)
14.8	ربحية السهم (تقديري لإجمالي عام 2022) (فلس كويتي)
2,252.3	عدد الاسهم القائمة (مليون سهم)
الحد الأدنى	الحد الأعلى
17.1x	18.4x
متوسط مضاعف السعر إلى ربحية السهم P/E	
253.2	272.4
القيمة العادلة للسهم وفقا لطريقة مضاعف السعر إلى ربحية السهم (فلس كويتي)	

المصدر: بورصة الكويت، وحسابات وتقديرات الشال

وعليه، تتراوح القيمة العادلة لسهم المتحد-الكويت وفقا لطريقة المقارنة السوقية بين 253.2 فلس كويتي و 272.4 فلس كويتي.

جدول رقم (11)

طريقة المقارنة السوقية: القيمة العادلة باستخدام مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية (P/B)

طريقة مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية	
483.1	القيمة الدفترية لحقوق المساهمين 2022/9/30 (مليون د.ك)
2,252.3	عدد الاسهم القائمة (مليون سهم)
الحد الأدنى	الحد الأعلى
1.2x	1.3x
متوسط مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية P/B	
257.4	278.8
القيمة العادلة للسهم وفقا لطريقة مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية (فلس كويتي)	

المصدر: بورصة الكويت، وحسابات وتقديرات الشال

وعليه، تتراوح القيمة العادلة لسهم المتحد-الكويت وفقا لطريقة المقارنة السوقية بين 257.4 فلس كويتي و 278.8 فلس كويتي.

التقييم - طريقة خصم توزيعات الأرباح (DDM)

- من أجل تطبيق هذه الطريقة، اعتمدنا على المعلومات التي استلمناها من العميل بخصوص توقعات أداء المتحد-الكويت خلال السنوات 2023 - 2024.
- قدرت الشال نسبة التوزيعات (Payout Ratio) بنحو 54% بناء على المعدلات التاريخية مع استبعاد المعدلات الخارجة عن النطاق المنطقي نتيجة لظروف غير اعتيادية.
- تم تقدير معدل الخصم بنحو 10.5% وفقا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model or CAPM) الذي يأخذ في الاعتبار معدل العائد الخالي من المخاطر (Rf) ومعامل بيتا (Beta)، ومعدل عائد السوق (Rm).
- تم تطبيق طريقة خصم توزيعات الأرباح وفقا لمنهجتان:

المنهجية الأولى

- تم تقدير نسبة النمو المستدام بنحو 4.5%
- يلخص الجدول التالي نتائج هذه المنهجية:

جدول رقم (12)

القيمة العادلة باستخدام طريقة خصم توزيعات الأرباح (DDM) – المنهجية 1

** 2024	** 2023	*2022	
42.4	36.7	33.3	صافي الأرباح بعد تكلفة صكوك AT1 (مليون د.ك.)
%54.0	%54.0	%54.0	نسبة التوزيعات %
22.9	19.8	18.0	التوزيعات السنوية (مليون د.ك.)
20.2			متوسط التوزيعات السنوية (مليون د.ك.)
336.7			قيمة حقوق الملكية -المستغلة (مليون د.ك.)
230.8			فائض رأسمال الشريحة 1 (مليون د.ك.) ***
567.5			إجمال قيمة المتحد-الكويت (مليون د.ك.)
252.0			قيمة السهم الواحد (فلس كويتي)

** توقعات أداء المتحد-الكويت وفقا لمعلومات من بيتك

* أرباح لغاية 2022/9/30 محسوب على أساس سنوي

*** وفقا للبيانات المالية المدققة لعام 2021

التقييم - طريقة خصم توزيعات الأرباح (DDM)

المنهجية الثانية

- وفقا لتوقعات أداء المتحد-الكويت خلال السنوات 2023 - 2024، سوف ينمو صافي الأرباح السنوية وتوزيعات الأرباح بنحو 8.3% و 15.5% على التوالي. وعليه اعتمدنا في المنهجية الثانية من هذه الطريقة على مرحلتين لتوزيعات الأرباح:

المرحلة الأولى: للسنوات 2022 - 2024 وفقا لتوقعات أداء المتحد-الكويت

المرحلة الثانية: لما بعد 2024 تم اعتماد نسبة النمو المستدام بنحو 4.5%

- يلخص الجدول التالي نتائج هذه المنهجية:

جدول رقم (13)

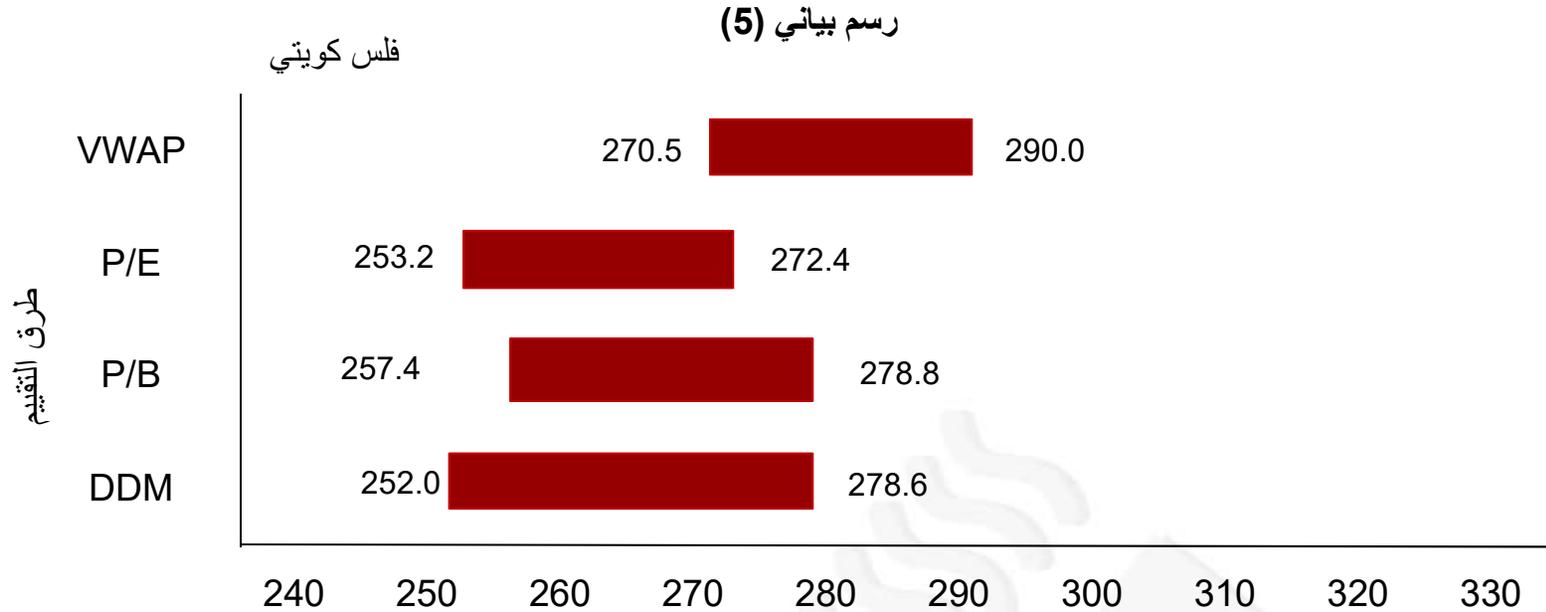
القيمة العادلة باستخدام طريقة خصم توزيعات الأرباح (DDM) - المنهجية 2

** 2024	** 2023	*2022	
42.4	36.7	33.3	صافي الأرباح بعد تكلفة صكوك AT1 (مليون د.ك.)
%54.0	%54.0	%54.0	نسبة التوزيعات %
22.9	19.8	18.0	التوزيعات السنوية (مليون د.ك.)
	350.2		قيمة حقوق الملكية - المستغلة (مليون د.ك.)
	277.3		فائض رأسمال الشريحة 1 ***
	627.5		إجمالي قيمة المتحد - الكويت (مليون د.ك.)
	278.6		قيمة السهم الواحد (فلس كويتي)

* أرباح لغاية 2022/9/30 محسوب على أساس سنوي ** توقعات أداء المتحد-الكويت وفقا لمعلومات من بيئتك *** وفقا للبيانات المالية المدققة لعام 2021 وتقديرات الشال لرأس المال المطلوب لتحقيق الأداء المتوقع للمتحد-الكويت

وعليه تتراوح القيمة العادلة لسهم المتحد-الكويت بين 252.0 فلس و 278.6 فلس وفقا لطريقة خصم توزيعات الأرباح.

■ يلخص الرسم البياني التالي نتائج طرق التقييم المطبقة.



■ يظهر الرسم البياني بأن هناك تفاوت في نتائج طرق التقييم، حيث تراوحت القيمة العادلة لسهم المتحد – الكويت بين 252.0 فلس كحد أدنى و290.0 فلس كحد أقصى.

■ ونعتقد بأن القيمة العادلة لسهم المتحد لحصّة أقلية تتراوح بين 265 – 285 فلس، وأي عرض سعر ضمن هذه الحدود يعتبر في تقديرنا سعر عادل من وجهة النظر المالية. والوصول إلى حدود القيمة العادلة لسعر العرض تم في ديسمبر 2022، ولم يكن قد تم تحديد موعد لتقديم عرض الاستحواذ الإلزامي من قبل بيتك، فإن تجاوزت تلك المدة صدور الإعلان عن توزيعات أرباح المتحد – الكويت، فلا بد من أخذ أثر تلك التوزيعات على حدى القيمة العادلة المقترحة من قبل الشال.