



Grant Thornton

An instinct for growth™

# جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م.

دراسة ماليه لتحديد القيمة العادله للشركه

يوليو 2019



### سري وخاص

جранت ثورنتون للإستشارات المالية  
عن الاوراق المالية  
87 شارع رمسيس  
القاهرة - جمهورية مصر العربية  
11111

T +20 (2) 2574 4810  
F +20 (2) 2576 0915  
www.gtegypt.org

### تقرير المستشار المالي المستقل لتقدير القيمة العادلة لأسهم شركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م.

#### السادة/ جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م.

الشركة وذلك أخذاً في الاعتبار التعديلات التي رأيناها ضروريه وبمراعاة الأسس العلميه المستخدمه في هذا التقرير .

**أولاً: شركة باكستان للإتصالات المحدوده (Jazz):** تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة نسبة قدرها 85% من إجمالي أسهم الشركة بطريقة غير مباشره وقد تم تقييم الشركة وفقاً للمتوسط المرجح لطريقة خصم صافي التدفقات النقدية الحره للشركة بنسبة 60% وطريقة مضاعف قيمة الشركة لصافي الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك EV/EBITDA من خلال الشركات المدرجه المشابهه ومضاعف قيمة الشركة وفقاً للإستحوادات السابقه للشركات المشابهه بنسبة 20% لكل منهما

**ثانياً: أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy):** تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة نسبة قدرها 45.5% من إجمالي أسهم الشركة بطريقة مباشره وغير مباشره وتم تقييم الشركة وفقاً للمتوسط المرجح لطريقة خصم صافي التدفقات النقدية الحره للشركة بنسبة 60% وطريقة مضاعف قيمة الشركة لصافي الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك EV/EBITDA من خلال الشركات المدرجه المشابهه ومضاعف قيمة الشركة وفقاً للإستحوادات السابقه للشركات المشابهه بنسبة 20% لكل منهما

**ثالثاً: شركة بنغلاديش:** تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة بنسبة قدرها 100% من إجمالي أسهم الشركة بطريقة غير مباشره وتم تقييم الشركة وفقاً للمتوسط المرجح لطريقة خصم صافي التدفقات النقدية الحره للشركة بنسبة 60% وطريقة مضاعف قيمة الشركة لصافي الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك EV/EBITDA من خلال الشركات المدرجه المشابهه ومضاعف قيمة الشركة وفقاً للإستحوادات السابقه للشركات المشابهه بنسبة 20% لكل منهما

**رابعاً: شركة موبيلينك ميكروفاينانس:** تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة بنسبة قدرها 100% من إجمالي أسهم الشركة بطريقة مباشره وتم تقييم الشركة وفقاً للمتوسط المرجح لطريقة خصم صافي التدفقات النقدية الحره للشركة بنسبة 60% وطريقة مضاعف القيمة للربحية (P/E) من خلال الشركات المدرجه المشابهه والإستحوادات السابقه للشركات المشابهه بنسبة 20% على التوالي.

بناءً على تكليف شركة جلوبال تيلكوم القابضة لتحديد القيمة العادلة لسهم الشركة في 31 مارس 2019 (تاريخ التقييم) لغرض تقييم العرض المودع من شركة فيون هولدنجز بي في والتي بمقتضاها سوف تقوم شركة فيون أو إحدى شركاتها التابعة بشراء حصص شركة جلوبال تيلكوم القابضة لما تمتلكه من إستثمارات ولتقييم عرض الشراء المقدم من شركة (فيون هولدنجز بي في) الشركة الأم بخصوص الرغبة في شراء 42.31% من الشركة. فقد تم إحتساب القيمة العادلة للشركة وفقاً لطريقة صافي قيمة الأصول المعدله للشركة وذلك بعد تعديل صافي قيمة أصول الشركة بالميزانيه المستقله في 31 مارس 2019 بالقيمة العادلة لما تمتلكه جلوبال تيلكوم القابضة من إستثمارات. الإستثمارات الماليه في أربعة شركات أساسيه (باكستان للإتصالات المحدوده (Jazz) أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) وشركة بنغلاديش وموبيلينك ميكروفاينانس وذلك بحسب نسبة مساهمتها في كل شركة بعد تقييم تلك الإستثمارات وبناءً على الإفتراضات والبيانات والمعلومات التي أمدتنا بها إدارة شركة جلوبال تيلكوم القابضة والتي تعتبر المصدر الرئيسي الذي إعتد عليه في هذه الدراسه.

وقد تم إعداد التقييم بإستخدام الأسس الآتية:

قمنا بالتحليل المالي للقوائم الماليه التاريخيه للشركة محل التقييم كما قمنا بتحديد القيمة العادلة للشركة وفقاً لطريقة صافي قيمة الأصول المعدله وذلك بعد تعديل صافي قيمة الأصول بالميزانيه المستقله للشركة في في 31 مارس 2019 بالقيمة العادلة لما تمتلكه الشركة من إستثمارات أساسيه كما هو مشار إليه بعاليه.

وتم تقدير القيمة العادلة للشركة محل التقييم بمراعاة معايير التقييم المالي للمنشآت الصادره بقرار مجلس إدارة الهيئه العامه للرقابه الماليه رقم 1 لسنة 2017 والبيانات المقدمه إلينا تقع تحت مسؤوليه شركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. بناءً على الإفتراضات والبيانات والمعلومات التي أمدتنا بها إدارة

تم الإعتماد علي القوائم الماليه للشركه محل التقييم في في 31 مارس 2019 كسنة الأساس كما تم الإعتماد في إعداد التنبؤات الماليه لشركة باكستان للإتصالات المحدوده (Jazz) وأومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) وشركة بنغلاديش. تم الإعتماد علي القوائم الماليه لشركه موبيلينك ميكروفابنانس في 31 ديسمبر 2018 كسنة الأساس وعلي البيانات والمعلومات التي أمدتتها بها إدارة شركة جلوبال تيلكوم القابضه وعلي مسؤوليتها ودون أن نقوم بتدقيق تلك البيانات والمعلومات للتأكد من صحتها كما أنه لم ينم إلى علمنا ما يدعو للإعتقاد بأن هذه المعلومات لا توفر أساساً معقولاً لإعداد الدراره كما هو موضحاً في الجزء الخاص بالإفتراضات التي قامت عليها الدراره تفصيلاً وقد أعدت هذه المعلومات بإستخدام مجموعة الإفتراضات النظرية والتي تتضمن إفتراضات عن أحداث مستقبلية وعن تصرفات الإدارة وليس من الضروري أن تتحقق تلك الإفتراضات ومن ثم فإن هذه المعلومات قد لا تكون مناسبة للإستخدام في أغراض أخرى بخلاف المنصوص عليها وقد تم الحصول على أدله كافيه وملائمه فيما يتعلق بكافة البيانات والمعلومات والمستندات ذات العلاقه بمهمة التقييم كما قمنا ببذل عناية الرجل الحريص للتأكد من مدى معقولية وإمكانية الإعتماد على تلك البيانات والمعلومات لأغراض التقييم بصوره عادله.

لم ينم إلى علمنا ما يدعو للإعتقاد بأن هذه المعلومات لا توفر أساساً معقولاً لإعداد الدراره كما هو موضحاً في الجزء الخاص بالإفتراضات التي قامت عليها الدراره تفصيلاً وقد أعدت هذه المعلومات بإستخدام مجموعة الإفتراضات النظرية والتي تتضمن إفتراضات عن أحداث مستقبلية وعن تصرفات الإدارة وليس من الضروري أن تتحقق تلك الإفتراضات ومن ثم فإن هذه المعلومات قد لا تكون مناسبة للإستخدام في أغراض أخرى بخلاف المنصوص عليها.

نقر بأن عملية التقييم ونتائجها تمت بالإلتزام بالمعايير المصريه للتقييم المالي للمنشآت والقوانين والقواعد القانونيه الساريه وأن المقابل المالي المستحق للمقيم لا يعتمد على قيمة التقييم أو نتيجة إستخدامه وأن التحليل والنتائج لا يقيدها سوى القيود الوارده بالتقرير وعدم إشتراك أشخاص بخلاف من ورد ذكرهم بالتقرير لهم علاقة بأي جزء جوهرى من عملية التقييم.

كما نقر بأنه عند إعداد تقرير القيمة العادله تم الإلتزام بقواعد السلوك المهني وفقاً لمعايير التقييم المالي وبمراعاة مصالح المستثمرين المحتملين للمنشأ محل التقييم بمنطقيه وموضوعيه وحرفيه كما تم الإلتزام بقواعد النزاهه والأمانه والإستقلاليه وعدم تعارض المصالح والموضوعيه وتجنب المعلومات المضلله والحفاظ على السريه وضوابط الإحتفاظ بالمعلومات.

تمت زيادة الوزن النسبي لطريقة خصم صافي التدفقات النقدية في تقييم الشركات سالفة الذكر وذلك لأنه يمثل الأسلوب العلمي الأمثل لتحديد القيمة العادله للأسهم وذلك لإعتماده على قياس كفاءة المنشأه وقيمتها الفعلية وفقاً لتدفقاتها النقدية (وليست ربحيتها فقط) وقدرتها على الإستمرار بالنشاط وكفاءتها في إدارة دورة رأسمالها العامل، إدارة النقدية وهيكلا التمويل باستخدام متوسط معدل خصم يماثل المتوسط المرجح لتكلفة الأموال المستثمره.

تعتمد هذه الطريقه على القيام بالخطوات التاليه:

- تقدير التدفقات النقدية الحره خلال سنوات التنبؤ وتتمثل في التدفقات النقدية المتاحة من نتائج أنشطة التشغيل مضافاً إليها المعاملات غير الماليه التي تم إضافتها في قائمة الدخل ومطروحاً منها الضريبه على أنشطة التشغيل والإستثمارات في رأس المال العامل والأصول والإستثمارات الأخرى كما أنها لا تتضمن أية فوائد ماليه أو توزيعات أرباح.
- تقدير القيمة المتبقية فيما بعد سنوات التنبؤ.
- خصم التدفقات النقدية المستقبلية والقيمة المتبقية بمعدل خصم مناسب يتم تحديده بما يتناسب مع معدل رأس المال إلى الديون وكذا طبيعة النشاط ومخاطر الصناعات ومعدلات الأدوات الماليه الخاليه من مخاطر الإستثمار.
- الوصول إلى القيمة العادله للنشاط بتجميع القيم الحاليه للتدفقات النقدية المستقبلية والقيمة المتبقية.
- إحتساب القيمة العادله لحقوق الملكية (أسهم الشركه) بعد خصم قيمة القروض والديون وحقوق الأقلية (إن وجدت) وإضافة رصيد النقدية وما في حكمها والإستثمارات في شركات تابعه وشقيقه وأخرى، إن إجمالي القيمة الحاليه للتدفقات النقدية المستقبلية خلال سنوات التنبؤ بالإضافة إلى القيمة المتبقية يعطي إنطباعاً قوياً عن القيمة الإسترشاديه لإجمالي الأموال المستثمره وهي قيمة الشركه.
- لم يشمل نطاق عملنا القيام بأية أعمال فحص أو مراجعه للقوائم الماليه أو الحسابات التي تتضمنها كل من الشركات محل التقييم في ضوء معايير المراجعة المصريه كما لم يتضمن نطاق عملنا القيام بأية دراسات إقتصادييه أو تسويقيه وقد إعتدنا على القوائم الماليه لشركة جلوبال تيلكوم القابضه ش.م.م. في 31 مارس 2019 والتفسيرات والإيضاحات والمعلومات المقدمه إلينا من شركة جلوبال تيلكوم القابضه والتي تعتبر المصدر الأساسي للمعلومات وذلك بالإضافة إلى مصادر المعلومات الأخرى الموضحه في هذا التقرير.



• وفي ضوء ما تقدم فقد بلغت القيمة العادلة لشركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. في 31 مارس 2019 (تاريخ التقييم) وفقاً للأسس المتبعة والمذكورة فيما تقدم مبلغ 23,264,764,709 جنيه مصري (ثلاثة وعشرون مليار ومائتان وأربعة وستون مليون وسبعمائة وأربعة وستون ألفاً وسبعمائة و تسعة جنيه مصري) موزعة على 4,721,121,558 سهم وبالتالي فقد بلغ متوسط القيمة العادلة للسهم 4.93 جنيه مصري (أربعة جنيهات وثلاثة وتسعون قرشاً)  
سرية التقرير:

• هذا التقرير يعتبر سري وخاص ولذا يجب التعامل معه في النطاق المحدد الذي أعد من اجله ولمده لا تتجاوز الستة اشهر من تاريخ التقرير.  
• وبناءً على ذلك لا يجوز أن يتم نسخ هذا التقرير أو تغييره أو إرساله إلى أي جهة عدا الجهات التي تم الإتفاق عليها في خطاب الإرتباط بدون موافقة كتابية صريحة منا ومن إدارة الشركة.

ونود أن نحيطكم علماً بأن شركة جرانت ثورنتون للإستشارات المالية عن الأوراق المالية غير مسؤولة عن تحديث أية بيانات في هذا التقرير كنتيجة لأحداث لاحقة من تاريخ إعداد التقرير.

وقد تم إعداد هذا التقرير بغرض تقديمه إلى الهيئة العامة للرقابة المالية.

تعداداً في 22 يوليو 2019

عمرو فتح الله  
شركة جرانت ثورنتون للاستشارات المالية  
عن الأوراق المالية ش.م.م  
سجل المستشارين الماليين بالهيئة  
رقم 1716

جرانت ثورنتون للإستشارات المالية  
عن الأوراق المالية  
سجل المستشارين الماليين  
رقم 1716

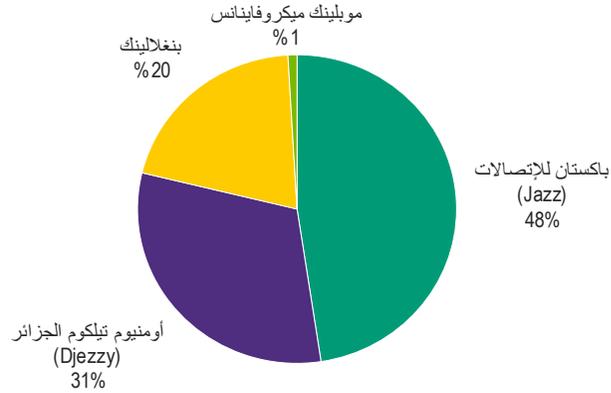
# القسم 1: المقدمة والنطاق - جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م.

1- المقدمة والنطاق - جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م.

2- الملخص التنفيذي - جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م.

# جلوبال تيلكوم هي شركة مدرجة في البورصة المصرية تقوم بتشغيل شبكات جي إس إم في الجزائر أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy)، وباكستان للإتصالات (Jazz)، وبنغلاديش (بنغلalink)

## نسبة الشركات من إجمالي إيرادات شركة جلوبال تيلكوم في 31 ديسمبر 2018



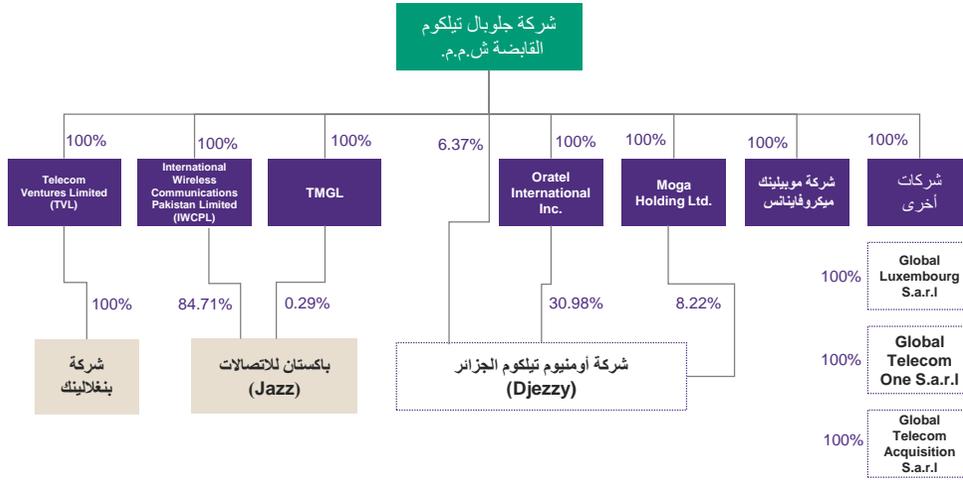
المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## نظرة عامة على الأعمال

- جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. هي شركة عامة مدرجة في البورصة المصرية تعمل داخل قطاع خدمات الاتصالات مع التركيز على خدمات الاتصالات اللاسلكية.
- ابتداءً من 200,000 مشترك في عام 1998 وصولاً إلى أكثر من 100 مليون مشترك في ديسمبر 2018 شركة جلوبال تيلكوم القابضة لها مكانة عالمية بين الشركات الكبرى حيث تعتبر اليوم من أكبر مشغلي الاتصالات حول العالم. وتعمل جلوبال تيلكوم في الأسواق الصاعدة في العالم.
- جلوبال تيلكوم تقوم بتشغيل شبكات جي إس إم في كل من الجزائر (أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy)، وباكستان للإتصالات (Jazz)، وبنغلاديش (بنغلalink) وأيضاً تمتلك شركة موبيلينك ميكروفاينانس الذي يعتبر من البنوك الرائدة في تمويل المشاريع متناهية الصغر والبنوك الإلكترونية في باكستان.
- بدأت شركة Djezzy نشاطها في فبراير 2002. فقد نمت الشركة لتصبح من الشركات الرائدة في السوق الجزائرية من حيث عدد المشتركين ونوعية خدمات الاتصالات المقدمة. تقدم الشركة اليوم خدمات التليفون المحمول لحوالي 16 مليون مشترك في شبكتها وتمتلك 32.5% من حصة السوق.
- بدأت شركة Jazz (موبيلينك سابقاً) نشاطها في باكستان في عام 1994. وفي أبريل 2001، تمكنت جلوبال تيلكوم من تولي إدارة الشركة. وفي 2016 إندمجت شركة موبيلينك وWarid ليصل عدد العملاء إلى حوالي 56 مليون عميل بحصة سوقية حوالي 38% من السوق في باكستان.
- في سبتمبر 2004، قامت جلوبال تيلكوم بشراء شركة شيبا تيلكوم المحدودة في بنغلاديش. وبعدها قررت جلوبال تيلكوم بتغيير اسم الشركة لبنغلalink في فبراير 2005. تقدم بنغلalink الخدمات لأكثر من 30 مليون مشترك بحصة سوقية 21.6%
- نسبة إيرادات الشركات لإجمالي إيرادات شركة جلوبال تيلكوم في 31 مارس 2019 :
  - تمثل إيرادات شركة باكستان للإتصالات (Jazz) 48% من إجمالي إيرادات الشركة
  - تمثل إيرادات شركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) 31% من إجمالي إيرادات الشركة
  - تمثل إيرادات شركة بنغلalink 20% من إجمالي إيرادات الشركة
  - تمثل إيرادات موبيلينك ميكروفاينانس 1% من إجمالي إيرادات الشركة

# هيكل شركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. يوضح إستثمارات الشركة المباشرة وغير مباشرة في 31 مارس 2019

## هيكل شركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. في 31 مارس 2019



المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## نظرة عامة على هيكل الشركة

- شركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. تمتلك إستثمارات بطريقة مباشرة وغير مباشرة.
- كما هو موضح في الرسم البياني المقابل إستثمارات الشركة في 31 مارس 2019 كالتالي:
  - تمتلك شركة جلوبال تيلكوم شركة (TVL) Telecom Ventures Limited بنسبة 100% و TVL تمتلك شركة بنغلاديش بنسبة 100%
  - تمتلك شركة جلوبال تيلكوم شركة International Wireless Communications Pakistan Limited (IWCP) والتي تمتلك شركة باكستان للاتصالات (Jazz) بنسبة 84.71%
  - تمتلك شركة جلوبال تيلكوم شركة TMGL والتي تمتلك شركة باكستان للاتصالات (Jazz) بنسبة 0.29%
  - تمتلك شركة جلوبال تيلكوم شركة Oratel International Inc والتي تمتلك شركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) بنسبة 30.98%
  - تمتلك شركة جلوبال تيلكوم شركة Moga Holding Ltd. والتي تمتلك شركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) بنسبة 8.22%
  - شركة جلوبال تيلكوم القابضة تمتلك شركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) بنسبة 6.37% بطريقة مباشرة
  - تمتلك شركة جلوبال تيلكوم شركة موبيلينك ميكروفاينانس بنسبة 100% بطريقة مباشرة
  - تمتلك شركة جلوبال تيلكوم شركات أخرى صغيرة كما هو موضح في الجدول المقابل

# تم تكليف شركة جرانت ثورنتون من قبل شركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. بتحديد القيمة العادلة لأسهم الشركة في 31 مارس 2019

## النطاق والغرض

- وفقاً للشروط المتفق عليها في خطاب الارتباط، تم تكليف شركة جرانت ثورنتون بتحديد القيمة العادلة لشركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. في 31 مارس 2019.

## القيود

- تم الإعتماد في عملنا على المعلومات المقدمة إلينا من قبل الإدارة ولقد اعتمدنا على دقة المعلومات المقدمة لنا والتي تشمل توقعات الإدارة عن الفترة المتوقعة.
- لقد كان نطاق عملنا محدوداً بالمعلومات المتوفرة لنا والوقت المتاح لنا لإتمام التقييم. وبالتالي فإن شركة جرانت ثورنتون للإستشارات المالية عن الأوراق المالية غير مسئولة عن تحديث أية بيانات في هذا التقرير كنتيجة لأحداث لاحقة من تاريخ إعداد التقرير.
- لا يشمل نطاق عملنا تقديم أي إستشارة ضريبية، وبالتالي إذا كانت الشركة بحاجة إلى أي استشارات ضريبية فيجب ان تقوم الشركة بالتوقيع على خطاب ارتباط منفصل.
- إذا كان التقرير غير شامل فيرجع ذلك في الأساس إلى عدم إلمامنا الكامل بالعوامل والمعلومات المناسبة لإعداد تقرير شامل.

## القسم 2: الملخص التنفيذي - جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م

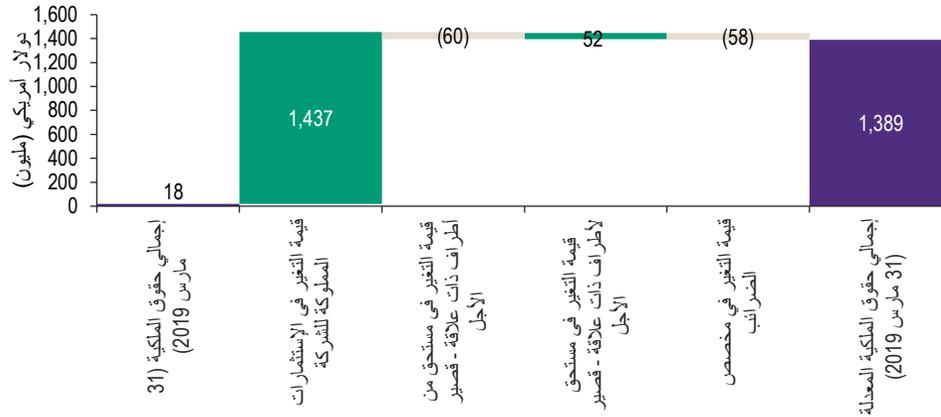
1- المقدمة والنطاق - جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م.

2- الملخص التنفيذي - جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م.

# بلغت القيمة العادلة لحقوق ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. في 31 مارس 2019 تاريخ التقييم مبلغ قدره 1,388.9 مليون دولار أمريكي ما يعادل 4.93 جنيه مصري للسهم

## شركة جلوبال تيلكوم القابضة - صافي قيمة الأصول المعدلة

## تقييم شركة جلوبال تيلكوم القابضة - نمط التغير في قيمة حقوق الملكية بعد التقييم



المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون

### ملخص التقييم

- تم احتساب القيمة العادلة لشركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. وفقاً لطريقة صافي قيمة الأصول المعدلة للشركة وذلك بعد تعديل صافي قيمة أصول الشركة بالميزانية المستقلة في 31 مارس 2019 بالقيمة العادلة لما تمتلكه الشركة من إستثمارات في باكستان للاتصالات المحدودة (Jazz) وأومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) وشركة بنغلاديش وموبيلينك ميكروفاينانس بنك.
- تمتلك الشركة الإستثمارات بطريقة مباشرة وغير مباشرة. الرسم البياني في صفحة 9 يوضح نسب ملكية الشركة للإستثمارات سائلة الذكر
- قمنا بتقييم الإستثمارات كما هو موضح في الجدول المقابل بقيمة 3,156.7 مليون دولار أمريكي أى بزيادة 1,437.0 مليون دولار أمريكي عن القيمة الدفترية المثبتة بالمركز المالي في 31 مارس 2019 بقيمة 1,719.7 مليون دولار أمريكي (التفاصيل صفحة 15 من هذا التقرير)

دولار أمريكي (مليون)	مارس 2019 المعدلة	مارس 2019
<b>الأصول غير المتداولة</b>		
الإستثمارات	3,156.7	1,719.7
مستحق من أطراف ذات علاقة - طويل الأجل	-	-
صافي الأصول الثابتة	0.1	0.1
<b>إجمالي الأصول غير المتداولة</b>	<b>3,156.8</b>	<b>1,719.8</b>
<b>الأصول المتداولة</b>		
مستحق من أطراف ذات علاقة - قصير الأجل	0.9	61.1
أرصدة مدينة أخرى	7.9	7.9
التفدية ومافي حكمها	4.3	4.3
<b>إجمالي الأصول المتداولة</b>	<b>13.1</b>	<b>73.3</b>
<b>إجمالي الأصول</b>	<b>3,169.9</b>	<b>1,793.1</b>
<b>إجمالي الإلتزامات الغير المتداولة</b>	<b>1,200.0</b>	<b>1,200.0</b>
مستحق لأطراف ذات علاقة - قصير الأجل	390.6	442.8
أرصدة دائنة أخرى	190.4	132.0
<b>إجمالي الإلتزامات المتداولة</b>	<b>581.0</b>	<b>574.8</b>
<b>حقوق الملكية والإلتزامات</b>		
خسائر/أرباح مرحلة	18.3	18.3
قيمت التغير في الأصول والإلتزامات المملوكة للشركة	1,370.6	
<b>إجمالي حقوق الملكية (دولار أمريكي \$ - بالمليون)</b>	<b>1,388.9</b>	<b>18.3</b>
سعر صرف (دولار أمريكي : جنيه مصري)	16.75	
<b>إجمالي حقوق الملكية (جنيه مصري - بالمليون)</b>	<b>23,265</b>	
عدد أسهم الشركة في تاريخ التقييم	4,721	
<b>سعر السهم</b>	<b>4.93</b>	

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

# بلغت القيمة العادلة لحقوق ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. في 31 مارس 2019 تاريخ التقييم مبلغ قدره 1,388.9 مليون دولار أمريكي ما يعادل 4.93 جنيه مصري للسهم

## شركة جلوبال تيلكوم القابضة - صافي قيمة الأصول المعدلة

### ملخص التقييم (تابع)

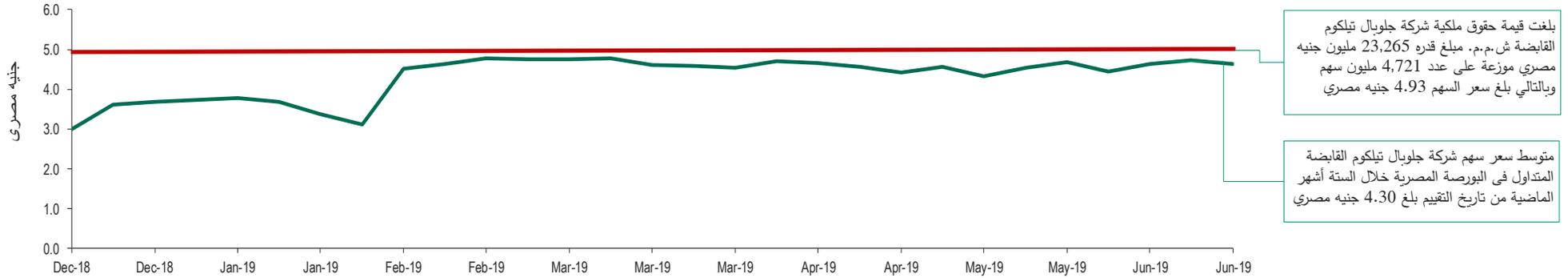
- قمنا بتسوية أرصدة الأطراف ذات علاقة بين شركة جلوبال تيلكوم القابضة والشركات الشقيقة المالكة بشكل مباشر للإستثمارات سالفة الذكر .
- كما هو مبين في الجدول المقابل إنخفاض رصيد مستحق من أطراف ذات علاقة - قصير الأجل من 61.1 مليون دولار أمريكي إلى 0.9 وإنخفاض رصيد مستحق لأطراف ذات علاقة - قصير الأجل من 442.8 مليون دولار أمريكي إلى 390.6 مليون دولار أمريكي وزيادة رصيد الأرصدة الدائنة الأخرى بسبب الزيادة في مخصص الضرائب ليصل إلى 136 مليون دولار أمريكي أى بزيادة 58.4 مليون دولار أمريكي من 132.0 مليون دولار أمريكي إلي 190.4 مليون دولار أمريكي.
- بناءً على ما سبق إجمالي التغيير في قيمة حقوق الملكية في تاريخ التقييم 1,370.6 مليون دولار أمريكي.
- أخذاً في الإعتبار رصيد أول المدة لحقوق الملكية بقيمة 18.3 مليون دولار أمريكي بلغت القيمة العادلة لحقوق ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. في 31 مارس 2019 بناءً على صافي قيمة الأصول المعدلة مبلغ قدره 1,388.9 مليون دولار أمريكي كما هو مبين في الجدول المقابل
- بلغت قيمة حقوق ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. مبلغ قدره 23,265 مليون جنيه مصري موزعة على عدد 4,721 مليون سهم وبالتالي بلغ سعر السهم 4.93 جنيه مصري

دولار أمريكي (مليون)	مارس 2019 المعدلة	مارس 2019
<b>الأصول غير المتداولة</b>		
الإستثمارات	3,156.7	1,719.7
مستحق من أطراف ذات علاقة - طويل الأجل	-	-
صافي الأصول الثابتة	0.1	0.1
<b>إجمالي الأصول غير المتداولة</b>	<b>3,156.8</b>	<b>1,719.8</b>
<b>الأصول المتداولة</b>		
مستحق من أطراف ذات علاقة - قصير الأجل	0.9	61.1
أرصدة مدينة أخرى	7.9	7.9
التقديرة وافي حكمها	4.3	4.3
<b>إجمالي الأصول المتداولة</b>	<b>13.1</b>	<b>73.3</b>
<b>إجمالي الأصول</b>	<b>3,169.9</b>	<b>1,793.1</b>
<b>إجمالي الالتزامات الغير المتداولة</b>	<b>1,200.0</b>	<b>1,200.0</b>
مستحق لأطراف ذات علاقة - قصير الأجل	390.6	442.8
أرصدة دائنة أخرى	190.4	132.0
<b>إجمالي الالتزامات المتداولة</b>	<b>581.0</b>	<b>574.8</b>
<b>حقوق الملكية والالتزامات</b>		
خسائر/أرباح مرحلة	18.3	18.3
قيم التغيير في الأصول والالتزامات المملوكة للشركة	1,370.6	
<b>إجمالي حقوق الملكية (دولار أمريكي \$ - بالمليون)</b>	<b>1,388.9</b>	<b>18.3</b>
سعر صعرف (دولار أمريكي : جنيه مصري	16.75	
<b>إجمالي حقوق الملكية (جنيه مصري - بالمليون)</b>	<b>23,265</b>	
عدد أسهم الشركة في تاريخ التقييم	4,721	
<b>سعر السهم</b>	<b>4.93</b>	

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

# بلغت القيمة العادلة لحقوق ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. في 31 مارس 2019 تاريخ التقييم مبلغ قدره 1,388.9 مليون دولار أمريكي ما يعادل 4.93 جنيه مصري للسهم

ملخص التقييم مقارنة بمتوسط سعر سهم الشركة المتداول في البورصة المصرية خلال الستة أشهر الماضية



المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. S&P Capital IQ

## ملخص التقييم (تابع)

- كما هو سالف الذكر بلغت قيمة حقوق ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. مبلغ قدره 23,265 مليون جنيه مصري موزعة على عدد 4,721 مليون سهم وبالتالي بلغ سعر السهم 4.93 جنيه مصري.
- لقد قمنا بتحليل سعر سهم شركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. خلال الستة أشهر الماضية من تاريخ التقييم بناءً على متوسط سعر السهم الأسبوعي خلال الفترة من ديسمبر 2018 إلى يونيو 2019 طبقاً لموقع (S&P Capital IQ) كما هو مبين في الرسم البياني أعلاه.
- متوسط سعر سهم شركة جلوبال تيلكوم القابضة المتداول خلال الستة أشهر الماضية من تاريخ التقييم بلغ 4.30 جنيه مصري متأثراً بمتوسط سعر السهم في الربع الأول من 2019.

# قمنا بتقييم الإستثمارات بقيمة 3,156.7 مليون دولار أمريكي أى بزيادة 1,437.0 مليون دولار أمريكي عن القيمة الدفترية المثبتة بالمركز المالي فى 31 مارس 2019

## صافي قيمة الأصول المعدلة لإستثمارات شركة جلوبال تيلكوم القابضة

البلد	حصة شركة جلوبال تيلكوم المباشرة	حصة شركة جلوبال تيلكوم الغير مباشرة	مارس 2019 المعدلة	مارس 2019
مالطا	100.00%	100.00%	245.0	1,262.6
مالطا	100.00%	84.71%	2,255.8	762.6
مالطا	100.00%	0.29%	4.2	
مالطا	100.00%	30.98%	356.9	323.7
مالطا	100.00%	8.22%	94.7	43.0
الجزائر	6.37%	6.37%	73.4	56.5
باكستان	100.00%	100.00%	124.7	25.3
			2.0	2.0
			<b>3,156.7</b>	<b>2,475.7</b>
			-	(756.0)
			<b>3,156.7</b>	<b>1,719.7</b>
			<b>1,437.0</b>	

(دولار أمريكي (مليون)

شركة Telecom Ventures Limited (TVL) تمتلك 100% من شركة بنغلاديش  
شركة International Wireless Communications Pakistan Limited (IWCPL) تمتلك 84.71% من شركة Jazz  
شركة TMGL تمتلك 0.29% من شركة Jazz  
شركة Oratel تمتلك 30.98% من شركة شركة أو منيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy)  
شركة Moga تمتلك 8.22% من شركة شركة أو منيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy)  
شركة جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. تمتلك 6.37% من شركة شركة أو منيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy)  
شركة موبلينك ميكرو فينانس  
شركات أخرى

خسائر انخفاض قيمة إستثمار شركة بنغلاديش

إجمالي قيمة إستثمارات شركة جلوبال تيلكوم القابضة

قيمة التغير فى إستثمارات شركة جلوبال تيلكوم القابضة بناءً على طريقة صافي قيمة الأصول المعدلة

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

### ملخص التقييم (تابع)

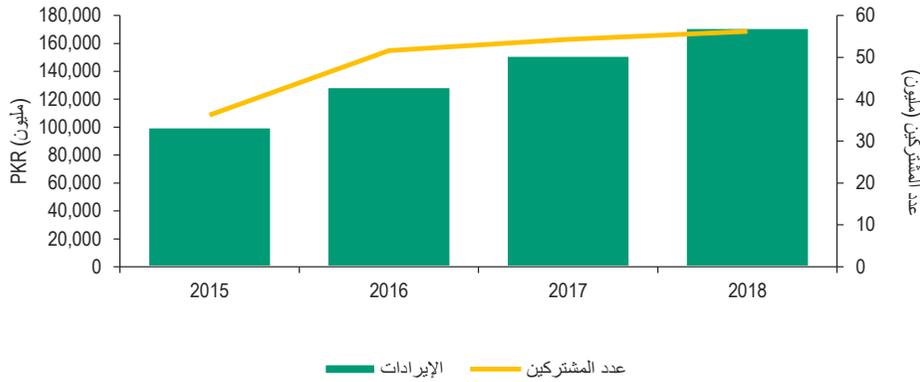
- كما هو سالف الذكر بصفحة 9 تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة إستثمارات بطريقة مباشرة وغير مباشرة. الجدول أعلاه يوضح حصة شركة جلوبال تيلكوم القابضة المباشرة والغير مباشرة
- تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة شركة TVL بنسبة 100% و TVL تمتلك شركة بنغلاديش بنسبة 100%. تم تقييم شركة بنغلاديش بقيمة 245.2 مليون دولار وبناءً عليه فصافي قيمة الأصول المعدلة لشركة TVL بلغت 245.0 مليون دولار بعد إضافة أصول والتزامات الشركة فى 31 مارس 2019
- تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة شركة IWCPL بنسبة 100% و IWCPL تمتلك شركة Jazz بنسبة 84.71%. و تمتلك أيضاً شركة جلوبال تيلكوم القابضة شركة TMGL بنسبة 100% والتي تمتلك شركة Jazz بنسبة 0.29%. تم تقييم شركة Jazz بقيمة 2,695.4 مليون دولار وبناءً عليه فصافي قيمة الأصول المعدلة لشركة IWCPL و TMGL بلغ 2,255.8 مليون دولار و 4.2 مليون دولار على التوالي بعد إضافة أصول والتزامات الشركة فى 31 مارس 2019
- تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة شركة موبيلينك ميكروفاينانس بنسبة 100% بطريقة مباشرة وقد تم تقييم شركة موبيلينك ميكروفاينانس بقيمة 124.7 مليون دولار كما هو مبين فى الجدول أعلاه
- بناءً على ما سبق فإجمالى التغير فى إستثمارات شركة جلوبال تيلكوم القابضة بلغ 1,437.0 مليون دولار أمريكي

### (تفاصيل المركز المالي للشركات الشقيقة فى ملحق 1 شركة جلوبال تيلكوم القابضة)

# القسم 1: جلوبال تيلكوم – باكستان للاتصالات

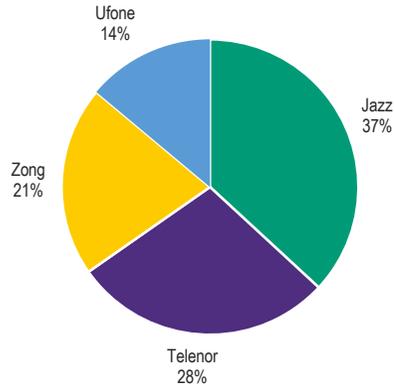
# شركة Jazz تعد الرائدة في السوق الباكستاني على أثر اندماج شركة Warid و Mobilink في يوليو 2016 حيث وصل عدد المشتركين إلى حوالي 51 مليون مشترك بحصة سوقية حوالي 37.8%

## إيرادات شركة Jazz وعدد مشتركينها التاريخية من 2015 إلى 2018



المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## الحصة السوقية للشبكات المحمولة في باكستان



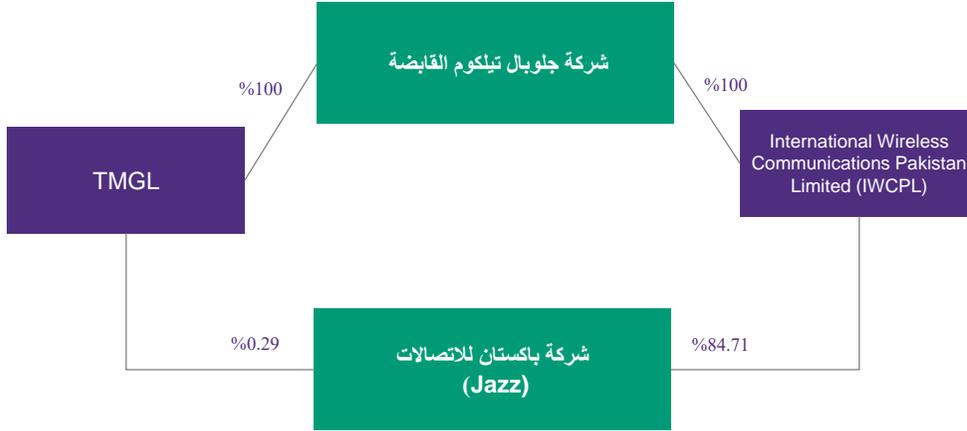
المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## نظرة عامة على الأعمال

- الشركة تعد الرائدة في السوق الباكستاني على أثر اندماج شركة Warid و Mobilink في يوليو 2016 حيث وصل عدد المشتركين إلى حوالي 56 مليون بحصة سوقية حوالي 37% من السوق في باكستان.
- من خلال العلامة التجارية Jazz تقدم الشركة مجموعة من خدمات الإتصالات الصوتية (mobile voice) والإنترنت (data) والبيانات المدفوعة مسبقاً والفواتير لكل من العملاء الأفراد والشركات وهي خدمات بشرائح أسعار مختلفة لتتناسب جميع العملاء.
- تغطي شركة Jazz أكثر من 20,000 مدينة أو بلدة ولديهم أكثر من 8,500 برج إتصال والرقم في زيادة مستمره وسريعه.
- ينقسم سوق الشبكات المحموله في باكستان علي 4 شركات ولكن شركة Jazz تعد أكبر شركة بالسوق من حيث الحصة السوقية وتظل المنافسة شرسة في سوق الإتصالات في باكستان ولكن شركة Jazz واصلت إظهار النمو في كل من الإيرادات والمشاركين مع زياده سنويه بنسبه حوالي 13% و5% في إجمالي الإيرادات وقاعدة المشتركين على التوالي في 2018.
- ظل السوق في عام 2018 تنافسياً لا سيما في عروض الإنترنت وتهدف الشركة إلى تقديم خدمات جديدة لدفع عجلة النمو. بيئة التسعير في السوق معقوله ولكن ما زالت الشركة محافظة على أسعارها المتميزه مقارنة بالمنافسين.
- ارتفعت قاعدة المشتركين بنسبة حوالي 5% في عام 2018 مدفوعاً بإستثمار الشركة بخطه توسعيه لتحسين الخدمات للمشاركين من حيث جودة الخدمه والتغطيه وبالتالي نمو عدد العملاء الجدد.
- من أولويات الشركة الرئيسييه تحقيق نمو في الإيرادات من خدمات الإتصالات الصوتية (mobile voice) والإنترنت (data).
- على مدار فترة الدراسة المتوقعه والتي تبلغ خمسة أعوام من سنة 2019 حتى سنة 2023 من المتوقع أن يستمر النمو في كل من الإيرادات والمشاركين بمعدل CAGR 6.3% و4.1% على التوالي خلال فترة الدراسة.
- ستظل البيئه الإقتصادييه في باكستان مليئةً بالتحديات في ظل الهبوط المستمر لقيمة العمله.

# تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة شركة باكستان للاتصالات (Jazz) بنسبة 85.0% بطريقة غير مباشرة من خلال إمتلاك حصص بشركت شقيقة بنسب 84.71% و 0.29%

هيكل ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة لشركة باكستان للاتصالات (Jazz)



المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

هيكل ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة شركة باكستان للاتصالات (Jazz)

- تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة شركة باكستان للاتصالات (Jazz) بنسبة 85.0% بطريقة غير مباشرة من خلال إمتلاك حصص بشركت شقيقة بنسب 84.71% و 0.29%.
- الشركات الشقيقة هم كالتالي:
  - شركة International Wireless Communications Pakistan Limited (IWCPL) والتي تمتلك شركة باكستان للاتصالات (Jazz) بنسبة 84.71%
  - شركة TMGL والتي تمتلك شركة باكستان للاتصالات (Jazz) بنسبة 0.29%
- الرسم البياني المقابل يوضح ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة شركة باكستان للاتصالات (Jazz).

# بلغت القيمة العادلة لحقوق ملكية شركة باكستان للاتصالات في 31 مارس 2019 مبلغ قدره 2,695.4 مليون دولار أمريكي

## ملخص التقييم

العملة بالمليون (PKR)	
2020	2019
طريقة الدخل - صافي خصم التدفقات النقدية	
464,137	464,137
قيمة الشركة	
36,090	36,090
بإضافة: النقدية وما في حكمها	
2,904	2,904
بإضافة: الإستثمارات بالقيمة الدفترية	
(98,193)	(98,193)
بخصم: الديون	
<b>404,938</b>	<b>404,938</b>
قيمة حقوق الملكية	
طريقة المضاعفات - الشركات المدرجة المشابهة	
طريقة مضاعف قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (EV/EBITDA)	
547,879	566,846
قيمة الشركة	
36,090	36,090
بإضافة: النقدية وما في حكمها	
2,904	2,904
بإضافة: الإستثمارات بالقيمة الدفترية	
(98,193)	(98,193)
بخصم: الديون	
<b>488,680</b>	<b>507,647</b>
قيمة حقوق الملكية	
متوسط قيمة حقوق الملكية في 2019 و2020	
<b>498,164</b>	
طريقة المضاعفات - إستحواذ الشركات المشابهة	
طريقة مضاعف قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (EV/EBITDA)	
460,769	460,769
قيمة الشركة	
36,090	36,090
بإضافة: النقدية وما في حكمها	
2,904	2,904
بإضافة: الإستثمارات بالقيمة الدفترية	
(98,193)	(98,193)
بخصم: الديون	
<b>401,570</b>	<b>401,570</b>
قيمة حقوق الملكية	
متوسط قيمة حقوق الملكية في 2019	
<b>401,570</b>	
الملخص	
242,963	قيمة الشركة - صافي خصم التدفقات النقدية بعد تطبيق الوزن النسبي (60%)
99,633	قيمة الشركة - مضاعف (EV/EBITDA) بعد تطبيق الوزن النسبي (20%)
80,314	قيمة الشركة - مضاعف الإستحواذات بعد تطبيق الوزن النسبي (20%)
<b>422,910</b>	قيمة حقوق الملكية النهائية (PKR)
<b>2,695.4</b>	قيمة حقوق الملكية النهائية (دولار أمريكي \$ - مليون)

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

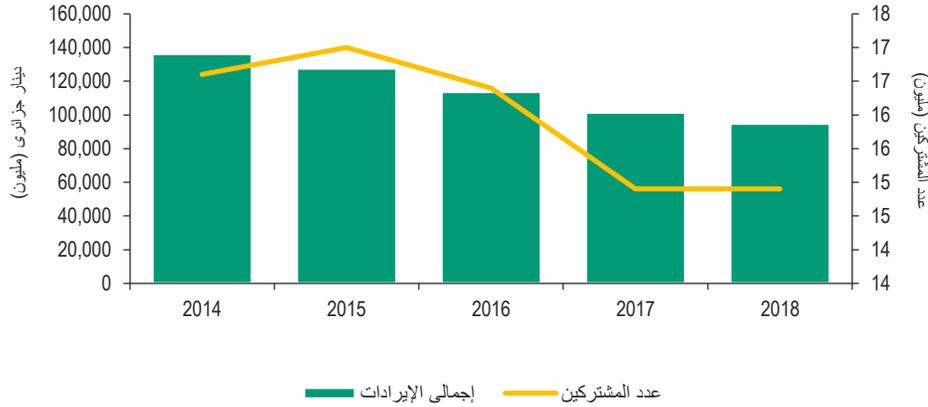
## ملخص التقييم

- تم استخدام طريقة خصم صافي التدفقات النقدية وطريقة المضاعفات لتحديد القيمة العادلة لشركة باكستان للاتصالات (Jazz) بناءً على إفتراضات إدارة الشركة للخمسة أعوام القادمة.
- وفقاً للإفتراضات المستخدمة في إعداد القوائم المالية المتوقعة وصافي التدفقات النقدية الحرة، قمنا بإحتساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل (WACC) بنسبة 15.2% ومعدل نمو للقيمة المتبقية (Terminal Growth Rate) للشركة يبلغ 5.4%، وبناءً عليه تم إحتساب قيمة الشركة بمبلغ 464,137 مليون روبي باكستاني.
- بعد إضافة النقدية وما في حكمها والإستثمارات وخصم الديون المثبتة بقائمة المركز المالي للشركة في 31 مارس 2019 (تاريخ التقييم) تم تحديد القيمة العادلة لحقوق ملكية الشركة لتبلغ 404,938 مليون روبي باكستاني وفقاً لطريقة خصم صافي التدفقات النقدية.
- باستخدام طريقة المضاعفات من خلال الشركات المدرجة المشابهة والإستحواذات السابقة للشركات المشابهة قمنا بتقييم قيمة حقوق الملكية لشركة باكستان للاتصالات (Jazz) باستخدام مضاعف قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك EV/EBITDA للشركة محل الدراسة.
- لقد استخدمنا المضاعفات سالفة الذكر للسنة المالية 2019 والسنة المالية 2020 من شركات متكافئة للشركة محل الدراسة بعد تطبيق خصم خاص يبلغ 20% و25% على مضاعفات السنتين الماليتين على التوالي لتغطية المخاطر المرتبطة بالإستثمار في السوق الباكستاني والمخاطر الأخرى المرتبطة بالقطاع والشركة بالتحديد
- باستخدام طريقة المضاعفات EV/EBITDA من خلال الشركات المدرجة المشابهة، بلغ متوسط قيمة الشركة مبلغ 557,363 مليون روبي باكستاني و460,769 مليون روبي باكستاني باستخدام مضاعفات الإستحواذات السابقة للشركات المشابهة.
- بعد إضافة النقدية وما في حكمها وخصم الديون، نستنتج أن متوسط قيمة حقوق الملكية لشركة باكستان للاتصالات (Jazz) وفقاً لطريقة المضاعفات EV/EBITDA سالفة الذكر بمبلغ 498,164 مليون روبي باكستاني و401,570 مليون روبي باكستاني على التوالي.
- لقد خصصنا وزناً نسبياً يبلغ 60% لطريقة خصم صافي التدفقات النقدية و20% لكل من طرق مضاعف قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك EV/EBITDA
- بلغت قيمة حقوق ملكية شركة باكستان للاتصالات (Jazz) مبلغ قدره 422,910 مليون روبي باكستاني (2,695.4 مليون دولار أمريكي)

## القسم 2: جلوبال تيلكوم – أومنيوم تيلكوم الجزائر

# شركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) تعد من الشركات الرائدة في السوق الجزائري حيث وصل عدد المشتركين إلى حوالي 16 مليون مشترك بحصة سوقية حوالى 34.3% في 2018

## إيرادات شركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) التاريخية من 2014 إلى 2018



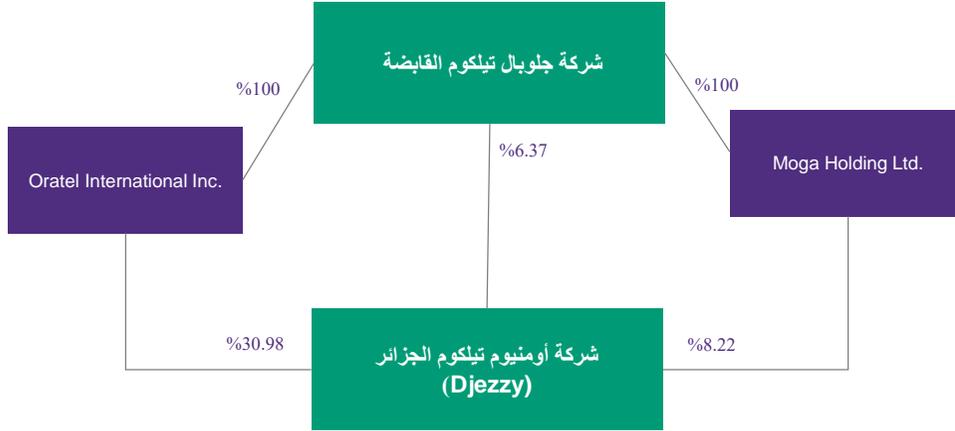
المصدر: 1. تحليل جرائد ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## نظرة عامة على الأعمال

- حصلت Djezzy على رخصة إستغلال خدمات الهاتف النقال في سنة 2001 وأطلقت شبكتها في 15 فبراير 2002 وتعد الشركة من الشركات الرائدة في السوق الجزائري في مجال الاتصالات النقاله بأكثر من 16 مليون مشترك في الربع الأول من عام 2019 بحصه سوقيه حوالي 34%
- تمنح الشركة تشكيكه واسعه من العروض والخدمات مثل الدفع المسبق، الإنترنت والخدمات ذات القيمة المضافه وتتوفر خدماتها للجيل الثالث في 48 ولاية منذ نهاية 2016 وقد تم إطلاق خدمات الجيل الرابع في أكتوبر 2016 والشركة تتابع توسعها في الولايات تبعاً للبرنامج المنصوص عليه الخاص برخصة الإستغلال.
- في سنة 2015 تحصل الصندوق الوطني للإستثمار على 51% من رأسمال الشركة بعد 3 سنوات من المفاوضات وتمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضه حوالي 45.5% من الشركة بطريقه مباشره وغير مباشره.
- إستمرت المنافسه في سوق الإتصالات في الجزائر والتي كانت واضحه في الربع الثاني من عام 2018 في خدمات الصوت والبيانات ووضع هذا ضغطاً قوياً على الأسعار و ARPU في الربع الأخير من عام 2018 وقررت الشركة تجديد العروض على الدفع المسبق والدفع الأجل من خلال طرق جديده تهدف إلى زيادة القيمة مع حماية قاعدة المشتركين بعروض تنافسيه.
- تحسنت الشركة خلال الربع الأول من عام 2019 من ناحية نمو المشتركين حيث زادت بنسبة 4.5% مقارنة بالربع الأول من عام 2018 على أساس ربع سنوي وإنخفضت الإيرادات بنسبة 1.3% في الربع الأول من عام 2019 مقارنة بالربع الأول من عام 2018.
- في الربع الأول من عام 2019 إرتفعت الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاهلاك والإستهلاك بنسبة 1.8% على أساس سنوي ويرجع ذلك بشكل رئيسي إلى إنخفاض مصروفات الدعاية الإعلانية والتسويقية للشركة.
- تمتلك شركة Djezzy أكبر حصه في سوق شبكات المحمول في الجزائر وينقسم السوق إلى ثلاث شركات هم Djezzy و Mobils و Oreedo.

## تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة حوالي 6.37% من الشركة بطريقة مباشرة و تمتلك بطريقة غير مباشرة شركة Djezzy من خلال حصص بشركات شقيقة بنسب 30.98% و 8.22%

هيكل ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة لشركة أومنيوم تيلكوم الجزائر



المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

هيكل ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة شركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy)

- تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة حوالي 6.37% من الشركة بطريقة مباشرة وتمتلك بطريقة غير مباشرة من خلال حصص بشركات شقيقه بنسب 30.98% و 8.22% والشركات الشقيقه هم كالتالي:
- شركة Oratel International Inc وتمتلك شركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) بنسبة 30.98%
- شركة Moga Holding Ltd وتمتلك شركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) بنسبة 8.22%
- الرسم البياني المقابل يوضح ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة لشركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) المباشرة وغير مباشرة.

# بلغت القيمة العادلة لحقوق ملكية شركة أومنيوم تيلكوم الجزائر في 31 مارس 2019 مبلغ قدره 1,152.1 مليون دولار أمريكي

## ملخص التقييم

دينار جزائري (مليون)	2019	2020
طريقة الدخل - صافي خصم التدفقات النقدية	141,076	141,076
قيمة الشركة	8,794	8,794
بإضافة: النقدية وما في حكمها	(24,984)	(24,984)
بخصم: الديون	<b>124,886</b>	<b>124,886</b>
قيمة حقوق الملكية		
طريقة المضاعفات - الشركات المدرجة المشابهة	164,548	149,031
طريقة مضاعف قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (EV/EBITDA)	8,794	8,794
قيمة الشركة	(24,984)	(24,984)
بإضافة: النقدية وما في حكمها	<b>148,358</b>	<b>132,841</b>
بخصم: الديون		
قيمة حقوق الملكية		
متوسط قيمة حقوق الملكية في 2019 و 2020	<b>140,599</b>	<b>140,599</b>
طريقة المضاعفات - إستحواد الشركات المشابهة	186,423	186,423
طريقة مضاعف قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (EV/EBITDA)	8,794	8,794
قيمة الشركة	(24,984)	(24,984)
بإضافة: النقدية وما في حكمها	<b>170,233</b>	<b>170,233</b>
بخصم: الديون		
قيمة حقوق الملكية		
متوسط قيمة حقوق الملكية في 2019	<b>170,233</b>	<b>170,233</b>
الملخص		
قيمة الشركة - صافي خصم التدفقات النقدية بعد تطبيق الوزن النسبي (60%)	74,932	74,932
قيمة الشركة - مضاعف (EV/EBITDA) بعد تطبيق الوزن النسبي (20%)	28,120	28,120
قيمة الشركة - مضاعف الإستحواد بعد تطبيق الوزن النسبي (20%)	34,047	34,047
قيمة حقوق الملكية النهائية (DZD)	<b>137,098</b>	<b>137,098</b>
قيمة حقوق الملكية النهائية (دولار أمريكي \$ - مليون)	<b>1,152.1</b>	<b>1,152.1</b>

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

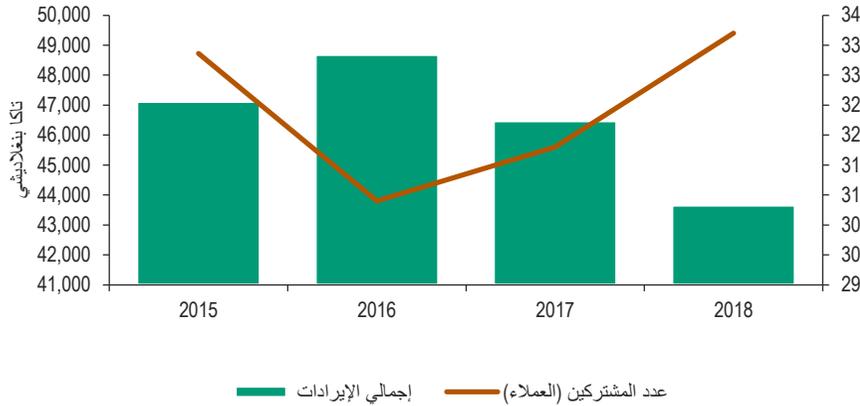
## ملخص التقييم

- تم استخدام طريقة خصم صافي التدفقات النقدية وطريقة المضاعفات لتحديد القيمة العادلة لشركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) بناءً على إفتراضات إدارة الشركة للخمسة أعوام القادمة.
- وفقاً للإفتراضات المستخدمة في إعداد القوائم المالية المتوقعة وصافي التدفقات النقدية الحرة قمنا بإحتساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل (WACC) بنسبة 14.06% ومعدل نمو للقيمة المتبقية (Terminal Growth Rate) للشركة يبلغ 4% وبناءً عليه تم إحتساب قيمة الشركة بمبلغ 141,076 مليون دينار جزائري.
- الجدير بالذكر أنه عند حساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل (WACC) تم إفتراض نسبة قدرها 2% كخصم خاص بالإستثمار بالشركة لتغطية المخاطر المرتبطة بالقطاع والبيئة الإقتصادية في الجزائر.
- بعد إضافة النقدية وما في حكمها وخصم الديون المثبتة بقائمة المركز المالي للشركة في 31 مارس 2019 (تاريخ التقييم) تم تحديد القيمة العادلة لحقوق ملكية الشركة لتبلغ 124,886 مليون دينار جزائري وفقاً لطريقة خصم صافي التدفقات النقدية.
- بإستخدام طريقة المضاعفات من خلال الشركات المدرجة المشابهة والإستحوادات السابقة للشركات المشابهة قمنا بتقييم قيمة حقوق الملكية لشركة (Djezzy) بإستخدام مضاعف قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك EV/EBITDA للشركة محل الدراسة.
- إستخدماً المضاعفات سألفة الذكر للسنة المالية 2019 والسنة المالية 2020 من شركات متكافئة للشركة محل الدراسة بعد تطبيق خصم خاص يبلغ 20% و 25% على مضاعفات السنتين الماليتين على التوالي لتغطية المخاطر المرتبطة بالإستثمار في السوق الجزائري والمخاطر الأخرى المرتبطة بالقطاع والشركة بالتحديد.
- بإستخدام طريقة المضاعفات EV/EBITDA من خلال الشركات المدرجة المشابهة بلغ متوسط قيمة الشركة حوالي 156,789 مليون دينار جزائري و 186,423 مليون دينار جزائري بإستخدام مضاعفات الإستحوادات السابقة للشركات المشابهة.
- بعد إضافة النقدية وما في حكمها وخصم الديون نستنتج أن متوسط قيمة حقوق الملكية لشركة Djezzy وفقاً لطريقة المضاعفات EV/EBITDA سألفة الذكر بمبلغ 140,599 مليون دينار جزائري و 170,233 مليون دينار جزائري على التوالي.
- خصصنا وزناً نسبياً يبلغ 60% لطريقة خصم صافي التدفقات النقدية و 20% لكل من طرق مضاعف قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك EV/EBITDA .
- بلغت قيمة حقوق ملكية شركة Djezzy مبلغ قدره 137,098 مليون دينار جزائري (1,152.1 مليون دولار أمريكي).

## القسم 3: جلوبال تيلكوم – بنغلاليينك

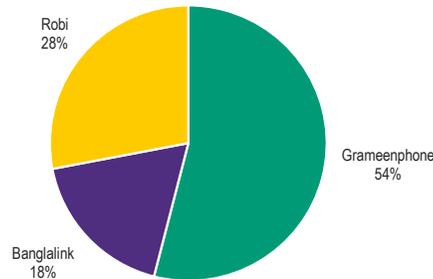
# شركة بنغلalink حصتها السوقية حوالي 18% من قطاع الإتصالات بأكثر من 30 مليون مشترك في بنغلاديش في 2018

## إيرادات بنغلalink التاريخية من 2015 إلى 2018



المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## الحصة السوقية للشبكات المحمولة في بنغلاديش في 2018



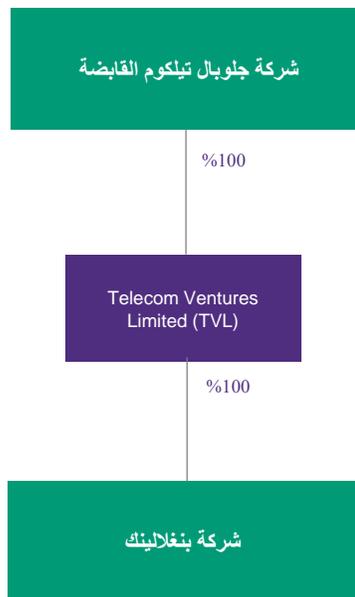
المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## نظرة عامة على الأعمال

- أسست بنغلalink لتكنولوجيا الإتصالات في فبراير 2005 وهي مملوكة بالكامل إلى (TVL - Telecom Ventures Limited) والمملوكة بالكامل لشركة جلوبال تيلكوم القابضة.
- قامت جلوبال تيلكوم القابضة في سبتمبر 2004 بالإستحواذ على 100% من TVL وقامت بتغيير علامتها التجارية في سنة 2005.
- تسيطر شركة بنغلalink على حصه سوقيه من حيث الإيرادات حوالي 18% بأكثر من 30 مليون مشترك في بنغلاديش مع نهاية 2018 وتعد بنغلalink ثالث أكبر شركة إتصالات في القطاع بعد Grameenphone و Robi بالترتيب.
- من أهم أولويات الشركة تحسين شبكتها وفي هذا الصدد قاموا بتركيب أحدث المعدات من سيمنز وهواوي وجلبوا أكثر من 1,000 شخص بمن فيهم خبراء من 15 بلدا حول العالم لإقامة البنية التحتية المطلوبه.
- نما إجمالي الإيرادات في الربع الأخير من عام 2018 بنسبة 1.3% على أساس سنوي، مدفوعًا بإيرادات الخدمات، التي ارتفعت بنسبة 2.6% على أساس سنوي. تمثل الزيادة استقرارًا في الإيرادات ، على الرغم من فجوة تغطية شبكة 3G من بنغلalink مقارنة بالمنافسين.
- انخفضت الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك في الربع الأخير من عام 2018 بنسبة 3.7% لتصل إلى 3.8 مليار تاكا ويرجع ذلك بشكل رئيسي إلى الزيادة في النفقات التشغيلية بسبب توسع شبكة 4G/LTE.
- على الرغم من استمرار المنافسة الشديدة في السوق مع التركيز بشكل خاص على اكتساب العملاء، واصلت بنغلalink التركيز على الحصول على العملاء في الربع الأخير من 2018، مع توفر شبكة أفضل لعملائها.

# تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة شركة بنغلاليك بطريقة غير مباشرة من خلال إمتلاكها لشركة (TVL) بنسبة 100% والتي تملك شركة بنغلاليك بنسبة 100%

## هيكل ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة لشركة بنغلاليك



## هيكل ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة لشركة بنغلاليك

- تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة شركة بنغلاليك بطريقة غير مباشرة من خلال إمتلاكها لشركة (TVL) بنسبة 100% والتي تملك شركة بنغلاليك بنسبة 100%.
- الرسم البياني المقابل يوضح ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة لشركة ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة لشركة بنغلاليك.

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

# بلغت القيمة العادلة لحقوق ملكية شركة بنغلاليينك في 31 مارس 2019 مبلغ قدره 245.2 مليون دولار أمريكي

## ملخص التقييم

تاكا (مليون)	2019	2020
طريقة الدخل - صافي خصم التدفقات النقدية	61,290	61,290
قيمة الشركة	3,726	3,726
بإضافة: النقدية وما في حكمها	(50,017)	(50,017)
بخصم: الديون	<b>14,998</b>	<b>14,998</b>
قيمة حقوق الملكية		
طريقة المضاعفات - الشركات المدرجة المشابهة	84,585	80,007
طريقة مضاعف قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (EV/EBITDA)	3,726	3,726
قيمة الشركة	(50,017)	(50,017)
بإضافة: النقدية وما في حكمها	<b>38,294</b>	<b>33,716</b>
بخصم: الديون		
قيمة حقوق الملكية		
متوسط قيمة حقوق الملكية في 2019 و2020	<b>36,005</b>	<b>36,005</b>
طريقة المضاعفات - إستحواذ الشركات المشابهة	68,756	68,756
طريقة مضاعف قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (EV/EBITDA)	3,726	3,726
قيمة الشركة	(50,017)	(50,017)
بإضافة: النقدية وما في حكمها	<b>22,465</b>	<b>22,465</b>
بخصم: الديون		
قيمة حقوق الملكية		
متوسط قيمة حقوق الملكية في 2019	<b>22,465</b>	<b>22,465</b>
الملخص		
قيمة الشركة - صافي خصم التدفقات النقدية بعد تطبيق الوزن النسبي (60%)	8,999	8,999
قيمة الشركة - مضاعف (EV/EBITDA) بعد تطبيق الوزن النسبي (20%)	7,201	7,201
قيمة الشركة - مضاعف (EV/EBIT) بعد تطبيق الوزن النسبي (20%)	4,493	4,493
قيمة حقوق الملكية النهائية (Taka)	<b>20,693</b>	<b>20,693</b>
قيمة حقوق الملكية النهائية (دولار أمريكي \$ - مليون)	<b>245.2</b>	<b>245.2</b>

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## ملخص التقييم

- تم استخدام طريقة خصم صافي التدفقات النقدية وطريقة المضاعفات لتحديد القيمة العادلة لشركة بنغلاليينك بناءً على إفتراضات إدارة الشركة للخمسة أعوام القادمة.
- وفقاً للإفتراضات المستخدمة في إعداد القوائم الماليه المتوقعه وصافي التدفقات النقدية الحره قمنا بإحتساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل (WACC) بنسبة 13.74% ومعدل نمو للقيمة المتبقية (Terminal Growth Rate) للشركة يبلغ 5% وبناءً عليه تم إحتساب قيمة الشركة بمبلغ 61,290 مليون تاكا.
- الجدير بالذكر أنه عند حساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل (WACC) تم إفتراض نسبه قدرها 3% كخصم خاص بالإستثمار بالشركة ولتغطية المخاطر المرتبطه بالقطاع والبيئه الإقتصادي في بنغلاديش.
- بعد إضافة النقدية وما في حكمها وخصم الديون المثبتة بقائمة المركز المالي للشركة في 31 مارس 2019 (تاريخ التقييم) تم تحديد القيمة العادلة لحقوق ملكية الشركة لتبلغ 14,998 مليون تاكا وفقاً لطريقة خصم صافي التدفقات النقدية.
- بإستخدام طريقة المضاعفات من خلال الشركات المدرجة المشابهة والإستحواذات السابقه للشركات المشابهة قمنا بتقييم قيمة حقوق الملكية لشركة بنغلاليينك بإستخدام مضاعف قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك EV/EBITDA للشركة محل دراسته.
- إستخدما المضاعفات سالفه الذكر للسنة الماليه 2019 والسنة الماليه 2020 من شركات متكافئه للشركة محل دراسته بعد تطبيق خصم خاص يبلغ 30% و35% على مضاعفات السنتين الماليتين على التوالي لتغطية المخاطر المرتبطه بالإستثمار في السوق في بنغلاديش والمخاطر الأخرى المرتبطه بالقطاع والشركة بالتحديد.
- بإستخدام طريقة المضاعفات EV/EBITDA من خلال الشركات المدرجة المشابهة بلغ متوسط قيمة الشركة مبلغ 82,296 مليون تاكا 68,756 مليون تاكا بإستخدام مضاعفات الإستحواذات السابقه للشركات المشابهة على التوالي.
- بعد إضافة النقدية وما في حكمها وخصم الديون نستنتج أن متوسط قيمة حقوق الملكية لشركة بنغلاليينك وفقاً لطريقة المضاعفات EV/EBITDA الإستحواذات السابقه سالفه الذكر بمبلغ 36,005 مليون تاكا و22,465 مليون تاكا على التوالي.
- خصصنا وزناً نسبياً يبلغ 60% لطريقة خصم صافي التدفقات النقدية و20% لكل من طرق مضاعف قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك EV/EBITDA.
- بلغت قيمة حقوق ملكية شركة بنغلاليينك مبلغ قدره 20,693 مليون تاكا (245.2 مليون دولار أمريكي).

## القسم 4: جلوبال تيلكوم – موبيلينك ميكروفاينانس

# يعتبر موبيلينك ميكروفاينانس من البنوك الرائدة في تمويل المشاريع متناهية الصغر والبنوك الإلكترونية حيث وصل عدد المحافظ الإلكترونية إلى 15 مليون محفظة في باكستان

هيكل ملكية شركة جلوبال تيلكوم القابضة لشركة موبيلينك ميكروفاينانس



المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## نظرة عامة على الأعمال

- يعتبر موبيلينك ميكروفاينانس من البنوك الرائدة في تمويل المشاريع متناهية الصغر والبنوك الإلكترونية (بدون فروع) حيث وصل عدد المحافظ الإلكترونية إلى 15 مليون محفظة في باكستان
- يمتلك البنك 61 فرع في 8 مناطق في جميع أنحاء باكستان وأكثر من 10,000 موظف وشبكة إلكترونية بها أكثر من 73,000 موظف لخدمة العملاء إلكترونياً .
- موبيلينك ميكروفاينانس بدأ النشاط في سنة 2012 واطلق عمليات بنكية إلكترونية تحت اسم Jazzcash مع الشراكة مع شركة باكستان للاتصالات (Jazz)
- من حيث الأداء المالي فإن موبيلينك ميكروفاينانس برز كواحد من أسرع البنوك التي غطت تكاليفها في 2016 وفي خلال أربع سنين من بداية نشاطه وسجل البنك زيادة في الربح بعد الضرائب بأكثر من 165% في 2017 والتي أدت إلى 21.6% عائد على حقوق الملكية.
- أظهر موبيلينك ميكروفاينانس زيادة ملحوظة في إجمالي الإيرادات حيث وصل إلى 3,283 مليون روبي باكستاني في 2018 مقارنة بـ 2,531 مليون روبي باكستاني في 2017
- يتماشى نمو البنك مع قطاع تمويل المشروعات متناهية الصغر الذي يستمر في التوسع والاحتفاظ بمعدل نمو متوسط ثابت 10% كل ربع سنوي.
- تمتلك شركة جلوبال تيلكوم القابضة شركة موبيلينك ميكروفاينانس بنسبة 100.0% كما هو مبين في الرسم البياني المقابل

# بلغت قيمة العادلة لحقوق الملكية لشركة موبيلينك ميكروفانانس مبلغ قدره 124.7 مليون دولار أمريكي

## ملخص التقييم

## ملخص التقييم

- تم استخدام طريقة خصم صافي التدفقات النقدية (DCF)، طريقة (Excess Return) لتحديد القيمة العادلة لحقوق الملكية لشركة موبيلينك ميكروفانانس
- وفقاً للافتراضات المستخدمة في إعداد القوائم المالية المتوقعة قمنا باحتساب تكلفة حقوق الملكية (Cost of Equity) بنسبة 18.50% ومعدل نمو للقيمة المتبقية (Terminal Growth Rate) للشركة يبلغ 4%، وبناءً عليه تم احتساب قيمة الحقوق الملكية بناءً على طريقة (Excess Return) بمبلغ 16,824 مليون روبي باكستاني.
- الجدير بالذكر انه عند حساب المتوسط المرجح لتكلفة حقوق الملكية (Cost of Equity) تم افتراض نسبة قدرها 1% كخصم خاص بالإستثمار بالشركة
- باستخدام طريقة المضاعفات، قمنا بتقييم قيمة حقوق الملكية لشركة موبيلينك ميكروفانانس باستخدام كل من مضاعف P/E من الشركات المتكافئة المدرجة بالبورصة و مضاعف P/E المستمد من إستحواذ الشركات المشابهة في القطاع والتي تم الحصول عليها من شركات متكافئة للشركة محل الدراسة.
- لقد استخدمنا المضاعفات سالفة الذكر للسنة المالية 2019 من شركات متكافئة للشركة محل الدراسة بعد تطبيق خصم خاص يبلغ 10% و 15% على المضاعفات لتغطية المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السوق الباكستاني والمخاطر الأخرى المرتبطة بالقطاع
- باستخدام طريقة المضاعفات، بلغ متوسط قيمة الحقوق الملكية للشركة بمبلغ 22,038 مليون روبي باكستاني و 19,811 مليون روبي باكستاني باستخدام طريقتي المضاعفات على التوالي.
- لقد خصصنا وزناً نسبياً يبلغ 33% لطريقة خصم صافي التدفقات النقدية (DCF) و 33% لطريقة المضاعفات P/E من الشركات المتكافئة المدرجة بالبورصة و 33% لطريقة مضاعف P/E المستمد من إستحواذ الشركات المشابهة في القطاع
- بلغت قيمة حقوق ملكية لشركة موبيلينك ميكروفانانس مبلغ قدره 19,557 مليون روبي باكستاني (124.7 مليون دولار أمريكي).

روبي باكستاني (مليون)	
<b>طريقة الدخل - (Excess return)</b>	
قيمة حقوق الملكية	16,824
<b>طريقة مضاعفات - P/E</b>	
متوسط مضاعف P/E	19.6x
الخصم الخاص بالاستثمار في الشركة	10%
<b>مضاعف P/E</b>	17.6x
صافي الدخل في 2019	1,286
<b>قيمة حقوق الملكية</b>	<b>22,668</b>
<b>متوسط قيمة حقوق الملكية</b>	<b>22,038</b>
<b>طريقة مضاعفات - P/E (Transactions)</b>	
متوسط مضاعف P/E	19.3x
الخصم الخاص بالاستثمار في الشركة	20%
<b>مضاعف P/E</b>	<b>15.4x</b>
صافي الدخل في 2019	1,286
<b>قيمة حقوق الملكية</b>	<b>19,811</b>
<b>متوسط قيمة حقوق الملكية</b>	<b>19,811</b>
<b>متوسط المرجح P/E، DCF و P/E (Transactions)</b>	
طريقة الدخل - (DCF)	33%
طريقة المدافعات - (P/E)	33%
طريقة المضاعفات - P/E (Transactions)	33%
<b>قيمة حقوق الملكية</b>	<b>19,557.9</b>
<b>قيمة حقوق الملكية (دولار أمريكي \$ - مليون)</b>	<b>124.7</b>

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

# الملحقات – باكستان للإتصالات (Jazz)

1- طريقة خصم صافي التدفقات تانقدية

2- معدل الخصم

# 1 - طريقة خصم صافي التدفقات النقدية - باكستان للاتصالات (Jazz)

الإفترضات						
					15.20%	معدل الخصم (1)
					30.0%	معدل ضريبة الدخل (2)
					5.4%	معدل النمو (3)
القيمة النهائية	2023	2022	2021	2020	2019	روبي باكستاني (مليون)
(24,218)	(22,977)	(21,789)	(20,423)	(18,692)	(14,152)	يخصم: الضرائب
<b>56,508</b>	<b>53,613</b>	<b>50,842</b>	<b>47,654</b>	<b>43,614</b>	<b>33,021</b>	صافي الأرباح بعد الضريبة
						صافي الأرباح بعد الضريبة و التعديل
49,839	47,285	44,717	41,848	40,311	23,838	يضاف: الإهلاك والإستهلاك
2,719	2,226	1,492	1,754	2,339	3,934	(4) التغيرات في رأس المال العامل
(47,744)	(37,524)	(39,743)	(43,207)	(37,175)	(89,051)	(5) صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الإستثمارية
<b>61,323</b>	<b>65,601</b>	<b>57,308</b>	<b>48,048</b>	<b>49,090</b>	<b>(28,258)</b>	صافي التدفقات النقدية
						مدة الخصم
4.25	4.25	3.25	2.25	1.25	0.38	معامل القيمة الحالية
0.55	0.55	0.63	0.73	0.84	0.95	القيمة الحالية للتدفقات النقدية
<b>342,789</b>	<b>35,934</b>	<b>36,164</b>	<b>34,930</b>	<b>41,111</b>	<b>(26,791)</b>	
						قيمة الشركة
					121,348	
					342,789	القيمة الحالية للقيمة المتبقية للشركة
					<b>464,137</b>	إجمالي قيمة الشركة
					36,090	يضاف: النقدية وما في حكمها
					2,904	يضاف: إستثمارات متاحة للبيع
					(98,193)	يخصم: ديون
					<b>404,938</b>	قيمة حقوق الملكية

(1) بناءً على استخدام المتوسط المرجح لتكلفة التمويل

(2) بناءً على معدل الضريبة في باكستان

(3) بناءً على النمو المتوقع للنتائج المحلي الإجمالي لباكستان

(4) تم توقع التغيير في رأس المال العامل بناءً على إفترضات الإدارة

(5) تم توقع التدفقات النقدية من الأنشطة الإستثمارية بناءً على توقعات الإدارة

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

# 1 - طريقة خصم صافي التدفقات النقدية - باكستان للاتصالات (Jazz) (تابع)

## طريقة إحتساب القيمة المتبقية للشركة

الإفتراضات	
15.20%	معدل الخصم (1)
30.0%	معدل ضريبة الدخل (2)
5.4%	معدل النمو (3)
القيمة المتبقية	
265,242	إيرادات النشاط
(102,754)	تكاليف النشاط
<b>162,488</b>	<b>مجموع الربح</b>
(31,923)	مصروفات عمومية وإدارية و تسويقية
<b>130,566</b>	<b>الأرباح (الخسائر) قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك</b>
(49,839)	الإهلاك والإستهلاك
<b>80,726</b>	<b>الأرباح قبل الفوائد والضرائب</b>
(24,218)	يخصم: الضرائب
<b>56,508</b>	<b>صافي الأرباح بعد الضريبة</b>
49,839	يضاف: الإهلاك والإستهلاك
2,719	التغيرات في رأس المال العامل
(47,744)	صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الإستثمارية
<b>61,323</b>	<b>صافي التدفقات النقدية</b>
625,786	القيمة الحالية للقيمة المتبقية للشركة قبل خصم معامل القيمة الحالية
0.548	معامل القيمة الحالية
<b>342,789</b>	<b>القيمة الحالية للقيمة المتبقية للشركة</b>

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## طريقة إحتساب القيمة المتبقية للشركة

كما هو سالف الذكر معدل نمو للقيمة المتبقية (Terminal growth rate) للشركة يبلغ 5.4% و بناءً عليه تم زيادة الإيرادات وتكاليف النشاط والمصروفات لعموميه الادارية والتسويقية بنسبة 5.4% مقارنة بسنة 2023

- بناءً على استخدام المتوسط المرجح لتكلفة التمويل
- بناءً على معدل الضريبة في باكستان
- بناءً على النمو المتوقع للناجح المحلي الإجمالي لباكستان
- بناءً على زيادة الإيرادات وتكاليف النشاط والمصروفات لعموميه الادارية والتسويقية بنسبة 5.4% أرباح (الخسائر) قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك إرتفعت بنسبة 5.4% مقارنة بسنة 2023
- تم إفتراض الإهلاك والإستهلاك في السنة المتبقية بزيادة بنسبة 5.4% مقارنة بسنة 2023
- بناءً على ما سبق وبعد خصم الضرائب صافي الربح بعد الضريبة 56,508 مليون روبي باكستاني
- تم إحتساب التغيرات في رأس المال العامل بناءً على التغير في الإيرادات مع إبقاء نسبة رأس المال العامل عند حوالي 20% من الإيرادات بناءً على إفتراضات الإدارة والتي تتماشى مع نسب الشركات المشابهة
- تم توقع التدفقات النقدية من الأنشطة الإستثمارية بناءً على نسبة 18% للإيرادات بناءً على نسب الشركات المشابهة
- صافي التدفقات النقدية للقيمة المتبقية للشركة متوقع أن تكون 61,323 مليون روبي باكستاني بناءً على ما سبق
- القيمة الحالية للقيمة المتبقية للشركة قبل خصم معامل القيمة الحالية يتم إحتسابها بإستخدام (Gordon Growth Model). (صافي التدفقات النقدية للقيمة المتبقية للشركة / (المتوسط المرجح لتكلفة التمويل - معدل نمو للقيمة المتبقية (Terminal growth rate). بإستخدام هذه المعادلة تم إحتساب القيمة الحالية للقيمة المتبقية للشركة قبل خصم معامل القيمة الحالية 625,786 مليون روبي باكستاني كما هو مبين في الجدول المقابل

## 2 - معدل الخصم - باكستان للاتصالات (Jazz)

### المتوسط المرجح لتكلفة التمويل (WACC)

العائد الخالي من المخاطر	(1)	2.74%
علاوة المخاطر	(2)	6.0%
معدل بيتا بعد تطبيق الرافعة المالية للشركة	(3)	0.87
الخصم الخاص بالأستثمار في باكستان	(4)	9.0%
<b>تكلفة حقوق الملكية</b>		<b>17.0%</b>
تكلفة الديون	(5)	11.5%
نسبة الضرائب		30.0%
<b>تكلفة الديون بعد الضرائب</b>		<b>8.1%</b>
<b>هيكل رأس المال الحالي</b>		
حقوق الملكية		79.90%
الديون	(6)	20.10%
<b>المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال</b>		<b>15.20%</b>

المصدر: 1. تحليل جرائت ثورنتون 2. بيانات الإدارة

### ملاحظات للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

- تم تحديد هذا العائد باستخدام السندات الحكومية طويلة الأجل بالولايات المتحدة الأمريكية ( US treasury bills yield 10 years). يبلغ العائد الخالي من المخاطر والمستخدم على مدار الدراسة نسبة 2.74% طبقاً لموقع (S&P Capital IQ).
  - قد تم تحديد علاوة في السوق بنسبة 6% حتى نحدد التقدير المبدئي لقيمة تكلفة الإستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية بإضافة نسبة للإستثمار بالأسواق النامية (Damodaran).
  - يبلغ معامل البيتا (levered) المستخدم على مدار الدراسة 0.87 وفقاً لمتوسط للشركات المماثلة طبقاً لموقع (S&P Capital IQ).
  - تم تحديد نسبة 9% لتغطية المخاطر المرتبطة بالإستثمار في باكستان (Damodaran)
  - قد تم احتساب هذه النسبة بناءً على متوسط قيمة الفائدة على القروض والتسهيلات إستناداً إلى نسبة (Kibor) في باكستان.
  - وقد تم احتساب نسبة القروض لحقوق الملكية بنسبة 20.1% إلى 79.9% طبقاً للهيكل التمويلي لشركات المقارنة المماثلة طبقاً لموقع (S&P Capital IQ).
- بناءً على ما سبق ذكره بلغ معدل الخصم المستخدم حوالي 15.20%

## 2 - معدل الخصم - باكستان للاتصالات (Jazz) (تابع)

### معامل البيتا (Beta)

(USD)	MONTHLY	MARKET	MARKET	EFFECTIVE	MONTHLY	
SELECTED PUBLIC	EQUITY	VALUE OF	VALUE OF	DEBT TO	ASSET	
GUIDELINE COMPANIES	BETA	TOTAL	COMMON	TOTAL	TAX	
	BETA	DEBT	EQUITY	CAPITAL	RATE	BETA
TPG Telecom Limited	0.65	1,155,271	4,577,770	20.2%	30.8%	0.55
Bharti Airtel Limited	0.80	17,394,425	19,200,563	47.5%	35.0%	0.50
Perusahaan Perseroan (Persero) PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	0.61	3,267,250	27,390,703	10.7%	23.3%	0.56
Grameenphone Ltd.	0.98	162,882	6,558,683	2.4%	36.8%	0.97
Globe Telecom, Inc.	1.08	2,837,623	4,894,680	36.5%	32.5%	0.78
Digi.Com Berhad	1.00	651,449	8,667,535	7.0%	25.9%	0.94
Advanced Info Service Public Company Limited	0.84	3,376,582	17,238,703	16.4%	16.6%	0.72
				<b>Average</b>	<b>20.1%</b>	<b>0.72</b>
<b>Re-levering of Beta:</b>						
Selected asset beta	0.72					
Debt to equity market value	30.7%					
Estimated income tax rate	30.0%					
<b>RELEVERED BETA</b>	<b>0.87</b>					

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. S&P Capital IQ

# الملحقات – أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy)

1- طريقة خصم صافي التدفقات تانقدية

2- معدل الخصم

# 1 - طريقة خصم صافي التدفقات النقدية - شركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy)

الإفترضات						
					14.06%	
					26.0%	
					4.0%	
دينار جزائري (مليون)	2019	2020	2021	2022	2023	القيمة النهائية
الأرباح قبل الفوائد والضرائب	20,032	27,119	27,481	28,475	28,778	29,927
يخصم: الضرائب	(5,208)	(7,051)	(7,145)	(7,404)	(7,482)	(7,781)
صافي الأرباح بعد الضريبة	14,824	20,068	20,336	21,072	21,296	22,146
صافي الأرباح بعد الضريبة و التعديل	13,801	17,687	17,387	17,183	17,125	17,810
يضاف: الإهلاك والإستهلاك	1,995	258	291	263	235	787
التغيرات في رأس المال العامل	(10,412)	(20,997)	(22,959)	(23,150)	(24,359)	(27,013)
صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الإستثمارية	20,208	17,017	15,056	15,368	14,297	13,731
صافي التدفقات النقدية	0.38	1.25	2.25	3.25	4.25	4.25
مدة الخصم	0.95	0.85	0.74	0.65	0.57	0.57
معامل القيمة الحالية	19,231	14,431	11,194	10,018	8,171	78,031
القيمة الحالية للتدفقات النقدية	63,045	78,031				
قيمة الشركة	141,076					
إجمالي قيمة الشركة	8,794					
يضاف: النقدية وما في حكمها	(24,984)					
يخصم: ديون	124,886					
قيمة حقوق الملكية						

(1) بناءً على استخدام المتوسط المرجح لتكلفة التمويل

(2) بناءً على معدل الضريبة في الجزائر

(3) بناءً على النمو المتوقع للناتج المحلي الإجمالي للجزائر

(4) تم توقع التغيير في رأس المال العامل بناءً على إفترضات الإدارة

(5) تم توقع التدفقات النقدية من الأنشطة الإستثمارية بناءً على توقعات الإدارة

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

© جرانث ثورنتون للإستشارات المالية عن الأوراق المالية | جلوبال تيلكوم القابضة ش.م.م. | يوليو 2019

# 1 - طريقة خصم صافي التدفقات النقدية - شركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) (تابع)

## طريقة إحتساب القيمة المتبقية للشركة

## طريقة إحتساب القيمة المتبقية للشركة

كما هو سالف الذكر معدل نمو للقيمة المتبقية (Terminal growth rate) للشركة يبلغ 4%. و بناءً عليه تم زيادة الإيرادات وتكاليف النشاط والمصروفات لعموميه الادارية والتسويقية بنسبة 4% مقارنة بسنة 2023

- (1) بناءً على استخدام المتوسط المرجح لتكلفة التمويل
- (2) بناءً على معدل الضريبة في الجزائر
- (3) بناءً على النمو المتوقع للنتائج المحلى الإجمالي في الجزائر
- (4) بناءً على زيادة الإيرادات وتكاليف النشاط والمصروفات لعموميه الادارية والتسويقية بنسبة 4% أرباح (الخسائر) قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك إرتفعت بنسبة 4% مقارنة بسنة 2023
- (5) تم إفتراض الإهلاك في السنة المتبقية بزيادة بنسبة 4% مقارنة بسنة 2023
- (6) بناءً على ما سبق وبعد خصم الضرائب صافي الربح بعد الضريبة 22,146 مليون دينار جزائري
- (7) تم إحتساب التغيرات في رأس المال العامل بناءً على التغير في الإيرادات مع إبقاء نسبة رأس المال العامل عند حوالي 18.5% من الإيرادات بناءً على إفتراضات الإدارة والتي تتماشى مع نسب الشركات المشابهة
- (8) تم توقع التدفقات النقدية من الانشطة الإستثمارية بناءً على نسبة حوالي 18.5% للإيرادات بناءً على إفتراضات الإدارة والتي تتماشى مع نسب الشركات المشابهة
- (9) صافي التدفقات النقدية للقيمة المتبقية للشركة متوقع أن تكون 13,731 مليون دينار جزائري بناءً على ما سبق
- (10) القيمة الحالية للقيمة المتبقية للشركة قبل خصم معامل القيمة الحالية يتم إحتسابها بإستخدام (Gordon Growth Model). (صافي التدفقات النقدية للقيمة المتبقية للشركة / (المتوسط المرجح لتكلفة التمويل - معدل نمو للقيمة المتبقية (Terminal growth rate)). بإستخدام هذه المعادلة تم إحتساب القيمة الحالية للقيمة المتبقية للشركة قبل خصم معامل القيمة الحالية 136,531 مليون دينار جزائري كما هو مبين في الجدول المقابل.

الإفتراضات		
معدل الخصم (1)	14.06%	
معدل ضريبة الدخل (2)	26.0%	
معدل النمو (3)	4.0%	
<b>دينار جزائري (مليون)</b>		
<b>القيمة المتبقية</b>		
إيرادات النشاط	110,611	
تكاليف النشاط	(25,947)	
<b>مجموع الربح</b>	<b>84,664</b>	
مصروفات عوميه وادارية و تسويقية	(36,926)	
<b>الأرباح (الخسائر) قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك</b>	<b>47,738</b>	(4)
الإهلاك	(17,810)	(5)
<b>الأرباح قبل الفوائد والضرائب</b>	<b>29,927</b>	
يخصم: الضرائب	(7,781)	(3)
<b>صافي الأرباح بعد الضريبة</b>	<b>22,146</b>	(6)
يضاف: الإهلاك والإستهلاك	17,810	(5)
التغيرات في رأس المال العامل	787	(7)
صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الإستثمارية	(27,013)	(8)
<b>صافي التدفقات النقدية</b>	<b>13,731</b>	(9)
القيمة الحالية للقيمة المتبقية للشركة قبل خصم معامل القيمة الحالية	136,531	(10)
معامل القيمة الحالية	0.572	
<b>القيمة الحالية للقيمة المتبقية للشركة</b>	<b>78,031</b>	

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## 2 - معدل الخصم - شركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy)

### المتوسط المرجح لتكلفة التمويل (WACC)

### ملاحظات للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

- (1) تم تحديد هذا العائد باستخدام السندات الحكومية طويلة الأجل بالولايات المتحدة الأمريكية ( US treasury bills yield 10 years). يبلغ العائد الخالي من المخاطر والمستخدم على مدار الدراسة نسبة 2.74% طبقاً لموقع (S&P Capital IQ).
  - (2) قد تم تحديد علاوة في السوق بنسبة 6% حتى نحدد التقدير المبدئي لقيمة تكلفة الإستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية بإضافة نسبة للإستثمار بالأسواق النامي (Damodaran).
  - (3) يبلغ معامل البيتا (levered) المستخدم على مدار الدراسة 0.86 وفقاً لمتوسط للشركات المماثلة طبقاً لموقع (S&P Capital IQ).
  - (4) تم تحديد نسبة 7.64% لتغطية المخاطر المرتبطة بالإستثمار في الجزائر
  - (5) تم تحديد نسبة 2% لتغطية المخاطر المرتبطة بالشركة وبالقطاع
  - (6) قد تم احتساب هذه النسبة بناءً على متوسط قيمة الفائدة على القروض والتسهيلات على الشركة.
  - (7) وقد تم احتساب نسبة القروض لحقوق الملكية بنسبة 29.83% إلى 70.17% طبقاً للهيكل التمويلي لشركات المقارنة المماثلة طبقاً لموقع (S&P Capital IQ).
- بناءً على ما سبق ذكره بلغ معدل الخصم المستخدم حوالي 14.06%

تكلفة التمويل	
العائد الخالي من المخاطر	2.74% (1)
علاوة المخاطر	6.0% (2)
معامل بيتا بعد تطبيق الرافعة المالية للشركة	0.86 (3)
الخصم الخاص بالإستثمار في الجزائر	7.6% (4)
مخاطر إضافية للإستثمار بالشركة	2.0% (5)
<b>تكلفة حقوق الملكية</b>	<b>17.5%</b>
تكلفة الديون	8.0% (6)
نسبة الضرائب	26.0%
<b>تكلفة الديون بعد الضرائب</b>	<b>5.9%</b>
<b>هيكل رأس المال الحالي</b>	
حقوق الملكية	70.17%
الديون	29.83% (7)
<b>المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال</b>	<b>14.06%</b>

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## 2 - معدل الخصم - شركة أومنيوم تيلكوم الجزائر (Djezzy) (تابع)

### معامل البيتا (Beta)

SELECTED PUBLIC GUIDELINE COMPANIES	MONTHLY EQUITY		MARKET VALUE OF COMMON EQUITY	MARKET VALUE OF DEBT TO TOTAL CAPITAL	EFFECTIVE INCOME TAX RATE	MONTHLY ASSET BETA
	BETA	TOTAL DEBT				
TPG Telecom Limited	0.65	1,155,271	4,577,770	20.2%	30.8%	0.55
Bharti Airtel Limited	0.80	17,394,425	19,200,563	47.5%	35.0%	0.50
Perusahaan Perseroan (Persero) PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	0.61	3,267,250	27,390,703	10.7%	23.3%	0.56
GrameenPhone Ltd.	0.98	162,882	6,558,683	2.4%	36.8%	0.97
Digi.Com Berhad	1.00	651,449	8,667,535	7.0%	25.9%	0.94
Advanced Info Service Public Company Limited	0.84	3,376,582	17,238,703	16.4%	16.6%	0.72
Ooredoo Q.P.S.C.	0.90	10,340,159	5,720,354	64.4%	21.3%	0.37
Mobile Telecommunications Company K.S.C.P.	0.98	4,763,197	6,980,497	40.6%	8.1%	0.60
Türk Telekomünikasyon A.S.	1.38	3,944,404	2,695,130	59.4%	31.2%	0.69
			<b>Average</b>	<b>29.83%</b>		<b>0.66</b>
<b>Re-levering of Beta:</b>						
Selected asset beta			0.66			
Debt to equity market value			42.5%			
Estimated income tax rate			26.0%			
<b>RELEVERED BETA</b>			<b>0.86</b>			

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. S&P Capital IQ

## الملحقات - بنغلاليك

1- طريقة خصم صافي التدفقات تانقدية

2- معدل الخصم

# 1 - طريقة خصم صافي التدفقات النقدية - بنغلاديش

الإفترضات						
					13.74%	معدل الخصم (1)
					45.0%	معدل ضريبة الدخل (2)
					5.0%	معدل النمو (3)
تاك (مليون)	2019	2020	2021	2022	2023	القيمة النهائية
الأرباح قبل الفوائد والضرائب	239	3,281	4,075	4,517	4,656	4,888
يخصم: الضرائب	(108)	(1,476)	(1,834)	(2,033)	(2,095)	(2,199)
صافي الأرباح بعد الضريبة	132	1,804	2,241	2,484	2,561	2,688
صافي الأرباح بعد الضريبة و التعديل						
يضاف: الإهلاك والإستهلاك	11,110	14,010	14,318	14,790	15,319	16,084
التغيرات في رأس المال العامل (4)	1,010	357	404	400	318	557
صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية (5)	(13,647)	(11,316)	(11,962)	(10,090)	(10,455)	(12,486)
صافي التدفقات النقدية	(1,396)	4,855	5,001	7,585	7,742	6,843
مدة الخصم	0.38	1.25	2.25	3.25	4.25	4.25
معامل القيمة الحالية	0.95	0.85	0.75	0.66	0.58	0.58
القيمة الحالية للتدفقات النقدية	(1,330)	4,131	3,742	4,990	4,477	45,279
قيمة الشركة	16,010					
القيمة الحالية للقيمة المتبقية للشركة	45,279					
إجمالي قيمة الشركة	61,290					
يضاف: النقدية وما في حكمها	3,726					
يخصم: ديون	(50,017)					
قيمة حقوق الملكية	14,998					

(1) بناء على استخدام المتوسط المرجح لتكلفة التمويل

(2) بناء على معدل الضريبة في بنغلاديش

(3) بناء على النمو المتوقع للنتائج المحلي الإجمالي لبنغلاديش

(4) تم توقع التغير في رأس المال العامل بناء على إفتراضات الإدارة

(5) تم توقع التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية بناء على توقعات الإدارة

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

# 1 - طريقة خصم صافي التدفقات النقدية – بنغلاديش (تابع)

## طريقة إحتساب القيمة المتبقية للشركة

الإقتراضات		
معدل الخصم (1)	13.74%	
معدل ضريبة الدخل (2)	45.0%	
معدل النمو (3)	5.0%	
تاكا (مليون)		القيمة المتبقية
إيرادات النشاط	58,492	
تكاليف النشاط	(15,236)	
مجمول الربح	43,257	
مصروفات عوميه وإدارية و تسويقية	(22,284)	
الأرباح (الخسائر) قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	20,972	(4)
الإهلاك	(16,084)	(5)
الأرباح قبل الفوائد والضرائب	4,888	
يخصم: الضرائب	(2,199)	(3)
صافي الأرباح بعد الضريبة	2,688	(6)
يضاف: الإهلاك والإستهلاك	16,084	(5)
التغيرات في رأس المال العامل	557	(7)
صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الإستثمارية	(12,486)	(8)
صافي التدفقات النقدية	6,843	(9)
القيمة الحالية للقيمة المتبقية للشركة قبل خصم معامل القيمة الحالية	78,294	(10)
معامل القيمة الحالية	0.578	
القيمة الحالية للقيمة المتبقية للشركة	45,279	

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## طريقة إحتساب القيمة المتبقية للشركة

كما هو سالف الذكر معدل نمو للقيمة المتبقية (Terminal growth rate) للشركة يبلغ 5%. و بناءً عليه تم زيادة الإيرادات وتكاليف النشاط والمصروفات لعموميه الادارية والتسويقية بنسبة 5% مقارنة بسنة 2023

- بناءً على استخدام المتوسط المرجح لتكلفة التمويل
- بناءً على معدل الضريبة في بنغلاديش
- بناءً على النمو المتوقع للنتائج المحلى الإجمالي لبنغلاديش
- بناءً على زيادة الإيرادات وتكاليف النشاط والمصروفات لعموميه الادارية والتسويقية بنسبة 5% أرباح (الخسائر) قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك إرتفعت بنسبة 5% مقارنة بسنة 2023
- تم إفتراض الإهلاك فى السنة المتبقية بزيادة بنسبة 5% مقارنة بسنة 2023
- بناءً على ما سبق وبعد خصم الضرائب صافى الربح بعد الضريبة 2,688 مليون تاكا
- تم إحتساب التغيرات في رأس المال العامل بناءً على التغير في الإيرادات مع إبقاء نسبة رأس المال العامل عند حوالى 20% من الإيرادات بناءً على إفتراضات الإدارة والتي تتماشى مع نسب الشركات المشابهة
- تم توقع التدفقات النقدية من الأنشطة الإستثمارية بناءً على نسبة حوالى 16.3% للإيرادات بناءً على التدفقات النقدية من الأنشطة الإستثمارية فى السنوات السابقة والمتماشية مع نسب الشركات المشابهة
- صافي التدفقات النقدية للقيمة المتبقية للشركة متوقع أن تكون 6,843 مليون تاكا بناءً على ما سبق
- القيمة الحالية للقيمة المتبقية للشركة قبل خصم معامل القيمة الحالية يتم إحتسابها بإستخدام (Gordon Growth Model). (صافي التدفقات النقدية للقيمة المتبقية للشركة / (المتوسط المرجح لتكلفة التمويل - معدل نمو للقيمة المتبقية (Terminal growth rate) . بإستخدام هذه المعادلة تم إحتساب القيمة الحالية للقيمة المتبقية للشركة قبل خصم معامل القيمة الحالية 78,294 مليون تاكا كما هو مبين فى الجدول المقابل.

## 2 - معدل الخصم - بنغلاليك

## المتوسط المرجح لتكلفة التمويل (WACC)

تكلفة التمويل		
العائد الخالي من المخاطر	(1)	2.74%
علاوة المخاطر	(2)	6.0%
معامل بيتا بعد تطبيق الرافعة المالية للشركة	(3)	0.82
الخصم الخاص بالاستثمار في باكستان	(4)	5.0%
مخاطر إضافية للإستثمار بالشركة	(5)	3.0%
<b>تكلفة حقوق الملكية</b>		<b>15.6%</b>
تكلفة الديون	(6)	11.5%
نسبة الضرائب		45.0%
<b>تكلفة الديون بعد الضرائب</b>		<b>6.3%</b>
<b>هيكل رأس المال الحالي</b>		
حقوق الملكية		79.90%
الديون	(7)	20.10%
<b>المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال</b>		<b>13.74%</b>

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## ملاحظات للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

- تم تحديد هذا العائد باستخدام السندات الحكومية طويلة الأجل بالولايات المتحدة الأمريكية ( US treasury bills yield 10 years). يبلغ العائد الخالي من المخاطر والمستخدم على مدار الدراسة نسبة 2.74% طبقاً لموقع (S&P Capital IQ).
  - قد تم تحديد علاوة في السوق بنسبة 6.0% حتى نحدد التقدير المبدئي لقيمة تكلفة الإستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية بإضافة نسبة للإستثمار بالأسواق النامي (Damodaran).
  - يبلغ معامل البيتة (levered) المستخدم على مدار الدراسة 0.82 وفقاً لمتوسط للشركات المماثلة طبقاً لموقع (S&P Capital IQ).
  - تم تحديد نسبة 5.0% لتغطية المخاطر المرتبطة بالإستثمار في بنغلاديش
  - تم تحديد نسبة 3% لتغطية المخاطر المرتبطة بالشركة وبالقطاع
  - قد تم احتساب هذه النسبة بناءً على متوسط قيمة الفائدة على القروض والتسهيلات على الشركة.
  - وقد تم احتساب نسبة القروض لحقوق الملكية بنسبة 20.1% إلى 79.9% طبقاً للهيكل التمويلي لشركات المقارنة المماثلة طبقاً لموقع (S&P Capital IQ).
- بناءً على ما سبق ذكره بلغ معدل الخصم المستخدم حوالي 13.74%

## 2 - معدل الخصم - بنغلاديش (تابع)

### معامل البيتا (Beta)

(USD)	MONTHLY	MARKET	MARKET	MARKET	EFFECTIVE	MONTHLY	
SELECTED PUBLIC	EQUITY	VALUE OF	VALUE OF	VALUE OF	INCOME	ASSET	
GUIDELINE COMPANIES	BETA	TOTAL	COMMON	DEBT TO	TOTAL	TAX	
		DEBT	EQUITY	EQUITY	CAPITAL	RATE	BETA
TPG Telecom Limited	0.65	1,155,271	4,577,770	25.2%	20.2%	30.8%	0.55
Vodafone Idea Limited	0.45	17,770,488	2,300,487	772.5%	88.5%	17.5%	0.06
Bharti Airtel Limited	0.80	17,394,425	19,200,563	90.6%	47.5%	35.0%	0.50
Perusahaan Perseroan (Persero) PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	0.61	3,267,250	27,390,703	11.9%	10.7%	23.3%	0.56
Grameenphone Ltd.	0.98	162,882	6,558,683	2.5%	2.4%	36.8%	0.97
Globe Telecom, Inc.	1.08	2,837,623	4,894,680	57.6%	36.5%	32.5%	0.78
Digi.Com Berhad	1.00	651,449	8,667,535	7.5%	7.0%	25.9%	0.94
Advanced Info Service Public Company Limited	0.84	3,376,582	17,238,703	19.6%	16.4%	16.6%	0.72
				<b>Average</b>	25.15%	20.1%	0.72
<b>Re-levering of Beta:</b>							
Selected asset beta	0.72						
Debt to equity market value	25.1%						
Estimated income tax rate	45.0%						
<b>RELEVERED BETA</b>	<b>0.82</b>						

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. S&P Capital IQ

# الملحقات - جلوبال تيلكوم القابضة

1- طريقة خصم صافي التدفقات تانقدية

2- معدل الخصم

## 1 - طريقة خصم صافي التوزيعات (Excess Return)

الإفتراضات						
						معدل النمو
						4.0%
						القيمة الدفترية لحقوق الملكية
						4,229
						تكلفة حقوق الملكية
						18.5%
روبي باكستاني (مليون)						
القيمة المتبقية	2023	2022	2021	2020	2019	
						بداية القيمة الدفترية للحقوق الملكية
14,290	13,741	10,064	7,293	5,250	1,021	
						تكلفة حقوق الملكية
18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	
<b>2,644</b>	<b>2,542</b>	<b>1,862</b>	<b>1,349</b>	<b>971</b>	<b>189</b>	حقوق الملكية
						العائد على حقوق المساهمين
28.3%	25.9%	26.8%	27.5%	28.0%	24.5%	
4,990	4,798	3,677	2,770	2,043	1,003	صافي الدخل
<b>4,990</b>	<b>4,798</b>	<b>3,677</b>	<b>2,770</b>	<b>2,043</b>	<b>1,003</b>	أرباح (خسائر) مرحلة للسنة الجارية
						صافي الدخل
4,990	4,798	3,677	2,770	2,043	1,003	
						تكلفة حقوق الملكية
2,644	2,542	1,862	1,349	971	189	
<b>2,346</b>	<b>2,256</b>	<b>1,815</b>	<b>1,421</b>	<b>1,072</b>	<b>814</b>	العائد الإضافي لحقوق الملكية
<b>16,177</b>						
						مدة الخصم
4.25	4.25	3.25	2.25	1.25	0.38	
						معامل القيمة الحالية
0.49	0.49	0.58	0.68	0.81	0.94	
<b>7,856</b>	<b>1,096</b>	<b>1,045</b>	<b>969</b>	<b>866</b>	<b>763</b>	القيمة الحالية
						صافي القيمة الحالية
						12,595
						قيمة حقوق الملكية في 31 مارس 2019
						4,229
						<b>قيمة حقوق الملكية</b>
						<b>16,824</b>

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## 2 - معدل الخصم - موبيلينك ميكروفاينانس (تابع)

### ملاحظات للمتوسط تكلفة حقوق الملكية

- (1) تم تحديد هذا العائد باستخدام السندات الحكومية طويلة الأجل بالولايات المتحدة الأمريكية ( US treasury bills yield 10 years). يبلغ العائد الخالي من المخاطر والمستخدم على مدار الدراسة نسبة 2.74% طبقاً لموقع (S&P Capital IQ).
- (2) قد تم تحديد علاوة في السوق بنسبة 6.0% حتى نحدد التقدير المبدئي لقيمة تكلفة الإستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية بإضافة نسبة للإستثمار بالأسواق النامي (Damodaran).
- (3) يبلغ معامل البيتا (levered) المستخدم على مدار الدراسة 0.96 وفقاً لمتوسط للشركات المماثلة طبقاً لموقع (S&P Capital IQ).
- (4) تم تحديد نسبة 9.0% لتغطية المخاطر المرتبطة بالاستثمار في باكستان (Damodaran)
- (5) تم تحديد نسبة 1.0% لتغطية المخاطر المرتبطة بالشركة على ما سبق ذكره بلغ معدل الخصم تكلفة حقوق الملكية المستخدم حوالي 18.50%

### المتوسط تكلفة حقوق الملكية (Cost of Equity)

تكلفة حقوق الملكية	
العائد الخالي من المخاطر	(1) 2.7%
مخاطر السوق	(2) 6.0%
معامل بيتا	(3) 0.96
مخاطر السوق المعدلة	(4) 5.7%
مخاطر الدولة	(5) 9.0%
المخاطر المرتبطة بالإستثمار في الشركة	1.0%
<b>تكلفة حقوق الملكية</b>	<b>18.50%</b>

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. بيانات الإدارة

## 3 - معامل البيتا - موبيلينك ميكروفاينانس

## معامل البيتا (Beta)

(USD)	
SELECTED PUBLIC	MONTHLY EQUITY
GUIDELINE COMPANIES	BETA
Asia Asset Finance PLC	0.92
Zuoli Kechuang Micro-Finance Company Limited	1.56
Alliance Finance Company PLC	0.81
Ujjivan Financial Services Limited	1.43
Equitas Holdings Limited	1.02
Repco Home Finance Limited	0.96
AEON Credit Service (Asia) Company Limited	0.41
<b>Re-levering of Beta:</b>	
Selected asset beta	0.96
Debt to equity market value	0.0%
Estimated income tax rate	0.0%
<b>RELEVERED BETA</b>	<b>0.96</b>

المصدر: 1. تحليل جرانث ثورنتون 2. S&amp;P Capital IQ

## 5- طرق التقييم

### منهج الدخل

وهو المنهج الذى يستخلص قيمة المنشأة أو المشروع محل التقييم عن طريق خصم الدخل الذى سوف يولده الاصل خلال عمره التشغيلي باستخدام معامل خصم مناسب للوصول الى القيمة الحالية له في تاريخ التقييم . ويندرج تحت هذا المنهج عدة نماذج أهمها مايلي :

— **التوزيعات النقدية المخصصة:** تتحدد قيمة المنشأة على اساس القيمة الحالية للتوزيعات النقدية المتوقع توزيعها على المستثمر خلال عمر المنشأة .

— **التدفقات النقدية الحرة المخصصة:** وهى طريقة تعتمد على تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة والعمليات الرئيسية للمنشأة اخذا في الاعتبار ما تقوم به المنشأة من نفقات رأسمالية وتشغيلية بغرض تحقيق الاستمرارية وتنقسم الى :-

— **التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمساهمين أو الشركاء:** وهى التدفقات النقدية الحرة للمنشأة / بعد خصم كافة التدفقات النقدية المرتبطة بالديون ويتم خصم تلك التدفقات النقدية بمعامل خصم مناسب يمثل العائد المطلوب على حقوق الملكية .

— **التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمنشأة:** وهى التدفقات النقدية الحرة قبل خصم النفقات / المرتبطة بالديون ويتم خصم تلك التدفقات بمعامل خصم مناسب يمثل المتوسط المرجح لتكلفة الأموال.

### منهج السوق

يستند منهج السوق على مقارنة قيمة الأصل محل التقييم بغيره من الأصول المماثلة في اطار فرضية ان الأصول المتشابهة يجب ان تباع بسعر موحد The law of one price وهو الأسلوب الأكثر شيوعا في أسواق المال.

وتتحدد القيمة العادلة للمنشأة محل التقييم باستخدام نماذج التقييم التي تعتمد على المضاعفات المحسوبة للمنشآت المقارنة والمثيلة وذلك عن طريق إيجاد حاصل ضرب قيمة المضاعف ل احد بنود قائمة الدخل، المركز المالي او التدفقات النقدية للمنشأة محل التقييم ويوجد العديد من أنواع المضاعفات من بينها

— **مضاعف الربحية:** سعر اقبال السهم / نصيب السهم في الأرباح: والذى يعتمد على كلا من سعر اقبال السهم ونصيب السهم في الأرباح لايجاد قيمة الشركة محل التقييم، حيث يقيس هذا النوع من المضاعفات المبلغ الذى يرغب المستثمرون في دفعه مقابل كل جنيه من ربحية الشركة، ومن ثم يتم إيجاد قيمة الشركة محل التقييم عن طريق إيجاد حاصل ضرب المضاعف في ربحية الشركة محل التقييم. ويعتبر هذا النوع من المضاعفات اكثر الطرق شيوعا واستخداما في التقييم نظرا لان قدرة الشركة على تحقيق الربحية هي المحدد الاساسى لقيمة اى استثمار .

— **مضاعف القيمة الدفترية:** لسعر/القيمة الدفترية( : وهو مضاعف يجمع بين السعر السوقى للسهم ونصيب السهم من صافى حقوق المساهمين بالقيمة الدفترية للمنشأة محل التقييم )اجمالى الأصول مخصصا منه اجمالى الالتزامات حيث يقارن ذلك المضاعف القيمة السوقية للسهم بقيمته الدفترية ليظهر مدى قوة السهم بدلالة عدد مرات تغطية سعر السهم لصادفى قيمة اصوله. ويتميز هذا النوع من المضاعفات بكون القيمة الدفترية للسهم عادة موجبة، ومن ثم يمكن استخدامه في حالات المنشآت التي تحقق خسائر ويصعب استخدام مضاعف الربحية معها

### منهج الأصول

تقدر قيمة المنشأة محل التقييم باستخدام هذا المنهج عن طريق تقدير القيم السوقية لأصول والتزامات المنشأة كلا على حدى، ومن ثم يتم الوصول الى القيمة العادلة عن طريق حساب صافى القيمة السوقية للأصول بعد خصم كافة الالتزامات. و يتطلب اجراء ذلك النوع من التقييمات مراعاة الخصائص المنفردة لاصول المنشأة محل التقييم وامكانياتها الاقتصادية

### الطرق التي أستخدمت في تقييم الشركة محل الدراسة

لقد رأينا أن كل من منهج الدخل ومنهج السوق هي الطرق المثلى والاكثر إستخداماً في تقييم هذه الشركات، وبناءً عليه تم استخدام طريقة التدفقات النقدية الحرة المخصصة من منهج الدخل وكل من مضاعف قيمة الشركة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك وقد تم زيادة الوزن النسبي لطريقة خصم صافي التدفقات النقدية في تقييم الشركة لأنه يمثل الأسلوب العلمي الأمثل لتحديد القيمة العادلة للأسهم وذلك لإعتماده علي قياس كفاءة المنشأة وقيمتها الفعلية وفقاً لتدفقاتها النقدية (وليس ربحيتها فقط) وقدرتها علي الإستمرار بالنشاط وكفاءتها في إدارة دورة رأسمالها العامل، إدارة النقدية وهيكلها التمويلي باستخدام متوسط معدل خصم يماثل المتوسط المرجح لتكلفة الأموال المستثمرة.



© 2019 Grant Thornton Egypt. All rights reserved.

'Grant Thornton' refers to the brand under which the Grant Thornton member firms provide assurance, tax and advisory services to their clients and/or refers to one or more member firms, as the context requires.

Grant Thornton Egypt is a member firm of Grant Thornton International Ltd (GTIL). GTIL and the member firms are not a worldwide partnership. GTIL and each member firm is a separate legal entity. Services are delivered by the member firms. GTIL does not provide services to clients. GTIL and its member firms are not agents of, and do not obligate, one another and are not liable for one another's acts or omissions.

[gtegypt.org](http://gtegypt.org)