

تقرير نهائى

يناير ٢٠١٠

## الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول ( موبينيل )



تقرير مستشار مالى مستقل

مقدم من



شركة برايم كابيتال

ادارة بنوك الاستثمار

المعلومات المتضمنة في هذا التقرير عرضة للتغيير والتعديل دون سابق اخطار

1

تقرير المستشار المالي المستقل لتقييم القيمة العادلة لسهمالشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول ( موبينيل )

## تنويه وتحفظ

تم إعداد تقرير المستشار المالي المستقل (التقرير أو الدراسة) بناءً على طلب ادارة الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول (موبينيل أو الشركة) حيث انه وفقاً لمتطلبات الهيئة العامة للرقابة المالية فانه يتعين على موبينيل تعيين مستشار مالي مستقل وذلك لابداء الرأى فى سعر الاستحواذ المعروض من خلال إحدى الشركات التابعة لفرانس تليكوم، وقد تم تعيين برايم كابيتال (برايم) لاعداد تقرير المستشار المالي المستقل. وسوف يتم نشر ملخص هذا التقرير فى الصحف. وقد تم اعداد هذا التقرير وفقاً للمعلومات والبيانات التى وفرتها موبينيل لشركة برايم كابيتال. ولا تتحمل شركة برايم كابيتال أية مسؤولية ولا تضمن تطابق البيانات التى تتضمنها هذه الدراسة أو شمولها بالمقارنة مع وضع الشركة الحالى، كما لا يمكن الرجوع على شركة برايم أو أى طرف مرتبط بإدارة الشركة وموظفيها ومساهميها بخصوص هذه الدراسة.

لا تدعى شركة برايم كابيتال أن دراسة التقييم هذه شاملة أو تتضمن جميع البيانات التى قد يحتاجها أو يسعى إليها المستثمرون، كما أنها لا تعتبر دراسة متكاملة لشركة موبينيل، وليس هناك ما يضمن أن تسليم الدراسة فى أى وقت ولأى شخص يعكس الوضع القائم للشركة فى ذلك الوقت أو التغيرات التى حدثت منذ تاريخ إعداد الدراسة. ولا تتحمل شركة برايم كابيتال أو أى من شركاتها الشقيقة أو موظفيها أو ادارتها أو مساهميها أية مسؤولية عن البيانات المتضمنة - أو غير المتضمنة - فى دراسة التقييم، كما لا يمكن الرجوع على شركة برايم كابيتال أو أى من موظفيها نتيجة لأية خسائر تنتج عن الاعتماد على هذه الدراسة فى اتخاذ قرار الاستثمار. كل الأرقام المتضمنة فى هذا التقرير معتمدة على أرقام تقديرية.

لا يجب اعتبار هذا التقرير استشارة استثمارية أو قانونية أو ضريبية. وأخيراً قد تكون شركة برايم كابيتال أو أحد شركاتها الشقيقة على علاقة تجارية بالشركة موضوع الدراسة. تقر الشركة أن برايم كابيتال وبعض من شركاتها الشقيقة هي شركات عاملة فى مجال الأوراق المالية ومن ثم قد تصدر أبحاثاً، أو تبرم صفقات لحسابها، أو لحساب عملائها، أو قد تشتري أوراقاً مالية، أو خيارات على أوراق مالية بما فيها الأوراق المالية التى تصدرها الشركة موضوع الدراسة.

## الملخص التنفيذي

وفقاً لقواعد الاستحواذ من خلال عروض الشراء بالباب الثاني من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال ومتطلبات الهيئة العامة للرقابة المالية فإنه وجب على الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول (موبينيل) القيام بتعيين مستشار مالي مستقل وذلك لابتداء الرأي في سعر الاستحواذ المعروف من فرانس تليكوم من خلال احدى شركاتها التابعة، وقد تم تعيين شركة برايم كابيتال لاعداد تقرير المستشار المالي المستقل المبني على القيمة الحالية لخصم التدفقات المالية المستقبلية للشركة بالإضافة الى استخدام عدة طرق تقييم أخرى للوصول للقيمة العادلة لشركة موبينيل. و عليه فقد قمنا باعداد القوائم المالية المتوقعة للشركة خلال الخمس أعوام القادمة حيث تشمل التكاليف الاستثمارية، وقوائم الدخل، والميزانيات، وقوائم التدفقات النقدية، بالإضافة الى النسب المالية اعتماداً على المناقشات والمعلومات المقدمة من ادارة الشركة و الخاصة بخطة العمل المستقبلية.

## طرق التقييم

هناك طرق عديدة لتقييم الشركة وقد تم التقييم باستخدام كل من طرق التقييم التالية :

- ١- خصم صافي التدفقات النقدية المستقبلية للشركة المبنية على خطة العمل المستقبلية بناء على المناقشات التي تمت مع ادارة الشركة.
- ٢- التقييم المقارن باستخدام وسيط مضاعف قيمة المنشأة الى الربحية قبل الفائدة والضريبة والاهلاك والاستهلاك (EV/EBITDA) لشركات الاتصالات المدرجة في أسواق المال العالمية.
- ٣- التقييم المقارن باستخدام وسيط مضاعف قيمة المنشأة الى الربحية قبل الفائدة والضريبة والاهلاك والاستهلاك (EV/EBITDA) للاستحواذات الحديثة في قطاع الاتصالات خلال عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩.
- ٤- تكلفة انشاء شبكة جديدة بمصر، وهو مؤشر استخدم لتقدير تكلفة انشاء شركة محمول جديدة في مصر وتطويرها لتصبح مثيلة لشركة موبينيل بالنسبة الى الحجم وعدد المشتركين اخذاً في الاعتبار قيمة الرخصة التي دفعتها شركة اتصالات مصر للاستحواذ على رخصة شبكة المحمول الثالثة في ٢٠٠٧ كأساس لإعداد التقييم.

وفقاً لطرق التقييم السابق ذكرها تم تقدير قيمة موبينيل العادلة بناءً على محورين :

**أولاً:** القيمة العادلة لمستثمرى المحافظ: بالنسبة لهذه الفئة من المستثمرين فإنه تم تقييم موبينيل في حدود سعر ٢٦٣ الى ٢٦٥ جم للسهم وقد تم التوصل الى هذا المدى السعري باستخدام طريقتي التقييم المقارن لمضاعف

قيمة المنشأة الى الربحية قبل الفائدة والضريبة والاهلاك والاستهلاك لشركات الاتصالات المدرجة في أسواق المال العالمية وطريقة خصم صافي التدفقات النقدية المستقبلية، ١٢ و١٣ بعاليه، على التوالي.

**ثانياً : القيمة العادلة للاستحواذ من مستثمر استراتيجي:** تعد شركة موبينيل اضافة استراتيجية لأى مشغل فى مجال الاتصالات، لذلك من الطبيعى أن يزيد سعر الاستحواذ على حصة حاكمه فى شركة مثل موبينيل تعمل فى سوق الاتصالات المصرى عن السعر المذكور لمستثمر المحافظ والذى لا يهدف الى الحصول على استثمار استراتيجى أو حصة حاكمه، لذلك يتراوح تقييم الشركة ما بين ٢٨٣ الى ٣٣٧ جم للسهم بالطريقتين ٤ و ٣ على التوالي، وذلك بحساب تكلفة انشاء شبكة جديدة والمذكور افتراضاته بالتفصيل فى الجزء الخاص بالتقييم ، وقيمة السهم المحسوبة باستخدام وسيط مضاعف قيمة المنشأة الى الربحية قبل الفائدة والضريبة والاهلاك والاستهلاك للاستحواذات الحديثة فى قطاع الاتصالات. و جدير بالذكر أننا قد قمنا باستبعاد أى معايير تقديرية خلال عمل التقييم بهدف الوصول الى المدى السعري للاستحواذ على موبينيل ، حيث قمنا بتطبيق ناتج وسيط المضاعف على موبينيل دون النظر الى الاعتبارات الخاصة وهى الربحية العالية للشركة أو كونها الشركة الرائدة وصاحبة الحصة الأكبر فى سوق الاتصالات بمصر.

الجدول (الأول و الثانى): مدى القيمة العادلة بناءً على محورين:

حصة مصرى / للسهم	طريقة وسيط مضاعف قيمة المنشأة الى الربحية قبل الفائدة والضريبة والاهلاك والاستهلاك لشركات الاتصالات المدرجة فى اسواق المال العالمية	طريقة حصة التدفقات النقدية المستقبلية
مدى القيمة العادلة لمستثمري المحافظ	٢٦٣	٢٦٥
حصة مصرى / للسهم	طريقة تكلفة انشاء شبكة جديدة مشابهة للموبينيل	طريقة وسيط مضاعف قيمة المنشأة الى الربحية قبل الفائدة والضريبة والاهلاك والاستهلاك لشركات الاتصالات المدرجة فى اسواق المال العالمية
مدى القيمة العادلة للاستحواذ الاستراتيجي	٢٨٣	٣٣٧

المصدر : تقديرات شركة برايم كابيتال

وفيما يلى شرح مختصر لكل من طرق التقييم السالف ذكرها للوصول الى القيم المذكورة بعاليه وفقا لكل طريقة.

## ١ - خصم التدفقات النقدية

نتج عنه قيمة لحقوق الملكية تقدر ب٢٦,٤٩ مليار جنيه مصري توازى ٢٦٤,٩ جنيه مصري للسهم.

## أ - احتساب معدل الخصم

وقد تم استخدام نموذج تسعير الاصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model (CAPM) للوصول إلى تكلفة العائد على حقوق المساهمين، وقد تم افتراض معدل عائد خالي من المخاطر يبلغ ١٠,٢٤٪ بناءً على متوسط العائد على سندات الخزانة لمدة خمس سنوات و٥,٥٪ علاوة مخاطر مع افتراض معامل درجة المخاطرة Beta عند ٠,٨٣ المصدر (بلومبرج). وبناءً على ما سبق، فقد تم احتساب تكلفة العائد على حقوق المساهمين المطبق على التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة عند ١٤,٨١٪ خلال فترة التوقعات. و أخيراً تم احتساب عائد نمو ثابت مستمر يقدر ب ٢٪ للوصول الى القيمة التخريدية للشركة.

## ب- القيمة الحالية لحقوق المساهمين

ويحدد نموذج التدفقات النقدية المستقبلية المخصومة القيمة الحالية لحقوق المساهمين وذلك بخصم التدفقات النقدية الحرة بمعدل الخصم الملائم خلال فترة التوقعات . يتم احتساب التدفقات النقدية الحرة عن طريق استقطاع الأموال اللازمة لتمويل نمو الشركة من صافي أرباح التشغيل مطروحا منه الضرائب المعدلة. وباستخدام نموذج التدفقات النقدية المستقبلية الحرة السابق ذكره وتطبيق متوسط تكلفة رأس المال قيمته ١١,٣٦٪ خلال فترة التوقعات، تم التوصل إلى صافي قيمة التدفقات النقدية لتبلغ ٢٦,٤٩ مليار جنيه، تمثل ٢٦٤,٩ جنيه للسهم كما هو موضح في الجدول التالي:

## الجدول الثالث : جدول التدفقات النقدية المخصومة

التسديد	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	التدفقات النقدية الحرة للشركة (بالالف جنيه)
صافي التدفقات النقدية الحرة	٤,٤٦٢,٤٩٢	٤,٢٧٨,٨٧٤	٣,٩٨٠,٧٩٩	٣,٥٤٥,٩٩٤	(٣١٠,٠٤٨)	صافي التدفقات النقدية الحرة
القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية						القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية
	٢,٥٧٢,٨٣٠	٢,٧٧٢,٦٥٣	٢,٨٦٩,٦٧٢	٢,٨٥١,٦٧٠	(٢٧٨,٨٨٩)	١٠,٨٤١,٦٥٥
٣٤,٤٨٩,٦٦٤						القيمة المستمرة
						القيمة الحالية للقيمة المستمرة
						٢٠,٠٣٤,٣٣٥
						٣٠,٨٧٥,٩٩٠
						اجمالي قيمة صافي التدفقات النقدية للعمليات المستمرة
						٦٦٨,٢٤٣
						٣١,٥٤٤,٢٣٣
						٥,٠٥٥,٦٠٠
						٢٦,٤٨٨,٦٣٣
						قيمة المنشأة
						يخصم : قيمة الدين
						قيمة حقوق المساهمين

المصدر: تقديرات برايم

٢- القيمة العادلة على أساس التقييم المقارن لشركات الإتصالات المتداولة في أسواق المال العالمية استناداً إلى وسيط مضاعف قيمة المنشأة الي الربح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك و الأستهلاك لقطاع الاتصالات والبالغ ٦ مرة فان السعر العادل لسهم موبينيل يبلغ قيمة ٢٦٣ جنيه مصري. ومن الجدير بالذكر أننا نفضل استخدام مضاعف قيمة المنشأة الي الربح قبل الفائدة والضرائب والاهلاك و الأستهلاك كأساس للمقارنة لأنها هي الأكثر ملاءمة للأداء التشغيلي لأي شركة قبل ان تتأثر بالقرارات التمويلية للشركة كما هو الحال بالنسبة لمضاعف الربحية أو سياسات توزيع الأرباح بالنسبة لمضاعف القيمة الدفترية.

الجدول الرابع : وسيط مضاعف قيمة المنشأة إلى الربحية قبل الفائدة والضريبة والإهلاك والإستهلاك لشركات الاتصالات المدرجة بالبورصات العالمية وهوامش ربحيتها :

هوامش الربحية قبل الفائدة والضريبة والإهلاك والإستهلاك*	العائد على المبيعات**	مضاعف قيمة المنشأة إلى الربحية قبل الفائدة والضريبة والإهلاك والإستهلاك	
٣٦٪	١٤٪	٦,٠ مرة	وسيط الصناعة
٤٨٪	١٨٪	٥,٦** مرة	موبينيل

المصدر: بلومبيرج

\* بناءً على نتائج الأثنا عشر شهراً السابقة للشركات

\*\* محسوبا على سعر ٢٤٥ جنية مصري للسهم لشركة موبينيل

شركات الإتصالات المدرجة بأسواق المال العالمية تتداول بوسيط مضاعف قيمة المنشأة إلى الربحية قبل الفائدة والضريبة والإهلاك والإستهلاك ٦ مرة ، بعلاوة قدرها ٦,٤ ٪ مقارنة بمضاعف ٥,٦ مرة للشركة المصرية لخدمات المحمول (موبينيل) محسوبا على سعر ٢٤٥ جنية مصري للسهم. وذلك يسمح لشركات قطاع الإتصالات المصرى بعلاوة عند التقييم مقارنة بمتوسط شركات الإتصالات بالعالم وذلك لما يتمتع به قطاع الإتصالات المصرى من:

أ- معدلات إختراق منخفضة نسبيا ٦٩,٨٤ ٪ بالمقارنة مع مستويات إختراق تتجاوز ١٠٠ ٪ في كثير من بلدان العالم تاركاً مجالاً للنمو لقطاع الإتصالات المصرى.

ب- هوامش الربحية المرتفعة للشركات في قطاع الاتصالات المصرى تنعكس في مؤشرات شركة موبينيل التي بلغت ٤٨ ٪ هامش الربحية قبل الفائدة والضريبة والإهلاك والإستهلاك و١٨ ٪ العائد على المبيعات للأثنا عشر شهراً السابقة، وذلك مقارنة ب ٣٦ ٪ متوسط القطاع لهامش الربحية قبل الفائدة والضريبة والإهلاك والإستهلاك و ١٤ ٪ متوسط القطاع للعائد على المبيعات.

٣- القيمة العادلة استناداً على التقييم المقارن لأحدث الإستحواذات التي تمت في قطاع الاتصالات:

تطبيق ٧,٤٥ مرة كوسيط لمضاعف قيمة المنشأة الي الربح قبل الفائدة والضرائب والاهلاك والأستهلاك (EV/EBITDA) لموبينيل ينتج عنه سعر السهم ٣٣٧ جنيه مصري.

ومن الجدير بالذكر أننا قد قمنا باستبعاد أى معايير تقديرية خلال اعداد التقييم بهدف الوصول الى المدى السعري للاستحواذ على موبينيل، حيث قمنا بتطبيق ناتج وسيط المضاعف على موبينيل دون النظر الى الاعتبارات الخاصة وهي الربحية العالية للشركة أو كونها الشركة الرائدة و صاحبة الحصة الأكبر فى سوق الاتصالات المصرى.

الجدول الخامس: وسيط قيمة المنشأة إلى الربحية قبل الفائدة والضريبة والإهلاك والإستهلاك للاستحواذات الحديثة فى مجال الاتصالات خلال عامى ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ وهامش الربحية قبل الفائدة والضريبة والاهلاك والاستهلاك EBITDA Margin للشركات المستحوذ عليها

نسبة الاحتراق	هامش الربحية قبل الفائدة والضريبة والإهلاك والإستهلاك*	مضاعف قيمة المنشأة الي الربحية قبل الفائدة والضريبة والإهلاك والإستهلاك	الوسيط موبينيل(عمود ١ و٢ فقط)
٦٢%	٤١%	٧,٤٥ مرة	
٦٩,٨%***	٤٧%**	٥,٦* مرة	

المصدر: رويترز و تقارير الاستحواذات

\* بناء على ٢٤٥ جنيه مصري كسعر سهم موبينيل

\*\*تقدير هامش الربحية قبل حساب الفائدة والضريبة والاهلاك والاستهلاك لشركة موبينيل بنهاية سنة ٢٠٠٩

\*\*\*معدلات الاحتراق فى مصر بنهاية سبتمبر ٢٠٠٩

أحدث صفقات الأندماج و الإستحواذ فى عامى ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ فى السوق العالمية للاتصالات قد سجلت مضاعفات عالية فى بعض الدول تصل الى ٣٠ مرة مضاعف قيمة المنشأة الي الربح قبل الفائدة والضرائب والاهلاك والأستهلاك وبالمقارنة بدولة المغرب والتي، وفي رأينا، هى الأكثر حداثة وأكثر صفقة يمكن مقارنتها بعملية استحواذ فى قطاع الاتصالات المصرى فقد وصل المضاعف الى ٨,٤ مرة. ويمكن تفسير ارتفاع المضاعفات بما يلي:

- أ. ندرة تراخيص الاتصالات الثابتة والمحمولة على حد سواء.
- ب. عدم توفر الأسواق ذات إمكانيات النمو بسبب التشبع في معدلات أختراق.
- ج. جاذبية قطاع الاتصالات نظرا لطبيعته الدفاعية على الرغم من الأزمة الاقتصادية العالمية ، مقارنة بمعظم الصناعات التي شهدت ركودا.
- د. شركات المحمول في البلدان النامية من المفترض أن تتداول بمضاعف قيمة المنشأة الي الربح قبل الفائدة والضرائب والاهلاك والإستهلاك أعلى من مثيلاتها في أسواق الدول المتقدمة لعدة أسباب.
- أولا: من المتوقع نمو في عدد المشتركين على مدى الثلاث سنوات القادمة بحيث تتجاوز معدلات الأختراق بها نسبة ١٠٠٪.
- ثانيا: التطور التكنولوجي السريع حيث أن نسبة إختراق الهواتف الذكية و DSL غير مشبعة، وبالتالي ربحية خدمات القيمة المضافة لا تزال في مراحلها الأولى. من الجدير بالذكر أن خدمات القيمة المضافة هي مصدر آخر للنمو لم يتم استكشافه في البلدان النامية بالمقارنة مع البلدان المتقدمة والتي بدأت بالفعل تشهد زيادة في معدلات نموها المستمدة من التوسع في خدمات القيمة المضافة.

الجدول الخامس أعلاه يشمل وسيط مضاعف قيمة المنشأة الي الربح قبل الفائدة والضرائب والاهلاك والإستهلاك لمعظم عمليات الاستحواذ التي تم نشرها في قطاع الاتصالات و التي جرت خلال عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩. وسيط هوامش الربحية قبل الفائدة والأهلاك والأستهلاك ووسيط مضاعف قيمة المنشأة الي الربح قبل الفائدة والضرائب والاهلاك والأستهلاك ونسب الأختراق للصفقات محل الدراسة في الجدول الخامس مبنى على المعدلات المحسوبة عند وقت الاستحواذ. كما هو مبين ، بلغ وسيط مضاعف قيمة المنشأة الي الربح قبل الفائدة و الضرائب و الاهلاك و الأستهلاك للاستحواذات ٧,٥ مرة، مع هوامش الربحية قبل الفائدة و الأهلاك و الأستهلاك للكيانات المستحوذ عليها في حدود متوسط ٤١٪ ومعدل أختراق يبلغ حوالي ٦٢٪.

#### ٤- تكلفة انشاء شبكة جديدة مماثلة لشبكة شركة موبينيل :

استخدام تكلفة انشاء شبكة جديدة أدى الى نتيجة تقييم تقدر ب ٢٨,٣ مليار جنيه مصرى، مما يوازي ٢٨٣ جم للسهم. في محاولة أخرى لتقييم موبينيل، تم احتساب تكلفة انشاء شبكة جديدة وتطويرها لتصبح مماثلة لموبينيل في مصر من حيث القدرة والعدد الحالي للمشاركين.

الافتراضات التي استخدمناها للوصول إلى قيمة تقريبية على النحو التالي:

(١) القيمة المدفوعة من قبل اتصالات مصر للاستحواذ على رخصة شبكة المحمول الثالثة في ٢٠٠٧، وذلك كمبلغ تقريبي لرسوم الترخيص.

- (٢) صافي القيمة الدفترية لأصول موبينيل الثابتة حسب تقديرات نهاية عام ٢٠٠٩.
- (٣) تكلفة الاستحواذ علي المشترك ( SAC ) لعدد ٢٥ مليون مشترك ( عدد مشتركى موبينيل بنهاية عام ٢٠٠٩ ).
- (٤) حصة الإيرادات التي تدفعها اتصالات مصر للجهاز القومي لتنظيم الاتصالات علي أساس سنوي ، يتم تطبيقها على إيرادات موبينيل من ٢٠١٠ الي فترة انتهاء الرخصة الممنوحة لاتصالات مصر ثم يتم خصمها للوصول للقيمة الحالية لتلك الإيرادات .
- (٥) خصم القيمة الحالية من المبلغ المستحق على شركة موبينيل في عام ٢٠١٠ لرخصة الجيل الثالث .

وينبغي أن يؤخذ في الاعتبار أن القيمة الناتجة عن تكلفة انشاء شبكة جديدة استبعد منها أي معايير تقديرية و التي تتضمن التالي :

- (١) موبينيل هي الشركة الرائدة في السوق المصرى بحصة سوقية قدرها ٤٦,١ في المائة ، طبقا لبيانات الجهاز القومي لتنظيم الاتصالات بنهاية الربع الثالث من عام ٢٠٠٩ .
- (٢) موبينيل هي واحدة من الشركات الأكثر ربحية فى قطاع الاتصالات في العالم بهامش ربح قبل الفائدة والضرائب والاهلاك والاستهلاك يقدر ب ٤٧ ٪ بنهاية عام ٢٠٠٩ .
- (٣) الحسابات بعاليه، لا تعطي أي قيمة للعلامة التجارية لموبينيل وكفاءة الموظفين العاملين بها ، و التي نجحت موبينيل فى استقطابهم وتدريبهم والاحتفاظ بهم لمدة تزيد عن ١٠ سنوات.
- (٤) إمكانات النمو في السوق المصرية نظرا للانخفاض النسبي لمعدلات الاختراق و إمكانات النمو في خدمات القيمة المضافة.