

خدمات الصفقات وإعادة الهيكلة – تمويل الشركات

# لجنة تقييم التخاصية

## تقرير مراجعة تقييم الشركات التي تم خصصتها بالأردن

17 شباط، 2014

## إصدار هذا التقرير رهنا لإخلاء المسؤولية (الإشعارات) التالية:

- يتم تقديم هذه الوثيقة (والمشار إليها فيما يلي باسم "التقرير") للجنة تقييم التخاصية ("اللجنة" أو "العميل") للقيام بمراجعة مراحل التقييم للشركات التي تم خصصتها في الأردن بين عام 1998 – 2008. وقد أعد هذا التقرير من قبل كي بي إم جي القواسمي وشركاه ("كي بي إم جي" أو "الشركة").
- تم تحضير مذكرة التقييم هذه بالتوافق مع عقد الارتباط لشركة كي بي إم جي الصادر في 11 تشرين الثاني 2013 والموجه إلى الدكتور عمر الرزاز.
- تم إعداد هذا التقرير للاستخدام من قبل العميل فقط وفقا للتفاصيل الواردة في عقد الارتباط، وينبغي ألا يستخدم إلا لهذا الغرض. لا يجوز نسخ، إعادة اصدار، توزيع هذا التقرير (كلها أو جزئيا) كما لا يجوز كشف محتويات التقرير من قبل العميل إلا لمستشاري العميل المهنيين الموثوقين ("المستلمين الآخرين") لغرض إعطاء المشورة للعميل. من الممكن أن يكشف العميل عن التقرير إلى مستلمين آخرين لأغراض إعلامية فقط، ولكن بشرط الحصول على موافقة خطية مسبقة من كي بي إم جي وحصولها (أي شركة كي بي إم جي) على رسالة إعفاء من قبل المستلمين المعنيين. لا يمكن اعتبار قارئ التقرير بـ"المستخدمين" للتقرير. وبالإضافة إلى ذلك، كي بي إم جي سوف تحتاج إلى اعتراف مكتوب من قبل الطرف الطالب لشروط الإفراج عن التقرير.
- يسلم هذا التقرير على أنه لن يتم أقتباس اسمنا أو إعادة استخدام شعارنا في أي شكل دون الحصول على موافقة خطية مسبقة. يجوز للعميل الكشف عن التقرير أو جزء منه إلى المستشارين المهنيين القانونيين وغيرهم من المستشارين الخاصين به لأغراض النصيحة فيما يتعلق بهذا التقرير، على أنه يجب إعلام المستشارين أن الكشف عن التقرير من قبلهم (الحفظ لأغراض خاصة بهم) لا يسمح بدون موافقة خطية مسبقة، وعليه فإن كي بي إم جي لا تقبل بأي مسؤولية أو تبعية فيما يتعلق بالتقرير وإلى أقصى حد يسمح به القانون.
- لا يجوز الاعتماد على هذا التقرير من قبل أي طرف يرغب في الحصول على حقوق ضد كي بي إم جي (من غير المستفيدين) لأي غرض من الأغراض أو في أي سياق. أي طرف آخر من غير المستفيدين ومالك الصلاحية على هذا التقرير أو الحاصل على نسخة منه واختار الاعتماد على هذا التقرير (أو أي جزء منه) يتم ذلك على مسؤوليته الخاصة. إلى أقصى حد يسمح به القانون، كي بي إم جي لا تتحمل أي مسؤولية، ولن تقبل أي التزام فيما يتعلق بهذا التقرير إلى أي طرف آخر من غير العميل. وذلك تحت طائلة المسائلة القانونية في حال ثبوت ذلك.
- يتضمن هذا التقرير بعض البيانات والتقريرات والتوقعات والافتراضات فيما يتعلق بعرض البيانات التي تم توفيرها ل كي بي إم جي من قبل العميل. لن يتم اتخاذ أي تمثيل أو إعطاء أي ضمان فيما يتعلق بدقة أو معقولية هذه البيانات المقدمة. كما ينبغي أن لا يعول على أي من هذه البيانات أو أي شيء في هذا التقرير أو الاعتماد عليها أو اعتبارها وعدا أو تمثيل للمستقبل. وفقا لذلك (الموضوع سالف الذكر)، ليس للشركة، ولا لكي بي إم جي العالمية، ولا الشراكات التابعة لها أو الهيئات الاعتبارية، ولا الإدارة أو المساهمين أو المديرين أو الشركاء أو الموظفين أو الوكلاء لأي منهم ولا لأي شخص آخر، أي مسؤولية عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو تنازل صريح أو تبعية أو أضرار يتكبدها أي شخص نتيجة الاعتماد على أو إغفال أي بيان من بيانات هذا التقرير، ولا أي مسؤولية ضمن هذا القبيل.
- هذا التقرير يشير إلى "تحليل كي بي إم جي". ويدل هذا (حيث تم تحديده) على أنه لدينا الاضطلاع فقط بأنشطة تحليلية معينة على البيانات المحددة للوصول إلى المعلومات المقدمة. بالإضافة إلى ذلك، يتضمن هذا التقرير المعلومات والتنبؤات المتوقعة والتي هي إما استقراء الاتجاهات السابقة أو استقراء البيانات الأساسية على أساس معدلات النمو التي ذكرها من قبل الجهات الرسمية المختلفة و / أو الباحثين المستقلين. نحن لا نقبل أي مسؤولية عن دقة البيانات الأساسية و / أو أي من معدلات النمو هذه المستخدمة.
- لا الشركة ولا كي بي إم جي العالمية، ولا الشراكات التابعة أو الهيئات الاعتبارية، ولا الإدارة والمساهمين والمديرين والشركاء والموظفين أو وكلاء أي منهم (الأطراف)، قام بالتحقق من أي من المعلومات الواردة في هذه الوثيقة، ولا يمثل أو يضمن أي طرف، كيان أو شخص، صراحة أو ضمناً، معقولية ودقة أو اكتمال المعلومات الواردة في التقرير أو أي معلومات أخرى شفوية أو خطية متاحة لأي طرف من الأطراف المعنية أو مستشاريهم في أي وقت. وإلى أقصى حد يسمح به القانون، فيما عدا حالة الغش من قبل الطرف المعني، جميع الأطراف تعلن صراحة إخلاء أي من أو جميع المسؤولية والالتزام، أو الإستناد على الارتباط بدقة أو كفاية أي من تلك المعلومات الواردة، أو أخطاء أو حذف في هذا التقرير أو بالإعتماد على أو الارتباط بمتلقي أو مستخدم التقرير.
- مستلمي التقرير في بلدان من خارج الأردن يجب تبليغ أنفسهم عن، ومراقبة أي، من المتطلبات القانونية أو التنظيمية والتي تنطبق على توزيع أو حيازة هذا التقرير في تلك الولاية القضائية. وفي هذا الصدد، لا للشركة ولا كي بي إم جي العالمية، أو أي من فروعها أو مديريها ومسؤوليها وموظفيها ووكلائها أو أي من الأطراف الأخرى أي مسؤولية تجاه أي شخص فيما يتعلق بتوزيع أو حيازة هذا التقرير في أو لأي ولاية.

## FINAL

مضاعف قيمة الشركة للأرباح قبل الفائدة والضريبة	<b>EV/EBIT</b>	شركة البوناس العربية	<b>APC</b>
مضاعف قيمة الشركة للأرباح قبل الفائدة، الضريبة، الاهتلاك و الإطفاء	<b>EV/EBITDA</b>	معامل بيتا للأصول	<b>Assets Beta</b>
مضاعف قيمة الشركة للأرباح قبل الفائدة، الضريبة، الاهتلاك، الإطفاء والإيجار	<b>EV/EBITDAR</b>	سيناريو الوضع الطبيعي	<b>Base Case Scenario</b>
مضاعف قيمة الشركة للإيرادات	<b>EV/Sales</b>	شركة توليد الكهرباء المركزية	<b>CEGCO</b>
النموذج المالي المزيج	<b>Hybrid Financial Model</b>	الهيئة التنفيذية للتخاصية	<b>Client</b>
اتحاد النقل الجوي الدولي	<b>IATA</b>	مضاعفات الشركات المقارنة	<b>Comparable Companies Multiples</b>
شركة كهرباء محافظة اربد	<b>IDECO</b>	سيناريو الوضع المتحفظ	<b>Conservative Case Scenario</b>
الشركة الهندية الأردنية للكيماويات	<b>IJC</b>	معدل خصم كلفة الملكية	<b>Cost of Equity</b>
شركة أسواق المطارات الحرة الأردنية	<b>JADFS</b>	علاوة مخاطر الدولة	<b>Country Risk Premium</b>
شركة تموين الطائرات الأردنية	<b>JAFCCO</b>	التدفقات النقدية المخصصة	<b>DCF</b>
الشركة الأردنية لصيانة محركات الطائرات	<b>JALCO</b>	معدل الخصم	<b>Discount Rate</b>
الشركة الأردنية لتدريب الطيران والتدريب التشبيهي	<b>JATS</b>	الأرباح قبل الفائدة والضريبة	<b>EBIT</b>
شركة برومين الأردن (شركة ملح الصافي)	<b>JBC</b>	الأرباح قبل الفائدة، الضريبة، الاهتلاك و الإطفاء	<b>EBITDA</b>
سلطة الكهرباء الأردنية	<b>JEA</b>	الأرباح قبل الفائدة، الضريبة، الاهتلاك، الإطفاء والإيجار	<b>EBITDAR</b>
شركة الكهرباء الأردنية	<b>JEPECO</b>	مؤسسة ضمان الصادرات البريطانية	<b>ECGD</b>
دينار أردني	<b>JOD</b>	شركة توزيع الكهرباء	<b>EDCO</b>
الشركة الأردنية لصيانة الطائرات	<b>JORAMCO</b>	معامل بيتا للملكية	<b>Equity Beta</b>
شركة الثقة للاستثمارات الأردنية	<b>JordInvest</b>	علاوة مخاطر الملكية	<b>Equity Risk Premium</b>
شركة المغنيسيوم الأردنية	<b>JORMAC</b>	هيئة تنظيم قطاع الكهرباء	<b>ERC</b>
شركة مناجم الفوسفات الأردنية	<b>JPMC</b>	قيمة الشركة	<b>EV</b>

## FINAL

نسبة استخدام الدين	الرافعة المالية	شركة صناعات الأسمدة والكيماويات العربية	KEMAPCO
المستشار المالي المختص	روثشايد	كي بي إم جي قواسمي وشركاه	KPMG
فريق عمل كي بي إم جي	فريق العمل	وزارة الطاقة والثروة المعدنية	MEMR
مستشار لجنة تقييم التخاصية	مستشار اللجنة	الشركة الوطنية للطاقة الكهربائية	NEPCO
		شركة الأسمدة اليابانية الأردنية	NFJC
		مضاعف السعر للأرباح	P/E
		الأصول التنظيمية	Regulatory Assets Base (RAB)
		تكلفة التبديل	Replacement Cost
		الحد الأدنى للقيمة	Reserve Price
		القيمة الدفترية المتبقية	Residual value
		معدل العائد الخالي من المخاطر	Risk Free Rate
		شركة أكاديمية الطيران الملكية الأردنية	RJAA
		شركة السمرا لتوليد الكهرباء	SEPGCo
		أخصائي السلامة والصحة والبيئة	SH&E
		القيمة النهائية – ما بعد السنوات المتوقعة	Terminal value
		مضاعفات الصفقات المقارنة	Transactions Multiples
		المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال	WACC

الصفحة	
11	شركات قطاع التعدين – شركة مصانع الإسمنت الأردنية
12	■ نبذة عامة عن الشركة
13	■ الخط الزمني لعملية التخاصية
14	■ تقييم شركة الإسمنت الصادر عن المستشار المالي – التدفقات النقدية المخصومة
15	■ تقييم شركة الإسمنت الصادر عن المستشار المالي – الشركات القابلة للمقارنة
16	■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخصيتها
18	شركات قطاع التعدين – شركة البوتاس العربية
19	■ نبذة عامة عن الشركة
20	■ الخط الزمني لعملية التخاصية
21	■ تقييم شركة البوتاس الصادر عن المستشار المالي – التدفقات النقدية المخصومة
22	■ تقييم شركة البوتاس الصادر عن المستشار المالي – الشركات القابلة للمقارنة
23	■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخصيتها
25	شركات قطاع التعدين – شركة مناجم الفوسفات الأردنية
26	■ نبذة عامة عن الشركة
27	■ الخط الزمني لعملية التخاصية
28	■ تقييم شركة الفوسفات الصادر عن المستشار المالي – التدفقات النقدية المخصومة

فيما يخص هذا التقرير، يمكنكم التواصل مع الأشخاص التالية من شركة كي بي إم جي:

حاتم القواسمي

شريك تنفيذي

كي بي إم جي قواسمي وشركاه، الأردن

هاتف: 0096265650700

جوال: 00962777160500

hatemkawasmy@kpmg.com

خالد حنون

نائب مدير تنفيذي، تمويل الشركات

كي بي إم جي قواسمي وشركاه، الأردن

هاتف: 0096265650700

جوال: 00962779070707

khannun@kpmg.com

الصفحة	
29	■ تقييم شركة الفوسفات الصادر عن المستشار المالي – الشركات القابلة للمقارنة
30	■ تقييم شركة الفوسفات الصادر عن المستشار المالي – ملخص
31	■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتفاصيلها
34	شركات قطاع النقل
35	الملكية الأردنية – عمليات إعادة الهيكلة والتخصية
36	■ نبذة عامة
37	■ خصخصة الشركات المفصلة عن الملكية الأردنية
38	■ الخط الزمني لعمليات إعادة الهيكلة والتخصية
39	الملكية الأردنية – الخطوط الجوية الملكية الأردنية
40	■ نبذة عامة عن الشركة
41	■ الخط الزمني لعملية التخصية
42	■ فرضيات التقييم
43	■ منهجية خصم التدفقات النقدية
44	■ منهجية مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة
45	■ نطاق القيمة
46	■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتفاصيلها

فيما يخص هذا التقرير، يمكنكم التواصل مع الأشخاص التالية من شركة كي بي إم جي:

حاتم القواسمي

شريك تنفيذي

كي بي إم جي قواسمي وشركاه، الأردن

هاتف: 0096265650700

جوال: 00962777160500

hatemkawasmy@kpmg.com

خالد حنون

نائب مدير تنفيذي، تمويل الشركات

كي بي إم جي قواسمي وشركاه، الأردن

هاتف: 0096265650700

جوال: 00962779070707

khannun@kpmg.com

## الصفحة

47	الملكية الأردنية – شركة أسواق المطارات الحرة الأردنية
48	■ نبذة عامة عن الشركة
49	■ الخط الزمني لعملية التخاصية
50	■ تقييم الفريق الفني لإعادة هيكلة وتخاصية الملكية الأردنية لشركة الأسواق
54	■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخاصيتها
55	الملكية الأردنية – الشركة الأردنية لصيانة الطائرات (جورامكو)
56	■ نبذة عامة عن الشركة
57	■ الخط الزمني لعملية التخاصية
58	■ تقييم جورامكو الصادر عن البنك العربي الأردني للاستثمار
60	■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخاصيتها
62	■ تحليلات KPMG – القيمة المحتسبة
64	الملكية الأردنية – الشركة الأردنية لصيانة محركات الطائرات (جالكو)
65	■ نبذة عامة عن الشركة
66	■ الخط الزمني لعملية التخاصية
67	■ تقييم جورامكو الصادر عن البنك العربي الأردني للاستثمار
69	■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخاصيتها

فيما يخص هذا التقرير، يمكنكم التواصل مع الأشخاص التالية من شركة كي بي إم جي:

## حاتم القواسمي

شريك تنفيذي

كي بي إم جي قواسمي وشركاه، الأردن

هاتف: 0096265650700

جوال: 00962777160500

hatemkawasmy@kpmg.com

## خالد حنون

نائب مدير تنفيذي، تمويل الشركات

كي بي إم جي قواسمي وشركاه، الأردن

هاتف: 0096265650700

جوال: 00962779070707

khannun@kpmg.com

## الصفحة

- 71 ■ تحليلات KPMG – القيمة المحتسبة
- 73 ■ تحليل للأداء الفعلي والأداء المتوقع
- 74 ■ الملكية الأردنية – شركة تموين الطائرات الأردنية
- 75 ■ نبذة عامة عن الشركة
- 76 ■ الخط الزمني لعملية التخاصية
- 77 ■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخصيتها
- 78 ■ الملكية الأردنية – الشركة الأردنية لتدريب الطيران والطيران التشبيهي
- 79 ■ نبذة عامة عن الشركة
- 80 ■ الخط الزمني لعملية التخاصية
- 81 ■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخصيتها
- 82 ■ شركة أكاديمية الطيران الملكية الأردنية
- 83 ■ نبذة عامة عن الشركة
- 84 ■ الخط الزمني لعملية التخاصية
- 85 ■ تقييم الشركة الصادر عن المستشار المالي
- 87 ■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخصيتها

فيما يخص هذا التقرير، يمكنكم التواصل مع الأشخاص التالية من شركة كي بي إم جي:

حاتم القواسمي

شريك تنفيذي

كي بي إم جي قواسمي وشركاه، الأردن

هاتف: 0096265650700

جوال: 00962777160500

hatemkawasmy@kpmg.com

خالد حنون

نائب مدير تنفيذي، تمويل الشركات

كي بي إم جي قواسمي وشركاه، الأردن

هاتف: 0096265650700

جوال: 00962779070707

khannun@kpmg.com



الصفحة	
88	كلية الملكة نور الفنية للطيران المدني
89	■ نبذة عامة عن الشركة
90	■ الخط الزمني لعملية التخاصية
91	■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخصيتها
92	قطاع الاتصالات – شركة الاتصالات الأردنية
93	■ نبذة عامة عن الشركة
94	شركة الاتصالات الأردنية – المرحلة الأولى من التخاصية
95	■ الخط الزمني لعملية التخاصية
96	■ تقييم الشبكة الثابتة
97	■ تقييم شبكة الهواتف الخلوية
98	■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخصيتها
100	شركة الاتصالات الأردنية – المرحلة الثانية من التخاصية
101	■ الخط الزمني لعملية التخاصية
102	■ وضع السوق قبل عملية الاكتتاب
103	■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخصيتها

فيما يخص هذا التقرير، يمكنكم التواصل مع الأشخاص التالية من شركة كي بي إم جي:

حاتم القواسمي

شريك تنفيذي

كي بي إم جي قواسمي وشركاه، الأردن

هاتف: 0096265650700

جوال: 00962777160500

hatemkawasmy@kpmg.com

خالد حنون

نائب مدير تنفيذي، تمويل الشركات

كي بي إم جي قواسمي وشركاه، الأردن

هاتف: 0096265650700

جوال: 00962779070707

khannun@kpmg.com

## الصفحة

104	شركة الاتصالات الأردنية – المرحلة الثالثة من التخصيص
105	■ الخط الزمني لعملية التخصيص
106	■ تحديد سعر الاكتتاب الثانوي
107	■ اتفاقيات البيع الخاصة والاكتتاب الثانوي العام
108	■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخصيصها
109	قطاع الكهرباء
110	■ نبذة عامة عن القطاع
112	■ ملخص الخط الزمني لإعادة هيكلة قطاع الكهرباء
113	شركات توليد الطاقة – شركة توليد الكهرباء المركزية
114	■ نبذة عامة عن الشركة
115	■ الخط الزمني لعملية التخصيص
116	■ نبذة عن تقييم الشركة – خصم التدفقات النقدية
117	■ نبذة عن تقييم الشركة وتحديد الحد الأدنى للسعر
118	■ نبذة عن تقييم الشركة – أساليب أخرى
119	■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخصيصها

فيما يخص هذا التقرير، يمكنكم التواصل مع الأشخاص التالية من شركة كي بي إم جي:

حاتم القواسمي

شريك تنفيذي

كي بي إم جي قواسمي وشركاه، الأردن

هاتف: 0096265650700

جوال: 00962777160500

hatemkawasmy@kpmg.com

خالد حنون

نائب مدير تنفيذي، تمويل الشركات

كي بي إم جي قواسمي وشركاه، الأردن

هاتف: 0096265650700

جوال: 00962779070707

khannun@kpmg.com

الصفحة	
120	شركات توزيع الطاقة
121	■ الخط الزمني
122	شركات توزيع الطاقة – شركة توزيع الكهرباء الأردنية
123	■ نبذة عامة عن الشركة
124	■ نبذة عن تقييم الشركة – خصم التدفقات النقدية
125	■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتفاصيلها
127	شركات توزيع الطاقة – شركة كهرباء محافظة اربد
128	■ نبذة عامة عن الشركة
129	■ نبذة عن تقييم الشركة – خصم التدفقات النقدية
130	■ أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتفاصيلها

فيما يخص هذا التقرير، يمكنكم التواصل مع الأشخاص التالية من شركة كي بي إم جي:

حاتم القواسمي

شريك تنفيذي

كي بي إم جي قواسمي وشركاه، الأردن

هاتف: 0096265650700

جوال: 00962777160500

hatemkawasmy@kpmg.com

خالد حنون

نائب مدير تنفيذي، تمويل الشركات

كي بي إم جي قواسمي وشركاه، الأردن

هاتف: 0096265650700

جوال: 00962779070707

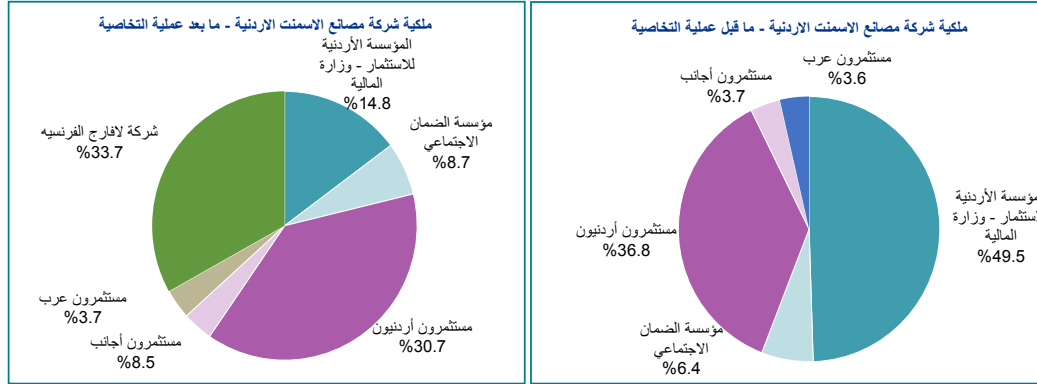
khannun@kpmg.com



# شركات قطاع التعدين

شركة مصانع الإسمنت الأردنية

FINAL



تأسست شركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951 كأول شركة منتجة لمادة الإسمنت والكلنكر في الأردن. ومنذ التأسيس، منحت الحكومة الأردنية شركة الإسمنت امتياز لمدة 50 عام والذي تضمن آلية لتحديد سعر بيع الإسمنت داخل الأردن.

تعتبر الشركة واحدة من أكبر منتجي الإسمنت في المنطقة بقدرة إنتاجية تبلغ 4.20 مليون طن من الإسمنت و3.50 طن من الكلنكر، بحيث تمتلك الشركة مصنعين في الأردن، يقع الأول في منطقة الفحيص والثاني في منطقة الرشادية.

يبلغ عدد أسهم الشركة المكتتب والمصرح به 60.40 مليون سهم وبسعر دينار واحد للسهم، وكانت الحكومة تمتلك ما نسبته 49.50% من رأس مال الشركة من خلال المؤسسة الأردنية للاستثمار. الرسم المجاور يبين توزيع الملكية للشركة خلال الأعوام السابقة لعملية التخصيص.

في تشرين الأول من عام 1998، قامت مجموعة لافارج بشراء ما يعادل 33.1% من إجمالي رأس مال شركة الإسمنت من المؤسسة الأردنية للاستثمار وبسعر بيع يبلغ 3.60 دينار أردني للسهم الواحد (79.8 مليون دينار أردني).

من الجدير بالذكر أن تخصيص شركة مصانع الإسمنت الأردنية كانت أولى عمليات التخصيص في الأردن.

أعضاء مجلس إدارة الشركة

السيد سالم صويص	
السيد احمد حسن	ممثلو شركة لافارج الفرنسية
السيد نيل كورتس	
السيد عبدالحليم الحباري	ممثل شركة راما للاستثمار و الادخار
السيد سمير بوتاتا	ممثل شركة العربية للتجهيزات الخرسانية
السيد حيدر طوران	ممثل مؤسسة الضمان الاجتماعي
السيد عمر بدير	ممثل القطاع الخاص

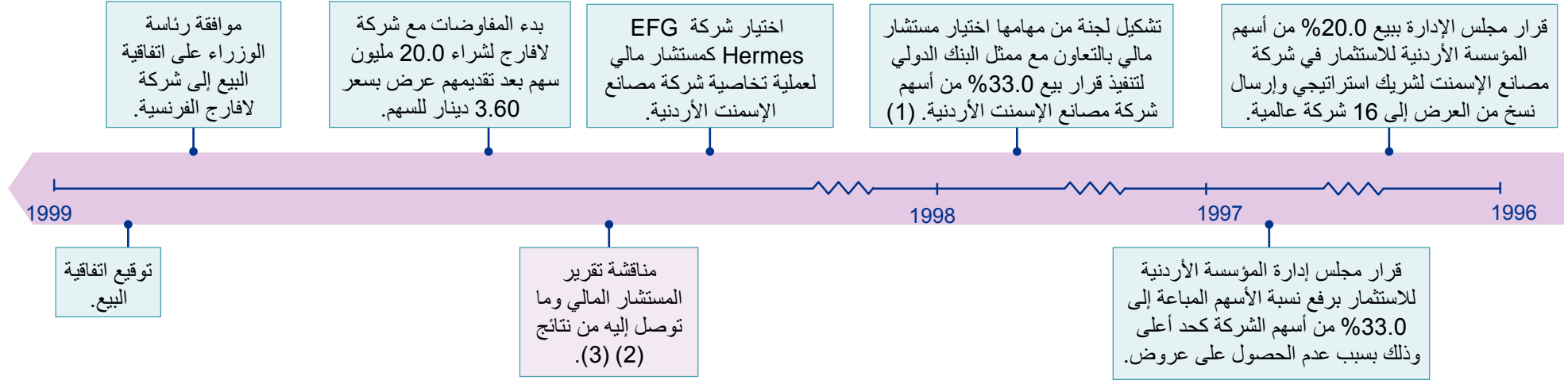
## الإيضاحات:

التقييم الذي قام فريق العمل مراجعته

أهم معالم عملية التخصية

مشاكل رئيسية في سير عملية التخصية

## FINAL



3. قامت اللجنة العليا للتخصية بناءً على توصيات المستشار المالي بالموافقة على الاقتراحات التالية ومن ثم قيامها بعرض هذه الاقتراحات على رئاسة الوزراء:

- عدم تجديد الامتياز عند انتهائه وتحرير سوق الإسمنت عند انتهاء اتفاقية الامتياز.
- تعديل أسلوب تسعير الإسمنت ليشتمل على جميع عناصر التكاليف.
- فرض رسوم جمركية على المستوردات من الإسمنت بحد أقصاه 30%.
- إزالة ما تتحمله الشركة من تكاليف لنقل الإسمنت المباع.
- تغيير السياسة المحاسبية المتعلقة بالاستهلاك.

1. تم إعداد استراتيجية تمتد على ثلاث مراحل كالآتي:

- تحضير قائمة الشركات الاستراتيجية\* والوثائق اللازمة لاختيار مستشار مالي.
- تولى المستشار المالي مهمة متابعة اجراءات البيع وقيامه بالأعمال التالية:
  - دراسة السوق لمعرفة مدى اهتمام الشركات بشراء الأسهم.
  - إنهاء متطلبات البيع.
- اختيار الشريك الاستراتيجي وتوقيع اتفاقية النوايا.

\* تم تحديد 19 شركة محتملة للمشاركة وتمت دعوة هذه الشركات لتقديم إبداء رغبتها بالشراء.

2. استخدم المستشار المالي منهجين لتقييم شركة الإسمنت وهما:

- التدفقات النقدية المخصومة.
- مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة.

## FINAL

المتغيرات	
النسبة	المتغيرات
60.00%	وزن حقوق الملكية
40.00%	وزن صافي الدين
24.00%	تكلفة حقوق الملكية
11.00%	تكلفة الدين
15.00%	معدل الضريبة
5.00%	معدل النمو
<b>18.14%</b>	<b>المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال</b>

- استعرض المستشار المالي وضع السوق الحالي ومدى تأثيره على أداء شركة الإسمنت كالاتي:  
- انخفاض في الكمية المطلوبة في السوق الأردني.  
- التوقعات بزيادة إنتاج الاسمنت بالأسواق العالمية بكميات اكثر من متطلبات السوق مما يؤدي لانخفاض السعر بسبب عوامل العرض والطلب.
- قام المستشار ببناء نموذج مالي لشركة الإسمنت بحيث يتضمن توقعات الأداء المالي لمدة سبعة سنوات، ابتداءً من عام 1999، واعتمد على المتغيرات في الجدول المجاور لحساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، ومن ثم خصم التدفقات النقدية لإيجاد قيمة الشركة.
- بالإضافة إلى ذلك، قام المستشار المالي باقتراح عدة سيناريوهات تتضمن تغييرات على السياسات المتعلقة بالامتياز الممنوح للشركة كما هو موضح في الجدول ادناه.

التقييم باستخدام التدفقات المالية المخصومة	
دينار اردني	قيمة السهم الواحد
سيناريو الاساسي - تمديد فترة الامتياز	1.80
سيناريو 1 - عدم تمديد فترة الامتياز و إضافة 30% رسوم جمركية	2.34
سيناريو 2 - تعديل آلية تسعير الاسمنت و تجديد الامتياز	2.46
سيناريو 3 - الغاء الرسوم المترتبة من النقل	2.06
سيناريو 4*	3.30
عدم تمديد الامتياز الممنوح	
تعديل آلية التسعير خلال فترة الامتياز	
فرض رسوم جمركية على المستوردات من الاسمنت بنسبة 30.00%	
الغاء الرسوم المترتبة من النقل	
تغيير سياسة المحاسبية المتعلقة بالاهلاك	

## FINAL

## الشركات التي استخدمت في التقييم عن طريق الشركات القابلة للمقارنة

EV / Production	P/FCF	P/E
اسمنت المغرب	السويس للأسمنت	السويس للأسمنت
شركة اسمنت عمان	عمرية للأسمنت	شركة اسمنت عمان
لافارج المغرب	الثورة للأسمنت	SCB
SCL	اسمنت حلوان	اسمنت الاسكندرية
السويس للأسمنت	Semen Cibinong	Semen Cibinong
SCB	Ssangyong Cement	الثورة للأسمنت
عمرية للأسمنت		اسمنت حلوان
اسمنت حلوان		عمرية للأسمنت
الثورة للأسمنت		Ssangyong Cement
اسمنت الاسكندرية		
تداول بمضاعف أقل***	تداول بمضاعف مماثل**	تداول بمضاعف اعلى*

■ استطاع المستشار المالي حصر أداء الشركات القابلة للمقارنة في ثلاث مجموعات كما هو مبين بالجدول المرفق حيث استخدم المستشار ثلاث مضاعفات مختلفة.

■ وخلال فترة استخراج معلومات السوق (1998/6/30) كان تداول سهم شركة الإسمنت على انخفاض كما هو موضح بالشكل السفلي وذلك للأسباب التالية:

- عدم وضوح توجه الحكومة من حيث تحديد أو تحرير الأسعار.
- خروج مستثمرين أجانب من السوق.
- لم يتميز السوق المالي آنذاك بالفاعلية.

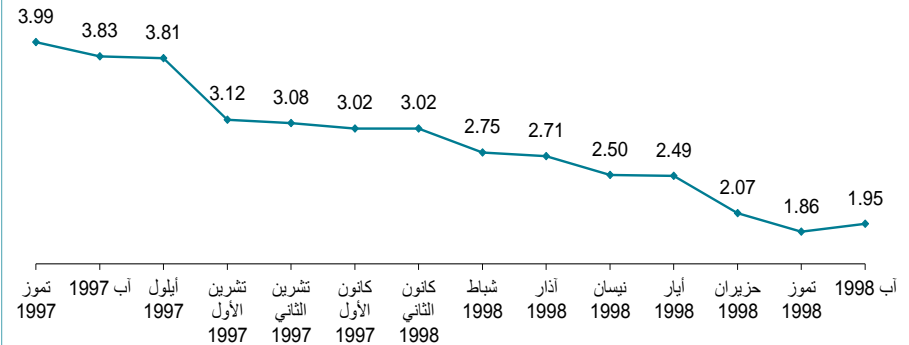
■ لم يتطرق المستشار إلى تحليل البيانات بل تمت الاستعانة فقط بمعدل مضاعف الأرباح المستقبلية (P/E) لعام 2009 والذي نتج عنه قيمة لشركة الإسمنت بمقدار 2.60 دينار للسهم بناءً على تقدير صافي الأرباح بمبلغ 10.2 مليون دينار.

\* كانت تتداول أسهم شركة مصانع الاسمنت آنذاك بمضاعفات للأرباح أعلى من أسهم الشركات القابلة للمقارنة والذي يوحي على أن سعر السهم مرتفع.

\*\* كانت تتداول أسهم شركة مصانع الاسمنت آنذاك بمضاعفات للتدفقات النقدية مماثل من اسهم الشركات القابلة للمقارنة والذي يوحي على أن سعر السهم مقبول.

\*\*\* كانت قيمة شركة الاسمنت آنذاك بالنسبة الى حجم الإنتاج بالطن أقل من أسهم الشركات القابلة للمقارنة مما يوحي على أن قيمة الشركة غير مناسب أي أن سعر السهم منخفض.

أسعار سهم شركة الاسمنت خلال الفترة تموز 1997 و آب 1998 (دينار)





## FINAL

أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة مصانع الاسمنت الأردنية وتخصيتها		
ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ حدد المستشار المالي مدى لسعر السهم في توصياته النهائية لقيمة الشركة كالاتي:</li> <li>- السعر الأعلى: 3.30 دينار للسهم وذلك بناءً على منهجية التدفقات المالية المخصصة والتي تضمن التوصيات المقترحة.</li> <li>- السعر الأدنى: 2.60 دينار للسهم وذلك بناءً على منهجية معدل مضاعف الأرباح (P/E) المستقبلية للشركات المتماثلة.</li> <li>■ ومن الجدير بالذكر أن توصيات اللجنة العليا ذكرت أن المستشار المالي قد قيم شركة الإسمنت بعد التغييرات في السياسة على سعر 2.90 دينار للسهم وهي مختلفة عن السيناريو المقترح الذي قيم الشركة على سعر 3.30 دينار للسهم.</li> </ul>	القيمة النهائية	إتمام عملية التخصية عام 1999
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ الاستراتيجية الرئيسية التي تم الاتفاق عليها بناءً على توصيات البنك الدولي هي عرض بيع الحصص لعدد من الشركات وذلك من خلال عرض عام مفتوح لشركاء استراتيجيين للحصول على أنسب سعر.</li> <li>■ قامت المؤسسة الأردنية للاستثمار بمراسلة شركات عالمية ولكن تم ذلك قبل تعيين المستشار المالي مما يضعف مقدرتها على إتمام المفاوضات.</li> </ul>	عملية بيع خاصة	
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ خلال عملية مراجعة التقييم، لم يتم التوصل إلى نسخة واضحة من التقييم مما أدى إلى عدم القدرة على تحليل النتائج.</li> <li>■ لم يتمكن من الحصول على تقرير المستشار المالي الأخير الذي تم فيه تعديل قيمة السهم إلى 2.90 دينار.</li> <li>■ لم يأخذ التقييم بعين الاعتبار قيمة الأصول الغير تشغيلية (الأراضي المملوكة من قبل الشركة والغير مستعملة في التشغيل)</li> </ul>	وثائق الافتراضات والقوائم المالية المتوقعة	تقرير المستشار المالي

## FINAL

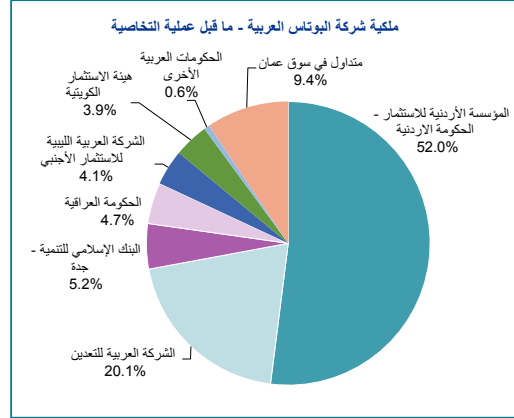
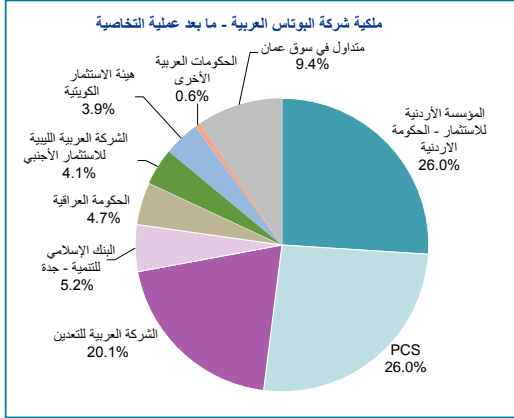
أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة مصانع الاسمنت الأردنية وتخصيتها		
ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
<ul style="list-style-type: none"> <li>اعتمد المستشار المالي على مضاعف P/E المستقبلي في إيجاد الحد الأدنى لسعر البيع وهو مضاعف غير مناسب لطبيعة الشركة وذلك لكون قيمة الشركة تعتمد بشكل أساسي على الأصول الثابتة وبالتالي على الاستهلاك والمصاريف الرأسمالية اللذين يختلفون من شركة لأخرى.</li> <li>أيضاً سياسات الحكومة آنذاك تختلف عن باقي الدول المجاورة مما كان له تأثير سلبي على الربحية و التدفقات النقدية الذين تمت الإشارة اليهم كمؤشر لارتفاع سعر السهم عن باقي الشركات القابلة للمقارنة.</li> <li>تم الإيضاح من مضاعف حجم الإنتاجية أن شركة الإسمنت تتداول بمضاعف أقل بكثير من الشركات القابلة للمقارنة وهو المضاعف الأنسب في حال تم تحرير الأسعار كما اقترح المستشار المالي.</li> </ul>	مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة	تقرير ومنهجية التقييم
<ul style="list-style-type: none"> <li>حدد المستشار المالي معامل خصم مقداره 18.40% و ذلك بناءً على تكلفة حقوق الملكية وتكلفة دين مقدارها 24.00% و 11.00% على التوالي.</li> <li>لم يظهر المستشار المالي آلية احتساب نسب التكلفة والتي هي مرتفعة نسبياً للسوق الأردني والقطاع بشكل أخص.</li> </ul>	معامل الخصم للتدفقات النقدية	



# شركات قطاع التعدين

شركة البوتاس العربية

FINAL



تأسست شركة البوتاس العربية في عام 1956 لإنتاج مادة البوتاس باستخدام المعادن من البحر الميت، إلا أن الإنتاج لم يبدأ حتى عام 1983. ومنذ ذلك الحين تطورت الشركة بوجود مختلف المخططات التي تهدف إلى تحسين وتوسيع هذا الإنتاج.

في البداية تم بناء محطة أولية بسعة 1.2 مليون طن من الإنتاج، وتم توسيعها في أواخر الثمانينات لمعالجة 1.4 مليون طن مع نظام الطاقة الشمسية لتعزيز إنتاج الخام.

وفي عام 1994 تم بناء محطة ثانية تعتمد على تقنية مختلفة وذات قدرة 0.4 مليون طن ليرتفع إجمالي الطاقة الإنتاجية إلى 1.8 مليون طن.

بالإضافة إلى ذلك وحتى عام 2001، كانت شركة البوتاس تمتلك ما نسبته 55.0% من شركة المغنيسيوم الأردنية (JORMAC) و50.0% شركة صناعات الأسمدة والكيماويات العربية (KEMAPCO) و50.0% من شركة الملح الصافي (JBC).

يبلغ رأس مال الشركة المصرح والمكتتب به 83.3 مليون دينار بسعر دينار واحد للسهم، وقد كانت الحكومة الأردنية تملك ما نسبته 52.0% من رأس مال الشركة قبل إتمام عملية التخصيص، بحيث كانت الملكية من خلال المؤسسة الأردنية للاستثمار التابعة لوزارة المالية.

تمت عملية بيع 26.0% من أسهم شركة البوتاس للشريك الاستراتيجي PCS بتاريخ 2003/10/16 وبسعر 5.70 دينار (8.00 دولار) للسهم.

الرسم المجاور يوضح ملكية الشركة قبل وبعد عملية التخصيص.

### أعضاء مجلس إدارة الشركة الحالي

عطوفة السيد جمال الصرايرة - رئيس مجلس الإدارة	ممثلو وزارة المالية الأردنية
السيد احمد جمال البطاينة والسيد رامي العدوان	ممثلو شركة PCS
السادة جورج ديلاي، مايكل هوجن ودريد المحاسنة	ممثلا شركة التعدين العربية
السيد منصور المبارك - نائب رئيس مجلس الإدارة	السيد عدنان الرشدان
السيد عماد القضاء	ممثل مؤسسة الضمان الاجتماعي
الدكتور جمال صلاح	ممثل البنك الإسلامي للتنمية - جدة
السيد عبدالواحد الدليمي	ممثل الحكومة العراقية
السيد عبدالحكيم الاجناف	ممثل الشركة العربية للبيئة للاستثمار الأجنبي
السيد فهد السليم	ممثل هيئة الاستثمار الكويتية

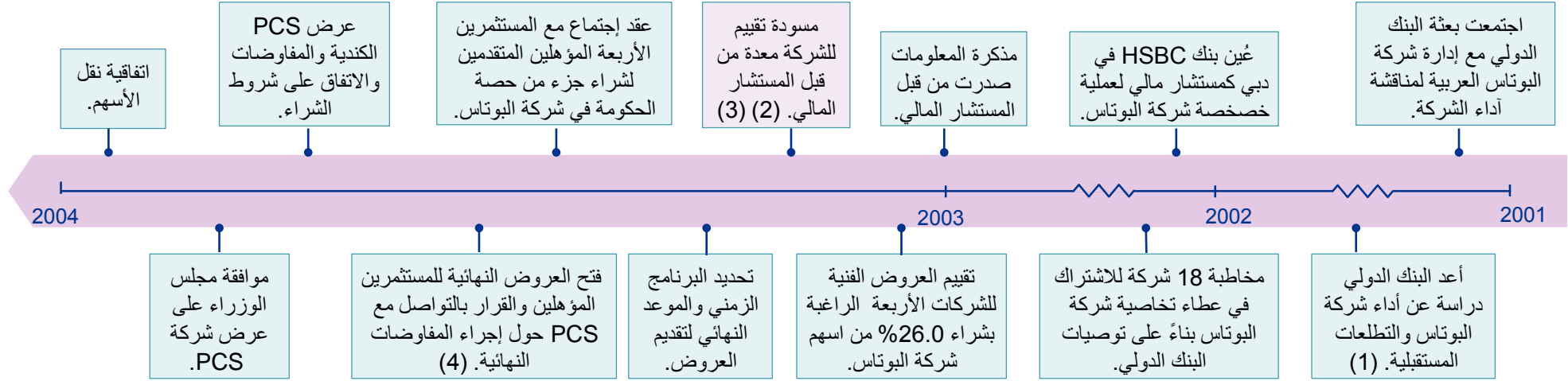
## الإيضاحات:

التقييم الذي قام فريق العمل مراجعته

أهم معالم عملية التخصية

مشاكل رئيسية في سير عملية التخصية

## FINAL



1. كانت نتائج الدراسة المعدة من قبل مستشاري البنك الدولي كما يلي:

- نسبة القروض إلى الأصول منخفضة.
- انخفاض في حجم التداول للأسهم في سوق عمان المالي.
- عمليات الاستخلاص في حوض رقم 19 غير فعالة.
- الحوكمة الإدارية لا تتم ضمن آليات ذات فعالية وشفافية.
- الحاجة إلى إعادة هيكلة الشركة عن طريق شريك استراتيجي ذو خبرة للارتقاء بأداء الشركة.
- بيع أو تصفية شركة الملح الصافي.
- اعتماد استراتيجية لتتنوع المنتجات ذات قيمة مضاعفة.

2. استخدم المستشار المالي مناهجين لتقييم شركة البوتاس وهما:

- التدفقات النقدية المخصومة.
- مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة.

3. كما اعتمد تقرير التقييم الذي قام به المستشار المالي على الآتي:

- التحقق النافي للجهاالة الذي اعده المستشار المالي ومستشارين مختصين بشركات استخراج البوتاس والذي حدد الطاقة الاستيعابية وجميع الأمور المرتبطة بالعملية.
- دراسة السوق والقوائم المالية لشركة البوتاس.
- دراسة التوقعات المالية التي قدمت من قبل إدارة شركة البوتاس.

4. تم استلام ثلاثة عروض مالية، أحدهم يطالب بنسبة 2.00% فقط من الملكية، وآخر بلغ 3.20 دينار (4.60 دولار) للسهم، بينما بلغ عرض PCS 5.67 دينار (8.00 دولار) للسهم، ولذلك تمت الموافقة عليه.

## FINAL

الافتراضات المستخدمة في التدفقات النقدية المخصومة		
البند	القيمة	المصدر
معدل العائد الخالي من المخاطر	5.00%	متوسط معدل الاقتراض طويل الأمد - الولايات المتحدة الأمريكية (bloomberg)
علاوة المخاطر	10.50%	مكتب الأوراق المالية HSBC
معامل بيتا	1.00	بيانات HSBC الخاصة، باستخدام شبكة بيتا
حجم الملكية من رأس المال	85.76%	
حجم الدين من رأس المال	14.23%	
تكلفة الدين	9.66%	متوسط العائد على سندات بالدولار الأمريكي مهيمنة بالدينار الاردني
معدل الضريبة	15.00%	

التقييم باستخدام التدفقات المالية المخصومة			
مليون دينار اردني	قيمة الشركة	حصة الشركة	قيمة حصة الشركة
APC	291,322	100%	291,322
JORMAG	27,730	55%	15,334
KEMAPCO	25,604	50%	12,802
JBC	35,316	50%	17,658
إجمالي قيمة الأسهم المقدرة لشركة البوتاس العربية			
337,116			
قيمة السهم (دينار) - عدد الأسهم (83.3 مليون سهم)			
4.05			

- طور المستشار المالي نموذج افتراضي لفترة 25 سنة على النحو التالي:
  - 2002 - 2006: الربح والخسارة، والميزانية العمومية وجدول التدفق النقدي.
  - العشرون سنة المتبقية: استخدام افتراضات ثابتة لفترة المتبقية.
  - اما لشركة الملح الصافي التابعة لشركة البوتاس فقد استخدم المستشار المالي نماذج لفترة أقصر وهي 10 سنوات.
  - قيم المستشار شركتين فرعيتين وهم شركة المغنيسيوم الأردنية وشركة صناعات الأسمدة والكيماويات العربية عن بقيمة الرأسمال المستثمر وذلك لأن عمليات الشركات بدائية.
- أعد المستشار المالي ثلاثة سيناريوهات مختلفة بناءً على معدل القدرة الإنتاجية وسعر بيع طن الاسمنت كالاتي:
  - السيناريو الاساسي: 90% إنتاجية وسعر الطن 69.48 دينار (98 دولار)
  - السيناريو المنخفض: 80% إنتاجية وسعر الطن 62.39 دينار (88 دولار)
  - السيناريو المرتفع: 100% إنتاجية وسعر الطن 76.57 دينار (108 دولار)
- أعتد المقيم على الفرضيات المبينة في الجدول ليحصل على نسبة خصم تساوي 14.50%.

## تقييم شركة البوتاس الصادر عن المستشار المالي – مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة

FINAL

تقييم شركة البوتاس باستخدام مضاعفات الشركات و الصفقات المماثلة			
عمليات مماثلة	شركات مماثلة		مليون دينار
2002	2003	2002	المضاعف
	11.9x	32.3x	<b>P/E</b>
	36.6	30.2	أرباح (صافي الدخل)
	435.6	974.6	قيمة الشركة
	<b>5.20</b>	<b>11.70</b>	قيمة السهم (دينار)
1.4x			<b>EV/Sales</b>
130.3			مبيعات
46.6			أقل: صافي الدين
141.7			قيمة الشركة
<b>1.70</b>			قيمة السهم (دينار)
5.7x	6.8x	7.2x	<b>EV/EBITDA</b>
62.0	66.0	62.3	EBITDA
46.6	46.6	46.6	أقل: صافي الدين
308.4	402.2	401.8	قيمة الشركة
<b>3.70</b>	<b>4.83</b>	<b>4.82</b>	قيمة السهم (دينار)
10.1x	8.9x	13.4x	<b>EV/EBIT</b>
37.4	41.2	37.4	EBIT
46.6	46.6	46.6	أقل: صافي الدين
331.5	320.0	455.1	قيمة الشركة
<b>3.98</b>	<b>3.84</b>	<b>5.46</b>	قيمة السهم (دينار)

■ استعمل المستشار المالي أيضاً طريقة التقييم باستخدام مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة. ومن خلال هذه الطريقة، قام المستشار باختيار أسلوبين للتقييم:

– تمت الطريقة الأولى للتقييم باستخدام شركات قابلة للمقارنة ومتداولة في الأسواق العالمية، واختار المستشار المالي الشركات التالية:

■ IMC

■ Agrium

■ Soquimich

■ OPC

■ Kali und Salz (K+S)

– اعتمد المستشار على المقارنة مع صفقات استحواذ قابلة للمقارنة والتي كانت شركاتها وتواريخها كما يلي:

■ Israel Chemicals بتاريخ 1998/12

■ Agrium Inc بتاريخ 1999/9

■ Manah SA بتاريخ 2000/4

■ Soquimich بتاريخ 2001/10

FINAL

## أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة البوتاس العربية وتخصصيتها

ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
<ul style="list-style-type: none"> <li>اعتمد المستشار المالي في توصياته النهائية على التدفقات النقدية المخصومة فقط في تقييم الشركة، ولم يتم الأخذ بعين الاعتبار طريقة المضاعفات، على الرغم من أنه من المتوقع عليه في أصول التقييم أنه من غير المحبذ الاعتماد على أسلوب واحد فقط في تقييم الشركات، بل من الأفضل مزج التدفقات النقدية المخصومة والمضاعفات لاستنباط قيمة تعكس عمليات الشركة من خلال القيم الأساسية لها بالإضافة إلى توجهات السوق.</li> </ul>	القيمة النهائية	نتيجة التقييم
<ul style="list-style-type: none"> <li>الشركات المتداولة في السوق وعمليات الاستحواذ السابقة التي تم استخدامها من قبل المستشار لم ترتقي الى تقييم ملائم وذلك لان عدد الشركات محدود مما أدى الى وجود قيم متطرفة، والتي أثرت على قيم الوسيط والمعدل.</li> <li>بالإضافة إلى ذلك، فإن المستشار قام باستخدام مضاعفات مستقبلية، مع أنه كان من الأفضل استخدام المضاعفات الحالية في إيجاد قيمة الشركة، وذلك لعدم وجود تغيير جوهري متوقع في عمليات الشركة.</li> <li>يعتبر مضاعف EV/EBITDA أكثر مناسبة لتقييم الشركة من مضاعف P/E، وذلك لكون الشركة تعتمد بشكل أساسي على الأصول الثابتة وبالتالي يتأثر صافي الربح بما يلي: <ul style="list-style-type: none"> <li>- هيكل رأس مال الشركة الذي يعكس خيار التمويل، والذي قد ينتج منه دفعات فائدة تؤدي إلى تخفيض صافي الربح.</li> <li>- عمر الأصول الثابتة في تاريخ التقييم، بحيث تكون الأصول الأجدد ذات تكلفة ومصروف اهتلاك أعلى وبالتالي يؤدي ذلك إلى تخفيض صافي الربح.</li> </ul> </li> <li>من الجدير بالذكر أن المستشار المالي لم يقر بطرح صافي الدين، وإضافة النقدية لقيمة الشركة عند إيجاد قيمة حصص الملكية باستخدام مضاعف EV/EBITDA.</li> </ul>	مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة	تقرير ومنهجية التقييم



FINAL

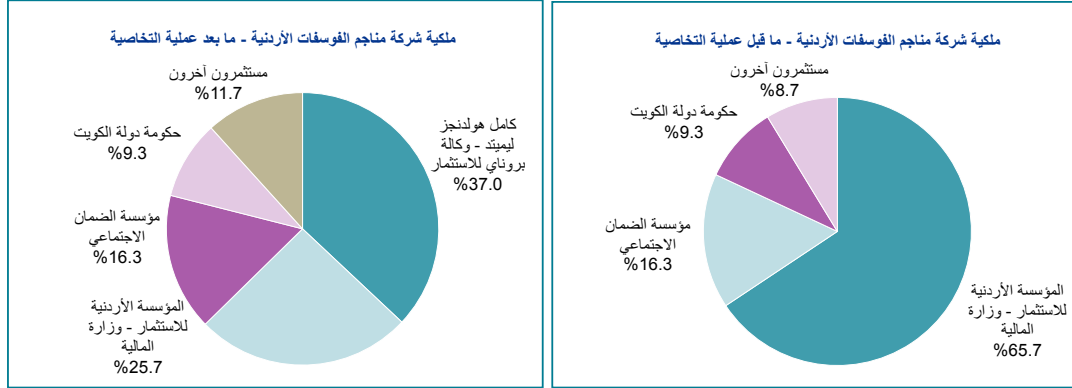
أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة البوتاس العربية وتخصصيتها		
ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ خلال عملية مراجعة التقييم، لم يتم التوصل إلى الوثائق النهائية التي توضح وتدعم الافتراضات المستخدمة في عملية التقييم، كما لم يتم إيجاد القوائم المالية المتوقعة التي تم إعدادها وإنما تم الحصول على مسودات غير واضحة.</li> </ul>	الافتراضات والقوائم المالية المتوقعة	تقرير ومنهجية التقييم
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ يفقد التقرير دراسة عن متطلبات الأسواق العالمية لمادة البوتاس وهو عامل أساسي في تقييم الشركة من خلال منهجية التدفقات النقدية المخصومة.</li> <li>■ الفترة الزمنية المستخدمة للافتراضات مرتفعة جداً مما يضيف أهمية كبيرة على عامل الخصم.</li> <li>■ يجدر الإشارة إلى أن فريق العمل لم يتمكن من الحصول على التوقعات المالية الممتدة على فترة 25 عام، ولم يستطع تحديد فيما إذا تم استخدام القيمة النهائية في التقييم أم لا.</li> </ul>	التدفقات النقدية المخصومة	
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ تضمنت اتفاقية البيع التي تمت بعد مفاوضات بين الحكومة الأردنية و شركة PCS على الاتي:                         <ul style="list-style-type: none"> <li>– سعر البيع هو 5.67 دينار (8.00 دولار) للسهم الواحد و هو اعلى من تقييم المستشار المالي.</li> <li>– تسدد الحكومة الأردنية جميع الالتزامات المترتبة عن الشركات الفرعية الثلاثة (JORMAG ،KEMAPCO ،JBC) لمدة أربعة سنوات مع منح الحكومة حق استلام حصة PCS من أية أرباح او عوائد ترد من هذه الشركات لمدة عشرة سنوات.</li> <li>■ من الصعب حصر الالتزامات او الإيرادات المتوقعة للحكومة في هذا البند من الاتفاق وبالتالي تأثيره على سعر البيع النهائي.</li> </ul> </li> </ul>	اتفاقية البيع المبرمة	إتمام عملية التخصصية عام 2003



# شركات قطاع التعدين

شركة مناجم الفوسفات الأردنية

FINAL



تأسست شركة مناجم الفوسفات الأردنية عام 1949 كشركة خاصة، وتم إدراج أسهمها في سوق عمان المالي كشركة مساهمة عامة عام 1953.

من غايات الشركة القيام بالتنقيب والتعدين وتسويق الفوسفات وصناعة الاسمدة والمساهمة في إنشاء صناعات ذات علاقة. وتقوم الشركة باستخراج الفوسفات بشكل رئيسي من مناجم الحسا والأبيض والشيدية وبشكل أقل من منجم الرصيفة كما وتمتلك الشركة مجمعاً صناعياً في العقبة لإنتاج الأسمدة الكيماوية.

تنتج شركة مناجم الفوسفات الأردنية ما يزيد عن 7.0 مليون طن من الفوسفات الصخري سنوياً، مما يجعل الأردن سادس دولة من حيث الإنتاج في العالم وثاني أكبر دولة من حيث التصدير.

يبلغ رأس مال الشركة المصرح والمكتتب به 75.0 مليون دينار أردني، وقد كانت الحكومة الأردنية تملك ما نسبته 66.0% من رأس مال الشركة قبل إتمام عملية التخصيص، بحيث كانت الملكية من خلال المؤسسة الأردنية للاستثمار التابعة لوزارة المالية الأردنية. الرسم المجاور يبين توزيع الملكية للشركة خلال الأعوام السابقة لعملية التخصيص.

حتى عام 2005، كانت شركة الفوسفات تمتلك ما نسبته 34.8% من الشركة الهندية الأردنية للكيماويات (IJC)، و20.0% من شركة الأسمدة اليابانية الأردنية (NFJC).

تعرضت الشركة لتقلبات في الأداء المالي خلال الفترة 1998 - 2004. وعلى الرغم من ارتفاع النسب المالية خلال العامين 2001 و2002، والذي كان نتيجة إعفاء الحكومة للشركة من رسوم التعدين المتركمة بالإضافة إلى تخفيض الرسوم التي ستترتب على الشركة لاحقاً، إلا أن هوامش الربح الخاصة بالشركة انخفضت بشكل ملحوظ خلال السنوات اللاحقة.

قامت الحكومة الأردنية ببيع ما نسبته 37.0% من إجمالي رأس المال لوكالة بروناي للاستثمار التابعة لحكومة بروناي في شهر آذار من عام 2006 وبلغ سعر بيع السهم الواحد 2.83 دينار أردني. كما قامت بتخصيص ما نسبته 3.0% من حصتها في إجمالي رأس المال للقوات المسلحة الأردنية وموظفي شركة الفوسفات بأسعار تفضيلية. الرسم المجاور يوضح توزيع الملكية للشركة ما بعد إتمام عملية التخصيص.

### أعضاء مجلس إدارة الشركة الحالي

عطوفة المهندس عامر المجالي - رئيس مجلس الإدارة	ممثلو شركة كامل هولدنجز ليميتد
السيد جنيدي مصري - عضو	
المهندس طلال السعدي - عضو	ممثلا وزارة المالية الأردنية
معالي السيد عبدالكريم الملاحمة - نائب رئيس مجلس الإدارة	
معالي الدكتور المهندس منذر حدادين - عضو	ممثل المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي
السيد سعيد شنان - عضو	
السيد حمد العمر - عضو	ممثل دولة الكويت
السيد هيثم البطيخي - عضو	
السيد خالد القرعان - عضو	ممثلو القطاع الخاص
الدكتور شفيق الأشقر - الرئيس التنفيذي	
	الإدارة العليا

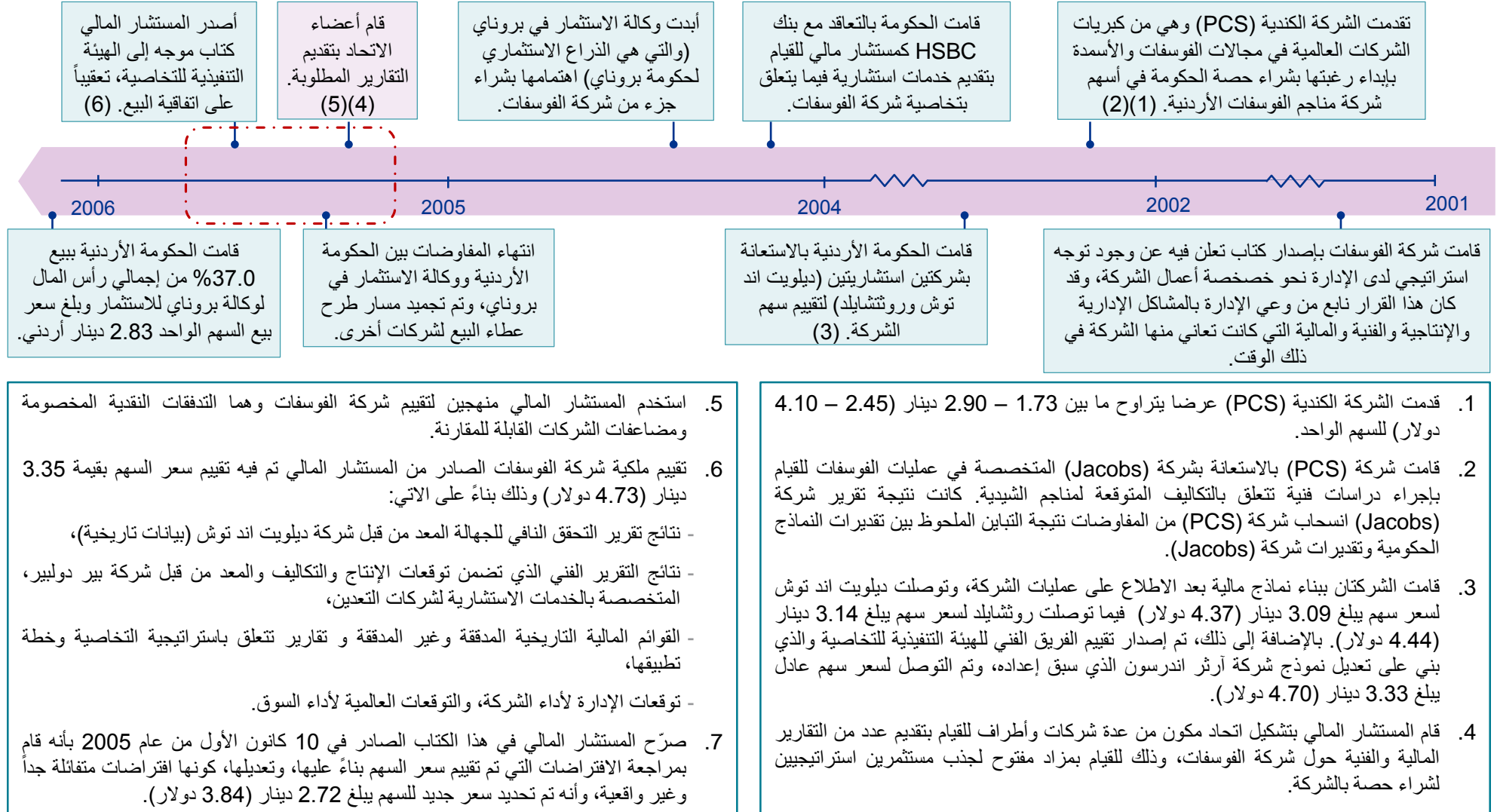
## الإيضاحات:

التقييم الذي قام فريق العمل مراجعته

أهم معالم عملية التخصيص

مشاكل رئيسية في سير عملية التخصيص

## FINAL



## FINAL

أهم الافتراضات المستخدمة في التدفقات النقدية المخصصة		
البند	القيمة	المصدر
معدل العائد الخالي من المخاطر	4.24%	متوسط معدل الاقتراض طويل الأمد – الولايات المتحدة الأمريكية (bloomberg)
علاوة المخاطر	7.30%	متوسط معدل المخاطر في السوق الأمريكي منذ عام 1926 (ibbotson)
معامل بيتا	1.50	بيانات HSBC الخاصة، باستخدام شبكة بيتا
حجم الملكية من رأس المال	78.00%	متوسط القيمة السوقية للشركة خلال الفترة (2004 - 2005)
حجم الدين من رأس المال	22.00%	ما يتبقى من رأس المال بعد طرح حجم الملكية
تكلفة الدين	5.50%	المتوسط المرجح لتكلفة دين الشركة للعام 2004
نسبة الضريبة المطبقة في الشركة	8.97%	احتساب HSBC لنسبة الضريبة المطبقة في الشركة
معدل النمو النهائي	3.00%	معامل التضخم المتوقع للسوق الأردني
معامل التضخم في لأسعار البيع	2.30%	معامل التضخم المتوقع للسوق الأمريكي
معامل التضخم في للتكاليف	3.00%	معامل التضخم المتوقع للسوق الأردني

- قام المستشار المالي ببناء نموذج بحيث يتضمن توقعات الأداء المالي لمدة عشر سنوات، ابتداءً من عام 2005، لشركة الفوسفات، بالإضافة إلى الشركة الهندية الأردنية للكيماويات (IJC) وشركة الأسمدة اليابانية الأردنية (NFJC).
- تم استخدام الافتراضات التالية لتوقع الإيرادات، التكاليف والمصاريف الرأسمالية:
  - معدل نمو سنوي مركب للإيرادات بمقدار 3.80%،
  - متوسط مرجح لتكلفة الإنتاج يتراوح بين 13.1 مليون دينار للطن الواحد، و19.9 مليون دينار للطن،
  - 4.0 ملايين دينار نفقات رأسمالية سنوياً.
- يشير الجدول المجاور إلى أهم الافتراضات المستخدمة في تقييم التدفقات النقدية المخصصة و بناءً عليه تم التوصل إلى معامل خصم هو 12.95%
- لإضافة طابع المرونة على تقييم الشركة، قام البنك بتحضير عدة سيناريوهات، يتم من خلالها الاطلاع على قيمة حصص الملكية في حالة تغير أحد الافتراضات المستخدمة.

## FINAL

## تقييم شركة الفوسفات باستخدام مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة

2006		2005		2004		مليون دينار أردني
المعدل	الوسيط	المعدل	الوسيط	المعدل	الوسيط	
491.4	455.8	559.8	555.0	345.4	658.1	EV/EBITDA
541.8	503.5	446.2	454.4	222.9	516.5	EV/EBIT
598.7	598.7	563.0	629.1	53.1	96.9	P/E

## الشركات التي تم استخدامها في تقييم مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة

الشركة	الدولة	الوصف
Agrium Inc.	كندا	تعمل في مجال المنتجات والخدمات الزراعية، بحيث تقوم بإنتاج العديد من المبيدات والأسمدة، والتي تقع ضمنها أسمدة الفوسفات.
Potash Corp. of Saskatchewan, Inc.	كندا	تنتج وتبيع الأسمدة والمنتجات الصناعية والأعلاف ذات الصلة، والتي من ضمنها الأسمدة الفوسفاتية.
The Mosaic Company	الولايات المتحدة الأمريكية	تقوم بتصنيع وتسويق الأسمدة والأعلاف الحيوانية المصنعة من الفوسفات واليوتاس.
Yara International ASA	النرويج	تعمل في مجال تصنيع وبيع المحاليل الزراعية والبيئية في جميع أنحاء العالم، والتي من ضمنها منتجات الفوسفات.

- يبين الجدول المجاور قيمة حصص الملكية باستخدام مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة خلال الفترة (2006-2004)، حسب تقرير التقييم.
- كما يبين الجدول المجاور، فإن الشركات التي تم استخدام مضاعفاتها في تقييم شركة الفوسفات كانت شركات متخصصة في إنتاج الأسمدة بشكل عام، والتي من ضمنها أسمدة الفوسفات.
- يجدر التنويه إلى أنه لم يتم التمكن من التوصل إلى البيانات المالية الخاصة بالشركات القابلة للمقارنة، أو مضاعفاتها، خلال الفترة المذكورة أعلاه (2006 - 2004).

FINAL

ملخص تقييم شركة الفوسفات حسب تقرير المستشار المالي

قيمة السهم - دولار	قيمة السهم - دينار	قيمة 37% من حصص الملكية	قيمة حصص الملكية	مليون دينار (ما لم يتم ذكر غير ذلك)
				<b>التقييم باستخدام التدفقات النقدية المخصصة السيناريو الأساسي</b>
4.7	3.4	93.0	251.4	السيناريو المعزز
5.2	3.7	101.4	274.0	سيناريو إكمال صفقة IJC + السيناريو الأساسي
5.7	4.1	112.7	304.7	سيناريو إكمال صفقة IJC + السيناريو المعزز
6.1	4.3	120.0	324.3	تخفيض القوى العاملة بنسبة 50% - 10 سنوات
4.8	3.4	93.9	253.8	تخفيض القوى العاملة بنسبة 50% - 5 سنوات
5.2	3.7	102.6	277.3	تخفيض القوى العاملة بنسبة 40% - 10 سنوات
4.7	3.3	92.6	250.2	تخفيض القوى العاملة بنسبة 40% - 5 سنوات
5.0	3.6	98.9	267.2	تخفيض القوى العاملة بنسبة 30% - 10 سنوات
4.6	3.3	91.3	246.7	تخفيض القوى العاملة بنسبة 30% - 5 سنوات
4.8	3.4	95.1	257.1	
				<b>التقييم باستخدام مضاعفات الشركات المماثلة (معدل عام 2004)</b>
12.4	8.8	243.5	658.1	EV/EBITDA
9.7	6.9	191.1	516.5	EV/EBIT
1.8	1.3	35.9	96.9	P/E

- يُجدر بالذكر أن السيناريو المعزز يفترض زيادة الإنتاج، كما أن السيناريو الخاص بإكمال صفقة IJC يفترض إتمام خطة إدارة شركة الفوسفات بزيادة ملكيتها في الشركة الهندية الأردنية للكيمياويات من 34.8% إلى 100%.
- يبين الجدول جميع القيم التي تم إيجادها لخصص ملكية الشركة في تقرير المستشار المالي.
- وقد بين المستشار المالي بالكتاب الصادر إلى الهيئة التنفيذية للتفاصيل في كانون الأول من عام 2005، بأنه اعتمد على القيمة الناتجة من السيناريو الأساسي في التدفقات النقدية المخصصة، كقيمة نهائية لخصص الملكية.

FINAL

## أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة مناجم الفوسفات الأردنية وتخصيتها

ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
<ul style="list-style-type: none"> <li>سعر البيع الذي تمت عليه صفقة بيع أسهم الشركة لشركة كامل هولدنجز ليميتد والبالغ 2.83 دينار (4.00 دولار) للسهم الواحد، يقل عن سعر السهم الذي تم التوصل إليه من خلال السيناريو الأساسي المتحفظ لتقييم الشركة باستخدام التدفقات النقدية المخصومة والبالغ 3.35 دينار (4.73 دولار) للسهم الواحد.</li> <li>قام المستشار المالي بإصدار كتاب لتعديل الافتراضات المستخدمة في السيناريو الأساسي المتحفظ، بحيث أصبح سعر السهم 2.72 دينار (3.84 دولار)، إلا أن الكتاب لم يكن مرفق ببيانات مالية أو تقرير تقييم لعكس هذه التعديلات.</li> </ul>	سعر البيع وتغيير القيمة النهائية	إتمام عملية التخصية عام 2006
<ul style="list-style-type: none"> <li>تم بيع حصص الملكية لمستثمر تمويلي ليس ذات خبرة في التعدين وصناعة الأسمدة، على الرغم من أنه كان من أحد أهداف الحكومة بالنسبة لتخصية الفوسفات إيجاد شريك استراتيجي للعمل على تحسين أداء الشركة المالي والتسويقي والإنتاجي والإداري، بالإضافة إلى فتح أسواق جديدة لمنتجاتها.</li> <li>كما أنه لم يتم تنفيذ العملية بالطريقة المتعارف عليها والتي هي طرح عطاء لمعرفة سعر السوق، فقد بدأت عملية التخصية مع وجود عطاء مفتوح لاستقدام العروض، إلا أن العملية أخذت مساراً ثانياً متمثلاً بمفاوضات مباشرة بين الحكومة الأردنية ووكالة الاستثمار في بروناي.</li> </ul>	المستثمر	
<ul style="list-style-type: none"> <li>اعتمد المستشار المالي في توصياته النهائية على التدفقات النقدية المخصومة في تقييم الشركة، ولم يتم الأخذ بعين الاعتبار طريقة المضاعفات موضعاً وجود اختلافات جوهرية بين الشركات المختارة وشركة الفوسفات.</li> <li>من المتفق عليه في أصول التقييم أنه من غير المحبذ الاعتماد على أسلوب واحد فقط في تقييم الشركات، بل من الأفضل مزج التدفقات النقدية المخصومة والمضاعفات لاستنباط قيمة تعكس عمليات الشركة من خلال القيم الأساسية لها بالإضافة إلى توجهات السوق.</li> </ul>	القيمة النهائية	نتيجة التقييم



FINAL

## أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة مناجم الفوسفات الأردنية وتخصيتها

ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ خلال عملية مراجعة التقييم، لم يتم التوصل إلى الوثائق النهائية التي توضح وتدعم الافتراضات المستخدمة في عملية التقييم، كما لم يتم إيجاد القوائم المالية المتوقعة التي تم إعدادها من قبل المستشار المالي، والتي من ضمنها وثائق تغيير القيمة بعد انتهاء المفاوضات مع المستثمر.</li> </ul>	وثائق الافتراضات والقوائم المالية المتوقعة	تقرير ومنهجية التقييم
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ قام المستشار المالي باختيار شركات عالمية تقوم بتصنيع الأسمدة التي تحتوي الفوسفات، وقد كان من الأفضل لو تم اختيار شركات تقوم بشكل أساسي على التعدين ثم بشكل فرعي على صناعة الأسمدة.</li> <li>■ من الجدير بالذكر أن عدد الشركات المستخدمة يعتبر قليل، وكان من الأفضل إدراج مؤشرات أكثر وذلك لتجنب وجود قيم متطرفة، والتي أثرت على قيم الوسيط والمعدل.</li> <li>■ بالإضافة إلى ذلك، فإن المستشار قام باستخدام مضاعفات تاريخية ومستقبلية، مع أنه كان من الأفضل الاعتماد فقط على المضاعفات الحالية في إيجاد قيمة الشركة، وذلك لعدم وجود تغيير جوهري متوقع في عمليات الشركة.</li> <li>■ يعتبر مضاعف EV/EBITDA أكثر مناسبة لتقييم الشركة من مضاعف P/E، وذلك لكون الشركة تعتمد بشكل أساسي على الأصول الثابتة وبالتالي يتأثر صافي الربح بما يلي: <ul style="list-style-type: none"> <li>- هيكل رأس مال الشركة الذي يعكس خيار التمويل، والذي قد ينتج منه دفعات فائدة تؤدي إلى تخفيض صافي الربح.</li> <li>- عمر الأصول الثابتة في تاريخ التقييم، بحيث تكون الأصول الأجدد ذات تكلفة ومصروف اهتلاك أعلى وبالتالي يؤدي ذلك إلى تخفيض صافي الربح.</li> </ul> </li> </ul>	مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة	

## FINAL

أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة مناجم الفوسفات الأردنية وتخصيتها		
ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
<ul style="list-style-type: none"> <li>تشير الافتراضات المستخدمة إلى أن نسبة نمو الأسعار تبلغ 2.3%، بينما نمو التكاليف يبلغ 3.0% الأمر الذي قد يؤدي إلى استمرار ارتفاع نسبة التكاليف من الإيرادات بشكل سنوي وتخفيض النسب الربحية للشركة خلال فترة التوقعات.</li> </ul>	افتراضات الإيرادات والتكاليف	تقرير ومنهجية التقييم
<ul style="list-style-type: none"> <li>تم استخدام معدل العائد الخالي من المخاطر الخاص بسوق الولايات المتحدة الأمريكية آنذاك، والذي لا يتضمن المخاطر الخاصة بالأردن التي قد تنعكس على عمليات وأداء الشركة. كان ممكن أن يكون من الأفضل إدخال علاوة مخاطر الدولة في احتساب تكلفة الملكية.</li> </ul>	معدل العائد الخالي من المخاطر	معامل الخصم (التدفقات النقدية المخصومة)
<ul style="list-style-type: none"> <li>كما في معدل العائد الخالي من المخاطر، لم يتم الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المحتملة في الدولة التي تعمل بها الشركة، بحيث تم استخدام علاوة المخاطر الخاصة بالسوق الأمريكي.</li> </ul>	علاوة المخاطر	
<ul style="list-style-type: none"> <li>تم اختيار معامل بيتا مرتفع نسبياً، وذلك عند الأخذ بعين الاعتبار أن 90% من إنتاج الفوسفات العالمي يدخل في صناعة الأسمدة، وبالتالي صناعة الأغذية، أي أنه من المتوقع أن يكون معامل بيتا للشركة أقل من معامل بيتا السوق والبالغ 1.0، وذلك كون الأغذية من السلع الأساسية التي لا تتأثر بشكل كبير بالتغيرات السوقية.</li> </ul>	معامل بيتا	



*cutting through complexity*

# شركات قطاع النقل



# الملكية الأردنية

عمليات إعادة الهيكلة والتخاوية

### المرحلة الثانية

- عدة عوامل حالت دون استكمال المرحلة الثانية من التخصيص عام 2001، منها:
  - سوء الأوضاع الاقتصادية للقطاع إضافةً إلى الركود الاقتصادي عالمياً،
  - كثرة شركات الطيران المعروضة للتخصيص في الأسواق العالمية،
  - الأوضاع السياسية المتوترة في منطقة الشرق الأوسط ككل.
- وعليه، قررت مجموعة العمل تأجيل استكمال إدراج الخطوط الجوية الملكية الأردنية إلى حين تحسن الأحوال الاقتصادية والفرص المتاحة، وتعديل الاستراتيجية المتبعة وتوسيع خيارات التخصيص لتشمل مستثمرين ماليين بالإضافة إلى شريك استراتيجي. وذلك من خلال بيع جزء من حصص الملكية إلى ائتلاف مستثمرين ماليين من خلال اتفاقيات بيع أسهم بواسطة عطاء تنافسي، وبيع جزء آخر إلى مستثمرين ماليين مستقلين بشكل مباشر.
- قرر مجلس الوزراء في عام 2005 استكمال المرحلة الثانية، حيث تمت إعادة تشكيل مجموعة العمل والكادر الفني للعملية. وتم طرح عطاء دولي لتعيين اتحاد مستشارين للمساعدة في تنفيذ العملية، وكانت النتيجة تعيين اتحاد CitiGroup، الذي أصدر تقرير التقييم في تموز 2007.
- بعد اعتماد الحدود السعرية لبيع الأسهم، أصدرت رئاسة الوزراء بتاريخ 15 تشرين الثاني 2007 الموافقة على طرح 71.00% من رأسمال الشركة عن طريق الاكتتاب العام الأولي، بناءً على شروط مقررّة، أهمها أن تشكل نسبة ملكية الأردنيين في الشركة 51.00% كحد أدنى (شاملة حصة الحكومة المتبقية والبالغة 26.00%).

- تأسست الملكية الأردنية وبشرت اعمالها في 1963 كأول خطوط طيران رسمية للمملكة الأردنية الهاشمية.
- بدأت الملكية الأردنية بمواجهة صعوبات مالية وخسائر مستمرة في اواخر التسعينيات، مما شكل عبئاً كبيراً على خزينة الدولة، الأمر الذي دفع الحكومة للبحث على حلول لوضع حد لهذه الأزمة. ابتداءً من العام 1999، بدأت رئاسة الوزراء بسن الخطوات والمخططات الاستراتيجية لتخصيص الملكية الأردنية والتي تكونت من مرحلتين:

### المرحلة الأولى

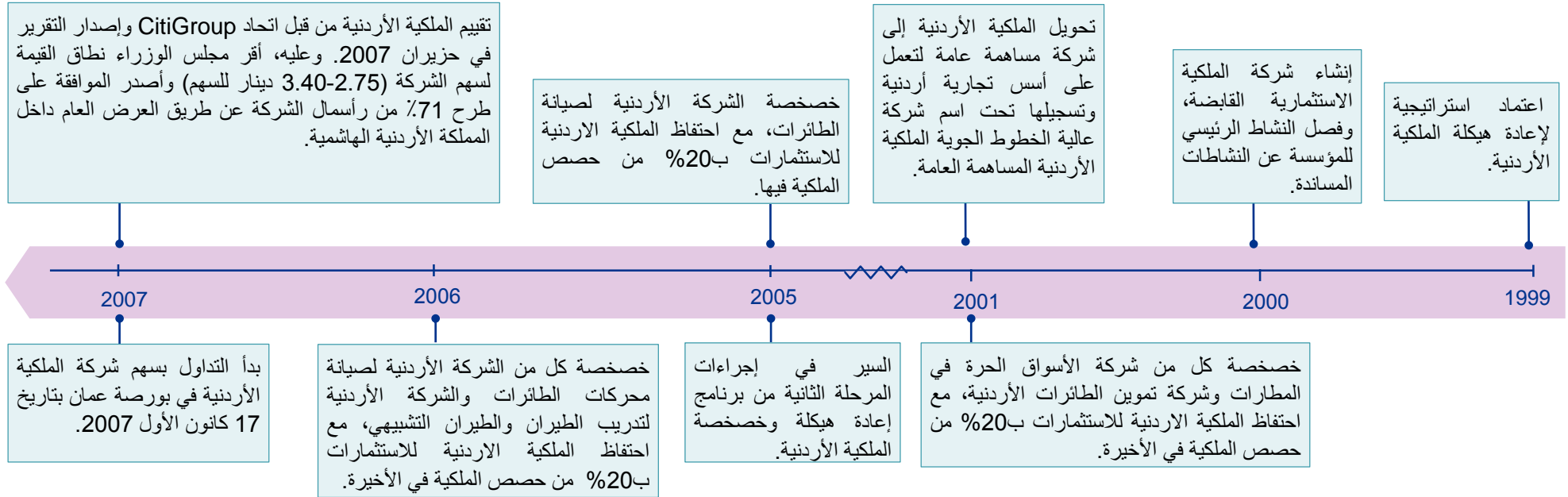
- ضمن إطار عملية إعادة الهيكلة للملكية الأردنية، تم في العام 2000 إصدار قانون رقم 31 لسنة 2000 يقضي بإلغاء قانون مؤسسة عالية/الخطوط الجوية الملكية الأردنية رقم 10 لعام 1969 وإنشاء شركة الملكية الاستثمارية القابضة، كشركة مملوكة بالكامل للحكومة. كما تم فصل النشاط الرئيسي للمؤسسة (الطيران) عن النشاطات المساندة وتم تسجيلها كشركات مستقلة تابعة لشركة الملكية الأردنية الاستثمارية:
  - مركز التدريب، الذي تحول إلى الشركة الأردنية لتدريب الطيران والطيران التشبيهي،
  - الأسواق الحرة، التي تحولت إلى شركة الأسواق الحرة في المطارات،
  - مركز ترميم محركات الطائرات، الذي تحول إلى الشركة الأردنية لصيانة محركات الطائرات،
  - وحدة صيانة الطائرات، التي تحولت إلى الشركة الأردنية لصيانة الطائرات،
  - وحدة تموين الطائرات، التي تحولت إلى شركة تموين الطائرات الأردنية.
- وكلفت مجموعة العمل بالسير في اجراءات بيع اسهم هذه الشركات من خلال طرح عطاءات دولية تنافسية وفقاً للشروط التي تقرها اللجنة الوزارية العليا لتخصيص الملكية الأردنية. وتمت لاحقاً تخصيص جميع هذه الشركات في الفترة 2000-2006 كما هو مبين في الصفحة التالية.
- كما وتم في العام 2001 تحويل الملكية الأردنية إلى شركة مساهمة عامة لتعمل على أسس تجارية أردنية، وتم تسجيلها تحت اسم شركة عالية الخطوط الجوية الملكية الأردنية المساهمة العامة.

FINAL

خصخصة الشركات المفصولة عن الملكية الأردنية				
النسبة التي احتفظت بها الملكية الأردنية للاستثمارات	قيمة صفقة البيع	المستثمر	تاريخ البيع	الشركة
%0	42.6 مليون دينار (60.1 مليون دولار)	Aldeasa	اب 2001	شركة الأسواق الحرة في المطارات
%20	14.2 مليون دينار (20.0 مليون دولار)	Alpha	اب 2001	شركة تموين الطائرات الأردنية
%20	39.1 مليون دينار (55.1 مليون دولار)	أبراج كابيتال	كانون الثاني 2005	الشركة الأردنية لصيانة الطائرات
%20	10.5 مليون دينار (14.75 مليون دولار)	الشرقية للاستثمار والتطوير السياحي	تموز 2006	الشركة الأردنية لتدريب الطيران والطيران التشبيهي
%0	7.9 مليون دينار (11.1 مليون دولار)	الأكاديمية الدولية لتكنولوجيا الطيران	أيلول 2006	الشركة الأردنية لصيانة محركات الطائرات

FINAL

أهم معالم عملية إعادة هيكلة وخصخصة الملكية الأردنية.



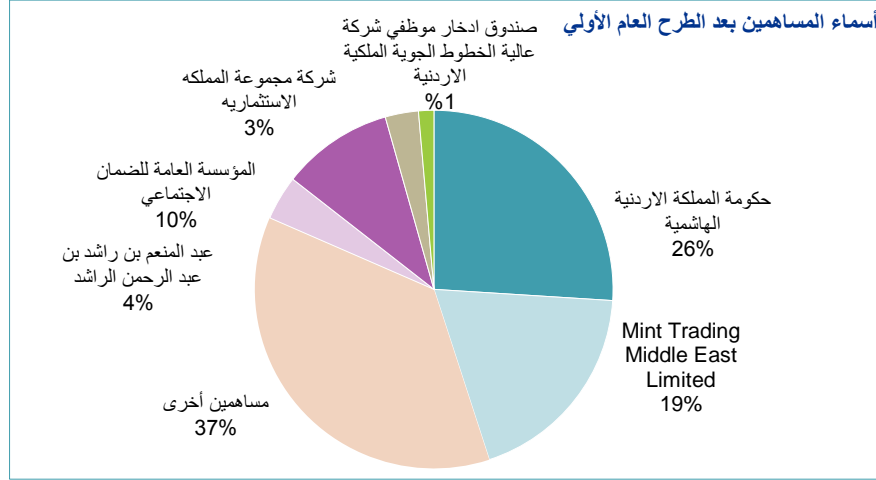


# الملكية الأردنية

الخطوط الجوية الملكية الأردنية



FINAL



- تأسست الملكية الأردنية بموجب إرادة ملكية في عام 1963 ببداية متواضعة تتمثل بثلاثة طائرات ورحلات إلى أربع وجهات إقليمية فقط. ولكن أصبحت الملكية من الأعضاء الراندين في تحالف عالمي للطيران حيث تتوجه رحلاتها إلى 59 وجهة منتشرة في أربع قارات من العالم من خلال اسطول طائراتها الذي يفوق الآن الثلاثين طائرة، وحصلت على عضوية كاملة في تحالف One World منذ عام 2007.
- بعد أن كانت ملكيتها تابعة للحكومة الأردنية، خضعت لعملية خصخصة في عام 2007، حيث تم طرح 71.00% من أسهمها من خلال اكتتاب عام أولي محلي بسعر 3.08 دينار للسهم.
- يذكر أنه احتفظت الحكومة بـ 26.00% من أسهم الشركة، بينما خصص 10.00% لمؤسسة Mint Trading Middle East Limited وتملكت شركة Mint Trading Middle East Limited 19.00% من الأسهم.

#### أعضاء مجلس إدارة الشركة

معالي ناصر اللوزي – رئيس مجلس الإدارة	حكومة المملكة الأردنية الهاشمية
معالي السيد عقل بلتاجي	
علاء البطاينة	
معالي مروان عوض – نائب رئيس مجلس الإدارة	Mint Trading Middle East Limited
سعادة السيد ماهر ميقاتي	
محمد علي بدير	
عطوفة السيد عبدالرحمن الخطيب	مؤسسة الضمان الاجتماعي
محمد شريف الزعبي	
عمرو البلبيسي	
سامر المعشر	

## الإيضاحات:

التقييم الذي قام فريق العمل مراجعته

أهم معالم عملية التخصيص

مشاكل رئيسية في سير عملية التخصيص

## FINAL

الموافقة على طرح 71.00% من أسهم الشركة عن طريق اكتتاب عام أولي داخل المملكة الأردنية الهاشمية. (3)

قرر مجلس الوزراء رفع رأسمال شركة الملكية الأردنية عن طريق رسملة الفائض المالي البالغ مقداره 11.8 مليون دينار، وتخصيصه لحكومة المملكة الأردنية الهاشمية، حيث أصبح رأسمال الشركة 84.4 مليون دينار.

تكليف الفريق الفني لتخصيص الملكية بمراجعة ودراسة عروض الخدمات الاستشارية. (1)

بدأ التداول بسهم شركة الملكية الأردنية في بورصة عمان بتاريخ 17 كانون الأول 2007.

تخصيص 7.70% من أسهم الشركة لموظفيها دون مقابل، وذلك بتاريخ بدء العرض العام لجهودهم في تحسين أداء الشركة.

تعيين اتحاد CitiGroup لتقديم الخدمات الاستشارية لخاصية الملكية. (2)

إعادة تشكيل مجموعة العمل لإعادة هيكلة وتخصيص الملكية بناءً على قرار صادر من مجلس الوزراء.

2007

2006

2005

3. بنيت الموافقة على طرح 59.9 مليون سهم من أسهم الشركة في تاريخ 15 تشرين الثاني 2007 على الشروط المقررة خلال جلسة مجلس الوزراء المنعقدة في 17 تموز 2007:

- اكتتاب عام أول محلي بحدود 10.00% من حصص الشركة للمستثمرين المنفردين،
  - بيع حصص محدودة (Minority Stake) وذلك للمستثمرين من الشركات إلى مؤسسات مالية استثمارية أردنية رسمية بحيث تشكل نسبة ملكية الأردنيين في الشركة 51.00% كحد أدنى (شاملة حصة الحكومة المتبقية والبالغة 26.00%)،
  - تخصيص 3% للعاملين العسكريين في الأجهزة الأمنية والمتقاعدين.
- بناءً على بيان صدر من رئاسة الوزراء في تاريخ 13 تشرين الثاني 2007، تم اعتماد الحدود السعرية لبيع أسهم الملكية ضمن مدى 2.75-3.40 دينار للسهم، في حين تقرر أن يكون السعر النهائي لكل سهم 3.08 دينار بحسب توصية المستشار المالي. وكانت محصلة إجراءات الاكتتاب العام المحلي للأفراد وللمؤسسات الاستثمارية داخل وخارج الأردن بيع ما نسبته 63.30% من أسهم الملكية مقابل 164.5 مليون دينار أي ما يعادل 232.0 مليون دولار أميركي.

1. طرحت مجموعة العمل عطاء دولي لتعيين اتحاد مستشارين للمساعدة في تنفيذ المرحلة الثانية من تخصيص الملكية. وتم إرسال وثائق العطاء لمجموعة من البنوك الاستثمارية ذات خبرة في هذا المجال. وعليه، تم استلام ثلاث عروض فنية ومالية من Merrill Lynch و CitiGroup و Goldman Sacks.

2. تم بتاريخ 26/12/2006 توقيع اتفاقية تقديم خدمات استشارية مع اتحاد المستشارين المكون من:

- CitiGroup كمستشار مالي دولي
- بنك الاستثمار العربي الاردني كمستشار مالي محلي
- SH&E كمستشار فني
- لينك ليتز ال ال بي كمستشار قانوني دولي
- علي شريف الزعبي كمستشار قانوني محلي

FINAL

مصادر المعاملات المستخدمة في التدفقات النقدية المخصومة		
المعامل	القيمة	المصدر
معدل العائد الخالي من المخاطر	4.90%	لم يتم ذكر المصدر.
علاوة مخاطر الملكية	1.50%	لم يتم ذكر المصدر.
علاوة مخاطر الملكية	5.00%	لم يتم ذكر المصدر.
معامل البيتا	0.91	استند إلى وسيط البيتا غير المرفوعة لمجموعة الشركات المماثلة، وتم إعادة رفعها بناءً على معدل الدين للملكية لكل شركة، إضافةً إلى معدل الضرائب، ثم تمت إعادة رفع البيتا بناءً على وسيطى الدين للملكية و الضرائب. يذكر أنه لم يتم ذكر مصدر المعلومات المذكورة.

- صدر تقرير المرحلة الأولى في حزيران 2007، واعتمد على مجموعتين من الافتراضات:
  - افتراضات إدارة الملكية الأردنية ومخططاتها التفصيلية بشأن عملياتها المستقبلية، بالتوافق مع توقعاتها لحركة الطيران المستقبلية والقطاع ككل،
  - افتراضات Citi و SH&E، والتي استندت إلى توقعات إدارة الملكية الأردنية ولكن بعد التعديل والمراجعة، حيث اعتبر الاتحاد افتراضات الإدارة متفائلة نوعاً ما من ناحية هوامش ال EBITDAR و EBITDA وهامش صافي الدخل، خصوصاً في السنوات الثلاث الأولى من التوقعات.
- يذكر أن هذه التوقعات ارتكزت الى مخططات الملكية لزيادة عدد الرحلات، إضافةً إلى رغبتها في تحسين جودة الخدمات عن طريق تجديد الأسطول. وتم أخذ عضويتها في تحالف One World في عين الاعتبار، والفرصة التي يوفرها هذا التحالف لخدمة شبكة عالمية متكاملة. كما وتم الأخذ بعين الاعتبار تقلب أسعار الوقود وخبرة الشركة مع برامج التحوط.
- أخذ الاتحاد ثماني منهجيات تقييم بعين الاعتبار، وتمت المقارنة بين سلبيات وإيجابيات كل منهم، حتى تم التوصل إلى أنسب منهجيتين هم منهجية المضاعفات ومنهجية التدفقات النقدية.
- ذكر التقرير أن منهجية التدفقات النقدية تعتمد على العديد من المتغيرات غير الموضوعية في بناء التوقعات، كما في توقع نمو الإيرادات. بالإضافة إلى ذلك، فإن النماذج المبنية حساسة جداً لمعاملات الخصم، ولا تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الخارجية المفاجئة التي قد تطرأ على السوق أو الشركة. بناءً على ذلك، ارتأى اتحاد المستشارين على إتباع هذه المنهجية كمؤشر تقريبي لقيمة حصص الملكية للتحقق من القيمة المحسوبة عن طريق منهجية المضاعفات.
- ارتكزت المنهجية على المعطيات التالية:
  - متوسط المرجح لتكلفة رأس المال يساوي 9.2%. قيم ومصادر هذا المعدل مبينة في الجدول المجاور،
  - مضاعف EBITDAR نهائي يساوي 5.75x، متقدماً بشكل طفيف عن مضاعف شركات القطاع الذين هم في منتصف دورة أعمالهم والذي بلغ 5.50x.

FINAL

■ الجداول التالية تلخص جداول التدفقات النقدية كما جاءت في تقرير التقييم. يذكر أن فريق العمل لم يتمكن من الوصول إلى القيم المدرجة في التقرير بناءً على المعطيات المذكورة، والتقرير بدوره لم يشرح الخطوات المتبعة للوصول إلى هذه القيم، خصوصاً تلك المتعلقة بالتعديلات التي تم إجراؤها على القيمة النهائية (مضاعف EBITDAR النهائي\* EBITDAR في سنة 2011).

جدول التدفقات النقدية الحرة - إقرضات Citi و SH&E					
2011	2010	2009	2008	2007	مليون دينار
176.7	136.1	124.6	102.6	92.8	EBITDAR
(82.0)	(64.4)	(60.0)	(59.5)	(58.2)	الأجور
(22.8)	(22.3)	(21.7)	(20.4)	(16.5)	الاستهلاك
72.0	49.4	42.9	22.7	18.1	الدخل قبل الفوائد
-	-	-	-	-	
22.8	22.3	21.7	20.4	16.5	الاستهلاك
2.9	3.7	7.2	16.6	13.2	التغيير في رأس المال العامل
(81.7)	(10.8)	(9.6)	(18.3)	(33.8)	المصروفات الرأسمالية
15.9	64.7	62.3	41.5	13.9	التدفقات النقدية الحرة
5.75x					مضاعف EBITDAR النهائي
74.8					التدفق النقدي الحر النهائي المعدل
254					قيمة أسهم الملكية

جدول التدفقات النقدية الحرة - إقرضات إدارة الملكية					
2011	2010	2009	2008	2007	مليون دينار
165.8	135.6	129.1	112.2	98.8	EBITDAR
(85.8)	(64.8)	(62.2)	(53.6)	(58.2)	الأجور
(22.8)	(22.3)	(21.7)	(20.4)	(16.5)	الاستهلاك
57.2	48.4	45.1	38.2	24.2	الدخل قبل الفوائد
-	-	-	-	-	
22.8	22.3	21.7	20.4	16.5	الاستهلاك
2.9	3.7	7.2	16.6	13.2	التغيير في رأس المال العامل
(81.7)	(10.8)	(9.6)	(18.3)	(33.8)	المصروفات الرأسمالية
1.1	63.7	64.5	56.9	20.1	التدفقات النقدية الحرة
5.75x					مضاعف EBITDAR النهائي
60.1					التدفق النقدي الحر النهائي المعدل
238					قيمة أسهم الملكية

FINAL

تحليل الحساسية - التوقعات المالية ل SH&E و Citi					
المضاعف P/E					مليون دينار
11.0x	10.5x	10.0x	9.5x	9.0x	
230	219	209	199	188	-5.0%
236	225	215	204	193	-2.5%
242	231	<b>220</b>	209	198	-
248	237	226	214	203	2.5%
254	243	231	219	208	5.0%

تحليل الحساسية - التوقعات المالية للملكية الأردنية					
المضاعف P/E					مليون دينار
11.0x	10.5x	10.0x	9.5x	9.0x	
364	347	331	314	298	-5.0%
373	356	339	322	305	-2.5%
383	365	<b>348</b>	331	313	-
392	375	357	339	321	2.5%
402	384	365	347	329	5.0%

تحليل الحساسية - التوقعات المالية ل SH&E و Citi					
المضاعف EV/EBITDAR					مليون دينار
5.5x	5.3x	5.0x	4.8x	4.5x	
218	194	169	145	121	-5.0%
232	207	182	157	132	-2.5%
246	221	<b>195</b>	169	144	-
260	234	208	182	155	2.5%
275	248	221	194	167	5.0%

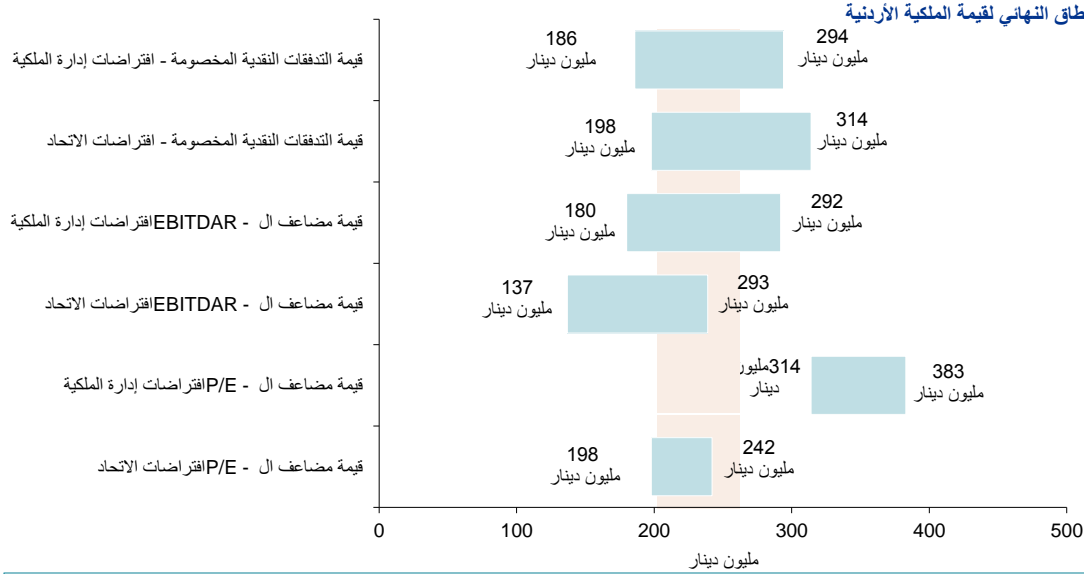
تحليل الحساسية - التوقعات المالية للملكية الأردنية					
المضاعف EV/EBITDAR					مليون دينار
5.5x	5.3x	5.0x	4.8x	4.5x	
261	234	208	181	155	-5.0%
277	249	222	195	167	-2.5%
292	264	<b>236</b>	208	180	-
307	279	250	221	192	2.5%
323	293	264	234	205	5.0%

■ أجرى الاتحاد نظرة عامة على ثلاث مجموعات رئيسية من الشركات القابلة للمقارنة:

- شركات الطيران الإقليمية: كان هناك شركة طيران واحدة مدرجة وهي العربية للطيران، ولكن ارتأى الاتحاد أن الاختلافات في نماذج التشغيل والاستراتيجيات للشركتين تحول دون إمكانية مقارنة الشركتين.
- شركات الطيران الأمريكية: الوضع والتنافس في سوق طيران الركاب الأميركي آنذاك كانا يختلفان اختلافا كبيرا عن الوضع في الأردن أو المنطقة لإجراء مقارنة مجدية. وكانت إعادة الهيكلة بعد الإفلاس التي حدثت في انكماش عام 2002 من أهم الاختلافات الرئيسية.
- شركات الطيران العالمية: تضمنت هذه الفئة شركات طيران أوروبية وعالمية. مع العلم أنه لا يوجد شركات تتطابق كليا مع الملكية، إلا أن شركات هذه الفئة كانت الأكثر تشابهاً مع الملكية. و قام الاتحاد بمقارنة هذه الشركات بالملكية باستخدام سبعة معايير وهي: ملكية الحكومة فيها، التركيز الجغرافي، الحجم، الربحية، آفاق النمو، الاعتبارات السياسية وما إذا كانت كاملة الخدمات.
- استندت منهجية المضاعفات على التوقعات المالية لعام 2008، ويرر التقرير ذلك بأن الاككتابات التي كانت تسعر آنذاك كانت تقييم بناءً على أرقام 2008، إضافة إلى أن الاككتاب سيكون خلال الربع الثالث أو الرابع من عام 2007.
- الجداول التالية تعرض قيمة الشركة الناتجة عن استخدام منهجية المضاعفات، وتحاليل حساسية قيمة الشركة لأية تغيرات على المضاعفات المتبعة أو افتراضات الدخل وEBITDAR:
- EV/EBITDAR: تم حساب قيمة للشركة عن طريق ضرب المضاعف بمستوى ال EBITDAR المتوقع، وتم طرح صافي الدين\* الحالي (كما في سنة 2006) من القيمة لاستخرج قيمة حصص الملكية.
- P/E: تم حساب قيمة حصص الملكية للشركة عن طريق ضرب المضاعف بمستوى الدخل المتوقع.

\*صافي الديون = مجموع الديون + رسملة عقود الإيجار التشغيلي (عقود الإيجار التشغيلية السنوية\*7) - الاستثمارات - النقد

FINAL



قيمة الأسهم الضمنية بعد خصم الاكتتاب					
مليون دينار (ما لم يتم ذكر غير ذلك)					
250.0	237.5	225.0	212.5	200.0	قيمة الأسهم الموزعة بالكامل
12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	خصم الاكتتاب
218.8	207.8	196.9	185.9	175.0	قيمة الأسهم الضمنية
22.0	22.0	22.0	22.0	22.0	الدخل 2008
10.0x	9.5x	9.0x	8.5x	8.0x	المضاعف الضمني P/E
218.8	207.8	196.9	185.9	175.0	قيمة الأسهم الضمنية
325.1	325.1	325.1	325.1	325.1	صافي الدين
543.9	532.9	522.0	511.0	500.1	قيمة الشركة الجوهرية الضمنية
102.6	102.6	102.6	102.6	102.6	EBITDAR 2008
5.3x	5.2x	5.1x	5.0x	4.9x	المضاعف الضمني EV/EBITDAR

الرسم البياني يلخص جميع النطاقات التي توصل إليها المستشارين في التقرير، ويذكر أيضاً النطاق النهائي للشركة، والذي وقع بين 200.0-250.0 مليون دينار. كم هو مبين أعلاه، تم اشتقاق قيمة الأسهم الضمنية بعد تطبيق خصم اكتتاب بمعدل 12.50% لعكس المحفزات التي ستقدم للمستثمرين للمشاركة في الاكتتاب، ويعتبر هذا الخصم من التكاليف المرتبطة بجذب المستثمرين لشركة ليس لها سجل تداول تاريخي.

إضافةً إلى ذلك، تم تقييم ملكية الملكية في الشركات المنفصلة عنها، والتي كما ذكر التقرير لا تزيد عن 25.0 مليون دينار:

– خدمات تدريب الطيران الأردنية: ارتأى المستشارون إلى أن التقييم الذي أجري للشركة عندما تم بيع 80.00% من حصصها خلال 2006 هو التقييم الأنسب لعكس قيمة حصة الملكية الأردنية فيها (20.00%). يذكر أنه تم تقييم الشركة بمبلغ 12.2 مليون دينار، ما يعادل 2.4 مليون دينار لـ 20.00% من حصصها.

– الشركة الأردنية لتمويل الطائرات: اعتمد أيضاً تقييم حصص الملكية الأردنية على تقييم سابق أجري للشركة عام 2004، والذي كانت نتيجته 23.7 مليون دينار، أي ما يعادل 4.7 مليون دينار لنسبة الملكية الأردنية فيها (20.00%)

– الشركة الأردنية لصيانة الطائرات - جورامكو: استخدم المستشارون مضاعف ال EBITDA (16.80x) لصفقة شراء شركة أبراج كابيتال 80.00% من جورامكو لتقييم الشركة، وبلغت القيمة المحسوبة 71.9 مليون دينار، أي ما يعادل 14.4 مليون دينار لخصص الملكية الأردنية فيها (20.00%)

■ بناءً على نطاق القيمة المعروض، إضافةً إلى قيمة الاستثمارات، وعلماً أن عدد أسهم الشركة يبلغ 84.4 مليون سهم، فإن قيمة السهم بناءً على هذه المعطيات تتراوح بين دينار 2.67 و 3.26 دينار للسهم.

FINAL

## أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الملكية الأردنية وخاصيتها

ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
لم يتم شرح المنهجية المتبعة في تحديد القيمة النهائية التي تم خصمها للتوصل إلى القيم المذكورة في التقرير. هذا ولم يتم شرح المنهجية المتبعة لرسملة عقود الإيجار التشغيلية أو أخذها بعين الاعتبار.	القيمة النهائية	التدفقات النقدية المخصصة
ذكر التقرير أن منهجية المضاعفات ستكون أساس القيمة النهائية المحسوبة، وأن عملية التدفقات النقدية استخدمت للتحقق من قيمة منهجية المضاعفات. ولكن لم يتم شرح كيفية تحديد النطاق النهائي للقيمة، أو الأوزان المخصصة لكل من القيم الستة المحسوبة.	نطاق القيمة	نتيجة التقييم
على الرغم من أن المنهجية المتبعة لاحتساب البيتا صحيحة، إلا أن عدم ذكر مصدر البيانات دفع فريق العمل إلى استخدام بيانات الشركات التاريخية في موقع Capital IQ لإعادة عملية حساب البيتا، وتوصل فريق العمل إلى بيثا أعلى من 1.00، ما يعني أن قطاع الطيران ذو حساسية أعلى من السوق بشكل عام للظروف السوقية والاقتصادية، وبالتالي فإن ذلك يتعارض مع القيمة المحسوبة من قبل المستشارين (0.91) والتي تشير إلى أن هذا القطاع أقل حساسية من السوق بشكل عام. وتحقق الفريق من هذا الاستنتاج من خلال الاطلاع على بيانات موقع اسواث دامودران التاريخية لبيثا قطاع الطيران الأمريكي لسنة 2007 والتي زادت عن 1.00 أيضاً.	معامل بيثا - آلية الاحتساب	معامل الخصم (التدفقات النقدية المخصصة)
استخدم الاتحاد معدل علاوة مخاطر الملكية 5.00%، دون ذكر مصدر هذا المعدل أو ما يتضمنه أو طريقة حسابه. يذكر أن معدل علاوة مخاطر الملكية لدولة الاردن في سنة 2007 حسب موقع اسواث دامودران كان أعلى من المعدل المستخدم.	علاوة مخاطر الملكية	
صافي الديون المستخدم في تحليل الحساسية التابع لافتراضات الملكية (325.1 مليون دينار) يختلف عن ذلك المستخدم لافتراضات المستشارين (318.0 مليون دينار) بالرغم من أن قيمة صافي الديون تستند إلى قيمتها التاريخية في سنة 2006، و لم يتم توضيح سبب هذا الاختلاف في التقرير.	EV/ EBITDAR	مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة

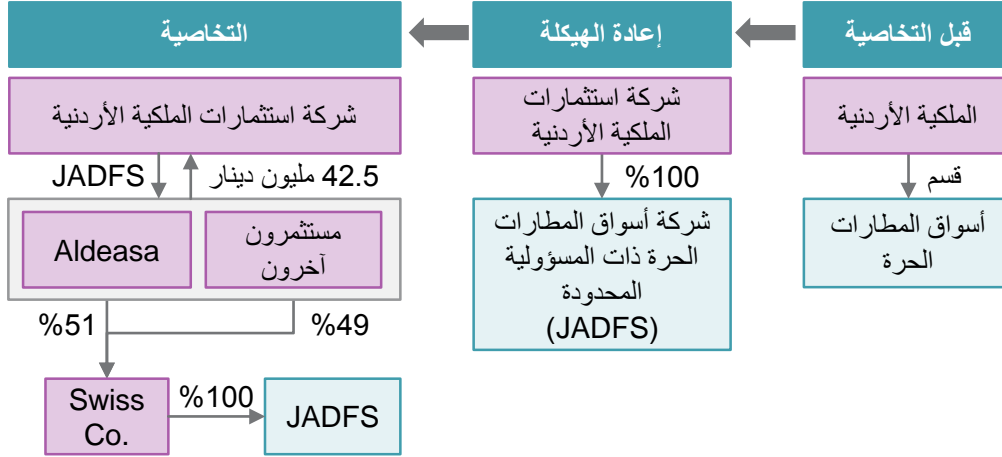


# الملكية الأردنية

شركة أسواق المطارات الحرة الأردنية



FINAL



تم تسجيل شركة أسواق المطارات الحرة كشركة ذات مسؤولية محدودة في سجل الشركات في المناطق الحرة بتاريخ 25 نيسان من العام 2000 برأس مال مقداره 500,000 دينار أردني (706,214 دولار). وقد تم بذلك فصلها عن الملكية الأردنية بعد أن كانت أحد الأقسام التابعة لها، وأصبحت ملكيتها تابعة لشركة استثمارات الملكية الأردنية.

تقوم الشركة ببيع مختلف أنواع البضائع بالتجزئة للمسافرين والقادمين من وإلى المملكة، كما تقوم أيضاً بالبيع بالجملة لبعض الجهات.

قامت الملكية الأردنية بفصل الشركة وتسجيلها كشركة منفصلة، كخطوة مبدئية لتطبيق استراتيجية التخصيص التي كانت تهدف إلى زيادة الكفاءة وتحسين الأداء لأقسام الملكية بشكل عام، حيث أنه، وبالرغم من تحقيقها لنتائج ايجابية، إلى أن أداءها المالي عانى من انخفاض مستمر. الجدول أدناه يوضح أهم النسب المالية لقائمة دخل الشركة في الأعوام من 1997 - 1999.

تم منح الشركة امتياز لمدة 12 عام في أيار من عام 2000، بحيث تقوم الشركة خلال هذه الفترة بالقيام بعملياتها التشغيلية في إطار حقوق حصرية تمنع وجود أي منافسة لها.

قامت الحكومة الأردنية ببيع ملكية شركة أسواق المطارات الحرة كاملة لشركة Aldeasa الإسبانية في شهر آب من العام 2000، بمبلغ 42.5 مليون دينار (60.1 مليون دولار).

النسب المالية

%	1999	1998	1997
هامش الربح الإجمالي	31.5%	32.6%	35.7%
هامش EBITDA	29.4%	30.5%	33.5%
هامش صافي الدخل	29.0%	30.1%	33.0%

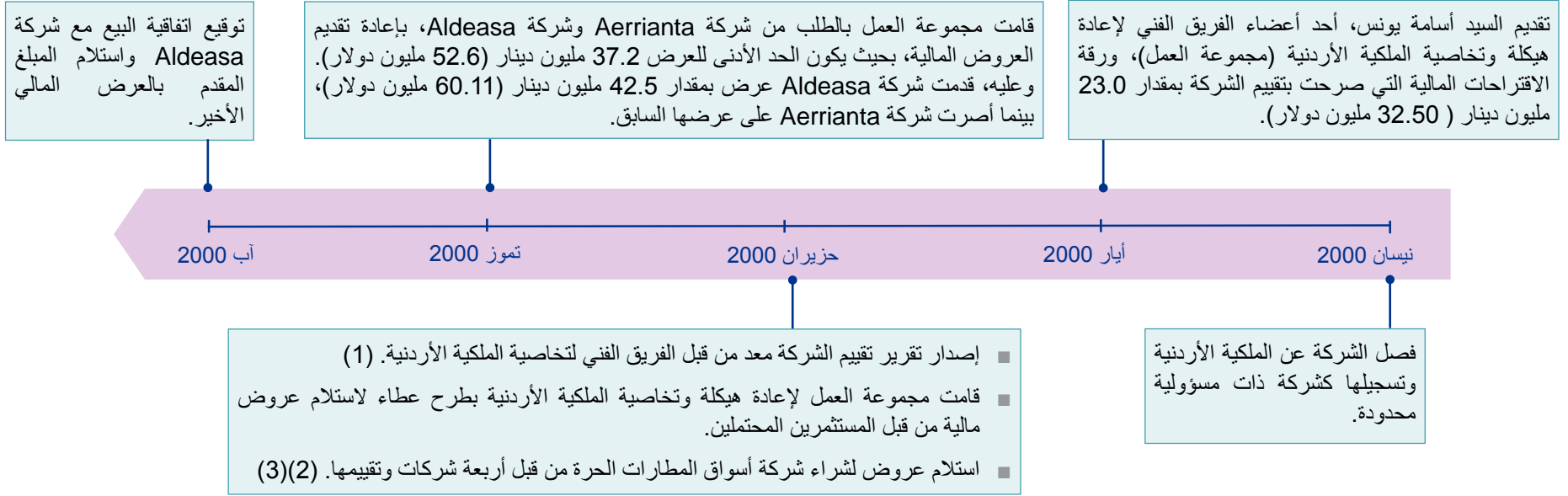
## الإيضاحات:

التقييم الذي قام فريق العمل مراجعته

أهم معالم عملية التخصيص

مشاكل رئيسية في سير عملية التخصيص

## FINAL



1. يعد هذا التقييم تقييماً منفصلاً عن ورقة الاقتراحات المالية المقدمة من السيد أسامة يونس، وقد بلغت قيمة الشركة بحسب هذا التقييم 35.5 مليون دينار (49.9 مليون دولار).
2. استلام عروض لشراء شركة أسواق المطارات الحرة من قبل أربعة شركات:
  - شركة Weitnauer، تقدمت بعرض مالي يبلغ 28.8 مليون دينار (40.8 مليون دولار).
  - شركة Alpha، تقدمت بعرض مالي يبلغ 47.0 مليون دينار (66.4 مليون دولار).
  - شركة Aldeasa، تقدمت بعرض مالي يبلغ 36.9 مليون دينار (52.1 مليون دولار).
  - شركة Aerrianta، تقدمت بعرض مالي يبلغ 37.2 مليون دينار (52.6 مليون دولار).
3. بالاستعانة برأي المستشار المالي (BNP Paribas)، تم تقييم العروض المالية المقدمة، ورفض عرض شركة Alpha، على الرغم من كونه أعلى العروض قيمة، وذلك لعدم التزام المستثمر بالشروط الفنية لتقديم العرض، كما وتم رفض عرض شركة Weitnauer، كونه الأقل قيمة.

FINAL

إيرادات الحكومة من شركة الأسواق الحرة

القيمة الحقيقية مدفوعة على فترة 12 عام	القيمة الحالية مخصومة على 9% سنوياً	مليون دينار أردني
2.80	1.65	إيجار إضافي لسلطة الطيران المدني
27.72	15.58	رسوم الخدمات في المنطقة الحرة (8%)
<b>30.52</b>	<b>17.23</b>	<b>إجمالي الإيرادات الإضافية</b>

قيمة الشركة - سيناريو الوضع الراهن

القيمة المستقبلية - الربح المتراكم على فترة 12 عام	القيمة الحالية مخصومة على 9% سنوياً	مليون دينار أردني
84.96	48.72	إجمالي الربح مع نمو نسبته 4% بالسنة
(30.52)	(17.23)	إجمالي إيرادات الحكومة الإضافية
<b>54.44</b>	<b>31.49</b>	<b>القيمة بالوضع الراهن</b>

- تم إصدار تقرير تقييم شركة أسواق المطارات الحرة في حزيران عام 2000، من قبل السيد بشير عبدالهادي، المنسق العام للفريق الفني لإعادة هيكلة وتخصيص الملكية الأردنية.
- قام التقييم على استخدام التدفقات النقدية الناتجة من السيناريوهات التالية:
  - سيناريو الوضع الراهن،
  - السيناريو الأساسي، والذي تم الاعتماد عليه في تحديد القيمة النهائية لحصص الملكية. وقد انبثق من هذا السيناريو منهجين؛ خصم التدفق النقدي الحر، وخصم توزيعات الأرباح.

سيناريو الوضع الراهن

- تم بناء سيناريو الوضع الراهن بحيث يعتمد على نمو سنوي بالأرباح مقداره 4.00%، ولمدة 12 عام، وهي فترة الامتياز الممنوحة للشركة من قبل الحكومة.
- يبين الجدول المجاور القيمة المتراكمة والمخصومة لإيرادات الحكومة التي قامت بفرضها على شركة أسواق المطارات الحرة، والمتمثلة برسوم الخدمات في المنطقة الحرة بمقدار 8.00% من إجمالي الإيرادات، بالإضافة إلى رسوم إيجار.
- تم خصم هذه الإيرادات بمعدل خصم يبلغ 9.00%. كما وأنه تم طرح القيمة الحالية لها من القيمة الحالية لإجمالي الربح لإيجاد قيمة الشركة على الوضع الراهن، كما هو موضح بالجدول المجاور.

FINAL

تكلفة الملكية					
5.50%	5.50%	<b>5.50%</b>	5.50%	5.50%	علاوة مخاطر الملكية
0.50%	0.50%	<b>0.50%</b>	0.50%	0.50%	مخاطر دولة الأردن
1.00%	1.00%	<b>1.00%</b>	1.00%	1.00%	مخاطر المشروع
7.00%	7.00%	<b>7.00%</b>	7.00%	7.00%	علاوة مخاطر السوق
0.65	0.65	<b>0.65</b>	0.65	0.65	معامل بيتا
4.55%	4.55%	<b>4.55%</b>	4.55%	4.55%	معامل
11.00%	10.50%	<b>10.00%</b>	9.50%	9.00%	معدل العائد الخالي من المخاطر
<b>15.55%</b>	<b>15.05%</b>	<b>14.55%</b>	<b>14.05%</b>	<b>13.55%</b>	<b>تكلفة الملكية</b>

معدل خصم التوزيعات					
11.00%	10.50%	<b>10.00%</b>	9.50%	9.00%	معدل العائد الخالي من المخاطر
1.50%	1.50%	<b>1.50%</b>	1.50%	1.50%	هامش الدين
12.50%	12.00%	<b>11.50%</b>	11.00%	10.50%	تكلفة الدين
3.00%	3.00%	<b>3.00%</b>	3.00%	3.00%	علاوة المستثمرين
<b>15.50%</b>	<b>15.00%</b>	<b>14.50%</b>	<b>14.00%</b>	<b>13.50%</b>	<b>معدل خصم التوزيعات</b>

السيناريو الأساسي

تم بناء النموذج المالي للسيناريو الأساسي بحيث يمتد لفترة 12 عام، وهي فترة الامتياز الممنوحة للشركة. يشير الجدول أدناه لأهم الفرضيات التي تم استخدامها في بناء النموذج المالي للسيناريو الأساسي.

كما هو موضح بالجدول المجاورة، للقيام بعملية خصم التدفقات النقدية تم احتساب تكلفة الملكية، كما تم أيضاً احتساب معدل خصم التوزيعات لخصم توزيعات الأرباح، والذي بني على مبدأ تكلفة الفرص البديلة التي يتوقعها المستثمر علاوة على تكلفة الدين. من الجدير بالذكر، أن التوزيعات تمثل صافي النقد المستلم من قبل المستثمرين وملأك الشركة، ولا تمثل كامل النقد الحر للملكية.

أهم الافتراضات المستخدمة في السيناريو الأساسي

البند	القيمة	السنوات	ملاحظات
نمو مبيعات التجزئة	8.00%	السنة 1	معدل النمو خلال الأعوام 1997 - 1999 + 2% القيمة المضافة للملاك الجدد.
	12.00%	السنة 2	القيمة المضافة للملاك الجدد.
	12.00%	السنة 3	القيمة المضافة من إعادة تصميم المعارض، والتي تجدد بشكل كامل في السنة 2
نمو مبيعات الجملة	6.60%	السنوات 4 - 12	نمو بالمسافرين كما ورد في IATA* بنسبة 4.6% + 2% نمو بالأسعار.
	2.00%	السنوات 1 - 12	نمو بالأسعار.
الرسمة	3.36 مليون دينار	السنة 1	يفترض ان القيمة المستحقة للملكية الأردنية سوف يتم دفعها من صافي الدخل للسنة الأولى ويتم رسملتها.

\* IATA: اتحاد النقل الجوي الدولي

شركة أسواق المطارات الحرة الأردنية  
تقييم الفريق الفني لإعادة هيكلة وتخصيص الملكية الأردنية لشركة الأسواق (تابع)



FINAL

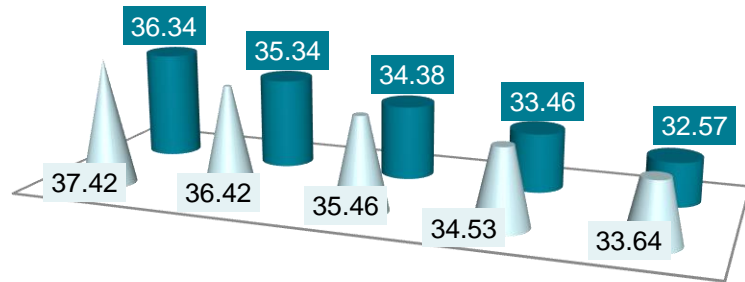
التدفق النقدي الحر وقيمة حصص الملكية باستخدام السيناريو الأساسي												
سنة 12	سنة 11	سنة 10	سنة 9	سنة 8	سنة 7	سنة 6	سنة 5	سنة 4	سنة 3	سنة 2	سنة 1	مليون دينار أردني
14.06	13.19	12.37	11.62	10.90	10.22	9.60	9.01	8.45	7.94	7.09	6.34	EBITDA
(3.10)	(2.93)	(2.77)	(2.62)	(2.48)	(2.34)	(2.22)	(2.10)	(1.99)	(1.89)	(1.72)	(1.57)	رسوم الخدمات في المنطقة الحرة
-	-	-	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.50)	(1.00)	(0.20)	النفقات الرأسمالية
0.24	0.12	0.12	0.12	0.12	0.11	0.11	0.10	0.09	0.12	0.07	-	صافي الربح التمويلي (رسوم)
(0.17)	(0.16)	(0.15)	(0.14)	(0.13)	(0.13)	(0.12)	(0.11)	(0.10)	(0.16)	1.34	(2.77)	التغيرات في رأس المال العامل
<b>11.04</b>	<b>10.22</b>	<b>9.57</b>	<b>8.93</b>	<b>8.35</b>	<b>7.81</b>	<b>7.33</b>	<b>6.85</b>	<b>6.40</b>	<b>5.51</b>	<b>5.78</b>	<b>1.80</b>	<b>التدفق النقدي الحر</b>
14.55%	14.55%	14.55%	14.55%	14.55%	14.55%	14.55%	14.55%	14.55%	14.55%	14.55%	14.55%	معامل الخصم
2.16	2.29	2.46	2.63	2.82	3.02	3.24	3.47	3.72	3.67	4.41	1.57	القيمة الخصومة
<b>35.46</b>												<b>قيمة حصص الملكية</b>

■ يبين الجدول أعلاه التوقعات المالية للتدفق النقدي الحر الناتج من النموذج المالي للسيناريو الأساسي، بالإضافة إلى قيمة حصص الملكية الناتجة من خصم التدفق النقدي الحر بمعدل خصم 14.55%.

FINAL

قيمة حصص الملكية				
السيناريو الأساسي				
التدفق النقدي الحر المخصوم				
13.55%	14.05%	<b>14.55%</b>	15.05%	15.55%
37.42	36.42	<b>35.46</b>	34.53	33.64
52.70	51.29	<b>49.94</b>	48.63	47.38
معدل الخصم				
مليون دينار أردني				
مليون دولار أمريكي				
توزيعات الأرباح المخصومة				
13.50%	14.00%	<b>14.50%</b>	15.00%	15.50%
36.34	35.34	<b>34.38</b>	33.46	32.57
51.18	49.78	<b>48.43</b>	47.13	45.88
معدل الخصم				
مليون دينار أردني				
مليون دولار أمريكي				
سيناريو الوضع الراهن				
معدل الخصم				
-	-	<b>9.00%</b>	-	-
-	-	<b>31.49</b>	-	-
-	-	<b>44.48</b>	-	-
مليون دينار أردني				
مليون دولار أمريكي				

- يبين الجدول المجاور نتائج التقييم الواردة في التقرير، باستخدام كل من سيناريو الوضع الراهن، والسيناريو الأساسي.
- اعتمدت نتيجة التقييم النهائية على التقييم باستخدام التدفق النقدي الحر المخصوم في السيناريو الأساسي فقط والبالغة 35.5 مليون دينار (49.9 مليون دولار).
- من الجدير بالذكر أنه بتاريخ 28 أيار 2000، تم تقديم ورقة اقتراحات صادرة عن السيد أسامة يونس، أحد أعضاء الفريق الفني لإعادة هيكلة وتخصيص الملكية الأردنية، توضح الاقتراحات المالية لتقييم الشركة، وقد نصت الاقتراحات على ما يلي:
  - احتساب ما نسبته 8.00% من إجمالي الإيرادات في التدفقات النقدية، وذلك لتمثل رسوم المنطقة الحرة المطلوبة من قبل الحكومة الأردنية.
  - اعتبار رصيد الحساب الجاري البالغ 3.36 مليون دينار أردني تدفق نقدي خارج في العامين 2000 و 2001.
  - استخدام طريقة التدفقات النقدية المخصومة لتقييم الشركة.
  - معدل الخصم الذي تم استخدامه في خصم صافي التدفقات النقدية بلغ 15.55%، الزيادة في المعدل كانت نتيجة زيادة علاوة المخاطر من 6.50% إلى 10.00%.
- هذا وقد تم تقدير قيمة حصص الملكية كما ورد بالورقة بقيمة 23.0 مليون دينار (32.5 مليون دولار).



■ التقييم باستخدام توزيعات الأرباح المخصومة ■ التقييم باستخدام التدفقات النقدية المخصومة

FINAL

أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة أسواق المطارات الحرة الأردنية وتخصيتها

ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
تم إعداد النموذج المالي المستخدم في تقييم الشركة من خلال التدفقات النقدية المتوقعة لمدة 12 عاماً والتي تعكس فترة الامتياز الممنوحة للشركة، إلا أنه لم يتم الإشارة إلى كون الشركة ستسمر في التشغيل أم لا بعد انتهاء هذه الفترة، وبالتالي فإن نتيجة التقييم تعكس قيمة الشركة خلال فترة الامتياز فقط، ولا تعكس مبدأ استمرارية الشركة أو مبدأ استرداد القيمة المتبقية (رأس المال العامل) في حال عدم استمرارية الشركة.	القيمة النهائية	تقرير التقييم الصادر عن المنسق العام للفريق الفني لإعادة هيكلة وتخصية الملكية الأردنية
لم يتم ذكر المصادر التي تم اللجوء إليها في إيجاد المعاملات التي تستخدم في حساب معامل الخصم.	معامل خصم التدفقات النقدية	
تم استخدام معامل لمخاطر الدولة منخفض بشكل كبير (0.5%) بحيث لا يعكس مخاطر السوق الأردني في ذلك الوقت والتي بلغت (4%) (المصدر: Aswath Damodaran).	مخاطر الدولة	
تم استخدام معامل بيتا منخفض جداً، بينما يعتقد بأن معامل بيتا للأسواق الحرة ينبغي أن يكون مساو لبيتا السوق، أو أعلى منها، وذلك لحساسية العمليات المتعلقة بالنقل الجوي والمطارات للمخاطر السوقية، وذلك بحسب البيانات التاريخية لبيتا المتوفرة على موقع Aswath Damodaran.	معامل بيتا	
تم خصم إيرادات الحكومة المتوقعة وفقاً للوضع الراهن باستخدام معامل خصم يبلغ 9%، ولم يتم تحديد المصدر أو الأسباب التي أدت إلى استخدامه.	سيناريو الوضع الراهن	
اعتمد التقرير على التدفقات النقدية المخصومة في تقييم الشركة، ولم يتم الأخذ بعين الاعتبار طريقة مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة، على الرغم من أنه من المتوقع عليه في أصول التقييم أنه من غير المحبذ الاعتماد على أسلوب واحد فقط في تقييم الشركات، بل من الأفضل مزج التدفقات النقدية المخصومة والمضاعفات لاستنباط قيمة تعكس عمليات الشركة من خلال القيم الأساسية لها بالإضافة إلى توجهات السوق.	أسلوب التقييم	
لم يتمكن فريق العمل من إيجاد وثيقة العطاءات النهائية والتي تحتوي على التفاصيل والشروط الفنية لتقديم العروض المالية لشراء الشركة.	وثيقة العطاءات	



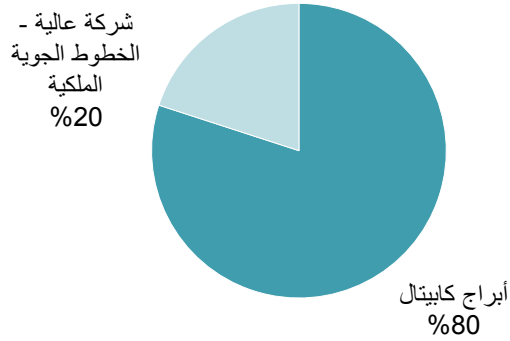
## الملكية الأردنية

الشركة الأردنية لصيانة الطائرات -  
جورامكو



FINAL

ملكية الشركة الأردنية لصيانة الطائرات - جورامكو



- تأسست الشركة الأردنية لصيانة الطائرات (جورامكو) في عام 1963، ويقوم عملها بتقديم مجموعة من خدمات الصيانة والإصلاح وتجديد الطائرات الأيرباس وبوينغ وامبراير فيما يخص جميع مكونات الطائرة ما عدا المحركات.
- بعد أن كانت جورامكو تمثل قسم الهندسة والصيانة للملكية الأردنية، تم فصلها وتحويلها إلى شركة ذات مسؤوليه محدودة مستقلة بتاريخ 25 أيلول من العام 2000.
- في ذلك الوقت كانت ملكية جورامكو تعود بالكامل إلى الملكية الأردنية للاستثمارات، والتي بدورها كانت مملوكة من قبل الحكومة الأردنية.
- تم بيع 80% من أسهم الشركة إلى أبراج كابيتال خلال عام 2005، بينما نقلت 20% المتبقية من حصص الشركة إلى شركة عالية - الخطوط الجوية الملكية.

أعضاء مجلس إدارة الشركة الحالي

وقار صديق - رئيس مجلس الإدارة	ممثلو شركة أبراج كابيتال
برنرد قسيير	
اسامة فتاله - الرئيس التنفيذي لشركة جورامكو	
وحيد حامد - شريك والرئيس لمجموعة أبراج لتسريع الأداء العالمية	
طارق قابيل - شريك و الرئيس لمجموعة أبراج لتسريع الأداء - الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	
عماد فراهيد - رئيس قسم الهندسة والإدارة، الملكية الأردنية	ممثلو الملكية الأردنية
فادي غندور - الرئيس التنفيذي لشركة أرامكس الدولية	

المصدر: موقع الشركة الإلكتروني، [www.joramco.com.jo](http://www.joramco.com.jo)

## الإيضاحات:

التقييم الذي قام فريق العمل مراجعته

أهم معالم عملية التخصيص

مشاكل رئيسية في سير عملية التخصيص

FINAL

■ تعيين البنك العربي الأردني للاستثمار كمستشار مالي لتقييم جورامكو 2004. (1)

2005

2004

■ بيع 80% من أسهم الشركة إلى شركات أبراج كابيتال. (3)

■ إرسال نشرة المعلومات الخاصة بعبء بيع الشركة الأردنية لصيانة الطائرات إلى الشركات المؤهلة، وتقدمت الشركات المهتمة بعروضها للشراء. (2)

3. تم بيع 80% من أسهم جورامكو إلى شركات أبراج كابيتال في 13 كانون الثاني من عام 2005 بقيمة 55.1 مليون دولار أمريكي، أي ما يعادل 39.1 مليون دينار أردني، بينما نقلت ال 20% المتبقية من حصص الشركة إلى شركة عالية - الخطوط الجوية الملكية وذلك مقابل شروط عقد صيانة بين الملكية وجورامكو .

1. تم توقيع اتفاقية التقييم مع البنك العربي الأردني للاستثمار في تاريخ 1 كانون الثاني 2004. وتم اصدار التقرير في 26 آب 2004.
2. أبدت تسعة شركات اهتماماً أولياً ببرنامج تخصصية شركة جورامكو وتم تأهيل سبعة منها من قبل لجنة التقييم، في حين تقدمت شركتين بعرض مالي للشراء:
  - شركة أبراج كابيتال بقيمة 39.1 مليون دينار (55.1 مليون دولار).
  - أكاديمية الطيران الملكية الأردنية بقيمة 22.8 مليون دينار (32.1 مليون دولار).

## FINAL

مصادر المعاملات المستخدمة في التدفقات النقدية المخصومة		
المصدر	القيمة	المعامل
العائد المجرد (Stripped rate) لسندات برادي* الاردنية المطروحة بالدولار الأمريكي كمعدل العائد الحالي من المخاطر	9.50%	معدل العائد الخالي من المخاطر
علاوة العائد على مخاطر الملكية المستخدم من قبل السماسرة (Brokers) لمنطقة وسط وشرق أوروبا والشرق الأوسط وأفريقيا ككل	6.00%	علاوة مخاطر الملكية
استناداً إلى معامل ارتباط الشركات مماثلة والتي تم الحصول عليها من موقع بلومبرغ (bloomberg.com). عمل المقيم على إيجاد معامل الارتباط غير المرفوع (Unlevered Beta) للشركات، وذلك لإزالة أثر الرفع المالي، ومن ثم قام بإيجاد الوسط الحسابي وأوجد بعد ذلك البيتا المعاد رفعها لتعكس درجة الرفع المالي لجورامكو.	1.12	معامل البيتا

\* سندات برادي (Brady) مصدرها من قبل الدول المتقدمة بهدف إعادة جدولة ديون الدول النامية

- من الجدير بالذكر أن التقرير تطرق إلى شرح خطوات عملية حساب البيتا، ولكن لم يظهرها واكتفى بإظهار قيمتها النهائية. وقد استنتج فريق العمل خلال بحثه أن قيمة معامل الارتباط بتنا لقطاع الطيران العالمي بلغت 1.05 عام 2004 وذلك بحسب موقع أسوات دامودران، ما يعني أن شركات قطاع الطيران كانت ذات حساسية أعلى من السوق بنسبة طفيفة ويعود ذلك للظروف السوقية والاقتصادية، وعليه فإنه من المبرر استخدام معامل بيتا أعلى من 1.00.

- اعتمد المقيم - البنك العربي الأردني للاستثمار - أساساً على منهجية خصم التدفقات النقدية المستقبلية لإيجاد قيمة الشركة، وذلك بناءً على الفرضيات والتوقعات المقدمة من الإدارة بشأن عمليات الشركة المستقبلية التي بنيت على أساس أن تبقى الشركة على طاقتها وقدرتها الحالية:
- أهم الفرضيات التشغيلية والتي بنيت على أساسها التقييم:
  - المبيعات: توقعت الإدارة أن تزيد مبيعات الشركة بمعدل 3.00%-5.00% سنوياً، وذلك استناداً إلى توقعات نمو قطاع الطيران في العالم.
  - النفقات: استندت توقعات كلفة الإيرادات على هامش تكلفة ثابت بمقدار 73.00% لجميع مصادر الدخل.
  - المصاريف الرأسمالية: اعتزمت الإدارة وذلك من خلال فرضياتها الظاهرة بالتقرير أن تمثل المصاريف الرأسمالية ما نسبته 10.00% سنوياً من قيمة أصولها الثابتة، وذلك للمحافظة على طاقتها الاستيعابية الحالية فقط.
- بعد أن تم بناء النموذج المالي، عمل المقيم على خصم التدفقات النقدية المستقبلية بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. الجدول المجاور يتضمن قيم ومصادر مكونات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال البالغ 16.22%.
- بناءً على ذلك، بلغ نطاق قيمة جورامكو بحسب تقرير المقيم 3.54 دينار و3.96 دينار للسهم، أي ما يعادل 30.1 مليون دينار و33.6 مليون دينار للشركة. مع الأخذ بعين الاعتبار أن عدد أسهم الشركة 8,500,000.

الشركة الأردنية لصيانة الطائرات - جورامكو  
تقييم جورامكو الصادر عن البنك العربي الأردني للاستثمار (تابع)

## FINAL

تقييم المضاعفات		
2004E	2003A	دينار أردني
		الوسط الحسابي لمضاعف ال EV/EBITDA
7.7x	7.7x	ال EBITDA المعدل
3,820,281	4,143,457	قيمة الشركة
29,336,761	31,818,947	مجموع عدد الأسهم
8,500,000	8,500,000	سعر السهم الواحد
3.45	3.74	
<b>23,469,409</b>	<b>25,454,798</b>	80% من القيمة
<b>33,102,128</b>	<b>35,902,394</b>	80% من القيمة - دولار أمريكي

- وبالإضافة الى المنهجية السابقة، اتبع المقيم منهجية مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة لتقييم الشركة.
- تطرق التقرير إلى شرح خطوات عملية حساب المضاعفات ولكن لم يظهرها واكتفى بإظهار القيم النهائية كما هو مبين في الجدول المجاور.
- يذكر التقييم وجود اختلافات في العمليات الرئيسية للشركات القابلة للمقارنة، إضافة إلى وجود اختلافات في أحجام الشركات وأماكن عملياتها ومستوى ديونها ومتطلبات رأس مالها وتكاليف تشغيلها. وبالتالي، قام المقيم باستثناء هذه المنهجية من نطاق القيمة واتخاذها كمؤشر تقريبي لقيمة الشركة فقط.

FINAL

## أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة جورامكو وتخصيتها

ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
<p>القيمة النهائية التي تم توصل إليها من قبل المقيم تمثل قيمة الشركة ككل (القيمة الجوهرية للشركة)، ولا تمثل قيمة الملكية والتي يجب الاعتماد عليها في تحديد القيمة العادلة للملكية. حيث لم يتم المقيم خصم صافي الدين (الدين - النقد) كما في تاريخ التقييم من قيمة الشركة الكلية. إضافة إلى ذلك، تمت إضافة التدفقات النقدية الحرة لسنة 2003 إلى صافي قيمة التدفقات النقدية المستقبلية، مع العلم بأن تاريخ التقييم كان كما في الأول من كانون الثاني لعام 2004، وبالتالي فإن أرقام وحقائق عام 2003 تعكس أداء تاريخي للشركة. <b>ملاحظة:</b> يتم شرح هذه النقاط بالتفصيل خلال الصفحتين التاليتين.</p>	القيمة النهائية	نتيجة التقييم
<p>كما جاء في التقرير، تم تقييم نسبة 100% من الملكية في الشركة بمبلغ 33.6 مليون دينار، في حين استطاعت الحكومة بيع 80% من الملكية بمبلغ 39.1 مليون دينار (أي ما يعادل 48.9 مليون دينار لنسبة 100% من الملكية). الإختلاف الكبير ما بين نتيجة التقييم وسعر الصفقة يعود إلى:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>قيام الملكية الأردنية الاستثمارية بإبرام عقد استثمار مع سلطة الطيران المدني لاستئجار قطعة أرض بمساحة 50,000م<sup>2</sup> لمدة خمسة وعشرين سنة لجورامكو، إضافة لقيام سلطة الطيران بعقد استثمار لقطعة أرض مجاورة للقطعة المذكورة بمساحة 20,000م<sup>2</sup> لجورامكو لمدة خمسة وعشرين سنة أيضاً.</li> <li>قيام الملكية الأردنية الاستثمارية بتمويل بناء هجر صيانة طائرات جديد ليتم تأجيره لجورامكو على أسس تجارية لمدة خمسة وعشرين عاماً.</li> </ul> <p>بالرغم من نجاح الحكومة في زيادة قيمة الشركة، إلا أن فريق العمل يرى أنه كان من المجدي أن تنعكس النقاط أعلاه في الفرضيات التشغيلية للشركة وأن يتم إيجاد القيمة بناءً على ذلك. <b>ملاحظة:</b> من غير الممكن حالياً تحديد ما إذا كانت قيمة الشركة بعد عكس هذه النقاط ستكون أعلى أو أقل من سعر الصفقة، لكن كان من المجدي أن تعكس نتائج التقييم جميع أعمال الشركة التشغيلية مع الأخذ بعين الاعتبار توسع الأعمال المتوقع.</p>	صفقة البيع	سعر البيع

FINAL

## أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة جورامكو وتخصيصها

ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
يذكر أن نطاق القيمة النهائية استند على منهجية واحدة فقط، والتي بدورها استندت على افتراضات وتنبؤات من قبل الإدارة، ولم يتم الأخذ بعين الاعتبار طريقة مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة، على الرغم من أنه من المتفق عليه في أصول التقييم أنه من غير المحيد الاعتماد على أسلوب واحد فقط في تقييم الشركات، بل من الأفضل مزج التدفقات النقدية المخصومة والمضاعفات لاستنباط قيمة تعكس عمليات الشركة من خلال القيم الأساسية لها بالإضافة إلى توجهات السوق.	القيمة النهائية	منهجيات التقييم
<ul style="list-style-type: none"> <li>في إطار التأكد من الفرضيات المستخدمة، أجرى فريق العمل بحث لغايات جمع معلومات السندات المستخدمة كعائد خالي من المخاطر، وتبين أن هذه السندات كانت قد طرحت في عام 1993 ومدتها 10 أعوام، ما يعني أن مدتها قد انتهت في أواخر عام 2003، أي بمعنى أن هذه السندات لم تكن مطروحة وقت إجراء تقييم الشركة، كما أن العائد على هذه السندات تم إعتاده في عام 1993 ولا يمكن الاعتماد عليه بعد مرور 11 عام.</li> <li>ومن جهة أخرى، فإنه من الأفضل قياس معدل العائد الخالي من المخاطر بما يتوافق مع التدفقات النقدية. حيث أنه تم تقدير التدفقات النقدية - وكما هو ظاهر في تقرير المقيم - بالدينار الأردني، فإنه يفضل أن يستند معدل العائد الخالي من المخاطر إلى معدل العائد على سندات الحكومة الأردنية بالدينار الأردني. وفي حال عدم توفر سندات الحكومة في العام نفسه، يجوز استعمال سندات السوق الأمريكي مع الأخذ بعين الاعتبار علاوة مخاطر الدولة.</li> </ul>	معدل العائد الخالي من المخاطر	معامل الخصم (التدفقات النقدية المخصومة)
لم يوضح التقرير الطريقة المستخدمة في حساب علاوة مخاطر الملكية، وما إذا كان يتضمن علاوة مخاطر الدولة.	علاوة مخاطر الملكية	
يمكن اعتبار توقعات وفرضيات الإدارة والمتعلقة بمستقبل عمليات الشركة متحفظة نوعاً ما، حيث لم تعكس هذه الفرضيات أية مخططات مستقبلية بشأن توسع الشركة أو إضافة خدمات محدثة أو حتى معدات جديدة، بالرغم من الحصول على قطعة أرض بمساحة 2,70,000م <sup>2</sup> ، وتمويل بناء هجر صيانة جديد مما يعزز من وجود مخططات مستقبلية للتوسع.	وثائق الافتراضات والقوائم المالية المتوقعة	بناء النموذج المالي

FINAL

التدفقات النقدية الحرة للشركة								
القيمة النهائية (4%)	القيمة النهائية (1%)	2008	2007	2006	2005	2004	2003	دينار أردني
		4,814,804	4,690,178	4,500,622	4,341,137	4,213,373	5,767,736	التدفقات النقدية من العمليات
		(805,255)	(732,050)	(665,500)	(605,000)	(550,000)	(604,043)	التدفقات الرأسمالية
4,169,931	4,049,644	4,009,549	3,958,128	3,835,122	3,736,137	3,663,373	5,163,693	التدفقات النقدية الحرة للشركة
								سنوات
5	5	5	4	3	2	1	0	متوسط التكلفة المرجح لرأس المال
16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	عامل الخصم
0.47	0.47	0.47	0.55	0.64	0.74	0.86	1.00	القيمة النهائية
34,123,821	26,607,388							القيمة الحالية
16,093,604	12,548,676	1,890,998	2,169,533	2,443,074	2,766,057	3,152,102	5,163,693	القيمة الحالية
<b>33,623,892</b>	<b>30,094,399</b>							

تم الافتراض من قبل فريق KPMG أن تاريخ التقييم كان 1/1/2004، وذلك استناداً لتوقيع اتفاقية التقييم مع البنك في تاريخ 6/1/2004، حيث أنه لم يتم ذكر تاريخ التقييم بشكل واضح في التقرير.

يوضح الجدول المجاور طريقة إيجاد القيمة النهائية للشركة بحسب ما ظهرت في تقرير المقيم، وعليه، فإن ملاحظات فريق عمل KPMG ما يلي:

– القيمة النهائية التي تم توصل إليها من قبل المقيم تمثل قيمة الشركة ككل (القيمة الجوهرية للشركة)، ولا تمثل قيمة الملكية، حيث لم يتم المقيم بخصم صافي الدين (الدين – النقد) كما في تاريخ التقييم من قيمة الشركة الكلية. **ملاحظة:** قيمة صافي الدين في ذلك الوقت بلغت -0.6 مليون دينار (الدين 0 – النقد 0.6 مليون دينار)

– قام المقيم بإضافة التدفقات النقدية الحرة لسنة 2003 إلى صافي قيمة التدفقات النقدية المستقبلية، مع العلم بأن تاريخ التقييم كان كما في الأول من كانون الثاني لعام 2004، وبالتالي فإن أرقام وحقائق عام 2003 تعكس أداء تاريخي للشركة.

– استند نطاق القيمة على متوسط تكلفة رأس مال ثابت، مع تغيير معدل النمو النهائي ما بين 1% و4%. ويعتبر معدل نمو نهائي بمقدار 4% مرتفع نوعاً ما إذا أخذ بعين الاعتبار مخططات الشركة بعدم التوسع وإبقاء الطاقة الاستيعابية على ما هي. هذا ولم يتم تحديد النسبة غير المستغلة من الطاقة الحالية للشركة والتي سيتم استغلالها لتحقيق مثل هذا النمو.

FINAL

التدفقات النقدية الحرة للشركة						
القيمة النهائية (4%)	القيمة النهائية (1%)	2008	2007	2006	2005	2004
		4,814,804	4,690,178	4,500,622	4,341,137	4,213,373
		(805,255)	(732,050)	(665,500)	(605,000)	(550,000)
4,169,931	4,049,644	4,009,549	3,958,128	3,835,122	3,736,137	3,663,373
5	5	5	4	3	2	1
16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
0.47	0.47	0.47	0.55	0.64	0.74	0.86
34,123,821	26,607,388					
16,093,604	12,548,676	1,890,998	2,169,533	2,443,074	2,766,057	3,152,102
28,515,368	24,970,440					
-	-					
595,821	595,821					
29,111,189	25,566,261					

- الجدول المجاور يمثل جدول التدفقات النقدية والذي يعكس قيمة حقوق الملكية للشركة في حال الأخذ بعين الإعتبار النقاط المذكورة في الصفحة السابقة.
- كما هو مبين في الجدول، فإن قيمة الملكية النهائية انخفضت من 30.1 مليون دينار الى 25.6 مليون دينار عند معدل نمو مقداره 1% ومن 33.6 مليون دينار الى 29.1 مليون دينار عند معدل نمو مقداره 4%. مع التنويه بأن فريق عمل KPMG لم يتم بتعديل أو تغيير أيا من الأرقام، الفرضيات، السياسات المتبعة، وإنما قام فقط بعكس النقاط المذكورة في الصفحة السابقة على حساب قيمة ملكية الشركة.



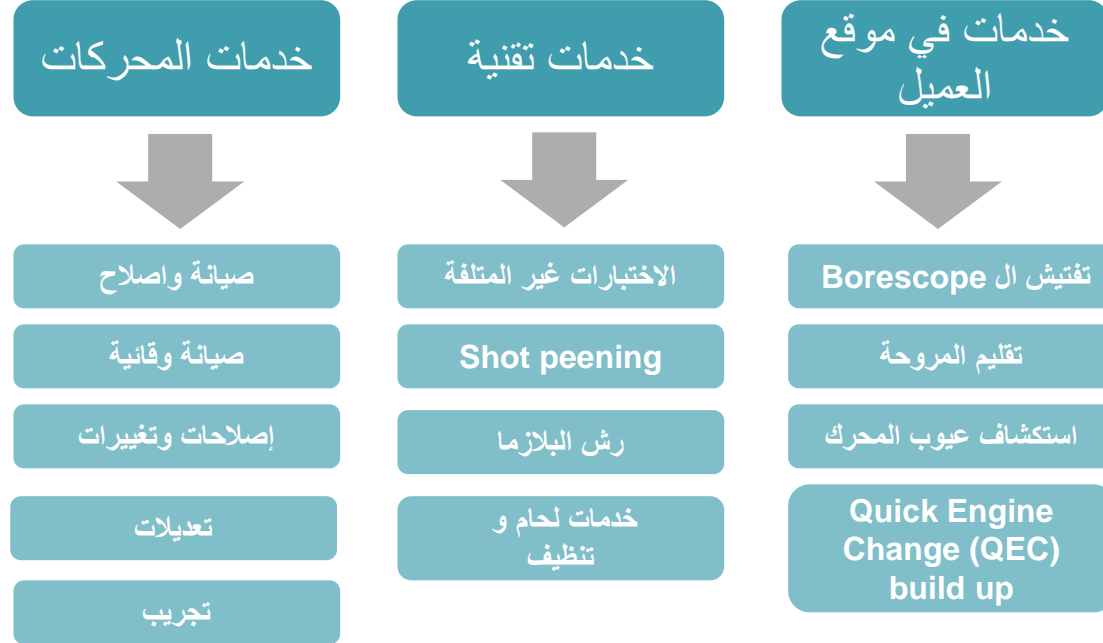


*cutting through complexity*

# الملكية الأردنية

الشركة الأردنية لصيانة محركات  
الطائرات - جالكو

FINAL



- الشركة الأردنية لصيانة محركات الطائرات - جالكو تأسست عام 1986 و كان الهدف والغاية من وراء إنشائها دعم أسطول الملكية الأردنية من حيث صيانة وإصلاح سلسلة من المحركات.
- بعد أن مثلت قسم فحص وتصليح المحركات في الملكية الأردنية، تم فصلها وتحويلها الى شركة ذات مسؤوليه محدودة مستقلة بتاريخ 27 تموز من العام 2000.
- في ذلك الوقت كانت ملكية جالكو تعود بالكامل الى الملكية الاردنية للاستثمارات، ولكن تم بيع 100% من حصصها إلى الأكاديمية الدولية لتكنولوجيا الطيران ضمن عملية الخصخصة خلال عام 2006.
- الرسم المبين في الصفحة بلخص الخدمات التي تقدمها الشركة، والتي تتضمن خدمات محركات وخدمات تقنية متنوعة للطائرات، بالإضافة إلى عدة خدمات في موقع العميل.

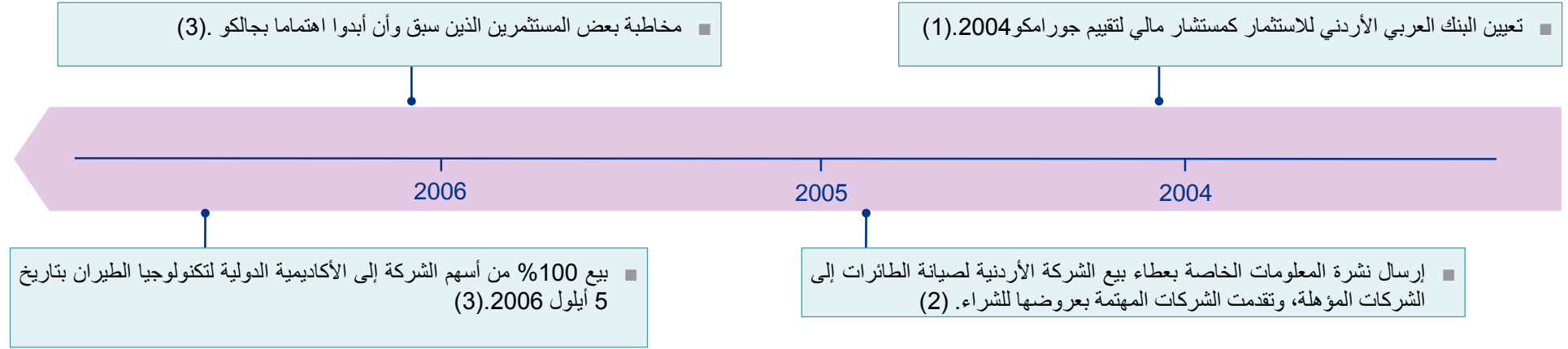
## الإيضاحات:

التقييم الذي قام فريق العمل مراجعته

أهم معالم عملية التخصية

مشاكل رئيسية في سير عملية التخصية

## FINAL



1. تم توقيع اتفاقية التقييم مع البنك العربي الأردني للاستثمار في تاريخ 1 كانون الثاني 2004، وتم اصدار التقرير في 26 آب 2004.
2. بالرغم من تحقيق الشركة للأرباح، لم يتم استقطاب عروض مالية مناسبة للبيع بالتزامن مع انتهاء تقرير التقييم، نظراً لإمكانيات جالكو الفنية المقتصرة على صيانة محركات طائرات قديمة والتي بدأت بالخروج من الخدمة.

3. قررت مجموعة العمل لإعادة هيكلة وتخاصية الملكية الاردنية بتاريخ 4 كانون الثاني 2006 مخاطبة عشرة مستثمرين سبق وأن أبدوا اهتمامهم بجالكو بشكل منفرد، وتقدمت ثلاث شركات منهم بعروض مالية:
  - عرض الأكاديمية الدولية لتكنولوجيا الطيران بقيمة 7.9 مليون دينار (11.1 مليون دولار)
  - عرض المجموعة الكونية للاستثمار بقيمة 4.8 مليون دينار (6.7 مليون دولار)
  - عرض شركة وامر انترناشونال كوربوروشن بقيمة 3.6 مليون دينار (5.1 مليون دولار)
 تم بيع 100% من أسهم الشركة الى الأكاديمية الدولية لتكنولوجيا الطيران وبحسب العرض المقدم من قبلهم.

FINAL

### مصادر المعاملات المستخدمة في التدفقات النقدية المخصومة

المصدر	القيمة	المعامل
العائد المجرد (Stripped rate) لسندات برادي* الاردنية المطروحة بالدولار الأمريكي كمعدل العائد الحالي من المخاطر.	9.50%	معدل العائد الخالي من المخاطر
علاوة العائد على مخاطر الملكية المستخدم من قبل السماسرة (Brokers) لمنطقة وسط وشرق أوروبا والشرق الأوسط وأفريقيا ككل.	6.00%	علاوة مخاطر الملكية
استناداً إلى معامل ارتباط الشركات المماثلة والتي تم الحصول عليها من موقع بلومبرغ (bloomberg.com). عمل المقيم على ايجاد معامل الارتباط غير المرفوع (Unlevered Beta) للشركات، وذلك لإزالة أثر الرفع المالي، ومن ثم قام بإيجاد الوسط الحسابي وأوجد ذلك البيتا المعاد رفعها لتعكس درجة الرفع المالي لجالكو.	1.12	معامل البيتا

\*سندات برادي (Brady) مصدره من قبل الدول المتقدمة بهدف إعادة جدولة ديون الدول النامية

من الجدير بالذكر أن التقرير تطرق إلى شرح خطوات عملية حساب البيتا، ولكن لم يظهرها واكتفى بإظهار قيمتها النهائية. وقد استنتج فريق العمل خلال بحثه أن قيمة معامل الارتباط بتنا لقطاع الطيران العالمي بلغت 1.05 عام 2004 وذلك بحسب موقع أسواث دامودران، ما يعني أن شركات قطاع الطيران كانت ذات حساسية أعلى من السوق بنسبة طفيفة ويعود ذلك للظروف السوقية والاقتصادية، وعليه فإنه من المبرر استخدام معامل بيتا أعلى من 1.00.

- اعتمد المقيم - البنك العربي الأردني للاستثمار - أساساً على منهجية خصم التدفقات النقدية المستقبلية لإيجاد قيمة الشركة، وذلك بناءً على الفرضيات والتوقعات المقدمة من الإدارة بشأن عمليات الشركة المستقبلية التي بنيت على أساس أن تبقى الشركة على طاقتها وقدرتها الحالية:
- أهم الفرضيات التشغيلية والتي بنيت على أساسها التقييم:
  - المبيعات: توقعت الإدارة أن تزيد مبيعات الشركة بمعدل 2.00%-7.00% سنوياً، ولم يشر التقرير إلى الخلفية التي استندت عليها الإدارة لبناء هذه التوقعات.
  - النفقات: استندت توقعات النفقات على هوامش تكلفة إيرادات ثابتة ونسب زيادات سنوية ثابتة لباقي النفقات على مدار الفترة المتوقعة.
  - المصاريف الرأسمالية: اعتزمت الإدارة، وذلك من خلال فرضياتها الظاهرة بالتقرير، أن تمثل المصاريف الرأسمالية السنوية ما نسبته 10.00% من قيمة أصولها الثابتة، وذلك للمحافظة على طاقتها الاستيعابية الحالية فقط.
- بعد أن تم بناء النموذج المالي، عمل المقيم على خصم التدفقات النقدية المستقبلية بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. الجدول المجاور يتضمن قيم ومصادر مكونات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال البالغ 16.22%.
- بناءً على ذلك، بلغ نطاق قيمة جالكو 1.30 دينار و1.47 دينار للسهم، ما يعادل 6.5 مليون دينار و7.4 مليون دينار للشركة ككل، علماً أن عدد أسهم الشركة 5.0 مليون سهم.

FINAL

تقييم المضاعفات		
2004E	2003A	دينار أردني
7.7x	7.7x	الوسط الحسابي لمضاعف ال EV/EBITDA
653,744	1,170,594	ال EBITDA المعدل
4,943,452	9,057,663	قيمة الشركة
5,000,000	5,000,000	مجموع عدد الأسهم
0.99	1.81	سعر السهم الواحد

- بالإضافة الى المنهجية السابقة، اتبع المقيم منهجية مضاعفات الشركات المماثلة لتقييم الشركة.
- تطرق التقرير إلى شرح خطوات عملية حساب المضاعفات ولكن لم يظهرها واكتفى بإظهار القيم النهائية كما هو مبين في الجدول المجاور.
- يذكر أن وجود اختلافات في العمليات الرئيسية للشركات المماثلة، إضافة إلى وجود اختلافات في أحجام الشركات وأماكن عملياتها ومستوى ديونها ومتطلبات رأس مالها وتكاليف تشغيلها، استدعى المقيم لاستثناء هذه المنهجية من نطاق القيمة واتخاذها كمؤشر تقريبي لقيمة الشركة فقط.

FINAL

## أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة جالكو وتفاصيلها

ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
القيمة النهائية التي تم توصل اليها من قبل المقيم تمثل قيمة الشركة ككل (القيمة الجوهرية للشركة)، ولا تمثل قيمة الملكية والتي يجب الاعتماد عليها في تحديد القيمة العادلة للملكية. حيث لم يتم المقيم بخصم صافي الدين (الدين - النقد) كما في تاريخ التقييم من قيمة الشركة الكلية. إضافة إلى ذلك، تمت إضافة التدفقات النقدية الحرة لسنة 2003 إلى صافي قيمة التدفقات النقدية المستقبلية، مع العلم بأن تاريخ التقييم كان كما في الأول من كانون الثاني لعام 2004، وبالتالي فإن أرقام وحقائق عام 2003 تعكس أداء تاريخي للشركة. <b>ملاحظة:</b> يتم شرح هذه النقاط بالتفصيل خلال الصفحتين التاليتين.	القيمة النهائية	نتيجة التقييم
استندت صفقة البيع إلى التقييم الذي أجراه البنك بتاريخ 26 آب 2004، أي قبل سبعة عشر شهراً من تاريخ توقيع اتفاقية البيع، وكان من الأفضل لو تم إجراء تقييم جديد أو تعديلات على التقرير نفسه لعكس التطورات التي حصلت خلال تلك الفترة، بما في ذلك الفروقات ما بين الأرقام المتوقعة والفعالية للسنوات 2004 و2005. <b>ملاحظة:</b> تم توضيح الفروقات في آخر هذا التقرير. ولغايات التحقق، قام فريق العمل باستبدال التدفقات النقدية من العمليات والنفقات الرأسمالية المتوقعة بمستوياتها الفعلية في جدول التدفقات النقدية المخصصة ليرى مدى تأثير الفروقات بينهم، وذلك أدى إلى ارتفاع نطاق القيمة من 6.5 - 7.4 مليون دينار إلى 7.5 - 8.3 مليون دينار.	صفقة البيع	سعر البيع
يذكر أن نطاق القيمة النهائية استند على منهجية واحدة فقط، والتي بدورها استندت على افتراضات وتنبؤات من قبل الإدارة، ولم يتم الأخذ بعين الاعتبار طريقة مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة، على الرغم من أنه من المتفق عليه في أصول التقييم أنه من غير المحيد الاعتماد على أسلوب واحد فقط في تقييم الشركات، بل من الأفضل مزج التدفقات النقدية المخصصة والمضاعفات لاستنباط قيمة تعكس عمليات الشركة من خلال القيم الأساسية لها بالإضافة إلى توجهات السوق.	القيمة النهائية	منهجيات التقييم

FINAL

## أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة جالكو وتخصصيتها

ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
<ul style="list-style-type: none"> <li>في إطار التأكد من الفرضيات المستخدمة، أجرى فريق العمل بحث لغايات جمع معلومات السندات المستخدمة كعائد خالي من المخاطر، وتبين أن هذه السندات كانت قد طرحت في عام 1993 ومدتها 10 أعوام، ما يعني أن مدتها قد انتهت في أواخر عام 2003، أي بمعنى أن هذه السندات لم تكن مطروحة وقت إجراء تقييم الشركة، كما أن العائد على هذه السندات تم إعتماده في عام 1993 ولا يمكن الاعتماد عليه بعد مرور 11 عام.</li> <li>ومن جهة أخرى، فإنه من الأفضل قياس معدل العائد الخالي من المخاطر بما يتوافق مع التدفقات النقدية. حيث أنه تم تقدير التدفقات النقدية - وكما هو ظاهر في تقرير المقيم - بالدينار الأردني، فإنه يفضل أن يستند معدل العائد الخالي من المخاطر إلى معدل العائد على سندات الحكومة الأردنية بالدينار الأردني. وفي حل عدم توفر سندات الحكومة في العام نفسه، يجوز استعمال سندات السوق الأمريكي مع الأخذ بعين الاعتبار علاوة مخاطر الدولة.</li> </ul>	معدل العائد الخالي من المخاطر	معامل الخصم (التدفقات النقدية المخصومة)
لم يوضح التقرير الطريقة المستخدمة في حساب علاوة مخاطر الملكية، وما إذا كان يتضمن علاوة مخاطر الدولة.	علاوة مخاطر الملكية	
يمكن اعتبار توقعات وفرضيات الإدارة والمتعلقة بمستقبل عمليات الشركة متحفظة نوعاً ما، حيث لم تعكس هذه الفرضيات أية مخططات مستقبلية بشأن توسع الشركة أو إضافة خدمات محدثة أو حتى معدات جديدة، ما يتعارض مع إمكانيات الشركة الفنية المقتصرة على صيانة محركات طائرات قديمة والتي بدأت بالخروج من الخدمة و بالتالي بحاجة إلى التجديد.	وثائق الافتراضات والقوائم المالية المتوقعة	بناء النموذج المالي

FINAL

التدفقات النقدية الحرة للشركة								
القيمة النهائية (4%)	القيمة النهائية (1%)	2008	2007	2006	2005	2004	2003	دينار أردني
		1,018,214	1,007,323	965,304	905,339	249,399	1,230,910	التدفقات النقدية من العمليات
		(73,205)	(66,550)	(60,500)	(55,000)	(50,000)	(30,170)	النفقات الرأسمالية
982,809	954,459	945,009	940,773	904,804	850,339	199,399	1,200,740	التدفقات النقدية الحرة للشركة
5	5	5	4	3	2	1	0	سنوات
16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	متوسط التكلفة المرجح لرأس المال
0.47	0.47	0.47	0.55	0.64	0.74	0.86	1.00	عامل الخصم
8,042,630	6,271,085							القيمة النهائية
3,793,095	2,957,592	445,689	515,658	576,384	629,550	171,570	1,200,740	القيمة الحالية
<b>7,348,858</b>	<b>6,508,778</b>							القيمة الحالية

تم الافتراض من قبل فريق KPMG أن تاريخ التقييم كان 1/1/2004، وذلك استناداً لتوقيع اتفاقية التقييم مع البنك في تاريخ 6/1/2004، حيث أنه لم يتم ذكر تاريخ التقييم بشكل واضح في التقرير.

يوضح الجدول المجاور طريقة إيجاد القيمة النهائية للشركة بحسب ما ظهرت في تقرير المقيم، وعليه، فإن ملاحظات فريق عمل KPMG ما يلي:

– القيمة النهائية التي تم توصل إليها من قبل المقيم تمثل قيمة الشركة ككل (القيمة الجوهرية للشركة)، ولا تمثل قيمة الملكية والتي يجب الاعتماد عليها في تحديد القيمة العادلة للملكية. حيث لم يتم المقيم بخصم صافي الدين (الدين – النقد) كما في تاريخ التقييم من قيمة الشركة الكلية. **ملاحظة:** قيمة صافي الدين في ذلك الوقت بلغت 1.2 مليون دينار (الدين 0 – النقد 1.2 مليون دينار)

– عمل المقيم على إضافة التدفقات النقدية الحرة لسنة 2003 إلى صافي قيمة التدفقات النقدية المستقبلية، مع العلم بأن تاريخ التقييم كان كما في الأول من كانون الثاني لعام 2004، وبالتالي فإن أرقام وحقائق عام 2003 تعكس أداء تاريخي للشركة.

– استند نطاق القيمة على متوسط تكلفة رأس مال ثابت، مع تغيير معدل النمو النهائي ما بين 1.00% و 4.00%. ويعتبر معدل نمو نهائي بمقدار 4.00% مرتفع نوعاً ما إذا أخذت بعين الاعتبار مخططات الشركة بعدم التوسع وإبقاء الطاقة الاستيعابية على ما هي وعدم تجديد الأجهزة التي تعتبر خارجة من الخدمة بالإضافة إلى ذلك، لم يتم تحديد النسبة الغير مستغلة من الطاقة الحالية للشركة والتي سيتم استغلالها لتحقيق مثل هذا النمو.



FINAL

		التدفقات النقدية الحرة للشركة					
القيمة النهائية (4%)	القيمة النهائية (1%)	2008	2007	2006	2005	2004	دينار أردني
		1,018,214	1,007,323	965,304	905,339	249,399	التدفقات النقدية من العمليات
		(73,205)	(66,550)	(60,500)	(55,000)	(50,000)	التدفقات الرأسمالية
982,809	954,459	945,009	940,773	904,804	850,339	199,399	التدفقات النقدية الحرة للشركة
5	5	5	4	3	2	1	سنوات
16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	متوسط التكلفة المرجح لرأس المال
0.47	0.47	0.47	0.55	0.64	0.74	0.86	عامل الخصم
8,042,630	6,271,085						القيمة النهائية
3,793,095	2,957,592	445,689	515,658	576,384	629,550	171,570	القيمة الحالية
6,131,946	5,296,443						القيمة الجوهرية
-	-						صافي الديون
1,193,752	1,193,752						نقد
7,325,698	6,490,195						قيمة حقوق الملكية

- الجدول المجاور يمثل جدول التدفقات النقدية والذي يعكس قيمة حقوق الملكية للشركة في حال الأخذ بعين الاعتبار النقاط المذكورة في الصفحة السابقة.
- كما هو مبين في الجدول، فإن قيمة الملكية النهائية انخفضت من 6.51 مليون دينار الى 6.49 مليون دينار عند معدل نمو مقداره 1.00% ومن 7.35 مليون دينار الى 7.33 مليون دينار عند معدل نمو مقداره 4.00%. مع الأخذ بعين الاعتبار أن فريق عمل KPMG لم يتم بتعديل أو تغيير أيا من الأرقام، الفرضيات، السياسات المتبعة، وإنما قام فقط بعكس النقاط المذكورة في الصفحة السابقة على حساب قيمة ملكية الشركة.
- يعزى التقارب بين هذه القيم والقيم المحسوبة من قبل البنك إلى تقارب معدل التدفق النقدي الحر في سنة 2003 ومعدل النقد الموجود في آخر السنة.

FINAL

مقارنة توقعات تقرير التقييم مع أداء الشركة الفعلي					
دينار أردني					
2005			2004		
الفرق	متوقعة	فعلية	الفرق	متوقعة	فعلية
					الإيرادات
(576,972)	4,625,886	4,048,914	(852,709)	4,322,695	3,469,986
					المصاريف التشغيلية
510,213	(2,362,858)	(1,852,645)	774,967	(2,218,314)	(1,443,347)
					الدخل
(441,157)	655,971	214,814	(314,558)	563,285	248,727
					هامش الربح الإجمالي
-5.3%	51.1%	45.8%	-9.7%	51.3%	41.6%
					هامش صافي الدخل
-8.9%	14.2%	5.3%	-5.9%	13.0%	7.2%
					التدفقات النقدية من العمليات
(1,223,118)	905,339	(317,779)	2,242,525	249,399	2,491,924
					المصاريف الرأسمالية
(64,976)	(55,000)	(119,976)	29,039	(50,000)	(20,961)
					التدفقات النقدية الحرة للشركة
(1,288,094)	850,339	(437,755)	2,271,564	199,399	2,470,963

- كما ذكر سابقاً، تم بيع الشركة بعد مرور سنتين على إصدار التقرير. يقارن الجدول المعروض توقعات الإدارة لأداء الشركة لسنة 2004 و2005 مع الأداء الفعلي للشركة.
- بالنسبة للإيرادات والدخل، فاقت التوقعات الأرقام الفعلية للشركة وكذلك الأمر بالنسبة للهوامش.
- المصاريف الرأسمالية كانت دون التوقعات في 2004، ولكن بلغت ضعف المستوى المتوقع لسنة 2005.
- أما بالنسبة للتدفقات النقدية الحرة للشركة، بلغت مستوى أعلى بكثير من المستوى المتوقع لها في سنة 2004، مع فرق مقداره 2.2 مليون دينار أردني. في حين لم يكن الأمر كذلك في 2005، حيث سجلت التدفقات النقدية الحرة مستوى دون المتوقع مع فرق 1.3 مليون دينار أردني .

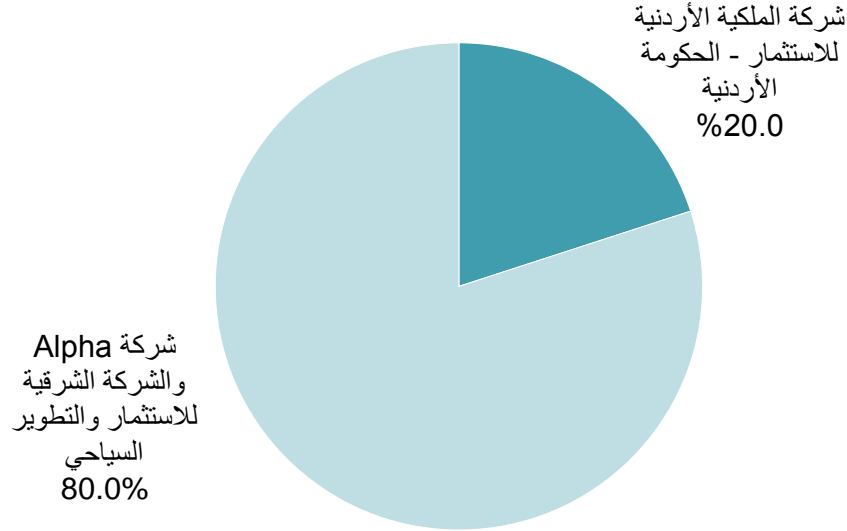


# الملكية الأردنية

شركة تمويل الطائرات الأردنية

FINAL

ملكية شركة تموين الطائرات الأردنية - ما بعد عملية التخصيص



- تقوم شركة تموين الطائرات الأردنية (JAFCCO) بتزويد خدمات تقديم الطعام والشراب على متن الطائرة لجميع خطوط الطيران ومقاهي مطاري الملكة علياء وماركا.
- ضمن برنامج إعادة هيكلة وتخصيص الملكية الأردنية تم فصل الشركة عن الملكية الأردنية وتسجيلها برأسمال مقداره 800,000 دينار أردني وذلك في تاريخ 26 حزيران من العام 2000 بحيث تكون في ملكية شركة الملكية الأردنية الاستثمارية.
- تم بيع 80% من حصص ملكية الشركة إلى ائتلاف شركة ألفا البريطانية والشركة الشرقية للاستثمار والتطوير السياحي في 1 آب من العام 2001.
- يبين الشكل المجاور ملكية الشركة بعد عملية التخصيص. هذا وقد كانت الشركة مملوكة من قبل شركة الملكية الأردنية للاستثمار بشكل كامل قبل عملية التخصيص.

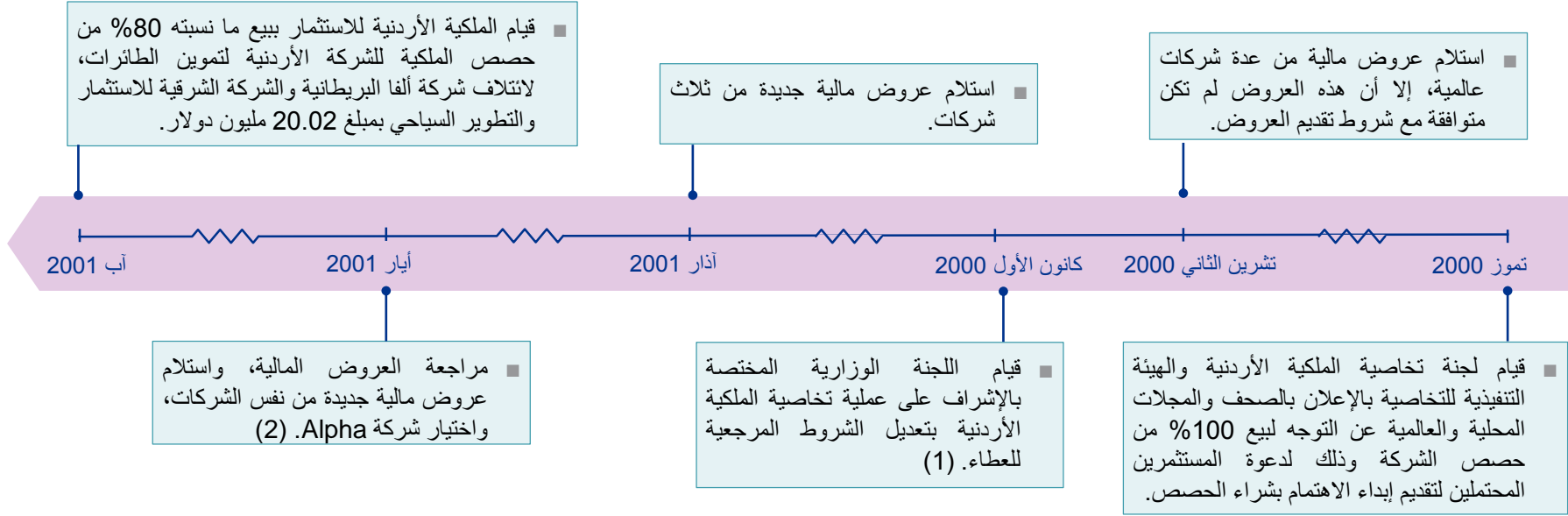
## الإيضاحات:

التقييم الذي قام فريق العمل مراجعته

أهم معالم عملية التخصيص

مشاكل رئيسية في سير عملية التخصيص

## FINAL



1. كان أحد الشروط الجديدة ينص على الموافقة على منح الملكية الأردنية ما نسبته 20% من رأس مال الشركة الأردنية لتمويل الطائرات.
2. كانت العروض المستلمة في شهر أيار كما يلي:

- شركة Alpha – 20.02 مليون دولار (وشريكها المحلي الشركة الشرقية للاستثمار)،
- شركة Gate Gourmet – 16.0 مليون دولار،
- شركة Eurest – 16.10 مليون دولار، والذي كان مشروطاً.

■ تشير الوثائق أن سعر البيع لشركة Alpha، كان أعلى من القيمة التي حددتها الحكومة للبيع والبالغة 20.0 مليون دولار. كما أنه حسب اتفاقية البيع، سيقوم المستثمر بدفع 8% من إجمالي المبيعات السنوية للشركة، لصالح مؤسسة المناطق الحرة، بالإضافة إلى بدل استثمارات الذي ستقوم الشركة بدفعه لسلطة الطيران المدني والذي يتجاوز 150,000 دينار سنوياً.

- تشير الوثائق لدى الهيئة التنفيذية للتخصصية أنه قام المستشار المالي وقبل فتح العروض المالية في المرحلة الأولى للعبء بتقديم تقرير التقييم لتقدير قيمة الشركة والذي اعتمد بشكل رئيسي على أسلوب التدفقات النقدية المخصومة، فكانت القيمة التقديرية للشركة 37.0 مليون دولار.
- بالإضافة إلى ذلك فإن مجموعة عمل التخصصية كانت قد قامت بإعداد ثلاثة تقديرات منفردة لتقدير قيمة الشركة، وبصورة مستقلة عن دراسات المستشار المالي، والتي كانت نتيجتها كما يلي:
  - 35.0 مليون دولار أمريكي،
  - 32.6 مليون دولار أمريكي + المبالغ النقدية المتوفرة لدى الشركة أو المستحقة لها (أي ما يعادل 35.05 مليون دولار)،
  - 24.5 مليون دولار.

FINAL

أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة تمويل الطائرات الأردنية وتخصصيتها

ملاحظات	البند الرئيسي
<p>لم يستطع فريق العمل من إيجاد تقرير التقييم الصادر عن المستشار المالي، وبالتالي لم يكن من الممكن مراجعة القيمة النهائية أو أساليب التقييم التي تم استخدامها ومدى صحتها. بالإضافة إلى ذلك، لم يتمكن فريق العمل من التوصل إلى الفرضيات – السيناريوهات المتبعة لإيجاد القيم الثلاث المختلفة من قبل فريق عمل التخصصية، كما جاء في محضر الاجتماع الخاص ببيع الشركة الأردنية لتمويل الطائرات.</p>	تقرير التقييم



# الملكية الأردنية

الشركة الأردنية لتدريب الطيران  
والطيران التشبيهي

FINAL

أعضاء مجلس إدارة الشركة	
الدكتور ماجد السعدي - رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي	ممثلو الشركة الشرقية للاستثمار
المهندس عماد لطفي - المدير العام	
المهندس طلال السعدي - عضو	
المهندس نصري نوار - مستشار للرئيس	ممثل الخطوط الجوية الملكية الأردنية
كابتن غسان عبيدات - مدير برنامج تدريب الطاقم	

- تعتبر JATS أحد مراكز تدريب الطيران المتقدمة في الوطن العربي، كما تعتبر أيضاً المركز الوحيد خارج الاتحاد الأوروبي المؤهل لتدريب طواقم الطيارين الاوربيين.
- كما تقدم JATS برامج التدريب التي توفر مجموعة متكاملة من أجهزة المحاكاة والتعليمات النظرية لطواقم مقصورة القيادة، وطواقم الطائرات، وطواقم خطوط الطيران.
- ضمن برنامج إعادة هيكلة وتخصيص الملكية الأردنية تم فصل مركز تدريب الملكية الأردنية عن الملكية الأردنية وتسجيله كشركة محدودة المسؤولية تحت اسم الشركة الأردنية لتدريب الطيران والتدريب التشبيهي (JATS) برأسمال مقداره 14.3 مليون دينار أردني (20.2 مليون دولار) وذلك في تاريخ 25 نيسان من العام 2000 بحيث تكون في ملكية شركة الملكية الأردنية الاستثمارية.
- تم تخفيض رأس المال الشركة عام 2004 ليصبح 10.0 مليون دينار (14.1 مليون دولار)، وذلك نتيجة الخسائر المتراكمة من تدني قيمة الأصول الثابتة.
- كما تم تخفيض قيمة رأس المال مرة أخرى عام 2005، ليصبح 8 مليون دينار (11.3 مليون دولار)، بعد نقل الفرق إلى شركة الملكية الأردنية الاستثمارية.
- بيعت الشركة الأردنية لتدريب الطيران والتدريب التشبيهي إلى الشركة الشرقية للاستثمار والتطوير السياحي بعد أن قامت بدفع قيمة مبادلة الدين إلى مؤسسة ضمان الصادرات البريطانية (ECGD) نيابة عن الحكومة الأردنية البالغة 10.5 مليون دينار (14.8 مليون دولار)، وذلك في تموز عام 2006.
- يبين الجدول المجاور مجلس إدارة الشركة الحالي.



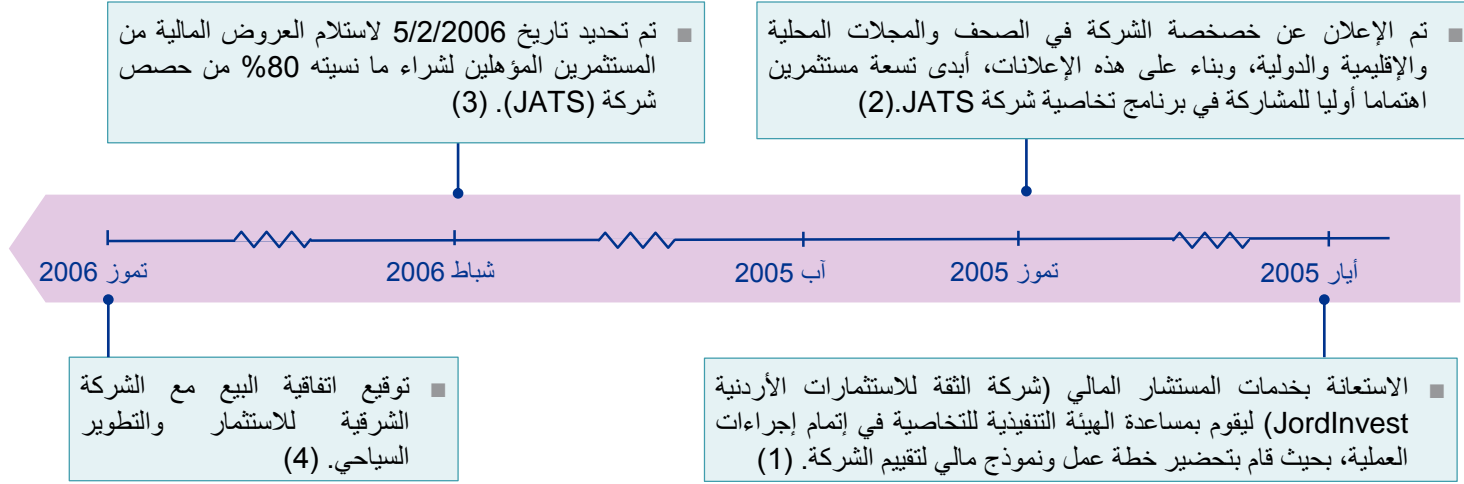
## الإيضاحات:

التقييم الذي قام فريق العمل مراجعته

أهم معالم عملية التخصيص

مشاكل رئيسية في سير عملية التخصيص

## FINAL



1. قام المستشار بالاعتماد على التدفقات النقدية المخصومة والتوزيعات المخصومة والعمليات القابلة للمقارنة في التقييم.
2. تم تأهيل ثمانية مستثمرين لاستكمال مرحلة جمع وتدقيق المعلومات وقام خمسة مستثمرين منهم بشراء نشرة المعلومات المعدة لبرنامج تخصصية الشركة وهم:
  - الشركة الأردنية للطيران.
  - أكاديمية الطيران الملكية الأردنية وصندوق الأردن الاستثماري.
  - شركة الأردن - دبي كابيتال.
  - د. ماجد الساعدي (ممثل بالشركة الشريفة للاستثمار والتطوير السياحي).
  - شركة الشرق الأدنى للطيران.

3. في الموعد المحدد تم استلام عرضين ماليين من كل من:
  - أكاديمية الطيران الملكية الأردنية - 5.7 مليون دينار (8.0 مليون دولار).
  - د. ماجد الساعدي - 9.2 مليون دينار (13.0 مليون دولار).
4. بعد تقييم العروض المالية من قبل الفريق الفني، تم اختيار العرض المقدم من الدكتور ماجد الساعدي كصاحب العرض الأفضل. وقد تم تجديد هذا العرض أكثر من المرة إلى أن تم التوصل إلى العرض النهائي والذي اشتمل على ما يلي:
  - زيادة العرض المالي إلى 14.8 مليون دولار أمريكي شاملاً جميع الرسوم الحكومية على أن تحتفظ الشركة بأرباح 2006.
  - دفع المبلغ أعلاه للمملكة المتحدة مقابل تخفيض ديون الحكومة الأردنية بمبلغ يقدر بحوالي 23.7 مليون دولار، بحيث تستفيد الحكومة من إعفاء مقداره 8.9 مليون دولار.

## FINAL

أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة الأردنية لتدريب الطيران والطيران التشبيهي وتخصصيتها	
ملاحظات	البند الرئيسي
لم يستطع فريق العمل من إيجاد تقرير التقييم الصادر عن المستشار المالي، وبالتالي لم يكن من الممكن مراجعة القيمة النهائية أو أساليب التقييم التي تم استخدامها ومدى صحتها.	تقرير التقييم

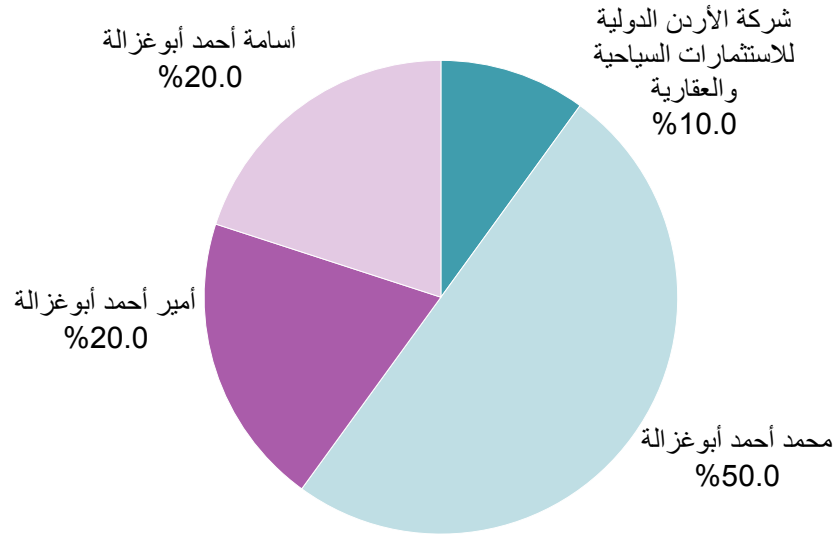


*cutting through complexity*

شركة أكاديمية الطيران  
الملكية الأردنية

FINAL

ملكية شركة أكاديمية الطيران الملكية الأردنية - ما بعد عملية التخصيص



- تم إنشاء أكاديمية الطيران الملكية الأردنية عام 1971 بموجب قانون خاص. وتقوم الأكاديمية بأعمال تعليم وتدريب الطيران وصيانة الطائرات والتدريب العملي على هذه الاختصاصات.
- حتى تتمكن الأكاديمية من منافسة المعاهد المماثلة لها في منطقة الشرق الأوسط، وفتح أسواق جديدة لها، بالإضافة إلى رقد الخزينة العامة - وذلك بإنهاء الإعفاء المطلق للأكاديمية ولوازمتها من دفع الضرائب والرسوم بمختلف الأنواع - فقد قرر مجلس الوزراء إعادة هيكلة الأكاديمية وخصصتها وذلك بتحويلها إلى شركة مساهمة عامة تعمل على أسس تجارية وتخضع لأحكام جميع القوانين والأنظمة سارية المفعول وتملك كامل أسهمها الحكومة تمهيداً لبيعها بالكامل أو لبيع جزء منها.
- من الجدير بالذكر، وبحسب ما تم ذكره بالوثائق، أن أسباب تخصيص الأكاديمية كانت أسباب تجارية بحتة، بحيث لم يكن لأداء الشركة علاقة بالتوجه نحو التخصيص. يبين الجدول أدناه نسب الربحية للشركة خلال الفترة 1997 - 2001، أي ما قبل عملية التخصيص.
- في تاريخ 2 كانون الثاني من العام 2003، تم توقيع اتفاقية البيع بين الحكومة الأردنية ممثلة بوزير النقل ومدير عام أكاديمية الطيران الملكية الأردنية وشركة الأردن الدولية للاستثمارات السياحية والعقارية، والتي نصت على بيع كامل أسهم الحكومة في أكاديمية الطيران الملكية الأردنية بمبلغ 4.1 مليون دينار أردني. وقد تم تسجيل الحصص بحيث يكون جزء منها باسم شركة الأردن الدولية، وبقية الحصص موزعة على ملاك شركة الأردن الدولية، كما هو مبين بالجدول المجاور.

نسب الربحية التاريخية

نسب الربحية التاريخية	2001	2000	1999	1998	1997	%
هامش مجمل الربح	41.58%	30.75%	35.09%	21.76%	19.33%	
هامش صافي الدخل	28.92%	18.64%	22.80%	5.76%	9.73%	

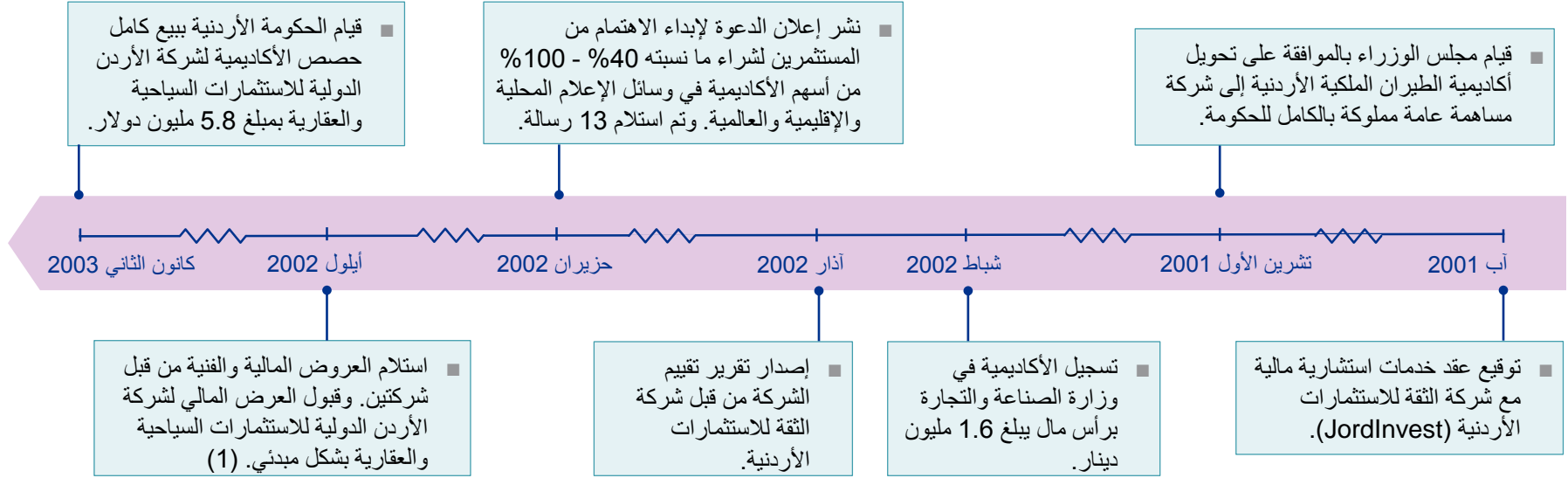
## الإيضاحات:

التقييم الذي قام فريق العمل مراجعته

أهم معالم عملية التخصيص

مشاكل رئيسية في سير عملية التخصيص

## FINAL



## 1. قامت الشركتان التاليتان بتقديم العروض المالية والفنية لشراء الأكاديمية:

- الشركة العربية (أكاديمية الشرق الأوسط للطيران)،

- شركة الأردن الدولية للاستثمارات السياحية والعقارية.

إلا أن عرض الشركة العربية لم يكن متوافق مع شروط تقديم العروض وبالتالي قامت لجنة تخصيص الأكاديمية بالموافقة مبدئياً على عرض شركة الأردن الدولية، والبالغ 5.6 مليون دولار. وقامت بعد ذلك اللجنة بإجراء مفاوضات مع المستثمر ونجحت بزيادة العرض إلى 5.8 مليون دولار، أي بزيادة مقدارها 200,000 دولار.

FINAL

قائمة التدفقات النقدية المتوقعة					
2006	2005	2004	2003	2002	ألف دينار
850.3	715.1	615.5	521.3	275.0	صافي الدخل
<b>التعديلات:</b>					
321.6	288.6	266.1	222.6	182.4	الاهتلاك والإطفاء
(17.9)	1.5	(57.2)	(18.5)	7.7	التغيرات في رأس المال العامل
1,154.0	1,005.2	824.4	725.3	465.1	التدفقات النقدية التشغيلية
(465.0)	(315.0)	(615.0)	(670.0)	(590.0)	شراء الأصول الثابتة
(465.0)	(315.0)	(615.0)	(670.0)	(590.0)	التدفقات النقدية الاستثمارية
689.0	690.2	209.4	55.3	(124.9)	الزيادة (النقص) بالنقدية
1,111.5	421.3	211.9	156.6	281.5	النقدية في بداية العام
<b>1,800.4</b>	<b>1,111.5</b>	<b>421.3</b>	<b>211.9</b>	<b>156.6</b>	<b>النقدية في نهاية العام</b>
نسب الربحية المتوقعة					
2006	2005	2004	2003	2002	%
41.3%	40.2%	39.7%	39.1%	34.1%	هامش مجمل الربح
21.5%	20.1%	19.3%	18.3%	12.4%	هامش صافي الدخل

- قام المستشار المالي، شركة الثقة للاستثمارات الأردنية (JordInvest)، باستخدام التدفقات النقدية المخصومة كإحدى الطرق في تقييم الأكاديمية، بحيث قام ببناء نموذج مالي يعتمد على افتراضات إيرادات ومصاريف (والتي تتكون من صيانة، وقود، تأمين، اهتلاك، ومصاريف الموظفين) مرتبطة بعدد ساعات التدريب والطيران المتوقعة للشركة.
- وقد بني النموذج بحيث يتضمن توقعات الأداء المالي لمدة خمس سنوات، ابتداءً من عام 2002.
- تبين الجداول المجاورة التوقعات المالية الناتجة من النموذج المالي الذي استخدم في إيجاد قيمة حصص الملكية بخضم التدفقات النقدية.

FINAL

مصادر المعاملات المستخدمة في التدفقات النقدية المخصومة		
المعامل	القيمة	المصدر
معدل العائد الخالي من المخاطر وعلاوة التضخم	5.38%	العائد المتوقع على السندات الخالية من مخاطر عدم السداد، وهنا تم استخدام العائد الحالي لسندات سلطة المياه الصادرة في 2001 والتي تبلغ مدتها 5 سنوات.
علاوة مخاطر الائتمان	8.00%	معامل سنوي، لم يتم تحديد المصدر.
علاوة السيولة	2.00%	معامل سنوي، لم يتم تحديد المصدر.
معدل النمو	3.00%	معامل سنوي، لم يتم تحديد المصدر.
تكلفة الملكية	15.35%	حاصل جمع المعاملات أعلاه

قيمة حصص الملكية باستخدام التدفقات النقدية المخصومة (مليون دينار)			
معامل الخصم	16.35%	15.35%	14.35%
قيمة الشركة	4.2	4.7	5.2
صافي الدين	-	-	-
قيمة حصص الملكية	4.2	4.7	5.2
عدد الأسهم (مليون سهم)	1.6	1.6	1.6
قيمة السهم (دينار)	2.64	2.91	3.22

نتيجة التقييم			
مليون دينار	قيمة السهم - دينار	قيمة السهم - دولار	قيمة السهم -
التقييم باستخدام التدفقات النقدية المخصومة	4.65	2.91	4.10
التقييم باستخدام مضاعف السعر / الأرباح (P/E)	4.21	2.63	3.71

- للقيام بخصم التدفقات النقدية المتوقعة وإيجاد القيمة الحالية، مع الأخذ بعين الاعتبار عدم وجود ديون مترتبة على الأكاديمية، تم احتساب تكلفة الملكية كما هو موضح بالجدول المجاور. كما يوضح الجدول المصادر التي تم الاعتماد عليها في تحديد المعاملات التي تم استخدامها في إيجاد تكلفة الملكية.
- يوضح الجدول أدناه قيمة حصص الملكية التي تم التوصل إليها باستخدام التدفقات النقدية المخصومة مع تحليل الحساسية لمعامل الخصم.
- وعلى صعيد آخر، قام المستشار المالي بحساب قيمة حصص الملكية بالاعتماد على طريقة مضاعفات السوق، بحيث اعتمد على مضاعف (السعر / الأرباح) الخاص بالسوق الأردني بشكل عام في تاريخ التقييم (أذار 2003) في تحديد قيمة الأكاديمية.
- وقد فسّر المستشار ذلك بأنه تم الأخذ بعين الاعتبار أن الشركة ستستمر بالعمل في الأردن وستكون تحت تأثير العوامل نفسها التي تؤثر على دورة عمل السوق الأردني بشكل عام.
- وبالتالي تم استخدام مضاعف (السعر / الأرباح) الخاص بالسوق الأردني والبالغ 15.3x، في تقييم حصص الملكية، إلا أن المستشار لم يعتمد على هذا الأسلوب في تحديد نتيجة التقييم.
- يبين الجدول المجاور نتيجة التقييم باستخدام أسلوب التدفقات النقدية المخصومة، وأسلوب المضاعفات. وقد قام المستشار باعتماد القيمة الناتجة عن التدفقات النقدية المخصومة والبالغة 4.65 مليون دينار (6.56 مليون دولار).

FINAL

## أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة أكاديمية الطيران الملكية الأردنية وتخصيتها

ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
من الجدير بالذكر أن سعر البيع الذي تمت عليه صفقة بيع أسهم شركة أكاديمية الطيران الملكية الأردنية لشركة الأردن الدولية للاستثمارات السياحية والعقارية والبالغ 3.6 دولار للسهم الواحد، يقل عن سعر السهم الذي تم التوصل إليه باستخدام التدفقات النقدية المخصومة والبالغ 4.1 دولار للسهم الواحد.	سعر البيع وتغيير القيمة النهائية	إتمام عملية التخصية عام 2003
اعتمد المستشار المالي على التدفقات النقدية المخصومة في تقييم الشركة، ولم يتم الأخذ بعين الاعتبار طريقة المضاعفات، على الرغم من أنه من المتوقع عليه في أصول التقييم أنه من غير المحبذ الاعتماد على أسلوب واحد فقط في تقييم الشركات، بل من الأفضل مزج التدفقات النقدية المخصومة والمضاعفات لاستنباط قيمة تعكس عمليات الشركة من خلال القيم الأساسية لها بالإضافة إلى توجهات السوق، كما أنه لم يتم اختبار فعالية منهجية المضاعفات لإستخدامها سواء لإيجاد القيمة أو لتكون كمؤشر للقيمة المستخرجة عن طريق خصم التدفقات النقدية. هذا ولم يتم ذكر الأسباب المنطقية جراء عدم استخدام المضاعف.	القيمة النهائية	نتيجة التقييم
لم يتم ذكر المصادر التي تم الاعتماد عليها في تحديد كل من علاوة مخاطر الائتمان، وعلاوة السيولة.	المعاملات المستخدمة في احتساب تكلفة الملكية	معامل الخصم (التدفقات النقدية المخصومة)





*cutting through complexity*

كلية الملكة نور الفنية  
للطيران المدني

FINAL

أعضاء مجلس إدارة الكلية	
رئيس مجلس الإدارة	الكابتن سليمان عبيدات
نائب رئيس مجلس الإدارة	دكتور تيسير تاجي

- أنشأ هيئة الطيران المدني الأردني، بالتعاون مع منظمة الطيران المدني الدولي (ICAO) وبرنامج الأمم المتحدة الإنمائي (UNDP) مركز التدريب الفني عام 1973 لتوفير المطارات الأردنية بموظفين مؤهلين
- في عام 1986 تمت ترقية المعهد إلى كلية، وعرضت برامج شهادة جامعية لمدة سنتين في مجال الأرصاد الجوية، الهندسة في كهرباء المطار، واتصالات الطيران، وجائزة كلية المجتمع الدبلوما بالإضافة إلى التدريب المتخصص
- عام 1998 تأسست كلية الملكة نور الفنية للطيران المدني أكاديميا تحت مظلة جامعة البلقاء التطبيقية، أنشأت منظمة الطيران المدني الدولي (ICAO) مركز التدريب الإقليمي في الشرق الأوسط لأمن الطيران في الكلية في نفس العام
- بالتعاون مع كلية ماستريخت للإدارة، أصبح بإمكان الكلية منح درجة الماجستير في إدارة الطيران عام 2000
- الدورات الرئيسية التي تديرها كلية
  - برنامج ماجستير في إدارة الأعمال
  - برنامج شهادة جامعية لمدة عامين
  - لعدد من البرامج التدريبية المتخصصة
- شهد أعداد الطلاب تزايد مستمر في السنوات ما بين 2000 – 2004، حيث بلغ عام 2000 ما يقارب 787، في حين ارتفع العدد الى أن وصل عام 2004 الى 2,170 طالب
- تم تعيين جوردانفست كمستشار مالي للمضي قدما في خصخصة الكلية، وبحسب التقرير الصادر من قبلهم، بلغ نطاق قيمة الكلية من 4.53 - 5.74 مليون دولار أمريكي.
- تم اختيار الأكاديمية الأردنية للطيران من بين عدة مستثمرين على لشراء الكلية بمبلغ 4.20 مليون دولار أمريكي

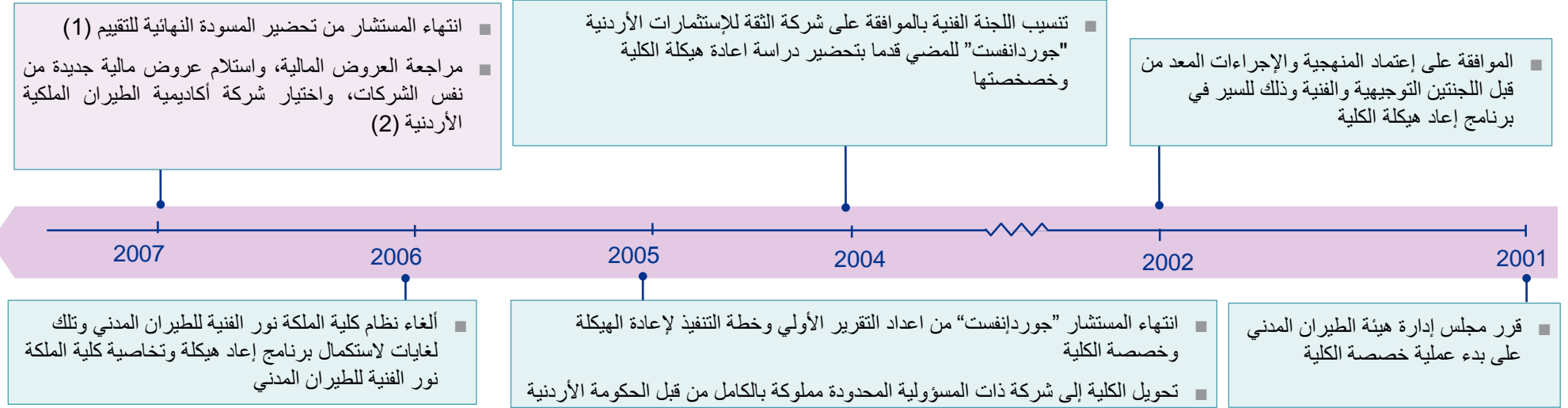
## الإيضاحات:

التقييم الذي قام فريق العمل مراجعته

أهم معالم عملية التخصيص

مشاكل رئيسية في سير عملية التخصيص

## FINAL



- تم استبعاد عرض شركة أيربوز انترناشونال نظراً لتدني قيمة العرض المالي وكثرة الشروط. كما تم التفاوض مع كل من الشركتين المتبقيتين و إعادة تقديم العروض من قبلهم، حيث قامت كل من الشركتين برفع مستوى العرض المالي النهائي المقدم ليصبح كما يلي:
  - أكاديمية الطيران الملكية الأردنية 4.20 مليون دولار
  - شركة إياس للتعليم الأكاديمي والفني 4.09 مليون دولار
- تم بيع الكلية الى أكاديمية الطيران الملكية الأردنية حيث أن عرضهم المالي كان أعلى العروض المقدمة، ذلك فضلاً عن خبراتهم في المجال

- تشير الوثائق لدى هيئة التخصيص أن المستشار المالي قام بتقديم تقرير التقييم لتقدير قيمة الشركة، فكان نطاق القيمة التقديرية للشركة يتراوح ما بين 4.53 مليون دولار أمريكي و 5.74 مليون دولار أمريكي
- تم طرح العطاء لبيع الكلية وتقدمت 3 شركات:
  - شركة إياس للتعليم الأكاديمي والتقني - 3.26 مليون دولار أمريكي
  - أكاديمية الطيران الملكية الأردنية - 3.80 مليون دولار أمريكي .
  - شركة أيربوز انترناشونال - 2.10 مليون دولار أمريكي .

FINAL

أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة تمويل الطائرات الأردنية وتخصصيتها

ملاحظات	البند الرئيسي
لم يستطع فريق العمل من إيجاد تقرير التقييم الصادر عن المستشار المالي، حيث تم الإشارة في مسودة التقرير أنه تم إزالة قسم التقييم لحيين اصدار النسخة النهائية الدراسة، والتي لم يتمكن الفريق من العثور عليها ضمن ملفات الهيئة التنفيذية للتخصصية. وبالتالي لم يكن من الممكن مراجعة القيمة النهائية أو أساليب التقييم التي تم استخدامها ومدى صحتها. بالإضافة إلى ذلك، لم يتمكن فريق العمل من التوصل إلى الفرضيات – السيناريوهات المتبعة لإيجاد القيم الثلاث المختلفة من قبل فريق عمل التخصصية، كما جاء في محضر الاجتماع الخاص بعطاء بيع الشركة الأردنية لتمويل الطائرات.	تقرير التقييم



*cutting through complexity*

# قطاع الاتصالات

شركة الاتصالات الأردنية

FINAL

ملخص لعمليات خصخصة شركة الاتصالات الأردنية

السنة	السعر للسهم الواحد	نسبة البيع	دينار (ما لم يتم ذكر غير ذلك)
<b>المرحلة الأولى (بيع خاص لشركة JITCO)</b>			
2000	3.60	40.00%	
2000	3.62	8.00%	مؤسسة الضمان الاجتماعي*
<b>المجمل</b>			
2002	2.22	10.50%	الثانية (اكتتاب عام)
<b>المجمل</b>			
2006	4.67	29.90%	الثالثة (طرح ثانوي + بيع خاص)
2008	4.69	11.60%	مؤسسة الضمان الاجتماعي*
<b>المجمل</b>			
<b>100.00%</b>			

\* لم يستطع فريق العمل الحصول على وثائق لدى الهيئة تشير للعملية. وقد تم الاستعانة بتقرير مستشار اللجنة الذي أشار الى ان مؤسسة الضمان الاجتماعي هي الجهة المشترية بالسعر والنسبة المبينة في الجدول أعلاه.

أعضاء مجلس إدارة الشركة

السيد شيب عماري – رئيس مجلس الإدارة

السيد ميشيل موزاني – عضو

السيد هنري دي جوكس – عضو

السيد مارك رينارد - عضو

السيد محمد أبوحمور - عضو

السيد سامر مفلح - عضو

السيد عمر الخالدي- عضو

ممثلو شركة الاستثمار المشترك  
للاتصالات (JITCO)

ممثلو المؤسسة العامة للضمان  
الاجتماعي

ممثل حكومة المملكة الأردنية

- بدء قطاع الاتصالات في عام 1921 وذلك تحت اشراف مديرية البريد والتلغراف الذي تطور الى وزارة البريد والتلغراف والهاتف في عام 1951.
- في عام 1971 وبناءً على قانون الاتصالات تم فصل خدمات الهاتف الى مؤسسة حكومية مستقلة تدعى مؤسسة الاتصالات لتقديم خدمات الاتصال.
- وفي عام 1994 أعطت الحكومة شركة فاست لينك رخصة حصرية لشبكة الهواتف الخليوية لفترة خمسة سنوات.
- بناءً على قانون جديد في عام 1995 لتدارك التطور السريع لقطاع الاتصالات ورغبة الحكومة بخصخصة مؤسسة الاتصالات، تم إنشاء هيئة تنظيم قطاع الاتصالات ذات صلاحيات لتقوم بدور اشرافي لعمليات قطاع الاتصالات.
- عملية الخصخصة بدأت في عام 1996 بموافقة الحكومة بتسجيل مؤسسة الاتصالات وفقاً لقوانين القطاع الخاص وانتهت ببيع جميع حصصها من الشركة في عام 2008 كما هو موضح بالجدول المرفق.
- تم تسجيل الشركة عام 1997 برأسمال 250.00 مليون دينار وبسعر دينار واحد للسهم وتحت مسمى شركة الاتصالات الأردنية.
- من الجدير بالذكر ان قطاع الاتصالات هو اول قطاع قد تم استهدافه من قبل الحكومة للخصخصة.
- تمت إجراءات عملية الخصخصة من خلال عدة وزارات وتحت اشراف الهيئة التنفيذية التاخصية التابعة لرئاسة الوزراء وبمساعدة مستشارين من البنك الدولي.

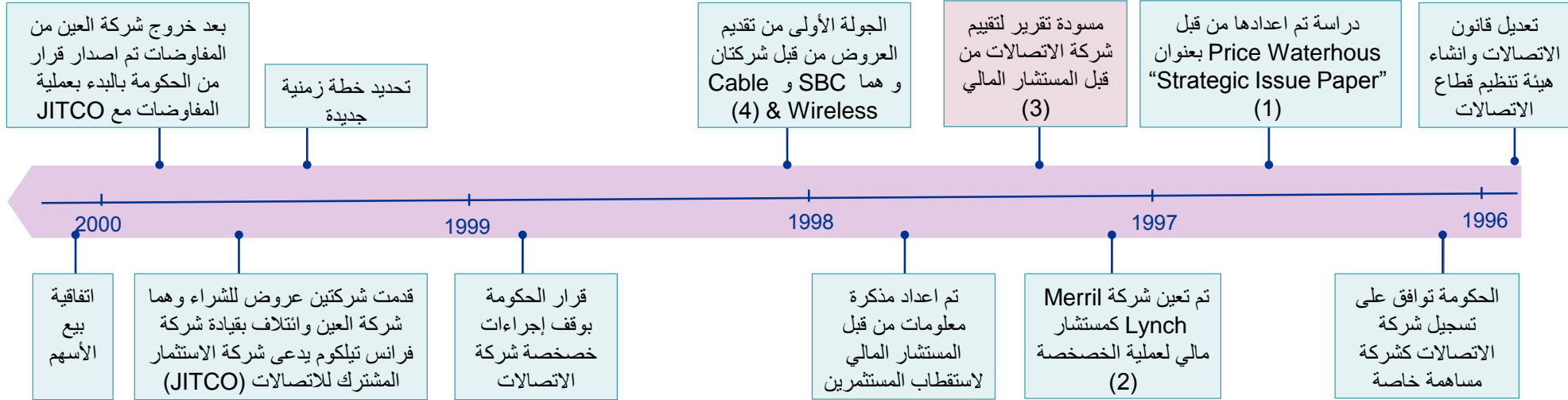


*cutting through complexity*

# شركة الاتصالات الأردنية

المرحلة الأولى

## FINAL



3. قام المستشار المالي باستخدام منهجية التدفقات المالية المخصومة و مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة و ذلك بعد تقسيم الشركة الى جزئين و ذلك بحسب التراخيص الاتية:

- رخصة تشغيل خدمات الشبكات الثابتة.
- رخصة تشغيل شبكات الهواتف الخليوية.

4. أسباب عدم اتمام عملية البيع في عام 1998:

- العروض المقدمة لم ترتقي للسعر المرغوب به من قبل الحكومة.
- تحفظ الشركتين على البنود التالية من اتفاقية البيع:

- رسوم امتياز من إيرادات خدمات الشبكات الثابتة و شبكات الهواتف الخليوية.
- شروط اتفاقيات ترخيص شركة الاتصالات.
- المطالبة بحصة من اجمالي الإيرادات مقابل تقديم خدمات ادارية للشركة.

1. اهم نقاط الدراسة تتضمن ما يلي:

- تحديد الأسباب وراء سعي الحكومة لخصخصة شركة الاتصالات الأردنية.
- اقتراح آليات لتنفيذ عملية التخصيص من ضمنها حجم البيع المناسب لجذب المستثمرين.
- توضيح أهمية وجود شريك استراتيجي ذات خبرة في مجال الاتصالات للارتقاء بالأداء والخدمة.

2. واجبات المستشار المالي Merrill Lynch:

- تقييم الشركة عن طريق منهجية مالية متعارف عليها كالتدفقات النقدية المخصومة.
- اصدار مذكرة المعلومات عن الشركة وتسويقها لجذب المستثمرين.
- مساندة الحكومة و المستشار القانوني في جميع مراحل البيع ومنها وضع الاستراتيجية.
- تقييم العروض الفنية و المالية المقدمة من المستثمرين.



FINAL

القيمة النهائية				
22.00%	21.00%	20.00%	19.00%	18.00%
نسبة الخصم				
538.1	601.7	674.7	759.0	856.6
القيمة المقدرة (مليون دينار)				

تحليل المضاعفات				
قيمة الخط الواحد	مضاعف EBITDA	المبيعات	التاريخ	
الصفات القابلة للمقارنة				
\$ 1,459	4.7x	1.8x	4/97	Telkom SA
\$ 2,178	NA	NA	12/96	Ghana Telecom
\$ 2,504	NA	3.4x	12/96	CRT (Brazil)
\$ 1,787	4.9x	2.0x	12/95	Belgacom
\$ 1,898	NA	4.7x	6/95	SPT Telecom
\$ 1,942	4.4x	2.1x	12/90	Telmex
\$ 1,862	7.5x	3.4x	10/90	Telecom argentina
\$ 2,164	5.6x	2.3x	11/90	Telecom New Zealand
\$ 1,891	7.3x	3.2x	6/90	Telefonica de Argentina
\$ 1,474	6.1x	3.4x	2/90	CTC (Chile)
\$ 1,916	5.8x	2.9x		المعدل
<b>491</b>	<b>732</b>	<b>492</b>	<b>12/97</b>	القيمة المقدرة (مليون دينار)
الشركات القابلة للمقارنة				
\$ 4,083	9.4x	6.8x	3/97	CTC
\$ 2,125	4.8x	2.7x	3/97	Telemex
\$ 2,687	5.7x	3.0x	3/97	Telefonica de Argentina
\$ 2,292	5.9x	3.2x	3/97	Telecom Argentina
\$ 3,873	6.2x	3.5x	3/97	Telefonica del peru
\$ 2,643	4.6x	2.4x	3/97	Telebras
\$ 3,683	6.7x	3.8x	3/97	Telesp
\$ 3,055	6.2x	3.6x		المعدل
<b>930</b>	<b>787</b>	<b>624</b>	<b>12/97</b>	القيمة المقدرة (مليون دينار)

التدفقات النقدية المخصومة للشبكة الثابتة

- تم وضع فرضيات لفترة عشرة سنوات من 1997 الى 2006 وذلك بناءً على:
    - النتائج المحققة في 1996.
    - وضع الاقتصاد الكلي والتطلعات المستقبلية كالتغير بعدد السكان وقوة المنافسة.
    - الأنظمة الحكومية لتشغيل رخص الشركة.
  - تم احتساب القيمة النهائية في عام 2006 بمضاعف الإيرادات التشغيلية (EBITDA) بمقدار 6.5x.
  - كما تم استخدام نسبة خصم للتدفقات المالية تتراوح بين 18.00% و 26.00% كما هو مبين بالجدول.
- مضاعفات الشركات القابلة للمقارنة للشبكة الثابتة
- قام المستشار المالي باستخلاص معلومات لشركات قابلة للمقارنة من السوق كالاتي:
    - الصفقات: هي أسعار لعمليات استحواذ لشركات شبيهة مع أداء الشركة وقت الاستحواذ.
    - الشركات: اختار المستشار المالي شركات متداولة في اسواق الدول الأميركية اللاتينية موضحاً انها الأقرب لمقارنتها مع شركة الاتصالات الأردنية.
  - قام المستشار المالي بعرض ثلاث مضاعفات تعتمد على المبيعات والإيرادات التشغيلية (EBITDA) وعدد الخطوط (الاشتراكات).
    - قدر المستشار المالي نتائج شركة الاتصالات لنهاية 1997 بحسب الفرضيات الموضوعة في تقييم التدفقات المالية التالية:
      - المبيعات: 188.30 مليون دينار.
      - الإيرادات التشغيلية (EBITDA): 135.60 مليون دينار.
      - عدد خطوط الهاتف: 383.40 ألف خط.
  - كما خصم المستشار المالي صافي (الدين - النقد) المقدرين بمحصلة 54.00 مليون دينار للحصول على قيمة الشبكة الثابتة.

FINAL

قيمة شبكة الهواتف الخلوية للشركة باستخدام التدفقات النقدية المخصومة

30.00%	28.00%	26.00%	24.00%	22.00%	نسبة الخصم
42.30	51.00	61.30	73.70	88.70	القيمة المقدرة (مليون دينار)

ملخص التقييم الكلي

الأعلى	المعدل	الأدنى	مليون دينار اردني
<b>الشبكة الثابتة</b>			
857.00	675.00	538.00	التدفقات النقدية المخصومة
882.00	572.00	389.00	مضاعفات لصفقات قابلة للمقارنة
1,252.00	780.00	533.00	مضاعفات لشركات قابلة للمقارنة
800.00		600.00	مدى القيمة
<b>شبكة الهواتف الخلوية</b>			
89.00	61.00	42.00	التدفقات النقدية المخصومة
55.00	45.00	35.00	مضاعفات لشركات قابلة للمقارنة
60.00		40.00	مدى القيمة
860.00		640.00	مدى القيمة الكلي

التدفقات النقدية المخصومة لشبكة الهواتف الخلوية

- تم وضع فرضيات لفترة عشرة سنوات من 1999 الى 2008 وذلك بناءً على الآتي:
  - الحصول على رخصة مجانية.
  - وجود مشغلين اثنين فقط خلال الفترة المفترضة.
- تم احتساب القيمة النهائية في عام 2009 بمضاعف الإيرادات التشغيلية (EBITDA) بمقدار 9.0x .
- نسبة الخصم للتدفقات المالية هو بين 22.00% و 30.00%.

مضاعفات متماثلة لشبكة الهواتف الخلوية

- تم اختيار شركات قابلة للمقارنة في دول مماثلة بالنتائج المحلي للفرد الاردني ومن ثم حساب قيمة الشركة بحسب عدد سكان البلد وكان معدل السعر 9.90 دينار للفرد (14.00 دولار للفرد).
- افتراض المستشار ان عدد السكان في الأردن هو 4.6 مليون نسمة وبذلك تم تقييم رخصة الهواتف الخلوية بمقدار 45.00 مليون دينار.

التقييم الكلي

- أوضح الاستشاري من البنك الدولي خلال المراحل الأولى من عملية الخصخصة انه لم يتم بالسابق تحديد مؤشر لسعر البيع في خصخصة تتعلق بجذب شريك استراتيجي وان العملية ستكون صعبة بالإدارة ومفتوحة للانتقاد وبالتالي فأنها أكثر العوامل عرضة للخطر.
- لشبكة الثابتة: اعتمد المستشار المالي اساساً على التدفقات النقدية المخصومة لتحديد مدى القيمة كما أوضح المستشار ان المقارنة مع الشركات العامة هو انسب من المقارنة مع الصفقات القابلة للمقارنة.
- شبكة الهواتف الخلوية: المستشار المالي لم يأخذ بعين الاعتبار القيمة العليا للشركة الناتجة من التدفقات النقدية المخصومة.

## FINAL

## أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة الاتصالات الأردنية وتخصيتها

ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ في جلسة لمجلس الوزراء بتاريخ 1999/7/31 قد تم إقرار الآتي: <ul style="list-style-type: none"> <li>– الحد الأدنى المقبول لتقييم شركة الاتصالات الأردنية هو 0.89 مليار دينار (1.26 مليار دولار).</li> <li>– ملاحظة: قامت شركتا Arthur Anderson و Merrill Lynch بتقدير قيمة الشركة على أساس مجموعة من المعطيات و كان أعلى متوسط توصلت اليه الشركتان 0.89 مليار دينار (1.26 مليار دولار).</li> </ul> </li> <li>■ لم يستطع فريق العمل الحصول على تقرير Arthur Anderson المشار اليه.</li> <li>■ اما تقرير Merrill Lynch فتم اعداده قبل 30 شهر من قرار الحكومة و بالتالي فهو لا يصلح لأسباب عدة ومنها: <ul style="list-style-type: none"> <li>– التطور السريع في قطاع الاتصالات خلال الفترة مما له تأثير كبير على الفرضيات الموضوعه آنذاك.</li> <li>– توقيع اتفاقيات تشغيل لتوزيع خدمة الانترنت والتي تزيد من مصادر دخل الشركة.</li> <li>– قيم المضاعفات للشركات المتماثلة المستخدمة تتغير في فترات قصيرة و ذلك لان قطاع الاتصالات في العالم كان يشهد تطورات سريعة.</li> </ul> </li> </ul>	سعر البيع	اتمام عملية التخصية في عام 2000

## FINAL

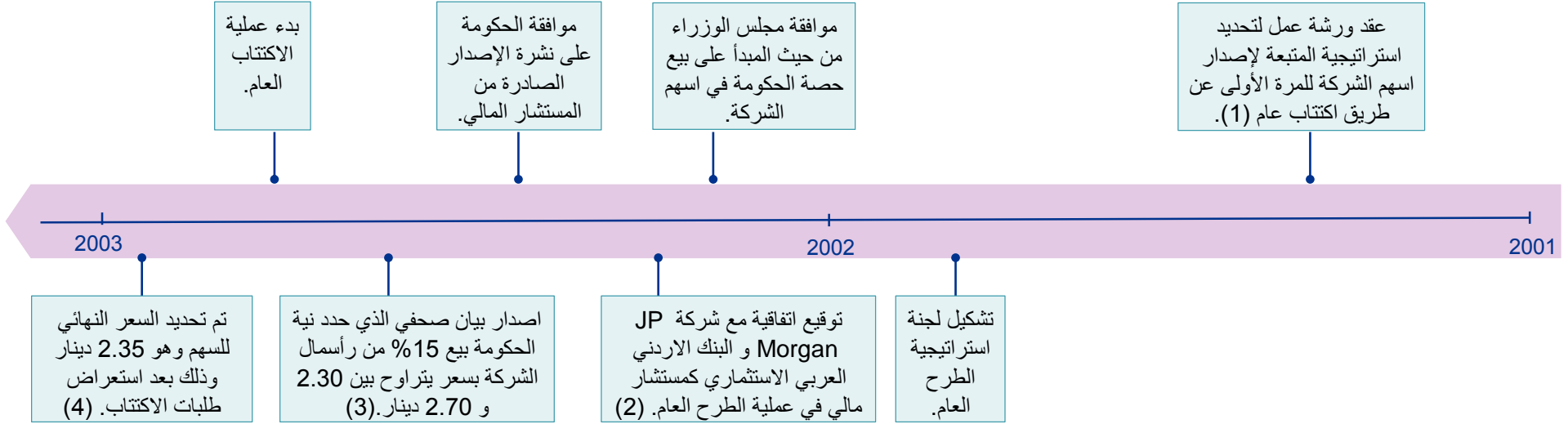
أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة الاتصالات الأردنية وتخصيتها		
ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
<ul style="list-style-type: none"> <li>تم مواجهة تحديات في اجتذاب مستثمرين استراتيجيين وتم ملاحظة ذلك في المحاولة الأولى للبيع والتي لم تتم في بداية عام 1998.</li> <li>الخطة الزمنية المعدة في المحاولة الثانية كانت قصيرة نسبياً مما أدى الى حصولها على عرض مساوي لأدنى سعر محدد من قبل مجلس الوزراء.</li> </ul>	الحصول على عرض واحد	اتمام عملية التخصيص في عام 2000
<ul style="list-style-type: none"> <li>التقرير الذي تم مراجعته من قبل فريق العمل هو مسودة و ليس نهائي.</li> <li>لم يستطع فريق العمل مراجعة بنود اتفاقية الشراء وشروط الترخيص النهائي لتحديد اذا كانت الافتراضات المبني عليها التقييم تعكس الاتفاقية نفسها.</li> </ul>	الوثائق	تقرير ومنهجية التقييم
<ul style="list-style-type: none"> <li>حدد المستشار المالي معامل خصم قدره 20.00% للشبكة الثابتة و 25.00% لشبكة الهواتف الخلوية.</li> <li>لم يظهر المستشار المالي آلية احتساب معامل الخصم و التي هي مرتفعة جداً لقطاع الاتصالات في السوق الأردني اجمالاً، وخاصةً ان هنالك تفاوت كبير بين معامل خصم الشبكتين.</li> </ul>	معامل الخصم للتدفقات النقدية	



# شركة الاتصالات الأردنية

المرحلة الثانية

## FINAL



## 1. استراتيجية عملية الإصدار:

- متابعة للاستراتيجية الرئيسية للتخصية والتي حددت أسباب أهمية الاكتتاب العام للشركة.
- تم الاستعانة بمستشارين من البنك الدولي وقسم التطوير الدولي البريطاني.
- 2. واجبات المستشار المالي JP Morgan و البنك الاردني العربي الاستثماري:
- مساعدة الحكومة بجميع الإجراءات المتعلقة بعملية الإصدار العام الأولي للاسهم ومنها تحضير جميع الوثائق المطلوبة للحصول على موافقات المؤسسات المعنية كهيئة الأوراق المالية و سوق عمان المالي.
- القيام بالتحقيق النافي للجهالة المالية.
- القيام بنصيحة الحكومة بالوقت و السعر و عدد الاسهم الانسب للإصدار.
- تسويق و استقطاب مستثمرين عالمين ومحليين.
- القيام بعملية البناء الدفترى للسعر (Book-building Process) لتحديد السعر النهائي.

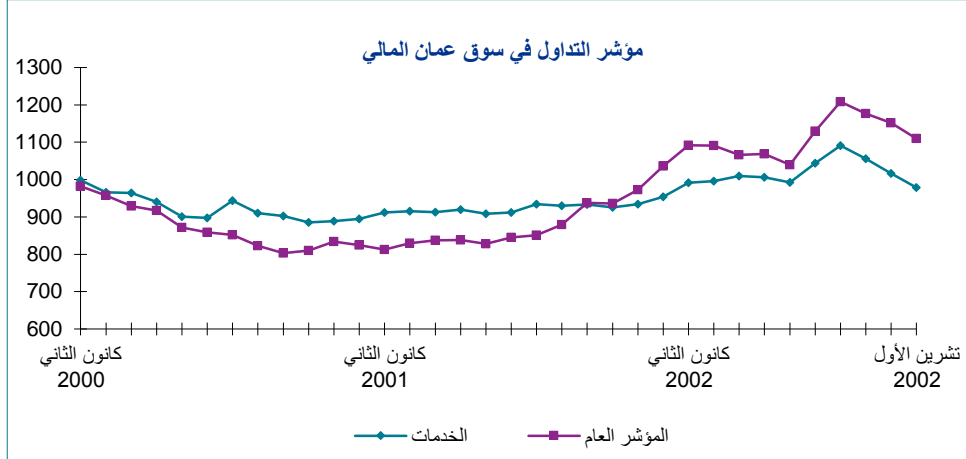
## 3. تحديد مدى السعر:

- اجتمعت اللجنة التوجيهية بحضور جميع المستشارين والممثلين من هيئة الأوراق المالية ومن شركة الاستثمار المشترك للاتصالات (JITCO).
- اقترح المستشار المالي على تحديد مدى السعر بين مبلغ 2.20 دينار كحد ادنى و 2.60 كحد اعلى.
- لم تقبل اللجنة و ممثل شركة الاستثمار المشترك للاتصالات بهذا المدى واقترحت رفع هذا المدى الى حد ادنى مقداره 2.40 دينار و حد اعلى مقداره 2.70 دينار.
- تمت موافقة الحاضرين بالأجماع على المدى وهو 2.30 كحد ادنى و 2.70 كحد اعلى.

## 4. تحديد السعر النهائي:

- نسبة الأسهم المكتتب بها من اجمالي اسهم الشركة هو 10.50%.

FINAL



أداء سوق المالي منذ عام 2000

- المؤشر المالي للسوق ومؤشر الخدمات قد بدء في بداية عام 2000 بقيمة 1000.
- في الفترة الموضحة بالرسم البياني تم تحقيق الاتي:
  - ارتفاع المؤشر العام بنسبة 10.98%.
  - انخفاض مؤشر الخدمات بنسبة 2.09%.

أداء سوق المالي في سنة 2002

- قيمة حجم التداول خلال العام للسوق الأول و الثاني هو 763.00 مليون دينار.
- قطاع الخدمات حاز على نسبة 14.00% من مجموع قيم التداول.
- في 2012 تداولت اسهم شركة الاتصالات بعد الاكتتاب لفترة شهرين على النحو الاتي:
  - قيمة حجم التداول هو 1.27 مليون دينار.
  - اقل سعر للسهم هو 2.25 دينار.
  - اعلى سعر للسهم هو 2.51 دينار.
- في فترة الثلاث اشهر قبل الاكتتاب العام تم تحقيق الاتي:
  - انخفاض المؤشر العام بنسبة 11.18%.
  - انخفاض مؤشر الخدمات بنسبة 9.85%.

ملاحظات على عملية الاكتتاب

- لم يستطع فريق العمل الحصول على الوثائق التي توضح آلية تقييم الحد الأدنى والأعلى للاسهم.
- صادف توقيت الاكتتاب فترة الحرب على أفغانستان و تهديدات للحرب على العراق مما أدى الى محصلة اكتتاب اقل بنسبة 32.00% من المقرر بيعه.

## FINAL

أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة الاتصالات الأردنية وتخصيتها		
ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ وظيفة المستشار المالي المنصوص اليها في الاتفاقية لم تذكر وجوب تحضير تقرير لتقييم الشركة قبل طرح الأسهم.</li> <li>■ عملية الإصدار الأولية للسهم في سوق مفتوح تعتمد بشكل كامل على توقعات السوق و هي انصب طريقة تقييم لأنها تعكس الواقع و ليست مبنية على فرضيات كما هو الحال في التقييم.</li> </ul>	تحديد السعر	عملية الإصدار العام
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ من اهم عوامل الإصدار العام هو وجود قابلية في السوق لشراء الأسهم والتي لها تأثير طردي مع عوامل الاقتصاد الكلي للسوق ومن ضمنها سيولة السوق والوضع السياسي.</li> </ul>	توقيت العملية	





*cutting through complexity*

# شركة الاتصالات الأردنية

المرحلة الثالثة

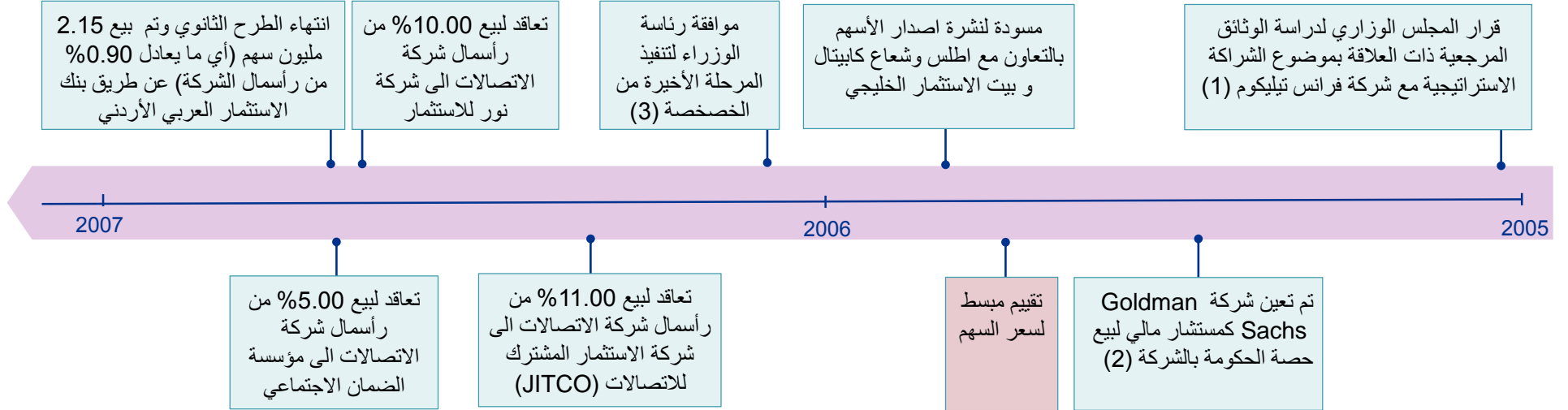
## الإيضاحات:

التقييم الذي قام فريق العمل مراجعته

أهم معالم عملية التخصية

مشاكل رئيسية في سير عملية التخصية

## FINAL



## 3. تم تحديد استراتيجية للبيع عن طريق القوات التالية:

- العرض الخاص: أبدت شركة الاستثمار المشترك للاتصالات (JITCO) رغبتها بشراء حصص كما تم التواصل مع الشركات الآتية:

■ Wamad.

■ أبراج كابتل.

■ مجموعة الأردن الكويتية القابضة.

■ هيئة استثمار ابوظبي.

■ Royal Enterprises.

■ بيت الاستثمار الخليجي.

- العرض العام: ما تبقى من اسهم يتم عرضه في سوق عمان المالي.

\* من الجدير بالذكر انه تم تعيين شركة استشارات للعلاقات العامة للمساعدة في جذب المستثمرين.

## 1. استراتيجية عملية الإصدار:

- بيع كامل حصة الحكومة من اسهم شركة الاتصالات والتي تمثل 41.5% من رأسمال الشركة.

- عملية البيع بالطرق التالية:

■ عرض الاسهم لشركة فرانس تيلكوم حيث انهم ابدو اهتمامهم.

■ قبول عروض من اطراف جديدة ولقيام بعملية التفاوض.

■ القيام بعرض ثاني للاسهم في سوق عمان وأسواق عالمية كسوق دبي.

## 2. واجبات المستشار المالي Goldman Sachs:

- مساعدة بتطوير مذكرة معلومات لجذب المستثمرين بعد القيام بعمل دراسة عن الشركة والقوائم المالية.

- المساعدة في جميع الأمور المتعلقة بمرحلة المفاوضات والتطبيق لبيع جميع الاسهم.

FINAL

سيناريوهات مختلفة لأسعار السهم و مضاعفاتها									
الشركات القابلة للمقارنة			سيناريوهات لأسعار بيع مختلفة للسهم الواحد						
Tel. Egypt	Marco Tel.	Betelco	5.9	5.4	4.9	4.5	3.9	3.4	سعر السهم معدل (دينار)
3.2x	4.0x	4.7x	4.1x	3.7x	3.4x	3.0x	2.7x	2.3x	2005E EV / Sales
3.0x	3.7x	4.8x	4.1x	3.7x	3.4x	3.0x	2.7x	2.3x	2006E
2.8x	3.4x	4.8x	4.0x	3.7x	3.3x	3.0x	2.7x	2.3x	2007E
5.7x	7.0x	6.8x	8.7x	7.9x	7.2x	6.5x	5.7x	5.0x	2005E EV / EBITDA
5.3x	6.4x	7.1x	9.1x	8.3x	7.6x	6.8x	6.0x	5.2x	2006E
5.0x	6.1x	7.3x	9.1x	8.3x	7.6x	6.8x	6.0x	5.2x	2007E
13.0x	15.0x	12.5x	18.6x	17.1x	16.2x	15.3x	13.9x	12.4x	2005E P/E (معدل*)
13.3x	14.2x	14.6x	20.4x	18.7x	17.0x	15.2x	13.5x	11.8x	2006E
12.4x	12.6x	15.5x	21.1x	19.3x	17.5x	15.8x	14.0x	12.2x	2007E
8.7%	6.7%	9.1%	7.5%	8.1%	8.6%	9.1%	10.0%	11.2%	2005E FCF Yield (معدل*)
10.2%	7.4%	8.8%	6.3%	6.9%	7.6%	8.4%	9.5%	10.9%	2006E
11.0%	8.3%	9.2%	6.2%	6.8%	7.5%	8.3%	9.4%	10.8%	2007E
NA	5.6%	6.2%	5.0%	5.5%	6.1%	6.7%	7.6%	8.7%	2005E Dividend Yield (معدل*)
NA	6.0%	NA	5.5%	6.0%	6.6%	7.3%	8.3%	9.5%	2006E
NA	6.2%	NA	5.0%	5.4%	6.0%	6.7%	7.5%	8.6%	2007E

\*معدل: تعني التغيرات التي تتم على القوائم المالية ما بعد توزيع الأرباح المقترحة في السيناريوهات المختلفة.

- تم الاعياز في الفترة التحضيرية لبيع اسهم شركة الاتصالات ان الشركة بصدد توزيع أرباح بتقدير 150.00 مليون دينار بنهاية عام 2005، أي ما يعادل 0.60 دينار للسهم.
- اعد المستشار المالي سيناريوهات مختلفة لسعر السهم وتم مقارنته مع ثلاث شركات اتصالات وهم:
  - اتصالات مصر.
  - اتصالات المغرب.
  - شركة بيتلكو (مقرها البحرين).
- من الجدير بالذكر ان سعر سهم شركة الاتصالات كان يتراوح بين 5.00 و 5.20 دينار خلال الفترة التحضيرية عام 2005.
- حدد المستشار المالي خمسة مضاعفات وثلاثة فترات للمقارنة مع توقعات أداء شركة الاتصالات، كما قام بالتعديلات المناسبة التي تعكس توزيع مبلغ من الأرباح.

FINAL

## ملخص لعمليات البيع في المرحلة الثالثة

نسبة من رأسمال شركة الاتصالات	السعر المعدل	عدد الأسهم (مليون)	دينار
<b>الشركة</b>			
11.00%	4.71	27.50	شركة الاستثمار المشترك للاتصالات (JITCO)
10.00%	4.69	25.00	شركة نور للاستثمارات
5.00%	4.69	12.50	مؤسسة الضمان الاجتماعي
0.90%	4.69	2.15	الاكتتاب العام
3.00%	-	7.50	صندوق الاستثمار العسكري (مكرمة ملكية)
<b>29.90%</b>		<b>74.65</b>	<b>المجموع</b>

## مؤسسة الضمان الاجتماعي

- تم بيع 5.00% من رأسمال الشركة على سعر 4.69 دينار للسهم.

## الطرح الثانوي

- تم بيع 0.90% من رأسمال الشركة على سعر 4.69 دينار للسهم.

## صندوق الاستثمار العسكري

- تم تحويل 3.00% من رأسمال الشركة الى صندوق الاستثمار و ذلك بناءً على قرار وزاري.

## شركة الاستثمار المشترك للاتصالات (JITCO)

- 10.00% على سعر 5.50 دينار للسهم.
- 1.00% عند اكتمال بيع الحكومة لأسهمها لباقي المستثمرين حيث سيعدل سعر لكامل الصفقة (11.00%) حسب نسبة رأسمال الشركة المباع لمستثمرين جدد كالاتي:
  - حتى 15% السعر المعدل للسهم هو 5.02 دينار.
  - من 15.00% حتى 20.00% السعر المعدل للسهم هو 5.16 دينار.
  - من 20.00% حتى 25.00% السعر المعدل للسهم هو 5.33 دينار.
  - اكثر من 25.00% السعر المعدل للسهم هو 5.50 دينار.
- إذا تم استحقاق ارباح عام 2005 من قبل الحكومة قبل عملية الدفع فيتم خصم المبلغ من البيع.
- إذا تم استحقاق ارباح عام 2005 من قبل الحكومة بعد عملية الدفع فيتم تحويل المبلغ الى شركة JITCO خلال فترة سبعة أيام.
- يتم خصم ما نسبته 38.00% من القيمة الاسمية لديون الأردن مع الحكومة الفرنسية (دين نادي باريس) و قدرها 48.22 دينار (68.00 مليون دولار).

## شركة نور للاستثمار

- تم الاتفاق على بيع 25.00 مليون سهم (أي مل يعادل 10.00% من راس مال الشركة).
- سعر السهم هو 5.00 دنانير للسهم و يخضع للشروط التالية:
  - إذا تم استحقاق ارباح عام 2005 من قبل الحكومة قبل عملية الدفع فيتم خصم المبلغ من البيع.
  - إذا تم استحقاق ارباح عام 2005 من قبل الحكومة بعد عملية الدفع فيتم تحويل المبلغ الى شركة النور خلال فترة سبعة أيام.
- خيار للحكومة برفع عدد اسهم البيع بمقدار 37.50 مليون سهم لفترة تنتهي بتاريخ 2006/08/30 و بسعر 5.00 دنانير للسهم.

FINAL

## أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم شركة الاتصالات الأردنية وتخصيتها

ملاحظات	البند الفرعي	البند الرئيسي
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ بانتهاء المرحلة الثالثة من الخصخصة فقد استطاعت شركة JITCO بالاستحواذ على اغلبية الحصص (51% من رأسمال الشركة) وبالتالي السيطرة على شركة الاتصالات.</li> <li>■ من المتعارف عليه وجود علاوة على سعر اسهم السيطرة وهو لم يتم انعكاسه في سعر البيع.</li> <li>■ لقد تم التنويه بالمراسلات على ان دين الأردن لدى الحكومة الفرنسية سينخفض بمقدار 48.22 مليون دينار اي مما يعادل زيادة بمقدار 0.67 دينار للسهم. فريق العمل لم يتسنى له معرفة ان تم تنفيذ هذا التنويه.</li> </ul>	<p><b>حصول شركة JITCO على اغلبية حصص الشركة</b></p>	<p>اتمام عملية التخصيص في عام 2006</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ حددت اتفاقية البيع مع شركة JITCO على ان يتم تحديد السعر النهائي بناءً على حجم البيع الذي يتم تنفيذه.</li> <li>■ قامت اللجنة التنفيذية بالتواصل مع مستثمرين بمساعدة المستشار المالي وشركة العلاقات العامة لتعظيم حجم السهم المباعة.</li> <li>■ في تلك الفترة استطاعت الحكومة توقيع اتفاقية نفاهم لبيع 10.00% لبيت الاستثمار الخليجي و لكنها لم تكن ملزمة وبالتالي لم يتم تحقيقها.</li> <li>■ و حددت اتفاقية البيع مع شركة النور للاستثمار على احقية الحكومة بزيادة حصص البيع ولكنه لم يتم تنفيذها.</li> <li>■ بتاريخ 2006/8/3 وبانتهاء الطرح الثانوي استطاعت الحكومة بيع ما مقداره 15.90% من رأسمال الشركة.</li> <li>■ تم تحديد سعر البيع النهائي لأسهم شركة JITCO على أساس ان حجم البيع الذي تم تنفيذه هو 15.00% او اقل و هو غير متوافق مع عمليات التي تمت.</li> </ul>	<p><b>سعر البيع الإجمالي لاسهم شركة JITCO</b></p>	



قطاع الكهرباء

– شركة توليد الكهرباء المركزية (CEGCO).

– شركة الكهرباء الوطنية (NEPCO).

– شركة توزيع الكهرباء (EDCO).

■ أوكلت الحكومة الأردنية الى شركة فيتشنر (Fitchner E&Y) بالإضافة الى بنك الاستثمار العربي وشركة كاميرون ماكينا وديلويت اند توش عملية إعادة الهيكلة للقطاع وتفكيك وخصخصة قطاع الكهرباء في الأردن.

■ انتهى اتحاد المستثمرين من تحضير التقرير عام 2001، ووافق المجلس الاقتصادي الاستشاري في اجتماعه بتاريخ 10 كانون الثاني عام 2001 على استراتيجية خصخصة قطاع الكهرباء.

■ تم انشاء لجنة تخصصية قطاع الكهرباء بالاستعانة بخبرة مستشار مختص (روثشابلد)، على ان تشمل نشاطات الهيئة كافة نشاطات قطاع الطاقة في آذار من عام 2001، واستكمال اجراءات تعيين ائتلاف فني وقانوني ومالي واداري ليتم اعداد دراسة حول استراتيجيات خصخصة شركات توليد وتوزيع الكهرباء في كانون ثاني 2002 بحيث تتضمن ما يلي:

– تقييم الشركات قيد الخصخصة.

– تقديم التوصيات بخصوص تطوير الاطار التنظيمي والقانوني لقطاع الكهرباء بما ينسجم مع اهداف جذب الاستثمار المحلي والاجنبي.

– اعداد وثائق المعلومات الفنية حول الشركات المنوي خصصتها في شباط 2002.

– اعتماد احد الاسلوبين التاليين للخصخصة: الاول وهو البيع لشريك استراتيجي، والثاني البيع لإئتلاف مالي وفني (مجموعة من المستثمرين الماليين تضم شريكا فنيا).

■ منذ عام 1967، كانت سلطة الكهرباء الأردنية (JEA) هي السلطة الوحيدة المسؤولة عن توليد ونقل الطاقة الكهربائية لجميع أنحاء المملكة الأردنية الهاشمية بما في ذلك المناطق التي تم إعطاء امتيازات إمداد الطاقة فيها الى موزعين آخرين، حيث كانت أيضا المسؤولة عن توزيع الكهرباء للمستهلكين.

■ عانى القطاع من عدم وجود استقلال مالي وإداري فضلا عن عدم تنظيم هيكل التعرفة، الأمر الذي أدى الى عدد من المشاكل في القطاع. وعليه، تم إتخاذ عدد من القرارات الإستثمارية من قبل لجان الحكومة لحل بعض المشاكل، ومن أهمها:

– عدم توافر الكادر بالخبرة الكافية، والتي لا تلبي احتياجات قطاع الكهرباء.

– سياسة التعرفة: حيث تكبدت الدولة خسائر سنوية مرتفعة، وذلك لأن أسعار الكهرباء كانت منخفضة للغاية ولا تكفي لتغطية التكاليف.

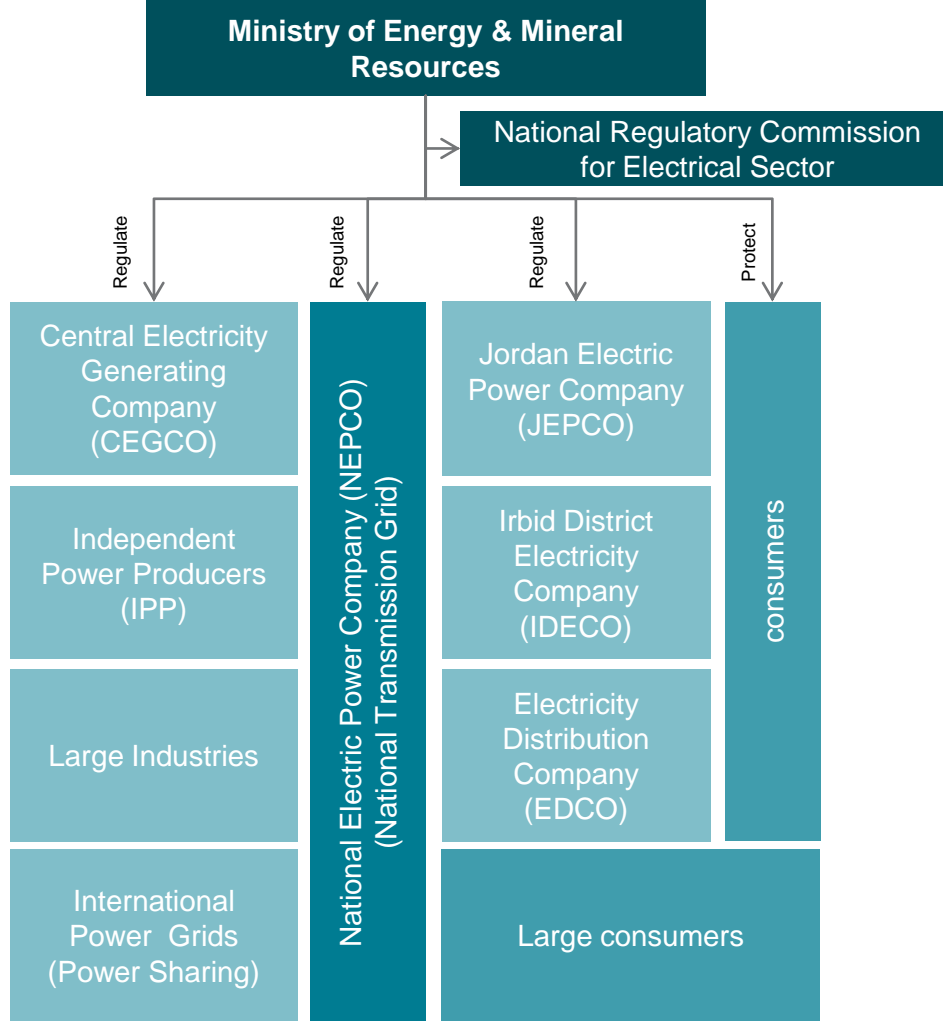
■ في عام 1996 قامت الحكومة بتأسيس الشركة الوطنية للطاقة الكهربائية (NEPCO) رسميا بوصفها الخلف القانوني والفعلي لسلطة الكهرباء الأردنية، وصدر قانون الكهرباء الجديد رقم 10 لسنة 1996 ليحل محل قانون الكهرباء العام رقم 16 لعام 1986، ووفقا لذلك تم تأسيس اللجنة التنظيمية لقطاع الكهرباء (ERC).

■ النمو السريع في الطلب على الكهرباء سونيا كان يستدعي أن تقوم الحكومة باستثمارات واسعة النطاق لتوسيع عدد من محطات الطاقة وشبكة الكهرباء. ومن وجهة نظر الحكومة فأن حجم هذه الاستثمارات يشكل عبئا ثقيلا للميزانية، مما أدى الى قرار الحكومة في إعادة هيكلة القطاع عام 1997.

■ كان الهدف الرئيسي من هذا الإصلاح زيادة الكفاءة والقدرة على أداء قطاع الكهرباء الأردنية، وتمكين المستثمرين من القطاع الخاص للمشاركة في التوسع في قطاع الطاقة وزيادة المنافسه.

■ وبالتالي، فقد قررت الحكومة الأردنية ومن خلال اصدار قانون الكهرباء العام في اتخاذ الخطوة العملية الأولى نحو الخصخصة بتحويل سلطة الكهرباء الأردنية الى شركة مساهمة عامة تحت مسمى شركة الطاقة الكهربائية الوطنية (NEPCO) والمملوكة بالكامل للحكومة عام 1999، وقد انقسمت الشركة الى ثلاث شركات كخطوة اساسية نحو الخصخصة:

FINAL



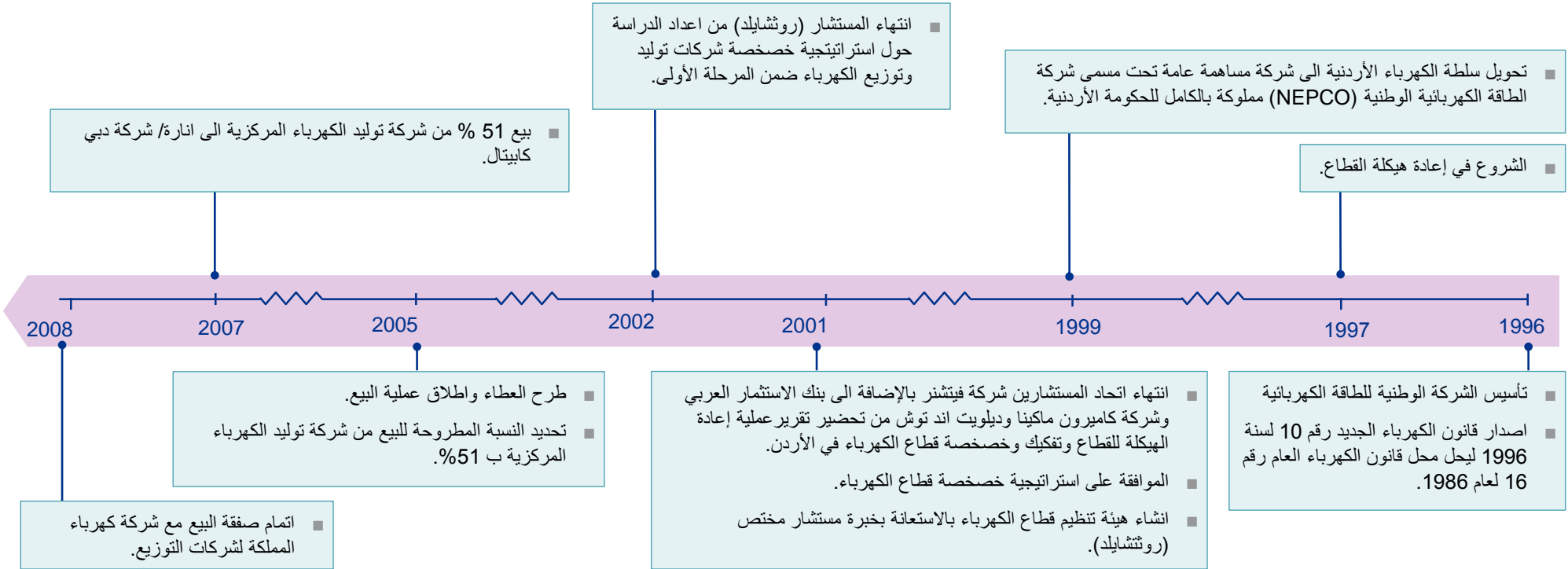
### العناصر الرئيسية للاعبة في قطاع الكهرباء الحالي في الأردن:

- شركات توليد الطاقة
  - شركة توليد الكهرباء المركزية (CEGCO): شركة مساهمة، تأسست عام 1999 وتدير الغالبية العظمى من محطات توليد الكهرباء في الأردن. تولد ما نسبته 94٪ من الكهرباء داخل الأردن من محطاتها. تقوم ببيع الكهرباء المولدة الى شركة الكهرباء الوطنية.
  - شركة السمرا لتوليد الكهرباء (SEPGCo): تأسست عام 2003 وهي المسؤولة عن تشغيل محطة توليد الكهرباء بنظام الدورة المركبة في مدينة ريشة.
- شركات انتقال السلطة
  - شركة الكهرباء الوطنية (NEPCO): شركة مساهمة مملوكة بالكامل للحكومة الأردنية، وهي المسؤولة عن توسيع وتشغيل شبكة النقل الوطنية، كما وتعتبر المشتري الوحيد للكهرباء في الأردن، لتقوم ببيعه إلى مشغلي شركات التوزيع.
- شركات التوزيع
  - شركة الكهرباء الأردنية (JEPECO): تأسست الشركة عام 1947 كشركة مساهمة، تعمل على تزويد الكهرباء لأربع محافظات عمان، الزرقاء، مادبا والبلقاء.
  - شركة كهرباء محافظة اربد (IDECO): تأسست عام 1961 وتعمل على تزويد محافظة اربد وما حولها بالكهرباء.
  - شركة توزيع الكهرباء (EDCO): وتقوم بتزويد الكهرباء في المناطق غير الخاضعة لإمتيازات أي من الشركات السابقة.
- وزارة الطاقة والثروة المعدنية (MEMR): وتقوم بوضع الأهداف والإطار السياسي لتطوير قطاع الطاقة، وتعتبر مهمتها الأساسية هي تسهيل مواصلة تطوير الدولة من خلال ضمان توافر كميات كافية من الطاقة بأقل قدر ممكن من الإنفاق بمعايير عالية.
- هيئة تنظيم قطاع الكهرباء (ERC): مؤسسة مستقلة أنشئت عام 2001 ومن مهامها: إصلاح التعرفة الكهربائية ورسوم الخدمات المتعلقة ببيع الكهرباء، اعطاء التراخيص للشركات العاملة بالقطاع من توزيع وتوليد، مراقبة الامتثال لشروط التراخيص.



## FINAL

أهم معالم إعادة هيكلة قطاع الكهرباء في الأردن.





*cutting through complexity*

# قطاع الكهرباء – شركات توليد الطاقة

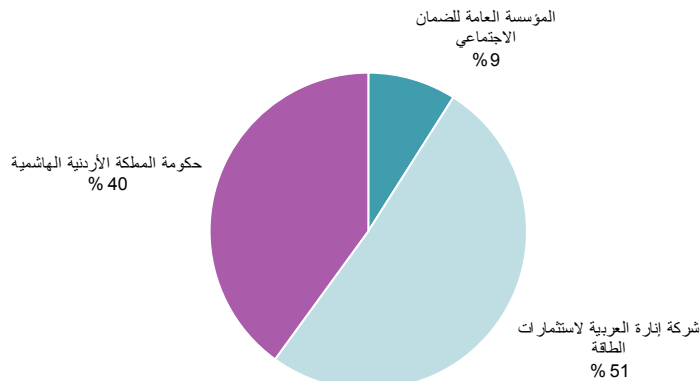
شركة توليد الكهرباء المركزية  
(CEGCO)

FINAL

أعضاء مجلس إدارة الشركة	
سعادة السيد محمد بن عبد الله راشد أبو نيبان - رئيس مجلس الإدارة	ممثل شركة انارة لاستثمارات الطاقة
سعادة السيد جوزيف فرانسيس غوميز - نائب رئيس المجلس	
سعادة السيد توماس لانغفورد	
سعادة السيد راجيت ناندا	ممثل حكومة المملكة الأردنية الهاشمية
عطوفة السيدة دينا الدباس	
عطوفة المهندس محمود عمر العيص	
سعادة السيد زيدون أبو حسان	ممثل الوحدة الاستثمارية - المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي

- تأسست شركة توليد الكهرباء المركزية المساهمة (CEGCO) وفقاً لقرار مجلس الوزراء المتخذ والفاضي بتأسيس شركة منفصلة عن شركة الكهرباء الوطنية اعتباراً من مطلع عام 1999 لتتولى نشاط التوليد الكهربائي في مناطق التزويد التابعة لشركة الكهرباء الوطنية.
- تم الإعلان في عام 2007 عن بيع الحكومة الأردنية 51% من أسهم الشركة إلى شركة إنارة العربية لاستثمارات الطاقة التي أسستها شركة الأردن دبي للطاقة الذراع الاستثماري لشركة الأردن دبي كابيتال.
- كما تم بيع 9% من أسهم الشركة - والتي تمثل النسبة المتبقية من النسبة المقترح خصصتها - إلى مؤسسة الضمان الاجتماعي الأردنية.
- تقوم أهداف الشركة الرئيسية على إنتاج الطاقة الكهربائية باستخدام جميع مصادر الطاقة التقليدية والمتجددة، تشغيل وصيانة محطات توليد الطاقة الكهربائية، تقديم الخدمات الفنية والإدارية.

ملكية شركة توليد الكهرباء المركزية ما بعد التخصيص



## FINAL

تحديث التقييم وتعديل قيمة الحد الأدنى للشراء (Reserve Price) مع الأبقاء على فرضيات أعمال الشركة التشغيلية كما هي ولكن بإحداث بعض التغييرات. (6)

بيع 51% من شركة توليد الكهرباء المركزية الى شركة انارة/ شركة دبي كابيتال. (7)

تحديث النموذج المالي والمضي قدما بطرح العطاء للمرة الأولى بالاعتماد على قيمة الشركة المستخرجة من التحديث الأخير. (4)

التعديل على استراتيجية التخصيص، حيث عمدت الحكومة على استهداف ائتلاف من مستثمر مالي واستراتيجي بدلا من شريك استراتيجي فقط

وقف العمل بعد استكمال اعداد الوثائق على ان يتم اتخاذ القرار المناسب حول السير في طرح العطاء في ضوء الوضع الإقليمي. (3)

2007

2006

2004

2003

2002

تحديث النموذج المالي مرة أخرى عام 2006 بإتباع عدة سيناريوهات لأعمال الشركة (الوضع المتحفظ والوضع الطبيعي). (5)

اعتماد الحد الأدنى لقيمة حصة 51% من الشركة ليكون 100 مليون دولار (Reserve Price) (5)

انتهاء ائتلاف المستشارين بقيادة المستشار روثشايلد من المرحلة الأولى لدراسة خصخصة قطاع الكهرباء في شهر آب من العام. (1) (2)

4. قام المستشار بتسويق الصفقة والاعلان عن نية قطاع الكهرباء ببيع 51% من الشركة لما يقارب 100 مستثمر، 11 مستثمر فقط من مجموع المستثمرين كان مؤهل، تقدم منهم 6 مستثمرين بإجراء التحقق النافي للجهة. شركة ريليانس (Reliance) كانت هي الشركة الوحيدة التي تقدمت للعطاء بعرض 60 مليون دولار. تم رفض العرض وذلك لأن السعر المقدم أقل من تطلعات الحكومة الأردنية، وعليه تم التعديل على استراتيجية التخصيص.

5. في عام 2006 وبناءً على هذه السيناريوهات، تقدم المستشار بتوصية اعتماد أقل قيمة لشراء 51% من الشركة أن تكون من 90 – 100 مليون دولار. وافقت اللجنة على التوصية ولكن بإعتماد سعر 100 مليون دولار كأقل قيمة (Reserve Price).

6. في عام 2007 كانت التغييرات: انخفاض الدين بمقدار 13 مليون دولار، الأمر الذي يزيد من قيمة السعر بنفس المقدار، تمديد الاتفاقية لثلاث سنوات اضافية، الأمر الذي يزيد من قيمة السعر 4 مليون دولار، تدني عمر الاصول والمصانع، الأمر الذي يؤدي الى انخفاض القيمة بمقدار 9 مليون دولار. تأثير النقاط الثلاث اثر على الحد الأدنى للسعر ليصبح 108 مليون دولار.

7. تقدمت اناره بعرض شراء 51% من الشركة بقيمة 125 مليون دولار.

1. تناولت المرحلة الأولى من الدراسة جميع الجوانب المالية والادارية والقانونية الواجبة لاعادة هيكلة القطاع وتحضيره للتخصيص، وتم ربط النموذج المالي المستخدم لتقييم الشركة بخطة الأعمال المقدمة من المستشار فيتشنر وخاصة بما يتعلق بالاستثمار والوقود ومصاريف التشغيل والصيانة. كما تم إيجاد تعرفة ارشادية مناسبة تعتمد على معدل عائد على الملكية للشركات المراد تخصيصها في خطة الأعمال هذه.

2. تم تقييم شركة الكهرباء المركزية بإتباع منهجية خصم التدفقات النقدية المستقبلية (DCF)، حيث تم خصم النقد الحر وصافي القيمة الدفترية المتبقية (Residual value) والتي تم تقديرها للاصول في العام 15 بمعدل خصم يتراوح بين 15% و 20%.

3. في عام 2003 عرض المستشار وبعد ان قطع شوطا كبيرا وفي ضوء المستجدات التي شهدتها المنطقة خلال النصف الاول من عام 2003 ان يتم وقف العمل بعد استكمال اعداد الوثائق على ان يتم اتخاذ القرار المناسب حول السير في طرح العطاء في ضوء الوضع الاقليمي وايدت لجنة تنظيم قطاع الكهرباء هذا القرار. كما أنه وضمن اطار استكمال الاجراءات اللازمة لاعادة هيكلة رأس المال تم الايعاز برفع نسبة الدين الى حقوق الملكية بنسبة 40:60 بحيث يتم الاقتراض من البنوك المحلية بكفالة الحكومة وتحويل كامل حصيلة الاقتراض للحكومة.

FINAL

أهم الافتراضات المستخدمة في التدفقات النقدية المخصومة لحساب نطاق كلفة الملكية			
المصدر	القيمة الدنيا	القيمة العليا	البند
السندات الحكومية في الولايات المتحدة الأمريكية	4.5%	5.0%	معدل العائد الخالي من المخاطر (Risk Free Rate)
فرضيات من المستشار روثشايلد بناءً على النقاشات مع اللجنة	4.0%	5.5%	علاوة مخاطر الدولة (Country Risk Premium)
بإجماع المعلومات المستخرجة من المواقع المختلفة	4.0%	5.0%	علاوة مخاطر الملكية (Equity Risk Premium)
البيانات المالية لشركة الكهرباء المركزية (CEGCO)	50.0%	60.0%	حجم الدين من رأس المال ((D/(D+E))
تحليل الشركات المشابهة المتداولة – بلومبرغ (Bloomberg)	0.60	0.80	معامل بيتا للأصول (Assets Beta)
	1.2	2.0	معامل بيتا للملكية
	13.3%	20.5%	كلفة الملكية

- أشار المستشار في مراسلاته أنه وبحسب خبراته يرى بأن المتقدمين للعطاء يقيمون شركة توليد الكهرباء المركزية باستخدام معدل خصم يتراوح بين 15% - 20%، أي أنهم سيستخدمون معدل خصم (كلفة الملكية) لا يقل عن 15%. استدل المستشار على ذلك بعد تحليل العطاء السابق المقدم من شركة ريليانس. وعليه فقد قام المستشار بدوره بتوضيح طريقة حساب هذا النطاق.
- ومن جهة أخرى، وبعد النقاشات المدارة بين المستشار روثشايلد والمتقدمين للعطاء/المستثمرين، تبين أن المستثمرين يفضلون استخدام منهجية خصم التدفقات النقدية لتقييم الشركة.
- الجدول المجاور يبين نطاق كلفة الملكية والتي توصل إليها المستشار، حيث يوضح الجدول أن روثشايلد استخدم أعلى قيمة وأدنى قيمة ممكنة لكل بند من بنود كلفة الملكية.
- لايجاد معدل العائد الخالي من المخاطر، اعتمد روثشايلد على عائد السندات الامريكية طويلة الأجل، والتي كانت بذلك الوقت تتراوح ما بين 4.5% و 5.0%.
- لحساب علاوة مخاطر الملكية، قام المستشار بتحليل المعلومات من مواقع عدة منها؛
- (ibbotson2006): تم ايجاد متوسط/ معدل علاوة مخاطر الملكية لمدة 35 سنة لبلدان مختلفة.
- (Barclays Equity Gilt Study2006): تم ايجاد المتوسط/ المعدل التاريخي لعلاوة مخاطر الملكية لمدة 106 سنوات في المملكة المتحدة.
- (ABN AMRO Global Investment Returnyearbook2006): تم ايجاد المتوسط/ المعدل التاريخي للعلاوة لعدد من الدول لمدة 105.
- تم الاعتماد على بيانات الشركات المشابهة لايجاد معامل بيتا.
- تم اعتماد علاوة مخاطر الدولة، بعد تصريح اللجنة أن توقعاتهم لمعدل العائد الخالي من المخاطر الحالي يبلغ 8.38%، والذي وافق الإجماع الذي يتوقع أن تتراوح علاوة مخاطر الدولة ما بين 4.0% - 5.5%، بإضافة هذا المعدل الى معدل العائد الخالي من المخاطر في الولايات المتحدة يتم التوصل الى معدل العائد الخالي من المخاطر لدولة الأردن.

FINAL

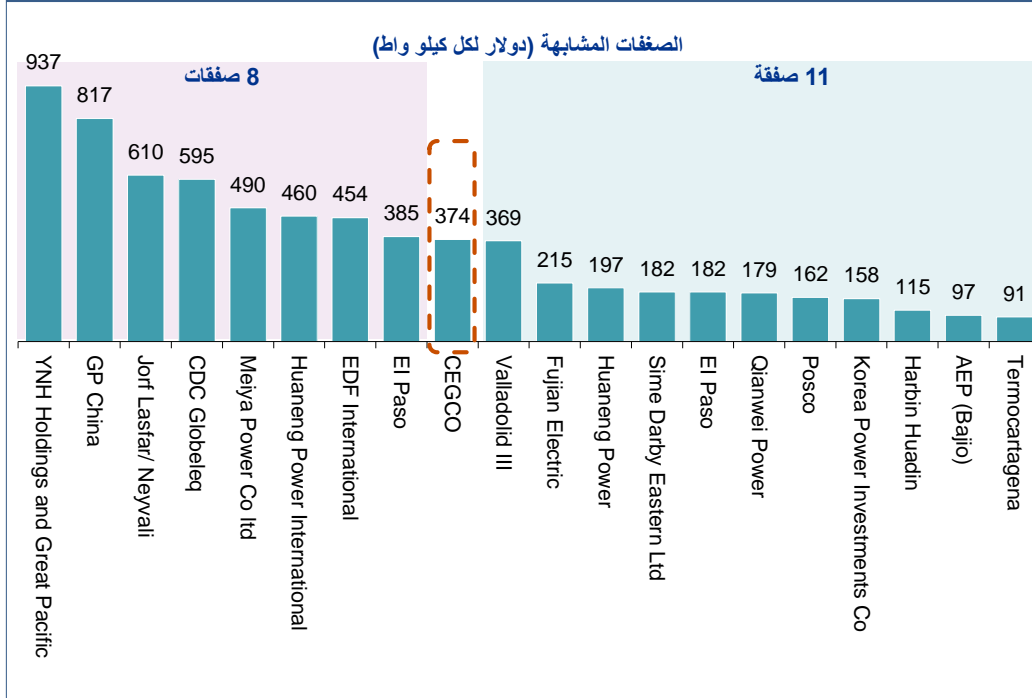
تقييم الشركة كما في 1/1/2006 بحسب ما ورد في تقرير المستشار المختص روثشايد			
<b>الوضع الطبيعي</b>			
<b>معدل الخصم</b>	<b>15.0%</b>	<b>17.5%</b>	<b>20.0%</b>
القيمة الجوهرية للشركة	624.4	602.6	570.0
صافي الدين	402.5	402.5	402.5
100% من قيمة الملكية	221.8	200.1	167.4
<b>51% من قيمة الملكية</b>	<b>113.1</b>	<b>102.0</b>	<b>85.4</b>
<b>الوضع المتحفظ</b>			
<b>معدل الخصم</b>	<b>16.3%</b>	<b>18.8%</b>	<b>21.3%</b>
القيمة الجوهرية للشركة	585.2	574.3	541.7
صافي الدين	402.5	402.5	402.5
100% من قيمة الملكية	182.6	171.7	139.2
<b>51% من قيمة الملكية</b>	<b>93.1</b>	<b>87.6</b>	<b>71.0</b>

تحديد الحد الأدنى لسعر 51% من ملكية الشركة			
<b>معدل الخصم</b>	<b>15.0%</b>	<b>17.5%</b>	<b>20.0%</b>
الوضع الطبيعي	115.0	100.0	85.0
الوضع المتحفظ	70.0	90.0	95.0

معدلات الخصم المعادلة للحد الأدنى للسعر لكل من السيناريوهات			
السيناريو	معدل خصم تكلفة الملكية	معدل خصم تكلفة رأس المال	
الوضع الطبيعي	17.5%	9.2%	
الوضع المتحفظ	15.0%	8.3%	

- قام المستشار المختص روثشايد بتحديث التقييم للشركة عام 2006 لإيجاد الحد الأدنى لسعر 51% من قيمة الشركة (Reserve Price)، ولإعادة طرح عطاء البيع.
- كما ذكر سابقاً، تم إيجاد القيمة بخصم التدفقات النقدية وصافي الأصول في العام 15.
- اتباع المقيم عدة سيناريوهات لإيجاد القيمة؛ الوضع الطبيعي والوضع المتحفظ، حيث أن الفرق يعود الى اختلافات في فرضيات أعمال الشركة التشغيلية (علاقة التعرف بالتضخم وقيمة المصانع مع مرور الوقت).
- يوضح الجدول المجاور القيمة المستخرجة للسيناريوهات المختلفة بإستخدام معدلات خصم مختلفة. **ملاحظة:** لاختلاف التضخم، تم تعديل معدل الخصم للوضع المتحفظ.
- لاستخراج السعر قيد البحث (Reserve Price)، عمد المستشار على إستخدام معدل خصم للملكية يتراوح ما بين 15% و 20% لكل من السيناريو الطبيعي والسياريو المتحفظ، فوجد إن قيمة 51% من ملكية الشركة في الوضع الطبيعي تتراوح ما بين 85 – 115 مليون على التوالي، أي بمتوسط حسابي 100 مليون دولار (عند 17.5% معدل خصم ملكية). بينما في الوضع المتحفظ تتراوح القيمة بين 70 – 95 مليون دولار أي بمتوسط حسابي 90 مليون دولار عند نفس قيم خصم الملكية المستخدمة.
- ونتيجة لذلك، أوصى المستشار بأن يكون الحد الأدنى للسعر ما بين 90 – 100 مليون دولار، والذي يمثل الأوساط الحسابية للسيناريوهين. ارتأت اللجنة الى اعتماد 100 مليون دولار لتمثل الحد الأدنى للصفحة.
- بعد اعتماد الحد الأدنى للسعر، عمد المستشار بحساب معدلات الخصم للملكية ولرأس المال المعادلة لقيمة هذا السعر لكل من السيناريوهات المختلفة. الجدول المجاور يوضح معدلات الخصم المعادلة لقيمة 100 مليون دولار ل 51% من قيمة الشركة.
- بحسب وجهة نظر المستشار، فإن الأهداف الرئيسية لإيجاد الحد الأدنى للسعر هي رفض العروض غير المرغوب فيها أو غير الملتزم بها ووضع أساس للتفاوض وحماية الحكومة الأردنية من خلال خلق أرضية للسعر الأدنى والذي لن تكون على استعداد للبيع بأقل منه.
- كما أشار المستشار في مراسلاته مع اللجنة، أنه وفي نفس الوقت يجب أن يكون السعر المعتمد منطقي وواقعي، حيث إذا كان السعر مرتفع، فبالتالي لن يكون هناك عروض للشراء.

FINAL



■ ذكر التقرير أنه وبالإضافة الى طريقة خصم التدفقات النقدية، هنالك عدد من اساليب التقييم التي من الممكن اتباعها، ومنها؛

– منهجية تكلفة التبدل (Replacement Cost): وتكون للشركة اما بتقدير عمر الأصول او تقدير عدد ساعات العمل المتبقية للأصل، ولكن لم يتم الأخذ بهذه الطريقة لانه من الصعب أن يتم تبديل الأصول بأصول غيرها لها نفس الحالة والمواصفات، وبالتالي يصعب تقدير قيمتها، خاصة أن عمر الأصول 10 سنوات. كما ان هذه الطريقة تعتمد ايضا على العمر الافتراضي للأصل والمفترض أن يكون 25 سنة لمعظم الأصول، ولكن ومن المتعارف عليه أنه من الممكن استخدام الأصول لعمر اطول.

– منهجية الصفقات القابلة للمقارنة (Transactions Multiples): تبين للمستشار أن هذه المنهجية غير مجدية حيث أن الصفقات المماثلة تمت في دول متقدمة مع وجود منافسة في القطاع تختلف في طبيعتها عن دولة الأردن، حيث يعتبر الأردن منزلة بقوانين السوق، كما وتعتبر محركات القيمة (Value Drivers) للصفقة هي اتفاقيات الشراء.

– منهجية الشركات القابلة للمقارنة (Comparable Companies Multiples): تبين للمستشار أن هذه المنهجية غير مجدية لعملية الخصخصة حيث أن هذا المشروع فريد من نوعه ولا يوجد شركات مشابهة مدرجة قامت بمشروع مشابه، كما أن مضاعف EV/EBITDA للشركات المدرجة لا يمكن الاعتماد عليه للسبب نفسه، حيث أن هذه الصفقة فريدة من نوعها وليست عمل متعارف عليه في القطاع، وبالتالي لن يكون هناك نفس الصفات ما بين شركة الكهرباء المركزية والشركات العاملة بالقطاع في الدول المختلفة.

– منهجية مقارنة الصفقات القابلة للمقارنة بحسب الطاقة الإنتاجية: أجرى المستشار تحليلاً للصفقات القابلة للمقارنة التي تمت في قطاع توليد الكهرباء في الدول الناشئة لغايات مقارنتها مع عرض السعر المقدم من قبل شركة انارة. تبين للمستشار أنه بناءً على عرض السعر المقدم فإن القيمة المدفوعة لكل كيلو واط وبحسب الطاقة الإنتاجية للشركة يعادل 374 دولار/ كيلو واط، وهذا السعر يعطى عن وسيط القيم لكل كيلو واط للصفقات الأخرى (دولار/ كيلو واط). من الجدير بالذكر أن المستشار اعتمد على هذه المنهجية لغايات المقارنة فقط ولم تدخل في حساب قيمة الشركة. الجدول المجاور يوضح القيمة لكل كيلو واط للصفقات القابلة للمقارنة.

FINAL

أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخصيتها	
ملاحظات	البند الرئيسي
<p>لم يتمكن فريق العمل من إيجاد تقارير التقييم المنظمة والمفصلة الصادرة عن المستشار روثشايلد في عام 2002، حيث تم إيجاد ملخص عن عملية التقييم مع اظهار القيمة والفرضيات الأساسية فقط، حيث لم يظهر التقرير الفرضيات المتعلقة بكل بند من بنود القوائم المالية وألية الوصول اليها، واكتفى بعرض القوائم المالية وطريقة حساب القيمة فقط. كما أنه لم يتمكن الفريق من إيجاد تقارير منظمة ومفصلة للتقييم بعد التعديل عليها في الأعوام 2004، 2006، و2007.</p> <p>تم الاعتماد على الوثائق والمراسلات ما بين اللجنة والمستشار للتوصل الى طريقة التقييم.</p>	<p>تقرير التقييم الصادر عن المستشار المالي</p> <p>وثائق التقييم</p>
<p>بحسب القيمة التي تم التوصل اليها في تقرير المستشار بعد أن اعتمد على التدفقات النقدية المخصومة في تقييم الشركة والتي أظهرت أن قيمة 100% من أسهم الملكية تتراوح ما بين 104 – 137 مليون دينار أردني عند معدلات خصم 20% و15% على التوالي ونسبة الدين الى الملكية 30:70، ومقارنتها مع القيمة الاسمية للملكية الظاهرة في القوائم المالية (والمشار اليها في تقرير المستشار الصادر في عام 2002)، تبين لفريق العمل أن قيمة الملكية الاسمية تفوق ذلك بكثير، اذ بلغت كما في 31 كانون الأول من عام 2001 ما يقارب 310 مليون دينار أردني.</p> <p>وعلى صعيد آخر، تم مقارنة الحد الأدنى للسعر السابق ذكره والمحدد من قبل اللجنة بعد توصيات من المستشار والذي بلغ 100 مليون دولار لحصة 51% من الملكية (أي ما يعادل 70.8 مليون دينار أردني) كما في الأول من كانون الثاني لعام 2006، مع القيمة الدفترية للملكية لنفس الحصة كما في 31 كانون الأول 2005. تبين لفريق العمل أن القيمة الدفترية أعلى بكثير من القيمة التي تم التوصل اليها من خلال المستشار، حيث بلغت ما يقارب 148 مليون دولار (أي ما يعادل 105 مليون دينار) لحصة 51% من الملكية.</p> <p><b>ملاحظات:</b></p> <p>لم يتم مقارنة القيمة المعدلة للحد الأدنى للسعر عام 2007 مع القيمة الاسمية للملكية في نهاية عام 2006 لعدم توافر القوائم المالية التاريخية للشركة في مقر العمل، كما لم يتم مقارنة سعر الشراء للسبب نفسه.</p> <p>القوائم المالية والتي تم الاعتماد عليها في استخراج القيم التاريخية للملكية هي القوائم المالية الظاهرة في تقرير المستشار روثشايلد والنموذج المالي الصادر عنه.</p>	<p>نتيجة التقييم</p> <p>القيمة النهائية للملكية</p>





*cutting through complexity*

# قطاع الكهرباء – شركات توزيع الطاقة

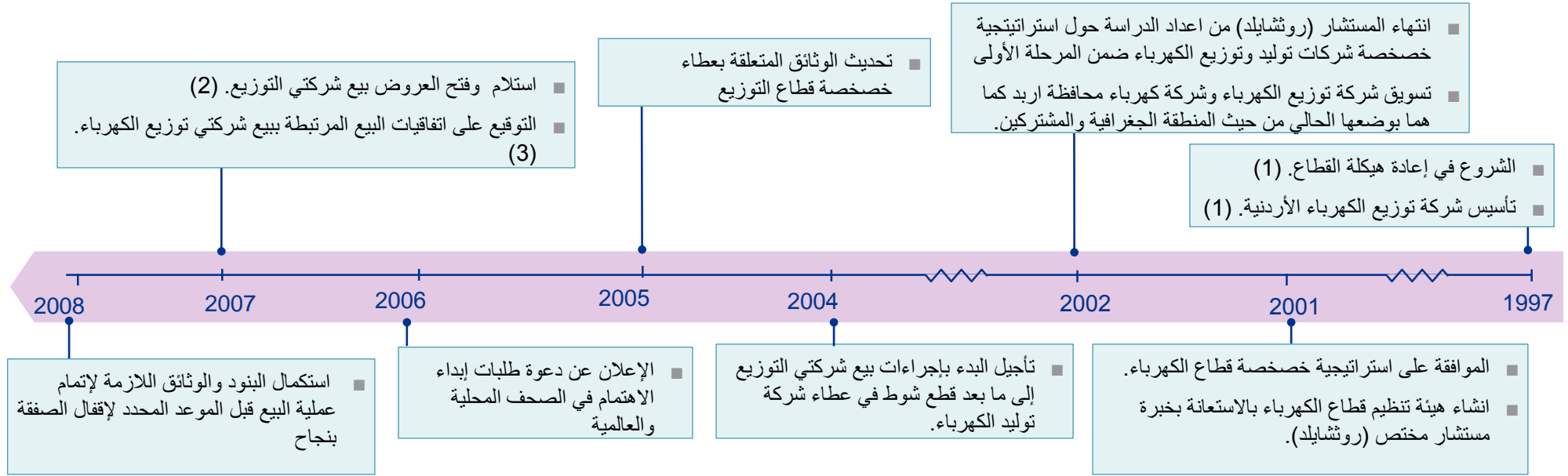
## الإيضاحات:

التقييم الذي قام فريق العمل مراجعته

أهم معالم عملية التخصيص

مشاكل رئيسية في سير عملية التخصيص

## FINAL



- تم استلام عرض واحد الشراء من قبل ائتلاف شركة كهرباء المملكة بقيادة الأردن دبي كايبتال لشراء شركة توزيع الكهرباء، في حين تقدمت ثلاث شركات لشراء شركة كهرباء محافظة اربد.
  - شركة كهرباء المملكة.
  - شركة الكهرباء الوطنية (NEPCO) مع الوحدة الاستثمارية لمؤسسة الضمان الاجتماعي.
  - ومجموعة حتاحت (مستثمرين محليين).
- الموافقة على بيع شركة توزيع الكهرباء وحصة الحكومة في شركة كهرباء محافظة اربد إلى شركة كهرباء المملكة مقابل مبلغ نقدي مقداره 104 مليون دولار.

- تم إعادة هيكلة شركة الكهرباء الوطنية لثلاث شركات منفصلة:
  - شركة أو أكثر لامتلاك محطات التوليد.
  - شركة لامتلاك وإدارة شبكة النقل ومراكز التحكم.
  - شركة أو أكثر لامتلاك وإدارة شبكة التوزيع.
- نتيجة لإعادة هيكلة شركة الكهرباء الوطنية، تم تأسيس شركة توزيع الكهرباء لتعمل جنباً إلى جنب مع شركات التوزيع الأخرى؛ شركة كهرباء محافظة اربد (IDECO) وشركة الكهرباء الأردنية (JEPCO) كل ضمن منطقة امتيازها.



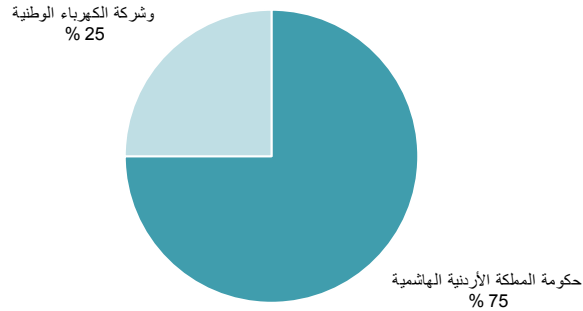
cutting through complexity

# قطاع الكهرباء – شركات توزيع الطاقة

شركة توزيع الكهرباء الأردنية  
(EDCO)

FINAL

ملكية شركة توزيع الكهرباء الأردنية ما قبل التخصيص



تأسست شركة توزيع الكهرباء الأردنية (EDCO) وفقاً لقرار مجلس الوزراء القاضي بتأسيس شركة منفصلة عن شركة الكهرباء الوطنية - المملوكة بالكامل للحكومة - عام 1997.

تتولى الشركة نشاط التوزيع الكهربائي في مناطق التزويد التابعة لشركة الكهرباء الوطنية، وتم تسجيلها كشركة مساهمة عامة في شهر شباط 1998، برأسمال قدره عشرة ملايين دينار، تملك أسهمها حكومة المملكة الأردنية الهاشمية بنسبة 75%، وشركة الكهرباء الوطنية (NEPCO) بنسبة 25%.

تغطي شبكات التوزيع التابعة لشركة توزيع الكهرباء المناطق الجغرافية التالية:

- منطقة الجنوب: وتشمل محافظات العقبة ومعان والطفيلة والكرك.
- منطقة الوسط: وتشمل منطقة وادي الأردن، وهي المنطقة الممتدة من الحمة شمالاً وحتى الساحل الشمالي الشرقي للبحر الميت.
- المنطقة الشرقية: وتشمل منطقة الأزرق والصفواوي والرويشد والريشة حتى الحدود العراقية.

قام الائتلاف المكون من شركة الأردن دبي لاستثمارات الطاقة والبنية التحتية وشركة التخصيص القابضة الكويتية وشركة المستثمرون العرب المتحدون والذين أسسوا شركة كهرباء المملكة لاستثمارات الطاقة بالفوز بعبء التخصيص في عام 2007، حيث اشترت 100% من أسهم الشركة.

أعضاء مجلس إدارة الشركة

رئيس مجلس الإدارة	سعادة الدكتور ياسر العدوان
نائب رئيس مجلس الإدارة	سعادة الدكتور عدنان محمد سعد
عضوا	سعادة الدكتور مصلح الطراونة
عضوا	عطوفة السيد أسامة جرادات
عضوا	عطوفة المهندس مروان بشناق
عضوا	سعادة السيد صالح هلالات
عضوا	سعادة السيد عمر ملحس

FINAL

عام 2002

قيم الشركة وبحسب تقرير 2002 بمعاملات خصم مختلفة (مليون دينار)			
معدل الخصم	قيمة الملكية	قيمة الدين	قيمة الشركة
15.0%	35	84	119
20.0%	27	84	111

عام 2007

تحليل الحساسية لمعدلات خصم مختلفة عند مضاعف الأصول التنظيمية 1.0x			
مليون دينار	8.0%	10.0%	12.0%
القيمة الجوهرية	48.2	45.2	42.5
صافي الدين	(9.4)	(9.4)	(9.4)
قيمة 100% من الملكية	57.6	54.6	51.8

تحليل الحساسية لمضاعف الأصول التنظيمية عند معدل خصم 10%			
مليون دينار	0.95x	1.00x	1.02x
القيمة الجوهرية	44.2	45.3	45.7
صافي الدين	(9.4)	(9.4)	(9.4)
قيمة 100% من الملكية	53.6	54.6	55.0

تم تقييم شركة توزيع الكهرباء الأردنية (EDCO) بدايةً في عام 2002، حيث تم بناء النموذج المالي بإتباع منهجية خصم التدفقات النقدية المستقبلية (DCF). تم ربط النموذج بخطة الأعمال المقدمة من المستشار فينتشر والتي تم فيها إيجاد تعرفه ارشادية مناسبة تعتمد على معدل عائد على الملكية للشركات المراد تخصيصها.

قام المستشار بخصم صافي النقد الحر للملكية المتوقع لفترة 10 سنوات بمعدل خصم (كلفة ملكية (Cost of Equity)) يتراوح بين 15% و 20%، وتم الإفتراض بأن الشركة ستستمر بالعمل الى ما بعد تلك الفترة، وعليه تم ايجاد القيمة النهائية (Terminal value) بإفتراض نسبة نمو 3%. بناءً على ذلك، تم استخراج قيمة الشركة والتي تراوحت بين 27 - 35.

أشار التقرير أنه تم فحص أساليب التقييم الأخرى، ومنها؛ اعادة تقييم الأصول مع الأخذ بعين الاعتبار عمر وحالة الأصل، والشركات المماثلة. ونظرا لعدم وجود معلومات من الممكن استخدامها في الاردن عن الشركات المماثلة، تم التوصية بأن لا يتم استخدام هذه الاساليب لكي لا تعكس قيمة خاطئة.

أجري عدة تحديثات للتقييم كان آخرها في عام 2007، حيث اعتمد التقييم الأخير على:

- حجم وكمية الكهرباء المشتراه والمباعة.
- العائد المسموح على قاعدة الأصول التنظيمية (return on the allowed regulated asset base)
- التوقعات لأعمال الشركة

بالرغم من اعتماد المستشار على طريقة خصم التدفقات النقدية نفسها، إلا أن اسلوب تحديد معدل الخصم والقيمة النهائية قد تغير. حيث أن القيمة النهائية تم ايجادها بمضاعف 1.0x للأصول التنظيمية ((Regulatory Assets Base (RAB)) المتوقعة لعام 2011، في حين تم اعتماد معدل خصم (المتوسط المرجح لكلفة رأس المال (WACC)) 10% وهو العائد المسموح على الأصول التنظيمية (الموازي لها).

تم خصم التدفقات النقدية المتوقعة للفترة ما بين 2007 - 2011 بمعدل الخصم، وتم اجراء تحليل الحساسية للقيمة بالنسبة الى معدل الخصم ومضاعف الأصول التنظيمية. كما هو ظاهر بالجداول المجاورة.

## FINAL

أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخصيتها	
ملاحظات	البند الرئيسي
<p>لم يتمكن فريق العمل من إيجاد تقارير التقييم المنظمة والمفصلة الصادرة عن المستشار روثشايلد في عام 2002، حيث تم إيجاد ملخص عن عملية التقييم مع اظهار القيمة والفرضيات الأساسية فقط، حيث لم يظهر التقرير الفرضيات المتعلقة بكل بند من بنود القوائم المالية وألية الوصول إليها، واكتفى بعرض القوائم المالية وطريقة حساب القيمة فقط. كما أنه لم يتمكن من إيجاد تقارير منظمة ومفصلة للتقييم بعد التعديل عليها.</p> <p>تم الاعتماد على الوثائق والمراسلات ما بين اللجنة والمستشار للتوصل الى طريقة التقييم.</p>	<p>تقرير التقييم الصادر عن المستشار المالي</p> <p>وثائق التقييم</p>
<p>بحسب القيمة التي تم التوصل إليها في تقرير المستشار بعد أن اعتمد على التدفقات النقدية المخصومة في تقييم الشركة والتي أظهرت أن قيمة 100% من أسهم الملكية تتراوح ما بين 27 – 35 مليون دينار أردني عند معدلات خصم 20% و15% على التوالي، ومقارنتها مع القيمة الاسمية للملكية الظاهرة في القوائم المالية (والمشار إليها في التقرير الصادر في عام 2002)، تبين لفريق العمل أن قيمة الملكية الاسمية تفوق ذلك بكثير، اذ بلغت كما في 31 كانون الأول من عام 2001 ما يقارب 50 مليون دينار أردني.</p>	<p>نتيجة التقييم</p> <p>القيمة النهائية للملكية</p>

FINAL

أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخصيتها	
ملاحظات	البند الرئيسي
<p>قام المستشار في التقرير الصادر عام 2002 بإيجاد قيمة الشركة باستخدام معدل خصم (كلفة ملكية) يتراوح بين 15% - 20% مبني على أساس التعرف المقترحة في خطة الأعمال، في حين تم تغيير معدل الخصم (المتوسط المرجح لكلفة رأس المال) هذا ليصل الى 10% ومبني على أساس صافي الأصول التنظيمية.</p> <p>بالرغم من منطقية الأساليب المتبعة سواء في التقرير الأول أو الثاني، إلا أنه لم يتم تحديد الأسباب التي أدت الى تغيير طريقة التفكير بمعدل الخصم.</p>	<p>معدل الخصم</p> <p>فرضيات ومنهجيات التقييم</p>
<p>قام المستشار في التقرير الصادر عام 2002 بإيجاد القيمة النهائية للشركة (Terminal Value) بإفترض نسبة نمو على التدفق النقدي الحر تبلغ 3% للسنة المتوقعة العاشرة، في حين تم تغيير القيمة النهائية هذه لتبني على أساس قيمة الأصول التنظيمية في السنة المتوقعة الخامسة.</p> <p>بالرغم من منطقية الأساليب المتبعة سواء في التقرير الأول أو الثاني، إلا أنه لم يتم تحديد الأسباب التي أدت الى تغيير طريقة التفكير بحساب القيمة النهائية.</p>	<p>القيمة النهائية (Terminal Value)</p>
<p>أشار المستشار بالبريد الوارد بتاريخ 16/7/2007 الى أن القيمة النهائية للشركة 76.4 مليون دولار (أي ما يعادل 54.1 مليون دينار). لم يتمكن فريق العمل من تحديد الأسباب أو التحديثات التي أدت الى تغيير القيمة، حيث لم تشر الوثائق الى أي من هذه المتغيرات.</p>	<p>القيمة النهائية للملكية</p> <p>قيمة الملكية في تقارير ووثائق المستشار</p>



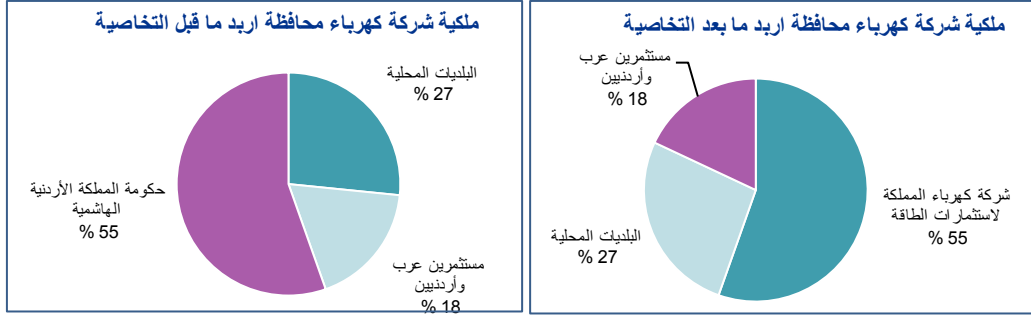
*cutting through complexity*

# قطاع الكهرباء – شركات توزيع الطاقة

شركة كهرباء محافظة اربد (IDECO)



## FINAL



تأسست الشركة في عام 1957 بإسم شركة كهرباء اربد الأهلية وصدر قانون امتيازها والذي بموجبه حصلت الشركة على حق توليد ونقل وتوزيع الطاقة الكهربائية لكامل منطقة الامتياز عام 1961، وفي ضوء التقسيمات الإدارية التي حدثت في المملكة في عام 1967 تم تغيير إسم الشركة ليصبح شركة كهرباء محافظة اربد المساهمة العامة المحدودة.

تشمل منطقة إمتياز الشركة محافظات إربد والمفرق وجرش وعجلون وبعض أجزاء من محافظة البلقاء حيث تبلغ مساحة منطقة الإمتياز حوالي (23,000) كم<sup>2</sup> وتشكل ما نسبته (26%) من مساحة المملكة.

قام الائتلاف المكون من شركة الأردن دبي لاستثمارات الطاقة والبنية التحتية وشركة التخصيص القابضة الكويتية وشركة المستثمرون العرب المتحدون والذين أسسوا شركة كهرباء المملكة لاستثمارات الطاقة بالفوز بعبء الخصخصة، حيث اشترت 100% من ملكية الحكومة بالشركة والتي تمثل نسبة 55.4% من أسهم الشركة.

## أعضاء مجلس إدارة الشركة

الدكتور فايز الخصاونة	رئيس مجلس الإدارة
معالي السيد الدكتور عبد الكريم الملاحمة	نائب رئيس مجلس الإدارة
سعادة الدكتور المهندس أحمد حياصات	عضوا
سعادة الدكتور عدنان محمد سعد	عضوا
سعادة السيد زهدي بهجت الجيوسي	عضوا
سعادة السيد محمد طه ارسلان	عضوا
عطوفة الأستاذ الدكتور عبد الله الموسى	عضوا
عطوفة م. حسين سالم بني هاني	عضوا
عطوفة السيد احمد غصاب المشاقبة	عضوا
عطوفة السيد علي سليمان قواقزة	عضوا
عطوفة السيد إبراهيم محمد السقار	عضوا

FINAL

عام 2002

قيم الشركة وبحسب تقرير 2002 بمعدلات خصم مختلفة (مليون دينار)

معدل الخصم	قيمة الملكية	قيمة الدين	قيمة الشركة
15.0%	20	50	70
20.0%	14	50	64

عام 2007

تحليل الحساسية لمعدلات خصم مختلفة عند مضاعف الأصول التنظيمية 1.0x

مليون دينار	8.0%	10.0%	12.0%
القيمة الجوهرية	28.3	26.3	24.5
صافي الدين	0.8	0.8	0.8
قيمة 100% من الملكية	27.5	25.5	23.7
قيمة 55.4% من الملكية	15.2	14.1	13.1

تحليل الحساسية لمضاعف الأصول التنظيمية عند معدل خصم 10%

مليون دينار	0.95x	1.00x	1.02x
القيمة الجوهرية	25.5	26.3	26.6
صافي الدين	0.8	0.8	0.8
قيمة 100% من الملكية	24.7	25.5	25.8
قيمة 55.4% من الملكية	13.7	14.1	14.3

تم تقييم شركة كهرباء محافظة اردب (IDECO) بدايةً في عام 2002، حيث تم بناء النموذج المالي بإتباع منهجية خصم التدفقات النقدية المستقبلية (DCF). تم ربط النموذج بخطة الأعمال المقدمة من المستشار فينتشر والتي تم فيها إيجاد تعرفه ارشادية مناسبة تعتمد على معدل عائد على الملكية للشركات المراد تخصيصها.

قام المستشار بخصم صافي النقد الحر للملكية المتوقع لفترة 10 سنوات بمعدل خصم (كلفة ملكية (Cost of Equity)) يتراوح بين 15% و 20%، وتم الإفتراض بأن الشركة ستستمر بالعمل الى ما بعد تلك الفترة، وعليه تم ايجاد القيمة النهائية (Terminal value) بإفتراض نسبة نمو 3%. بناءً على ذلك، تم استخراج قيمة الشركة والتي تراوحت بين 14 – 20.

أشار التقرير أنه تم فحص أساليب التقييم الأخرى، ومنها؛ اعادة تقييم الأصول مع الأخذ بعين الاعتبار عمر وحالة الأصل، والشركات المماثلة. ونظرا لعدم وجود معلومات من الممكن استخدامها في الاردن عن الشركات المماثلة، تم التوصية بأن لا يتم استخدام هذه الاساليب لكي لا تعكس قيمة خاطئة.

أجري عدة تحديثات للتقييم كان آخرها في عام 2007، حيث اعتمد التقييم الأخير على:

- حجم وكمية الكهرباء المشتراه والمباعة.
- العائد المسموح على قاعدة الأصول التنظيمية (return on the allowed regulated asset base)
- التوقعات لأعمال الشركة

بالرغم من اعتماد المستشار على طريقة خصم التدفقات النقدية نفسها، إلا أن اسلوب تحديد معدل الخصم والقيمة النهائية قد تغير. حيث أن القيمة النهائية تم ايجادها بمضاعف 1.0x للأصول التنظيمية ((Regulatory Assets Base (RAB)) المتوقعة لعام 2011، في حين تم اعتماد معدل خصم (المتوسط المرجح لكلفة رأس المال (WACC)) 10% وهو العائد المسموح على الأصول التنظيمية (الموازي لها).

تم خصم التدفقات النقدية المتوقعة للفترة ما بين 2007 – 2011 بمعدل الخصم، وتم اجراء تحليل الحساسية للقيمة بالنسبة الى معدل الخصم ومضاعف الأصول التنظيمية. كما هو ظاهر بالجداول المجاورة.

FINAL

أهم الاستنتاجات والملاحظات على تقييم الشركة وتخصيتها	
ملاحظات	البند الرئيسي
<p>لم يتمكن فريق العمل من إيجاد تقارير التقييم المنظمة والمفصلة الصادرة عن المستشار روثشايلد في عام 2002، حيث تم إيجاد ملخص عن عملية التقييم مع اظهار القيمة والفرضيات الأساسية فقط، حيث لم يظهر التقرير الفرضيات المتعلقة بكل بند من بنود القوائم المالية وألية الوصول إليها، واكتفى بعرض القوائم المالية وطريقة حساب القيمة فقط. كما أنه لم يتمكن من إيجاد تقارير منظمة ومفصلة للتقييم بعد التعديل عليها.</p> <p>تم الاعتماد على الوثائق والمراسلات ما بين اللجنة والمستشار للتوصل الى طريقة التقييم.</p>	<p>تقرير التقييم الصادر عن المستشار المالي</p>
<p>قام المستشار في التقرير الصادر عام 2002 بإيجاد قيمة الشركة باستخدام معدل خصم (كلفة ملكية) يتراوح بين 15% - 20% مبني على أساس التعرفة المقترحة في خطة الأعمال، في حين تم تغيير معدل الخصم (المتوسط المرجح لكلفة رأس المال) هذا ليصل الى 10% ومبني على أساس صافي الأصول التنظيمية.</p> <p>بالرغم من منطقية الأساليب المتبعة سواء في التقرير الأول أو الثاني، الا أنه لم يتم تحديد الأسباب التي أدت الى تغيير طريقة التفكير بمعدل الخصم.</p>	<p>معدل الخصم</p> <p>فرضيات ومنهجيات التقييم</p>
<p>قام المستشار في التقرير الصادر عام 2002 بإيجاد القيمة النهائية للشركة (Terminal Value) بافتراض نسبة نمو على التدفق النقدي الحر تبلغ 3% للسنة المتوقعة العاشرة، في حين تم تغيير القيمة النهائية هذه لتبني على أساس قيمة الأصول التنظيمية في السنة المتوقعة الخامسة.</p> <p>بالرغم من منطقية الأساليب المتبعة سواء في التقرير الأول أو الثاني، الا أنه لم يتم تحديد الأسباب التي أدت الى تغيير طريقة التفكير بحساب القيمة النهائية.</p>	<p>القيمة النهائية (Terminal Value)</p>
<p>أشار المستشار بالبريد الوارد بتاريخ 16/7/2007 الى أن القيمة النهائية لحصة 55.4% من ملكية الشركة 18.1 مليون دولار (أي ما يعادل 12.8 مليون دينار).</p> <p>لم يتمكن فريق العمل من تحديد الأسباب أو التحديثات التي أدت الى تغيير القيمة، حيث لم تشر الوثائق الى أي من هذه المتغيرات.</p>	<p>القيمة النهائية للملكية</p> <p>قيمة الملكية في تقارير ووثائق المستشار</p>

