

البورصة المصرية

قطاع الشركات المقيدة  
إدارة الإفصاح

الأستاذة / هبة الصيرفي – نائب رئيس قطاع الشركات المقيدة،

تحية طيبة وبعد،

مرفق الى سيادتكم طيه صورته من محضر اجتماع مجلس ادارته الشركة المنعقد في 8 من يوليو 2021 و صورته من الملخص التنفيذي من تقرير المستشار المالي المستقل المكلف باعداد دراسه القيمه العادله، و الذي قدر القيمه العادله لكامل اسهم الشركة (100%) 5.938.938 دينار بحرينى مما يساوى 15.797.575 دولار امريكى.

و يرجى العلم اننا سنوافى سيادتكم بتقرير مراقب الحسابات عن تقرير القيمه العادله فى اقرب وقت فور الانتهاء من تحضيره.

و تفضلوا بقبول وافر الاحترام و التقدير،،،

كريم سعودى  
مدير ادارته الاستثمار و علاقات المستثمرين  
التوقيع:



# Valuation Study

Gulf CX ■  
Gulf Customer Experience

July 2021

القاهرة في 7 يوليو 2021

السادة / شركة راية لخدمات مراكز الاتصالات Raya Contact Center

مبنى شركة رايه شارع 26 يوليو، المنطقة السياحية، 12568، القاهرة، مصر

تحية طيبة وبعد،،،

إيماءً إلي التكليف الصادر من شركة راية لخدمات مراكز الاتصالات - Raya Contact Center لشركة سوليد كابيتال للاستشارات المالية عن الأوراق المالية "SCFA"، لإعداد دراسة القيمة العادلة للشركة الخليجية لخبرة العملاء Gulf Cx - Gulf Customer Experience، بغرض استحواذ شركة راية لخدمات مراكز الاتصالات - Raya Contact Center على الشركة الخليجية لخبرة العملاء Gulf Cx - Gulf Customer Experience .

لذلك نتشرف بأن نرفق لسيادتكم تقرير دراسة القيمة العادلة وفقاً لمحددات التكليف الصادرة من سيادتكم، ويتكون هذا التقرير من (15) صفحة بذات الشكل ومختومة كافة صفحات الدراسة بختم بارز وعلى مستخدمي هذه الدراسة قراءة كافة أجزاء هذا التقرير معاً، وأن أي اختلاف في عدد الصفحات بالزيادة أو النقصان وكذلك التعديل بالكشط أو الإضافة تصبح هذه الدراسة لايعتد بها.

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

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

ولسيادتكم فائق الاحترام والتقدير،،،

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

# Valuation Study

Gulf Customer Experience

Gulf CX



**Gulf CX**  
Passion for Service

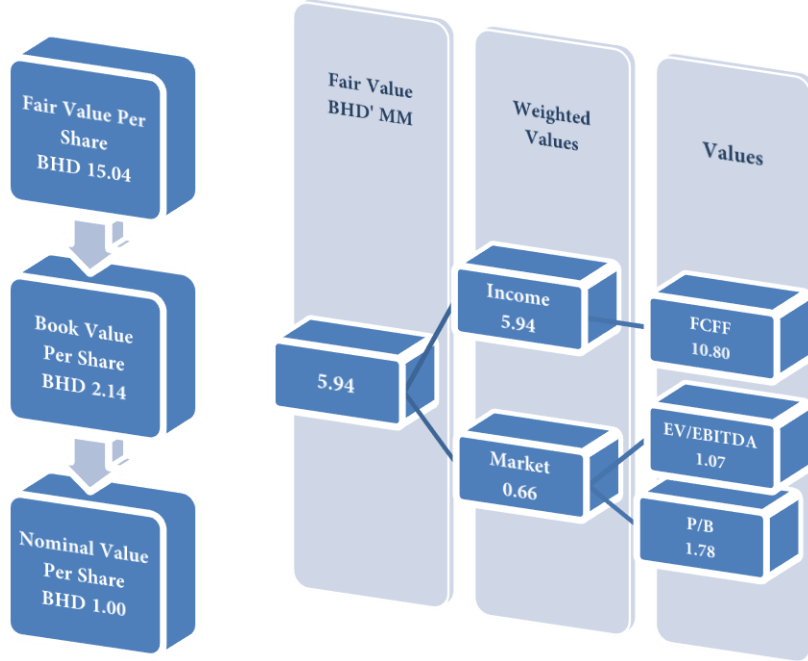
Gulf CX  
شركة الخليجية لخبرة العملاء

قطاع الاتصالات | البحرين آسيا

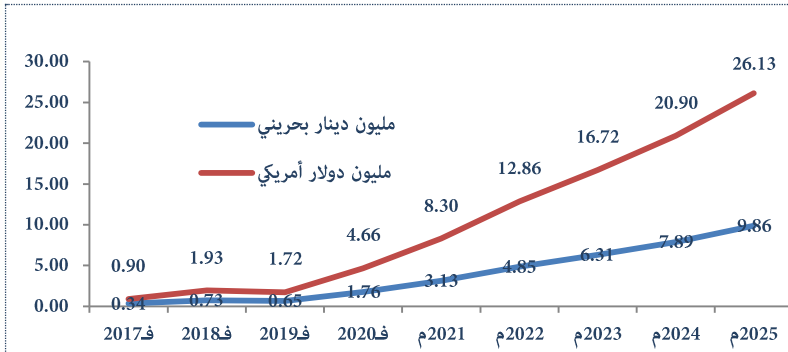
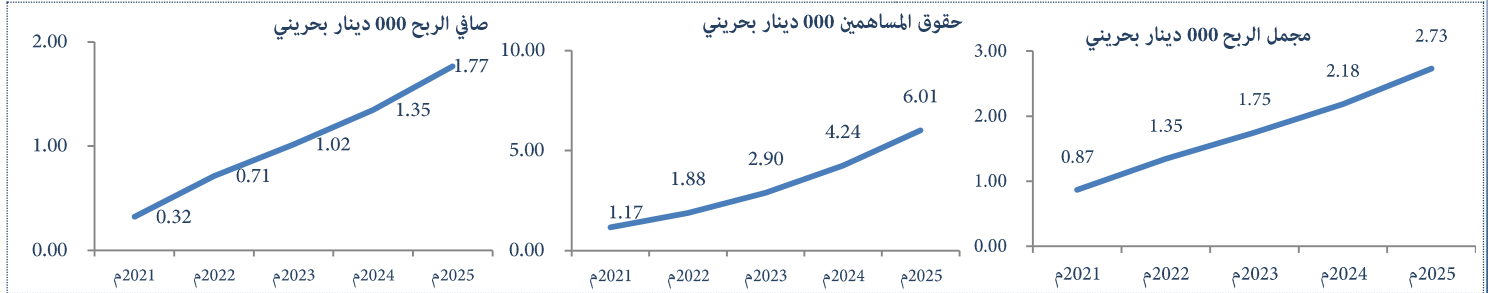
## أ. الملخص التنفيذي

### Enterprise Fair Value | القيمة العادلة للمنشأة

تم الاعتماد في تحديد القيمة العادلة لشركة الخليج لخبرة العملاء، على استخدام منهجين للتقييم وهما منهج الدخل ومنهج السوق، حيث تم الاعتماد على منهج الدخل Income Approach على التدفقات النقدية المتاحة للمنشأة FCFF، في حين اعتمد منهج السوق Market Approach على مضاعفات القيمة الدفترية P/B ومضاعف قيمة المنشأة EV/EBITDA. ليتم الترويج بين القيمة المستخلصة وفقاً لمنهج التقييم لتبلغ القيمة السوقية المرجحة للمنشأة وفقاً للمعطيات والمحددات والمعايير المشار إليها 6,598,820 دينار بحريني "فقط ستة مليون وخمسمائة وثمانية وتسعون ألف وثمانمائة وعشرون دينار بحريني"، وتم خصم منها معالجة وتسويات بواقع خصم مخاطر الاستثمار 10%، لتصبح القيمة العادلة للمنشأة 5,938,938 دينار بحريني "فقط خمسة مليون وتسعمائة وثمانية وثلاثون ألف وتسعمائة وثمانية وثلاثون دينار بحريني"، بواقع 15.04 دينار بحريني للسهم - 395,001 سهم - "فقط خمسة عشر دينار بحريني وأربعة فلس للسهم".



التقييم المرجح	الوزن المرجح	التقييم	منهج التقييم   مليون دينار بحريني
5.94	%55	10.80	منهج الدخل Income Approach
0.66	%45	2.86	منهج السوق Market Approach
0.66	معالجات وتسويات		
5.94	القيمة العادلة للمنشأة		



### المبيعات التاريخية والمتوقعة | Historical & Forecasted Revenues

المبيعات: 2017	0.34 مليون دينار بحريني   0.90 مليون دولار أمريكي
المبيعات: 2018	0.73 مليون دينار بحريني   1.93 مليون دولار أمريكي
المبيعات: 2019	0.65 مليون دينار بحريني   1.72 مليون دولار أمريكي
المبيعات: 2020	1.76 مليون دينار بحريني   4.66 مليون دولار أمريكي
المبيعات: 2021	3.13 مليون دينار بحريني   8.30 مليون دولار أمريكي
المبيعات: 2022	4.85 مليون دينار بحريني   12.86 مليون دولار أمريكي
المبيعات: 2023	6.31 مليون دينار بحريني   16.72 مليون دولار أمريكي
المبيعات: 2024	7.89 مليون دينار بحريني   20.90 مليون دولار أمريكي
المبيعات: 2025	9.86 مليون دينار بحريني   26.13 مليون دولار أمريكي

### ز. التقييم:

#### ز/1 منهج وطرق التقييم المستخدمة:

تحدد المناهج الأكثر ملاءمة لتقييم الشركة الخليجية لخبرة العملاء، في ضوء طبيعة وخصائص والمرحلة العمرية للمنشأة، والنظرة المستقبلية لها وكذلك في ضوء الهدف المراد من التقييم، وطبقاً للمعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت والصادرة من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية بالقرار رقم (1) لسنة 2017 بتاريخ 2017/1/18، وفي هذا الصدد فقد قمنا بالخطوات التالية:

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

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

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

– وضع الأسس التي سيبني عليها التقديرات المستقبلية للسنوات المالية القادمة 2025-2021، والتحقق من ملاءمة الافتراضات الناتجة وأنها توفر أساس معقول للتنبؤات المشار إليها؛

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

– وبناءً على ما سبق، فقد تم بناء أسس التوقعات والافتراضات المستقبلية للسنوات المالية القادمة 2025-2021 على أساس القوائم المالية التاريخية عن السنوات المالية المنتهية في 2017 و2018 و2019 و2020، وأنه لم ينم إلي علمنا ما يدعو للاعتقاد بأن الافتراضات الناتجة عن هذه الأسس لا توفر أساس معقول للتنبؤات المشار إليها، وقد تم الاعتماد على استخدام منهجين وثلاث طرق للتقييم لتحديد القيمة العادلة للشركة الخليجية لخبرة العملاء، شركة مساهمة بحرينية، حيث تم استخدام طريقة للتقييم وفقاً لمنهج الدخل وهي خصم التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمنشأة FCFE، وطريقتين للتقييم وفقاً لمنهج السوق وهي مضاعف القيمة الدفترية P/B ومضاعف قيمة المنشأة EV/EBITDA

#### منهج الدخل:

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

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

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

– ألا يتجاوز معدل النمو المستدام المستخدم معدل نمو الناتج القومي؛

– يتعين اجراء تسويات على القيم الناتجة من عملية التقييم لكي تشمل أمور لم تدخل ضمن تنبؤات التدفق النقدي ولا معامل الخصم المستخدم، كتضمين تسويات تخص إمكانية تسويق حصة الملكية محل التقييم و/ او ما إذا كانت حصة مسيطرة ام غير مسيطرة في المنشأة محل التقييم.

#### طريقة خصم التدفقات النقدية الحرة للمنشأة DCF-FCFF:

– تقدير التدفقات النقدية الحرة للمنشأة خلال سنوات التنبؤ وتمثل في التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل مضافاً إليها (المصروفات التمويلية \* (1- الضرائب)) ومطروحاً منه الإستثمارات في الأصول والإستثمارات في الشركات التابعة ؛

– تقدير القيمة المتبقية فيما بعد سنوات التنبؤ [صافي التدفقات النقدية لعام 2025 × (1+ معدل النمو المستدام) ÷ (المتوسط المرجح لتكلفة التمويل عام 2025 - معدل النمو المستدام)]:

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

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

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

الإستثمارات في الأصول والإستثمارات في الشركات التابعة = الإضافات في الأصول والإستثمارات في الشركات التابعة - المتحصلات من الأصول والإستثمارات في الشركات التابعة يكون معدل النمو المستدام هو المعدل المتوقع تحقيقه للمنشأة بشكل دائم ومستمر الى مالا نهاية بوصولها الى مرحلة النضج، وفي اغلب الأحوال لا يجاوز معدل النمو المستدام معدل النمو العام والمعلن من قبل بعض المصادر الموثوق بها، وقد تم الاعتماد على معدل النمو المستدام الـ GDP طبقاً لتوقعات المصرف البحرينى المركزي بمعدل 1.50%؛

### 2/2 أسس اختيار المجموعة المشابهة:

تم تحديد المجموعة المشابهة للتقييم وفقاً لمنهج السوق وكذلك بغرض احتساب البينة لتكلفة رأس المال وفقاً لـ CAPM من خلال تحديد مجموعة الشركات المماثلة للمنشأة محل التقييم وتم الاعتماد على بيانات وأحصاءات دامودران لقطاع الاتصالات والخدمات الاستهلاكية وفقاً لتصنيف دامودران وذلك للشركات المثيلة التي تعمل في قطاع الاتصالات والخدمات الاستهلاكية أو شركات قابضة لها نسبة السيطرة على شركات الاتصالات والخدمات الاستهلاكية، وكانت الشركات المثيلة كما يلي:

Name	P/E	P/B	P/S
Aswath Damodaran (Telecom. Services)	59.25	1.35	1.36
Aswath Damodaran (Business & Consumer Services)	89.33	3.13	2.01
<b>Median (Emerging Markets)</b>	<b>74.29</b>	<b>2.24</b>	<b>1.69</b>

Name	ROI	EV/EBITDA	Beta
Aswath Damodaran (Telecom. Services)	0.07	6.09	0.85
Aswath Damodaran (Business & Consumer Services)	0.09	20.35	0.81
<b>Median (Emerging Markets)</b>	<b>0.08</b>	<b>13.22</b>	<b>0.83</b>

Name	Stat Tx Rt	Debt/Equity	Unlevered BETA
Aswath Damodaran (Telecom. Services)	0.15	0.46	0.61
Aswath Damodaran (Business & Consumer Services)	0.13	0.13	0.72
<b>Median (Emerging Markets)</b>	<b>0.14</b>	<b>0.30</b>	<b>0.67</b>

ثم تم استخدام معامل تسويات وفقاً لرؤية المحللين الماليين القائمين بأعمال التقييم لتعديل البيانات والأحصاءات لتعكس الاختلافات بين الخصائص الفنية والقانونية والاقتصادية للمنشأة محل التقييم مع المجموعة المشابهة وبيانات وأحصاءات دامودران للشركة الخليجية لخبرة العملاء.

### 3/3 أسس ترجيح نتائج التقييم:

وفقاً للظروف والمحددات التي تم ذكرها، فإنه قد تم استخدام منهجين للتقييم وهما منهج الدخل ومنهج السوق لتحديد القيمة العادلة للشركة الخليجية لخبرة العملاء، شركة مساهمة بحرينية، وتم ترجيح نتائج التقييم بواقع 55% لمنهج الدخل باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية للمنشأة 45% لمنهج السوق بواقع 20% لمضاعف قيمة المنشأة و25% لمضاعف القيمة الدفترية وذلك للتوصل وتحديد القيمة العادلة للمنشأة.

وفي ظل عدم تباعد القيم الناتجة والمستخلصة من طريقة مضاعف القيمة الدفترية وطريقة مضاعف قيمة المنشأة بمنهج السوق تم الاعتماد عليهم في التقييم وفقاً لمنهج السوق؛ حيث أنه وفقاً لطريقة مضاعف القيمة الدفترية تم استخلاص قيمة 1,783,758 دينار بحريني وأستخلصت طريقة مضاعف قيمة المنشأة قيمة 1,074,707 دينار بحريني، وتم ترجيح التقييم وفقاً لطريقة مضاعف القيمة الدفترية بوزن أكبر من طريقة مضاعف قيمة المنشأة.

### ثانياً: منهج السوق:

يستنتج منهج السوق قيمة المنشأة محل التقييم من خلال مقارنتها بغيرها من المنشآت المثيلة في ضوء المبدأ الاقتصادي الذي ينص على ان الاصول او المنشآت المتشابهة تقيم بسعر مشابه "The Law of One Price"، وتمثل المضاعفات الاسلوب الاكثر شيوعا في قياس القيمة وفقا لهذا المنهج، وفيما يلي الاعتبارات الخاصة بهذا المنهج:

- تشابه مجموعات المنشأة المقارنة من حيث الصناعة، الحجم، الحصة السوقية وحجم النشاط بالمنشأة محل التقييم؛
- يتعين توافر البيانات اللازمة عن المجموعة المشابهة كالأسعار السوقية لها، وفي حالة وجود صفقات خاصة تمت على أسهمها، فيجب أن تتسم تلك الصفقات بالعدالة وأن تكون تمت بين أطراف مستقلة المصالح، وذلك حتى يتسنى للمقيم الاعتماد على أسعارها؛

### طريقة مضاعف قيمة المنشأة EV/EBITDA:

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

### طريقة مضاعفات القيمة الدفترية P/B:

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

### ز/4 معالجة نتائج التقييم

– خصم مخاطر الاستثمار بمقدار 10% من القيمة السوقية للمنشأة –  
لمواجهة مخاطر الاستثمار؛

### ز/5 القيمة التي توصل إليها التقرير

#### ز/1.5 القيمة الدفترية للمنشأة:

تبلغ القيمة الدفترية "طبقاً للقوائم المالية في 31 ديسمبر 2020 المعتمدة والمدققة للشركة الخليجية لخدمة العملاء، شركة مساهمة بحرينية، 843,898 دينار بحريني "فقط ثمانمائة وثلاثة وأربعون ألفاً وثمانمائة وثمانية وتسعون دينار بحريني فقط لا غير". فيما بلغت القيمة الأسمية للشركة الخليجية لخدمة العملاء، 395,001 دينار بحريني "فقط ثلاثمائة وخمسة وتسعون ألف وواحد دينار بحريني لا غير".

#### ز/2.5 القيمة السوقية | القيمة العادلة للمنشأة:

وفي ضوء الأسس والمبادئ العامة والتفصيلية للتقييم ونطاق الأعمال والمنهجية المتبعة التي تم الاعتماد عليها في تحديد القيمة العادلة للشركة الخليجية لخدمة العملاء، شركة مساهمة بحرينية، فقد بلغت القيمة السوقية المرجحة للمنشأة وفقاً للمعطيات والمحددات والمعايير المشار إليها سابقاً 6,598,820 دينار بحريني "فقط ستة مليون وخمسمائة وثمانية وتسعون ألف وثمانمائة وعشرون دينار بحريني فقط لا غير"، وتم خصم منها معالجة وتسويات وفقاً للبند (ز/4 معالجة نتائج التقييم) بقيمة 659,882 دينار بحريني، لتصبح القيمة العادلة للمنشأة 5,938,938 دينار بحريني "فقط خمسة مليون وتسعمائة وثمانية وثلاثون ألف وتسعمائة وثمانية وثلاثون دينار بحريني لا غير" بواقع 15.04 دينار بحريني للسهم – 395,001 سهم – "فقط خمسة عشر دينار بحريني وأربعة فلس للسهم"، وذلك كما يلي:

#### وفيما يلي تفاصيل ومكونات وآليات احتساب القيمة العادلة للمنشأة:

مناهج وطرق التقييم	دينار بحريني	الوزن المرجح	دينار بحريني
منهج الدخل   خصم التدفقات النقدية للمنشأة	10,796,253	55%	5,937,939
منهج السوق   مضاعف القيمة الدفترية	1,783,758	25%	445,939
منهج السوق   مضاعف قيمة المنشأة	1,074,707	20%	214,941
	القيمة المرجحة		6,598,820
	خصم مخاطر الاستثمار		659,882
	القيمة العادلة للمنشأة		5,938,938
	عدد الأسهم		395,001
	قيمة السهم		15.04