

تقييم كامل الأسهم
لشركة نفانس القابضة ش.م.ك. (عامّة)
("نفانس" أو "الشركة")

تاريخ التقرير: يناير 2016

Consultia Research

خدماتنا:

الخدمات المصرفية الاستثمارية:

تأسيس الشركات
عروض الاكتتاب المبدئية
عمليات الدمج والاستحواذ
الملكيات الخاصة
تمويل عمليات التطوير والنمو
البيع
التطوير

الخدمات الاستشارية:

استشارات إعادة الهيكلة
استشارات الإدراج في أسواق المال
الأبحاث
التقييم
دراسات الجدوى
الدراسات النافية للجهالة

معلومات الاتصال:

الكويت، مدينة الكويت، الشرق، برج جلوبال، الدور 13، مكتب رقم 1
ص.ب. 3758 الصفاة 13038 الكويت

هاتف: +965-22475636:

فاكس: +965-22475637:

البريد الإلكتروني: info@consultia.com.kw

الموقع الإلكتروني: www.consultia.com.kw

جدول المحتويات

1. الغرض من التقرير.....4
2. نظرة عامة على الشركة.....4
3. نظرة اقتصادية عامة.....6
4. التقييم المالي التاريخي.....8
5. التقييم.....12
6. الحصة من السوق بعد الحيابة.....15

1. الغرض من التقرير

تقوم شركة كونسولتيا للاستشارات الإدارية والاقتصادية بدور مستشار الاستثمار لشركة بوبيان للبتروكيماويات ("شركة بوبيان") فيما يتعلق بشراء حصة مسيطرة من أسهم شركة نفائس القابضة. حيث تقوم شركة كونسولتيا للاستشارات بتقدير السعر العادل لسهم شركة نفائس بغرض تقديم عرض استحواذ اختياري لحيازة نسبة 51% على الأقل من أسهم شركة نفائس القابضة. ويتمثل الغرض من هذا التقرير في تحديد السعر العادل لسهم شركة نفائس القابضة

2. نظرة عامة على الشركة

2.1. التأسيس والأنشطة

شركة نفائس القابضة هي شركة كويتية مساهمة عامة تعمل في تقديم خدمات الرعاية الصحية وإنشاء وإدارة المدارس والمعاهد والمؤسسات ومراكز التدريب. وتنظم الشركة دورات تدريبية، كما تقوم بتملك وتشغيل العقارات والممتلكات المنقولة وتستثمر فائض أموالها من خلال المحافظ المدارة من قبل مؤسسات متخصصة في إدارة المحافظ. كما تملك الشركة وتدير مدرستين في الكويت هما: مدرسة التكامل الدولية، ومدرسة الخليج الإنجليزية. أما الشركات التابعة للشركة فمن بينها شركة التفوق للخدمات التعليمية ذ.م.م، شركة المزون العقارية ذ.م.م، شركة تدرس العقارية ذ.م.م، شركة التفوق الدولية للخدمات التعليمية ذ.م.م. شركة المنصور للخدمات التعليمية.

| اسم الشركة | شركة نفائس القابضة ش.م.ك. |
|----------------------|---------------------------|
| تاريخ التأسيس | 1984/10/31 |
| تاريخ الإدراج | 2005/05/03 |
| رأس المال المدفوع | 42,129,651 دينار كويتي |
| القيمة الاسمية السهم | 100 فلس |
| عدد الأسهم المصدرة | 421,296,510 سهم |
| عدد أسهم الخزانة | 8,058,684 سهم |
| عدد الأسهم القائمة | 413,237,826 سهم |

المصدر/ سوق الكويت للأوراق المالية

2.2. المساهمون

| الاسم الكامل | نوع الإفصاح | النسبة (%) | التاريخ |
|--|------------------|------------|------------|
| شركة برهان القابضة | غير مباشر | 6.110 | 2015/01/12 |
| عدنان محمد عبد العزيز الوزان | مباشر وغير مباشر | 7.120 | 2014/03/09 |
| صلاح محمد عبد العزيز الوزان | مباشر وغير مباشر | 7.320 | 2014/03/09 |
| سعد عبد العزيز الوزان | مباشر وغير مباشر | 7.120 | 2014/04/23 |
| شركة مجموعة اليمامة القابضة | غير مباشر | 10.480 | 2015/10/04 |
| مجموعة الأوراق الخامسة للتجارة العامة والمقاولات | غير مباشر | 26.874 | 2015/01/12 |
| شركة مشارف العالمية العقارية | غير مباشر | 5.540 | 2015/10/06 |
| شركة بوبيان للبتروكيماويات | غير مباشر | 16.879 | 2015/11/24 |

المصدر/ سوق الكويت للأوراق المالية

2.3. أعضاء مجلس الإدارة

| الاسم | المنصب |
|---------------------------------|------------------------|
| الشيخ/ فيصل فهد يوسف الصباح | رئيس مجلس الإدارة |
| قتيبة عدنان محمد الوزان | نائب رئيس مجلس الإدارة |
| علي يوسف حسين العوضي | عضو |
| عبدالعزیز زيد عبدالعزیز السبيعي | عضو |
| عارف ياسين أحمد الياسين | عضو |
| قتيبة عدنان محمد الوزان | الرئيس التنفيذي |

المصدر/ سوق الكويت للأوراق المالية

2.4. مراقبي الحسابات

- كي بي ام جي صافي المطوع وشركاه.

- مكتب الواحة لتدقيق الحسابات.

المصدر/ سوق الكويت للأوراق المالية

2.5. أنشطة الشركة

تتضمن أنشطة الشركة: الاستثمار في قطاعات مختلفة، تملك وتشغيل الجامعات والمدارس ومراكز التدريب والمستشفيات، الاستثمار والتطوير العقاري، الاستشارات، الدعاية والإعلان، الطباعة والنشر وتنظيم المعارض والمؤتمرات.

الخدمات التعليمية:

يعمل معهد التعليم الاهلي في تقديم الخدمات التعليمية وفق المناهج الأمريكية، وتملك في الكويت مدرسة الخليج الإنجليزية ومدرسة التكامل الدولية. ولدى شركة نفائس حضور أكبر من خلال شركتها الزميلة، المجموعة التعليمية القابضة والتي تبلغ حصة نفائس فيها 32.8%، وهي أول شركة تعليمية تدرج أسهمها في سوق الكويت للأوراق المالية وذلك في عام 1993. كما تملك المجموعة التعليمية القابضة من خلال شركاتها الزميلة جامعة الخليج للعلوم والتكنولوجيا وأكاديمية الإبداع الأمريكية.

الرعاية الصحية:

شركة المواساة للخدمات الطبية هي شركة زميلة لشركة نفائس القابضة حيث تبلغ حصة نفائس غير المباشرة فيها نسبة 46.667%، كما يعتبر مستشفى المواساة الجديد من أهم وأشهر المستشفيات في الكويت وهي حالياً بصدد إضافة مزيد من التوسعات، وتنوي افتتاح أول مركز للصحة الوقائية في مركز المنشر في الكويت. وسيكون بالمركز ستة عيادات متخصصة لخدمة المجتمع بما في ذلك طب الأسرة والأمراض الجلدية وطب الأطفال، فضلاً عن الخدمات التشخيصية المتميزة. ويعتبر هذا المفهوم جديداً في الكويت مما يمكن المستشفى من تبوأ الريادة في تقديم الخدمات الطبية من خلال خمس مواقع إضافية في الكويت من إجمالي ستة مواقع إضافة إلى المستشفى الرئيسي والعيادات الخارجية.

التمويل والاستثمار:

شركة موارد المتحدة للإستثمار ش.م.ك (مقفلة) هي شركة زميلة لشركة نفائس القابضة، ويبلغ رأسمالها 16.9 مليون دينار كويتي، وتركز على إدارة الأصول وأنشطة استثمارية أخرى وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وهي أيضاً متخصصة في إدارة الأصول لصالح الأطراف الأخرى.

3. نظرة اقتصادية عامة

3.1. اقتصاد دول مجلس التعاون الخليجي

تملك الكويت سادس أعلى احتياطات نفطية في العالم، والثاني على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي بعد المملكة العربية السعودية، مما يعكس المستويات المرتفعة من الثروات الوطنية. وتشير تقديرات صندوق النقد الدولي إلى أن الناتج المحلي الإجمالي لكل فرد في الكويت بلغ 28,687 دولار أمريكي في 2015 مقارنة بمبلغ 40,920 دولار أمريكي في 2014، ويعود هذا الانخفاض إلى التراجع الحاد في الأسعار العالمية للنفط الخام.

شهدت الكويت تراجعاً في النمو الاقتصادي خلال 2014 حيث تراجع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 5.7% بسبب الانخفاض بنسبة 10.6% في القطاع النفطي في ظل استمرار الإنتاج بمستوياته الحالية وانخفاض أسعار النفط. ورغم النمو الذي شهده القطاع الغير نفطي بنسبة 3.8%، إلا إن هذا النمو كان أقل من النمو خلال الفترة 2011-2013 والذي بلغ 7.2% في المتوسط.

| 2016 متوقع | 2015 متوقع | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | |
|------------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|---|
| | | | | | | | الهيكل والأداء الاقتصادي |
| 119.2 | 117.9 | 163.6 | 174.2 | 174 | 154 | 115.4 | الناتج المحلي الإجمالي (بليون دولار) |
| 4.2 | 4.1 | 4 | 3.9 | 3.8 | 3.7 | 3.6 | السكان (مليون) |
| 28,204 | 28,687 | 40,920 | 44,773 | 45,984 | 41,836 | 32,221 | الناتج المحلي الإجمالي للفرد (دولار) |
| - | - | 70,686 | 71,385 | 71,613 | 67,131 | 61,124 | الناتج المحلي الإجمالي للفرد - تعادل القوة الشرائية (دولار) |
| 2.4 | (23.8) | (5.7) | 1.4 | 14.6 | 28.5 | 8.5 | الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (نسبة التغير، د.ك.) |
| 2 | 1.4 | (1.6) | 0.8 | 7.7 | 10.6 | (2.4) | الناتج المحلي الإجمالي (نسبة التغير) |
| 3 | 3.3 | 2.9 | 2.7 | 3.2 | 4.9 | 4.5 | التضخم، مؤشر الأسعار الاستهلاكية، نسبة التغير) |
| 21 | 20.8 | 15.1 | 14.1 | 12.8 | 13.5 | 17.7 | إجمالي الاستثمارات / الناتج المحلي الإجمالي |
| 29 | 31.4 | 52.4 | 58.5 | 61.3 | 60.9 | 54 | إجمالي المدخرات المحلية / الناتج المحلي الإجمالي |
| | | | | | | | التمويل الحكومي |
| 52.2 | 54.1 | 66.7 | 73.5 | 71.9 | 69.6 | 66 | الإيرادات الحكومية العامة / الناتج المحلي الإجمالي |
| 52.1 | 52.7 | 50.2 | 38.7 | 37.3 | 37.7 | 41.8 | المصروفات الحكومية العامة / الناتج المحلي الإجمالي |
| 0.1 | 1.4 | 16.5 | 34.8 | 34.5 | 31.9 | 24.2 | الأرصدة المالية الحكومية العامة / الناتج المحلي الإجمالي |

المصدر/ صندوق النقد الدولي، بحوث كامكو

تعتمد الحكومة الكويتية بصورة كبيرة على الإيرادات النفطية بما يمثل 80% من إجمالي الإيرادات المالية. وسجلت الكويت تاريخياً فائضاً في الموازنة، لذلك بلغ الدين الحكومي مستويات متدنية. وقد أثر تراجع أسعار النفط على كافة الدول المصدرة للنفط ولكن التأثير على الكويت كان محدوداً نسبياً مقارنة بدول مجلس التعاون الخليجي الأخرى بسبب سعر التعادل المنخفض في الموازنة الحكومية وبحسب توقعات صندوق النقد الدولي يبلغ سعر التعادل 47 دولار للبرميل لسنة 2015 و2016 (وتشمل هذه التقديرات الإيرادات الاستثمارية).

الكويت، مدينة الكويت، الشرق، برج جلوبال، الدور 13، مكتب رقم 1
ص.ب. 3758 الصفاة 13038 الكويت، هاتف 22475636 فاكس 22475637
البريد الإلكتروني: info@consultia.com.kw الموقع الإلكتروني: www.consultia.com.kw

تتوقع الكويت عجزاً في موازنة 2015 (1 أبريل 2015 إلى 31 مارس 2016) بمبلغ 7 بليون دينار كويتي، مع وصول الإنفاق إلى مبلغ 19.2 بليون دينار كويتي والإيرادات إلى 12.2 بليون دينار كويتي. ومع ذلك، تفترض التوقعات الحكومية سعر النفط بمبلغ 45 دولار للبرميل. ونتيجة لتراجع أسعار النفط، فمن المتوقع أن تستمر الكويت فقط في بعض مشروعات البنية التحتية الرئيسية التي أعلنت عنها ضمن خطة التنمية الخمسية (أبريل 2015 إلى مارس 2020) بقيمة 34 بليون دينار كويتي. إضافة إلى ذلك، فقد قامت الكويت بتحويل 25% من الإيرادات للسنتين 2013 و2014 إلى صندوق احتياطي الأجيال المستقبلية القائمة عليه الهيئة العامة للاستثمار، وانخفضت هذه النسبة إلى 10% للسنة المالية 2015 بسبب الظروف المالية المتأزمة.

ولمواجهة التحديات المالية الراهنة نتيجة تراجع أسعار النفط العالمية، تدرس الحكومة الكويتية عدة خيارات منها إصدار سندات دين/صكوك فضلاً عن خطوات إصلاحية جادة. جدير بالذكر أن الكويت ليس عليها أي ديون خارجية سيادية، ويصل مستوى الدين المحلي إلى مستويات متدنية للغاية، حيث يمثل الدين الحكومي العام حوالي 6% من الناتج المحلي الإجمالي خلال 2014. وبسبب مستوى الإنفاق الحالي بنسبة 79% من إجمالي الإنفاق في 2014، زادت الضغوط من أجل تعديل الدعم الحالي.

من جهة أخرى، تسجل الكويت أدنى مستويات لأسعار النفط التعادلية الخارجية بين الدول الإقليمية المصدرة للنفط. ويتوقع صندوق النقد الدولي أن يظل سعر النفط التعادلي الخارجي أقل من 40 دولار للبرميل طوال 2016. ووفقاً للبيانات من مكتب الإحصائيات المركزية، بلغت الصادرات النفطية 52% على أساس سنوي خلال الربع الأول من 2015، ومن المتوقع أن تنخفض الصادرات النفطية للسنة بنسبة 47% مقارنة بعام 2014. وتتوقع وكالة موديز أن ينخفض فائض الحساب الجاري ليصل إلى مستوى معقول بنسبة 10% من الناتج المحلي الإجمالي في 2015 من متوسط 38.5% على مدى السنوات الخمس الأخيرة.

3.2. زيادة أسعار الفائدة

بحسب التوقعات، رفع البنك الفدرالي الأمريكي أسعار الفائدة لأول مرة خلال فترة ثمان سنوات ليتراوح بين 0.25% و0.5% بعد أن كان صفر إلى 0.25% منذ 2008. ومن المتوقع أن يرتفع هذا المعدل في المستقبل القريب ولكن بشكل تدريجي. ولا شك، فإن هذه الزيادة وإن كانت طفيفة تعطي مؤشراً إيجابياً للمستثمرين وتعزز من ثقتهم في النمو الاقتصادي والتوقعات بارتفاع أسعار الفائدة في المستقبل القريب.

وانعكس ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية على منطقة دول مجلس التعاون الخليجي على الفور، حيث قامت كل من الكويت والسعودية والبحرين برفع أسعار الفائدة أيضاً. ففي الكويت، قرر بنك الكويت المركزي رفع سعر الخصم بمعدل 25 نقطة أساس إلى 2.25%، في حين رفعت السعودية معدل اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس للإيداع لليلية واحدة بمعدل 25 نقطة أساس إلى 0.5%. ورفعت البحرين معدل الفائدة لليلة واحدة بمعدل 25 نقطة أساس إلى 0.5%. وقد كانت هذه الخطوة متوقعة بعد أن قامت دول مجلس التعاون الخليجي (باستثناء الكويت) بربط عملاتها بالدولار الأمريكي، في حين قامت الكويت بربط عملتها بسلة من العملات الرئيسية. وتعتبر الزيادة في سعر الخصم المعلن من بنك الكويت المركزي هي الأولى منذ 2012. ومن المتوقع أن تؤدي الزيادة في المعدلات المقارنة الأخرى إلى زيادة في تكلفة الإقراض للشركات، ومن ثم ستؤثر على ربحيتها.

4. التحليل المالي التاريخي للشركة

4.1. بيان الدخل:

| بيان الدخل | 2015 9 أشهر | 2014 | 2013 |
|--|------------------|------------------|------------------|
| الإيرادات التشغيلية | 9,149,486 | 11,524,140 | 11,330,279 |
| التكاليف التشغيلية | -4,535,347 | -6,422,987 | -6,406,443 |
| إجمالي الربح | 4,614,139 | 5,101,153 | 4,923,836 |
| إيرادات أخرى | 455,851 | 1,697,750 | 986,604 |
| مصروفات عمومية وإدارية | -1,185,743 | -3,436,970 | -2,236,591 |
| خسارة انخفاض القيمة على أصول متاحة للبيع | -9,625 | -254,888 | 0 |
| ربح بيع شركة تابعة | 0 | 0 | 528,849 |
| خسارة بيع جزء من شركة مستثمر فيها تم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية | 0 | -242,516 | 0 |
| ربح بيع أصول | 0 | 2,499,220 | 0 |
| الأرباح التشغيلية | 3,874,622 | 5,363,749 | 4,202,698 |
| أعباء تمويل | -29,385 | -950,279 | -1,061,373 |
| حصة من ربح شركات مستثمر فيها تم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية | 1,991,426 | 2,465,544 | 2,659,495 |
| انخفاض قيمة شركات مستثمر فيها تم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية | -2,464,907 | 0 | 0 |
| خسارة بيع شركات مستثمر فيها تم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية | -363,823 | 0 | 0 |
| عكس مخصص مقابل طرف ذي صلة | 1,868,876 | 0 | 0 |
| صافي الربح قبل حصة مؤسسة الكويت للتقدم العلمي وضريبة دعم العمالة الوطنية والزكاة ومكافأة أعضاء مجلس الإدارة | 4,876,809 | 6,879,014 | 5,800,820 |
| حصة مؤسسة الكويت للتقدم العلمي | -20,126 | -50,807 | -40,375 |
| ضريبة دعم العمالة الوطنية | -64,262 | -176,800 | -66,999 |
| الزكاة | -25,705 | -73,025 | -36,431 |
| مكافأة أعضاء مجلس الإدارة | 0 | 0 | -30,000 |
| صافي الربح | 4,766,716 | 6,578,382 | 5,627,015 |

المصدر/ البيانات المالية للشركة

4.1.1. الإيرادات التشغيلية

زادت الإيرادات لفترة التسعة أشهر من 2015 بنسبة 8.9% لتصل إلى 9.2 مليون دينار كويتي مقارنة مع تلك المحقة خلال فترة التسعة أشهر من 2014 والبالغة 8.4 مليون دينار كويتي، وزادت بنسبة 1.7% لتصل إلى 11.5 مليون دينار كويتي في 2014 مقارنة بالسنة السابقة. وقد نتجت الإيرادات بالكامل من الخدمات التعليمية، وتحققت 87% من الإيرادات من الكويت و6.5% من مصر والمملكة العربية السعودية.

انخفضت التكاليف التشغيلية كنسبة من الإيرادات من 56% في 2014 إلى 50% خلال التسعة أشهر من 2015. وخلال فترة التسعة أشهر من 2015، انخفضت التكاليف التشغيلية بنسبة 2.2% مقارنة بنفس الفترة من السنة السابقة. ونتيجة لذلك، زاد إجمالي هامش الربحية إلى 50% خلال فترة التسعة أشهر من 2015 مقارنة بنسبة 45% خلال فترة التسعة أشهر من 2014. وتحققت نسبة 96% من مجمل الربح من الكويت و6% من مصر. أما سوق المملكة العربية السعودية، فقد سجل إجمالي هامش خسارة بنسبة 2%.

4.1.2. الأرباح التشغيلية:

انخفضت المصروفات العمومية والإدارية كنسبة من الإيرادات من 30% في 2014 إلى 13% خلال التسعة أشهر من 2015. وخلال 2014، تضمن الجزء الأساسي من المصروفات العمومية والإدارية مخصص غير متكرر مقابل طرف ذي صلة بمبلغ 1.9 مليون دينار كويتي. وباستثناء المخصصات، وصلت نسبة المصروفات العمومية والإدارية كجزء من الإيرادات إلى 14%.

وباستثناء المخصصات، تمثل تكاليف الموظفين الجزء الرئيسي من المصروفات العمومية والإدارية بما يمثل 58% منها (باستثناء المخصصات) خلال 2014 وكانت هذه النسبة هي نفسها تقريباً خلال 2013 (بعد استبعاد الخسارة من تسوية الطرف ذي الصلة).

تم خلال 2014 تسجيل إيرادات غير متكررة بمبلغ 2.5 مليون دينار كويتي من ربح بيع أصول. كما وصلت الإيرادات الأخرى إلى مبلغ 1.7 مليون دينار كويتي خلال 2014 و 0.5 مليون دينار كويتي خلال فترة التسعة أشهر من 2015، وأدت هذه الإيرادات إلى زيادة الأرباح التشغيلية لتصل إلى 5.4 مليون دينار كويتي مقارنة بمبلغ 4.2 مليون دينار كويتي في 2013، ووصلت الأرباح التشغيلية لفترة التسعة أشهر من 2015 إلى 3.9 مليون دينار كويتي مقارنة بمبلغ 3.1 مليون دينار كويتي خلال فترة التسعة أشهر من 2014، أي بزيادة 24%.

زادت الأرباح التشغيلية إلى 47% في 2014 من 37% في 2013، ولكنها انخفضت إلى 42% خلال التسعة أشهر من عام 2015.

| قائمة الدخل مقارنة بالنسبة | 2014 | 2013 | 2015 تسعة أشهر |
|--|--------------|--------------|----------------|
| الإيرادات التشغيلية | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| التكاليف التشغيلية | -55.7% | -56.5% | -49.6% |
| إجمالي الربح | 44.3% | 43.5% | 50.4% |
| إيرادات أخرى | 14.7% | 8.7% | 5.0% |
| مصروفات عمومية وإدارية | -29.8% | -19.7% | -13.0% |
| خسارة انخفاض القيمة على أصول متاحة للبيع | -2.2% | 0.0% | -0.1% |
| ربح بيع شركة تابعة | 0.0% | 4.7% | 0.0% |
| خسارة بيع جزء من شركة مستثمر فيها تم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية | -2.1% | 0.0% | 0.0% |
| ربح بيع أصول | 21.7% | 0.0% | 0.0% |
| الأرباح التشغيلية | 46.5% | 37.1% | 42.3% |
| أعباء تمويل | -8.2% | -9.4% | -0.3% |
| حصة من ربح شركات مستثمر فيها تم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية | 21.4% | 23.5% | 21.8% |
| انخفاض قيمة شركات مستثمر فيها تم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية | 0.0% | 0.0% | -26.9% |
| خسارة بيع شركات مستثمر فيها تم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية | 0.0% | 0.0% | -4.0% |
| عكس مخصص مقابل طرف ذي صلة | 0.0% | 0.0% | 20.4% |
| صافي الربح | 57.1% | 49.7% | 52.1% |

المصدر/ البيانات المالية للشركة، بحوث كونسولتيا

4.1.3. صافي الربح:

بلغت حصة الربح من الشركات المستثمر فيها والتي تم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية 2.5 مليون دينار كويتي في 2014 مقارنة بمبلغ 2.7 مليون دينار كويتي في 2013. وكنسبة من الإيرادات، بلغ صافي الربح 21% في 2014 مقارنة بنسبة 24% في 2013، في حين بلغ 2 مليون دينار كويتي لفترة التسعة أشهر من 2015، أي ما يعادل 22% من إجمالي الإيرادات. وخلال فترة التسعة أشهر من 2015، سجلت الشركة انخفاض في القيمة وخسارة بيع شركات مستثمر فيها تم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية بمبلغ 2.8 مليون دينار كويتي. ومع ذلك، سجلت الشركة عكس مخصص مقابل طرف ذي صلة بمبلغ 1.9 مليون دينار كويتي. نتيجة لذلك، انخفض صافي الربح إلى 4.8 مليون دينار كويتي خلال فترة التسعة أشهر من 2015 مقارنة بمبلغ 6.5 مليون دينار كويتي خلال فترة التسعة أشهر من 2014، أي انخفاض بنسبة 27%.

وفي 2014، زاد صافي الربح إلى 6.6 مليون دينار كويتي مقارنة بمبلغ 5.6 مليون دينار كويتي في 2013، أي زيادة بنسبة 17%. وازداد صافي الهامش من 50% في 2013 إلى 57% في 2014، وانخفض بشكل طفيف إلى 52% خلال فترة التسعة أشهر من 2015.

4.2. الميزانية العمومية:

| الميزانية العمومية | 2014 | 2013 | 2015 تسعة أشهر |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|
| الأصول | | | |
| ممتلكات ومعدات | 13,686,177 | 13,868,411 | 13,303,546 |
| الشهرة | 2,426,205 | 2,426,205 | 2,426,205 |
| عقارات استثمارية | 0 | 0 | 1,435,000 |
| ذمم تجارية وأرصدة مدينة أخرى | 0 | 0 | 270,000 |
| شركات مستثمر فيها تم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية | 49,590,666 | 47,627,832 | 44,596,973 |
| استثمارات متاحة للبيع | 531,386 | 774,056 | 497,638 |
| أصول غير متداولة | 66,234,434 | 64,696,504 | 62,529,362 |
| مخزون | 151,763 | 125,431 | 147,149 |
| ذمم تجارية وأرصدة مدينة أخرى | 1,877,624 | 6,495,196 | 1,040,651 |
| المستحق من أطراف ذات صلة | 3,862,296 | 7,046,568 | 360,785 |
| النقد والأرصدة البنكية | 1,686,577 | 3,330,972 | 5,758,185 |
| أصول متداولة | 7,578,260 | 16,998,167 | 7,306,770 |
| إجمالي الأصول | 73,812,694 | 81,694,671 | 69,836,132 |

المصدر / البيانات المالية للشركة

4.2.1. الأصول:

انخفض إجمالي الأصول بنسبة 5.6% خلال فترة التسعة أشهر من 2015 بسبب بيع استثماريين من استثمارات الشركة مقابل مبلغ 3.1 مليون دينار كويتي، وتم تقاص هذا المبلغ بالمستحق إلى طرف ذي صلة بمبلغ 1.2 مليون دينار كويتي وتحويل عقار استثماري بمبلغ 1.4 مليون دينار كويتي إلى المجموعة وأربعة أقساط متساوية مجموعها 0.5 مليون دينار كويتي. ونتيجة لذلك، حققت المجموعة خسارة بمبلغ 0.4 مليون دينار كويتي. كما سجلت المجموعة خسائر انخفاض القيمة بمبلغ 2.5 مليون دينار كويتي، ومن ثم انخفضت القيمة الدفترية للشركات المستثمر فيها التي تم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية. وانخفضت نسبة الشركات المستثمر فيها والتي تم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية من إجمالي الأصول من 67% في 2014 إلى 64% خلال فترة التسعة أشهر من 2015.

تشكل الشركات المستثمر بها والمحاسب عنها بطريقة حقوق الملكية جزء كبير من اصول الشركة، حيث بلغت في نهاية 2014 مبلغ 49,5 مليون وفي ما يلي توضيح لتوزيع تلك الشركات كما في نهاية 2014:

- تبلغ قيمة الاستثمار في المجموعة التعليمية القابضة في دفاتر نفائس مبلغ 21,2 مليون.
- تبلغ قيمة الاستثمار في الموساة في دفاتر نفائس مبلغ 17,2 مليون دينار.
- تبلغ قيمة الاستثمار في موارد في دفاتر نفائس مبلغ 7,5 مليون.

وكان قد تم بيع شركتي الخط ووربة خلال 2015.

وتأتي الممتلكات والمعدات في المرتبة الثانية من حيث أهم مكونات الأصول بنسبة 19%، حيث تبلغ قيمتها 13.3 مليون دينار كويتي كما في سبتمبر 2015. وبلغ النقد والأرصدة النقدية 5.8 مليون دينار كويتي كما في سبتمبر 2015 بنسبة 8.2% من إجمالي الأصول. مقارنة بمبلغ 1,7 مليون في نهاية 2014 اي زادت الأرصدة النقدية بحوالي 4 مليون دينار كويتي، أي بنسبة 240% بسبب بيع الاستثمارات.

فيما يلي قائمة بالشركات التابعة والشركات المستثمر بها، المحاسب عنها بطريقة حقوق الملكية المملوكة بصورة مباشرة وغير مباشرة لنفائس:

| إسم الشركة | بلد التأسيس | نسبة الملكية | النشاط الرئيسي |
|--|-------------|--------------|----------------------|
| شركة التفوق للخدمات التعليمية ذ.م.م | الكويت | 99% | أنشطة المدارس |
| شركة الأندلس للخدمات التعليمية ذ.م.م | الكويت | 99% | أنشطة المدارس |
| شركة الرواد للخدمات التعليمية ذ.م.م | مصر | 99% | أنشطة المدارس |
| شركة المزون العقارية ذ.م.م | الكويت | 99% | أنشطة عقارية |
| شركة تمدرس العقارية ذ.م.م | الكويت | 99% | أنشطة عقارية |
| مدرسة حديقة الأطفال | السعودية | 75% | أنشطة المدارس |
| شركة التفوق العالمية للخدمات التعليمية ش.م.ك.م | الكويت | 99% | أنشطة المدارس |
| شركة المعالي للخدمات التعليمية ذ.م.م | السعودية | 99% | أنشطة المدارس |
| شركة الرؤية الجديدة للخدمات التعليمية | مصر | 99% | أنشطة المدارس |
| المجموعة التعليمية القابضة ش.م.ك (مقفلة) | الكويت | 32.26% | أنشطة الإستثمار |
| شركة موارد المتحدة للإستثمار ش.م.ك (مقفلة) | الكويت | 36.73% | أنشطة الإستثمار |
| شركة الموساة للرعاية الصحية ش.م.ك (مقفلة) | الكويت | 44.82% | أنشطة الرعاية الصحية |

المصدر/ البيانات المالية للشركة.

4.2.2. المطلوبات وحقوق الملكية:

بلغت نسبة حقوق الملكية 89% من إجمالي التمويل كما في الربع الثالث من سنة 2015، بزيادة من 83% في 2014. ويعتبر رأس المال هو العنصر الأساسي من حقوق الملكية بمبلغ 42 مليون دينار كويتي كما في سبتمبر 2015 وبنسبة 60% من إجمالي التمويل. بلغت حقوق الملكية 62 مليون دينار كويتي كما في سبتمبر 2015.

وبالنسبة للمطلوبات، بلغت نسبة الذمم التجارية والأرصدة الدائنة الأخرى 5.5% كما في سبتمبر 2015 مقارنة بنسبة 9.3% في 2014، وكانت قد انخفضت من 6.9 مليون دينار كويتي في 2014 إلى 3.8 مليون دينار كويتي كما في سبتمبر 2015.

انخفضت نسبة الرفع المالي (الدين) بسبب انخفاض دائني المراجعة من 10.3 مليون دينار كويتي في 2013 إلى 2.8 مليون دينار كويتي في 2014 و0.2 مليون دينار كويتي كما في سبتمبر 2015. ونتيجة لذلك، انخفضت نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية من 47% في 2013 إلى 12% كما في سبتمبر 2015.

| الميزانية العمومية | 2013 | 2014 | 2015 تسعة أشهر |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| حقوق الملكية | | | |
| رأس المال | 42,129,651 | 42,129,651 | 42,129,651 |
| أسهم خزانة | -844,216 | -844,216 | -844,216 |
| علاوة إصدار أسهم | 432,105 | 432,105 | 432,105 |
| احتياطي قانوني | 1,047,054 | 1,736,563 | 1,736,563 |
| احتياطي اختياري | 1,047,054 | 1,736,563 | 1,736,563 |
| احتياطي تحويل عملات أجنبية | -981,085 | -2,121,324 | -2,104,026 |
| احتياطي القيمة العادلة | -360,945 | 363,047 | 353,887 |
| فائض إعادة التقييم | 5,223,829 | 5,223,829 | 5,223,829 |
| احتياطيات أخرى | -625,559 | -625,559 | -625,559 |
| ارباح مرحلة | 8,277,428 | 13,492,868 | 14,136,965 |
| حقوق الملكية العائدة للشركة الأم | 55,345,316 | 61,523,527 | 62,175,762 |
| حصة غير مسيطرة | 50,923 | 36,247 | 27,577 |
| إجمالي حقوق الملكية | 55,396,239 | 61,559,774 | 62,203,339 |
| المطلوبات | | | |
| دائنو مرابحة | 6,056,851 | 0 | 0 |
| التزامات تأجير تمويلي | 138,712 | 113,746 | 112,828 |
| مكافأة نهاية الخدمة | 1,062,385 | 1,148,266 | 1,109,483 |
| مطلوبات غير متداولة | 7,257,948 | 1,262,012 | 1,222,311 |
| دائنو مرابحة | 4,193,249 | 2,778,422 | 245,183 |
| التزامات تأجير تمويلي | 2,384 | 15,919 | 13,676 |
| المستحق إلى أطراف ذات صلة | 7,997,122 | 1,319,467 | 2,309,071 |
| ذمم تجارية وأرصدة دائنة أخرى | 6,847,729 | 6,877,100 | 3,842,552 |
| مطلوبات متداولة | 19,040,484 | 10,990,908 | 6,410,482 |
| إجمالي المطلوبات | 26,298,432 | 12,252,920 | 7,632,793 |
| إجمالي حقوق الملكية والمطلوبات | 81,694,671 | 73,812,694 | 69,836,132 |

المصدر/ البيانات المالية للشركة

5. التقييم

هناك عدة طرق أو أساليب يمكن تطبيقها للتوصل إلى قيمة الشركة. بعض الطرق المعروفة هي أسلوب الدخل، أسلوب السوق (أسلوب الشركات المقارنة) وأسلوب الأصول. وقد استخدمنا أسلوب السوق (أسلوب الشركات المقارنة) لتحديد قيمة الشركة.

يعتبر أسلوب الدخل أحد أساليب التقييم الأوسع انتشاراً، وأهم طريقتين في أسلوب الدخل هما طريقة التدفقات النقدية المخصومة وطريقة الرسملة. وتعتبر طريقة التدفقات النقدية المخصومة، أي عوائد مستقبلية مخصومة لعدة فترات أكثر ملائمة إذا كان هناك توقعات بأن العائدات المستقبلية مختلفة بشكل كبير عن العمليات الحالية. من جهة أخرى، تعتبر طريقة الرسملة أكثر ملائمة عندما يعتقد المقيم أن العمليات الحالية تعتبر مؤشراً للعمليات المستقبلية بافتراض معدل عادي للنمو.

لم نستخدم أسلوب التدفقات النقدية المخصومة حيث كان أداء الشركة متقلباً إلى حد كبير، وكان هناك العديد من البنود الغير متكررة. لذلك، فقد كان التوصل إلى التوقعات بشأن الشركة غير ممكناً. ومع الأخذ في الاعتبار أن الشركة مدرجة، وأن هناك عدد من الشركات المماثلة والمدرجة كذلك، فقد استخدمنا أسلوب السوق للتوصل إلى القيمة العادلة.

5.1. مضاعفات أسعار الشركات المقارنة:

| الشركات (كما في 14 يناير 2016) | السعر إلى الربحية (P/E) – (x) | السعر إلى القيمة الدفترية (P/B) – (x) | القيمة السوقية (مليون د.ك.) |
|--|----------------------------------|---|--------------------------------|
| الخدمات الطبية | | | |
| شركة المواساة للخدمات الطبية | 6.5 | 0.85 | 18.3 |
| شركة ياكو الطبية | 22.8 | 0.63 | 23.3 |
| شرطة صفوان للتجارة والمقاولات | 5.8 | 1.03 | 16.0 |
| المتوسط الموزون - الخدمات الطبية | 12.9 | 0.8 | 57.6 |
| الخدمات التعليمية | | | |
| شركة إياس للتعليم الأكاديمي والتقني | 10.5 | 1.49 | 40.6 |
| المجموعة التعليمية القابضة | 9.9 | 1.47 | 55.9 |
| مجموعة أسس القابضة | 9.0 | 0.73 | 20.9 |
| شركة هيومن سوفت القابضة | 8.9 | 3.61 | 103.9 |
| المتوسط الموزون - الخدمات التعليمية | 9.5 | 2.4 | 221.3 |

المصدر: سوق الكويت للأوراق المالية، بحوث كونسولتيا

5.2. الأرباح والقيمة الدفترية المعدلة:

- صافي الربح (فترة التسعة أشهر من 2015): 4,766,716 دينار كويتي
- صافي الربح على أساس سنوي: 6,355,621 دينار كويتي
- القيمة الدفترية (سبتمبر 2015) : 62,175,762
- تعديلات:
- يطرح: عقارات استثمارية : 1,435,000
- يطرح: استثمارات متاحة للبيع : 497,638
- القيمة الدفترية المعدلة : 60,243,124

5.3. نطاق التقييم الاستدلالي:

| نطاق التقييم الاستدلالي | | | | السعر إلى القيمة الدفترية (x) | السعر إلى الربحية (x) | الشركات كما في 14 يناير 2016 |
|------------------------------|---------------------------|--------------------------------|---------------------------|--|-----------------------|-------------------------------------|
| استناداً إلى القيمة الدفترية | | استناداً إلى السعر إلى الربحية | | | | |
| القيمة / سهم (مليون د.ك.) | القيمة / سهم (مليون د.ك.) | القيمة / سهم (مليون د.ك.) | القيمة / سهم (مليون د.ك.) | | | |
| 124 | 51 | 100 | 41 | 0.85 | 6.5 | شركة المواساة للخدمات الطبية |
| 92 | 38 | 351 | 145 | 0.63 | 22.8 | شركة ياكو الطبية |
| 150 | 62 | 89 | 37 | 1.03 | 5.8 | شرطة صفوان للتجارة والمقاولات |
| | | | | | | الخدمات التعليمية |
| 217 | 90 | 161 | 67 | 1.49 | 10.5 | شركة إياس للتعليم الأكاديمي والتقني |
| 214 | 89 | 152 | 63 | 1.47 | 9.9 | المجموعة التعليمية القابضة |
| 107 | 44 | 138 | 57 | 0.73 | 9.0 | مجموعة أسس القابضة |
| 527 | 218 | 137 | 5.7 | 3.61 | 8.9 | شركة هيومن سوفت القابضة |
| 137** | | 138* | | | | الوسط الحسابي |
| 116.5 | | 117 | | قيمة كل سهم بعد خصم السيولة بنسبة 15% (بسبب انخفاض السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية). | | |
| 137 | | 138 | | قيمة السهم مع علاوة سيطرة بنسبة 18% | | |
| 4.7 | | 4.7 | | قيمة عقارات استثمارية واستثمارات متاحة للبيع (1,435,000 + 497,638) | | |
| 141.7 | | 142.7 | | قيمة الاسهم | | |

المصدر: سوق الكويت للأوراق المالية، بحوث كونسولتيا

* بعد استبعاد مكررات ياكو الطبية بسبب ابتعادها الكبير عن المتوسط
** بعد استبعاد مكررات لهيومن سوفت بسبب ابتعادها الكبير عن المتوسط

5.4. النتيجة

استناداً إلى نطاق التقييم الاستدلالي أعلاه، نرى أن سعر 142 فلس هو السعر العادل لسهم شركة نفائس القابضة.

6. الحصة من السوق بعد الحيابة

6.1 حصة السوق بين الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

| الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية | | |
|---|----------------|--|
| 2014 | 9M 2015 | الخدمات الطبية |
| 27,069 | 19,571 | شركة المواساة للخدمات الطبية |
| 71,294 | 65,954 | شركة التكنولوجيا المتقدمة |
| 107,295 | 80,314 | شركة ياكو الطبية |
| 39,841 | 30,572 | شركة صفوان للتجارة والمقاولات |
| 899 | 1,121 | شركة نفانس القابضة |
| 246,398 | 197,532 | |
| 0.4% | 0.6% | حصة نفانس من السوق - قطاع الخدمات الطبية |
| 0.0% | 0.0% | حصة بوبيان للبتروكيماويات من السوق - قطاع الخدمات الطبية |
| 2014 | 2015 | الخدمات التعليمية |
| 19,384 | 21,440 | شركة إياس للتعليم الأكاديمي والتقني |
| 6,547 | 6,955 | المجموعة التعليمية القابضة |
| 31,344 | 24,357 | مجموعة أسس القابضة (9 أشهر من 2015 على أساس سنوي) |
| 28,640 | 36,197 | شركة هيومن سوفت القابضة (9 أشهر من 2015 على أساس سنوي) |
| 12,407 | 13,881 | شركة نفانس القابضة (9 أشهر من 2015 على أساس سنوي) |
| 98,322 | 102,831 | |
| 12.6% | 13.5% | حصة نفانس من السوق - قطاع الخدمات التعليمية |
| 0.0% | 0.0% | حصة بوبيان للبتروكيماويات من السوق - قطاع الخدمات التعليمية |

المصدر: البيانات المالية للشركات، بحوث كونسولتيا

حيث أن شركة بوبيان للبتروكيماويات لن تصل لمستوى الاحتكار في قطاعي الخدمات الطبية والخدمات التعليمية بين الشركات المدرجة، فإنها من المؤكد لن تصل لمستوى الاحتكار بين الشركات عموماً.

6.2 الحصة من السوق بعد الحيابة

| حصة السوق بعد الحيابة بوبيان كابيتال + نفانس القابضة | حصة السوق الحالية | | قطاع الخدمات التعليمية |
|---|-------------------|----------------|---------------------------|
| | نفانس القابضة | بوبيان كابيتال | |
| 13.5% | 13.5% | 0% | قطاع الخدمات التعليمية |
| 0.6% | 0.6% | 0% | قطاع الخدمات الطبية |

المصدر: البيانات المالية للشركات، بحوث كونسولتيا

ليس لدى شركة بوبيان للبتروكيماويات أي حصة من السوق في قطاعي الخدمات التعليمية أو الطبية في الكويت، ولكن بعد الحيابة سيكون لها نفس الحصة الحالية لشركة نفانس القابضة من السوق.

OUR SERVICES:

Investment Banking Services:

Establishing Companies
Initial Public Offering
Merger & Acquisitions
Private Equity
Funding Growth
Disposals
Spin off

Advisory Services:

Restructuring Advisory
Listing Advisory
Research
Valuation
Feasibility Studies
Due Diligence

Contact info:

Kuwait, Kuwait City, Al-Gebli, AlSafa Tower
Basement, office Number 21
P.O. Box. 3758, Al-Safat Postal Code 13038, Kuwait.

Tel.: +965-2475636
Fax: +965-2475637
E-mail: info@consultia.com.kw
website: www.consultia.com.kw