أرقـام إنتلجينس
arqaam



قطاع الاتصالات الخليجي

هل يكافئ السوق ما يعِد به المشغّلون؟

ورقة بحثية من "أرقام إنتلجينس"

المحتويات

الملخص التنفيذي 03
ملاحظة تحريرية مهمة 04

الجزء الأول | ما الذي يدفع له السوق فعلاً في قطاع الاتصالات الخليجي؟ 05

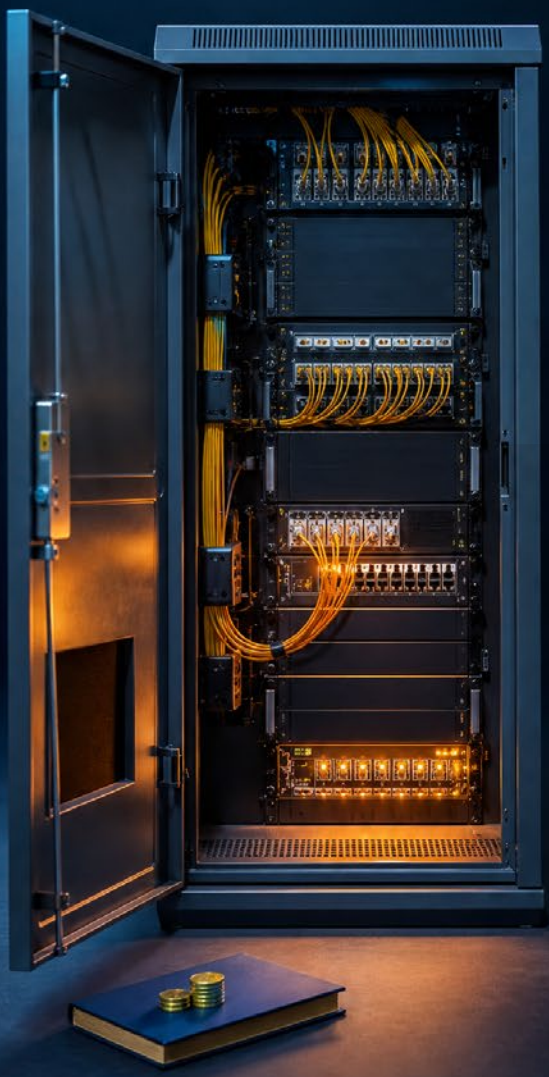
استراتيجيات تنويع مختلفة لاقتناص فرص نمو متشابهة 07
الدعم السيادي والتأثير الاستراتيجي 09
أهم البيانات المالية لشركات الاتصالات الخليجية 11
أربع ملاحظات رئيسية على مستوى القطاع 13
تحليل مضاعفات تقييم شركات الاتصالات الخليجية ومحركاتها 15
أبرز نتائج تحليل الانحدار والعوامل المرتبطة بمضاعفات التقييم 19
استنتاجات التحليل الانحداري 20

الجزء الثاني | عقد من التحوّل في موبايلي... وخصم تقييمي لم يُغلق بعد 22

أداء سهم موبايلي منذ الإدراج 24
ثلاث شركات، سوق واحد، ثلاثة تقييمات 28
العوامل المرجحة وراء فجوة تقييم موبايلي 31
خاتمة 33

اضغط على العنوان المطلوب للتوجه

الملخص التنفيذي



بدأت هذه الورقة من ملاحظة لفتت انتباه "أرقام إنتلجينس"، وهي أن شركة اتحاد اتصالات (موبايلي) حسّنت أداءها على مدى سنوات في المؤشرات التي تُقاس بها عادة جودة شركات الاتصالات، دون أن يتحرك مضاعف تقييمها بالقدر نفسه.

الأرقام تُظهر التحسن. أما السعر فيحمل ذاكرة أطول.

فقد بلغ السهم نحو 119 ريالا في عام 2006، ثم تراجع بعد أزمة إعادة تصحيح البيانات المحاسبية في 2014. وبعد اثني عشر عاما (وقت نشر هذه الورقة في اغسططس 2026)، ورغم تحسّن ملموس في الأداء التشغيلي خلال السنوات الأخيرة، لا يزال يتداول قريبا من نصف ذلك المستوى.

فتلك الأزمة التي عصفت بالشركة والمرحلة التي تلتها يبدوا، وفقا لتحليلنا، أنها أحد العوامل الهامة التي لا تزال حاضرة في نظرة السوق إلى الشركة، بعد أكثر من عشر سنوات. وتختبر الورقة ما إذا كان هذا الإرث، لا يزال يؤثر في التقييم، وما إذا كان استمرار هذا الخصم متناسباً مع واقع الشركة اليوم.

تبدأ ورقتنا البحثية بنظرة أشمل في قطاع شركات الاتصالات الخليجية، ويتناول جزأها الأول تقييما وليس مقارنة ووفقا لمنجهيتنا التي نوضحها في الملاحظة التحريرية بع هذا المخلص التنفيذي، لـ9 مشغلين مدرجين في أسواق المنطقة، من خلال مقارنة مراكزهم الاستراتيجية وأدائهم المالي ومضاعفات تداولهم، ونختبر العلاقة بين التقييم وكل من الحجم والنمو والهوامش والرافعة المالية وتوليد التدفقات النقدية والعوائد والانتشار الجغرافي.

أما الجزء الثاني فيتناول شركة اتحاد اتصالات (موبايلي).



ملاحظة تحريرية مهمة

عُرضت الأرقام الواردة في ورقتنا البحثية على أساس موحّد عبر الشركات الـ9 كافة حيثما أمكن، بما يخدم الهدف الرئيسي للتقرير المتمثل في تحديد العوامل المحركة لمضاعفات تقييم شركات الاتصالات الخليجية على مستوى القطاع ككل وباتجاهات عامة، لا أن تشكّل هذه الأرقام مقارنة دقيقة بين الشركات على أساس متماثل، وهي مقارنة لها حدودها بالنظر إلى الاختلافات في إعداد التقارير المالية والمعالجات المحاسبية وعوامل أخرى.

إضافة إلى ذلك، تتفاوت هياكل المجموعات بين المشغلين، وأبرز أوجه هذا التفاوت أن بعضهم يُدرج ضمن قوائمه المالية الموحدة شركات تابعة لا يملكها بالكامل. وهو ما يعني أن المؤشرات الرئيسية المعلنة لبعض الشركات لا يمكن مقارنتها مباشرة بنظيراتها إلا بعد توحيد أساس الاحتساب وتعديله لاستبعاد أثر حقوق الأقلية؛ إذ تتضمن الأرقام المعلنة لهذه المجموعات كامل نتائج شركاتها التابعة رغم أن جزءًا من تلك النتائج يعود لمساهمين آخرين.

وحيثما كانت هذه التشوهات الناشئة عن هيكل الملكية جوهرية، أي حين تتضخم الأرقام المعلنة للمجموعة بدرجة مؤثرة نتيجة إدراج كامل نتائج شركة تابعة غير مملوكة بالكامل، أشرنا إليها في الهوامش وتناولناها بوصفها حالات استثنائية دون تعديل الأرقام، لأن التعديل وفق القيمة العادلة لحقوق الأقلية لكل شركة على حدة سيضيف طبقة أخرى من التقدير لا تتسق مع نطاق التقرير.

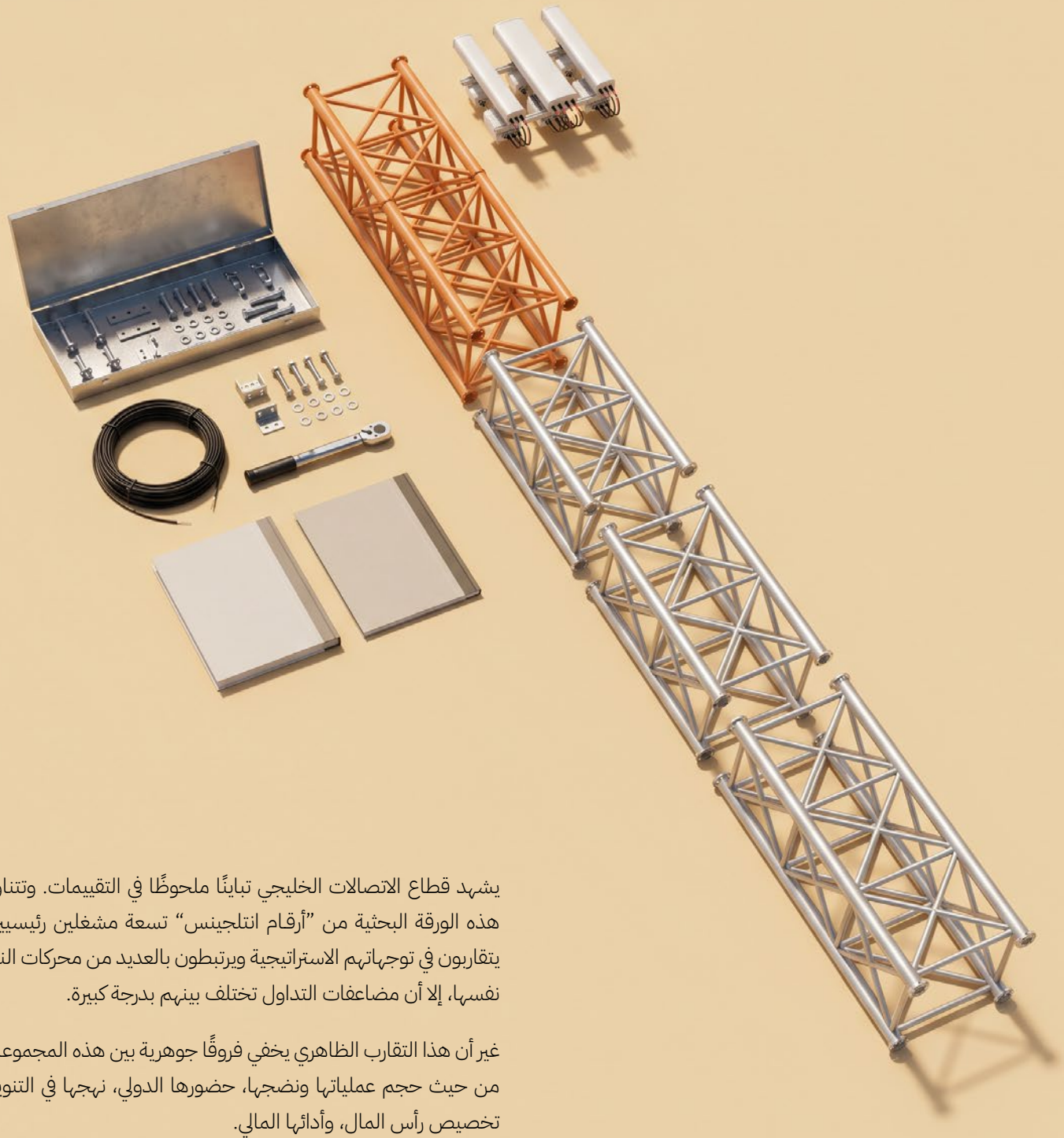
كما قد تختلف تعريفاتنا للأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء (EBITDA) وصافي الدَّين والنفقات الرأسمالية والتدفقات النقدية الحرة عن تلك الواردة في حسابات كل شركة، وقد أوضحنا أساس احتسابنا في الهوامش ذات الصلة.

وعلى مستوى القطاع، يستند تحليلنا إلى أرقام الوسيط لا إلى نقاط البيانات الفردية، بما يحدّ بدرجة أكبر من تأثير تشوهات أي شركة بعينها في الاستنتاجات الأوسع للتقرير. لذا ينبغي للقراء التعامل بالحذر المناسب مع أرقام كل شركة على حدة، لا سيما حيثما نبّهنا إلى ذلك في الهوامش.

الجزء الأول

ما الذي يدفع له السوق فعلاً في قطاع الاتصالات الخليجي؟



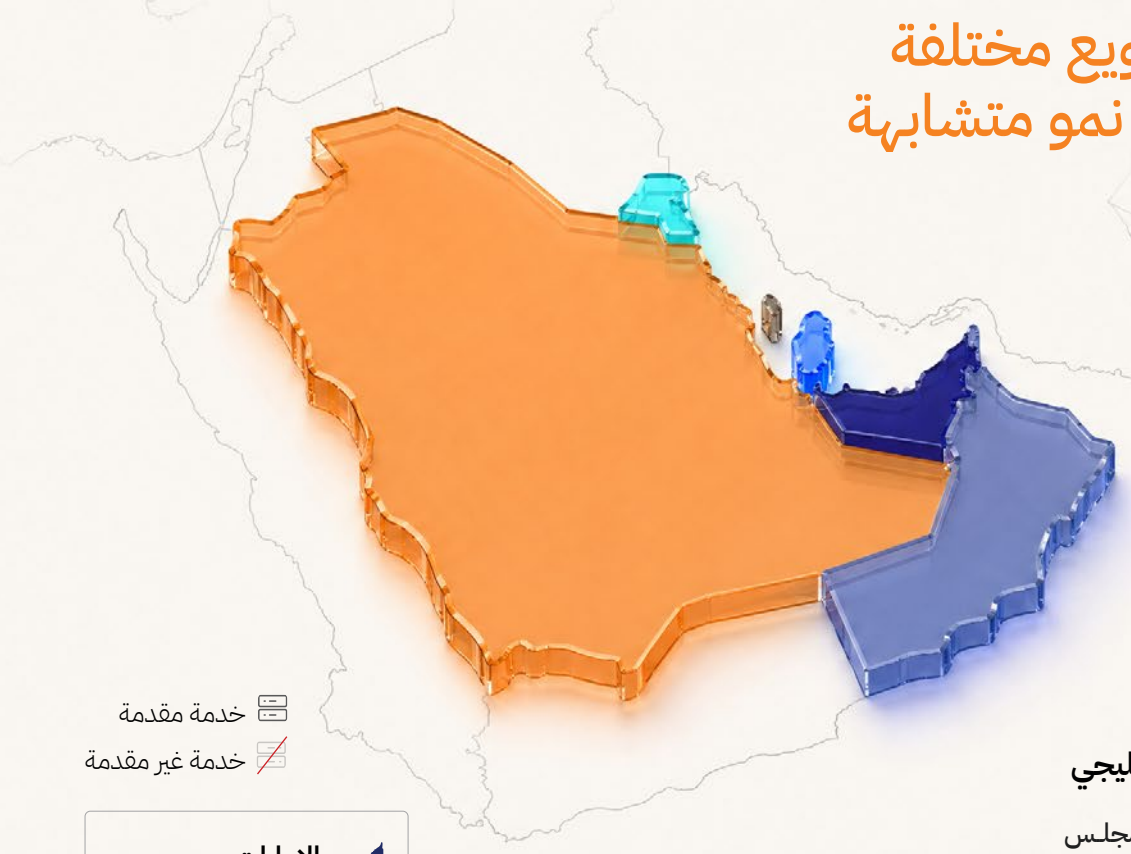


يشهد قطاع الاتصالات الخليجي تباينًا ملحوظًا في التقييمات. وتتناول هذه الورقة البحثية من "أرقام انتلجينس" تسعة مشغلين رئيسيين، يتقاربون في توجهاتهم الاستراتيجية ويرتبطون بالعديد من محركات النمو نفسها، إلا أن مضاعفات التداول تختلف بينهم بدرجة كبيرة.

غير أن هذا التقارب الظاهري يخفي فروقًا جوهرية بين هذه المجموعات من حيث حجم عملياتها ونضجها، حضورها الدولي، نهجها في التنويع، تخصيص رأس المال، وأدائها المالي.

ومن ثم نسعى إلى رصد وتحليل أسباب فجوة التقييم لدى أبرز اللاعبين في قطاع الاتصالات الخليجي، من خلال الوقوف على ملامحهم الاستراتيجية والمالية، والعوامل التي قد يُعزى إليها هذا التباين في التقييمات، بما في ذلك النمو، الهوامش، الرفع المالي، الانضباط في تخصيص رأس المال، التنويع، والحضور الإقليمي. كما تستهدف الدراسة تحديد العوامل التي تنعكس بوضوح في تقييمات السوق، وتلك التي تبدو علاقتها بالتقييمات أقل وضوحًا.

استراتيجيات تنويع مختلفة لاقتناص فرص نمو متشابهة



خدمة مقدمة
خدمة غير مقدمة

خريطة سوق الاتصالات الخليجي

أبرز مشغلي الاتصالات في دول مجلس التعاون الخليجي ونطاق تنويع أنشطتهم

السعودية

- stc — أس تي سي
- موبايلي[1]
- zain — زين السعودية

الإمارات

- e& — e&
- du — du

الكويت

- zain — مجموعة زين

قطر

- ooredoo — أوريدو

البحرين

- BEYON — Beyon

عُمان

- عمانتل Omantel — عُمانتل

الأبراج | الحوسبة السحابية | التقنية المالية | الأمن السيبراني | تقنية المعلومات والاتصالات | المحفظة الدولية

ملاحظة

تم إعداد خريطة السوق استنادًا إلى المواقع الإلكترونية للشركات، تقاريرها السنوية، وغيرها من الإفصاحات المعلنة للشركات. وتُبرز الخريطة القطاعات الرئيسية، الشركات التابعة، عمليات الاستحواذ، الاستثمارات الاستراتيجية، والمشروعات المشتركة (JVs) التي تتجاوز الأنشطة الأساسية للاتصالات. ولا تمثل الخريطة قائمة شاملة بجميع كيانات المجموعات.

01. تجري موبايلي مناقشات أولية مع شركة توال (TAWAL) بشأن بيع محتمل لأبراج الاتصالات التابعة لها، ولم يُبرم أي اتفاق مُلزم حتى الآن.

تجاوز مشغلو الاتصالات في دول مجلس التعاون الخليجي نطاق خدمات الربط التقليدية بحثًا عن مصادر جديدة للنمو. وبينما يستهدف معظمهم مجالات توسع متقاربة، تشمل مراكز البيانات، الحوسبة السحابية، خدمات الشركات وتقنية المعلومات والاتصالات، الأمن السيبراني، والتقنية المالية، فإن محافظهم تختلف بدرجة كبيرة من حيث الاتساع والنضج.

فمن جهة، نجحت شركة (stc)، شركة إي آند (e&)، ومجموعة زين في بناء محافظ واسعة ومتعددة القطاعات تشمل الأعمال الرقمية، منصات خدمات الشركات، والبنية التحتية. وفي الجانب الآخر، لا تزال شركة اتحاد اتصالات (موبايلي) وشركة دو (du) أكثر تركيزًا على أسواقهما المحلية، مع توسع انتقائي في مجالات البنية التحتية الرقمية، خدمات الشركات، والتقنية المالية.

تباينت أيضًا المسارات التي اتبعها المشغلون لبناء محافظهم. وظل التوسع العضوي نقطة الانطلاق الرئيسية، إذ استفادوا من شبكاتهم القائمة وعلاقاتهم مع عملاء قطاع الشركات ومراكزهم في أسواقهم المحلية لبناء أعمال رقمية جديدة.

إلا أن أبرز النقلات النوعية جاءت غالبًا من خلال التوسع غير العضوي، لا سيما عندما سعى المشغلون إلى توسيع نطاق حضورهم دوليًا أو اكتساب قدرات متخصصة.

فقد استخدمت e& عمليات الاستحواذ والاستثمارات الاستراتيجية لتوسيع حضورها الدولي ومحفظتها التقنية، في حين تحولت حصة عُمانتل البالغة 21.9% في مجموعة زين إلى منصة استراتيجية لتعزيز حضورها الإقليمي والاستفادة من فرص التوسع عبر الحدود.

كما أصبحت الشراكات والمشروعات المشتركة ذات أهمية متزايدة، لا سيما في البنية التحتية كثيفة رأس المال. حيث أسهمت شراكة مجموعة أوريدو (Ooredoo) مع شركة آيرون ماونتن (Iron Mountain) في توسيع نطاق أعمال شركة سينتس (Syntys) في مجال البنية التحتية لمراكز البيانات.

وفي السياق نفسه، جاء دمج نشاط الأبراج التابع لأوريدو مع مجموعة زين وشركة (TASC Towers Holding) لتشكيل (New TASC)، بهدف تجميع نحو 30 ألف برج اتصالات في ستة أسواق بمنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا.

وبالمثل، يستهدف المشروع المشترك بين شركة المراكز الرقمية للبيانات والاتصالات (center3) التابعة لـ stc وشركة مستقبل الذكاء الاصطناعي (هيومين) HUMAIN توفير قدرة لمراكز بيانات الذكاء الاصطناعي تصل إلى 1 جيجاواط، بدءًا بقدرة تصل إلى 250 ميجاواط.

وتوضح هذه الهياكل كيف يتجه المشغلون بشكل متزايد إلى الجمع بين رأس المال، البنية التحتية، والخبرة المتخصصة، بدلًا من السعي إلى تملك كل أصل من أصول النمو بالكامل.

وانتقل التركيز مؤخرًا نحو تحسين مكونات المحافظ، فلم يعد السؤال المطروح هو ما إذا كان التنويع ضروريًا، وإنما أصبح يتمحور حول نوعية الأصول التي ينبغي للمشغلين امتلاكها أو السيطرة عليها، وتلك التي يكون من الأنسب الدخول فيها عبر شراكات.

ولعل e& تمثل أوضح مثال على هذا التوجه؛ إذ حققت عائدًا نقديًا من استثمارها في شركة خزنة (Khazna) خلال 2025، ثم باعت حصتها في فودافون (Vodafone) مقابل نحو 5.95 مليار دولار، مما أتاح لها إعادة تدوير رأس المال وتوجيهه نحو أولوياتها الاستراتيجية بصورة أكثر تركيزًا.

وكذلك، يعكس بيع stc حصة 51% من TAWAL إلى صندوق الاستثمارات العامة، إلى جانب إعادة هيكلة أوريدو المستمرة لأعمال البنية التحتية، توجهًا متزايدًا نحو استقطاب رأس المال الخارجي وإعادة تركيز الملكية حول المنصات ذات الأولوية.

ونتيجة لذلك، أصبح نهج المشغلين أكثر انضباطًا في إدارة وتنويع المحافظ، إذ أصبحت اعتبارات الملكية، السيطرة، وكثافة رأس المال تحظى بأهمية متزايدة إلى جانب حجم المحفظة واتساع نطاقها.

الدعم السيادي والتأثير الاستراتيجي

للحكومات والجهات السيادية تأثير ممتد في مفاصل قطاع الاتصالات الخليجي، وإن اختلفت طبيعة هذا التأثير ودرجة السيطرة من مشغل إلى آخر.

ويخضع خمسة من أصل تسعة مشغلين في المجموعة التي شملتها الدراسة لسيطرة مباشرة من مساهم حكومي أو سيادي، بينما يتأثر الآخرون بحصص استراتيجية أو بهياكل ملكية تضم مزيجًا من المؤسسات المرتبطة بالدولة.

ويمنح ذلك العديد من المشغلين إمكانية الوصول إلى رأس مال طويل الأجل، كما يتيح لهم مواءمة استراتيجياتهم مع برامج التحول الرقمي الوطنية.

وفي المقابل، يعني هذا الارتباط أن المستهدفات الاستراتيجية قد تتجاوز في بعض الأحيان الاعتبارات المالية البحتة قصيرة الأجل.

ومن ثم، قد يسهم اختلاف هياكل الملكية في تفسير السلوك الاستراتيجي وتباين التقييمات. فالمجموعات الخاضعة لسيطرة سيادية مباشرة كانت، بوجه عام، أقدر على ضخ استثمارات واسعة النطاق في البنية التحتية وعلى التوسع دوليًا، في حين أولى المشغلون ذوو هياكل الملكية الأكثر ميلًا إلى الطابع التجاري، أو الموزعة على مساهمين متعددين، عناية أكبر بكفاءة رأس المال والعوائد المحلية.

وعليه، من غير المرجح أن تكون الملكية الحكومية، في حد ذاتها، تفسيرًا لتفاوت التقييمات، نظرًا لانتشارها بين مجموعة الشركات المقارنة. بل قد تؤثر طبيعة مشاركة الدولة ودرجة حضورها في كلّ من المخاطر المتصورة، والتمركز الاستراتيجي، وتخصيص رأس المال، مع احتمال انعكاس هذه التأثيرات بصورة غير مباشرة على التقييمات.

وتجسد موبايلي هذه الديناميكية، كما توضح دراسة الحالة المصاحبة في الجزء الثاني من هذه الورقة البحثية، إذ يُعد غياب الدعم السيادي المباشر أحد العوامل الهيكلية والتاريخية التي يُحتمل أن تسهم في استمرار خصم تقييم الشركة، إلى جانب عوامل أخرى، من بينها الأزمة المحاسبية الكبرى التي شهدتها في عام 2014.

المشغل	الدولة	المساهم الرئيسي	الملكية	التصنيف
stc	السعودية	صندوق الاستثمارات العامة (PIF)	62.0%	سيطرة سيادية مباشرة
e&	الإمارات	جهاز الإمارات للاستثمار (EIA)	60.0%	سيطرة سيادية مباشرة
دو (شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة – EITC)	الإمارات	جهاز الإمارات للاستثمار (EIA)	50.1%	سيطرة سيادية مباشرة
		دبي القابضة (DH 8 LLC)	19.7%	قاعدة مساهمين مرتبطة بالحكومة
		إجمالًا:	69.8%	
أوريدو	قطر	دولة قطر	53%	سيطرة سيادية مباشرة
		كيانات أخرى مرتبطة بالحكومة القطرية	15%	
		إجمالًا:	68%	
عمانتل	عُمان	جهاز الاستثمار العُماني (OIA)	51% (عبر UITIP المملوكة للدولة)	سيطرة سيادية مباشرة
بيون (Beyon)	البحرين	شركة ممتلكات البحرين القابضة (Mumtalakat)	36.67%	سيطرة حكومية
		الهيئة العامة للتأمين الاجتماعي	20.31%	
		إجمالًا:	56.98%	
موبايلي	السعودية	&e	27.99%	مساهم استراتيجي
زين السعودية	السعودية	شركة الاتصالات المتنقلة ش.م.ك. (مجموعة زين)	37.05%	مساهم استراتيجي
مجموعة زين	الكويت	أوزتل القابضة Oztel Holdings (مجموعة عُمانتل)	21.90%	مرتبطة بالحكومة
		هيئة الاستثمار الكويتية (KIA)	15.90%	لا يوجد مساهم سيادي مسيطر منفرد
		المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية (PIFSS)	6.00%	

المصادر: التقارير السنوية الرسمية للشركات عن السنة المالية 2025 أو أحدث المتاح، وتقارير علاقات المستثمرين.

أهم البيانات المالية لشركات الاتصالات الخليجية

مقارنة المؤشرات المالية (السنة المالية 2025)

المؤشر	موبايلي	stc	زين السعودية	أوريدو	&e	Beyon	مجموعة زين[8]	du	عُمانتل[9]
الإيرادات	19.6 مليار ريال سعودي	77.8 مليار ريال سعودي	11.0 مليار ريال سعودي	24.6 مليار ريال قطري	72.9 مليار درهم إماراتي	497 مليون دينار بحريني	2.3 مليار دينار كويتي	15.9 مليار درهم إماراتي	3.4 مليار ريال عُماني
نمو الإيرادات	+7.9%	+2.5%	+6.0%	+4.3%	+23.1% (نحو 9% عضوي)[7]	+8.0%	+14.3%	+8.7%	+11.4%
إجمالي الربح	10.7 مليار ريال سعودي	37.7 مليار ريال سعودي	6.6 مليار ريال سعودي	13.4 مليار ريال قطري	50.1 مليار درهم إماراتي	317 مليون دينار بحريني	1.5مليار دينار كويتي	10.4 مليار درهم إماراتي	2.2 مليار ريال عُماني
هامش الربح الإجمالي (GPM)	%54.7	%48.4	%59.8	54.6%[6]	%68.8	63.7%[6]	%65.0	%65.3	%64.6
EBITDA[1]	7.6 مليار ريال سعودي	24.5 مليار ريال سعودي	3.5 مليار ريال سعودي	10.5 مليار ريال قطري	33.9 مليار درهم إماراتي	188 مليون دينار بحريني	780 مليون دينار كويتي	7.3 مليار درهم إماراتي	1.2 مليار ريال عُماني
هامش EBITDA	%38.8	%31.4	%31.6	%42.6	%46.5	%37.9	%34.2	%46.1	%35.5
صافي الدخل[2]	3.5 مليار ريال سعودي	14.8 مليار ريال سعودي	604 مليون ريال سعودي	3.9 مليار ريال قطري	14.3 مليار درهم إماراتي	71 مليون دينار بحريني	239 مليون دينار كويتي	2.9 مليار درهم إماراتي	88 مليون ريال عُماني
هامش صافي الربح	%17.6	%19.1	5.5%[5]	%15.7	%19.7	%14.4	%10.4	%18.3	%2.6
العائد على حقوق الملكية[2] (ROE)	%17.1	%17.8	%5.6	%12.8	%27.8	%12.4	%19.6	%28.6	%13.7
الإنفاق الرأسمالي (Capex)	3.2 مليار ريال سعودي	11.8 مليار ريال سعودي	493 مليون ريال سعودي	5.5 مليار ريال قطري	13.4 مليار درهم إماراتي	131 مليون دينار بحريني	274 مليون دينار كويتي	2.4 مليار درهم إماراتي	470 مليون ريال عُماني
كثافة الإنفاق الرأسمالي[3] (Capex Intensity)	%16.4	%15.2	%4.5	%22.2	%18.3	%26.5	%12.0	%14.8	%13.8
التدفق النقدي الحر[4] (FCF)	3.4 مليار ريال سعودي	6.5 مليار ريال سعودي	1.3 مليار ريال سعودي	3.3مليار ريال قطري	12.7مليار درهم إماراتي	42 مليون دينار بحريني	348 مليون دينار كويتي	2.9 مليار درهم إماراتي	465 مليون ريال عُماني
عائد التدفق النقدي الحر[4] (FCF Yield)	نحو 7.0%	نحو 3.0%	نحو 13.8%	نحو 8.0%	نحو 7.1%	نحو 5.6%	نحو 12.9%	نحو 5.2%	نحو 42.3%

المصادر: التقارير السنوية للسنة المالية 2025، وبيانات القيمة السوقية من StockAnalysis.

ملاحظة

تستند الأرقام إلى النتائج المعلنة للسنة المالية 2025، وقد لا تكون قابلة للمقارنة بالكامل بسبب الاختلافات بين الشركات في عملة إعداد التقارير، وهياكل المجموعات، التوزيع الجغرافي، سياسات التوحيد المحاسبي، المعالجة المحاسبية، ودورات الاستثمار الرأسمالي. وترد أدناه أبرز العوامل التي يجب أخذها في الاعتبار عند مقارنة أرقام الشركات ببعضها:

01. EBITDA: هي الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك كما أفصحت عنها الشركات؛ وفي الحالات التي لم تفصح فيها الشركات عن هذا المؤشر، فإنه تم احتسابه من الربح التشغيلي قبل الإهلاك والاستهلاك. ويُحتسب هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (EBITDA Margin) بقسمة (EBITDA) على الإيرادات.

02. صافي الدخل: هو الربح العائد إلى مساهمي الشركة الأم، باستثناء حقوق الملكية غير المسيطرة. ويُحتسب هامش صافي الربح بقسمة صافي الدخل على الإيرادات. ويُحتسب العائد على حقوق الملكية (ROE) بقسمة صافي الدخل العائد إلى المساهمين على متوسط حقوق ملكية المساهمين، باستثناء حقوق الملكية غير المسيطرة.

03. كثافة الإنفاق الرأسمالي: تُحتسب بقسمة الإنفاق الرأسمالي المعلن على الإيرادات. ويشمل الإنفاق الرأسمالي الاستثمار في الأصول الملموسة وغير الملموسة.

04. التدفق النقدي الحر: يُحتسب بطرح الإنفاق الرأسمالي من التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية. ويُحتسب عائد التدفق النقدي الحر بقسمة التدفق النقدي الحر على القيمة السوقية، وذلك استنادًا إلى أسعار الأسهم في 12 أغسطس 2026.

05. يبلغ هامش صافي الدخل لدى زين السعودية 5.5%، وهو أقل بكثير من هامش EBITDA البالغ 31.6%، مما يعكس ارتفاع مصروفات الإهلاك والاستهلاك نسبيًا (نحو 20% من الإيرادات) وتكاليف التمويل (انظر أدناه).

06. لا تفصح Beyon وOoredoo عن إجمالي الربح ضمن قائمة الربح أو الخسارة المعروضة وفقًا لتصنيف المصروفات حسب الوظيفة. ويُعد كل من إجمالي الربح وهامش الربح الإجمالي هنا مؤشرًا تقديريًا محسوبًا (الإيرادات مطروحًا منها مصروفات تشغيل الشبكة)، وليس بندًا مُعلنًا في القوائم المالية.

07. سجلت e& نموًا في الإيرادات بنسبة 23.1% في 2025، فيما بلغ نمو الإيرادات على أساس المقارنة المماثلة نحو 9%، مع استفادة النمو المعلن من توسع محفظة الأعمال وآثار التوحيد المحاسبي.

08. توحّد مجموعة زين نتائج زين السعودية بالكامل رغم امتلاكها نحو 37% فقط من حقوق ملكيتها. ولذلك تشمل إيرادات المجموعة، وEBITDA، التدفقات النقدية، والتدفق النقدي الحر 100% من نتائج زين السعودية. أما صافي الدخل وحقوق الملكية المستخدمان في احتساب العائد على حقوق الملكية (ROE)، فيُعرضان على أساس الحصة العائدة إلى مساهمي مجموعة زين، مع استبعاد حقوق الملكية غير المسيطرة.

09. توحّد عُمانتل نتائج مجموعة زين بالكامل رغم امتلاكها حصة اقتصادية تبلغ 21.9% فقط. وكما سبق، تشمل إيرادات المجموعة، وEBITDA، التدفقات النقدية، والتدفق النقدي الحر 100% من نتائج مجموعة زين، في حين يُعرض صافي الدخل وحقوق الملكية المستخدمان في احتساب العائد على حقوق الملكية على أساس المبالغ العائدة إلى مساهمي عُمانتل، مع استبعاد حقوق الملكية غير المسيطرة.

ويؤدي هذا الاختلاف في أساس القياس إلى خفض هامش صافي الدخل المعلن لعُمانتل إلى 2.6%، كما يؤدي احتساب عائد التدفق النقدي الحر بالاستناد إلى القيمة السوقية الخاصة بعُمانتل، وليس القيمة السوقية للمجموعة الموحدة، إلى تضخيم عائد التدفق النقدي الحر لديها إلى 42.3% مقارنةً بنظرائها.

ويظهر أثر هذا الاختلاف بدرجة أكبر بكثير في حالة عُمانتل مقارنةً بتوحيد مجموعة زين لنتائج زين السعودية (الملاحظة رقم 8)، لأن نتائج مجموعة زين تمثل الجزء الأكبر من إجمالي النشاط الاقتصادي لمجموعة عُمانتل، في حين أن زين السعودية تمثل جزءًا واحدًا من محفظة مجموعة زين، التي تمتلك معظم شركاتها الأخرى كليًا أو بحصص أغلبية.

أربع ملاحظات رئيسية على مستوى القطاع

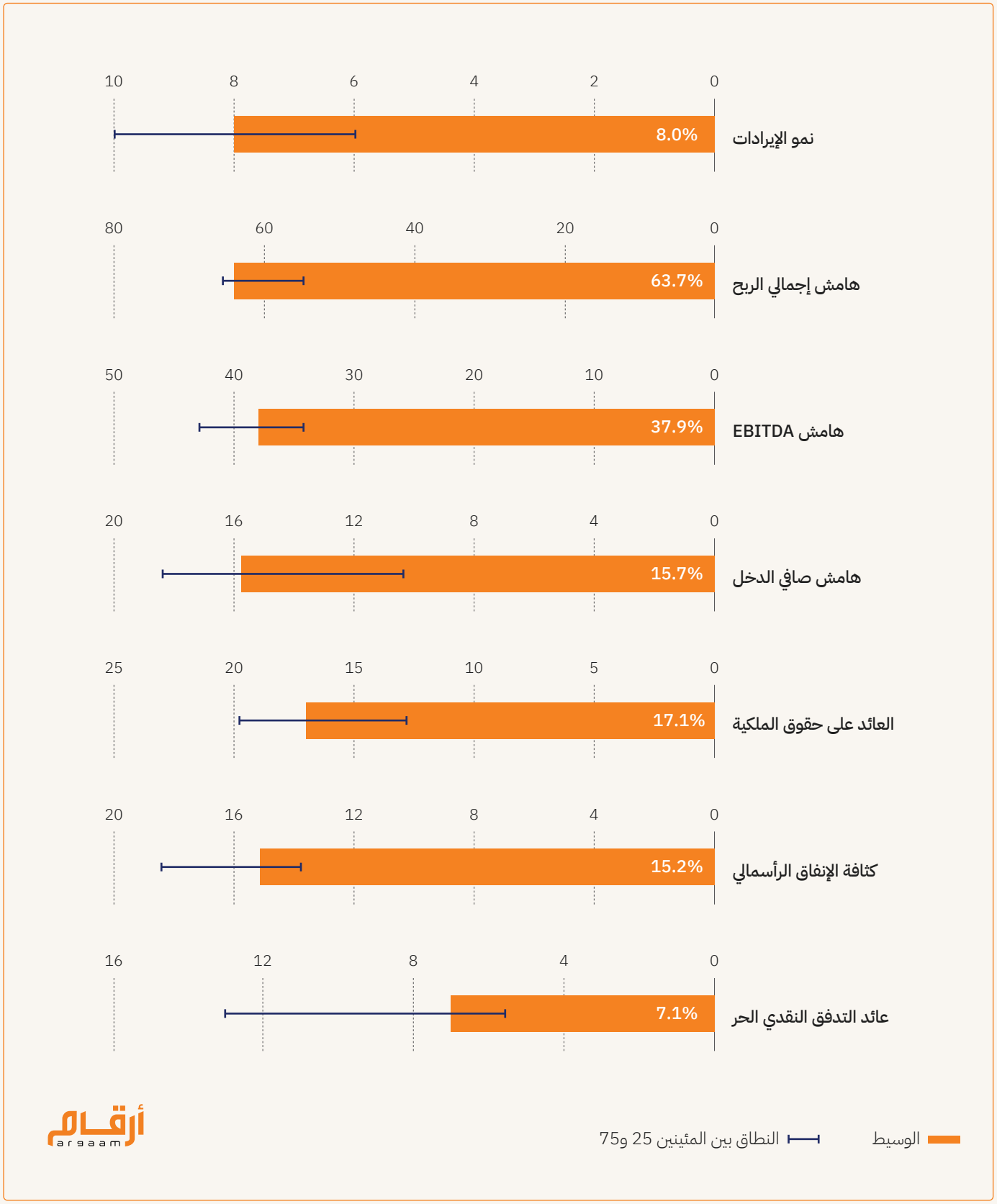
تكشف مقارنة البيانات الواردة في التقارير السنوية للشركات عن السنة المالية 2025 عن أربع ملاحظات رئيسية على مستوى القطاع:

01. النمو قوي بوجه عام، إذ يبلغ وسيط النمو نحو 8%، ويتجاوز بفارق واضح وتيرة النمو المعتادة في الأسواق الأمريكية والأوروبية الناضجة أو المتشبعة. يستند النمو الإضافي في دول مجلس التعاون الخليجي إلى مقومات ديموغرافية حقيقية، إلى جانب وجود مجال واسع لمواصلة تبني التقنيات الرقمية، وهي عوامل استنفدتها الأسواق الأمريكية والأوروبية الناضجة إلى حد بعيد، فضلًا عن الإنفاق على التحول الرقمي المدعوم حكوميًا، وتوجه المشغلين نحو قطاعات جديدة مولدة للنمو، مثل التقنية المالية ومراكز البيانات والحوسبة السحابية. ومع ذلك، يعكس جزء من النمو المعلن في المنطقة، خصوصًا لدى e&، آثار التوحيد المحاسبي وتوسع محفظة الأعمال، وليس الطلب العضوي.

02. الهوامش قوية على مستوى المنطقة ككل، باستثناء هوامش صافي الربح لدى زين السعودية وعُمانتل، كما هو موضح في الملاحظات أعلاه. وتعود ميزة قطاع الاتصالات في دول مجلس التعاون الخليجي بدرجة كبيرة إلى قوة التسعير في نشاط الاتصالات الأساسي، وليس إلى التنويع، الذي ينطوي بدوره على أثر خافض لهامش EBITDA. ويرتفع متوسط الإيرادات لكل مستخدم (ARPU) في أعمال الاتصالات الأساسية بفارق ملموس عن نظيراتها في الولايات المتحدة وأوروبا، بدعم من ارتفاع مستويات الدخل، وانخفاض حساسية الأسعار، والبيئة التنظيمية الأكثر مرونة. وعلاوة على ذلك، ظل مستوى المنافسة الفعلية في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي متسقًا إلى حد كبير مع العدد المعلن للمشغلين، على خلاف الولايات المتحدة وأوروبا، اللتين شهدتا نشوء طبقة تنافسية كبيرة من مشغلي شبكات الاتصالات الافتراضية (MVNO) ومشغلي خدمات الكابل والخدمات عبر الإنترنت (OTT) تضيف منافسة فعلية تتجاوز ما يوحي به عدد مشغلي الاتصالات الرئيسيين.

03. تؤدي الهوامش الأعلى بوجه عام إلى ارتفاع العائد على حقوق الملكية (ROE) على مستوى القطاع، وإن لم تكن العلاقة بينهما محكمة، مع وجود عدة حالات نادرة تختلف عن الاتجاه السائد وتعكس العوامل الموضحة في الملاحظات أسفل الجدول السابق. ويُعد وسيط العائد على حقوق الملكية البالغ نحو 17% مستوى جيدًا، فهو يتجاوز بفارق واضح أي تقدير معقول لتكلفة حقوق الملكية، كما يتقارب إلى حد كبير مع المستويات المسجلة في الأسواق الغربية. واللافت أن شركات الاتصالات في دول مجلس التعاون الخليجي تحقق عوائد مماثلة مع اعتماد أقل بكثير على الرفع المالي، بما يشير إلى تحقيق عوائد قابلة للمقارنة ضمن هيكل رأسمالي أكثر تحفظًا.

04. تتماشى كثافة الإنفاق الرأسمالي بوجه عام مع مستوياتها لدى نظيراتها في الولايات المتحدة وأوروبا، بما يشير إلى عدم وجود نقص في الاستثمار على مستوى المنطقة، كما لا توجد مؤشرات واضحة على إفراط في الإنفاق المرتبط بالذكاء الاصطناعي أو مراكز البيانات. أما عائد التدفق النقدي الحر (FCF Yield)، فإنه يقدم صورة مختلفة؛ إذ يبدو وسيطه على مستوى المنطقة منخفضًا بالفعل، إلا أن جزءًا من هذه الفجوة قد يرجع إلى أثر التقييم، وليس إلى ضعف توليد التدفقات النقدية وحده، مع مراعاة التحفظات المتعلقة باحتساب المؤشر المشار إليها أعلاه.


10 8 6 4 2 0
8.0%
نمو الإيرادات
80 60 40 20 0
63.7%
هامش إجمالي الربح
50 40 30 20 10 0
37.9%
هامش EBITDA
20 16 12 8 4 0
15.7%
هامش صافي الدخل
25 20 15 10 5 0
17.1%
العائد على حقوق الملكية
20 16 12 8 4 0
15.2%
كثافة الإنفاق الرأسمالي
16 12 8 4 0
7.1%
عائد التدفق النقدي الحر
الوسيط
النطاق بين المئينين 25 و75

تحليل مضاعفات تقييم شركات الاتصالات الخليجية ومحركاتها

المؤشر	موبايلي	stc	زين السعودية	أوريدو	&e	Beyon	مجموعة زين	du	عُمانتل
القيمة السوقية لحقوق الملكية [1]	48.9 مليار ريال سعودي	217.7 مليار ريال سعودي	9.3 مليار ريال سعودي	41.3 مليار ريال قطري	179 مليار درهم إماراتي	744 مليون دينار بحريني	2.7 مليار دينار كويتي	55.7 مليار درهم إماراتي	1.1 مليار ريال عُماني
قيمة المنشأة[2]	54.7 مليار ريال سعودي	223.5 مليار ريال سعودي	18.0 مليار ريال سعودي	41.7 مليار ريال قطري	225 مليار درهم إماراتي	1.012 مليار دينار بحريني	4.4 مليار دينار كويتي	56.8 مليار درهم إماراتي	4.0 مليار ريال عُماني
مضاعف قيمة المنشأة/ الإيرادات (LTM / TTM)	حوالي 2.8 مرة / 2.7 مرة	حوالي 2.9 مرة / 2.8 مرة	حوالي 1.6 مرة / 1.6 مرة	حوالي 1.7 مرة / 1.7 مرة	حوالي 3.1 مرة / 2.9 مرة	حوالي 2.0 مرة / 2.0 مرة	حوالي 1.9 مرة / 1.9 مرة	حوالي 3.6 مرة / 3.6 مرة [4]	حوالي 1.2 مرة / 1.1 مرة [5]
مضاعف قيمة المنشأة/ (EBITDA LTM / TTM)	حوالي 7.2 مرة / 6.9 مرة	حوالي 9.1 مرة / 8.9 مرة	حوالي 5.2 مرة / 5.2 مرة	حوالي 4.0 مرة / 3.8 مرة [3]	حوالي 6.6 مرة / 6.3 مرة	حوالي 5.4 مرة / 5.4 مرة	حوالي 5.7 مرة / 5.5 مرة	حوالي 7.7 مرة / 7.7 مرة [4]	حوالي 3.3 مرة / 3.2 مرة [5]
مضاعف الربحية P/E (LTM / TTM)	حوالي 14.1 مرة / 13.4 مرة	حوالي 14.7 مرة / 14.8 مرة	حوالي 15.4 مرة / 11.8 مرة	حوالي 10.7 مرة / 11.0 مرة	حوالي 12.5 مرة / 15.5 مرة	حوالي 10.4 مرة / 10.7 مرة	حوالي 11.3 مرة / 8.0 مرة	حوالي 19.2 مرة / 18.0 مرة [4]	حوالي 12.4 مرة / 10.0 مرة
عائد توزيعات الأرباح	حوالي 4.7%	حوالي 5.1%	حوالي 4.9%	حوالي 5.8%	حوالي 4.6%	حوالي 7.2%	حوالي 5.6%	حوالي 5.2%	حوالي 3.8%
صافي الدين / EBITDA[2]	حوالي 0.8 مرة	حوالي 0.2 مرة	حوالي 2.5 مرة	حوالي 0.03 مرة	حوالي 1.1 مرة	حوالي 1.3 مرة	حوالي 2.3 مرة	حوالي 0.2 مرة	حوالي 2.4 مرة

المصادر: التقارير السنوية للسنة المالية 2025، تقارير النصف الأول من 2026، بيانات القيمة السوقية، وعائد توزيعات الأرباح من Stockanalysis.

حُسبت أرقام آخر سنة مالية معلنة (LTM) على أساس السنة المالية 2025 الفعلية، بينما تجمع أرقام أحدث 12 شهرًا (TTM) بين النصف الثاني من 2025 والنصف الأول من 2026، وحُسبت كما في 30 يونيو 2026.

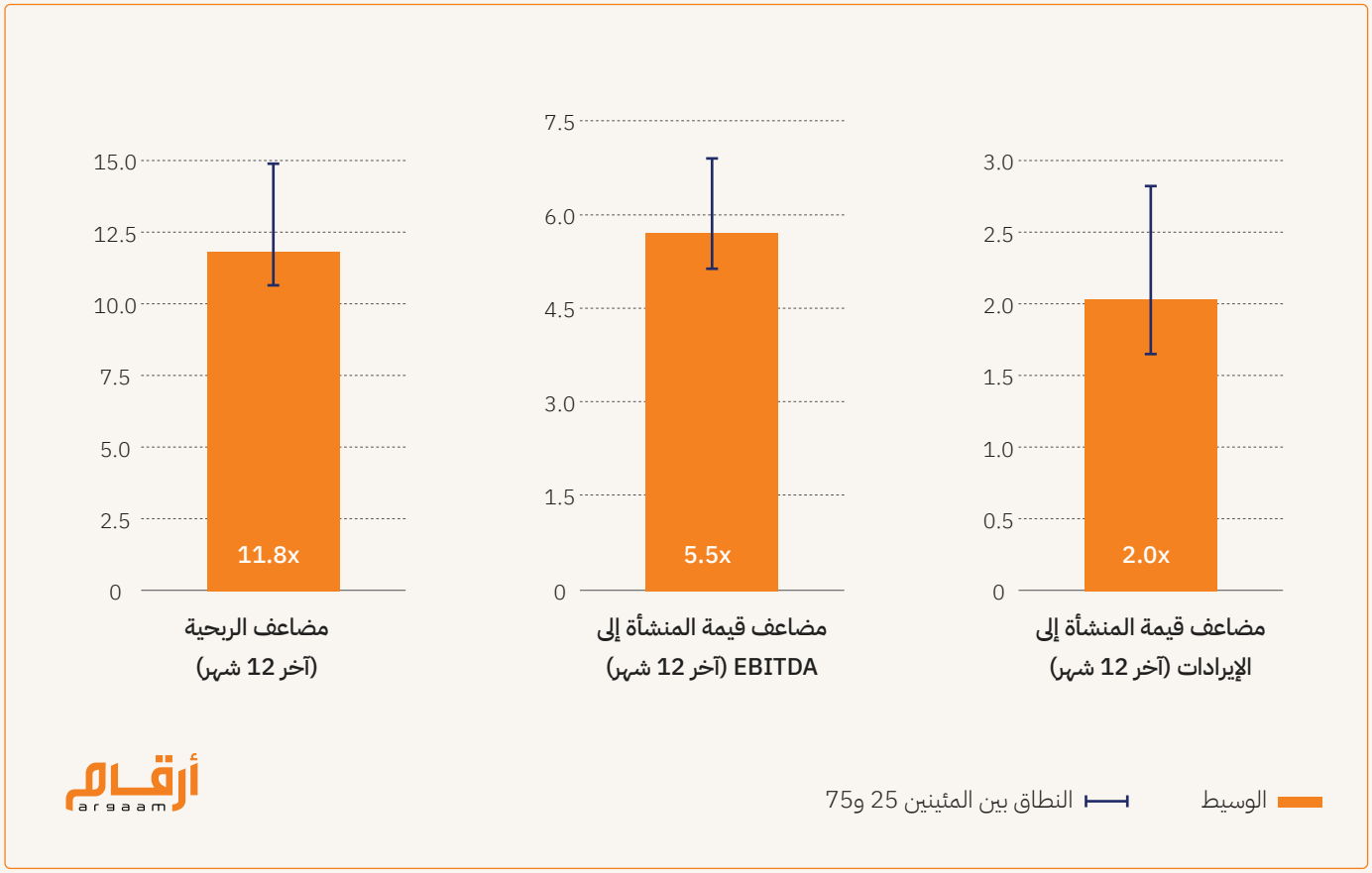
01. القيمة السوقية لحقوق الملكية (Equity Value) هي القيمة السوقية للأسهم كما في 12 أغسطس 2026، وفقًا لبيانات Stockanalysis.

02. قيمة المنشأة (Enterprise Value) هي القيمة السوقية مضافًا إليها صافي الدين، وذلك كما في 30 يونيو 2026. وبالنسبة إلى Ooredoo، استُخدمت بيانات صافي الدين للسنة المالية 2025 في الاحتساب، لعدم نشر الشركة ميزانية عمومية موحدة للنصف الأول من 2026 حتى ذلك التاريخ. ويُحتسب صافي الدين بطرح إجمالي النقد، الأرصدة المصرفية، والمرابحة قصيرة الأجل من إجمالي الدين (القروض، الاقتراضات، والتزامات عقود الإيجار). كما يُحتسب صافي الدين إلى EBITDA لجميع الشركات التسع وفق هذا الأساس. ويُعد هذا المنهج أضيق وأكثر تحفظًا من منهج احتساب صافي الدين الذي تتبعه بعض الشركات في نتائجها، إذ تعتمد عادةً تعريفًا أوسع للدين يشمل التزامات محتملة، مثل خطابات الاعتماد، الضمانات، وتمويل الموردين، مع احتساب الأرصدة النقدية على أساس صافٍ. ولذلك، قد تختلف أرقام صافي الدين إلى EBITDA الواردة في هذا الجدول بشكل جوهري عن الأرقام المماثلة المفصح عنها في التقارير السنوية لكل شركة، فلا ينبغي مقارنتها مباشرةً بها.

03. يبدو أن انخفاض مضاعف أوريدو يعكس خصمًا فعليًا يفرضه السوق على تقييم السهم، أكثر من كونه ناتجًا عن اختلاف في أسس المقارنة. فقد شكّل العراق والجزائر وحدهما نحو ثلث إيرادات المجموعة. وتشير نتائج الشركة للنصف الأول من 2026 إلى استمرار تأثير الاضطرابات الجيوسياسية على العراق، ثاني أكبر أسواقها، إلى جانب استمرار الصراع في فلسطين وعدم حسم النزاع القضائي في الجزائر.

04. تعكس العلاوة التي يحظى بها سهم du مزيجًا نادرًا في القطاع؛ فالشركة تتخذ من الإمارات مقرًا لها، وتحقق أعلى عائد على حقوق الملكية بين نظيراتها (28.6%)، كما تتمتع بميزانية عمومية تكاد تخلو من الديون (نحو 0.2 مرة لصافي الدين / EBITDA). ومع ذلك، تجاوز سعر السهم المستوى الذي تبرره هذه المؤشرات وحدها، إذ سجل أعلى مستوى له على الإطلاق خلال التداولات اليومية عند 12.80 درهم إماراتي في يوليو 2026، في حين لا يزال متوسط السعر المستهدف الصادر عن شركات الوساطة أقل بفارق ملموس من سعر السهم الحالي.

05. يُرجح أن يكون انخفاض مضاعفي قيمة المنشأة (EV) إلى الإيرادات وقيمة المنشأة إلى EBITDA لدى عُمانتل ناتجًا عن اختلاف في أساس التوحيد المحاسبي، وليس عن انخفاض في التقييم؛ إذ تعكس قيمة المنشأة نظرة السوق إلى المصلحة الاقتصادية الفعلية لعُمانتل (21.9% من مجموعة زين، إلى جانب أعمالها المحلية في سلطنة عُمان)، في حين تشمل الإيرادات وEBITDA المستخدمان في مقامي المضاعفين نتائج مجموعة زين موحدة بنسبة 100%، بما في ذلك نحو 78% من EBITDA لمجموعة زين العائدة إلى حقوق الملكية غير المسيطرة (انظر الملاحظات أسفل جدول مقارنة المؤشرات المالية المتعلقة بعُمانتل / مجموعة زين).



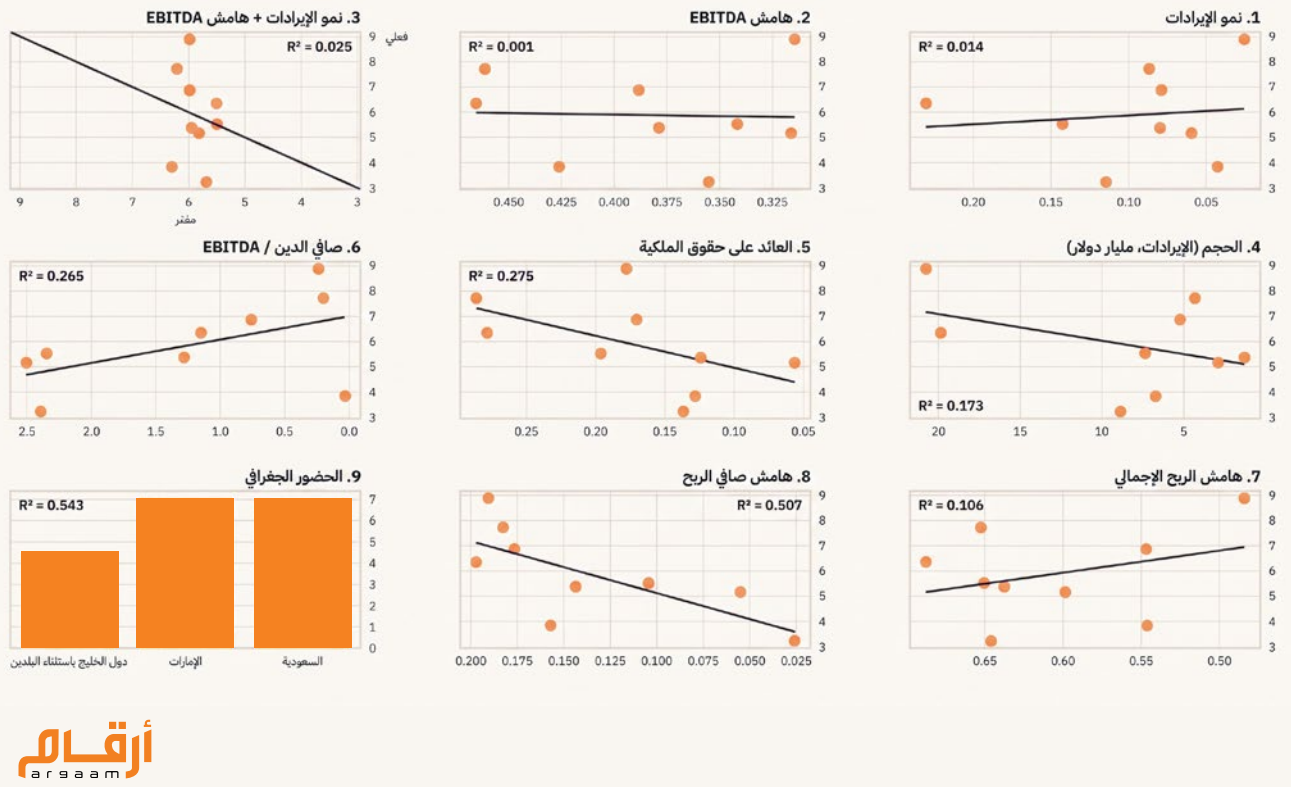
تتماشى مضاعفات التداول في قطاع الاتصالات بدول مجلس التعاون الخليجي بوجه عام مع نظيراتها في الولايات المتحدة وأوروبا. ولا يعكس التفاوت في المضاعفات داخل القطاع خصمًا خليجيًا موحدًا، إذ يمكن تحديد سبب واضح ومحدد لكل طرف من أطراف هذا التفاوت.

فالمضاعفات المنخفضة لدى عُمانتل وأوريدو تعكس أثرًا حسابيًا ناتجًا عن اختلاف أساس التوحيد المحاسبي، ومخاطر الأسواق الناشئة، على التوالي. في حين تعكس المضاعفات المرتفعة لدى دو مزيجًا من قوة المؤشرات الأساسية وزخم السهم. ومن ثم، لا توجد مؤشرات واضحة على وجود سوء تسعير واسع النطاق على مستوى القطاع ككل.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه المضاعفات محسوبة على أساس أحدث 12 شهرًا (TTM)، أي أنها تستند إلى بيانات تاريخية، في حين تسعّر الأسواق عادةً الأسهم استنادًا إلى التوقعات المستقبلية. كما جرى تبسيط بعض الحسابات، مثل صافي الدين. ومع ذلك، من غير المتوقع أن تشهد المؤشرات الأساسية الكامنة تغيرات جوهرية على المدى القريب، ولذلك تظل هذه المضاعفات تقديرًا جيدًا للنطاقات العامة التي تتداول ضمنها الأسهم.

وبالنظر إلى هذه المضاعفات مجتمعة، فإنها توضح مستوى التسعير الذي حدده السوق للقطاع، لكنها لا تفسر بالضرورة العوامل التي تقف وراء تباين التقييمات.

ومن ثم يختبر القسم التالي هذه العلاقة بصورة أكثر دقة، من خلال دراسة العلاقة بين مضاعفات قيمة المنشأة إلى EBITDA ومجموعة من العوامل المالية والاستراتيجية الأساسية، بما في ذلك الحجم، النمو، الربحية، الرفع المالي، توليد النقد، العائد على حقوق الملكية، والحضور الجغرافي. كما يُستخدم تحليل الانحدار لتحديد العوامل التي ترتبط بالتقييم بدرجة أقوى ضمن مجموعة الشركات النظيرة في قطاع الاتصالات بدول مجلس التعاون الخليجي.



ملاحظة

يركز هذا التحليل على مضاعف قيمة المنشأة إلى EBITDA بدلًا من مضاعف الربحية (P/E)، نظرًا إلى أن EBITDA محايدة تجاه هيكل رأس المال وسياسة الإهلاك، وهي ميزة مهمة في قطاع كثيف رأس المال يعتمد على أصول ذات عمر تشغيلي طويل، حيث تختلف مستويات الرفع المالي وجداول الإهلاك بدرجة كبيرة بين المشغلين لأسباب لا ترتبط بطبيعة الأعمال الأساسية.

أما صافي الدخل، الذي يمثل مقام مضاعف الربحية، فيتأثر بمصروفات الفوائد، الإهلاك، الضرائب، وبنود فروق أسعار الصرف، وهي بنود قد تشهد تقلبات حادة من فترة إلى أخرى لأسباب لا ترتبط بالأداء التشغيلي.

وحُسبت المضاعفات على أساس قيمة المنشأة إلى EBITDA لآخر 12 شهرًا، باستخدام صافي الدين للنصف الأول من 2026، والقيمة السوقية الحالية، و EBITDA لآخر 12 شهرًا.

في حين تستند المؤشرات الأساسية إلى أرقام السنة المالية 2025 كاملة، بدلًا من فترة مماثلة لآخر 12 شهرًا، نظرًا إلى أن الإفصاحات المرحلية لنصف السنة تنطوي بدورها على آثار موسمية وتقلبات ناتجة عن بنود غير متكررة.

وعند إعادة احتساب معاملات الارتباط على أساس قيمة المنشأة إلى EBITDA للسنة المالية 2025 الفعلية (EV/FY25A)، جاءت المعاملات مماثلة إلى حد كبير، مما يشير إلى أن اختلاف أساس الاحتساب لا يفسر النتائج.

اختُبرت القيمة السوقية، عائد توزيعات الأرباح، نسبة الإنفاق الرأسمالي إلى الإيرادات، وعائد التدفق النقدي الحر، لكنها استُبعدت من هذه المجموعة. إذ ترتبط القيمة السوقية وعائد التدفق النقدي الحر ارتباطًا حسابيًا بمضاعف قيمة المنشأة إلى EBITDA من خلال عنصر السعر (حيث تمثل القيمة السوقية مكونًا مباشرًا من قيمة المنشأة، في حين يرتبط عائد التدفق النقدي الحر تقريبًا بعلاقة عكسية مع المضاعفات القائمة على السعر). في المقابل، أظهر كل من عائد توزيعات الأرباح ونسبة الإنفاق الرأسمالي إلى الإيرادات قدرة تفسيرية محدودة للغاية ($R^2 < 0.05$).

أبرز نتائج تحليل الانحدار والعوامل المرتبطة بمضاعفات التقييم

العامل المؤثر	R^2	القراءة التحليلية
الحضور الجغرافي	0.543	تتداول شركات السعودية والإمارات عند مضاعف قيمة المنشأة إلى EBITDA يبلغ نحو 7 مرات، مقابل نحو 4.5 مرة لبقية دول مجلس التعاون الخليجي. ويسجل هذا العامل أعلى قيمة لمعامل التحديد (R^2) ضمن المجموعة، إلا أن ذلك يعكس متوسطات المجموعات، وليس خط انحدار مُقدّرًا للبيانات.
هامش صافي الربح	0.507	أقوى عامل منفرد مستمر، إذ تتداول الشركات الأعلى ربحية عند مضاعف قيمة المنشأة إلى EBITDA أعلى.
العائد على حقوق الملكية (ROE)	0.275	علاقة متوسطة، إذ يرتبط ارتفاع العائد على حقوق الملكية بارتفاع مضاعف التقييم.
صافي الدين / EBITDA	0.265	علاقة متوسطة وسلبية، إذ تتداول الشركات ذات الرفع المالي الأعلى عند خصم في التقييم.
الحجم (الإيرادات)	0.173	علاقة ضعيفة إلى متوسطة، إذ تتداول الشركات الأكبر حجمًا عند مضاعف أعلى قليلًا.
هامش الربح الإجمالي	0.106	علاقة ضعيفة وسلبية، ولا يبدو اتجاهها منطقيًا بوضوح، ويرجح أن تعكس اختلافات أخرى بين الشركات ذات الهوامش المرتفعة والمنخفضة، أكثر من كونها علاقة فعلية.
نمو الإيرادات + هامش EBITDA	0.025	علاقة ضعيفة، إذ لا يضيف النموذج القائم على العاملين تحسنًا يُذكر مقارنة باستخدام أي من المتغيرين منفردًا.
نمو الإيرادات	0.014	علاقة تكاد لا تُذكر.
هامش EBITDA	0.001	علاقة تكاد لا تُذكر.

استنتاجات التحليل الانحداري

استنادًا إلى نتائج تحليل الانحدار، تخلص الدراسة إلى الاستنتاجات التالية بشأن تسعير شركات الاتصالات في دول مجلس التعاون الخليجي:

.01

يُعد الموقع الجغرافي، وتحديدًا حجم السوق المحلية، محركًا رئيسيًا للتقييم.

إذ تتداول شركات الاتصالات في السعودية والإمارات بعلاوة مقارنةً ببقية دول مجلس التعاون الخليجي. ولا يرجع ذلك إلى تمتعها بحضور دولي أكبر؛ بل على العكس، فإن أعمال موبايلي، زين السعودية، ودو تكاد تكون محلية بالكامل.

ويرجع ذلك إلى أن أسواقها المحلية تتمتع بحجم أكبر، مستويات ثراء أعلى، وملامح مخاطر مواتية نسبيًا. وتكتسب هذه العوامل أهمية خاصة في قطاع الاتصالات.

فمع استقرار قاعدة المشتركين المحليين إلى حد كبير وثبات تكاليف الشبكات نسبيًا، يتيح اتساع السوق المحلية وارتفاع متوسط الإيرادات لكل مستخدم توزيع النفقات الرأسمالية على عدد أكبر من المشتركين ذوي القيمة الأعلى. وبذلك يتحول الحجم ومستويات الثراء مباشرةً إلى رافعة تشغيلية.

.02

لا يبدو أن النمو أو تحسن هامش EBITDA يدفعان السوق إلى منح علاوة تقييم لشركات الاتصالات الخليجية.

ويتفق ذلك مع بعض النتائج السابقة (انظر تقرير دراسة حالة موبايلي)، والتي أشارت إلى أن مستثمري القطاع لا يمنحون علاوة للشركات التي تتجه إلى التنويع والتوسع من خلال الاستحواذات بهدف تحقيق النمو.

ويظهر النمط نفسه عند مقارنة مضاعفات قيمة المنشأة إلى EBITDA ضمن مجموعة مقارنة أوسع على مدى فترات زمنية مختلفة. فلا تحصل الشركات الأكثر تنوعًا على إعادة تقييم منتظمة ترفع مضاعفاتها، ومن ثم لا يمكن الجزم بوجود علاوة تقييم للتنويع.

.03

يكافئ السوق هامش صافي الربح الذي لا يعكس الربحية الأساسية فحسب، بل يبدو في هذا السياق مؤشرًا على انضباط رأس المال وكفاءة تحويل الأداء التشغيلي إلى أرباح للمساهمين.

ويعكس ذلك أحد أسباب حذر المستثمرين تجاه قطاع الاتصالات منذ فترة طويلة. فقد واجه نموذج الأعمال التقليدي صعوبة في تحويل الحجم إلى ربحية فعلية، في ظل متطلبات نفقات رأسمالية مستمرة لا تكاد تنتهي.

ويمنح السوق علاوة في التقييم للمشغلين الذين يديرون دورة رأس المال بكفاءة، بينما لا يحظى بها المشغلون الذين لا تزال أعباء هذه الدورة تثقل عوائدهم.

.04

وفي السياق نفسه، يكتسب هيكل رأس المال والعوائد أهمية ملحوظة.

حيث يأتي العائد على حقوق الملكية (ROE) وصافي الدين إلى EBITDA في المرتبة التالية بين العوامل المرتبطة بالتقييم في العينة، وكلاهما يسير في الاتجاه نفسه المشار إليه في النقطة الثالثة. فالشركات التي تحقق عوائد أعلى على حقوق الملكية، وتحمل ديونًا أقل مقارنةً بـ EBITDA، تتداول بعلاوة في التقييم.

ومن ثم، يسعر السوق، في قطاع يتسم بنفقات رأسمالية كبيرة ومتكررة، المخاطر التي يتحملها المساهمون في مقابل العوائد التي يحققونها.

تستند الدراسة إلى تحليل تسع شركات عند نقطة زمنية واحدة، وهو ما يستدعي مراعاة صغر حجم العينة عند قراءة النتائج.

ومع ذلك، لا تستند الاستنتاجات إلى القوة الإحصائية وحدها، بل يتوافق كل منها مع واقع معروف وموثق في قطاع الاتصالات؛ ويشمل ذلك اقتصاديات الأسواق المحلية، والصعوبة المستمرة التي تواجهها شركات القطاع في تحويل الحجم إلى ربحية مستدامة، وحساسية السوق تجاه الرفع المالي والانضباط الرأسمالي في نشاط يتطلب نفقات رأسمالية كبيرة.

الجزء الثاني

عقد من التحوّل في موبايلي... وخصم تقييمي لم يُغلق بعد



أُدرجت موبايلي في تداول السعودية في ديسمبر 2004 بعد حصولها على الرخصة الثانية لتشغيل شبكات الهاتف المتنقل (GSM) في المملكة، ثم نمت على مدى العقد التالي حتى باتت في مصاف أكبر الشركات المدرجة من حيث القيمة السوقية. غير أن هذه المسيرة توقفت في نوفمبر 2014 حين أفصحت الشركة عن مخالفات محاسبية جوهرية، أعقبها تعديل الأرباح السابقة بالخفض، وإعفاء الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة من مناصبهما خلال أشهر، وفقدان السهم أكثر من نصف قيمته السوقية.

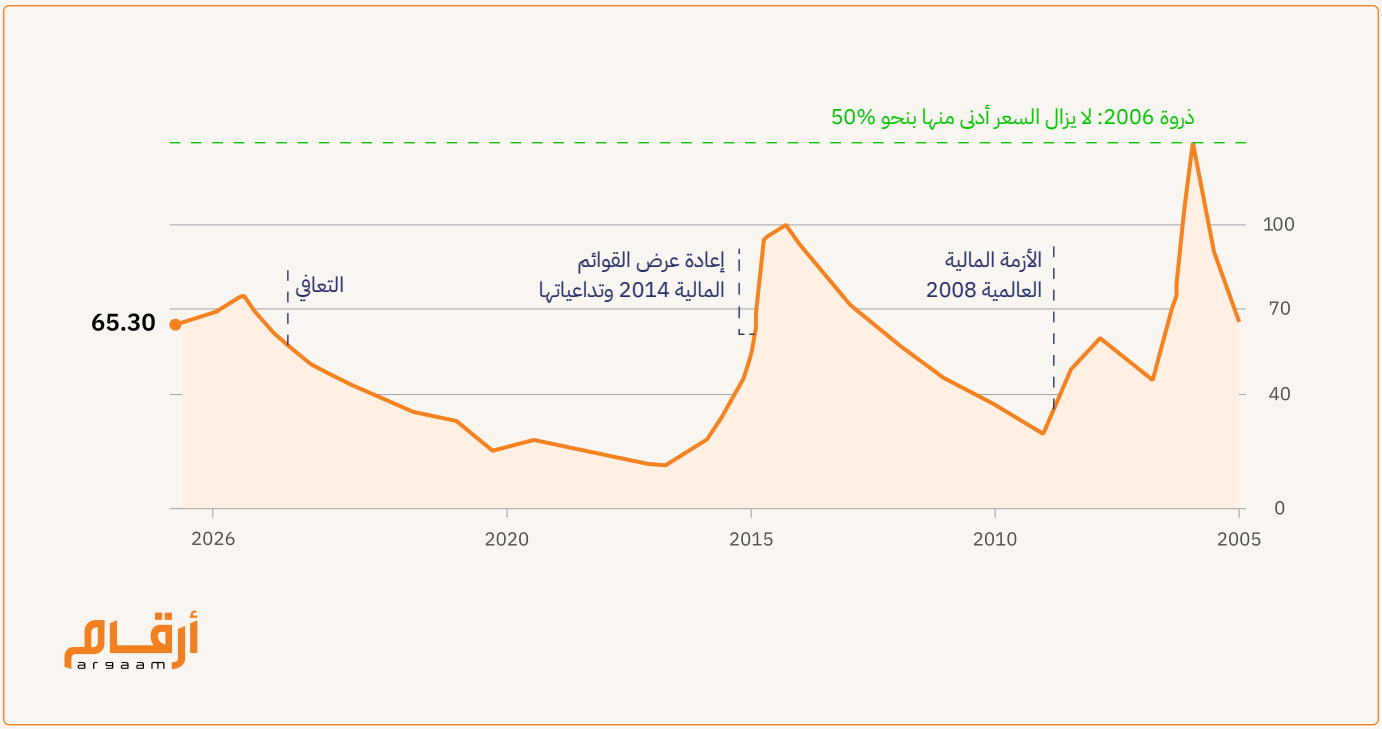
وتعمقت التداعيات في عام 2015 مع تسجيل خسارة صافية للعام المالي، وتعديل إضافي بالخفض للأرباح المعلنة سابقًا، وضغوط واجهتها الشركة، بسبب التعهدات المالية (covenants) المرتبطة بتسهيلاتها الائتمانية، وهي الشروط التعاقدية التي يفرضها المقرضون، إضافة إلى سلسلة من العقوبات التنظيمية على تداولات تمت بناءً على معلومات داخلية قبل الإفصاح عن تلك المخالفات.

وسار التعافي منذ ذلك الحين بخطى بطيئة لكنها ثابتة: فقد أسهمت القيادة الجديدة وتنازل المقرضين عن التعهدات المالية في استقرار الميزانية العمومية خلال 2015–2016، وأعاد خفض المديونية المستمر والانضباط في الهوامش بناء الأعمال خلال السنوات التالية، ثم عاد النمو إلى التسارع اعتبارًا من 2022 مع توسع إيرادات قطاعي الجملة والأعمال.

وبحلول 2025–2026، كانت موبايلي تسجل أداءا ماليا قويا في القطاع (نموًا وربحية) وعائد لافت للنظر على حقوق الملكية، متقدمةً على كثير من منافسيها حتى مع بقاء مضاعف تقييمها فاترًا.



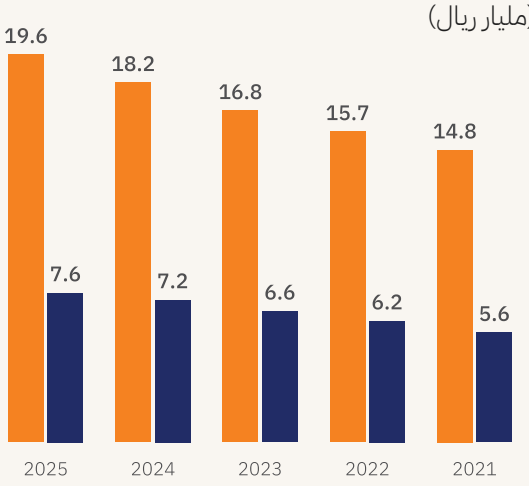
أداء سهم موبايلي منذ الإدراج



تعافي موبايلي بالأرقام: السنوات المالية 2021–2025

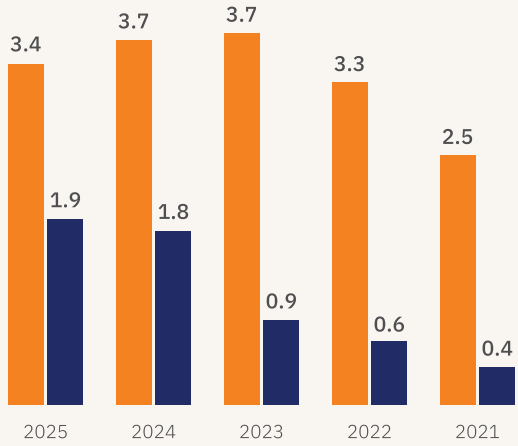
الإيرادات والأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء

(مليار ريال)



التدفقات النقدية الحرة والتوزيعات النقدية المدفوعة

(مليار ريال)



المصدر: الإعلانات والتقارير المالية السنوية الصادرة عن موبايلي. سعر السهم عند 23 أغسطس 2026.

وجاء نمو الإيرادات مدفوعًا بتوسع أعمال الجملة (الكابلات البحرية واتفاقيات المشغلين الدوليين) ومكاسب مطردة في أعداد المشتركين في شريحتي الأفراد والأعمال، فيما تحسن هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء بفضل الرافعة التشغيلية والانضباط المستمر في التكاليف منذ سنوات التحول.

ونمت التدفقات النقدية الحرة باطراد حتى عام 2023، حين كان الإنفاق على الشبكة لا يزال عند مستويات أخف، قبل أن تتراجع في السنتين الماليتين 2024 و2025 مع تصاعد النفقات الرأسمالية مدفوعًا بالفوز برخصة كبيرة للطيف الترددي، إضافةً إلى برنامج استثماري مستمر في الشبكة يشمل توسعة شبكات الجيل الخامس والكابلات البحرية ومراكز بيانات جديدة. واصلت التوزيعات النقدية ارتفاعها خلال هذه الفترة، وهو ما يشير إلى غياب ضغوط فعلية على التدفقات النقدية، وأن التراجع مرتبط بدورة الإنفاق الرأسمالي لا بقدرة الأعمال على توليد التدفقات النقدية.

واستمر هذا الزخم في النصف الأول من 2026، إذ ارتفعت الإيرادات بنسبة 5.3%، والأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء بنسبة 9.3%، وصافي الربح بنسبة 11.5% على أساس سنوي، في نمو يتسارع كلما تقدمنا في بنود قائمة الدخل نحو صافي الربح. كما واصلت الهوامش توسعها بلا استثناء مقارنة بالنصف الأول من 2025.

مقارنة مع الشركات المماثلة

المؤشر	موبايلي	stc	زين السعودية
نهاية السنة المالية	31 ديسمبر 2025	31 ديسمبر 2025	31 ديسمبر 2025
الإيرادات	19.6 مليار ريال	77.8 مليار ريال	11.0 مليار ريال
نمو الإيرادات (سنوي)	+7.9%	+2.5%	+6.0%
إجمالي الربح	10.7 مليار ريال	37.7 مليار ريال	6.6 مليار ريال
هامش الربح الإجمالي	54.7%	48.4%	59.8%
الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء	7.6 مليار ريال	24.5 مليار ريال	3.5 مليار ريال
هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء	38.8%	31.4%	31.6%
صافي الربح (العائد للمساهمين)	3.5 مليار ريال	14.8 مليار ريال	604 مليون ريال
هامش صافي الربح	17.6%	19.1%	5.5%
عائد التوزيعات النقدية (الحالي)	4.7%	5.1%	4.9%
العائد على حقوق الملكية (السنة المالية 2025)	17.1%	17.8%	5.6%

المصدر: القوائم المالية المدققة للسنة المالية 2025. عائد التوزيعات النقدية، وفق بيانات Stockanalysis.com، هو العائد الحالي المحسوب على أساس سعر السهم، وليس العائد التاريخي للتوزيعات المعلنة عن السنة المالية 2025، وقيمه تقريبية. واحتُسب العائد على حقوق الملكية بقسمة صافي الربح العائد للمساهمين على حقوق المساهمين (بالقيمة الدفترية لا السوقية)، وكل من الربح وحقوق المساهمين كما في نهاية السنة المالية 2025.

مضاعفات التداول

المؤشر	موبايلي	stc	زين السعودية
القيمة السوقية (قيمة حقوق الملكية)	نحو 48.9 مليار ريال	نحو 217.7 مليار ريال	نحو 9.3 مليار ريال
صافي الدَّين (ميزانية النصف الأول 2026)	5.8 مليار ريال[1]	5.8 مليار ريال[1]	نحو 8.7 مليار ريال[1]
قيمة المنشأة	نحو 54.7 مليار ريال	نحو 223.5 مليار ريال	نحو 18.0 مليار ريال
مضاعف قيمة المنشأة إلى الإيرادات (السنة المالية 2025 / آخر 12 شهرًا "TTM")	نحو 2.7 / 2.8 مرة	نحو 2.8 / 2.9 مرة	نحو 1.6 / 1.6 مرة
مضاعف قيمة المنشأة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء (السنة المالية 2025 / آخر 12 شهرًا)	نحو 6.9 / 7.2 مرة	نحو 8.9 / 9.1 مرة	نحو 5.2 / 5.2 مرة
مكرر الربحية (السنة المالية 2025 / آخر 12 شهرًا)	نحو 13.4 / 14.1 مرة	نحو 14.8 / 14.7 مرة	نحو 11.8 / 15.4 مرة

المصادر: القيمة السوقية من Stockanalysis.com محسوبةً على أساس سعر السهم في 12 أغسطس 2026. صافي الدَّين كما ورد في الميزانية العمومية للنصف الأول من 2026 (30 يونيو 2026). أرقام آخر 12 شهرًا محسوبة من النتائج المالية المعلنة للنصف الثاني من 2025 والنصف الأول من 2026. (1) لأغراض المقارنة المتكافئة، احتُسب صافي الدَّين بجمع إجمالي القروض (المتداولة وغير المتداولة) وإجمالي التزامات عقود الإيجار (المتداولة وغير المتداولة)، مطروحًا منه النقد وما يماثله والمرابحات قصيرة الأجل.

أرقام
arqaam

ملاحظة

يعتمد هذا التحليل على البيانات المالية والتقييمية المعلنة لا على مؤشرات على مستوى المشتركين ومؤشرات جودة القطاعات، مثل اتجاهات متوسط الإيراد لكل مستخدم (ARPU)، ومزيج مسبق الدفع وآجل الدفع، ومعدل فقدان العملاء (churn)، وجودة العقود، إذ لم تُفصح الشركات الثلاث عن هذه المؤشرات على نحو متسق.

ثلاث شركات، سوق واحد، ثلاثة تقييمات

على صعيد المؤشرين الأكثر ارتباطًا بالأساسيات الاقتصادية لمشغلي الاتصالات، وهما النمو وهامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء، تتصدر موبايلي بفارق حاسم ومطرد. وعلى الرغم من تفوق هامش أرباحها قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء، يبقى هامش صافي الربح لديها دون مستوى stc، إذ تؤدي كثافة نفقاتها الرأسمالية الأعلى بكثير إلى أعباء إهلاك أكبر نسبيًا، يفاقمها ثقل الرافعة المالية. وهي فجوة يُتوقع أن تضيق مع عودة النفقات الرأسمالية إلى مستوياتها الاعتيادية بعد دورة الاستثمار الحالية، بما يتسق مع تراجع النفقات الرأسمالية الظاهر بالفعل في النصف الأول من 2026.

وبالنظر إلى مضاعفات التداول، وتحديدًا مضاعف قيمة المنشأة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء (EV/EBITDA)، وهو مضاعف التقييم المعياري لقطاع الاتصالات عالميًا، تبدو زين السعودية منخفضة التقييم، غير أنها مرتفعة التقييم على أساس مكرر الربحية.

وينشأ هذا التباين بالدرجة الأولى من ثقل الديون في ميزانيتها العمومية، لا من نظرة السوق إلى أعمالها. ويمكن القول إن زين السعودية هي الأصغر بين الشركات الثلاث من حيث الإيرادات والحصة السوقية، لكن ملامحها المالية مختلفة جوهريًا، إذ تحمل رافعة مالية أعلى (صافي الدَّين إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء عند 2.5 مرة تقريبًا، أي قرابة 3 أضعاف مستوى موبايلي البالغ نحو 0.8 مرة)، وما يقابل ذلك من هوامش أدنى وعوائد أقل (عائد على حقوق الملكية نحو 5.6% مقابل نحو 17.1% لموبايلي). وتقدم زين السعودية مثالًا مفيدًا على ما يمكن أن تحدثه الرافعة المالية في المضاعفات النسبية، لكنها ليست أساسًا منصفًا للمقارنة عند السؤال عما إذا كان السوق يسعّر الجودة تسعيرًا صحيحًا.

أما العلاوة التقييمية لسهم stc مقارنة بموبايلي فيسهل تبريرها. فـ stc هي المشغل الأكبر من حيث الإيرادات والحصة السوقية على حد سواء، وتمنحها ملكية صندوق الاستثمارات العامة لحصة الأغلبية فيها بعدًا من الدعم السيادي لا يتوافر بالقدر نفسه لأي نظير محلي. كما أنها، عند قرابة 4 أضعاف القيمة السوقية لموبايلي، وهو الأهم، ليست شركة اتصالات صرفة، بل منصة متنوعة تمتد أعمالها عبر الخدمات المصرفية الرقمية وخدمات تقنية المعلومات والأمن السيبراني والبنية التحتية السحابية ومراكز البيانات (انظر التفصيل الإضافي أدناه).

ومن اللافت أن أعمال الاتصالات الأساسية لدى stc لا تزال تمثل الغالبية العظمى من إيرادات المجموعة، بواقع 64% على أساس إجمالي تقريبا، وأنها تنمو بوتيرة متواضعة لا تتجاوز 3% على أساس سنوي.

وخارج أعمال الاتصالات الأساسية، يأتي في المقدمة نمو الحوسبة السحابية بأكثر من 60%، وهو الأعلى بين قطاعات المجموعة المفصح عنها.

تمثّل الأنشطة غير الأساسية 36% من إجمالي إيرادات stc، وهو مستوى تنويع حقيقي بمقاييس المنطقة.

لكن هذه النسبة تضم أنشطة مختلفة في طبيعتها، ولا يصح التعامل معها ككتلة واحدة.

فشركة Solutions شركة خدمات تقنية مدرجة وذات حجم معتبر. ومراكز البيانات والحوسبة السحابية والأمن السيبراني أنشطة أصغر، لكنها في نمو ملحوظ. أما Channels فهو أكبر القطاعات غير الأساسية، ونشاطها بيع التجزئة: هواتف وأجهزة وأرصدة مسبقة الدفع عبر متاجر stc. وأنشطة التجزئة تُقيَّم عادة بمضاعفات أدنى من مضاعفات شركات التقنية وخدمات التقنية.

ولذلك قد يمنح السوق علاوة تقييمية لبعض هذه الأنشطة، لكن ليس لها جميعاً.

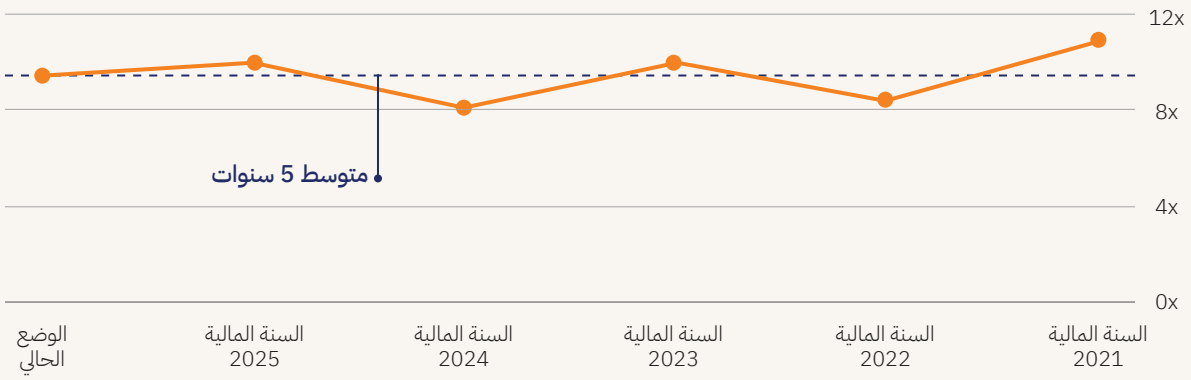
التقارير القطاعية لـ stc للسنة المالية 2025

القطاع	إيرادات 2025 (مليون ريال)	نسبة من إجمالي الإيرادات القطاعية	النمو مقارنة بـ 2024	هامش الربح الإجمالي 2025
stc (السعودية والكويت والبحرين) (الاتصالات الأساسية)	57,267	64.1%	+2.9%	59.0%
قنوات stc (توزيع الأجهزة)	14,085	15.8%	-6.8%	24.3%
حلول stc (خدمات تقنية المعلومات)	12,730	14.3%	+5.5%	23.0%
center3 (مراكز البيانات)	1,962	2.2%	+2.6%	41.7%
بنك stc (الخدمات المصرفية الرقمية)	1,401	1.6%	+11.0%	51.7%
سرار (الأمن السيبراني)	827	0.9%	+12.8%	34.2%
Specialized (خدمات متخصصة)	355	0.4%	-4.6%	38.0%
iot² (إنترنت الأشياء)	322	0.4%	+7.0%	22.4%
الشركة السعودية للحوسبة السحابية SCCC (الحوسبة السحابية)	304	0.3%	+61.7%	25.7%
قطاعات تشغيلية أخرى (متنوعة)	65	0.1%	-91.1%	غير متاح
الإجمالي (قبل الاستبعادات)	89,318	100.0%		

المصدر: التقرير السنوي لـ stc للسنة المالية 2025. احتُسبت نسب الإيرادات القطاعية أعلاه على أساس الإيرادات الإجمالية قبل استبعادات ما بين القطاعات (وقد بلغت هذه الاستبعادات 11,499 مليون ريال في 2025).

لو كان المستثمرون يكافئون stc على بناء هذه الأعمال المكملة، حتى قبل بلوغها الحجم المستهدف، لكان من المفترض أن تنعكس تلك المكافأة في مضاعف تقييم السهم نفسه خلال الفترة التي أُطلقت فيها هذه الأعمال أو طُورت أو استُحوذ عليها. والرسم البياني أدناه يختبر ذلك مباشرة بتتبع مضاعف قيمة المنشأة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء لـ stc على مدى السنوات الخمس الماضية.

مضاعف قيمة المنشأة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء لـstc، 2021–2026



مضاعف قيمة المنشأة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء (EV/EBITDA)، مرة

أرقام arqaam

ملحوظة

ينبغي التعامل مع بيانات المصادر المفتوحة والمعلنة عموما بوصفها مؤشرًا دالا على الاتجاه العام يدعم الاستنتاج، لا بوصفها أرقامًا نهائية. كما أن أساس الاحتساب الفعلي غير مُفصح عنه على نحو وافٍ، وقد تختلف الأرقام عما توردة مصادر أخرى أو عن نتائج حساباتنا. وقد قارنّا هذه البيانات بتقارير شركات الوساطة، التي تورد قيمًا مطلقة مختلفة للمضاعفات لكنها تؤكد الاتجاه العام ذاته.

ويُظهر الرسم أن المضاعف ظل يتحرك ضمن نطاق محدود يتراوح بين نحو 8 مرات و10 مرات، من دون أن يشهد على امتداد الفترة إعادة تقييم ترفعه إلى مستوى أعلى يستقر عنده (sustained re-rating). وبناءً على هذه الشواهد، لا يقدم التنويع تبريرًا كاملًا للعلاوة التقييمية لـ stc. ويتسق ذلك مع النمط الأوسع في القطاع، حيث تحققت إعادة التقييم عادةً حين فصلت الشركات أصولًا بعينها في كيانات مستقلة وباعت حصصًا فيها لمستثمرين من خارج المجموعة، فيتمكن السوق عندئذ من تسعير تلك الأصول بمعزل عن الأعمال الأساسية ذات المضاعف المنخفض.

ومع ذلك، فإن عوامل أخرى خاصة بالشركة، منها الحجم والمكانة السوقية وعائد التوزيعات الأعلى والملكية السيادية، كما نوقش سابقًا، تقدم تفسيرًا أكثر وجاهة للمستويات التي يتداول عندها سهم stc.

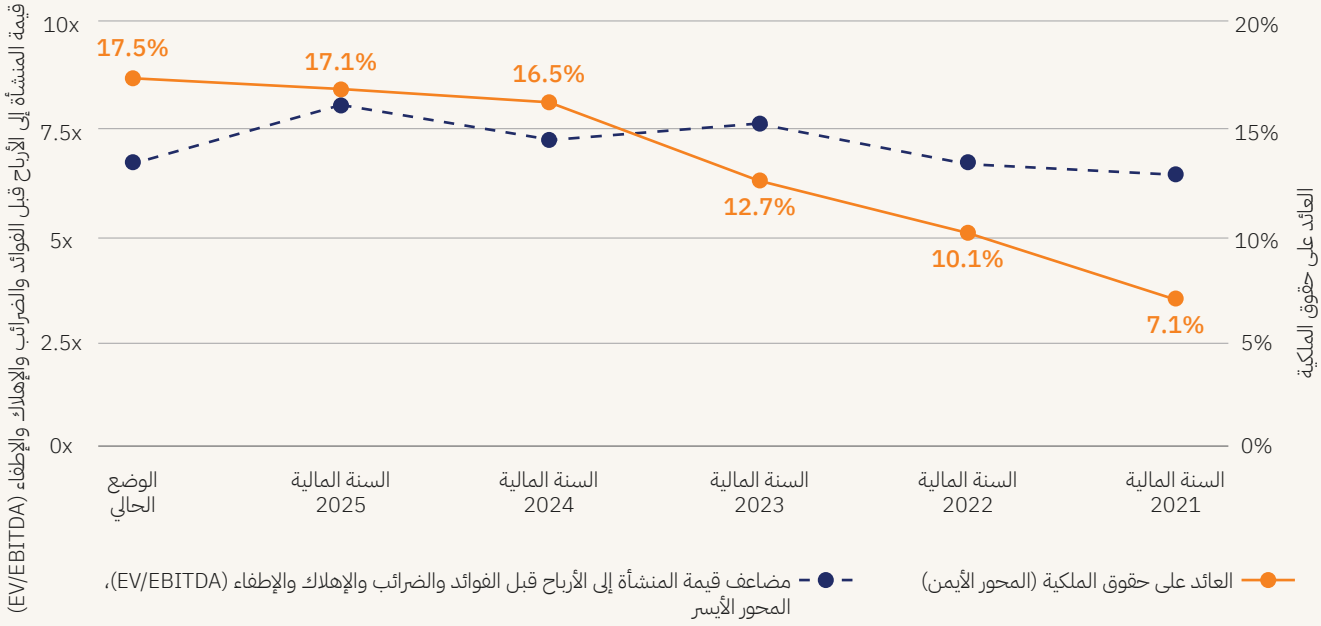
العوامل المرجحة وراء فجوة تقييم موبايلي

كما أظهر تحليلنا، تحسنت المؤشرات الأساسية لموبايلي تحسنًا ملحوظًا على مدى السنوات الخمس الماضية، بزخم قوي ومتسق. غير أن السوق لم يكافئ هذا التحسن مكافأة مجزية. ويتضح هذا الانفصال عند تتبع مضاعف موبايلي مقابل عائدها على حقوق الملكية خلال الفترة نفسها: فمع أن العلاقة ليست عكسية تمامًا، فإن النمط واضح لا لبس فيه. فقد ارتفع العائد على حقوق الملكية إلى أكثر من الضعف خلال الفترة، بينما ظل مضاعف قيمة المنشأة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء يراوح مكانه في نطاق 7 إلى 8 مرات طوال الفترة، من دون أن يقلص الفجوة مع مضاعف شركات أخرى كبرى في القطاع، ناهيك عن مجاراته.

من الناحية النظرية، يُفترض أن يقود ارتفاع العائد على حقوق الملكية وتحسن المؤشرات الأساسية للشركة إلى إعادة تقييم المضاعف. أما عمليًا، فهذه العلاقة لا تنشأ تلقائيًا. والتفسير الأرجح هو مجموعة من العوامل المتجذرة في بنية الشركة وأزمتها التاريخية، والتي لا تزال تلقي بثقلها على كيفية تسعير السوق لها بعد أكثر من 10 أعوام من حدوثها.

موبايلي: العائد على حقوق الملكية مقابل مضاعف قيمة المنشأة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء (EV/EBITDA)

من السنة المالية 2021 حتى الوضع الحالي



المصادر: مضاعفات قيمة المنشأة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء من مصادر بيانات مفتوحة. أرقام العائد على حقوق الملكية محسوبة من التقارير السنوية، فيما احتُسب الرقم الحالي من تقرير النصف الأول من 2026 (صافي الربح ÷ حقوق المساهمين). وكما أُشير أعلاه، فإنه .ينبغي قراءة المضاعفات بوصفها مؤشرًا دالا على الاتجاه العام يدعم الاستنتاج بأن مضاعف موبايلي لم يواكب تحسن عائدها على حقوق الملكية، لا بوصفها أرقامًا نهائية حتى الخانة العشرية في أي سنة بعينها.

لقد تركت قضية المخالفات المحاسبية، بلا شك، أثرًا ممتدًا في نظرة المستثمرين إلى موبايلي. فقد كانت التداعيات، كما نوقش سابقًا، شديدة الوقع، إذ اضطرت الشركة إلى العمل لسنوات بعد ذلك تحت وطأة تبعات الإخلال بالتعهدات المالية وأعباء إعادة تمويل الديون، بدلًا من الانطلاق من موقع قوة مالية.

وقد يعمّق هيكل كبار المساهمين لدى الشركات في هذا القطاع هذا التباين أيضا. فموبايلي مدعومة من مجموعة إي آند (e&)، وهي مستثمر استراتيجي أجنبي، بينما مالك حصة الأغلبية في stc هو صندوق الاستثمارات العامة نفسه، وهو مساهم يرتبط ارتباطًا مباشرًا بتنفيذ رؤية المملكة 2030، الأمر الذي قد يضفي على سهم stc قدرًا إضافيًا من الدعم السيادي الاستراتيجي لا يتوافر في هيكل ملكية موبايلي بطبيعته. ويظل حجم stc الكبير ومكانتها السوقية الرائدة عاملًا آخر من عوامل هذه الفجوة، لا صلة له بالملكية أو التاريخ.

وعند توسيع نطاق المقارنة إلى منطقة الخليج، يبرز مسار موبايلي بدوره. إذ يبدو حالة نادرة نسبيًا لشركة خليجية مدرجة كبرى تجاوزت إخفاقًا جسيمًا في الحوكمة من دون إلغاء إدراج أو تعثر أو حراسة قضائية أو تصفية، في حين انتهت عدة قضايا بارزة أخرى في المنطقة إلى تلك المآلات تحديدًا.

ويبقى من غير المحسوم ما إذا كانت موبايلي ستغلق فجوتها التقييمية في نهاية المطاف؛ فثمة مخاطر قد تؤخر ذلك: أن تتجاوز النفقات الرأسمالية تقديراتها، أو تشتد المنافسة، أو تتبدل أولويات كبار المساهمين. لكن إذا استمر التنفيذ على وتيرته الحالية، ونجحت الشركة في تعظيم قيمة بنيتها التحتية القائمة، فقد يكون إغلاق الفجوة أقرب مما يتوقعه السوق.

خاتمة

يقوم قطاع الاتصالات في دول مجلس التعاون الخليجي على قاعدة متينة بالفعل، وينشط فيها عدد محدود من المشغلين المرخّص لهم، وليست أسواقًا مجزأة شديدة التنافس. ويحد ذلك من الإنفاق الدفاعي المفرط الذي يضغط على العوائد في أسواق أخرى.

ويستفيد المشغلون في السعودية والإمارات تحديدًا من توافر رأس مال سيادي كبير لا يستعجل العوائد. كما يتمتعون بقواعد مشتركين كبيرة وراسخة، ومعدلات انتشار لخدمات الهاتف المحمول تُعد من بين الأعلى عالميًا.

وتساعد هذه المزايا مجتمعة في تفسير تداول القطاع ككل عند مضاعفات قوية مقارنةً بنظيره عالميًا. غير أن ارتفاع معدلات الانتشار يمثل سلاحًا ذا حدين.

في ضوء ما سبق، تتسق النتائج الأساسية للجزء الأول من هذه الورقة البحثية مع التحديات التي تواجه قطاع الاتصالات على نطاق أوسع. فعلى الصعيد العالمي، واجه نموذج الأعمال التقليدي القائم على كثافة الشبكات صعوبة في تحويل الحجم إلى ربحية مستدامة، في ظل استمرار النفقات الرأسمالية دون مؤشرات واضحة على تراجعها.

ونتيجة لذلك، أصبح المستثمرون يولون التدفقات النقدية الموثوقة والانضباط الرأسمالي أهمية أكبر من طموحات النمو.

وتعكس نتائج قطاع الاتصالات الخليجي هذا النمط إلى حد كبير، فالمنطقة ليست بمنأى عن التحدي الأساسي الذي يواجه القطاع عالميا، لكنها أقدر من معظم الأسواق على إدارته، بفضل محدودية عدد المشغلين، وتوافر رأس المال السيادي، واتساع قواعد المشتركين.

وينعكس ذلك مباشرةً على كيفية النظر إلى توجه القطاع نحو التنويع. ولا يعني ذلك أن الاستثمار بهدف تحقيق النمو أمر غير مجدٍ؛ فالتوسع في قطاعات جديدة أو أسواق مجاورة أو أسواق دولية يظل خيارًا استراتيجيًا مشروعًا.

كما تمنح المزايا الهيكلية للمنطقة مشغلي الاتصالات الخليجيين مساحة أكبر لتنفيذ هذه الخيارات مقارنةً بمعظم نظرائهم العالميين.

إلا أن هذه الورقة البحثية تشير بوضوح إلى أن السوق لا يكافئ النمو ولا التنويع فقط متى كان أي منهما هدفًا في حد ذاته. إذ ينبغي تحديد حجم هذه المبادرات بدقة، وهيكلتها بصورة مدروسة، والتأكد من قدرتها على تحقيق عوائد حقيقية، لا مجرد زيادة الحجم لمجرد الزيادة.

وقد أظهر السوق بالفعل صبرًا محدودًا تجاه النمو الذي لا يتحول إلى أرباح صافية؛ ومن المرجح أن يكون أقل تسامحًا بدرجة كبيرة مع أي تنويع يبدأ في تقويض هامش صافي الربح أو العائد على حقوق الملكية.

وعليه، لا يتمثل المسار أمام مشغلي الاتصالات الخليجيين في المفاضلة بين النمو والانضباط، بل في إثبات إمكانية تحقيقهما معًا. وسيكون المشغلون الأقدر على النجاح هم من يتعاملون مع التنويع باعتباره قرارًا منضبطًا لتخصيص رأس المال، وليس مجرد وسيلة للتحوط من نضج أسواقهم المحلية.