



السادة/ شركة مصر لصناعة التبريد والتكييف "ميراكو"  
(شركة مساهمة مصرية)  
دراسة تقدير القيمة العادلة لسهم الشركة

هذا التقرير سرى ولا يجوز أن يتم نسخه أو تبادله أو إرساله إلى أى شخص أو جهة بدون موافقه  
كتابيه من إدارة شركة مصر لصناعة التبريد والتكييف "ميراكو"

سبتمبر 2017



تقرير المستشار المالي المستقل (الملخص التنفيذي)

عن القيمة العادلة لسهم شركة مصر لصناعة التبريد والتكييف - ميراکو (ش.م.م)

السادة/ أعضاء مجلس إدارة شركة مصر لصناعة التبريد والتكييف - ميراکو (ش.م.م)

مقدمة:

تم اعداد دراسة تقدير القيمة العادلة لسهم شركة مصر لصناعة التبريد والتكييف - ميراکو (شركة مساهمة مصرية) بناءً على التعاقد المبرم مع الشركة المؤرخ في 2017/08/21 وفقاً لما يلي..  
الغرض من التقييم: التعرف على القيمة العادلة لسهم الشركة تلبية لمتطلبات الهيئة العامة للرقابة المالية تنفيذاً لاحكام المادة رقم (34 مكرر) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية.  
المقيم: شركة اصول عربية للاستشارات المالية عن الأوراق المالية (ش.م.م).

موقف الاستعانة بأشخاص آخرين:

لم يتم الاستعانة بأشخاص آخرين غير القائمين على الأعمال بالشركة.

موقف الاستقلالية:

تعد شركة اصول عربية للاستشارات المالية عن الأوراق المالية "المستشار المالي" "المقيم" مستقلة إستقلالاً كاملاً عن الشركة محل التقييم والأشخاص المرتبطة بها وأعضاء مجلس إدارتها ومراقبي حساباتها ولا تربطنا بهم أي مصالح شخصية.

أشترطات ومحددات عامة:

« علي الرغم من قيام فريق العمل بقسم الاستشارات المالية بشركة اصول عربية للاستشارات المالية عن الأوراق المالية ببذل أقصى جهد وتوخي الحيطة والحذر الشديد في تنفيذ المهام المكلف بها وخاصة فيما يتعلق باختبار المعلومات المستقبلية، الا اننا لا نضمن ان تأتي النتائج المستقبلية مطابقة تماماً لما جاء بالدراسة وعليه لا يقع أدنى مسؤولية على المستشار المالي المستقل نتيجة لإختلاف النتائج الفعلية للأداء المستقبلي للشركة عن تلك التقديرات.

« لم يتضمن نطاق اعمالنا القيام باعمال فحص ناف للجهالة و/او مراجعة وفحص القوائم المالية التاريخية وانما تم الاطلاع عليها بهدف التعرف على تطور الاداء التاريخي للشركة بغض النظر عما جاء بها من بيانات مالية.

« تم إعادة تبويب القوائم المالية التاريخية للشركة وفقاً لأخر تبويب واردة بالقوائم المالية عن الفترة المالية المنتهية في 2017/6/30، وكذلك تم تبويب القوائم المالية التاريخية والتقديرية بما يتوافق مع التبويب اللازم للتقييم.

« يجب قراءة الدراسة كوحدة واحدة ولا يجوز طمس او تعديل اي من محتوياتها دون الرجوع الى ادارة شركة اصول عربية للاستشارات المالية عن الأوراق المالية.

« الفروق الحسابية الواردة بالدراسة ناتجة عن فروق التقويم





### تاريخ التقييم:

تم التقييم خلال شهر سبتمبر 2017 (أخذاً في الاعتبار القوائم المالية الصادرة عن الشركة محل التقييم عن الاعوام من 2012 حتى 2016 وكذا القوائم المالية عن الفترة المالية المنتهية في 2017/6/30 المعتمدة من ادارة الشركة والمدققة من مراقب الحسابات)، وتعد الدراسة صالحة لمدة لا تزيد عن ستة أشهر من تاريخ التقرير.

### إقرارات المستثمر المالي:

- نقر نحن شركة أصول عربية للاستشارات المالية عن الأوراق المالية بالآتي..
- عملية التقييم ونتائجها موضوع هذا التقرير قد تمت بالالتزام بالمعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 1 لسنة 2017، والقوانين والفواعد القانونية السارية.
  - تم تقدير أتعاب شركة أصول عربية للاستشارات المالية عن الأوراق المالية نظير إعداد هذه الدراسة بمعزل عن نتيجة تقييم الشركة واستخدام التقرير محل التقييم ودون السعي نحو الوصول الى قيم محددة مسبقاً بواسطة ادارة الشركة او اي طرف آخر.
  - تم التحليل وصدور النتائج دون قيود عليها.
  - لم يشترك أي أشخاص خارجيين آخرين لهم علاقة بأي جزء جوهري من عملية التقييم بخلاف من ورد ذكرهم بالتقرير.

### إخلاء المسؤولية (Disclaimer):

- استند التقرير على البيانات والمستندات المقدمة من الشركة محل التقييم تحت مسؤولية ادارة الشركة ومراقب حساباتها، وليس من دور المقيم إجراء أي مراجعة للتحقق من صحة هذه البيانات، ولا تقع أدنى مسؤولية عليه في حالة وجود بيانات غير صحيحة بهذه البيانات والمستندات مما قد يؤثر على نتائج الدراسة.
- يتضمن التقرير تقديرات للأداء المستقبلي على مستوى الشركة أخذاً في الاعتبار التحليل التاريخي للقوائم المالية وخطة الشركة المستقبلية من توسعات استثمارية وتطوير خطة المبيعات وان هذه التقديرات تعكس افتراضات الشركة محل التقييم بشأن النتائج المتوقعة طبقاً للافتراضات التي اعدتها، وعليه تنحصر مسؤولية المستشار المالي فيما يتعلق بالأساليب الرياضية، المحاسبية، المالية والاقتصادية المستخدمة لتحديد القيمة العادلة للشركة في ضوء طرق التقييم المستخدمة.
- البيانات والمعلومات التي تم استخدامها في التقييم وتم الاستناد اليها في إعداد تقرير التقييم كافية للوصول للتقييم في تاريخ إعداده، واننا بذلنا عناية الرجل الحريص للتأكد من منطقيتها وموضوعيتها.
- لا تقع أدنى مسؤولية على المستشار المالي المستقل نتيجة لإختلاف النتائج الفعلية للأداء المستقبلي للشركة عن تلك التقديرات.
- لا تتحمل شركة أصول عربية للاستشارات المالية عن الأوراق المالية اي مسؤولية عن دقة وشمولية البيانات المقدمة من الشركة محل التقييم، كما انه ليس هناك اي ضمان من قبل شركة أصول عربية للاستشارات المالية عن الأوراق المالية بشأن التنبؤات والافتراضات للقوائم المالية التقديرية الواردة بالدراسة، وبناء على فحوصنا للدلة المؤيدة للافتراضات، لم يتم الى علمنا ما يدعو للاعتقاد بان تلك الافتراضات لا توفر اساساً معقولاً للتنبؤات بخلاف ما ذكره في التقرير.





- ◀ لم يتم استخدام أسس للتقييم بغرض رفع أو خفض نتائج التقييم.
- ◀ لا يجوز استخدام التقرير الا في الغرض المعد من اجله.
- ◀ قد تتغير نتائج التقييم والفرضيات التي بنى عليها بعد إعداد التقرير وذلك في ضوء تغير ظروف الشركة أو السوق أو التشريعات المنظمة، ولا بد من تحديث الدراسة في أحد الحالات التالية:
  - ☒ وقوع أحداث جوهرية غير متوقعة تؤثر على التوقعات المستقبلية.
  - ☒ تغيير استراتيجيات الادارة والخطة المستقبلية للشركة.
  - ☒ اختلاف معدل الخصم المستخدم في الدراسة عن المعدل السائد في اى فترة مقبلة مما يؤثر على القيمة العادلة.
  - ☒ اختلاف مضاعف القيمة الدفترية المستخدم بالدراسة مما يؤثر على القيمة العادلة.
  - ☒ وقوع أحداث جوهرية قد تظهر عند صدور مركز مالي حديث.
  - ☒ صدور بعض القرارات من الجهات السيادية التي قد تؤثر على نشاط الشركة.

#### مصادر المعلومات والبيانات:

- استندت الدراسة على البيانات والمستندات المقدمة من الشركة محل التقييم تحت مسئوليتها، وتمثلت هذه البيانات والمستندات التي تم الحصول عليها من ادارة الشركة محل التقييم فيما يلي:
  - ☒ صورة ضوئية من مستخرج السجل التجارى للشركة المؤرخ في 2017/7/27.
  - ☒ صورة ضوئية من النظام الاساسى للشركة والتعديلات التي تمت عليه.
  - ☒ صورة ضوئية من البطاقة الضريبية للشركة.
  - ☒ صورة ضوئية من القوائم المالية التاريخية (المجمعة) للشركة، وكذا القوائم المالية المستقلة والقوائم المالية للشركات التابعة والشركات الشقيقة عن الاعوام من عام 2012 وحتى عام 2016 والفترة المالية المنتهية في 2017/6/30 المعتمدة من ادارة الشركة والمدققة من مراقب الحسابات ومرفق معها السياسات المحاسبية المتبعة والايضاحات المتممة لها بخلاف شركة الموزعون المتحدون "أميركو" تم موافقتنا ببيانات مالية عن الفترة المالية المنتهية في 2017/6/30 حيث أن الشركة لا تقوم بإصدار قوائم مالية دورية معتمدة ومدققة من مراقب الحسابات، ومجموعه من البيانات والتحليلات متعلقة بالقوائم المالية التاريخية والفترة المالية المنتهية في 2017/6/30.
  - ☒ بيان معتمد من الشركة بهيكل المساهمين في 2017/6/28 .
  - ☒ بيان من الشركة بأعضاء مجلس إدارة الشركة.
  - ☒ صورة ضوئية من شهادة المستشار الضريبي للشركة مؤرخة في 2017/9/5.
  - ☒ صورة احدث ايصال سداد للتأمينات الاجتماعية مؤرخ في 2017/8/13.
  - ☒ تم عقد عدة اجتماعات بمقر الشركة محل التقييم للاستفسار ومناقشة الاسس والافتراضات المعد بناء عليها التوقعات المالية المستقبلية التي تم موافقتنا بها.
  - ☒ خطة الشركة المستقبلية بشأن خطة التوسعات المستقبلية في الاستثمارات والقيمة التقديرية لهذه التوسعات والتي يقع صحتها على مسئولية ادارة الشركة.





ملخص القوائم المالية (المجموعة) للشركة محل التقييم:

أولاً: ملخص قوائم الدخل (المجموعة):

(القيمة لأقرب ألف جنيه مصري)

2022 (متوقع)	2021 (متوقع)	2020 (متوقع)	2019 (متوقع)	2018 (متوقع)	2017 (شهر) (تقديري)	2017 (شهر) (فعل)	2016 (فعل)	2015 (فعل)	2014 (فعل)	2013 (فعل)	2012 (فعل)	بيان
3,176,366	3,046,314	2,923,254	2,805,903	2,693,992	1,343,371	1,451,896	1,969,232	1,386,972	1,126,760	1,046,685	1,095,246	المبيعات وخصم
												بخصم منه:
(2,585,985)	(2,481,837)	(2,382,510)	(2,287,776)	(2,197,420)	(1,128,019)	(1,012,911)	(1,362,265)	(1,129,664)	(911,445)	(830,228)	(880,487)	تكلفة المبيعات
589,381	564,477	540,744	518,127	496,573	215,352	438,986	606,966	267,308	214,315	216,457	214,760	معدل الربح (الخسارة)
												بخصم منه:
(173,133)	(149,026)	(128,517)	(111,071)	(96,231)	(45,433)	(45,433)	(74,114)	(61,512)	(52,950)	(47,721)	(56,443)	مصرفات البيع والتوزيع
(68,009)	(61,730)	(56,036)	(50,872)	(46,323)	(20,942)	(20,736)	(37,689)	(33,115)	(35,646)	(35,007)	(30,815)	مصرفات صومية وإدارية
-	-	-	-	-	(400)	(21,788)	(20,839)	(13,857)	(5,763)	(4,894)	(2,284)	مخصصات
-	-	-	-	-	-	-	(1,667)	-	(73)	(342)	(12,988)	الاضمحلال في العملاء والمدينين
-	-	-	-	-	-	-	-	860	-	-	2	مخصصات التقاضي
-	-	-	-	-	-	-	-	790	1,067	-	-	رد الاضمحلال في قيمة العملاء
-	-	-	-	-	-	77	261	549	419	298	3,389	ارباح رأسمالية
854	855	856	857	858	561	376	1,726	1,154	2,634	2,536	13,135	ايرادات متوقعة
-	-	-	-	-	-	32,465	(1,250,956)	(16,326)	(631)	5,165	1,998	ارباح / (خسارة) فردية العملة
1,365	1,300	1,238	1,179	1,123	535	535	544	434	176	318	624	ايرادات استثماريات
350,459	355,876	358,285	358,220	356,000	149,673	384,482	(776,768)	136,284	123,649	136,810	131,377	الارباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك EBITDA
(17,069)	(18,477)	(16,124)	(13,986)	(12,041)	(9,694)	(9,734)	(12,637)	(12,028)	(12,564)	(12,686)	(11,869)	اهلكات واستهلاكات
333,400	337,399	342,160	344,234	343,958	139,979	374,748	(788,404)	124,257	110,985	124,124	119,508	الارباح قبل الفوائد والضرائب EBIT
												يضاف اليه:
-	-	-	-	-	-	56,656	86,390	16,898	5,149	8,584	6,966	فوائد دائنة
(17,656)	(19,046)	(23,644)	(29,085)	(29,606)	(14,477)	(23,157)	(17,978)	(2,748)	(1,440)	(1,049)	(2,748)	مصرفات تمويلية
315,743	318,353	318,516	315,150	314,452	125,501	408,247	(719,991)	138,207	114,693	131,658	123,726	صافي ربح (خسارة) قبل الضرائب EBT
												بخصم منها:
(70,935)	(71,545)	(43,912)	(2,681)	(2,731)	(1,583)	(105,794)	(3,918)	(26,811)	(35,322)	(36,009)	(32,039)	ضريبة الدخل عن العام
-	-	(27,694)	(68,193)	(66,712)	(27,328)	29,381	163,546	18	2,744	741	(457)	الضريبة المؤجلة
244,808	246,808	246,910	244,276	245,010	96,591	331,834	(560,363)	111,413	82,115	96,391	91,231	صافي ربح (خسارة) الفترة بعد الضرائب
												يوزع كما يلي:
242,569	244,515	244,567	241,886	242,576	95,179	329,191	(562,737)	108,296	79,530	92,282	87,872	تصويب الشركة الام
2,240	2,292	2,343	2,390	2,434	1,412	2,642	2,373	3,118	2,585	4,109	3,359	تصويب الخلق غير المسموطة في ارباح العام MIT & DST
244,808	246,808	246,910	244,276	245,010	96,591	331,834	(560,363)	111,413	82,115	96,391	91,231	صافي ربح (خسارة) الفترة المجمعة





ثانياً: ملخص قوائم المركز المالي (المجمعة):

(القيمة لأغراض القوائم المالية المجمعة)

2022 (متوزع)	2021 (متوزع)	2020 (متوزع)	2019 (متوزع)	2018 (متوزع)	2017/12/31 (تكدس)	2017/06/30 (أغري)	2016 (أغري)	2015 (أغري)	2014 (أغري)	2013 (أغري)	2012 (أغري)	البيان
												الإصول
												الأصول غير متداولة
92,318	91,807	94,312	95,917	96,702	96,743	108,437	95,498	62,401	68,707	75,286	75,096	الأصول الثابتة "بالمصافي"
-	-	-	-	-	-	-	4,510	9,844	3,641	3,508	6,327	مشاريع تحت التنفيذ
9,840	8,763	7,951	7,201	6,510	5,875	5,340	5,293	5,234	4,800	5,101	5,358	استثمارات في شركات شقيقة
7,251	7,251	7,251	7,251	7,251	7,251	7,251	7,251	7,251	7,251	7,251	7,251	الشهيرة
			27,694	95,887	182,598	185,326	156,000	-	-	-	-	أصول ضريبية مؤجلة
109,209	107,821	109,514	138,062	206,350	272,467	304,355	268,552	84,729	84,398	91,146	94,031	إجمالي الأصول غير متداولة
												الأصول المتداولة
								4	44	44	44	استثمارات بغرض الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق
624,616	595,257	569,250	543,532	519,041	491,387	950,299	412,391	228,089	299,076	205,963	182,018	المطروحين واعتمادات مستحقة وبضاعة بالطريق
177,455	172,256	167,277	162,510	157,943	177,323	327,153	125,526	92,277	169,183	149,735	139,411	صلاء وارصده مدينة اخرى
17,427	16,360	15,371	14,455	13,603	11,778	29,286	13,747	6,041	5,050	5,876	600	مبالغ متوقعة مقدما
47,041	44,952	42,962	41,068	39,263	37,545	58,797	29,834	16,903	12,269	14,131	8,400	مستحق من اطراف ذات علاقة
628,785	622,829	651,759	660,438	668,424	538,686	747,970	1,617,093	698,150	191,046	205,947	232,964	تقنية ومالى حكما
1,495,324	1,452,653	1,448,620	1,422,002	1,398,275	1,256,719	2,113,504	2,198,591	1,039,465	676,698	581,695	563,436	إجمالي الأصول المتداولة
1,604,533	1,560,474	1,556,135	1,560,065	1,604,625	1,529,186	2,417,859	2,467,144	1,124,194	761,096	672,841	657,468	إجمالي الأصول
												حقوق الملكية والالتزامات
												حقوق الملكية
75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	رأس المال المصدر والمطروح
25,354	25,579	25,808	26,040	26,273	26,508	26,595	27,320	2,757	1,138	1,668	3,158	احتياطي ترجمة مبيعات اجنبية
37,500	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500	احتياطيات
136,521	130,445	124,350	118,248	106,371	(316,619)	(320,950)	241,854	213,521	209,845	218,601	219,397	ارباح مرحلة
242,569	244,515	244,567	241,886	242,576	424,371	329,191	(562,737)	108,298	79,530	92,282	87,872	ارباح / (خسائر) الفترة
516,944	513,040	507,225	498,674	487,719	246,760	147,338	(181,063)	437,074	403,012	425,051	422,927	مخزون حقوق ملكية الشركة الأم
19,966	19,672	19,366	19,049	18,722	19,492	18,080	15,438	15,691	16,173	16,968	15,792	المطروح غير المسيطرة
536,910	532,712	526,591	517,723	506,442	266,252	165,417	(165,625)	452,765	419,185	442,019	438,719	اجمالي حقوق الملكية
												الالتزامات غير متداولة
-	-	-	67,688	157,938	248,188	293,063	342,188	-	-	-	-	اقساط قروض طويلة الاجل
266	266	266	266	266	266	-	-	7,474	7,492	10,235	10,977	الالتزامات ضريبية مؤجلة
266	266	266	67,954	158,204	248,454	293,063	342,188	7,474	7,492	10,235	10,977	اجمالي الالتزامات غير متداولة
												الالتزامات المتداولة
-	-	67,688	90,250	90,250	90,250	90,500	91,250	-	-	-	-	قروض وشبههلات
86,698	82,570	78,638	74,893	71,327	8,280	60,104	282,374	72,973	69,681	7,641	-	تسهيلات
449,519	431,461	386,323	328,553	313,087	295,817	594,674	387,232	199,925	163,099	162,263	149,228	الموردون وارصدة دائنة اخرى
485,458	467,784	450,948	434,911	419,635	574,453	1,167,465	1,528,307	374,208	93,023	42,707	47,798	المستحق للطراف ذوي العلاقة
45,681	45,681	45,681	45,681	45,681	45,681	46,637	31,418	16,848	8,616	7,976	10,746	مخصصات
1,067,357	1,027,496	1,029,277	974,389	939,979	1,014,481	1,959,380	2,290,581	663,955	334,419	220,587	207,772	اجمالي الالتزامات المتداولة
1,067,623	1,027,762	1,029,543	1,042,392	1,098,183	1,262,934	2,252,443	2,632,769	671,429	341,911	230,823	218,749	إجمالي الالتزامات
1,604,533	1,560,474	1,556,135	1,560,065	1,604,625	1,529,186	2,417,859	2,467,144	1,124,194	761,096	672,841	657,468	إجمالي حقوق المساهمين والالتزامات





ثالثاً: ملخص قوائم التدفقات النقدية (المجمعة):

(القيمة لأقرب ألف جنيه مصري)

2022 (مترد)	2021 (مترد)	2020 (مترد)	2019 (مترد)	2018 (مترد)	2017 (شهور) (متوسط)	2017 (شهور) (متوسط)	2016 (متر)	2015 (متر)	2014 (متر)	2013 (متر)	2012 (متر)	البيان
												التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل
244,808	248,808	246,810	244,276	245,010	96,591	331,834	(560,383)	111,413	82,115	96,391	91,231	ربح الفترة
												تسويات
17,059	18,477	16,124	13,986	12,041	9,894	9,734	12,837	12,028	12,564	12,886	11,869	إهلاكات
-	-	-	-	-	-	-	1,687	(799)	(984)	342	12,988	الاضمحلال (رد) في العملاء والمدينون
-	-	-	-	-	-	(227)	4,759	(1,072)	(1,218)	(679)	(787)	(رد) الانخفاض في المخزون
-	-	-	-	-	-	21,788	20,839	13,857	5,763	4,894	2,282	مخصصات متروكة
-	-	-	-	-	-	-	-	(860)	-	-	-	مخصصات لتفكي الغرض منها
17,656	19,046	23,644	29,085	29,506	14,477	23,157	17,978	2,748	1,440	1,049	2,748	التكليف التمويلية
-	-	-	-	-	-	(66,656)	(86,390)	(16,898)	(5,149)	(8,584)	(6,966)	فوائد دائنة
(1,385)	(1,300)	(1,238)	(1,179)	(1,123)	(535)	(635)	(544)	(434)	(176)	(318)	(624)	ازدياد استثمارات يتم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية
-	-	-	-	-	-	(77)	(261)	(549)	(419)	(298)	(3,389)	ازدياد بيع أصول ثابتة
(226)	(229)	(231)	(233)	(235)	(87)	(725)	24,563	1,620	(530)	(1,490)	1,647	نتائج ترجمة كيانات أجنبية
-	-	-	-	-	-	(19,010)	1,237,460	14,548	151	(83)	(975)	فروق ترجمة صلات أجنبية
70,936	71,645	71,606	70,874	69,443	28,911	76,414	(159,628)	26,793	32,578	35,267	32,496	ضريبة الدخل
(18,657)	(17,495)	(16,428)	(15,606)	(18,283)	(298,970)	(385,696)	(512,715)	(162,605)	(126,125)	(139,178)	(142,519)	ازدياد التشغيل قبل التدفق في رأس المال الدخيل
(28,359)	(27,007)	(25,718)	(24,491)	(27,654)	458,912	(537,680)	(189,081)	72,060	(91,898)	(23,265)	81,130	التغير في المخزون
(5,199)	(4,978)	(4,768)	(4,586)	19,380	149,836	(212,709)	(18,820)	80,791	(23,292)	(7,895)	(26,294)	التغير في العملاء والارصدة المدينة الأخرى
(1,057)	(978)	(906)	(841)	(1,819)	15,225	(15,539)	(7,705)	(981)	816	(5,276)	1,605	التغير في مبالغ متروكة ممتما
9,752	9,114	8,533	8,002	19,306	(91,123)	210,408	119,888	43,627	7,089	6,101	18,240	التغير في الموردين والارصدة الدائنة
15,586	14,846	14,142	13,472	(156,637)	(571,768)	(372,487)	379,337	267,886	52,148	(10,851)	20,749	التغير في الاطراف ذات العلاقة
-	-	-	-	-	-	-	(196)	-	-	-	-	المستخدم من الاضمحلال في المدينون
-	-	-	-	-	-	(6,570)	(6,269)	(4,765)	(5,123)	(7,664)	(9,294)	المستخدم من المخصصات
348,496	353,726	355,994	355,987	208,294	(97,715)	(648,880)	789,887	621,222	65,867	90,328	228,656	التغيرات النقدية من (المستخدمة في) أنشطة التشغيل
(17,656)	(19,046)	(23,644)	(29,085)	(29,506)	(14,477)	(23,157)	(17,978)	(2,748)	(1,440)	(1,049)	(2,748)	فوائد مدفوعة
(29,586)	(29,610)	(29,308)	(28,716)	(1,773)	-	-	(14,607)	(11,827)	(12,830)	(11,360)	(10,035)	توزيعات ارباح على المملوكين واضاء سجلات الأمانة
(71,545)	(43,912)	(2,681)	(2,731)	(3,750)	(143)	(107,245)	(26,713)	(34,957)	(36,801)	(31,913)	(22,451)	ضرائب مدفوعة
229,708	261,157	300,361	295,456	171,265	(112,335)	(679,282)	730,589	571,890	14,996	46,005	183,422	صافي التغيرات النقدية من (المستخدمة في) أنشطة التشغيل
												التغيرات النقدية من أنشطة الاستثمار
-	-	-	-	-	89	332	906	849	320	4,787	4,787	متحصلات من بيع أصول ثابتة
-	-	-	-	-	65,386	77,199	15,827	4,962	8,789	6,966	6,966	فوائد محصلة
-	-	-	-	-	-	-	-	40	-	-	-	متحصلات من استثمارات بغرض الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق
420	420	420	420	420	420	424	-	420	504	504	504	متحصلات من الإيرادات استثمارات
(17,569)	(15,972)	(14,520)	(13,200)	(12,080)	-	(16,175)	(40,471)	(12,282)	(6,548)	(10,079)	(12,876)	مدفوعات لزيادة أصول ثابتة ومضروعة تحت التنفيذ
(17,149)	(15,552)	(14,100)	(12,780)	(11,580)	-	48,720	37,485	4,290	(317)	(466)	(619)	صافي التغيرات النقدية من (المستخدمة في) أنشطة الاستثمار
												التغيرات النقدية من أنشطة التمويل
4,128	(63,756)	(86,505)	(86,684)	(27,203)	(96,949)	(236,085)	206,250	(2,787)	61,853	7,803		متحصلات (مدفوعات) قروض وتسهيلات
(210,731)	(210,780)	(208,435)	(203,978)	(2,744)	-	-	(67,506)	(69,295)	(91,531)	(80,324)	(65,729)	توزيعات ارباح للمساهمين
(206,603)	(274,536)	(294,940)	(290,661)	(29,947)	(96,949)	(235,085)	138,744	(72,081)	(29,678)	(72,521)	(65,729)	صافي التغيرات النقدية (المستخدمة في) أنشطة التمويل
5,956	(28,930)	(8,679)	(7,986)	129,738	(209,285)	(864,647)	906,817	504,198	(14,999)	(26,982)	127,074	صافي التدفق في نقدية وما في حكمها
622,829	651,759	660,438	668,424	538,686	747,970	1,617,093	696,150	191,046	205,947	232,964	103,471	النقدية وما في حكمها في أول الفترة
-	-	-	-	-	-	(4,476)	14,128	906	98	(35)	2,419	أثر التغيرات في أسعار الصرف على النقدية المحتفظ بها
628,785	622,829	651,759	660,438	668,424	538,686	747,970	1,617,093	696,150	191,046	205,947	232,964	النقدية وما في حكمها في آخر الفترة





أسس التقييم التي تم الاعتماد عليها:

تم تقدير القيمة العادلة لسهم شركة مصر لصناعة التبريد والتكييف - ميراکو (شركة مساهمة مصرية) باستخدام طرق التقييم التالية..

(1) طريقة صافي التدفقات النقدية المخصومة DCF.

(2) طريقة مضاعف القيمة الدفترية.

أولاً: طريقة صافي التدفقات النقدية المخصومة DCF:

وفقاً لهذه الطريقة يتم تقدير القيمة العادلة لسهم الشركة اعتماداً على القوائم المالية المجمعة المتوقعة الخاصة بالشركة والتي يتم إعدادها بناءً على مجموعة من الافتراضات معدة بواسطة إدارة الشركة وتعكس هذه الطريقة قدرة الشركة على تحقيق الأرباح في المستقبل، وذلك عن طريق تحديد القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المستقبلية للشركة باستخدام معدل خصم مناسب يعكس تكلفة الفرصة البديلة وعلاوة المخاطر الخاصة بطبيعة نشاط الشركة وتعتمد بدقة نتائج هذه الطريقة على العوامل التالية:

أ- تحديد معدل الخصم Discount rate المناسب للتقييم.

ب- القيمة المتبقية للشركة في نهاية سنوات الدراسة.

ونتناول فيما يلي هذين البندين..

(أ) معدل الخصم (Discount rate)

يعتبر معدل الخصم هو المعدل الذي يعبر عن متوسط تكلفة الأموال المستثمرة اخذاً في الاعتبار الوزن النسبي لمصادر التمويل، ويقارن بينه وبين مثيله الذي تحققه منشأة أو شركة أخرى في ذات النشاط، وقد تم تقدير معدل الخصم المناسب وفقاً لنموذج (WACC) Weighted Average Cost Of Capital Model والذي بموجبيه يعتمد تحديد معدل الخصم المناسب على العناصر التالية:

(1) تكلفة الأموال المستثمرة من قبل المساهمين.

(2) تكلفة القروض والتسهيلات الائتمانية.

(3) الوزن النسبي لمصادر التمويل.

(4) معدل ضريبة الدخل.

(1) تكلفة الأموال المستثمرة من قبل المساهمين:

تكلفة الأموال المستثمرة من قبل المساهمين هي الحد الأدنى للعائد المتوقع تحقيقه من خلال الاستثمار في المشروع من قبل المساهمين، ويقوم مفهومه على ان المستثمرين في اي مشروع يتوقعون حداً أدنى للعائد الذي يحققه هذا المشروع ولن يقبلوا بأقل منه، ولو كان العائد أقل من تكلفة رأس المال فسيقرر المستثمرون ان يقللوا من استثماراتهم في المشروع او الانسحاب بالكامل، ويطلق على الحد الأدنى للعائد الذي يتوقعه المساهمون في مشروع ما (تكلفة الأموال المستثمرة من قبل المساهمين).

وباستخدام نموذج (CAPM) Capital Asset Pricing Model يتم تحديد تكلفة الأموال المستثمرة من قبل المساهمين والتي تتوقف على الآتي:

☒ معدل العائد الخالي من المخاطر.

☒ عائد ملائم لمخاطر السوق يتم تحديده بناءً على العائد اللازم لتعويض المستثمر عن مخاطر الاعمال.

☒ معامل الصناعة وهو ما يعرف بمعامل بيتا.

ويمكن توضيح كيفية احتساب العناصر المكونة لتكلفة الأموال المستثمرة من قبل المساهمين السابقة كما يلي:







### معدل العائد الخالي من المخاطر Risk free rate

وهو يعكس مقدار العائد الذي يمكن الحصول عليه فيما لو تم الاستثمار في مجالات أمنه لا تتعرض الى مخاطر محتملة (مثل مخاطر الافلاس Default Risk او المخاطر السوقية او مخاطر التسييل).

هذا العائد لا يوجد الا نظرياً حيث أنه من المستحيل ان يكون هناك عائد خالي تماماً من المخاطرة ولكن يتم استخدام معدل العائد على السندات الحكومية حيث تكون المخاطرة على هذه السندات في ادنى المستويات بسبب شبه استحالة افلاس الحكومة (الا في حالات نادرة).

وقد قمنا بتقدير معدل العائد الخالي من المخاطر للجنه المصري اعتماداً على عائد السندات الحكومية المصدرة في 2017/8/1 استحقاق 2022/8/15 وفقاً لبيانات البنك المركزي المصري حيث بلغ متوسط معدل العائد 17.8% قبل الضريبة ليصبح المعدل 14.24% بعد الضريبة البالغ معدلها 20%.

### علاوة مخاطر السوق Market risk premium

وهو العائد الذي يطلبه المستثمر في استثمار ما كتعويض عن تحمله للمخاطر المرتبطة به، ويكون هذا بالإضافة الى العائد الخالي من المخاطر حيث انه بإمكان اي مستثمر الحصول على عائد معين عن طريق الاستثمار في بعض الادوات الاستثمارية الخالية من المخاطر (السندات الحكومية)، وبافتراض التوقعات الرشيدة في المستثمرين، فلن يقوم اي مستثمر بالاستثمار في اي أداة بها مخاطر الا اذا كان عائدها المتوقع يفوق عائد الادوات الاستثمارية الخالية من المخاطر، وقد تم تقدير مخاطر السوق المصري بمعدل 9.75% وفقاً لتقرير مدرسة الاعمال بجامعة Nyu Stern-New york university (تقرير يناير 2017) مع الأخذ في الاعتبار التصنيف الائتماني لمصر من قبل مؤسسة Moody's الدولية والذي يشار اليه حالياً بـ B3.

### معامل الصناعة Beta

وهو المعامل الذي يوضح أثر التغير أو التأثير في مخاطر السوق العام ليعبر عن مخاطر النشاط، وقد تم تقديره بـ 0.10 مره والذي يمثل معامل بيتا المحسوب للشركة خلال الفترة من 2012/9/10 الى 2017/8/30 بالاعتماد على اسعار الاقفال لسعر السهم السوقي ومؤشر البورصة المصرية EGX30 (المصدر: ميبست & البورصة المصرية).

وعليه تصبح تكلفة الاموال المستثمرة من قبل المساهمين وفقاً لنموذج CAPM نحو 15.21% تقريباً طبقاً لما يلي ... {العائد الخالي من المخاطر 14.24% + (علاوة مخاطر السوق 9.75% × معامل بيتا 0.10)}

### 2) تكلفة القروض والتسهيلات الائتمانية:

تم استخدام تكلفة القروض والتسهيلات الائتمانية الممنوحة للشركة طبقاً لما يلي:

بـ	الفترة من: 2017/12/31 حتى: 2017/7/1	2018	2019	2020	2021	2022
قرض بنك عوده	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
تسهيلات ائتمانية	4.00%	4.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%



(3) الوزن النسبي لمصادر التمويل

تم استخدام الوزن النسبي لمصادر التمويل وفقاً لأرصدة أول المدة الواردة بالقوائم المالية التقديرية حيث أسفرت عن الوزن النسبي التالي:

(القيمة بالجنيه المصري)

2022	2021	2020	2019	2018	الفترة من: 2017/7/1 حتى: 2017/12/31	بيانات
						هيكل التمويل اول المدة على مدار فترة الدراسة
532,712,417	526,591,463	517,722,582	506,441,830	266,251,852	165,416,522	حقوق مساهمين
-	67,687,500	157,937,500	248,187,500	338,437,500	383,562,500	قرض بنك عوده
82,569,938	78,638,036	74,893,368	71,327,017	8,280,000	60,104,418	تسهيلات ائتمانية
615,282,355	672,917,000	750,553,450	825,956,347	612,969,352	609,083,440	الاجمالي
						الوزن النسبي لهيكل التمويل
87%	78%	69%	61%	43%	27%	حقوق مساهمين
0%	10%	21%	30%	55%	63%	قرض بنك عوده
13%	12%	10%	9%	1%	10%	تسهيلات ائتمانية
100%	100%	100%	100%	100%	100%	الاجمالي

(4) معدل ضريبة الدخل:

تم استخدام معدل ضريبة الدخل في احتساب معدل الخصم المناسب بواقع 22.5% من صافي الربح وفقاً لما يتطلبه قانون الضرائب على الدخل رقم 91 لسنة 2005 وتعديلاته.

ونستخلص مما سبق أن معدل الخصم المناسب وفقاً لنموذج WACC قد تم تقديره على النحو

التالي:

2022	2021	2020	2019	2018	الفترة من: 2017/7/1 حتى: 2017/12/31	بيانات
14.93%	13.99%	12.95%	12.09%	9.64%	7.85%	معدل الخصم باستخدام نموذج الـ WACC

(ب) القيمة المتبقية:

تم تقدير القيمة المتبقية للشركة بمبلغ 1,799,232,723 جنيه مصري على أساس رسملة صافي التدفقات النقدية في نهاية سنوات الدراسة (بعد مراعاة تسوية نصيب حقوق الاقلية في صافي التدفقات النقدية الحرة للشركات المستثمر فيها) بمعدل الخصم المستخدم في نفس السنة مع الأخذ في الاعتبار معدل نمو مستدام بواقع 2% تقديري.





ولأغراض التقييم تم مراعاة الآتي:

- إضافة رصيد النقدية في 2017/6/30 البالغ 747,970,211 جنيه مصري.
- استبعاد الالتزامات القائمة في 2017/6/30 بواقع 461,747,081 ممتثلة في كل من :
  - ✓ أرصدة التسهيلات الائتمانية البالغة 60,104,418 جنيه مصري.
  - ✓ أرصدة القروض البالغة 383,562,500 جنيه مصري.
  - ✓ أرصدة حقوق الأقلية البالغة 18,080,163 جنيه مصري.

وفيما يلي نستعرض قوائم التدفقات النقدية المخصومة باستخدام معدلات الخصم السابقة ونتيجة التقييم وفقاً لهذه الطريقة...

(القيمة بالجنيه المصري)

2022	2021	2020	2019	2018	الفترة من: 2017/7/1 حتى: 2017/12/31	البيان / السنة
333,399,828	337,398,701	342,160,152	344,234,333	343,958,434	139,978,765	الأرباح قبل خصم الفوائد والضرائب EBIT
						يضاف إليها/ (يخصم منها):
17,058,710	18,477,150	16,124,425	13,985,584	12,041,183	9,693,882	الإهلاك والاستهلاك
(1,364,677)	(1,299,692)	(1,237,802)	(1,178,859)	(1,122,723)	(534,630)	أرباح استثمارات يتم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية
(225,518)	(228,777)	(231,400)	(233,452)	(234,993)	(87,275)	نتائج ترجمة كيانات أجنبية
(71,545,242)	(43,912,310)	(2,681,324)	(2,731,003)	(3,750,111)	(143,011)	الضرائب المدفوعة
(29,586,041)	(29,610,277)	(29,307,503)	(28,716,297)	(1,773,311)	-	توزيعات أرباح على العاملين ومجلس الإدارة
(372,155)	(621,670)	(821,646)	(820,141)	(148,347,699)	(246,765,501)	التغير الناتج عن أنشطة التشغيل
420,078	420,078	420,078	420,078	420,078	-	متحصلات من إيرادات استثمارات
(17,569,200)	(15,972,000)	(14,520,000)	(13,200,000)	(12,000,000)	-	مدفوعات لشراء أصول ثابتة
230,215,784	264,651,203	309,904,980	311,760,243	189,190,858	(97,857,770)	صافي التدفق النقدي الحر
						يخصم:
2,059,138	2,108,621	2,154,603	2,197,528	14,701,356	(7,072,106)	حصة حقوق الأقلية في صافي التدفق النقدي الحر
228,156,646	262,542,582	307,750,378	309,562,715	174,489,502	(90,785,664)	الإجمالي
1,799,232,723						القيمة المتبقية للشركة
2,027,389,369	262,542,582	307,750,378	309,562,715	174,489,502	(90,785,664)	صافي التدفقات النقدية
%14.934	%13.986	%12.946	%12.092	%9.643	%7.852	معدل الخصم
0.465077	0.554848	0.653060	0.751729	0.871026	0.962909	معامل القيمة الحالية لـ 1 ج عند أسعار الخصم المستخدمة
942,892,518	145,671,239	200,979,611	232,707,197	151,984,889	(87,418,376)	القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية لصافي التدفقات النقدية
1,586,817,078						إجمالي القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية
						يضاف إليه:
747,970,211						رصيد النقدية في 2017-6-30
-						أصول غير مستقلة
(461,747,081)						يخصم منه الالتزامات
1,873,040,207						الإجمالي (حقوق المساهمين في 2017/6/30)
15,000,000						عدد الأسهم وفقاً للقوائم المالية في 2017/6/30
124.87						القيمة الحالية للسهم بالجنيه المصري



أخذاً في الاعتبار نتائج التقييم السابق ذكرها وفقاً لطريقة صافي التدفقات النقدية المخصصة.  
فإن القيمة العادلة لسهم الشركة تبلغ 124.87 جنيه (فقط مائة وأربعة وعشرون جنيهاً و87 قرشاً لا غير).

ثانياً: طريقة مضاعف القيمة الدفترية:

تعتمد هذه الطريقة في تقدير القيمة العادلة للسهم على تأثير مضاعف القيمة الدفترية للقطاع (ولقد تم الاعتماد على متوسط مضاعف القيمة الدفترية للشركات المدرجة بقطاع العقارات في البورصة المصرية)، وذلك وفقاً لما يلي:

(1) القيمة الدفترية لسهم الشركة (Book Value)

بلغت القيمة الدفترية لسهم الشركة وفقاً لما ورد بأحدث قوائم مالية عن الفترة المالية المنتهية في 2017/6/30 مبلغ 9.82 جنيه مصري تقريباً حيث بلغت حقوق المساهمين مبلغ 147,336,359 جنيه، وعدد أسهم الشركة البالغة 15,000,000 سهم بقيمة اسمية للسهم 5 جنيه .

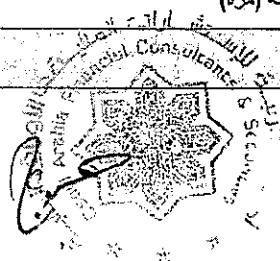
(2) مضاعف القيمة الدفترية للقطاع الذي تنتمي إليه الشركة

بلغ متوسط مضاعف القيمة الدفترية للشركات المدرجة بقطاع التشييد والبناء في البورصة المصرية 3.43 مره، (المصدر: موقع رويترز: 2017/8/30).

وفيما يلي نستعرض نتيجة التقييم وفقاً لهذه الطريقة...

تم تقدير القيمة العادلة لسهم الشركة طبقاً لطريقة مضاعف القيمة الدفترية على اساس نتيجة حاصل ضرب القيمة الدفترية لسهم الشركة x مضاعف القيمة الدفترية المستخدم وفقاً لما يلي..

القيمة	بيان
9.82	القيمة الدفترية للسهم في 2017/6/30 (جنيه مصري)
3.43	مضاعف القيمة الدفترية للقطاع الذي تنتمي إليه الشركة (مرة)
33.69	القيمة العادلة للسهم (جنيه مصري)





نتيجة تقدير القيمة العادلة لسهم الشركة (حالة الاساس) وفقاً لطرق التقييم المستخدمة....

أخذاً في الاعتبار نتائج التقييم السابق ذكرها وفقاً لطرق التقييم (صافى التدفقات النقدية المخصومة DCF & مضاعف القيمة الدفترية)، ونظراً لأن طريقة صافى التدفقات النقدية المخصومة هي أكثر الطرق تعبيراً عن القيمة العادلة لسهم الشركة فقد تم تحديد وزن نسبي تقديري أكبر من الوزن النسبي لطريقة التقييم المستخدمة الأخرى، ونستعرض فيما يلي القيمة العادلة لسهم الشركة وفقاً لطرق التقييم سالفة الذكر...

(القيمة بالجنيه مصرى)

بيان	القيمة	الوزن النسبي	القيمة بعد الترجيح
القيمة العادلة لسهم الشركة وفقاً لطريقة صافى التدفقات النقدية المخصومة DCF	124.87	70%	87.41
القيمة العادلة لسهم الشركة وفقاً لطريقة مضاعف القيمة الدفترية	33.69	30%	10.11
القيمة العادلة المرجحة بالوزن النسبي		100%	97.52

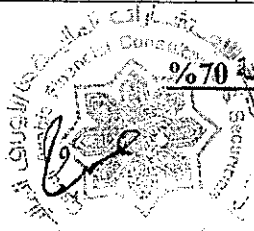
وعليه واخذاً في الاعتبار ما سبق فإن القيمة العادلة لسهم الشركة تبلغ 97.52 جنيه (فقط سبعة وتسعون جنيهاً و52 قرشاً).

#### إختبارات الحساسية وأثرها على القيمة العادلة للسهم

فيما يلي نستعرض أثر مجموعة من إختبارات الحساسية على نتائج القيمة العادلة للسهم في ظل العديد من المتغيرات ومقارنتها بالقيمة العادلة في حالة الاساس:

(القيمة بالجنيه المصرى)

بيان	القيمة العادلة للسهم وفقاً لطريقة صافى التدفقات النقدية المخصومة	القيمة العادلة للسهم وفقاً لطريقة مضاعف القيمة الدفترية	القيمة العادلة المرجحة بالوزن النسبي
أولاً: حالة الاساس:			
حالة الاساس	124.87	33.69	97.52
ثانياً: إختبارات الحساسية وأثرها على القيمة العادلة للسهم:			
زيادة معدل الخصم 1%	116.90	33.69	91.93
زيادة معدل الخصم 2%	109.97	33.69	87.08
زيادة معدل الخصم 3%	103.89	33.69	82.83
متوسط القيمة العادلة	113.90	33.69	89.84



تم استخدام وزن نسبي لطريقة صافى التدفقات النقدية المخصومة 70%  
تم استخدام وزن نسبي لطريقة مضاعف القيمة الدفترية 30%



نتيجة تقدير القيمة العادلة للسهم وفقاً لطرق التقييم المستخدمة واختبارات الحساسية

أخذاً في الاعتبار نتائج التقييم السابق ذكرها وفقاً لطرق التقييم المستخدمة وأجراء مجموعة من اختبارات الحساسية فإن القيمة العادلة لسهم الشركة تتراوح بين 82.83 جنيه 97.52 جنيه بمتوسط حسابي للقيمة العادلة للسهم بواقع 89.84 جنيه (فقط تسعة وثمانون جنيهاً وأربعة وثمانون قرش لا غير) لكل سهم من اسهم الشركة البالغة 15,000,000 سهم.

المستشار المالي المستقل

(شركة أصول عربية للاستشارات المالية عن الأوراق المالية)

(ترخيص رقم 469 لسنة 2008)

(سجل المستشارين الماليين بالهيئة رقم 1727)

عضو مجلس الإدارة المنتدب

حسن سيد عبد المعطى

تحريراً في: 2017/9/9