



محمد سعد الدين | محلل مالي
+202 3300 5719
MSaad@egy.primegroup.org

★	★	★	زيادة الوزن النسبي	تصنيف الاستثمار
!	!	!	مرتفعة	تصنيف المخاطرة

سعر السوق 11.29 جم (بناء على إغلاق 24 نوفمبر 2020) القيمة العادلة 11.9 جم (كما في 25 نوفمبر 2020) السعر المستهدف خلال 12 شهراً 13.9 جم (+23%، كما في 25 نوفمبر 2020)

ضد الجائحة

خسائر البعض مكاسب لآخرين

الأفكار الرئيسية

نموذج أعمال معزز بالعديد من الأمور: شهدت شركة مصر لصناعة الكيماويات [MICH] قصة تحول مثيرة، تركز على (1) تخفيض التكاليف بشكل كبير، و(2) إيرادات جيدة. على مر السنوات تعرضت الشركة المتخصصة في صناعة الكلور صناعة الكلور والصودا الكاوية للمخاطر المرتبطة بارتفاع أسعار الكهرباء والتقلب في أسواق الصودا الكاوية والكلور. وعلى الرغم من ذلك فإن جائحة كوفيد-19 أدت إلى طلب جيد على المنتجات الرئيسية والفرعية لـ MICH. وبالمضي قدماً نعتقد أن أداء MICH سيستقر عند مستويات أعلى من المتوسط التاريخي، مدفوعاً بهذا الانتعاش المرتبط بالجائحة.

نمو قوي يصل لمستوياته الطبيعية بعد أن تصل جائحة كوفيد-19 لذروتها: نتوقع نمواً سنوياً مركباً خلال 5 سنوات (2019/20 - 2024/25) بمعدل 10%، وذلك على خلفية (1) عودة متوسط أسعار البيع إلى مستوياته الطبيعية، و(2) استقرار معدل التشغيل بالمصنع عند 55% بحلول العام 2024/25. وفي الوقت نفسه، نرى أن هوامش مجمل الربحية ستصل للحد الأقصى لها عند مستويات العام المالي 2020/21، حيث ستهدأ الأسعار. ومع ذلك، نحن نرى أن هامش مجمل الربح على المدى الطويل سيكون بالقرب من 43%، بافتراض استقرار أسعار الكهرباء. وتتميز MICH بمركز مالي غنية بالنقدية، حيث يشكل صافي النقدية أكثر من 24% من قيمتها السوقية. وهو ما يرجع إلى احتياجات رأس المال العامل الطفيفة في MICH، والتي بلغت تاريخياً في المتوسط 10% من المبيعات.

مزيد من النمو يأتي من تحلية المياه: تخطط مصر لزيادة قدراتها في تحلية المياه إلى أكثر من ثلاثة أضعاف خلال العقد المقبل. بالاستفادة من هذه الاستراتيجية، نتوقع أن تشهد MICH أيضاً زيادة في مبيعات الكلور.

التقييم، أطروحة الاستثمار، والمخاطر

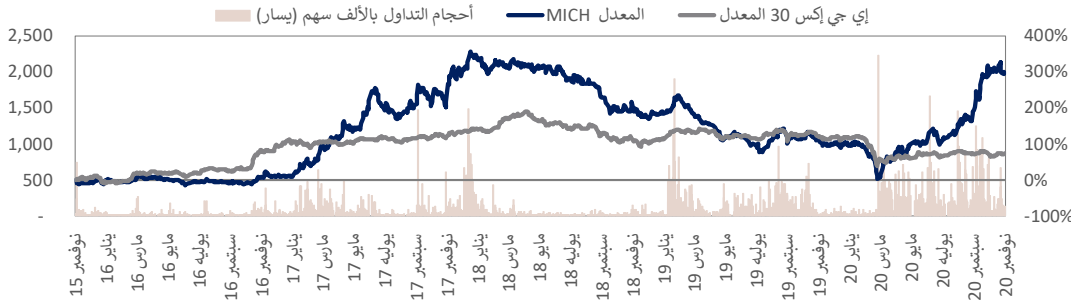
التوصية بزيادة الوزن النسبي، السعر المستهدف خلال 12 شهراً عند 13.9 جم للسهم (+23%): قمنا بتقييم MICH باستخدام نموذج التدفقات النقدية المخصومة، لنصل إلى قيمة عادلة عند 11.9 جم للسهم (+23%). وهذا يتضمن سعراً مستهدفاً خلال 12 شهراً عند 13.9 جم للسهم، وبالتالي فإن توصيتنا للسهم هي زيادة الوزن النسبي. يفترض تقييمنا بالتدفقات النقدية المخصومة أن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المستدام يبلغ 14.8%، ومعدل نمو طويل الأجل يبلغ 3%. فضلنا في تقييمنا استبعاد أي تأثير محتمل لمشاريع معالجة أو تحلية المياه على التدفقات النقدية المخصومة، وذلك بسبب حالة عدم اليقين التي تحيط بتنفيذ تلك المشاريع. تشير تقديراتنا إلى قيمة إضافية يبلغ 2.0 جم للسهم تقريباً بالزيادة على القيمة العادلة.

لا يزال السهم مقوم بأقل من قيمته العادلة بالرغم من ارتفاعه بشكل كبير مؤخراً: تضاعف سعر سهم MICH تقريباً منذ بداية العام وحتى الآن، حيث خطف أداؤه بالنصف الثاني من العام المالي 2019/20 الأنظار. وبالرغم من ذلك، وبعد هذه الحركة القوية في الأسعار، لا يزال سهم MICH يتداول عند مضاعف ربحية ومضاعف قيمة المنشأة إلى التدفقات النقدية الحرة عند 5.8 مرة و6.7 مرة على التوالي.

أطروحة الاستثمار: عودة أسعار البيع إلى طبيعتها بسهولة، بالتزامن مع تخفيض المصروفات، وتحسين معدلات التشغيل، وربما التوسع بشكل أكبر في مشاريع معالجة وتحلية المياه.

المخاطر: المنافسة، حيث تشكل ظروف أسواق السلع غير المواتية خطراً على قابلية تسويق منتجات الشركة، كذلك ارتفاع قيمة الجنيه المصري، وأي ارتفاع في أسعار الكهرباء.

الأداء النسبي للسهم (خمس أعوام)



البيانات الرئيسية للسهم

						عدد الأسهم (مليون)	73			
						نسبة التداول الحر	23%			
						رأس المال السوقي (مليون جم)	826			
						قيمة المنشأة (مليون جم)	575			
						مدى التذبذب خلال 52 أسبوعاً	12.40-2.87			
						استثمار 100 جم من 5 أعوام أصبح	396			
						ربحية السهم آخر 12 شهراً (جم)	1.32			
						مضاعف الربحية لآخر 12 شهراً	8.5 مرة			
						ربحية السهم لعام 2021م	1.93			
						مضاعف الربحية لعام 2021م	5.8 مرة			
						قيمة المنشأة / EBITDA لعام 2021م	2.9 مرة			
						توزيعات الأرباح لآخر عام مالي (جم)	1.00			
						عائد التوزيعات لعام 2021م	8.9%			
						بيتا لآخر 5 أعوام	0.70			
						النمو السنوي المركب المتوقع خلال 5 أعوام	10%			
الربع الأول						الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	السنوي	
الإيرادات (مليون جم)						78	92	120	366	2020
96	116	76	363		2019					
87	101	107	400		2018					
36	30	65	158		2017					
48	36	46	169		2016					
48	45	51	194		2015					
الأرباح (مليون جم)						9	5	14	64	2020
25	35	2	77		2019					
29	47	33	139		2018					
3	(1)	(30)	(24)		2017					
9	3	13	29		2016					
10	5	11	36		2015					

نبذة عن النشاط

نموذج العمل: تتميز صناعة عملية الكلور القلوي بالتنوع في استخدام منتجاتها. يتم إنتاج المنتج الرئيسي وهو الصودا الكاوية أو هيدروكسيد الصوديوم (NaOH) عن طريق التحليل الكهربائي لمحلول ملحي ($\text{NaCl} + \text{H}_2\text{O}$)، ومع ذلك هناك منتج آخر يتم تصنيعه أثناء تلك العملية وهو الكلور (Cl_2). تُعد العناصر الأساسية المستخدمة لإجراء العملية السابقة هي: طاقة كهربية، مياه، بجانب ملح صناعي مغسول، في حين تختلف نسب المخرجات عبر عمليات التحليل الكهربائي المختلفة، إلا أنه عادةً ما يتم إنتاج 1.1 طن من الصودا الكاوية لكل 1 طن منتج من الكلور تقريباً. بينما الطاقة التصميمية لـ MICH هي 1.13 طن من الصودا الكاوية لكل 1 طن من الكلور.

نموذج عمل متكامل: تكمن أهم المصاعب التي تواجه مُصنِّع عملية الكلور القلوي في اختلاف مُحركات الطلب على منتجاته الأساسية بشكل يُضَعِّب من المهمة التسويقية للمُصنِّع. على سبيل المثال تتباين طُرق التعامل مع أسعار المنتجين المذكورين أعلاه (الصودا الكاوية والكلور)، فإذا كانت أسعار الصودا الكاوية غير مواتية، يمكن للمُصنِّع تخزين إنتاجه لحين تحسن الأسعار. الشيء نفسه لا ينطبق على الكلور لصعوبة التخزين، وبالتالي سيحتاج المُصنِّع لطريقة لاستغلال الكلور الفائض. وهكذا الأمر في حالة إعداد دراسات الجدوى الخاصة بالمنتجين، حيث غالباً ما يقيس المصنِّعون إنتاجهم بوحدة كهروكيميائية (ECU)، وهي مزيج بين 1.1 طن من الصودا الكاوية و 1 طن من الكلور. من المفترض أن يكون سعر الوحدة الكهروكيميائية أعلى من سعر تكلفة التصنيع، حتى يكون الإنتاج مجدياً اقتصادياً.

من هم عملاء MICH؟

وجهات البيع: بينما تنتج MICH بشكل رئيسي الصودا الكاوية والكلور إلا أنه كما ذكرنا آنفاً، تقوم الشركة باستغلال الفائض من المنتجات الرئيسية لإنتاج بعض المنتجات الفرعية. يُعد أهم تلك المنتجات الفرعية حامض الهيدروكلوريك (HCl) بجانب هيبوكلوريت الصوديوم (NaOCl)، فيما يُعد

هيبوكلوريت الصوديوم المنتج الفرعي الأكثر تأثيراً على إيرادات الشركة. يأتي ما يقرب من 14% من إيرادات MICH من العملاء الخارجيين (عملاء التصدير)، حيث تُوجَّه الشركة معظم إنتاجها للسوق المحلي. طبقاً لإدارة الشركة، تبلغ حصة الشركة في السوق المحلي حوالي 25%، فيما تُوجَّه الشركة معظم إنتاجها بغرض التصدير لدول عربية كاليمن، لبنان، وليبيا. بالرغم من أن معظم إنتاج MICH يتم توجيهه للسوق المحلي، إلا أن أسعار الكلور والصودا الكاوية العالمية تمثل مرجعاً هاماً لأسعار البيع محلياً.

تكرير البوكسايت إلى ألومينا يستحوذ على 20% من سوق الصودا الكاوية: يعج سوق الصودا الكاوية بالكثير من

الصناعات التي تستخدم المنتج كمدخل هام في عملياتها الإنتاجية. وعلى سبيل المثال لا الحصر، تدخل الصودا الكاوية في الصناعات الكيميائية العضوية، صناعات الورق واللحاء، صناعات الملابس الجاهزة، صناعة الصابون، بجانب صناعة تكرير البوكسايت إلى ألومينا (المادة الخام لصناعة الألومنيوم)، وذلك خلال السنوات العشر الماضية تقريباً. تسيطر صناعة الألومينا حالياً على 20% من استهلاك منتج الصودا الكاوية عالمياً. يليها الصناعات الكيميائية العضوية، وصناعات الورق واللحاء بنسبة 15% لكل منهما.

تقود صناعة كلوريد الفينيل الطلب على الكلور: على الجانب الآخر، بينما يُعد الاستخدام الأشهر للكلور هو في عمليات تنقية وتطهير المياه، إلا أن للكلور العديد من الاستخدامات الصناعية الأخرى، ومنها صناعة كلوريد الفينيل، وبالتحديد صناعة البولي فينيل كلوريد (PVC). تستحوذ صناعة كلوريد الفينيل على ما نسبته 38% من استهلاك الكلور في العالم.

مجموعة متنوعة من المنتجات الفرعية: في الوقت نفسه، وكما ذكرنا سابقاً، تنتج MICH هيبوكلوريت الصوديوم كمنتج فرعي، باستخدام الكلور الزائد. الاستخدامات الرئيسية لهيبوكلوريت الصوديوم هي التبييض وكذلك تنقية المياه وتطهيرها. بعد كوفيد-19، تطورت الحاجة إلى هيبوكلوريت

الصوديوم كمُطَهِّر بشكل ملحوظ، مما أدى إلى دعم إيرادات MICH بعد تباطؤها في النصف الأول من العام المالي 2019/20.

ماذا عن الأداء في الربع الرابع 2019/20؟

دَفْعَةٌ مفاجئة للربحية: تراجعت أرباح MICH في العام المالي 2019/20 بنسبة 17% على أساس سنوي إلى 64 مليون جم، وذلك على خلفية إيرادات شبه مستقرة عند 366 مليون جم. على الرغم من تراجع الأرباح السنوية، فإن صافي أرباح MICH في التسعة أشهر الأولى من العام المالي 2019/20 كانت 28 مليون جم فقط، وهو ما يعني أن صافي أرباح الربع الرابع 2019/20 وحده بلغت 35 مليون جم (55% من الأرباح المعلنة في العام 2019/20). يمثل الأداء الملفت في هذا الربع انعكاساً طبيعياً لارتفاع الطلب على منتجات الشركة خلال فترة الجائحة، وخاصة الكلور وهيبوكلوريت الصوديوم بسبب استخداماتها الموضحة سابقاً. وكانت تقارير إعلامية قد ذكرت أن الشركة اتصلت بالشرطة للمساعدة في تنظيم الزحام من السيارات خارج مقر الشركة في الإسكندرية خلال شهر مارس حيث كان الناس يسارعون لشراء الكلور ومنتجات أخرى شبيهة بالمطهرات.

تخفيض التكاليف: وكان مما ساهم كذلك في الأداء المميز بالربع الرابع 2019/20 انخفاض أسعار الكهرباء، اعتباراً من أبريل 2020. استهلكت MICH في المتوسط 78 ألف ميجاوات ساعة سنوياً في العامين 2017/18 و 2018/19، مع كون الكهرباء تمثل حوالي 40% من تكلفة الإنتاج. بالفعل، شهدت MICH ارتفاعاً في سعر الكهرباء لكل كيلو واط ساعة، مما أدى إلى انكماش هوامش الشركة ووضع حد لمعدلات التشغيل لديها. وحتى نرى الأمور من الزاوية الصحيحة، جاء هامش مُجمل الربح في التسعة أشهر الأولى من 2019/20 عند 37%، في حين وصل هامش مُجمل الربح في كل من 2017/18، و 2018/19 عند 49% و 39% على التوالي.



تداعيات جائحة كوفيد-19: نموذج عمل MICH هو أحد النماذج القليلة التي نجت - بل وحصلت بالفعل على مزايا من - جائحة كوفيد-19. خلق الهوس المحيط باستخدام المطهرات والخوف من العدوى موجة قوية من الطلب المحلي على منتجات MICH، وخاصة هيبوكلوريت الصوديوم. كما ذكرنا سابقاً، عكست نتائج الربع الرابع 2019/20 هذا النوع من الطلب، مما أدى إلى انعكاس ذلك على أحجام المبيعات، جنباً إلى جنب مع التأثير الإيجابي على أسعار البيع.

ماذا عن أرقام الربع الأول من العام المالي 2020/21؟

واصلت MICH الأداء القوي في الربع الأول 2020/21، حيث بلغ صافي الأرباح 42 مليون جم، مقابل 9 مليون جم فقط في الربع الأول من 2019/20. نلاحظ أن صافي الأرباح لشهر أكتوبر 2020 بلغ 16 مليون جم، مقابل متوسط قدره 14 مليون جم منذ شهر مارس الماضي.

نبذة عن النشاط (تابع)

ماذا بعد الجائحة؟

الرهان على عودة سلسلة للمعدلات الطبيعية: نلاحظ أن أسعار الكلور ظلت ثابتة بشكل ملحوظ خلال عام 2020، وهو الأمر الذي لا يمكن فصله عن التحركات في سعر البولي فينيل كلورايد (PVC)، حيث ارتفعت أسعار الـ PVC بشكل عام خلال العام 2020، مدعومة بالعديد من حالات التوقف من قبل مُصنّعين بالولايات المتحدة الأمريكية، نظراً لتأثير كوفيد-19 على الأنشطة التجارية، حيث خففت صدمات المعروض من السقوط الحر لأسعار PVC. نلاحظ أن مادة PVC تدخل في تصنيع الأقمشة الطبية الواقية، مما أدى إلى استمرار الطلب على المواد البلاستيكية. ومع الأخذ في الاعتبار إعادة فتح الاقتصاد، يُقدر أن أسعار الـ PVC ستظل قريبة من 1,000 دولار لكل طن خلال العام الحالي، وهو الأمر الذي من شأنه دعم أسعار الكلور بشكل واضح، حيث تستخدم صناعة كلوريد الفينيل ما نسبته 38% من إنتاج الكلور عالمياً، كما ذكرنا سابقاً. إلا أنه وعلى الرغم من ذلك فإن أسعار الكلور محلياً لا تعكس الأسعار العالمية، لأن أكبر المشترين للكلور هي شركات المياه المملوكة للدولة. وهو ما يحد من أي تأثير إيجابي في الأسعار العالمية..

الحاجة إلى استخدام الكلور في المشاريع: أدى الوضع الذي عليه أسعار الكلور محلياً إلى الضغط على أداء MICH خاصة بعد تعويم الجنيه، حيث ارتفعت تكاليف الإنتاج. تجدر الإشارة إلى أن إدارة MICH كانت تطالب من قبل بتسعير الكهرباء بناء على معادلة يدخل بها أسعار الكلور محلياً وذلك من أجل الحفاظ على الهوامش. في هذا الصدد، حاولت MICH افتتاح خطوط إنتاج تقوم على استخدام فائض إنتاج الكلور، وذلك لإنتاج المزيد من منتجات ذات قيمة مضافة (مثل هيبوكلوريت الصوديوم). بالوقت الحالي تقوم MICH بتقييم مشروعين محتملين، الأول هو هيبوكلوريت الصوديوم باستثمارات تُقدر بـ 150 مليون جم، وبطاقة إنتاجية تبلغ 10 آلاف طن سنوياً، يتم استخدام 11 ألف طن من الكلور الفائض لدى الشركة. والمشروع الثاني عبارة عن إنشاء وحدة الكلوروباراين بطاقة

إنتاجية تبلغ 17 ألف طن سنوياً من خلال استخدام 18,445 طن من الكلور الفائض. ولم نقم بتضمين أي من المشاريع المذكورة أعلاه في توقعاتنا، حتى تقدم الشركة المزيد من التوضيحات فيما يتعلق بقرارات الاستثمار هذه.

إلى أي مدى نتوقع الاستدامة؟ نحن لا نتوقع تكرار أرقام الربع الرابع 2019/20 مرة أخرى من الآن فصاعداً. إلا أن هذا لا يعني أن MICH لن تتمتع ببعض الأداء المستدام. نتوقع أن تظل أسعار بيع منتجات MICH عند مستويات مرتفعة خلال التسعة أشهر الأولى من العام المالي 2020/21، لكن من المتوقع أن يتبع ذلك تصحيح. ومع ذلك ينبغي أن نوضح نقطتين هامتين. أولاً، لم يظهر الخفض في أسعار الكهرباء على أداء MICH إلا في الربع الرابع 2019/20، لذلك سيتم تقييم التأثير على عام تشغيلي كامل، وذلك في العام 2020/21. ثانياً، نظراً لأنه من المتوقع تصحيح أسعار الكلور وهيبوكلوريت الصوديوم في عام 2021، فإن إعادة فتح الاقتصاد سيؤدي إلى زيادة الطلب على الصودا الكاوية - المنتج الرئيسي الآخر لشركة MICH، مما يؤدي إلى عودة أسعار وأحجام مبيعات MICH إلى طبيعتها بشكل سلس.

التوقعات بنمو جيد في عام 2020/21: نتوقع أن تشهد MICH ارتفاعاً على أساس سنوي بنسبة 22% في الإيرادات و122% في صافي الأرباح، في 2020/21. من ناحية أخرى، نتوقع أن تحقق الشركة نمواً سنوياً مركباً خلال 5 سنوات 2% و 10% على التوالي.

ميزة "وضع الفيلين"

لماذا كان خفض الكهرباء جيد لـ MICH: قامت الحكومة بعدد من الجهود لإنعاش القطاع الصناعي في مارس الماضي والتي من المفترض أن تحقق وفورات في التكاليف للعديد من الصناعات، بعد خفض أسعار الكهرباء والغاز الطبيعي. ومع ذلك، لسوء الحظ، انخفاض أسعار السلع العالمية وارتفاع

قيمة الجنيه المصري أضعف من مردود تلك الجهود لدعم شركات القطاع الصناعي. ولكن لحسن الحظ أثرت إجراءات خفض الكهرباء بشكل إيجابي على أداء MICH، حيث حققت الشركة استفادة كبيرة بسبب تقليص التكلفة، ويأتي هذا جنباً إلى جنب مع عودة معدلات التشغيل للارتفاع، بالإضافة إلى ارتفاع الأسعار بسبب ارتفاع الطلب على منتجات MICH. ويجعل هذا نموذج عمل MICH كوضع الفيلين في الشطرنج، حيث تتحسن الإيرادات والتكاليف معاً في آن واحد. نرى أن هامش مجمل الربح وهامش الأرباح قبل الضرائب والفوائد والإهلاك والاستهلاك في MICH سيصلان إلى 43% - 31% على التوالي، بحلول العام المالي 2024/25.

مشاريع تحلية ومعالجة المياه والسيناريو الأفضل: على الجانب الآخر، على المدى الطويل ستستفيد MICH بشكل كبير من خطط الحكومة في إنشاء محطات تحلية ومعالجة للمياه لمواجهة مخاطر الفقر المائي. تشير التقديرات المبدئية إلى أنه خلال 10 سنوات، تسعى الحكومة لإضافة محطات تحلية بطاقات تصل إلى 1.7 مليون متر مربع من الماء يومياً، مرتفعة من 0.8 مليون متر مربع من الماء يومياً حالياً، بالإضافة إلى محطات معالجة بطاقات تصل إلى 1.1 مليون متر مربع من الماء يومياً. من المفترض أن تصل الزيادة الناتجة في المياه المتاحة للمعالجة بالكلور إلى حوالي مليار لتر سنوياً بحلول عام 2030.

ماذا يعني ذلك بالنسبة لـ MICH: ولوضع الأمور في نصابها الصحيح، فإنه وللحفاظ على مستوى الكلور المسموح ببقائه في المياه بعد المعالجة والمقدر بـ 2.50 مليجرام من الكلور لكل لتر من الماء، فإنه يتحتم علينا إضافة حوالي 250 مليجرام لكل لتر من الماء. وبالتالي فإنه وبناء على حجم المياه المتوقع توفيرها في المستقبل والبالغ مليار لتر من المياه، فإن حجم المطلوب من الكلور يبلغ 255.5 ألف طن سنوياً، ومع الحصة السوقية لشركة MICH البالغة 25% فإن هذا يعني أن هناك زيادة قدرها 63,875 طن سنوياً من المبيعات، وهو ما يتجاوز





الافتراضات الرئيسية

السنة المالية	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	التعليق
إجمالي الإيرادات (مليون جم)	62	56	246	206	167	138	160	180	183	176	<ul style="list-style-type: none">نتوقع أن تبلغ الإيرادات ذروتها في العام المالي 2020/21 على خلفية الدعم الإيجابي لمحفظة منتجات MICH، بفضل جائحة كوفيد-19. ومع ذلك، نتوقع أن تظل الإيرادات فوق مستويات ما قبل الجائحة خلال بقية فترة توقعاتنا.
صودا كاوية سائلة	2	-	-	1	غير معروف	20	23	26	36	34	
صودا كاوية قشور	30	25	45	63	63	77	76	75	72	73	
الكور السائل	70	74	100	87	120	203	116	116	111	112	
هيبوكوريت الصوديوم	2	2	6	4	4	5	6	6	7	7	
حامض الهيدروكلوريك	1	0	1	1	غير معروف	2	2	2	2	2	
غاز الهيدروجين المضغوط	0	0	0	0	غير معروف	0	0	0	0	0	
أخرى	0	0	0	0	غير معروف	0	0	0	0	0	
إجمالي الإيرادات (مليون جم)	168	157	397	361	366	445	384	406	411	404	
أحجام المبيعات											<ul style="list-style-type: none">سيظل الطلب المحلي هو المحرك الرئيسي لإيرادات MICH بسبب الصعوبات والمخاطر المرتبطة بتصدير الصودا الكاوية والكور. وبالتالي، لا نتوقع نمواً كبيراً في أحجام المبيعات خلال فترة توقعاتنا، وعليه فسيظل النمو في الإيرادات انعكاساً للتغيرات في فروق العملات الأجنبية والأسعار العالمية لمنتجات MICH الرئيسية.
صودا كاوية سائلة	15	9	22	22	غير معروف	25	25	25	25	25	
صودا كاوية قشور	1	-	-	0	غير معروف	3	3	3	4	4	
الكور السائل	17	10	19	22	غير معروف	22	22	22	22	22	
هيبوكوريت الصوديوم	66	50	69	66	غير معروف	117	76	76	76	76	
حامض الهيدروكلوريك	2	1	2	1	غير معروف	2	2	2	2	2	
إجمالي أحجام المبيعات (ألف طن)	100	70	113	111	غير معروف	170	129	129	130	130	
تقسيم تكلفة البضاعة المباعة											
تكلفة المواد	57	126	170	170	غير معروف	175	174	179	180	180	
المواد الرئيسية وتكلفة الإنتاج	36	77	110	110	غير معروف	114	115	116	117	118	
ملح مغسول	4	13	16	16	غير معروف	19	20	21	22	23	<ul style="list-style-type: none">تشكل تكاليف الكهرباء ما يقرب من 40% من إجمالي تكلفة الإنتاج لـ MICH على مدار العامين الماليين الماضيين، بلغ معدل استهلاك MICH من الكهرباء 78,000 ميجاوات ساعة في المتوسط. خلال النصف الأول من 2019/20، دفعت الشركة 1.19 جم للكيلو وات ساعة، وهو ما كان قبل التخفيض الأخير الذي حدث في مارس 2020. نفترض أن تكلفة الكهرباء ستظل ثابتة عند 1.09 جم للكيلو وات ساعة خلال فترة التوقعات.
المياه	3	3	4	4	غير معروف	4	4	4	4	4	
الكهرباء	24	59	89	89	غير معروف	91	91	91	91	91	
حامض الكبريتيك وغيره	5	1	1	1	غير معروف	1	1	1	1	1	
المواد المساعدة	21	50	60	60	غير معروف	60	59	62	63	62	
الأجور	37	44	38	38	غير معروف	35	36	37	38	39	
أخرى	35	34	13	13	غير معروف	13	13	13	13	13	
إجمالي تكلفة البضاعة المباعة	128	205	220	220	231	223	223	229	232	233	
التحويلات الرئيسية											
استهلاك الكهرباء (ألف كيلو وات ساعة/ طن من الكور السائل)	4.68	3.94	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	
استهلاك المياه (3 متر/ طن من الكور السائل)	82.68	47.01	37.53	42.27	42.27	42.27	42.27	42.27	42.27	42.27	
الملح المغسول (طن/ طن من الكور السائل)	2.38	4.25	4.21	4.21	4.21	4.21	4.21	4.21	4.21	4.21	

المصدر: تقارير الشركة، بحوث برايم.

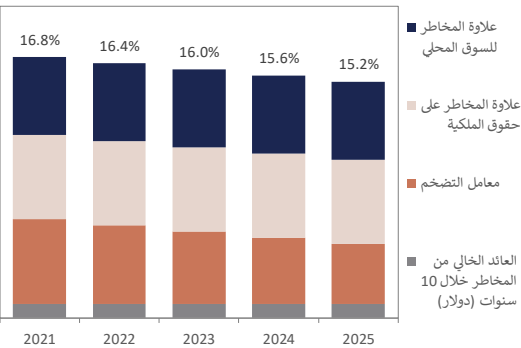


مدخلات التقييم الرئيسية

تكلفة حقوق الملكية المستدامة
%14.8

معدل النمو المستدام
%3.0

هيكل العائد على حقوق الملكية



المصدر: بحوث برايم.

مصنوفة العائد والمخاطرة

العائد			المخاطرة	
زيادة الوزن النسبي	محايد	تخفيض الوزن النسبي		
				منخفضة
				متوسطة
		✓	مرتفعة	

المصدر: بحوث برايم.

نموذج التقييم

مليون جم	2021 م	2022 م	2023 م	2024 م	2025 م	النهائي
الأرباح قبل الفوائد والضرائب (1-الضريبة)	117	73	83	84	78	80
البنود غير النقدية (الاستهلاك والإهلاك)	33	26	27	28	25	
إجمالي التدفق النقدي	149	99	111	112	103	
التغيرات في رأس المال العامل	(12)	9	(4)	(1)	1	
النققات الرأسمالية	(58)	(8)	(8)	(8)	(8)	
إجمالي الاستثمارات	(70)	1	(12)	(9)	(7)	
التدفق النقدي الحر للعائد للمنشأة	79	100	99	103	96	581
معامل الخصم	0.91	0.78	0.68	0.58	0.51	
القيمة الحالية للتدفق النقدي الحرة للمنشأة	72	79	67	60	49	295
قيمة التدفقات النقدية المخصومة للمنشأة	622					
الديون (بالصافي)/ النقدية	251					
قيمة التدفقات النقدية المخصومة لحقوق الملكية	873					15.0%
عدد الأسهم	73					
القيمة العادلة (جم للسهم)	11.9					20.0%
السعر المستهدف خلال 12 شهراً (جم للسهم)	13.9					3.0%

المصدر: بحوث برايم.

التحليل الاقتصادي للأرباح

2021 م	2022 م	2023 م	2024 م	2025 م	النهائي
40.1%	25.4%	32.2%	34.5%	34.7%	20.0%
16.8%	16.4%	16.0%	15.6%	15.2%	14.8%
					3.0%

المصدر: بحوث برايم.

تحليل الحساسية

المتوسط المرجح في تكلفة رأس المال النهائي مقابل معدل النمو المستدام

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال					معدل النمو المستدام
12.8%	13.8%	14.8%	15.8%	16.8%	
13.5	13.9	14.3	14.9	15.6	
13.3	13.7	14.1	14.6	15.2	
13.2	13.6	13.9	14.4	14.9	
13.2	13.4	13.8	14.2	14.6	
13.1	13.3	13.6	14.0	14.4	1.0%

المصدر: بحوث برايم.

التغير في سعر الصرف

التغير في سعر الصرف (جم/دولار)					جم/ كيلو وات ساعة
10%	5%	0%	5%	10%	
9.8	11.1	12.3	13.6	14.9	
10.6	11.9	13.1	14.4	15.7	
11.4	12.7	13.9	15.2	16.5	
12.2	13.4	14.7	16.0	17.3	
13.0	14.2	15.5	16.8	18.1	0.89

المصدر: بحوث برايم.

النموذج المالي

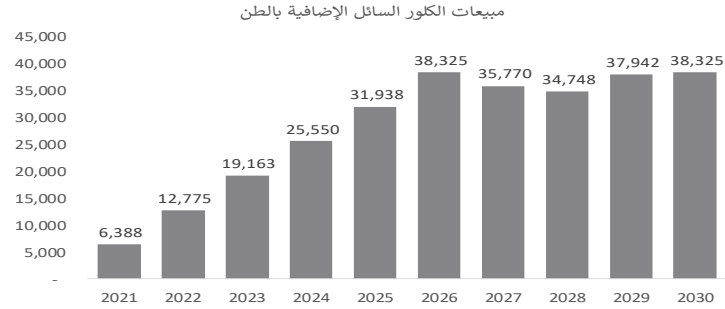
بيانات السهم						
2024 م	2023 م	2022 م	2021 م	2020 ف	2019 ف	
11.29	11.29	11.29	11.29	5.70	6.21	السعر
73	73	73	73	73	73	عدد الأسهم (مليون)
1.47	1.43	1.32	1.93	0.87	1.06	ربحية السهم
0.70	0.70	0.70	1.00	1.00	0.50	التوزيعات للسهم
9.44	8.77	8.14	7.96	7.09	6.70	القيمة الدفترية
مؤشرات التقييم						
2024 م	2023 م	2022 م	2021 م	2020 ف	2019 ف	
7.7x	7.9x	8.6x	5.8x	6.5x	5.9x	مضاعف الربحية (مرة) (بناء على أسعار نهاية السنة المالية)
6%	6%	6%	9%	18%	8%	عائد التوزيعات (بناء على أسعار بداية المدة)
1.2x	1.3x	1.4x	1.4x	0.8x	0.9x	مضاعف القيمة الدفترية (مرة)
0.9x	1.0x	1.3x	1.2x	0.5x	0.7x	قيمة المنشأة/ المبيعات (مرة)
3.3x	4.0x	5.2x	3.5x	2.8x	3.5x	قيمة المنشأة/ الأرباح قبل الفوائد والضرائب (مرة)
2.6x	3.2x	4.1x	2.9x	1.6x	2.2x	قيمة المنشأة/ الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (مرة)
الربحية ومعدلات النمو						
2024 م	2023 م	2022 م	2021 م	2020 ف	2019 ف	
1%	6%	(14%)	22%	1%	(9%)	النمو في الإيرادات
1%	12%	(34%)	79%	(11%)	(39%)	النمو في الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك
1%	14%	(38%)	154%	(19%)	(50%)	النمو في الأرباح قبل الفوائد والضرائب
2%	9%	(32%)	122%	(18%)	(44%)	النمو في ربحية السهم
44%	44%	42%	50%	37%	39%	هامش مُجمَل الربح
33%	33%	31%	41%	28%	32%	هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك
26%	26%	24%	34%	16%	20%	هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب
26%	26%	25%	32%	17%	21%	هامش صافي الربح
16%	16%	16%	24%	12%	16%	العائد على حقوق الملكية
14%	14%	14%	21%	10%	14%	العائد على الأصول
مضاعفات السيولة والملاءة المالية						
2024 م	2023 م	2022 م	2021 م	2020 ف	2019 ف	
(465)	(398)	(336)	(295)	(251)	(199)	صافي الديون (نقدية)
(67%)	(62%)	(56%)	(51%)	(48%)	(41%)	صافي الديون (نقدية) / حقوق الملكية
-3.4x	-3.0x	-2.8x	-1.6x	-2.5x	-1.7x	صافي الديون (نقدية) إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك
nm	nm	nm	nm	nm	nm	الديون إلى الأصول
6.6x ^{net}	5.9x	5.2x	4.9x	4.1x	3.8x	النسبة الحالية
تقديرات إجماع الآراء (مليون جم)						
2023 م	2022 م	2021 م				
-	-	-	الإيرادات			
nm	nm	nm	بحوث برايم مقابل إجماع الآراء			
-	-	-	صافي الربح			
nm	nm	nm	بحوث برايم مقابل إجماع الآراء			
7.9x	8.6x	5.8x	مضاعف الربحية المستقبلية (مرة) بناء على آخر سعر			
9.7x	10.6x	7.2x	مضاعف الربحية المستقبلية (مرة) آخر 12 شهراً - السعر المستهدف			
6.2%	6.2%	8.9%	عائد التوزيعات المستقبلية (%) بناء على آخر سعر			

قائمة الدخل (مليون جم)						
2024 م	2023 م	2022 م	2021 م	2020 ف	2019 ف	
414	409	386	448	366	363	إجمالي الإيرادات
(232)	(229)	(223)	(223)	(231)	(220)	إجمالي الإيرادات (صافي)
182	180	163	225	134	142	تكلفة البضاعة المباعة
(73)	(72)	(69)	(74)	(75)	(69)	مُجمَل الربح
137	135	120	183	102	114	إيرادات/مصرفات تشغيلية أخرى
109	108	94	151	59	74	الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك
(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	المصرفات التمويلية
24	21	25	23	19	21	إيرادات الاستثمارات
132	129	118	174	78	94	صافي الربح قبل الضريبة
107	105	96	141	64	77	صافي الربح قبل البنود غير الاعتيادية وحقوق الأقلية
0	0	0	0	0	0	البنود غير الاعتيادية وحقوق الأقلية
107	105	96	141	64	77	صافي الربح
قائمة المركز المالي (مليون جم)						
2024 م	2023 م	2022 م	2021 م	2020 ف	2019 ف	
الأصول المتداولة						
206	162	122	106	85	55	النقدية وما في حكمها
259	235	214	189	166	144	استثمارات مالية
38	37	35	41	33	18	ذمم مدينة تجارية وأخرى
65	64	63	62	65	62	المخزون
24	24	22	26	21	26	أصول متداولة أخرى
592	523	456	425	370	306	إجمالي الأصول المتداولة
162	181	176	169	212	241	الأصول غير المتداولة (صافي)
26	26	51	75	26	24	أصول غير متداولة أخرى
780	730	682	669	608	570	إجمالي الأصول
الالتزامات وحقوق الملكية						
-	-	-	-	-	-	الديون قصيرة الأجل
-	-	-	-	-	-	الجزء المتداول من الديون طويلة الأجل
19	19	19	19	19	15	حسابات قابلة للدفع
70	70	69	68	70	65	الالتزامات المتداولة الأخرى
89	89	87	87	89	80	إجمالي الالتزامات المتداولة
-	-	-	-	-	-	الديون طويلة الأجل
-	-	-	-	-	-	الالتزامات غير المتداولة الأخرى
89	89	87	87	89	80	إجمالي الالتزامات
-	-	-	-	-	-	حقوق الأقلية
690	642	595	582	519	490	إجمالي حقوق الملكية
780	730	682	669	608	570	إجمالي الالتزامات وحقوق الملكية
قائمة التدفقات النقدية (بالمليون جم)						
2024 م	2023 م	2022 م	2021 م	2020 ف	2019 ف	
127	121	121	157	105	92	إجمالي المالي المنتهي في يونيو
(32)	(30)	(32)	(63)	(33)	(10)	النقدية من الأنشطة التشغيلية
(51)	(51)	(73)	(73)	(40)	(84)	النقدية من الأنشطة الاستثمارية
44	40	16	21	31	(2)	النقدية من الأنشطة التمويلية
						صافي التغير في النقدية

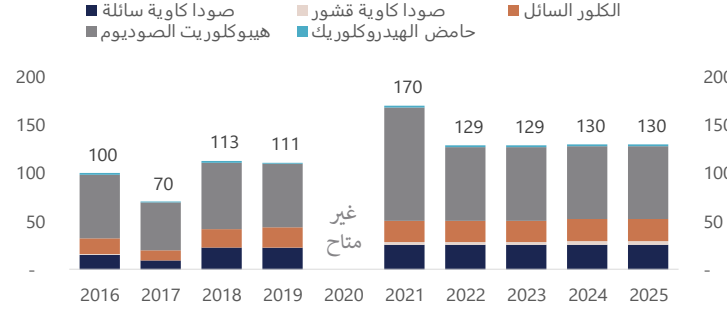
المصدر: بحوث برايم.



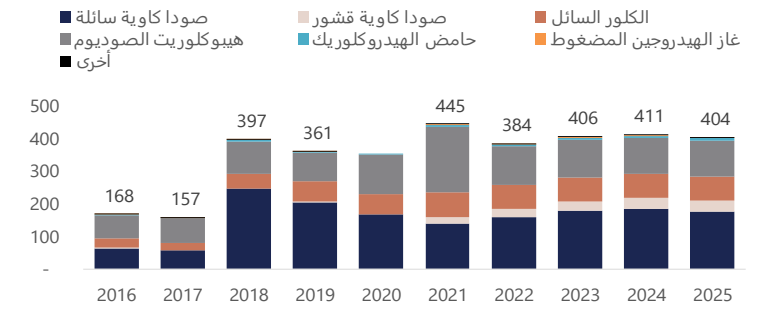
السيناريو الأفضل: يمكن لمشاريع تحلية المياه أن تمثل دفعة قوية للنمو، كذلك الطلب على الكلور السائل.



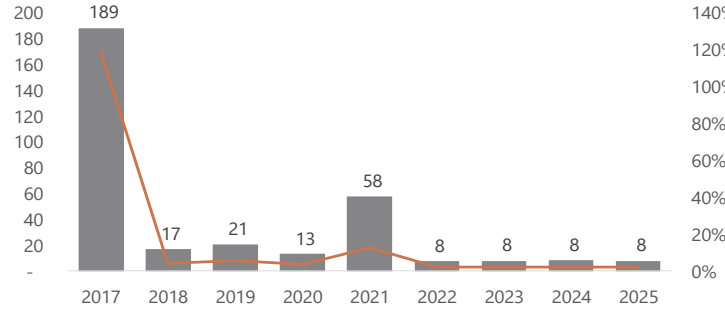
تقسيم أحجام المبيعات: لا نتوقع زيادة كبيرة في أحجام المبيعات ولا نتوقع كذلك إعادة هيكلة بالنسبة لمساهمة المنتجات.



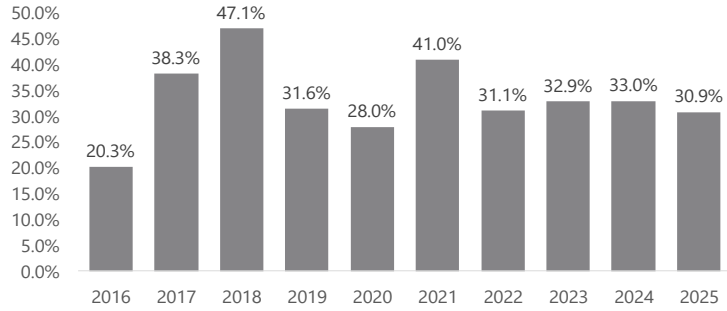
تقسيم الإيرادات: نتوقع مساهمة أقوى من الكلور السائل وهيبوكلوريت الصوديوم في السنوات الخمس المقبلة.



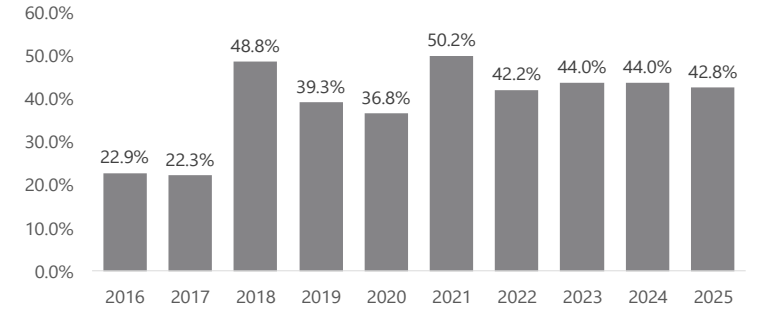
النفقات الرأسمالية: بصرف النظر عن العام 2020/21، ستستقر النفقات الرأسمالية إلى الإيرادات عند حوالي 2%، بصرف النظر عن أي مشاريع إنتاجية جديدة.



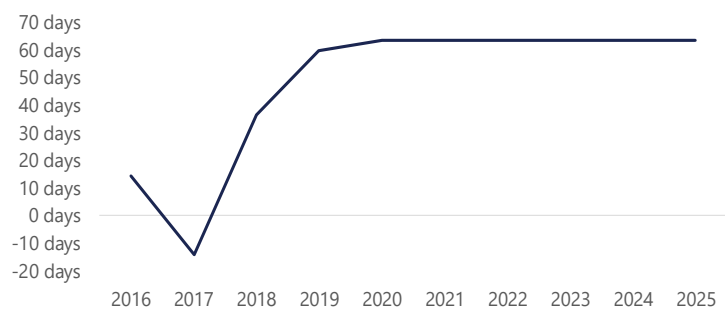
هامش EBITDA: نتوقع أن يؤثر ارتفاع المصروفات البيعية والإدارية والعمومية على هامش EBITDA، وإن كان لا يزال أعلى من مستوى 2019/20.



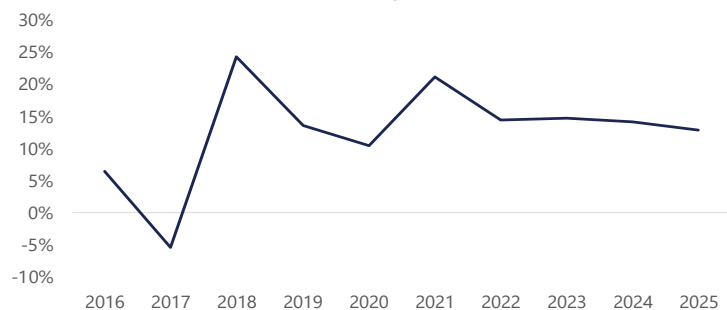
هامش مُجمل الربح: سيصل هامش مُجمل الربح إلى ذروته في العام 2020/21، قبل أن يستقر فوق 40% فيما بعده.



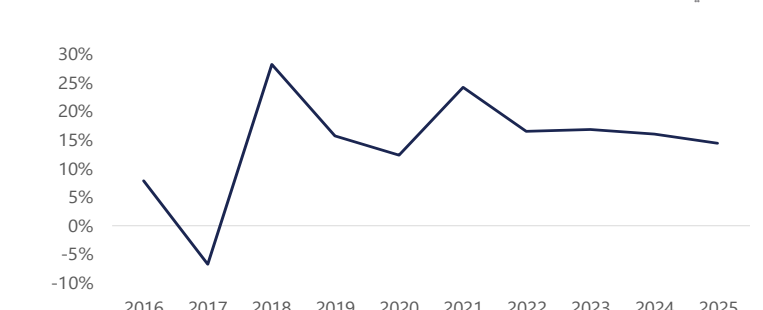
دورة تحويل النقد: احتياجات رأس المال العامل المعقولة تجعل دورة تحويل النقد أقل من 70 يوماً.



العائد على الأصول: العائد على الأصول قوي، ولكن مضاعف الرافعة المالي يعيق الوصول إلى عائد على حقوق الملكية قوي.



العائد حقوق الملكية: مستدام بعد منتصف فترة التوقعات بعد أن حصل على دفعة كبيرة في 2020/21.



ملف الشركة

تأسست شركة مصر لصناعة الكيماويات [MICH] في عام 1959، وهي حالياً شركة مساهمة مصرية تابعة للشركة القابضة للصناعات الكيماوية، وتخضع لأحكام القانون 203 لسنة 1991.

المقر الرئيسي

المكس، الإسكندرية، مصر.

هاتف

+2033108420

البريد الإلكتروني

mci_alex@mci.eg.com

موقع إلكتروني

<https://www.mci.com.eg/>

رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب

اللواء/ محمود ع شماوي.

أعضاء مجلس الإدارة

1. اللواء/ محمد ع شماوي، رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب.
2. السيد/ وجدي قلته ميخائيل قلته، عضو مجلس إدارة غير متفرغ.
3. السيد/ أحمد يحي فضل الله، عضو مجلس إدارة.
4. السيد/ محمد صابر عبد المعز، عضو مجلس إدارة.
5. السيد/ ماجد حسني ضيف، عضو مجلس إدارة.
6. السيد/ وائل محمد حسن شمس، عضو مجلس إدارة غير متفرغ، يمثل الشركة القابضة للصناعات الكيماوية.
7. السيد/ محمد فؤاد علي رمضان، عضو مجلس إدارة غير متفرغ، يمثل بنك مصر.

مراقب الحسابات

الجهاز المركزي للمحاسبات

المقر

الإسكندرية، مصر.

التأسيس

1959.

عدد الموظفين

605.

عدد المساهمين

4,358.

الإدراج

البورصة المصرية: MICH.

هيكل المساهمين

اسم المساهم

الشركة القابضة للصناعات الكيماوية

الحصة

%53.2

بنك مصر

%7.7

السيد/ وجدي قلته

%22.7

أسهم حرة التداول

تغطية بحوث برايم

التاريخ

25 نوفمبر 20

التصنيف

زيادة الوزن النسبي

مخاطرة مرتفعة

سعر مستهدف

خلال 12 شهراً

13.9 جم



برايم لتداول الأوراق المالية

شوكت المراغي

العضو المنتدب

ت: +202 3300 5622

SElmaraghy@egy.primegroup.org

محمد عزت

مدير المبيعات والفروع

ت: +202 3300 5784

MEzzat@egy.primegroup.org

محمد عشموي

مدير مبيعات المؤسسات

ت: +202 3300 5612

MAshmawy@egy.primegroup.org

عمرو علاء، CFTe

رئيس فريق -- المؤسسات

ت: +202 3300 5609

AAlaa@egy.primegroup.org

محمد المتولي

مدير

ت: +202 3300 5610

MElmetwaly@egy.primegroup.org

عماد الصافوري

مدير

ت: +202 3300 5624

EElsafoury@egy.primegroup.org

شوكت رسلان

مدير فرع مصر الجديدة

ت: +202 3300 5110

SRaslan@egy.primegroup.org

محمد الحناوي

مدير فرع مدينة نصر

ت: +202 3300 5166

MElhenawy@egy.primegroup.org

نشوى أبوالعطا

مدير فرع الإسكندرية

ت: +202 3300 5173

NAbuelatta@egy.primegroup.org

البحوث

عمرو حسين الألفي، CFA

رئيس قسم البحوث

ت: +202 3300 5724

AElalfy@egy.primegroup.org

المركز الرئيسي

برايم لتداول الأوراق المالية ش.م.م.

ترخيص الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 179.

عضو بالبورصة المصرية.

2 شارع وادي النيل، برج الحرية، الدور السابع

المهندسين، الجيزة، مصر

ت: +202 3300 5700/770/650/649

ف: +202 3760 7543

الفروع

مصر الجديدة

7 ميدان الحجاز

مصر الجديدة، القاهرة، مصر

ت: +202 2777 0600

ف: +202 2777 0604

مدينة نصر

9 شارع البطراوي

مدينة نصر، القاهرة، مصر

ت: +202 3300 8160

ف: +202 3305 4622

الإسكندرية

7 شارع ألبرت الأول

سموحة، الإسكندرية، مصر

ت: +202 3300 8170

ف: +202 3305 4622

إخلاء المسؤولية

المعلومات التي وردت في هذا التقرير لا علاقة لها بأية أهداف استثمارية معينة أو بموقف مالي أو نصائح خاصة لمستخدمي التقرير، سواء اطلعوا عليها بشكل مباشر أو من خلال أية مواقع إلكترونية متخصصة في هذا الشأن، ويُنشر هذا التقرير، فقط، كوسيلة لإيضاح المعلومات وليس دعوة لشراء أو بيع أية ورقة أو أداة مالية، وما لم يذكر العكس فإن أي بيانات سعريه تعد مجرد مؤشرات. ليس على الشركة مسؤولية ولا ضمان حول دقة وصحة وتام البيانات الواردة في هذا التقرير. النتائج الماضية ليست بالضرورة مؤشرات حول الوضع المستقبلي، فقد يؤثر التغير في أسعار الصرف على أي سعر أو قيمة واردة في هذا التقرير. لا تُلزم كافة البيانات الواردة في هذا التقرير قارئها اعتبارها بديلاً عن وسائلهم الخاصة للقيام بالتحليلات والاستنتاجات القائمة على فروضهم وأحكامهم، وكافة الآراء الواردة قد تكون محللاً للتغير حتى من داخل الأقسام الأخرى لبرايم نظراً لطبيعة الفروض المستخدمة، ولا تتحمل برايم أية مسؤولية حول تعديل هذه البيانات أو الحفاظ عليها. مجموعة برايم، بكافة مديريها وموظفيها وكافة العاملين بها والعملاء قد يكون أو كان لديهم مصالح أو لديهم مواقف طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية أو العملات المشار إليها في التقرير وقد يقوموا بعمليات بيع أو شراء لها لمصلحتهم أو نيابة عن الغير في أي وقت. لا تتحمل مجموعة برايم أو أي من كياناتها أو موظفيها أي مسؤولية قانونية عن أي خسائر أو تلف ينتج عن إتباع هذا التقرير أيًا كانت وسيلة الاطلاع عليه سواء بشكل مباشر أو من خلال أية مواقع متخصصة بهذا الشأن، وتفرض عدد من اللوائح والقوانين عدداً من الالتزامات التي لا يمكن الإفصاح عنها، ولا يعني هذا الإبراء بأي حال من الأحوال حداً أو تضيقاً لحقوق أي شخص قد يمتلكها في ضوء هذه اللوائح أو القوانين. علاوة على ذلك فإن مجموعة برايم أو أية من شركاتها قد تربطها أو ربطتها علاقة مع الشركات الواردة في هذا التقرير.