

شركة الصناعات الزجاجية الوطنية "زجاج" نصف ممتلئ أم نصف فارغ



جدوى للإستثمار
Jadwa Investment

بحوث ودراسات الأسهم

6 أغسطس 2008

التوصية:

أقل من	بين	بين	بين	أعلى من
ريال 55	ريال 55-61	ريال 61-73	ريال 73-79	ريال 79
شراء	فكر في الشراء	انتظار	فكر في البيع	بيع

الملخص الاستثماري

تتدرج شركة الصناعات الزجاجية الوطنية "زجاج" تحت قطاع الاستثمار الصناعي وتنشط في مجال صناعة الزجاج وخاصة زجاج التعبئة ولها استثمارات في مشاريع مشتركة مع إحدى الشركات الرائدة في إنتاج الزجاج المسطح. ورغم أن أرباح الشركة من إنتاجها من زجاج التعبئة قد شهد تحسناً ملحوظاً العام الماضي إلا أن استثماراتها في الشركات التابعة ظلت المصدر الرئيسي للأرباح. ونعتقد أن السعر الحالي لسهم "زجاج" يقل عن قيمته العادلة بدرجة طفيفة.

إيجابيات الاستثمار في سهم "زجاج":

- تنوع محفظة الاستثمارات الصناعية وتباين دوافع الطلب بين صناعة زجاج التعبئة والزجاج المسطح.
- لدى الشركة مشاريع مشتركة رابحة مع شركة عالمية رائدة مصنعة للزجاج المسطح (جارديان إنديستريز).
- اكتمال تحديث وتطوير فرن الإنتاج الرئيسي في مصنع الرياض قبل فترة قصيرة.
- قلة المديونية في هيكل رأس المال تتيح مجالاً واسعاً للاقتراض لتمويل التوسعات والاستثمارات المستقبلية.
- بدء الإنتاج مؤخراً في مشروع مشترك جديد سيعزز ربحية الشركة.
- يتم تداول أسهم الشركة عند مستوى مكرر ربحية أقل من نظيراتها في قطاع الاستثمار الصناعي.

سلبيات الاستثمار في سهم "زجاج":

- الاعتماد الكبير على الإيرادات من المشاريع المشتركة مع شريك واحد فقط.
- تنامي المنافسة في صناعة الزجاج المسطح سيؤدي إلى تناقص حصة المشاريع المشتركة في السوق.
- لا تبذل الشركة جهوداً كبيرة لاقتناص الفرص الجديدة في مجال نشاطها الرئيسي.
- تحتاج أفران الشركة للصيانة الدورية مما يؤدي إلى تعطل الإنتاج.
- الاعتماد على عدد محدود من العملاء يعرض الشركة لخطورة تحول أولئك العملاء إلى منتجين آخرين.
- تزايد التمويل بالمرابحة لتوفير رأس المال العامل سيخلق عبئاً على السيولة في حالة استمراره.

تفاصيل السهم

1,469	القيمة السوقية (مليون ريال)
25	عدد السهم المصدر المتداولة (مليون)
24,98	عدد الأسهم المتاحة للتداول (مليون)
3,22	إيرادات السهم (ريال)
1,00	الربح الموزع للسهم (ريال)
17,00	القيمة الدفترية للسهم (ريال)
85,0	أعلى سعر في 52 أسبوع (ريال)
42,5	أدنى سعر في 52 أسبوع (ريال)

سعر سهم شركة زجاج



المعايير الرئيسية للسهم

17,2	السعر للعائد (مكرر الربحية)
3,46	السعر/القيمة الدفترية
18,2	العائد على رأس المال (%)
16,8	العائد على إجمالي الموجودات (%)
53,4	الربح الكلي (%)
29,2	الربح التشغيلي (%)
0,99	معدل السيولة الفورية
1,05	درجة مخاطر السوق (معامل بيتا)
0,33	درجة مخاطر السهم (الانحراف المعياري)
3,07	عائد إيرادات السهم (%)
1,70	عائد أرباح السهم (%)



تحليل قطاع صناعة الزجاج

شركة الصناعات الزجاجية الوطنية (زجاج) شركة مساهمة تعمل في تصنيع الزجاج وتدرج تحت قطاع "الاستثمار الصناعي" حسب التصنيف الجديد لهيئة السوق المالية السعودية.

"زجاج"، الشركة الوحيدة المدرجة في سوق الأسهم من بين الشركات المنتجة للزجاج في المملكة، تركز على إنتاج القوارير والمرطبان المسترجع وغير المسترجع في مصنعها كما أن لها استثمارات في مشاريع مشتركة مع شركة رائدة في إنتاج الزجاج المسطح فضلاً عن مشروع مشترك آخر مع شركة متخصصة في صناعة منتجات الإضاءة عالية التقنية.

تنقسم منتجات الزجاج في السعودية إلى ثلاثة أصناف رئيسية كما هو مبين في الجدول أدناه:

الصنف	الاستخدامات الرئيسية
زجاج التعبئة	تعبئة الأغذية والمشروبات والأدوية ومستحضرات التجميل.
الزجاج المسطح	المباني السكنية والتجارية والسيارات والمرايا.
الزجاج المتخصص	أدوات المائدة وأدوات المطبخ وأدوات الإضاءة ومعدات المعامل.

وسنركز في تحليلنا لهذه الصناعة على إنتاج الزجاج المسطح الذي شكل عام 2007 ما نسبته 55 بالمائة من صافي الدخل لشركة زجاج وكذلك على زجاج القوارير الذي يشكل معظم إنتاج الشركة من زجاج التعبئة.

عملية تصنيع الزجاج

هناك 3 خطوات رئيسية لتصنيع الزجاج يتم في الخطوة الأولى خلط المواد الخام في فرن تحت درجة حرارة عالية جداً ثم توزع الخلطة في الخطوة الثانية إلى أشكال مختلفة حسب نوع الزجاج المراد إنتاجه. ولإنتاج الزجاج المسطح تستخدم طريقة الطفو التي تقتضي صب الخلطة في حوض من الصفيح السائل حيث يطفو الزجاج أعلى الصفيح مكوناً طبقة مسطحة، أما لإنتاج زجاج التعبئة والزجاج المتخصص فيتم صب الخلطة في قوالب حسب الشكل المطلوب. وتتمثل الخطوة الثالثة والأخيرة في تبريد (تلدن) الخلطة وذلك حتى يأخذ الزجاج الشكل المطلوب ويصبح صلباً.

ويمكن القول أن صناعة الزجاج تتطلب رؤوس أموال ضخمة بالإضافة إلى التقنية المتقدمة. يتم توفير السليكا والحجر الجيري والفلسبار والجبس والتي تشكل 80 بالمائة من مدخلات صناعة الزجاج من السوق المحلية بينما يتم استيراد الصودا والسليسيوم والكربون من الخارج. وفي الوقت الحالي تسيطر على إنتاج الصودا شركتان عالميتان تتحكمان بصورة مطلقة في الأسعار ولكن مصنعاً جديداً لإنتاج الصودا تم إنشاؤه في الجبيل ويتوقع أن يبدأ عمليات الإنتاج خلال شهور قليلة سيوفر الإمدادات اللازمة من هذه المادة محلياً وبأسعار تنافسية.

الزجاج المسطح

تشكل المباني التجارية والسكنية حوالي 70 بالمائة من سوق الزجاج المسطح في المملكة كما تعتبر المرايا والسيارات من مجالات الاستخدام المهمة لهذا الصنف من الزجاج. وقد نمت صناعة الزجاج المسطح في منطقة الخليج بمستوى مذهل خلال السنوات القليلة الماضية نتيجة للنمو القوي في قطاع التطوير العقاري الذي يعزى لأسعار النفط المرتفعة. وكانت منظمة الخليج للاستشارات الصناعية قد توقعت بأن يقفز معدل النمو السنوي في مبيعات منتجات الزجاج من المستوى القوي أصلاً والذي بلغ 8 بالمائة للفترة من 2002 إلى 2005 إلى مستوى يتراوح بين 10-12 بالمائة خلال الفترة بين عامي 2005 و2008.



وكان الطلب العالمي على الزجاج المسطح قد جاء في حدود 41 مليون طن عام 2005 (كان نصيب دول الخليج من ذلك الطلب 1,1 مليون طن) ومع المتوقع أن ياتي نموه في حدود 5 بالمائة سنوياً بحيث يرتفع إجمالي الطلب إلى 48 مليون طن عام 2008. وتعتبر صناعة الزجاج المسطح على مستوى العالم من الصناعات المستقلة المتماسكة حيث أن 4 شركات فقط تنتج حوالي 60 بالمائة من إنتاج العالم من الزجاج المسطح عالي الجودة، إحداها جارديان إنديستريز شريك "زجاج".

ويعتبر مصنع "زجاج-جارديان" في الجبيل المعروف باسم "جلف-جارد" هو المصدر المحلي الوحيد للزجاج المسطح في المملكة حيث يغطي إنتاجه 70-80 بالمائة من السوق ويتم استيراد الباقي من الصين التي تتصف منتجاتها بانخفاض السعر لكنها أقل جودة. (لقد ساعدت الخبرة الطويلة لشركة جارديان وبراعتها في هذه الصناعة في محافظة "جلف-جارد" على مستويات صناعية رفيعة). وبالطبع يتطلع المستوردون والمتعاملون الرئيسيون في صناعة الزجاج المسطح إلى المزيد من المنافسة في السوق المحلي حيث يؤدي ذلك لتنوع المنتجات وانخفاض الأسعار والارتقاء بالجودة والإنتاجية.

تلبية للطلب المتزايد في منطقة الخليج دخلت شركة "زجاج" عام 2006 في مشروع مشترك آخر مع شركة جارديان إنديستريز لإقامة مصنع في رأس الخيمة بالإمارات العربية المتحدة (مصنع جارديان رأس الخيمة) لإنتاج الزجاج المسطح المستخدم في المباني والسيارات بطاقة إنتاجية قدرها 190,000 طن في السنة، وقد بدأ المصنع إنتاجه في سبتمبر 2007. ولا يواجه مصنع جارديان رأس الخيمة منافسة تذكر باعتباره المصنع الثاني لإنتاج الزجاج المسطح في المنطقة (المصنع الأول هو مصنع جلف-جارد).

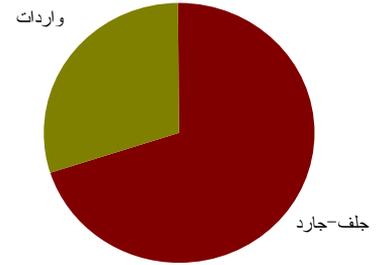
لكن نتوقع أن تحتدم المنافسة في صناعة الزجاج المسطح حيث تتأهب حالياً شركتان جديدتان هما شركة الزجاج العربية المتحدة وشركة العبيكان للزجاج لبدء عملياتهما التشغيلية في المملكة العربية السعودية بطاقة إنتاجية قدرها 175,000 طن سنوياً لكل منهما حيث تخطط الأولى لبدء عملياتها في الربع الثالث من هذا العام بينما ينتظر أن تبدأ الأخيرة عملياتها في الربع الرابع من عام 2009، فضلاً عن أن شركة جديدة لتصنيع الزجاج المسطح في الإمارات العربية المتحدة ستستهل عملياتها في سبتمبر 2008. لكن وبالرغم من هذه المنافسة المرتقبة فإن شركة "زجاج" ستستفيد من ميزتين أولاهما أنها الأولى في هذا المجال وثانيهما القاعدة العريضة من العملاء المتوفرة لها حالياً الأمر الذي يساعد في ازدهار مصنع "زجاج-جارديان".

يعتمد سوق الزجاج المسطح بدرجة كبيرة على نشاط التطوير العقاري إذ من المنتظر أن يتيح تعاظم الإنفاق على المباني التجارية والسكنية مستقبلاً زاهراً لقطاع الزجاج المسطح خلال السنوات القليلة القادمة وذلك هو السبب الذي يجعلنا نعتقد بوجود طلب كافي يمكنه امتصاص الزيادة المرتقبة في الطاقة الإنتاجية. ورغم أن ذلك ستقتطع المصانع الجديدة من نصيب "زجاج" في السوق مما يطرح التساؤلات على المدى البعيد بشأن إمكانية تسويق الطاقات الإنتاجية الجديدة في حالة تباطؤ الطلب.

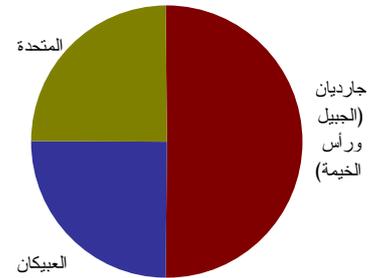
زجاج التعبئة (القوارير)

يتم إنتاج ما يقارب 350,000 طن من القوارير الزجاجية والمرطبان المستخدمة في تعبئة المشروبات وحفظ الأغذية في المملكة سنوياً في الوقت الذي ارتفع حجم الطلب فيه - حسب تقديرونا- على ذلك النوع من القوارير في المملكة العام الماضي بنسبة 10 بالمائة. وتتقاسم ذلك الإنتاج ثلاث شركات هي "زجاج" والشركة العربية السعودية للزجاج ومصنع محمود سعيد للزجاج، حيث تستحوذ الشركة العربية السعودية للزجاج- حسب تقديرونا- على النصيب الأكبر في السوق السعودية (بنسبة 45 بالمائة) تليها شركة "زجاج" (بنسبة 40 بالمائة) ثم شركة محمود سعيد للزجاج (بنسبة 5 بالمائة) بينما يتم توفير بقية الطلب (10 بالمائة) عن طريق الاستيراد.

الحصص السوقية لمنتجاتي الزجاج المسطح عام 2006



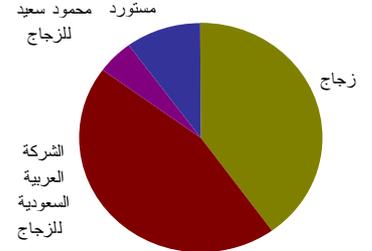
الحصص السوقية المتوقعة لمنتجاتي الزجاج المسطح عام 2010





تتخذ الشركة العربية السعودية للزجاج من جدة مقراً لها وتخدم عملائها في أسواق المنطقتين الغربية والجنوبية بينما تخدم شركة "زجاج" أسواق المنطقتين الوسطى والشرقية عبر مصنعها في الرياض والدمام ويبدو أن هذا التباعد الجغرافي هو السبب في تخفيف المنافسة نوعاً ما بين الشركتين. أما مصنع محمود سعيد للزجاج فيستهدف قطاعات استهلاكية تختلف عن تلك التي يستهدفها المنتجون الآخرون حيث يركز على أدوات المائدة وقنينات العطور ومستحضرات التجميل ولا تمثل القوارير الزجاجية أكثر من 5 بالمائة من طاقته الإنتاجية.

الحصص السوقية لصناعة القوارير الزجاجية



تتسم صناعة القوارير الزجاجية بصغر حجم عدد العملاء ولذا نجد أن شركة "زجاج" تخدم عدد محدود من العملاء مما يؤثر على قدرتها على مساومتهم بشأن الأسعار كما نلاحظ أن شركة "زجاج" والشركة العربية السعودية للزجاج ترتبطان بعلاقات طويلة الأجل مع شركتي بيبسي كولا وكوكا كولا وغيرهما من الشركات الرئيسية المنتجة للمشروبات.

يتذبذب سعر القوارير الزجاجية تبعاً للتغيرات التي تشهدها أسعار المواد الخام ويقدر خبراء في صناعة الزجاج أن أسعار المواد الخام زادت بنسبة 10 بالمائة تبعاً لزيادة مماثلة في أسعار القوارير الزجاجية.

وبالرغم من أن معظم الإنتاج يباع إلى مستهلكين محليين إلا أن 20 بالمائة من الإنتاج يتم تصديره حيث يتيح الموقع الجغرافي لشركة "زجاج" قدر من الأفضلية على الشركة العربية السعودية للزجاج حيث تقوم الأولى بخدمة عملاء آخرين في دول الخليج كما تصدّر منتجاتها إلى السودان واليمن. وهناك 4 شركات منتجة للقوارير الزجاجية في دول الخليج الأخرى اثنتان منها في الإمارات العربية المتحدة وواحدة في الكويت وواحدة في سلطنة عمان.

ومن ناحية ثانية فعلى الرغم من أن شركة "زجاج" لا تواجه إلا منافسة محدودة في تسويق القوارير الزجاجية حيث تسوّق منافستها الرئيسية الشركة العربية السعودية للزجاج منتجاتها في المنطقتين الغربية والجنوبية، إلا أن منتجي القوارير الزجاجية عموماً يواجهون منافسة شرسة من قوارير البلاستيك وعلب الألمونيوم. وتعزى زيادة الطلب على قوارير البلاستيك وعلب الألمونيوم إلى انخفاض تكلفتها وخفة وزنها وطبيعتها المقاومة للكسر وقلة تكاليف شحنها، غير أن القوارير الزجاجية تتميز بأنها أكثر صحية وأجود نوعية وذلك بفضل مقدرتها العالية على المحافظة على محتوياتها. ويعتقد خبراء الصناعة أن هناك ميلاً في الوقت الحالي تجاه "الاهتمام بجودة النوعية" في صناعة المشروبات الغازية حيث كان هناك على سبيل المثال إقبال كبير من العملاء على شراء القوارير الزجاجية سعة 250 ملم التي قدمتها شركة كوكا كولا. ومن المعروف أن المشروبات عالية التكلفة تعبأ عادة في قوارير زجاجية حيث ارتبط الزجاج بالمذاق الأفضل والمنتجات الراقية. وعلاوة على ذلك تتفوق القوارير الزجاجية على العبوات البلاستيكية بمزايا بيئية حيث يعتبر إعادة تدوير القوارير الزجاجية والاستفادة منها مرة أخرى أسهل بكثير من إعادة تدوير نظيرتها البلاستيكية.

وبما أن شركة "زجاج" ومنافسيها يقومون حالياً بتشغيل مصانعهم بطاقتها القصوى لمواكبة الطلب المتنامي فإننا نرى أن مستقبل صناعة القوارير الزجاجية في المملكة واعد ومبشّر، بل وفوق ذلك نعتقد أن منتجي القوارير الزجاجية سيسعون على الأرجح إلى زيادة طاقتهم الإنتاجية لمواكبة الطلب.

وفيما يلي الأسباب الرئيسية التي تدعم النمو في سوق منتجات شركة "زجاج":

- **النمو الضخم في المباني التجارية والسكنية:** تشهد دول الخليج حالياً طفرة غير مسبوقة في المباني والإنشاءات بفضل استمرار تسجيل أسعار النفط مستويات قياسية حيث تقدّر قيمة مشاريع التطوير العقاري الجاري تنفيذها حالياً والمتوقعة قريباً بحوالي تريليون دولار فضلاً عن أن المدن الاقتصادية الست التي يجري تشييدها حالياً في المملكة ستزيد الطلب المحلي على الزجاج.



- **الزيادة السريعة في فئة الشباب بين السكان:** تتميز المملكة العربية السعودية بنمو سريع في فئة الشباب مما يؤدي إلى زيادة قوة الطلب المحلي على الزجاج المسطح (بسبب ارتفاع الطلب على المباني) والقوارير الزجاجية (لأن الشباب يميلون أكثر من الكبار نحو استخدام المشروبات المعبأة في القوارير الزجاجية).
- **زيادة الإقبال على استخدام الزجاج في المباني التجارية:** نستخدم جميع الأبراج الشاهقة المشيدة حديثاً في المملكة الزجاج المسطح فضلاً عن الزيادة في عدد مراكز التسوق وصلالات العرض التي أصبحت تتجه نحو استخدام هذا النوع من الزجاج.
- **انتهاء حظر إنتاج البيرة الخالية من الكحول:** تقول إدارة شركة "زجاج" أنه تم رفع حظر تصنيع البيرة الخالية من الكحول في المملكة وهو تطور من شأنه أن يفتح الباب أمام منتجي البيرة الخالية من الكحول الذين يعملون حالياً في الإمارات العربية المتحدة للتفكير في إقامة منشآت صناعية في السوق السعودية المربحة.
- **تنامي تفضيل القوارير الزجاجية على البلاستيكية:** لقد أدت المخاوف بشأن الصحة والنظافة وتزايد الإدراك بأهمية الجودة النوعية إلى عودة المستهلكين مرة أخرى إلى استخدام القوارير الزجاجية.

خلفية عن الشركة

"زجاج" شركة مساهمة عامة أنشئت عام 1990 برأس مال قدره 250 مليون ريال مدفوعة بالكامل (تم رفع رأس المال من 200 مليون إلى 250 مليون عام 2007) موزعة على 25 مليون سهم منها 24,98 مليون سهم متاحة للتداول. وتصنف الشركة حسب هيكل هيئة السوق المالية السعودية ضمن قطاع الاستثمار الصناعي وهي تركز على صناعة الزجاج وخاصة زجاج التعبئة ولها استثمارات في مشاريع مشتركة مع إحدى الشركات الرائدة في إنتاج الزجاج المسطح تمثل 50 بالمائة تقريباً من إجمالي موجودات الشركة.

وتتلخص رؤية الشركة كما توضحها إدارتها في "أن تكون رائدة في صناعة الزجاج في منطقة الخليج" وتعتبر حالياً ثاني أكبر شركة لإنتاج زجاج التعبئة في المملكة حيث يبلغ إجمالي الطاقة الإنتاجية لمصنعي الشركة الموجودين في الرياض والدمام حوالي 81,000 طن في السنة يشكل إنتاج مصنع الرياض 75 بالمائة منها. وتشمل منتجات زجاج التعبئة الذي تنتجه الشركة قوارير المشروبات الغازية وعبوات حفظ الأغذية (مرطبان ضيق العنق وواسع العنق) حيث تشكل القوارير معظم الإنتاج بينما تمثل عبوات حفظ الأغذية نسبة أقل.

دخلت "زجاج" عام 1996 في مشروع مشترك مع شركة جارديان إندستريز وهي شركة رائدة في تصنيع الزجاج المسطح ومقرها في الولايات المتحدة وذلك بهدف تقليل اعتماد الشركة على إنتاج زجاج التعبئة، وتم في نفس العام إنشاء مصنع للزجاج المسطح (مصنع جلف-جارد) في الجبيل بطاقة تصميمية 130,000 طن سنوياً بهدف إنتاج الزجاج المسطح الذي يستخدم في المباني والسيارات.

وفي عام 2006 دخلت "زجاج" في مشروع مشترك آخر مع شركة جارديان إندستريز لإقامة مصنع في رأس الخيمة بالإمارات العربية المتحدة (جارديان رأس الخيمة) لإنتاج الزجاج المسطح لخدمة العملاء في دول الخليج. تبلغ الطاقة التصميمية لذلك المصنع الذي بدأ العمل في سبتمبر 2007 حوالي 190,000 طن سنوياً. ويعتبر هذين المصنعين المشتركين بين "زجاج" و "جارديان" هما المنتجان الوحيدان للزجاج المسطح حالياً في منطقة الخليج.



ويقوم كلا المشروعين المشتركين على نفس صيغة المشاركة: 45 بالمائة لشركة زجاج و 45 بالمائة لشركة جارديان إنديستريز و 10 بالمائة لشركة الزامل للاستثمار الصناعي وهي شركة مساهمة مدرجة في سوق الأسهم السعودي.

في عام 2006 دخلت "زجاج" كذلك في مشروع مشترك ولكن بمستوى أصغر لإقامة مصنع لتصنيع منتجات الإضاءة يسمى "الشركة السعودية الوطنية للإنارة والكهرباء" حيث استثمرت "زجاج" في هذا المشروع مبلغ 5 مليون ريال وهو ما يعادل 50 بالمائة من رأس المال وتملك شركة "إندو آسيان ليمند" وهي شركة هندية متخصصة في صناعة المنتجات الكهربائية عالية التقنية التي توفر الطاقة 20 بالمائة وتعود نسبة الـ 30 بالمائة المتبقية إلى شركة "سعودي أوفسيت المحدودة"، هذا ولم تبدأ بعد عمليات الإنتاج في المصنع.

وفي جميع تلك المشاريع المشتركة يعتبر الشركاء هم المسؤولون عن تسيير الأنشطة اليومية في الشركة. وفي هذا الصدد أوضح رئيس مجلس الإدارة في الشركة في تقرير مجلس الإدارة لعام 2007 أن الشركة ستواصل بناء قاعدة استثمارات متنوعة.

الإدارة

تتم إدارة الشركة عبر عدد من اللجان ومنها اللجنة التنفيذية ولجنة المراجعة الداخلية. رئيس مجلس الإدارة الحالي هو يوسف أبا الخيل الذي يشغل كذلك منصب رئيس مجلس الإدارة لمصنعي الزجاج المسطح جلف-جارد وجارديان رأس الخيمة وأيضاً رئيس مجلس الإدارة لمصنع "الشركة السعودية الوطنية للإنارة والكهرباء" وقد تقلد المنصب منذ عام 2005 وهو يحمل درجة جامعية و ماجستير في علوم الكمبيوتر من الولايات المتحدة الأمريكية.

تقوم الشركة على هيكل تنظيمي متكامل و تتكون إدارتها من ثلاثة أشخاص تنفيذيين و هم:

- يحمل يوسف السلطان الرئيس التنفيذي وعضو مجلس الإدارة بكالوريوس في الهندسة من جامعة الملك فهد للبترول والمعادن وماجستير في إدارة الأعمال من الولايات المتحدة وقد ظل يدير الشركة منذ عام 2002.
- عبدالعزيز بن سعد الغنيم نائب مدير عام الشركة و التحق بالشركة في عام 1991 ويحمل الدرجة الجامعية في القانون.
- المدير المالي للشركة هو وليد البسام الذي عمل سابقاً في الشركة السعودية للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية. يحمل البسام ماجستير في المحاسبة من جامعة الملك سعود وقد التحق بشركة "زجاج" عام 2006.

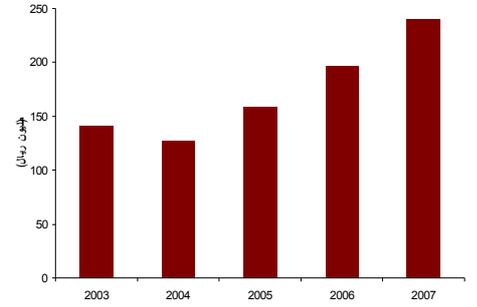
يعمل في الشركة حالياً 280 موظفاً يمثل السعوديون 26 بالمائة منهم وتواجه الشركة تحدي الإبقاء على أولئك العاملين في المصانع وذلك بسبب تعرض العمال لدرجات الحرارة العالية الصادرة من الأفران. وليس للشركة تأثير كبير على العمليات التشغيلية اليومية في مشاريعها المشتركة.

محفظة الاستثمارات الصناعية

بالرغم من أن محفظة شركة "زجاج" تستثمر بالكامل في قطاع الزجاج إلا أن تلك المحفظة تنتهج نظام تنويعي جيد وذلك من منطلق أن العوامل التي تتحكم في الطلب على صناعة زجاج التعبئة تختلف عن تلك التي تتحكم في الطلب على الزجاج المسطح. فصناعة الزجاج المسطح تعتمد بدرجة كبيرة على قطاع البناء وبالتالي على الدورة الاقتصادية الأشمل بينما يعتبر المحرك الأساسي للطلب على زجاج التعبئة هو النمو السكاني.

الإفصاح والشفافية

قيمة الاستثمارات في شركات شقيقة





توفر البيانات المالية والتقرير السنوي للشركة قدراً كافياً من المعلومات الرئيسية ولكن مع ذلك نرى أن المزيد من التفاصيل سيكون أكثر فائدة للمستثمرين، ولا يوفر الموقع الإلكتروني للشركة معلومات كثيرة ولكن تمكنا من الاجتماع مع إدارة الشركة والحصول على قدر جيد من المعلومات كجزء من جهدنا لدراسة الشركة بطريقة فاحصة وتمعمة.

النشاط الرئيسي

يعتبر النشاط الرئيسي لشركة "زجاج" هو إنتاج زجاج التعبئة حيث تمتلك الشركة وتدير 100 بالمائة من مصنعها الاثنيين. وتمثل القوارير التي تستخدم في المشروبات الغازية والعصائر سعة 200 إلى 1,250 مل معظم إنتاج الشركة من زجاج التعبئة وهي تنقسم إلى نوعين هما القوارير المسترجعة والقوارير غير المسترجعة وكلاهما يمكن طحنه وإعادة تشكيله إلا أن المسترجعة تتميز بإمكانية إعادة تعبئتها واستخدامها عدة مرات بواسطة مصانع التعبئة. وتنتج "زجاج" أشكالاً متعددة من القوارير حسب التصاميم التي يطلبها العملاء.

أما النسبة المتبقية من إنتاج زجاج التعبئة فهي عبارة عن المرطبان ضيق العنق وواسع العنق الذي يستخدم في حفظ الأغذية وذلك مثل مرطبان المخللات والمايونيز والكتشاب (صلصة الطماطم). وقد ازدهر الطلب على القوارير والمرطبان في منطقة الخليج نتيجة للنمو السكاني السريع وهو نمو يتوقع أن يستمر مما يبشر بمستقبل جيد لهذه الصناعة.

شبكة التوزيع

ترتبط "زجاج" بعلاقات طويلة الأجل مع عملائها والذين من أهمهم شركات تعبئة البيبسي كولا والكوكا كولا مثل الجميح في الرياض والقصبي في الدمام وشركة العوجان للصناعات (فيتمو ورائي) ومصنع اتحاد الخليج للعصائر ومصنع العيسائي للمشروبات. يتوقف الإنتاج في شركة "زجاج" على طلبات الشراء من عملائها وحيث أن الشركة غير مرتبطة مع عملائها بعلاقات طويلة فقد ينطوي هذا الأمر على مخاطرة بأن يتحول أولئك العملاء إلى شراء متطلباتهم من منتجين آخرين غير أن النظام الحالي يتيح في الوقت نفسه للشركة مرونة كبيرة في بعض الجوانب وذلك مثل تحديد الأسعار.

تقنية الإنتاج

تعتبر الأفران هي المكونات الرئيسية للعمليات الإنتاجية في شركة "زجاج". وقد خضع فرن مصنع الرياض لعملية تحديث وتطوير كبيرة في عام 2006 بالتعاون مع شركة عالمية رائدة في إنتاج زجاج التعبئة (ترتبط "زجاج" باتفاقيات تعاون تقني مع عدد من منتجي زجاج التعبئة العالميين الكبار) مما مكن الشركة من توسيع إنتاجها وتحسين كفاءتها لمواجهة الطلب المتزايد. وبالإضافة إلى اهتمام الشركة بتشغيل وصيانة الأفران تعتبر تقنية الإنتاج التي تتطلبها "زجاج" غير معقدة لأن العملاء يزودون الشركة بقوالب لأشكال القوارير والمرطبان التي يحتاجونها.

علاوة على ذلك وقعت "زجاج" هذا العام عقداً لتنفيذ برنامج أوراكل لتخطيط موارد الشركة وهو برنامج سيساعد الشركة على دمج جميع أنشطة الشركة مثل الشئون المالية والتصنيع والمبيعات والموارد البشرية مع نظم مراقبة المخزون ومتابعة طلبات الشراء وخدمة العملاء. ومن المتوقع أن يعزز هذا الربط فعالية الأداء في الشركة.

الوضع التنافسي

تستحوذ "زجاج" على ثاني أكبر حصة من صناعة زجاج التعبئة في المملكة بنسبة تبلغ 40 بالمائة تقريباً. وبما أن الشركة تعمل حالياً بكامل طاقتها فمن غير المحتمل أن تزيد حصتها السوقية ما لم تقم بتنفيذ توسعة كبيرة وهو أمر لا نعلم إن كانت تخطط له أم لا.



وفيما يتعلق بصناعة الزجاج المسطح نجد أن الوضع التنافسي لمصانع زجاج -جارديان يتعرض للتهديد. ويعتبر أكبر مصدر للمنافسة في أسواق السعودية والخليج هو الزجاج الرخيص منخفض الجودة المستورد من الصين أما مصدر المنافسة الثاني فهو الإنتاج المرتقب من 3 مصانع جديدة في المنطقة والمتوقع دخوله الأسواق قريباً. وفي ظل هذه الظروف نتوقع أن تتراجع حصة زجاج-جارديان في السوق من 70 بالمائة في الوقت الحالي إلى ما يقارب 50 بالمائة في غضون 5 سنوات.

الاستثمارات الصناعية

كانت شركة **جلف-جار**، وهي شركة ذات مسئولية محدودة مقرها في الجبيل، أول شركة تنتج الزجاج المسطح في المنطقة وظلت تخدم أسواق المملكة والدول المجاورة منذ عام 1996. وتنتج هذه الشركة بالإضافة إلى الزجاج المسطح النقي الزجاج المخطط والمرايا لتلبية الطلب المتنامي في دول الخليج. ويبين الجدول أدناه المنتجات الرئيسية لشركة جلف-جار:

المنتجات	الاستخدامات الرئيسية
الزجاج المسطح	المباني والسيارات والنوافذ
الزجاج المخطط	الجدران الداخلية والزجاج المقاوم للحريق والديكورات والزينة
زجاج المرايا	المرايا عالية الجودة

ظلت شركة جلف-جار تستحوذ على 70 إلى 80 بالمائة من سوق إنتاج الزجاج المسطح في السعودية طيلة العقد الماضي (يتم استيراد النسبة المتبقية) إلا أن هذه السيطرة في طريقها إلى التراجع نتيجة لبدء الشركة الشقيقة جارديان رأس الخيمة إنتاجها في سبتمبر 2007 بالإضافة إلى مصنعين آخرين للزجاج المسطح يتوقع أن يبدأ الإنتاج في نهاية عام 2008 ومصنع ثالث سيبدأ الإنتاج عام 2009.

أما شركة **جارديان رأس الخيمة** والتي يوجد مقرها في رأس الخيمة فهي ثاني أكبر شركة لإنتاج الزجاج المسطح في منطقة الخليج وتستطيع أن تنتج يومياً حتى 700 طن من الزجاج المسطح الذي يستخدم في السيارات والمباني. وينتظر من هذه الشركة زيادة المنتجات وتنويعها وفي الوقت نفسه خدمة العملاء في كافة أنحاء المنطقة.

لا تتمتع "زجاج" بنفوذ يذكر على الإدارة اليومية للعمليات التشغيلية في أي من شركتي جلف-جار و جارديان رأس الخيمة ولكن لها تأثير على القرارات الإستراتيجية بوجود ثلاثة أعضاء في كل من مجلسي الإدارة. وبالرغم من أن هذا الوضع من الممكن أن ينظر لم بشي من القلق إلا أن شركة جارديان إندستريز تعتبر شريكاً قوياً جداً باعتبارها واحدة من أكبر 4 شركات لصناعة الزجاج المسطح حول العالم ولها وجود في 21 دولة. ومما لا شك فيه أن الشراكة مع جارديان إندستريز توفر المزايا التالية:

- اسم تجاري راسخ ومشهور على مستوى العالم.
- خبرة تقنية وتسويقية واسعة.
- منتجات ذات جودة عالية.
- شبكة توزيع ضخمة على مستوى العالم.

أما **الشركة السعودية الوطنية للإتارة والكهرباء** فستصبح أول شركة لتصنيع مصابيح الفلوريسنت والمصابيح عالية الكثافة مثل مصابيح بخار الصوديوم ومصابيح الهالوجين المعدنية في المملكة وهي منتجات تتميز بمقدرتها على توفير بالطاقة وماتانتها وتستخدم بصفة خاصة في إضاءة مراكز التسوق وصلالات العرض والمواقع الصناعية والطرق السريعة. تمت إعادة جدولة تاريخ بدء تشغيل ذلك المصنع والآن تتوقع الإدارة أن تبدأ عمليات الإنتاج قبل نهاية العام الحالي.



التحليل المالي

يعتبر المشروع المشترك لشركة "زجاج" مع شركة جارديان إندستريز هو المصدر الرئيسي للأرباح التي تحققها الشركة. ولأن "زجاج" تستخدم طريقة حقوق الملكية لحساب استثماراتها مع شركة جارديان إندستريز فهي تظهر في قائمة الدخل فقط نصيبها من الأرباح من المشروع المشترك (مع مراعاة أن "جلف-جارد" و"جارديان رأس الخيمة" كليهما شركتين خاصتين لذا فقد تعذر علينا الاطلاع على بياناتهما المالية). وعليه يمكن القول أن الدخل من الاستثمار يمثل الجزء الأكبر من الأرباح الإجمالية لشركة "زجاج" وهو وضع نعتقد أنه سيستمر ما لم تتم إعادة هيكلة كبيرة داخل الشركة.

البنود الرئيسية في قائمة الدخل
(مليون ريال)

2008 (النصف الأول)	2007	2006	2005	2004	2003	
54,4	106,3	76,9	87,7	84,1	65,7	المبيعات
16,3	31,1	18,2	21,5	14,0	4,4	الدخل من العمليات التشغيلية*
23,5	44,2	33,3	44,4	41,5	28,6	الدخل الاستثماري من شركات تابعة
0	0	0	67,7	غير متاح	غير متاح	الدخل من التداول في سوق الأسهم
45,1	80,4	48,3	129,9	55,9	33,7	صافي الأرباح

* الدخل من إنتاج زجاج التعبئة قبل خصم فوائد الديون والذكاة

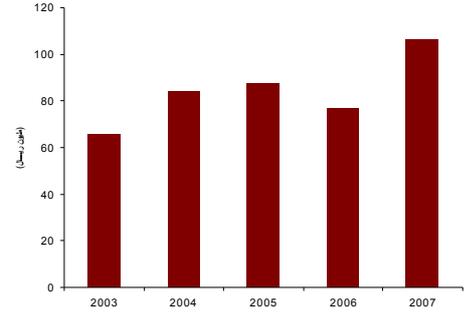
تأثر الدخل الاستثماري قبل عام 2006 باستثمارات الشركة في سوق الأسهم السعودي مما جعلها تقرر في تلك السنة (2006) عدم التداول في الأسهم بطريقة نشطة الأمر الذي أدى إلى تغيير في سياستها المحاسبية بخصوص الاستثمار في الأوراق المالية حيث اعتبرت الأسهم المتوفرة لديها أوراقاً مالية متاحة للبيع بدلاً عن أوراق مالية متداولة. يعتمد تصنيف الأوراق المالية في حسابات الشركة على ما تنوي الشركة فعله بتلك الأوراق، فإذا كانت تنوي تداولها فيجب تصنيفها كأوراق مالية متداولة ومن ثم يتوجب تسجيل أي أرباح أو خسائر متحققة أو غير متحققة في قائمة الدخل أما إن كانت لا تنوي تداولها فيمكن تصنيفها كأوراق مالية متاحة للبيع وبالتالي يتم تسجيل أي أرباح أو خسائر متحققة أو غير متحققة في بند حقوق المساهمين في الميزانية العمومية للشركة.

بالرغم من أن أرباح عام 2005 كانت الأعلى خلال السنوات الخمس الماضية إلا أن دخل عمليات التشغيل من النشاط الرئيسي لإنتاج زجاج التعبئة كان 16 بالمائة فقط من صافي الأرباح وهو ما يشير إلى الاعتماد الكبير على الدخل الاستثماري، وقد تحسن دخل الشركة من أنشطتها الرئيسية بدرجة كبيرة منذ أن أوقفت التداول في الأوراق المالية.

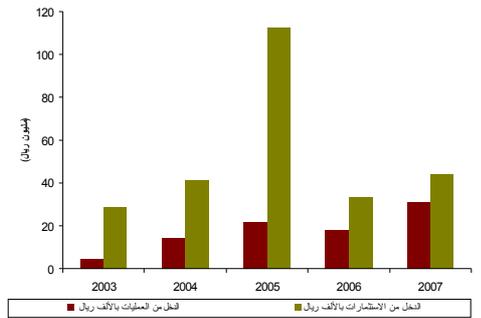
نمت مبيعات شركة "زجاج" من عملياتها التشغيلية الرئيسية (إنتاج زجاج التعبئة في الرياض والدمام) بنسبة 38 بالمائة العام الماضي في أعقاب انخفاضها بنسبة 24 بالمائة عام 2006. وبالرغم من أن هذا النمو يعتبر أعلى معدل نمو سنوي للسنوات الخمس الماضية إلا أنه يعزى جزئياً لتوقف مصنع الرياض لمدة شهرين عام 2006 لتحديث وتطوير الفرن الرئيسي، ولكن يظل نمو المبيعات قوياً إذا تعاضينا عن تأثير فترة التوقف تلك.

لقد أدى تحديث الفرن في مصنع الرياض مصحوباً بالتحسن في هيكله التكاليف إلى زيادة هامش التشغيل من 24 بالمائة عام 2006 إلى 29 بالمائة عام 2007، وكان شهد العام الماضي خفض التكاليف الإدارية من خلال خفض تكلفة الاستهلاك و التحسن في هيكل التكاليف كما حافظت "زجاج" على تكاليف فائدة منخفضة جداً وذلك

إيرادات المبيعات بالآلاف ريال



الدخل من العمليات مقابل الدخل من الاستثمارات في الشركات الشقيقة





تمشياً مع التوجه التاريخي للشركة حيث أن دينها طويل الأجل الوحيد هو القرض الذي حصلت عليه من صندوق التنمية الصناعية السعودي كذلك ارتفع هامش صافي الأرباح للشركة من 63 بالمائة عام 2006 إلى 76 بالمائة عام 2007 نتيجة لبدء مصنع جارديان رأس الخيمة إنتاجه في سبتمبر الماضي مدعوماً بزيادة الطلب على القوارير الزجاجية.

صافي الدخل بعد استبعاد الدخل الاستثماري

2007	2006	2005	2004	2003	
36,175	15,024	17,736	14,449	5,107	صافي الدخل بالآلاف ريال
34	20	20	17	8	هامش صافي الربح (نسبة مئوية)

يبين الرسم البياني على اليمين **صافي الدخل** لشركة "زجاج" بعد استبعاد دخلها الاستثماري المتحقق من الشراكة مع جارديان ودخلها من الأوراق المالية المتداولة (التي تم وقفها عام 2006) حيث نجد أن دخلها الصافي من عملياتها التشغيلية الرئيسية قفز العام الماضي بنسبة 140 بالمائة كما تحسن بشدة هامش صافي الدخل (باستثناء الاستثمار) حتى بلغ 34 بالمائة عام 2007.

ارتفعت الربحية العام الماضي بسبب العوامل التالية:

- نمو الدخل الاستثماري من مصنع زجاج-جارديان بنسبة 33 بالمائة.
- زيادة الإنتاج بعد الإغلاق المؤقت لمصنع زجاج التعبئة في الرياض.
- زيادة الطلب على القوارير الزجاجية.
- التحسن في هيكل التكاليف.

مؤشرات الربحية (نسبة مئوية)

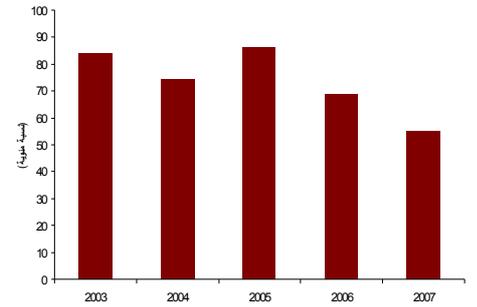
2007	2006	2005	2004	2003	
16,8	11,0	35,0	19,4	12,6	العائد على إجمالي الأصول (نسبة مئوية)
18,2	13,2	33,0	20,1	14,4	العائد على رأس المال (نسبة مئوية)
18,9	12,5	38,0	21,4	14,0	العائد على إجمالي رأس المال (نسبة مئوية)

لقد شهد وضع السيولة لدى شركة "زجاج" تراجعاً كبيراً عام 2006 بسبب الخسائر الكبيرة التي تكبدتها في استثمارات قصيرة الأجل وخاصة حيازاتها من الأسهم السعودية ويظهر ذلك في الانخفاض الحاد في **معدل السيولة الجارية** من 9 في عام 2005 إلى أقل من 1 في عام 2006 مما أدى إلى تراجع حاد في رأس المال التشغيلي والذي تسبب بدوره في انخفاض أكثر حدة في معدل المبيعات إلى رأس المال التشغيلي (أنظر جدول المعايير المالية). وقد تحسن وضع السيولة بدرجة طفيفة خلال عام 2007 والنصف الأول من عام 2008 في أعقاب قرار إدارة الشركة بالتوقف عن التداول في الأسهم. تعتمد الشركة حالياً على نظام التمويل بالمرابحة قصير الأجل من البنوك المحلية لتمويل عملياتها وقد بلغ التمويل بالمرابحة قصير الأجل خلال النصف الأول من عام 2008 لتوفير رأس المال العامل ما يقارب 4 مليون ريال، ولكن التوسع في هذا النوع من التمويل بالمرابحة قد يشكل عبئاً على وضع السيولة في الشركة (يتم اعتبار التمويل بالمرابحة خصوم جارية). وجدير بالذكر أن معدلات السيولة لدى "زجاج" هي أقل من متوسط معدلاتها في قطاع الاستثمار الصناعي.

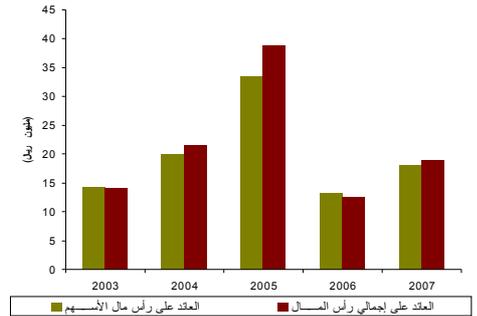
معدلات السيولة

2007	2006	2005	2004	2003	
0,99	0,63	9,14	2,57	2	معدل السيولة الجارية
0,58	0,84	8,48	1,83	1,97	معدل السيولة الفورية
0	-24	180	33	23	رأس المال العامل بالمليون ريال

الدخل الاستثماري من الشركات التابعة كنسبة مئوية من صافي الدخل



مؤشرات الربحية





تتمتع شركة "زجاج" بمديونية منخفضة يمكن ملاحظتها بوضوح بالنظر إلى **معدلات مديونيتها** (أنظر الجدول أدناه). ففي الوقت الحالي ليس في ذمة الشركة غير قرض واحد طويل الأجل بقيمة 30 مليون ريال حصلت عليه عام 2006 بهدف تحديث مصنع الرياض من صندوق التنمية الصناعية السعودي وهو صندوق يقرض بأسعار فائدة منخفضة ويمنح فترة سداد أطول لتسديد قروضه مقارنة بالبنوك التجارية. وكانت "زجاج" قد حصلت سابقاً على قروض من بنوك تجارية بقيمة 50 مليون ريال تمكنت من سدادها بالكامل عام 2007. ولذلك يمكن القول أن وضع الشركة من حيث رأس المال يعتبر مريحاً وتستطيع الاقتراض لتمويل مشاريع التوسعة المستقبلية مع بقاء هيكل رأس المال فيها قوياً.

معدلات المديونية (نسبة مئوية)

2007	2006	2005	2004	2003	
					معدل الدين طويل الأجل إلى إجمالي رأس المال
4	5	0,6	1	2,6	
13	25	7,9	10	14	معدل الدين إلى إجمالي رأس المال
					معدل رأس مال الأسهم إلى إجمالي الأصول
88,4	80,1	92,7	90,5	87,2	
					معدل رأس مال الأسهم إلى إجمالي رأس المال
95,5	95,0	99,4	99,0	97,3	

هناك تحسن واضح في الكفاءة التي تستغل بها الشركة أصولها مما انعكس إيجاباً على معدلات النشاط، حيث شهد **معدل دوران المخزون** الذي يقيس متوسط عدد مرات بيع المخزون خلال السنة زيادة مضطربة مرتفعاً من 1,6 عام 2003 إلى 3,7 عام 2007، كما تحسن **معيار الفترة اللازمة لبيع المخزون** الذي يقيس متوسط عدد الأيام اللازمة لبيع كامل المخزون من 228 يوماً عام 2003 إلى 97 يوماً عام 2007 وكذلك تحسن **معدل دوران الحسابات الدائنة** الذي يقيس سرعة تحصيل الحسابات الدائنة مرتفعاً من 2,6 عام 2003 إلى 8,3 عام 2007 وهو تحسن نتج عنه تقليل متوسط **فترة التحصيل** من 67 يوماً عام 2006 إلى 44 يوماً عام 2007.

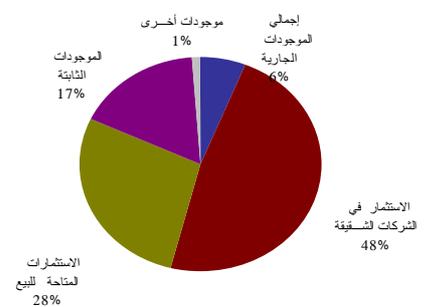
معدلات النشاط

2007	2006	2005	2004	2003	
3,76	2,55	2,9	2,5	1,6	معدل دوران المخزون
6,8	5,4	4,8	3,9	2,6	معدل دوران الحسابات الدائنة
53	67	76	94	138	متوسط فترة التحصيل
97	143	125	147	228	معدل الفترة اللازمة لبيع المخزون

لقد تغيرت الميزانية العمومية لشركة "زجاج" خلال السنوات العشر الماضية نتيجة لتحويل الشركة نفسها من منتج للزجاج إلى شركة للاستثمار الصناعي في المنتجات ذات الصلة بصناعة الزجاج. يبين الرسم البياني إلى اليمين أن بند المعدات والمباني والأراضي شكل العام الماضي 17 بالمائة فقط من إجمالي أصول شركة "زجاج" بينما لا يمكن أن نجد شركة صناعية مماثلة تشكل فيها هذه العناصر الثلاث أقل من 40 بالمائة من إجمالي الأصول. كذلك شكل الاستثمار في شركات تابعة 48 بالمائة بينما شكلت استثمارات متاحة للبيع 28 بالمائة وهذه نسبة كبيرة من الحيازة في شركة تابعة ليس لـ "زجاج" نفوذ كبير على العمليات التشغيلية اليومية مما يدعو لبعض القلق. ومع ذلك نعتقد أن شراكة "زجاج" مع لاعب دولي معروف في مجال إنتاج الزجاج المسطح قد أفادت الشركة كثيراً وأضافت لها قيمة حقيقية.

نسبة لتعذر إمكانية إطلاعنا على البيانات المالية لشركة "جلف-جارد" و"جارديان رأس الخيمة" نظرنا إلى البيانات المالية لشركة "زجاج" لفحص اتجاه الأرباح التي تحققها من شراكتها مع شركة جارديان فوجدنا أن جارديان ساهمت طيلة السنوات الخمس

مكونات إجمالي الأصول (2007)





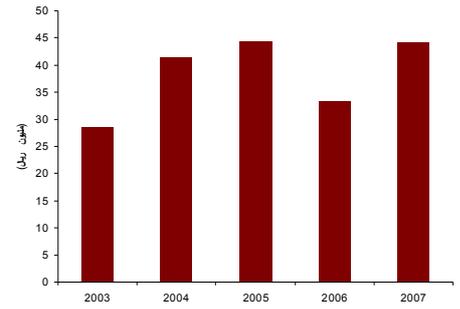
الماضية في أرباح "زجاج" بمتوسط سنوي يبلغ 38 مليون ريال، كما يشير الرسم البياني إلى اليمين، وهو اتجاه من المرجح أن يتحسن لأن جارديان استطاعت مؤخراً مضاعفة طاقتها الإنتاجية بإنشاء مصنع جارديان رأس الخيمة.

نتائج النصف الثاني لعام 2008

أعلنت شركة "زجاج" في 14 يوليو بياناتها المالية للنصف الأول من عام 2008 حيث كشفت النتائج عن زيادة في صافي الأرباح بنسبة 12 بالمائة مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي ونمو متواضع في المبيعات بنسبة 2,4 بالمائة مقارنة بالنصف الأول من عام 2007 كما ارتفع هامش الربح الإجمالي من 38 بالمائة إلى 41 بالمائة نتيجة للزيادة في أسعار الزجاج وزاد الدخل الاستثماري من الشركات التابعة بنسبة 11 بالمائة رغماً عن تأثير الإنتاج من مصنع جارديان رأس الخيمة (الذي لم يكن يعمل خلال الربع الثاني من العام الماضي) لأن مصنع جلف-جارد تم إغلاقه للصيانة أثناء الفترة بين 1 مارس و 15 مايو. وعليه نتوقع أن يأتي الدخل الاستثماري أعلى خلال النصف الثاني من عام 2008 حيث سيكون كلا المصنعين عاملاً طيلة تلك الفترة.

الأداء الفصلي
(آلاف الريالات)

الدخل من الشراكة مع جارديان (بالآلاف ريال)



1 يناير إلى 30 يونيو 2008		1 أبريل إلى 30 يونيو 2007		
27,801	27,764	54,454	53,154	المبيعات
10,240	10,115	22,349	20,379	الربح الإجمالي
12,334	11,013	23,472	21,010	الدخل الاستثماري من شركات تابعة
19,769	19,283	45,105	40,325	الربح الصافي
0,79	0,77	1,61	1,8	إيرادات السهم (بالريال السعودي)

تقييم سهم "زجاج"

اعتمدنا في تقديرنا للقيمة العادلة لسهم "زجاج" على دمج أسلوب خصم التدفقات النقدية مع أسلوب التقييم النسبي انطلاقاً من اعتقادنا بأن أسلوب خصم التدفقات النقدية هو أفضل وسيلة لتحديد قيمة السهم كما أن أسلوب التقييم النسبي يتيح لنا تضمين تقييمنا الظروف السائدة في السوق بالنسبة للشركات النظيرة في نفس القطاع. وتم تخصيص وزن نسبي لكل من الأسلوبين بحيث حاز أسلوب خصم التدفقات النقدية على 70 بالمائة وأسلوب التقييم النسبي على 30 بالمائة.

أسلوب خصم التدفقات النقدية

يشتمل أسلوب خصم التدفقات النقدية على جزئين؛ يتم في جزء تقدير صافي التدفقات النقدية المتوقع أن تحققها الشركة خلال فترة زمنية قائمة مع الأخذ في الاعتبار أوضاع السوق ومعطيات الاقتصاد وأحوال القطاع الذي تنشط فيه الشركة موضوع البحث وأوضاعها الداخلية ومركزها المالي. ثم ينتقل الأسلوب في الشق الثاني منه إلى محاولة تحديد المعدل المناسب الذي يستخدم في خصم التدفقات النقدية المستقبلية تلك للتوصل إلى قيمة الشركة الحالية وهو ما يطلق عليه أيضاً معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

بعبارة أخرى يتم تقدير قيمة الشركة الحالية من خلال تقدير التدفقات النقدية التي يتوقع أن تحققها الشركة مستقبلاً ومن ثم خصم تلك التدفقات حتى تاريخ التقييم باستخدام معدل خصم يعكس المخاطر المتوقعة. وتتضمن هذه العملية إجراء تحليل متعمق ودقيق لعائدات الشركة ونفقاتها الثابتة والمتغيرة وهيكل رأسمالها.



كيفية إجراء حسابات التقييم

تحديد معدل الخصم المستخدم في تقدير القيمة الحالية: استخدمنا نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في تقدير تكلفة رأسمال الأسهم لشركة "زجاج" (باستبعاد الديون طويلة الأجل) والذي يشمل استخدام سعر فائدة يخلو من المخاطر وعلاوة على مخاطر الأسهم طويلة الأجل ومعامل البيتا الخاص بالشركة.

- **سعر الفائدة عديم المخاطر:** بما أن تحليل صافي التدفق النقدي بُني على أساس فترة زمنية قادمة فإن سعر الفائدة المناسب الذي يخلو من المخاطر هو سعر الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل. وقد استخدمنا في هذا الصدد الفائدة على سندات التنمية الحكومية بأجل 10 سنوات والتي تصدرها مؤسسة النقد بالريال السعودي والتي بلغ عائدها السنوي 5,43 بالمائة في تاريخ التقييم.
- **علاوة مخاطر الأسهم طويلة الأجل:** أجرينا تعديلاً في أسلوب حساب علاوة مخاطر الأسهم وأصبحنا الآن نستخدم معدل الوسطين الحسابي والهندسي للعائد التاريخي لمؤشر سوق الأسهم السعودي "تاسي" ثم استبعاد معدل العائد على سندات مؤسسة النقد بأجل 10 سنوات (سيتضمن تقريرنا لشهر أغسطس شرحاً مفصلاً للمبررات وراء هذا التعديل). وقد بلغ الوسط الحسابي للعائد على مؤشر سوق الأسهم السعودي منذ إنطلاقه عام 1980 حتى 5 أغسطس 2008 ما يعادل 16.2 بالمائة بينما بلغ الوسط الهندسي لنفس الفترة 11,07 بالمائة، وبالتالي نجد أن علاوة مخاطر الأسهم التي هي معدل الوسطين تبلغ 13,59 بالمائة.
- **معامل بيتا:** معامل بيتا هو معيار لقياس المخاطر المتأصلة في العائدات الاستثمارية للشركة منسوبة إلى مخاطر السوق يتم التوصل إليه من خلال تحليل معامل الانحدار. وتبلغ قيمة معامل بيتا لمؤشر سوق الأسهم السعودي "تاسي" 1,0 في جميع الأحوال بينما يتحرك معامل الشركة حول معامل السوق صعوداً أو نزولاً. ويشير معامل بيتا الخاص بالشركة الذي يزيد عن 1,0، كما في حالة شركة "زجاج" (1,05)، إلى أن اتجاه سعر السهم يميل إلى أن يكون أكثر تذبذباً من معامل بيتا لمؤشر السوق "تاسي" بنسبة 5 بالمائة. ويتطبيق معامل بيتا على علاوة مخاطر السهم نحصل على علاوة مخاطر طويلة الأجل لسهم شركة "زجاج" معدلة حسب معامل بيتا تبلغ 8,56 بالمائة.

بناءً على ما تقدم تكون محصلة نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية هي أن معدل التكلفة الإجمالية لرأسمال سهم شركة "زجاج" تبلغ حوالي 13,99 بالمائة وهي نتيجة تم الحصول عليها بإضافة علاوة مخاطر السهم المعدلة حسب معامل بيتا إلى سعر الفائدة الخالي من المخاطر.

التدفقات النقدية المتوقعة: أخذين في الاعتبار الملامح المستقبلية للاقتصاد السعودي وزيادة عدد المشاريع العملاقة القائمة والمرتبقة والازدهار الذي يشهده قطاعي التشييد والتطوير العقاري ومعدل النمو السكاني السريع وانطلاق المشروع المشترك الثاني لإنتاج الزجاج المسطح وقرب بدء تشغيل مصنع "الشركة السعودية الوطنية للإنارة والكهرباء" نتوقع أن يبلغ معدل نمو صافي الدخل في الشركة لفترة السنوات السبع القادمة حوالي 10 بالمائة. وفي الوقت الذي نتوقع فيه أن تساعد المشاريع المشتركة في زيادة صافي الدخل نجد أن الإنتاج من النشاط الرئيسي للشركة قد بلغ أصلاً طاقته القصوى. وبما أننا نرجح زيادة الأسعار فننتوقع أن يبلغ معدل نمو الإيرادات حوالي 8 بالمائة سنوياً خلال السنوات السبع القادمة، كما نتوقع أن تحافظ تكاليف التشغيل لمصانع زجاج التعبئة على نفس الهوامش. ولذلك فإن توقعاتنا بدخل الشركة للأعوام المالية 2008 إلى 2014 تمثل تقييماً مقبولاً لمقدرة الشركة على تحقيق أرباح مستقبلية.

وقد اخترنا أسلوب خصم التدفقات النقدية المتاحة لحملة الأسهم باعتبارها المقياس الملائم للدخل الذي يمكن استخدامه في هذا التقييم لأنه يعكس قيمة السهم من وجهة نظر المستثمرين. ويمثل صافي التدفقات النقدية الحد الأقصى من النقد الذي يمكن توزيعه



على حملة الأسهم دون التأثير على احتياجات الشركة الطبيعية من النقد التشغيلي. وقد توصلنا إلى صافي التدفقات النقدية المتوفرة لحملة الأسهم بتقدير قيمة الاستهلاكات والنفقات الرأسمالية وأقساط تسديد الدين والفروقات في رأس المال التشغيلي ثم إضافتها إلى أو خصمها من صافي الدخل حسب الحالة. وبما أنه لا توجد مشاريع مرتقبة إضافية لشركة "زجاج" فلذلك نتوقع أن تكون استثماراتها الرأسمالية صغيرة. كذلك أضفنا تقديراتنا بالزيادة المتوقعة في الدين طويل الأجل لتحديد صافي التدفقات النقدية غير أننا لا نتوقع أن تتحمل "زجاج" ديوناً إضافية. ونتوقع أن تكون حاجة شركة "زجاج" لرأس المال التشغيلي عند نفس مستويات عامي 2006 و2007.

وحسب تقديرنا في جدوى فإن القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المتاحة لحملة الأسهم في شركة "زجاج" مستقبلاً بين عامي 2008 و 2014 تبلغ حوالي 613 مليون ريال. ولما كان من البديهي أن تستمر أعمال شركة "زجاج" في تحقيق تدفقات نقدية لما بعد تلك الفترة، لذا تلجأ طريقة صافي التدفقات النقدية أيضاً إلى تقدير قيمة نهائية للشركة. وفي سياق تحديد معدل النمو المناسب للقيمة النهائية للتدفقات النقدية الصافية للشركة أخذنا في اعتبارنا العديد من العوامل أهمها مستوى النمو المتوقع في الاقتصاد ككل ومعدل التضخم المتوقع على المدى الطويل. وقررنا بناء على هذه المعلومات أن معدل النمو المناسب للتدفقات النقدية النهائية لشركة "زجاج" هو 3 بالمائة.

وبإضافة القيمة الحالية للتدفقات النقدية النهائية إلى صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للفترة المشار إليها توصلنا إلى أن القيمة الإجمالية لشركة "زجاج" تبلغ اليوم 1295 مليون ريال. وبناء على ما تقدم نعتقد أن قيمة سهم الشركة "زجاج" في تاريخ إعداد هذا التقييم تبلغ 52 ريال حسب أسلوب خصم التدفقات النقدية (أنظر الصفحة 18 للإطلاع على تفاصيل هذا التقييم).

التقييم حسب أسلوب التقييم النسبي

أسلوب التقييم النسبي أو تقييم الشركات النظرية يقيّم الشركة المعنية من خلال مقارنتها بشركات مساهمة عامة أخرى لها نفس الخصائص التشغيلية والمالية. ومن أهم المعايير المالية شائعة الاستخدام في هذه العملية معدل السعر إلى العائد (مكرر الربحية) ومعدل السعر إلى القيمة الدفترية. فإذا كان معدل الشركة أدنى من المعدل لدى الشركات النظرية وكذلك أدنى من متوسط المعدل في القطاع ككل يشير ذلك إلى أن السعر مقيم بأقل من قيمته العادلة والعكس بالعكس. إن الأساس المنطقي لاستخدام مكرر الربحية هو أن قوة العائدات هي المحرك الرئيسي لقيمة الاستثمار أما معدل السعر إلى القيمة الدفترية فيقيس مدى استعداد المستثمرين لأن يدفعوا مقابل الوحدة من صافي أصول الشركة.

لقد استخدمنا تقديراتنا بإيرادات السهم والقيمة الدفترية للسهم لمدة سنة قادمة لمعرفة القيمة النسبية لشركة "زجاج". وبناءً على مكرر الربحية للشركات النظرية لسنة سابقة ومعدل السعر إلى القيمة الدفترية لسنة سابقة توصلنا إلى أن السعر العادل هو 103 ريال. وقد اعتمد هذا التقييم على توقعاتنا بشأن أداء الشركة خلال عامي 2008 و2009 والتي تعكس الظروف السائدة في السوق بالنسبة لمجموعة الشركات النظرية المشابهة لشركة "زجاج". ولتنفيذ عملية المقارنة اخترنا 5 شركات مساهمة عامة مدرجة في سوق الأسهم السعودي تحت قطاع الاستثمار الصناعي الذي تدرج تحته كذلك شركة "زجاج" هي كما يلي:



الشركة	سعر الإقبال	عدد الأسهم المصدرة (بالمليون)	القيمة السوقية (بالمليون ريال)	العائد على السهم (ريال)	السعر للعائد (مكرر الربحية)	القيمة الدفترية	السعر/ القيمة الدفترية
شركة الصناعات	66	22	1,452	2.20	33,0	12.95	5,10
شركة "زجاج"	60	25	1,500	3.39	17,7	17.62	3,41
شركة تصنيع مواد	59	7	406	2.30	25,6	13.75	4,29
شركة "معدنية"	76,5	20	1,564	1.57	48,7	16.33	4,68
الشركة السعودية لصناعة	85,75	30	1,762	2.91	20,2	13.45	4,37
المتوسط		21	1,337	2.47	28,4	14.82	4,37
متوسط سوق الأسهم		38,831	169,4006	2,34	18,2	13,76	3,08

يتم تداول سهم شركة "زجاج" حالياً عند مكرر ربحية يبلغ 17.7 وهو يعتبر الأقل بين تكررات الربحية للشركات النظيرة في المجموعة مما يدل على أن سهمها مقيم بسعر أقل نسبياً من السعر العادل وكذلك الحال إذا نظرنا إلى سهم الشركة من زاوية معدل السعر إلى القيمة الدفترية حيث نجده أيضاً هو الأقل بين الشركات النظيرة. وبناءً على تحليلنا لأداء الشركة في المستقبل فقد قدرنا إيرادات السهم لسنة قادمة عند 4.15 ريال كما قدرنا القيمة الدفترية للسهم لسنة قادمة عند 20 ريال. وتطبيق تلك المعدلات على مكرر الربحية ومعدل السعر إلى القيمة الدفترية لسنة سابقة بالنسبة لقطاع الاستثمار الصناعي وتخصيص وزن نسبي يبلغ 50 بالمائة لكل من المعدلين توصلنا إلى أن السعر المستهدف لسهم شركة "زجاج" خلال سنة من الآن يبلغ 103 ريال.

التوصية

بناءً على أسلوب التقييم المستخدم في التوصل إلى القيمة العادلة لسهم شركة "زجاج" والذي خصص وزن نسبي لأسلوب خصم التدفقات النقدية يبلغ 70 بالمائة ووزن نسبي لأسلوب التقييم النسبي يبلغ 30 بالمائة توصلنا إلى أن السعر المستهدف لسهم الشركة خلال سنة من الآن يبلغ 67 ريال. وفي اعتقادنا أن سهم "زجاج" مقيم بأقل من قيمته العادلة بدرجة طفيفة عند سعره الحالي البالغ 60 ريال، ولذلك فإن توصيتنا بالنسبة لذلك السهم هي "الانتظار".

أسلوب التقييم	سعر السهم (ريال)	الوزن الترجيحي	السعر المستهدف (ريال)
طريقة خصم التدفقات النقدية	52	70%	36
طريقة التحليل النسبي	103	30%	31
	السعر المستهدف خلال سنة		67



شريط جدوى للتوصية بالأسهم

		سعر السهم العادل 67 ريال	سعر السهم الحالي 60 ريال		
		↓	↓		
أعلى من 79 ريال	بين 79-73 ريال	بين 61-73 ريال	بين 55-61 ريال	أقل من 55 ريال	
بيع	فكر في البيع	انتظار	فكر في الشراء	شراء	

شريط التقييم الظاهر على الصفحة الأولى من هذا التقرير هو أسلوب طورته جدوى لعرض توصياتها الاستثمارية بوضوح ودقة قدر المستطاع. ويعتمد الشريط على فكرة الإشارات المرورية حيث يشير اللون الأخضر إلى السماح بالسير (شراء السهم) ويشير الأصفر إلى إبطاء السرعة (الانتظار: لا شراء ولا بيع) بينما يشير الأحمر إلى التوقف كلية (بيع). ويقع السعر العادل للسهم في وسط المنطقة الصفراء. وكلما ابتعد السعر الحالي عن السعر العادل كلما ارتفعت درجة المغالاة في سعر السهم أو درجة جاذبيته (يعتمد ذلك على ما إذا كان السعر الحالي إلى يمين السعر العادل أو إلى يساره). وقد استخدمنا 5 ألوان في شريط التوصية حيث تشير الألوان على جانبي اللون الأصفر إلى متى ينبغي على المستثمر أن يفكر في شراء السهم أو متى يفكر في بيعه. ويقع النطاق السعري لكل خيار من تلك الخيارات داخل القطاع الملون. وقد تم ضبط النطاقات السعرية تلك آخذين في الحسبان درجة تذبذب سعر السهم حسب الانحراف المعياري (باستخدام معدل التباين إلى الوسط الحسابي للسهم)، أي كلما ارتفعت درجة تذبذب سعر السهم كلما اتسعت النطاقات السعرية.



مصفوفة تقييم أداء الشركة

يصنف الجدول أدناه مستوى الأداء في شركة "زجاج" مستخدمين ما نعتقد أنها العوامل الرئيسية للنجاح في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة (قطاع الاستثمار الصناعي). ويشير اللون الأخضر إلى أداء إيجابي والأصفر إلى أداء متعادل والأحمر إلى أداء سلبي

معايير التقييم	ماذا يقيس	وضعية شركة زجاج	التقييم
قيمة السهم	القيمة العادلة للسهم في السوق	السعر الحالي لسهم "زجاج" يقل عن قيمته العادلة بدرجة طفيفة.	
الإدارة	مدى الكفاءة والفعالية التي تدار بها الشركة.	هيكل إداري بسيط يشرف على العمليات الرئيسية الأساسية. وليس للشركة نفوذ كبير فيما يتعلق بالعمليات التي تتم في مشاريعها المشتركة مع شركاء آخرين.	
المحفظة الاستثمارية	جودة المحفظة الاستثمارية التي تمتلكها الشركة	لدى الشركة مشاريع استثمارية مشتركة مع شركة عالمية متخصصة في إنتاج الزجاج.	
تشكيلة الاستثمارات الصناعية	تنوع المحفظة الاستثمارية للشركة.	بالرغم من أن محفظة الشركة تنحصر في قطاع صناعة الزجاج إلا أنها تنوعها يعتبر جيداً من منطلق أن العوامل التي تتحكم في الطلب على صناعة زجاج التعبئة تختلف عن تلك التي تتحكم في الطلب على الزجاج المسطح.	
الأداء المالي للاستثمارات	معدلات الأرباح التي تحققها المحفظة الاستثمارية	تحقق المشاريع المشتركة لشركة "زجاج" أرباحاً عالية تشكل أكثر من نصف الإيرادات الإجمالية للشركة.	
الإفصاح والشفافية	سياسة الشركة فيما يتعلق بتقديم المعلومات التي يطلبها المستثمرون.	تلتزم القوائم المالية التي تنشرها الشركة بتوفير الحد المطلوب من المعلومات إلا أن موقعها على شبكة الانترنت يحتوي على قدر بسيط من المعلومات.	
شبكة التوزيع- النشاط الرئيسي	الاتفاقيات مع العملاء وشبكة التوزيع.	ينضوي عدم إبرام الشركة عقود طويلة الأجل مع العملاء على قدر من المخاطرة وإن كان ينتج لها كثير من المرونة في تحديد الأسعار.	
التقنية - النشاط الرئيسي	مدى استخدام الشركة للتقنيات الصناعية الحديثة تم مؤخراً تحديث وتطوير الفرن الرئيسي كما أن نظام إدارة المعلومات الخاص بتخطيط الموارد الذي بدأ تطبيقه حديثاً سيعزز كفاءة العمليات التشغيلية.		
الوضع التنافسي- النشاط الرئيسي	مكانة الشركة بالنسبة للشركات الأخرى في القطاع.	تعتبر الشركة ثاني أكبر منتج لزجاج التعبئة في المملكة، كما أن مشاريعها المشتركة مع شركة جارديان تعد رائدة في سوق الزجاج المسطح.	
الربحية	المحصلة النهائية للعمليات التجارية للشركة مستخدمة جميع الموارد المتاحة لها.	ارتفعت أرباح الشركة من الأنشطة الرئيسية والدخل الاستثماري كليهما العام الماضي وذلك نتيجة لخفض التكاليف وزيادة حجم المبيعات.	
النشاط	مدى فعالية الإدارة في استغلال أصول الشركة.	هناك تحسن كبير في الكفاءة التي تستغل بها الشركة أصولها نتيجة لنمو حجم المبيعات والذي انعكس بدوره إيجاباً على معايير النشاط.	
الأداء	الكفاءة في زيادة حجم المبيعات.	تحسنت معايير المبيعات بعد الانخفاض الذي كانت قد شهدته بسبب توقف الإنتاج أثناء عملية تحديث وتطوير الفرن عام 2006.	
السيولة	قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات الجارية وقصيرة الأجل عند الضرورة.	لجأت الشركة إلى استخدام قروض المرابحة لتمويل احتياجاتها من رأس المال العامل مما أثر سلباً على معايير السيولة لديها.	
التغطية	القدرة على التعامل مع الالتزامات المالية على المدى الطويل والوفاء بها.	الدين الوحيد طويل الأجل الذي تتحمله "زجاج" هو قرض ميسر من صندوق التنمية الصناعية السعودي.	
المديونية	كفاية رأس المال ومقدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات على المدى الطويل واستغلال الفرص المتاحة.	سياسة الشركة هي الحفاظ على معدلات مديونية منخفضة كما تشير معايير مديونيتها. وفي مقدرة الشركة الإقراض لتمويل مشاريعها المستقبلية مع بقاء هيكل رأسمالها قوياً.	



ملخص التقييم باستخدام أسلوب خصم التدفقات النقدية

زجاج							حساب خصم التدفقات النقدية المتوفرة لحملة الأسهم	
2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	(بالآلاف ريال)	
174,084	158,418	144,080	130,957	118,947	107,956	99,534	صافي الربح	
15,285	15,285	15,285	15,285	15,285	15,285	15,285	+الاستهلاك	
(2,799)	(2,545)	(2,313)	(2,103)	(1,912)	(1,738)	(1,580)	-الانفاق الرأسمالي	
(4,735)	(4,344)	(3,986)	(3,657)	(3,355)	(3,078)	(3,384)	الزيادة/النقصان في رأس المال التشغيلي	
-	-	-	-	-	-	-	+الزيادة في الدين طويل الأجل	
-	(6,760)	(6,000)	(5,600)	(5,000)	(4,000)	(3,000)	-مستحقات الدين	
181,835	160,054	147,066	134,883	123,966	114,425	106,855	=صافي التدفقات النقدية إلى حملة الأسهم	
							تقدير معدل خصم التدفقات النقدية	
							5.43%	سعر الفائدة عديم المخاطر
							13.59%	عائد سوق الأسهم
							1.05	معامل بيتا
							13.99%	معدل خصم التدفقات النقدية
2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008		
78,633	78,898	82,638	86,397	90,513	95,236	101,379	القيمة المخصصة للتدفقات النقدية	
							613,695	إجمالي القيمة المخصصة
								قيمة التدفقات النقدية النهائية
							181,835	القيمة في السنة السابقة
							3.00%	النمو إلى ما لانهاية
							681,352	القيمة الحالية للتدفقات النقدية النهائية
							1,295,047	القيمة الإجمالية للنشاط (بالآلاف ريال)
							25,000,000	عدد الأسهم المتداولة
							51.80	قيمة السهم (بالريال السعودي) في 5 أغسطس 2008
							60.00	سعر الإقفال في 5 أغسطس 2008



القوائم المالية

قائمة المركز المالي

للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر					
2007	2006	2005	2004	2003	الموجودات
الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال	
					موجودات متداولة:
2,652	15,883	6,564	14,709	9,105	نقد وما يعادله
-	-	168,793	-	16,007	استثمارات قصيرة الأجل
15,218	10,270	12,412	23,998	19,343	مدينون، صافي
11,899	14,453	13,876	15,211	19,343	مخزون، صافي
696	851	613	677	653	مصاريف مدفوعة مقدماً وأخرى
30,465	41,457	202,258	54,595	45,108	مجموع الموجودات المتداولة
240,479	196,270	158,003	127,326	141,398	استثمارات طويلة الأجل
139,915	117,808	-	56,478	-	صافي الموجودات الثابتة
86,464	98,795	56,438	69,073	80,722	مشاريع تحت الدراسة والتنفيذ
880	-	-	-	-	مصرفات مؤجلة
2,787	3,882	758	595	449	مجموع الموجودات الثابتة
470,525	416,755	215,199	253,472	222,569	مجموع الموجودات الكلية
500,990	458,212	417,457	308,067	267,677	
					المطلوبات وحقوق المساهمين
					مطلوبات متداولة:
3,850	1,500	1,300	6,915	12,700	الجزء المتداول من القروض
8,233	7,221	5,436	7,104	5,954	دائنون
5,754	11,140	9,030	4,363	3,857	مصرفات مستحقة ومطلوبات أخرى
12,975	46,025	6,368	2,827	-	أرباح الأسهم المستحقة
30,812	65,886	22,134	21,209	22,511	مجموع المطلوبات المتداولة
20,640	19,436	2,350	2,921	6,435	ديون حكومية طويلة الأجل
6,833	6,075	5,936	5,126	4,715	مخصص مكافأة نهاية الخدمة للموظفين
-	-	-	-	482	حقوق الأقلية في شركات شقيقة
58,285	91,397	30,420	29,256	34,143	إجمالي المطلوبات
					حقوق المساهمين
250,000	200,000	200,000	200,000	200,000	راس المال
41,907	33,868	29,037	16,055	10,462	احتياطي نظامي
(24,824)	(46,931)	-	-	23,072	إحتياطي إنتقالي
175,622	179,878	158,000	62,756	-	أرباح مستتقة
442,705	366,815	387,037	278,811	233,534	مجموع حقوق المساهمين
500,990	458,212	417,457	308,067	267,677	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين



قائمة الدخل

للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر					
2007	2006	2005	2004	2003	
الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال	
106,277	76,862	87,740	84,136	65,754	إيرادات النشاط
(49,478)	(36,122)	(42,442)	(42,812)	(31,025)	مصاريف النشاط
56,799	40,740	45,298	41,324	34,729	مجمّل ربح النشاط
(10,442)	(9,379)	(9,582)	(9,213)	(9,958)	مصاريف إدارية وعمومية
(15,285)	(13,206)	(14,190)	(18,134)	(20,349)	الاستهلاك
31,072	18,155	21,526	13,977	4,422	الربح قبل الزكاة
44,209	33,267	112,087	41,485	28,573	عائد الاستثمارات
(1,931)	(1,887)	(216)	(357)	(319)	حقوق الأقلية ومصروفات أخرى
7,962	327	1,036	1,660	1,658	مصروفات أخرى
81,312	49,862	134,433	56,765	34,334	الربح قبل الزكاة
(928)	(1,553)	(4,609)	(831)	(654)	مخصص الزكاة
80,384	48,309	129,824	55,934	33,680	الربح الصافي
25,000,000	25,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	عدد الأسهم القائمة
3.22	1.93	32.46	13.98	8.42	ربح السهم بالريال السعودي

قائمة التدفقات النقدية

للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر					
2007	2006	2005	2004	2003	
الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال	الف ريال	
45,605	37,662	(52,384)	30,281	22,294	الأنشطة التشغيلية
(2,740)	(63,686)	68,484	(7,551)	(16,170)	الأنشطة الاستثمارية
(56,095)	35,342	(24,244)	(17,127)	(15,380)	الأنشطة التمويلية
(13,230)	9,318	(8,144)	5,603	(9,256)	النقد وما يعادله في نهاية السنة



معايير التحليل المالي

السنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر					
2007	2006	2005	2004	2003	
معايير السيولة					
0.99	0.63	9.14	2.57	2.00	معدل السيولة
0.58	0.48	8.48	1.83	1.97	معدل السيولة الفورية
(0.35)	(24.43)	180.12	33.39	22.60	صافي رأس المال التشغيلي (بملايين الريالات السعودية)
معايير النشاط					
معدلات الدوران:					
(306.27)	(3.15)	0.49	2.52	2.91	معدل دوران المبيعات إلى رأس المال التشغيلي
3.76	2.55	2.92	2.48	1.60	معدل دوران المخزون
6.83	5.43	4.82	3.88	2.64	معدل دوران الحسابات الدائنة
43.77	53.86	75.73	94.01	138.45	متوسط فترة التحصيل
97.20	143.13	125.07	147.30	227.56	الفترة اللازمة لبيع المخزون
معايير الأداء (معدلات استخدام الأصول)					
1.23	0.78	1.55	1.22	0.81	معدل المبيعات إلى الأصول الثابتة
0.21	0.17	0.21	0.27	0.25	معدل المبيعات إلى إجمالي الأصول
معايير الربحية (للسهم الواحد)					
53.4%	53.0%	51.6%	49.1%	52.8%	الربح الإجمالي
43.6%	40.8%	40.7%	38.2%	37.7%	الأرباح التشغيلية قبل الاستهلاك
29.2%	23.6%	24.5%	16.6%	6.7%	الأرباح التشغيلية بعد الاستهلاك
76.5%	64.9%	153.2%	67.5%	52.2%	الأرباح قبل خصم الضريبة
75.6%	62.9%	148.0%	66.5%	51.2%	صافي الأرباح
العائد على:					
16.8%	11.0%	35.8%	19.4%	12.6%	إجمالي الأصول
18.2%	13.2%	33.5%	20.1%	14.4%	رأس مال الأسهم
18.9%	12.5%	38.7%	21.4%	14.0%	إجمالي رأس المال
16.8%	11.0%	35.8%	19.4%	12.6%	متوسط الأصول
19.9%	12.8%	39.0%	21.8%	14.4%	متوسط رأس مال الأسهم
18.9%	12.5%	38.7%	21.4%	14.0%	متوسط إجمالي رأس المال
المديونية (قائمة المركز المالي)					
4.4%	5.0%	0.6%	1.0%	2.6%	نسبة الدين طويل الأجل إلى إجمالي رأس المال
13.2%	24.9%	7.9%	10.5%	14.6%	نسبة الدين إلى إجمالي رأس المال
88.4%	80.1%	92.7%	90.5%	87.2%	نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي الأصول
95.5%	95.0%	99.4%	99.0%	97.3%	نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي رأس المال



ملخص نتائج أعمال الشركة عن النصف الأول 2008

مقارنة الربع الأخير بالربع السابق	الربع الثاني 2008	الربع الأول 2008	الربع الرابع 2007	الربع الثالث 2007	قائمة المركز المالي كما وردت في:
-39.7%	21,422	35,555	18,565	26,034	موجودات متداولة
-2.5%	12,339	12,655	11,900	11,955	مخزون
0.8%	366,955	364,210	380,394	343,888	استثمارات
-0.6%	86,269	86,759	87,345	89,737	موجودات ثابتة
-9.2%	2,331	2,566	2,787	3,175	موجودات أخرى
-2.5%	489,316	501,745	500,991	474,789	إجمالي الموجودات
5.9%	34,997	33,054	30,812	49,615	مطلوبات متداولة
9.0%	22,795	20,904	20,640	20,640	مطلوبات غير متداولة
2.2%	7,225	7,069	6,833	6,369	مطلوبات أخرى
-3.7%	424,299	440,718	442,706	398,165	حقوق المساهمين
-2.5%	489,316	501,745	500,991	474,789	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين

مقارنة الربع الحالي بالربع السابق	الربع الثاني 2008	الربع الأول 2008	الربع الرابع 2007	الربع الثالث 2007	قائمة الدخل كما وردت في:
4.3%	27,801	26,654	25,385	27,737	المبيعات
20.7%	17,561	14,545	14,885	17,101	تكلفة المبيعات
-15.4%	10,240	12,109	10,500	10,636	إجمالي الربح
-19.1%	13,382	16,539	11,583	13,648	إيرادات أخرى
-17.5%	23,622	28,648	22,083	24,284	إجمالي الإيرادات
16.1%	3,267	2,813	2,988	2,888	مصروفات الإدارة والتسويق
%16.1	3,267	2,813	2,988	2,888	إجمالي المصاريف
-21.2%	20,355	25,835	19,095	21,396	إجمالي الربح قبل الزكاة
17.0%	585	500	206	226	مستحقات الزكاة
-22.0%	19,770	25,335	18,889	21,170	صافي الربح



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:
براد بورلاند
رئيس الدائرة الاقتصادية
jadwaresearch@jadwa.com

قاسم عبدالكريم
مدير بحوث ودراسات الأسهم
gabdulkarim@jadwa.com

أو معد التقرير

هيثم الفايز
محلل أول بحوث ودراسات الأسهم
halfayez@jadwa.com

الإدارة العامة:
الهاتف +966 1 279-1111
الفاكس +966 1 279-1571
صندوق البريد 60677، الرياض 11555
المملكة العربية السعودية
www.jadwa.com

إخلاء المسؤولية

المعلومات الواردة في هذا البحث (ويشار إليه فيما بعد بـ "البحث") تم الحصول عليها من مصادر متعددة ويعتقد بأنها معلومات موثوق بها ودقيقة، وليس من شأن جدوى للاستثمار تأكيد أن هذه المعلومات دقيقة أو خالية من الأخطاء. ولا يجوز إعادة نسخ أو إعادة توزيع أو إرسال هذا البحث بطريقة مباشرة أو غير مباشرة لأي شخص آخر أو نشره كلياً أو جزئياً لأي غرض من الأغراض دون الموافقة الخطية المسبقة من جدوى للاستثمار.

المعلومات والآراء والترتيبات أو التوصيات الواردة في هذا البحث تم تقديمها فقط بغرض الإطلاع. ولا يعتبر هذا البحث مشورة لبيع أو دعوة لشراء أي أوراق مالية، ولا يستهدف استيفاء أي أغراض استثمارية أو مالية أو يهدف إلى تأمين احتياجات خاصة لأي مستثمر يمكن أن يطلع على هذا البحث. الشركة التي يتناولها هذا البحث ليست بالضرورة متوافقة مع الضوابط الشرعية التي تضعها شركة جدوى للاستثمار.

لا تضمن جدوى للاستثمار أو مديريها أو موظفيها أو الشركات التابعة لها أو تتعهد صراحة أو ضمناً بدقة أو صحة أو منفعة أي معلومات وردت في هذا البحث أو تتحمل بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أي مسؤولية قانونية ناتجة عن ذلك. ليس الهدف من هذا البحث أن يستخدم أو يعتبر مشورة أو خيار أو أي إجراء آخر يمكن أن يتحقق مستقبلاً. يجب على المستثمر البحث عن رأي مستقل قبل اتخاذ أي إجراء استثماري. كما يجب أن يعي المستثمر أن دخل الاستثمارات يخضع للتقلبات السوقية حيث يمكن أن يتغير السعر في أي وقت.

يعتبر أي إجراء استثماري يتخذه المستثمر بناءً على هذا البحث سواءً أن كان كلياً أو جزئياً هو مسؤوليته الكاملة وحده. من الوارد أن يكون لجدوى للاستثمار أو مديريها أو موظفيها أو الشركات التابعة لها مصلحة مادية مرتبطة بالأوراق المالية المشار إليها.

تحتفظ جدوى للاستثمار بجميع الحقوق المرتبطة بهذا البحث. يمكن تحديث أو تغيير هذا البحث في أي وقت ودون إشعار خطي مسبق.