



المحفظة الوطنية للأوراق المالية

إعداد: قسم الدراسات والأبحاث

هاتف: +962 6 5673 101

فاكس: +962 6 5688 793

البريد الإلكتروني: info@mahfaza.com.jo

2008	2007	2006	2005	نسب السوق
0.23	0.17	0.27	0.22	أرباح السهم الواحد (دينار) EPS
13.17	24.73	10.71	20.92	القيمة السوقية إلى الأرباح (مرة) P/E
1.43	1.45	1.52	1.65	القيمة الدفترية للسهم (دينار) BV
2.13	2.97	1.88	2.77	القيمة السوقية إلى الدفترية (مرة) P/B
0.10	0.12	0.12	0.12	الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار) DPS
3.28	2.78	4.21	2.63	الأرباح الموزعة إلى سعر السهم Div. Yield (%)
2008	2007	2006	2005	معلومات عن السهم :
				أدنى وأعلى سعر إغلاق خلال عام (دينار)
3.05	4.32	2.85	4.57	سعر الإغلاق
JOEP				رمز الشركة في بورصة عمان
17.42%				نسبة ملكية كبار المساهمين من رأس المال (5%) فأكثر
السيد عصام "محمد علي" عثمان بدير				رئيس مجلس الإدارة
مروان عبدالله محمد بشناق				المدير العام
1938				تاريخ التأسيس
2008	2007	2006	2005	النسب المالية :
0.62	0.63	0.68	0.74	نسبة التداول (مرة)
76.7-	56.9-	39.2-	30.5-	رأس المال العامل (مليون دينار)
3.3	3.17	3.26	2.62	معدل دوران الموجودات المتداولة (مرة)
3.74	3.18	5.06	3.68	العائد إلى الموجودات %
16.14	12.02	17.53	13.25	العائد إلى حقوق المساهمين %
331.8	277.7	246.8	260.2	المطلوبات إلى حقوق المساهمين %
76.84	73.52	71.17	72.24	المطلوبات إلى إجمالي الموجودات %
2008	2007	2006	2005	البنود الرئيسية للميزانية وبيان الدخل (مليون دينار):
186.2	153.2	132	116.8	الموجودات الثابتة - بالصافي
124	96	82.5	88.7	الموجودات المتداولة
433.7	362.3	315.9	296.9	مجموع الموجودات
200.7	152.9	121.8	119.2	مجموع المطلوبات المتداولة
333.3	266.4	224.8	214.5	مجموع المطلوبات
70	66	60	50	رأس المال المكتتب والمدفوع
100.4	95.9	91	82.4	مجموع حقوق المساهمين
16.2	11.5	15.97	10.9	صافي ربح الشركة

لمحة عن الشركة:

تأسست شركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وسجلت في سجل الشركات المساهمة العامة تحت رقم (2) بهدف توليد الطاقة الكهربائية ونقلها وتوزيعها وشرائها وبيعها بحيث تؤمن احتياجات جميع المستهلكين في منطقة الامتياز وأيئة منطقة أخرى يشملها توزيع الكهرباء ضمن منطقة الامتياز بمقتضى قانون امتيازها الذي يبلغ مدته 50 سنة قابلة للتجديد. وتعمل الشركة بموجب هذا القانون والمنشور في الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ 22 تشرين الثاني 1962 والساري المفعول لغاية 22 تشرين الثاني 2012 حيث يمنح الشركة الحماية والعديد من الامتيازات والإعفاءات الجمركية وغيرها وضمان تحقيق الحد الأدنى من الأرباح السنوية لمساهميها والتي تراوحت ما بين 7.5%-16%.

وتمتد منطقة الامتياز المحددة بالقانون بالإضافة إلى مناطق التزويد، من مشارف محافظة جرش شمالاً إلى ذيبان جنوباً ومن مشارف الأغوار غرباً إلى قرى منطقة الموقر شرقاً، وقد توقفت الشركة عن توليد الكهرباء منذ النصف الأول من عام 1978 وانحصرت مهامها في توزيع الطاقة الكهربائية.

يقع المركز الرئيسي للشركة في عمان - شارع مكة وتمارس نشاطاتها من خلال 24 فرعاً و 35 مكتب تحصيل موزعين ضمن المناطق المذكورة حيث بلغ عدد العاملين في الشركة حتى نهاية عام 2008 ما مقداره 2744 موظفاً من مختلف الفئات الفنية والإدارية والهندسية.

كبار المساهمين:

جدول يبين نسبة كبار المساهمين الذين يملكون 1% فأكثر من رأسمال الشركة والمُسجلين في مركز الإيداع بتاريخ 4 أيار 2009

التسلسل	اسم المساهم	تصنيف الجنسية	النسبة (%)
1	المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي	الأردنية	10.095
2	عثمان محمد علي عثمان بدير	الأردنية	7.323
3	أمانة عمان الكبرى	الأردنية	2.557
4	نبيه حسن إسماعيل النابلسي	الأردنية	2.509
5	شركة مصانع الاجواخ الأردنية	الأردنية	1.929
6	عمر محمد علي عثمان بدير	الأردنية	1.749
7	فارس الياس عيسى المعشر	الأردنية	1.456
8	عصام محمد علي عثمان بدير	الأردنية	1.451
9	شركة التامين الأردنية	الأردنية	1.153
10	عيسى الياس عيسى المعشر	الأردنية	1.152
11	صندوق الدخار موظفي شركة الكهرباء الأردنية	الأردنية	1.026
12	البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار	الأردنية	1.005
المجموع			33.405

70,000,000	رأس المال
46,135,116	عدد الأسهم الحرة
65.90%	نسبة الأسهم الحرة

الشركة الزميلة:

تمتلك الشركة 27.5% من رأسمال شركة صناعة المعدات الكهربائية ذ.م.م البالغ 2.5 مليون دينار وتقوم هذه الشركة بتصنيع المحولات الكهربائية والتي تشتري شركة الكهرباء الأردنية جزءا من إنتاجها، وقد بلغت حصة الشركة من أرباح الشركة الزميلة 170.8 ألف دينار في نهاية عام 2008.

التحليل الأساسي

من خلال الإطلاع على البيانات المالية لشركة الكهرباء الأردنية المساهمة العامة المحدودة - عمان للأعوام ما بين 2005 ولغاية العام 2008 يلاحظ ما يلي:

أولاً: قائمة الدخل:

■ إيرادات الطاقة المباعة:

شهدت إيرادات الطاقة خلال أعوام الدراسة ارتفاعات متتالية نتيجة عدة أسباب وعوامل مختلفة وخصوصا في العامين السابقين اللذين شهدا تغيرات متسارعة أخذت طابع التقلبات في النواحي الاقتصادية في المملكة، فقد بلغت إيرادات الطاقة المباعة في كل من عامي 2005 و 2006 بمعدل 250.4 مليون دينار كما بلغت الطاقة المباعة في تلك الفترة 5 مليار كيلو واط/ ساعة وذلك نتيجة ارتفاع أعداد المشتركين في عام 2006 إلى 780.7 ألف مشترك بارتفاع نسبته 5.7% عن الأعوام السابقة، ويعزى ذلك إلى ارتفاع الطلب المتزايد في تلك الفترة على الطاقة الكهربائية مما اضطر الشركة إلى استيعاب الزيادة الملموسة في الأحمال الكهربائية في سائر منطقة الامتياز التي نجمت عن توسع الاستثمارات العقارية من الأبنية والشقق السكنية والتجارية بالإضافة إلى توجه العديد من المشتركين إلى استبدال وسائل التدفئة التقليدية بالتدفئة الكهربائية نتيجة ارتفاع أسعار المحروقات.

أما عام 2007 فقد واصلت إيرادات الطاقة المباعة ارتفاعها لتبلغ 303.7 مليون دينار بنسبة 13.2% حيث لعبت التعرفة الكهربائية دورا هاما في ارتفاع هذه النسبة حيث بلغت الطاقة المباعة 6 مليار كيلو واط/ساعة بارتفاع نسبته 11.8% عن عام 2006 وذلك لارتفاع أعداد المشتركين بالتيار الكهربائي إلى 824.4 ألف مشترك بنسبة ازدياد 5.6%، ففي ذلك العام شهدت منطقة امتياز الشركة تحولا ونموا عمرانيا وتجاريا و أنشطة توسعية أفقية

وعاموديه في مجالات البناء والاعمار، ولا سيما منطقة العاصمة عمان التي استقطبت استثمارات عقارية كبيرة وإقامة أبراج سكنية وتجارية تحتاج إلى أحمال كهربائية كبيرة.

وفي عام 2008 وبالرغم من التحديات التي يواجهها العالم في ظل الأزمة المالية العالمية فقد ارتفعت إيرادات الطاقة المباعة إلى أعلى مستوياتها على الإطلاق لتبلغ 407.9 مليون دينار بارتفاع حاد بلغ 34% وتزامن ذلك مع ارتفاع كميات الطاقة المباعة التي وصلت إلى 6.7 مليار كيلو واط/ساعة بزيادة مقدارها 11% بسبب ارتفاع أعداد المشتركين بشكل ملحوظ إلى 881 ألف مشترك بنسبة 6.9% بالإضافة إلى رفع التعرفة الكهربائية كما هو مبين في الجدولين (1 و 2) التاليين:

فئات المستهلكين	2007	2008
مباني سكنية وعامة	41.70%	42.50%
مشاريع صناعية	23.10%	23.30%
مشاريع تجارية، فنادق، مطاعم، إذاعة وتلفزيون	22.30%	21.90%
مضخات مياه وزراعي	7.20%	6.80%
مؤسسات خيرية وأماكن عبادة ومستشفيات	3.50%	3.30%
إنارة شوارع	2.20%	2.20%
مجموع نسب الاستهلاك	100.00%	100.00%

التعرفة الكهربائية*	المعمول بها في 2007/7/1	المعمول بها في 2008/3/14
(أ) تعرفة المشتركين الاعتياديين:		
(1) الفئة الأولى 1-160 ك.و.س/ شهريا (فلس/ك.و.س)	31	32
(2) الفئة الثانية 161-300 ك.و.س/ شهريا (فلس/ك.و.س)	59	71
(3) الفئة الثالثة 301-500 ك.و.س/ شهريا (فلس/ك.و.س)	67	85
(4) الفئة الرابعة أكثر من 500 ك.و.س/ شهريا (فلس/ك.و.س)	82	113
(ب) الإذاعة والتلفزيون - تعرفه مستوية (فلس/ك.و.س)	61	86
(ج) المشتركين التجاريين (فلس/ك.و.س)	63	86
(د) المشتركين الصناعيين الصغار (فلس/ك.و.س)	41	49
(هـ) تعرفه المشتركين الصناعيين المتوسطين:		
(1) الحمل الأقصى (دينار/كيلوواط/شهر)	1050	3790
(2) التزويد النهاري (فلس/كيلوواط ساعة)	38	46
(3) التزويد الليلي (فلس/كيلوواط ساعة)	28	36
(و) الزراعة (فلس/ك.و.س) - التعرفة المستوية	31	47
(ز) مضخات المياه (فلس/ك.و.س)	40	41
(ح) الفنادق (فلس/ك.و.س) - التعرفة المستوية	60	86
(ط) إنارة الشوارع (فلس/ك.و.س)	30	51
(ي) القوات المسلحة والأمن العام والدفاع المدني والمخابرات	67	81
* المصدر: هيئة تنظيم قطاع الكهرباء		

■ تكلفة الإيرادات (الطاقة المشتراه ومصاريف التشغيل):

تتألف تكلفة الإيرادات من الطاقة المشتراه ومصاريف التشغيل، ويلاحظ أن هذه المصاريف أخذت بالارتفاع منذ عام 2005 والتي بلغت 196 مليون دينار علماً أن كمية الطاقة المشتراه وصلت في ذلك العام إلى 5.4 مليار كيلو واط حيث من الجدير ذكره أن مصاريف التشغيل تشكل ما معدله 3.4% من تكلفة الإيرادات خلال جميع سنوات الدراسة وهي تحتوي على مصاريف النقل والتوزيع ومركز المراقبة والصيانة، واستمرت تكلفة الإيرادات ككل بالارتفاع حتى وصلت نهاية عام 2008 إلى 367.8 مليون دينار مرتفعة بمعدل تراكمي بلغ 17.3% ورافق ذلك ارتفاع في كمية الطاقة المشتراه والتي بلغت 7.7 مليار كيلو واط بمعدل تراكمي بلغ 9.21%، وبالتالي فإن الارتفاع في معدل تكلفة الإيرادات أعلى من معدل شراء كميات الطاقة مما يدل على ارتفاع أسعار كميات الطاقة التي تشتريها الشركة، ويعزى ذلك إلى ارتفاع معدل سعر برميل النفط عالمياً حيث ارتفع معدل السعر في أعوام الدراسة لتبلغ 53 دولار، 64 دولار، 71 دولار، 97 دولار على التوالي، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع تكلفة أجور النقل والعمل ومتعهدي الحفريات للكوابل والأعمدة.

وننتهز الفرصة لتوضيح الطاقة الكهربائية وعلاقتها بالتوقيت الشتوي والصيفي، حيث تختلف الطاقة المشتراه في النهار عما هي في الليل ويعتبر سعر الطاقة النهارية أعلى بكثير من سعر الطاقة الليلية وتشكل 78.4% من مجموع الطاقة المشتراه (الليلية والنهارية معاً) من قبل شركة الكهرباء الأردنية، لذلك تسعى الحكومة في فصل الشتاء إلى تأخير التوقيت وذلك لإطالة الفترة الليلية وتخفيض معدل كلفة الطاقة المشتراه عن طريق زيادة التركيز على شراء الطاقة الليلية.

وتعتبر شركة الكهرباء الوطنية المصدر الرئيسي لمشتريات الشركة من الطاقة، بالإضافة إلى جزء قليل يتم شراؤه من شركة الغاز الحيوي الأردنية.

■ مجمّل الربح التشغيلي وهامش مجمل الربح التشغيلي:

تراوح مجمل الربح التشغيلي للشركة ما بين 33.7 مليون دينار و 39.5 مليون دينار حيث أخذت بالارتفاع منذ عام 2005 إلى 2008 بمعدل نمو تراكمي بلغ 8.9% ما عدا عام 2007 الذي شهد مجمل الربح التشغيلي 11%، إلا أن ما يهمنا هو هامش مجمل الربح التشغيلي الذي انخفض في جميع أعوام الدراسة من 15.56% في عام 2005 إلى 9.7% في عام 2008 بمعدل تراكمي مقداره 10.5% وهو أمر بديهي طالما أن تكلفة الإيرادات ترتفع بنسبة أكبر من ارتفاع عدد المشتركين وبالتالي إيرادات الطاقة، كما أن الشركة تسعى مع الجهات ذات العلاقة لتعديل التعرفة الكهربائية مرة أخرى وزيادتها، فمن وجهة نظر الشركة أن التعرفة الكهربائية الجديدة

غير عادلة وهي التي تؤثر على إيرادات الشركة، إلا أنه وفي رأينا فان هناك عوامل أخرى تؤثر على صافي أرباح الشركة هي مطلوباتها وقروضها التي سنذكرها لاحقا.

■ المصاريف الإدارية والعمومية:

جدول رقم (3) المصاريف الإدارية والعمومية				
2008	2007	2006	2005	المصاريف الإدارية والعمومية
14.8	11.6	10.8	10.8	(1) مصاريف إدارية (بالمليون دينار)
27.59%	7.41%	0.00%	-	نسبة النمو في المصاريف الإدارية
60.91%	61.70%	61.71%	65.06%	نسبة المصاريف الإدارية إلى مجموع المصاريف الإدارية والعمومية
9.5	7.2	6.73	5.75	(2) مصاريف خدمات المشتركين (بالمليون دينار)
31.94%	6.98%	17.04%	-	نسبة النمو في مصاريف خدمات المشتركين
39.09%	38.30%	38.46%	34.64%	نسبة مصاريف خدمات المشتركين إلى مجموع المصاريف الإدارية والعمومية
24.3	18.8	17.5	16.6	مجموع المصاريف الإدارية والعمومية
29.26%	7.43%	5.42%	-	نسبة النمو في مجموع المصاريف الإدارية والعمومية

كما هو مبين في الجدول رقم (3) تعتبر رواتب ومزايا الموظفين من أهم بنود المصاريف الإدارية والتي تشكل ما معدله 74% منها، وقد كانت نسبة النمو الملحوظة لبند المصاريف الإدارية في عام 2008 التي ارتفعت إلى 9.5 مليون دينار بنسبة 27.59% حيث ارتفعت مزايا الموظفين بنسبة أكبر من الرواتب وذلك نتيجة الشواغر التي نجمت جراء الاستقالات وإنهاء الخدمة والتقاعد والتقاعد المبكر بين صفوف العاملين. كما شهدت مصاريف خدمات المشتركين ارتفاعا ملموسا في عام 2008 مقارنة مع الأعوام السابقة لتبلغ 24.3 مليون دينار بنسبة 31.94% نتيجة النمو الكبير في الطلب على الطاقة الكهربائية وما يفرزه ذلك من تزايد في أعداد المشاريع الخاصة بإيصال التيار الكهربائي للمشاركين ومشاريع توسعة وتأهيل الشبكة الكهربائية وأعداد المشتركين الذين يتم خدمتهم من قبل دوائر الشركة المختلفة. ومن الجدير ذكره أن هناك متطلبات عمل جديدة كتلك المتعلقة في مواجهة الزيادة الكبيرة في الاعداءات على الشبكات الكهربائية واستغلال الطاقة الكهربائية بطرق غير مشروعة حيث بلغت الطاقة المفقودة على شبكات التوزيع في عام 2008 ما نسبته 13.4% وهي نسبة عالية جدا مما حمل الشركة زيادة بالمصاريف، وعليها أن تعمل جاهدة بمساعدة الجهات الرسمية لمعالجة ذلك.

■ الإيرادات الأخرى والمتنوعة (جدول رقم (4)):

يعتبر بند الإيرادات الأخرى من أهم الإيرادات التي لها دور كبير في التأثير على صافي أرباح الشركة حيث تعتبر مصدر الخلاف بين شركة الكهرباء الأردنية والجهات ذات العلاقة حول تحديد تعرفه الكهرباء والتي هي

ينظر الشركة غير عادلة. وتختلف الإيرادات الأخرى من حيث إيرادات الصيانة والتركييب (الإيرادات الأخرى بالصافي) والدخل المتنوع غير التشغيلي بالإضافة إلى إيرادات الاستثمار.

جدول رقم (4) يبين الإيرادات غير التشغيلية والمتنوعة				
2008	2007	2006	2005	الإيرادات غير التشغيلية للشركة
5.65	8.10	4.00	3.51	إيرادات أخرى بالصافي (بالمليون دينار)
-30.25%	102.50%	13.96%	-	نسبة النمو في الإيرادات الأخرى
3.78	2.70	4.20	0.87	دخل متنوع غير تشغيلي (بالمليون دينار)
40.00%	-35.71%	382.76%	-	نسبة النمو في الدخل المتنوع غير التشغيلي
3.94	0.33	0.15	0.54	إيرادات الاستثمار (بالمليون دينار)
1086.75%	121.33%	-72.22%	-	نسبة النمو في إيرادات الاستثمار
13.37	11.13	8.35	4.92	المجموع (بالمليون دينار)

ويلاحظ أن الإيرادات الأخرى بالصافي ارتفعت من عام 2005 لغاية 2007 حيث يعود الارتفاع الحاد في العام 2007 بسبب إيرادات الصيانة والرسوم والتركييب بالإضافة إلى مخصصات انتفت الحاجة إليها تتعلق بالأمور الضريبية للشركة والتي بلغت 1.8 مليون دينار، لذلك فإن انخفاض الإيرادات الأخرى في عام 2008 كان نتيجة قيام الشركة بنشاطها الطبيعي وبالمقارنة مع عام 2007 بعد طرح إيرادات المخصصات فإننا نجد انخفاض الإيرادات الأخرى بنسبة 10.2% فقط نتيجة انخفاض إيرادات صيانة الشبكات الخاصة من 1.7 مليون دينار في عام 2007 إلى 0.58 مليون دينار بنسبة 66.5% وذلك بعد انخفاض الطلب عليها بسبب قيام الشركة ببناء البنية التحتية في عامي 2006 و 2007 للمشاريع العقارية الضخمة كمشروع العبدلي وبوابة عمان. أما بالنسبة للدخل المتنوع غير التشغيلي فهو الدخل المتأتي من بيع الشركة لبعض من موجوداتها الثابتة التي تم استهلاكها بالكامل، وقد شهدت هذه الموجودات ارتفاعا متذبذبا في آخر ثلاث سنوات من الدراسة نتيجة قيام الشركة بتجديد شبكات الكهرباء وذلك بعد أن قام الأردن باتفاقية الربط الكهربائي بين مصر و سوريا وتركيا. ومن وجهة نظر الشركة فإن التعرفة الكهربائية التي فرضت على الشركة من قبل الحكومة أخذت بعين الاعتبار الإيرادات الأخرى بالصافي كعمولة تحصيل رسوم تحصيل النفايات ورسوم التلفزيون وغيرها من مصادر الدخل غير التشغيلي خلافا لما ورد في اتفاقية امتياز الشركة.

▪ صافي الأرباح وحصّة السهم الواحد من الأرباح:

بلغت صافي أرباح الشركة في عام 2005 ما مقداره 10.9 مليون دينار وبلغت حصّة السهم الواحد من الأرباح 0.22 دينار، وارتفعت صافي أرباح الشركة في عام 2006 لتصل إلى 16 مليون دينار بارتفاع نسبته 46.2%، وارتفعت حصّة السهم الواحد 0.27 دينار وذلك من خلال قيام الشركة ببيع الخردة، وفي عام 2007، كان لارتفاع تكاليف الطاقة المشتره السبب الرئيسي في انخفاض صافي أرباح الشركة التي بلغت 11.5 مليون دينار

بنسبة 27.8% وحصة السهم الواحد 0.17 دينار. أما عام 2008 فبالرغم من انخفاض مجمل الربح التشغيلي للشركة، إلا أن صافي أرباحها ارتفعت إلى 16.2 مليون دينار بنسبة 40.6% مما أدى إلى رفع حصة السهم الواحد من الأرباح إلى 0.232 دينار وذلك لعدة عوامل منها ارتفاع إيرادات الاستثمار التي سنذكرها لاحقاً بالإضافة إلى قيام الشركة بتحقيق أرباح من بيع موجودات ثابتة بقيمة 6 مليون دينار.

وكما أشرنا سابقاً فإن طبيعة عمل الشركة هو الاعتماد على الموجودات الثابتة (Capital Intensive)، مما يولد تكاليف ثابتة على الشركة يعرضها إلى زيادة الرافعة التشغيلية التي تعرف بنسبة التكلفة الثابتة من التكاليف التشغيلية وبالتالي زيادة مخاطر الأعمال في حال تراجع عوائد الموجودات الثابتة.

وتجدر الإشارة بأن مصاريف الاستهلاك للشركة تتراوح ما بين 9.2 إلى 12.6 مليون دينار أي أنها تشكل ما بين 18% إلى 20% من رأسمال الشركة يتم خصمها من أرباح الشركة التشغيلية ولا يتم احتساب ضريبة عليها.

ثانياً: الميزانية العمومية:

■ الذمم المدينة ومعدل دورانها (جدول رقم (5)):

جدول رقم (5) يبين أهم بنود الذمم المدينة لشركة الكهرباء الأردنية (بالمليون دينار)				
بنود الذمم المدينة (بالمليون دينار)	2008	2007	2006	2005
ذمم مشتركين	65.5	48	41	33.3
ذمم مدينة	19.56	8.74	10.5	6.41
تأمينات ومصاريف مدفوعة مقدماً	0.54	0.45	0.351	0.308
المجموع	85.6	57.2	51.7	40

تشكل ذمم المشتركين ما معدله 80% من مجموع الذمم المدينة، ويعود ارتفاعها إلى ارتفاع أعداد المشتركين لدى الشركة نتيجة توسع أعمالها في منطقة الامتياز وخصوصاً في مناطق الريف ضمن مشروع "كهربة الريف الأردني"، كما ويلاحظ ارتفاع الذمم المدينة منذ عام 2005 التي بلغت 33.3 مليون دينار باضطراد حتى وصلت في عام 2008 إلى 65.5 مليون دينار بمعدل تراكمي بلغ 21%، وكان لارتفاع هذا البند بنسبة أكبر من ارتفاع المبيعات الأثر الأكبر في انخفاض معدل دوران الذمم المدينة التي انخفضت في عام 2008 لتبلغ 4.76 مرة مقارنة مع معدل دورانها ما بين 2005 و 2007 حيث بلغت 5.4 مرة. وقد بلغت فترة أيام السداد في عام 2008 ما مقداره 76 يوم علماً أن الحد الأقصى لتسديد فاتورة الكهرباء من قبل المشتركين مدة شهرين متتاليين.

■ المخزون ومعدل دورانه:

يعبر مخزون الشركة عن المواد الموجودة في المستودعات من أعمدة الكهرباء وأسلاك الضغط العالي والمنخفض والإتارة والمولدات... الخ، وكما ذكرنا سابقا فإن التوسع في المشاريع من جهة الشركة يتطلب إنشاء أبنية محطات تحويل رئيسية وكهربتها بالإضافة إلى رفع قدرة هذه المحطات وإنشاء خطوط النقل الهوائية وتركيب وتبديل العدادات وتمديد الكوابل، حيث أن زيادة جميع هذه الأنشطة منذ عام 2005 إلى عام 2008 أدى إلى رفع مخزون الشركة من 11.4 مليون دينار إلى 28.2 مليون دينار بمعدل تراكمي بلغ 25.4%، ومن كبرى المشاريع التي تطلبت مواد كهربتها ورفع المخزون خلال أعوام الدراسة: إسكان الأندلسية، بوابة الأردن، محطة تحويل مطار الملكة علياء الرئيسية، القيادة العامة، مدينة المشتى الصناعية، المشروع الريادي في الزرقاء، مركز الملك عبدالله الثاني للتصميم ومحطات خاصة لكهربة الريف بالإضافة إلى مشروع جرين لاند ومشروع العبدلي.

وكان لارتفاع تكلفة المبيعات على مدى أعوام الدراسة بنسبة أكبر من ارتفاع المخزون الأثر الأكبر في انخفاض معدل دوران المخزون الذي بلغ بين الأعوام 2005 و 2007 ما معدله 14 مرة وينخفض في عام 2008 ليبلغ 12.6 مرة، إلا أنه وعلى جميع الأصعدة فإن المؤشر الايجابي لنسبة دوران المخزون ونسبة الذمم المدينة عبارة عن مؤشر طبيعي كون الامتياز يتضمن نسبة أرباح مضمونة للمساهمين من خلال تشريع قوانين وإجراءات تضمن رفع هاتين النسبتين.

■ الموجودات الثابتة ومعدل دورانها:

جدول رقم (6) يبين الموجودات الثابتة لشركة الكهرباء الأردنية (بالمليون دينار)

الموجودات الثابتة (بالمليون دينار)	2005	2006	2007	2008
1- صافي القيمة الدفترية لموجودات البنية التحتية	116.8	132.0	153.2	186.2
الاستهلاك المتراكم	120.1	130.2	141.1	153.7
2- صافي القيمة الدفترية لموجودات مساهمات المشتركين	52.3	64.8	76.5	89.2
الاستهلاك المتراكم	26.6	30.1	34.2	39.0
3- صافي القيمة الدفترية لموجودات فلس الريف	27.3	25.7	26.1	24.5
الاستهلاك المتراكم	10.8	12.3	13.9	15.5
4- صافي القيمة الدفترية لموجودات تقييم القروض	6.6	5.8	4.9	4.1
5- أعمال تحت الإنشاء	1.7	2.2	1.8	1.7
المجموع	204.7	230.5	262.5	305.7
نسبة النمو في الموجودات الثابتة	-	12.58%	13.90%	16.46%

كما يلاحظ من الجدول رقم (6) فان صافي القيمة الدفترية لموجودات البنية التحتية أخذت بالارتفاع انعكاسا للأسباب والأنشطة التي ذكرناها سابقا حيث بلغت في عام 2005 ما مقداره 116.8 مليون دينار لترتفع بمعدل تراكمي نسبته 10.5% وتبلغ 186.2 مليون دينار في عام 2008، وكان من أهم العوامل التي ساهمت في ارتفاع موجودات البنية التحتية في عام 2008 مقارنة مع عام 2007 هو ارتفاع موجودات النقل (الأبنية، المحولات، الشبكات الهوائية والكوابل الأرضية) بنسبة 23.4% لتبلغ 66.4 مليون دينار، وارتفاع موجودات التوزيع (الأراضي والعدادات المؤجرة) بنسبة 25.4% حيث بلغت 105.5 مليون دينار، بالإضافة إلى انخفاض الموجودات الأخرى (المحركات والمولدات، أجهزة الاتصالات، مشاريع الريف، الأدوات والعدد، الأثاث... الخ) بنسبة 6% فقط حيث بلغت 14.2 مليون دينار.

أما بالنسبة لموجودات مساهمات المشتركين فقد بلغت في عام 2005 ما مقداره 52.3 مليون دينار وارتفعت بمعدل تراكمي نسبته 70.5% لتبلغ 89.2 مليون دينار في عام 2008، ويمثل هذا البند دفعات لمشاريع الشركة من قبل مساهمات المشتركين بموجب قانون نظام تكاليف التوصيل حيث وضع هذا البند ضمن الموجودات غير المتداولة تماشيا مع التعليمات الحكومية والتي يقابلها في جانب المطلوبات مساهمات المشتركين وبنفس القيمة، كما نصت تلك التعليمات على إطفاءها بنسبة 4% سنويا، وأن ارتفاعها أمر بديهي بسبب ارتفاع أعداد المشتركين، وتمثل هذه المشاريع إقامة الشبكات الهوائية والضغط العالي.

وتمثل موجودات فلس الريف التي أيضا يدفعها المشتركين عند دفع فاتورة الكهرباء البنية التحتية لمد شبكة الكهرباء إلى المناطق الريفية ويقابلها أمانات فلس الريف المحصلة من المشتركين في جانب المطلوبات بناء على التعليمات الحكومية. كما ويلاحظ انخفاض هذا البند من 27.3 مليون دينار في عام 2005 إلى 24.5 مليون دينار في عام 2008 بمعدل تراكمي نسبته 2.7%، وقد قامت الشركة ومنذ بدء مشروع كهربة الريف بتزويد 1209 قرية وحيا وتجمعا سكنيا ضمن منطقة امتياز الشركة، ويأتي سبب الانخفاض في هذا البند إلى أن نسبة الاستهلاك على موجودات كهربة الريف أعلى من مبلغ فلس الريف الذي يقوم المشترك بدفعه.

وكما ذكرنا سابقا فان شركة الكهرباء الأردنية هي شركة خدمات تعتمد في تحقيق إيراداتها على مدى الكفاءة في تحقيق معدل دوران مرتفع لموجوداتها الثابتة وعند احتساب معدل دوران الموجودات الثابتة لعام 2008 فقد بلغت 1.3 مرة أي أن كل دينار مستثمر في الموجودات الثابتة يحقق 1.3 دينار عائد، وتعتبر هذه النسبة مؤشر ايجابي لدى الشركة وتجدر الإشارة إلى أن هذه النسبة هي أعلى نسبة بلغت الشركة خلال أعوام الدراسة حيث بلغت هذه النسبة منذ عام 2005 ولغاية 2007 بمقدار 1.13 مرة، 1.16 مرة، 1.15 مرة على التوالي.

■ البنوك الدائنة:

شهد هذا البند ارتفاعات حادة خلال أعوام الدراسة وذلك منذ العام 2005 حيث شكل هذا البند مبلغا بسيطا مقداره 0.19 مليون دينار وارتفع في عام 2006 إلى 3.4 مليون دينار واستمر ارتفاعه في عام 2007 ليبلغ 9.8 مليون دينار، وفي عام 2008 شهد هذا البند أكبر ارتفاع في تاريخ الشركة ليصل إلى 23 مليون دينار، ويعزى ارتفاع هذا البند إلى لجوء الشركة إلى البنوك لاقتراض الأموال اللازمة لتوفير السيولة لاستمرار نشاطها التشغيلي بعد زيادة مشاريعها داخل منطقة الامتياز والتي تم ذكرها سابقا حيث أن هذه المشاريع تتطلب مبالغ ضخمة لتوفير مد وتوزيع الكهرباء لها حيث أن الشركة لم تكن تحتفظ باحتياطيات نقدية لمواجهة مثل هذه الطفرة العمرانية وما نجم عنها من ازدياد الطلب على خدمات الشركة، عدا عن ارتفاع تكاليف الطاقة والمعادن وارتفاع نسبة تكلفة الطاقة إلى إيرادات الطاقة خصوصا في عام 2008 التي أثرت على نسبة السيولة السريعة لتبلغ 0.47 مرة ويعتبر ذلك مؤشر سلبي لأنها أقل من 1، إلا أنها نسبة لا تعبر عن أداء الشركة كونها تعتمد في دخلها على الموجودات الثابتة.

■ الذمم الدائنة ومعدل دورانها:

الذمم الدائنة هي الأخرى أخذه بالارتفاع حيث بلغت في عام 2005 ما مقداره 64.8 مليون دينار واستمرت حتى عام 2008 لتبلغ 100.8 مليون دينار بنسبة ارتفاع تراكمي بلغ 11.68%. ومعظم هذه الذمم لصالح شركات الكهرباء التي تزود الشركة بالطاقة الكهربائية وبالأخص شركة الكهرباء الوطنية، وتشكل ذمم شركات الكهرباء والدوائر الحكومية ما معدله 82% من مجموع الذمم الدائنة التي بلغ معدل دورانها في عام 2008 ما معدله 4 مرات مقابل 3.7 مرة في عام 2007، وبالرغم من ارتفاعها إلا أنها ما تزال تعتبر مؤشر جيد للشركة خصوصا أن الشركة تقوم بدفع التزاماتها في هذا البند كل 90 يوم وبما أن معدل دوران الذمم الدائنة أكبر من معدل دوران الذمم المدينة فإن ذلك يمكن الشركة من توفير سيولة أكبر عن طريق تأخير سداد الذمم الدائنة دون دفع فوائد عليها.

وبعد احتساب عدد أيام الدوران كل من الذمم المدينة والمخزون والذمم الدائنة، فإنه باستطاعتنا حساب معدل دوران الدينار المستثمر من قبل الشركة في موجوداتها الثابتة حيث بلغت هذه النسبة 15 يوم مقابل 9 أيام في عام 2007، وتعتبر هذه النسبة عن الفترة التي يحتاجها الدينار المستثمر في الموجودات الثابتة أن يعود للشركة كعائد من هذه الموجودات حيث بلغت 15 يوم في عام 2008 وكلما انخفضت هذه المدة تعتبر مؤشرا ايجابيا.

■ القروض:

جدول رقم (7) يبين القروض الطويلة والقصيرة الأجل ونسب النمو (التراجع) فيها				
القروض بالمليون دينار)	2005	2006	2007	2008
قصيرة الأجل	5	4	2.36	7.35
طويلة الأجل	8.94	5.57	3.73	11.2
المجموع	13.94	9.57	6.09	18.55
نسبة النمو في مجموع القروض	-	-31.35%	-36.36%	204.60%

لم تلجأ الشركة إلى الاقتراض عام 2008 إلا القرض الممنوح لها في عام 1995 من حكومة المملكة الأردنية بقيمة 20 مليون يورو لمدة 15 سنة بكفالة حكومية، وهذا ما يفسر انخفاض القروض لدى الشركة خلال الأعوام لغاية عام 2007 وذلك عن طريق سداد الشركة للالتزامات التي ترتبت عليها من هذا القرض، إلا أنه وفي عام 2008 وقبل 3 سنوات من انتهاء القرض الحكومي، لجأت الشركة ولأول مرة إلى 3 بنوك هم بنك الأردن والإسكان والقاهرة عمان لتحصل على 3 قروض مجموعها 15 مليون دينار. وبالإضافة إلى القرض الحكومي الممنوح لها الذي بلغت قيمته 3.55 مليون دينار، وبذلك مجموع القروض المترتبة على الشركة هي 18.55 مليون دينار نهاية عام 2008.

إن هذه القروض التي حصلت عليها الشركة أدت إلى رفع الرافعة المالية والتي تعبر عن الجزء الممول لأنشطة الشركة عن طريق القروض، حيث بلغت في عام 2008 ما نسبته 18.5% مقارنة مع عام 2007 التي وصلت إلى 6.3% فقط، وهذا سيزيد من توقعات المستثمرين بتحقيق عائد أعلى نتيجة لارتفاع المخاطرة المالية بسبب ارتفاع هذه النسبة.

كما أن هنالك علاقة عكسية بين التغير المتراكم لاستثمارات متوفرة للبيع و الأرباح المدورة، ليست كعلاقة تشغيلية بل بتحديد القيمة التي تقتطع من الأرباح المدورة لرفع رأس المال وذلك من خلال أن ارتفاع التغير المتراكم في القيمة العادلة يقابله انخفاض في الأرباح المدورة للسنة التي يتم فيها رفع رأس المال وذلك لارتفاع المبلغ المقتطع من الأرباح المدورة لزيادة رأس المال، وفي حال انخفاض التغير في القيمة العادلة فان الشركة تقوم بتخفيض الجزء المقتطع من الأرباح المدورة لرفع رأس المال مما يؤدي إلى رفع بند الأرباح المدورة وبالتالي ارتفاع مجموع حقوق المساهمين مدعوما بارتفاع الاحتياطي الإجباري ورأس المال ليعكس ذلك أثره على التقليل من تذبذب القيمة الدفترية للسهم وهي السياسة الحذرة التي تتبعها الشركة.

التحليل الفني:



من خلال النظر إلى الرسم البياني لحركة سهم شركة الكهرباء الأردنية خلال عام يلاحظ أن سعر السهم بلغ أعلى مستوى له في منتصف شهر تموز من عام 2008، ومن ثم بدأ بالانخفاض متخذاً شكلاً هبوطياً حاداً ليسجل أقل مستوى وصل إليه في تشرين الثاني 2008، وذلك في ظل تراجع أداء بورصة عمان في تلك الفترة. وفي الفترة ما بين تشرين الثاني 2008 و حزيران 2009 يلاحظ استقرار سعر سهم شركة الكهرباء الأردنية متخذاً طابع الاتجاه الصاعد البسيط، ويعتبر بسيطاً بسبب عدم وجود حدة في ارتفاعه مما يسبب إطالة الفترة التي يتطلبها السهم لتأكيد ارتفاعه وتداوله عند مستويات أعلى. وتعتبر مستويات 3.90 دينار هي الأهم في الفترة القادمة لأن اختراق هذه المستويات لا تعتمد على أحجام تداول على سعر السهم فقط بل على تحسن أداء الشركة التشغيلي كذلك، فحجم التداول على سهم الشركة أصلاً مرتفع، ليس في حركات البيع والشراء بل في ارتفاع تدفق الأموال على السهم حيث يعبر مؤشر تدفق الأموال على الأموال المستثمرة في سهم الشركة والخالية من المضاربة، وهذا يدل على أن الاستثمار في هذا السهم متوسط - طويل الأجل. والمؤشر الإيجابي في هذا الأمر هو عند اختراق مستويات حاجز 3.90 دينار فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع سعر السهم إلى مستويات 5 دنانير في فترة قصيرة جداً مما سيحقق عوائد مجزية للمستثمرين، إلا أننا نعيد مرة أخرى بأن ذلك يرتبط مع أداء الشركة فمن المستبعد اختراق مستوى 3.90 دينار في ظل أداء الشركة الحالي ولكن المستثمرون سيরাهنون على أدائها خلال الستة شهور القادمة وذلك عن طريق المحافظة على الاتجاه الصاعد البسيط لسعر السهم.

حواجز الدعم: 3.40 دينار، 3.28 دينار، 3 دينار.

حواجز المقاومة: 3.90 دينار، 4.60 دينار، 5 دنانير.

▪ نتائج الربع الأول لعام 2009:

أعلنت الشركة عن نتائج الربع الأول للعام الحالي حيث حققت الشركة خسائر مقدارها 302 ألف دينار، وحقق السهم الواحد خسارة مقدارها (-0.001) دينار مقارنة مع أرباح لنفس الفترة من عام 2008 بلغت 1.66 مليون دينار، وكان لارتفاع المصاريف التشغيلية كالأستهلاك والمصاريف الإدارية ومصاريف التشغيل بنسبة 31.7% مقارنة مع نفس الفترة الأثر الأكبر في تحقيق هذه الخسائر.

القيمة العادلة حسب بعض النسب المالية لقطاع الخدمات كما في 2009/06/02:

الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية Div. Yield	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية P/B	القيمة السوقية إلى الأرباح (مرة) P/E	
4.280	2.177	17.960	قطاع الخدمات
2.910	2.410	16.860	شركة الكهرباء الأردنية
5.060	3.107	3.664	السعر السوقى العادل حسب كل نسبة (دينار)
3.944 دينار			معدل السعر العادل حسب نسب السوق الحالية
			* حسب الأرباح لآخر 12 شهر وسعر السهم في تاريخ الدراسة

الخلاصة

بالرغم من تأسيس الشركة منذ الثلاثينيات من القرن الماضي إلا أن الشركة مازالت في مرحلة النمو ولم تصل إلى مرحلة النضج الكامل حتى الآن (Maturity)، ومن خلال الامتياز الذي تمتلكه الشركة فإنه على الأقل يجب أن توزع شركة الكهرباء الأردنية أرباحاً سنوية للمساهمين ومن خلال الاطلاع على البيانات المالية للشركة خلال فترة الدراسة، نلاحظ أن طبيعة صافي الأرباح متذبذبة، حيث أن التذبذب يزيد من خطورة الاستثمار في السهم وسببه ازدياد الرافعة المالية للشركة كما ذكرنا سابقاً، وبما أن الشركة تلجأ إلى البنوك المحلية للحصول على القروض فإن هذا الأمر يزيد من الضغوط على الشركة لتحقيق عائد أكبر وذلك لخفض الفرق بين معدل العائد المطلوب ومعدل العائد المتوقع. وحتى يتم ذلك فإنه يجب على الشركة أن تخفض تكاليفها من خلال مراقبة الطاقة المفقودة بالإضافة إلى رفع التعرفة. ويمكن الاستثمار في سهم هذه الشركة كاستثمار متوسط - طويل الأجل حيث في النهاية لا يمكن الاستغناء عن الطاقة الكهربائية. وعدا عن ذلك إن الشركة تمتلك امتيازاً حكومياً وهذا ما يقلل خطورة الاستثمار في سهم الشركة بالإضافة إلى أن قيمتها السوقية أقل من قيمتها العادلة.

إن التحليل والآراء والمقترحات والتوصيات الواردة في هذه الدراسة أعدت لغايات استرشادية فقط ولتوفير المعلومات التي تساعد القارئ في اتخاذ القرار وليس حثه على اتخاذ قرار معين يتعلق بشراء أو بيع سهم شركة معينة أو جزء من محفظة الأسهم المملوكة له أو التي يديرها. علماً بأن هذه المعلومات أعدت في تاريخ معين وجزء منها قابل للتغيير على ضوء الظروف الاقتصادية السائدة وظروف بورصة عمان سوق الأوراق المالية بشكل خاص. إن شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية م.ع.م. ممثله برئيس وأعضاء مجلس إدارتها وموظفيها بشكل عام لا يتحملون أية مسؤولية تجاه أي كان من جراء تقديم هذه المعلومات خصوصاً وإن رئيس مجلس إدارة الشركة وأعضاء مجلس إدارتها وموظفيها هم أعضاء في مجالس إدارة لشركات مساهمة عامة عديدة وقد يمتلكون أسهماً في هذه الشركات.