



المحفظة الوطنية للأوراق المالية

إعدادات قسم الدراسات
والأبحاث

هاتف: +962 6 5673 101

فاكس: +962 6 5688 793

البريد الإلكتروني:

info@mahfaza.com.jo

2009 Q3	2008	2007	2006	نسب السوق
0.30	-0.28	0.24	0.08	أرباح السهم الواحد (دينار) EPS
6.41	-5.67	12.43	0.00	القيمة السوقية إلى الأرباح (مرة) P/E
1.23	1.02	1.29	1.22	القيمة الدفترية للسهم (دينار) BV
1.58	1.55	2.32	0.00	القيمة السوقية إلى الدفترية (مرة) P/B
0%	0%	0%	0%	الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار) DPS
0.0%	0.0%	0.0%	#DIV/0!	الموزعة إلى سعر السهم الأرباح % Div.
				معلومات عن السهم :
1.36 - 4.09				أعلى وأدنى سعر إغلاق خلال عام (دينار)
1.94	1.57	3.00	0.00	سعر الإغلاق
RJAL				رمز الشركة في بورصة عمان
58.0%				نسبة ملكية كبار المساهمين من رأسمال
ناصر أحمد اللوزي				رئيس مجلس الإدارة
حسين الدباس				المدير العام
1963				تاريخ التأسيس
				النسب المالية :
0.51	0.44	0.64	0.77	نسبة التداول (مرة)
-0.11	-0.12	-0.06	-0.03	رأس المال العامل (مليون دينار)
1.18	1.99	1.82	1.67	معدل دوران الموجودات (مرة)
6.51	11.13	9.78	8.58	معدل دوران المدينون (مرة)
9.08%	4.29%	6.48%	3.03%	هامش الربح التشغيلي %
6.61%	-6.24%	6.17%	2.29%	العائد على الموجودات %
26.98%	-23.98%	20.59%	6.91%	العائد على حقوق الملكية %
				البنود الرئيسية للميزانية وبيان الدخل (بالآلف) دينار
274,168	277,371	219,773	164,370	الموجودات الثابتة - بالصافي
111,828	96,990	110,484	103,000	الموجودات المتداولة
385,996	374,361	330,257	267,370	مجموع الموجودات
282,562	288,625	221,159	178,635	مجموع المطلوبات
84,373	84,373	84,373	72,536	رأس المال المكتتب والمدفوع
103,434	85,736	109,098	88,735	مجموع حقوق المساهمين
25,517	(23,362)	20,363	6,135	صافي ربح الشركة

لمحة عن الشركة:

تأسست عالية – الخطوط الجوية الملكية الأردنية بموجب إرادة ملكية بتاريخ 9 كانون الأول 1963، ومن ثم تحولت كشركة مساهمة عامة محدودة بتاريخ 5 شباط 2001 . وقد قامت الشركة بزيادة رأسمالها خلال الفترة 2003 – 2006 من 50 مليون سهم/دينار الى 72,536,350 سهم/دينار، وقامت برفع رأسمالها عام 2007 الى ما قيمته 84,373,000 سهم/دينار عن طريق رسملة أرباحها المدورة لذلك العام والاحتياطي الاختياري لديها. وفي شهر تشرين الثاني 2007 قامت بطرح 59,905,079 سهم المملوكة لحكومة المملكة الأردنية للبيع بعرض عام للمؤسسات والجمهور في الأردن وللمؤسسات الاستثمارية الخارجية. وتم إدراج أسهم الشركة والبالغ عددها 84,373,350 سهم بتاريخ 17 كانون الأول 2007 في السوق الأول في بورصة عمان.

ويتمثل النشاط التشغيلي للشركة بالقيام بكافة عمليات النقل الجوي داخل المملكة وخارجها والقيام بعمليات استقبال وترحيل الطائرات التي تهبط في وتقلع من مطارات المملكة، وقد قامت سلطة الطيران المدني بمنح الشركة حقوق حصرية لتشغيل رحلات دولية جوية منتظمة الى 49 محطة ركاب بالإضافة إلى 4 محطات شحن من عمان بتاريخ 5 شباط 2002 ولمدة أربع سنوات، وقد تم تمديدتها الى أربع سنوات أخرى في عام 2006، انتهت خلال شهر شباط 2010، وتعتبر شركة الأجنحة الملكية هي الشركة التابعة لها والتي تأسست عام 1975 كشركة ذ.م.م وقامت خلال عام 2008 برفع رأسمالها من 3.7 مليون دينار إلى 5 مليون دينار.

و تواجه الشركة منافسة شديدة في العالم والمنطقة وخاصة من الشركات الشرق أوسطية، وتعتبر الشركة هي الناقل الوطني الأردني الأول، حيث تقوم بتوجيه رحلات جوية منتظمة الى 55 مدينة تخدمها الملكية مباشرة من عمان إلى أوروبا وأميركا الشمالية والخليج العربي والشرق العربي وإفريقيا، وفي عام 2007 انضمت الشركة إلى تحالف الطيران العالمي (oneworld) والذي قاد الى توسعة الشبكة التي تخدمها الشركة عن طريق هذا التحالف لتصل الى 700 مدينة عالمية، وتعتبر الملكية الأردنية هي أول شركة عربية تنضم الى هذا التحالف، ومن هذا المنطلق فمن الممكن إذا انضمت إحدى شركات الطيران الكبرى المنافسة وخاصة في الشرق الأوسط الى هذا التحالف أن تزيد من مخاطر المنافسة للشركة على المدى المتوسط والبعيد، وقد قامت الشركة بتحالفات تسويقية مع أكثر من شركة طيران عالمية عن طريق اتفاقيات الرمز المشترك الثنائية بينها وبين هذه شركات.

- ومن أهم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركة هي:

مخاطر تقلبات أسعار الوقود العالمية: حيث تشكل الفاتورة النفطية جزءا كبيرا من التكاليف التشغيلية على الشركة والتي قد تصل الى نسبة 45% من هذه التكاليف، فقد قامت الشركة بعدة خطوات للتخفيف من حدة

تقلبات أسعار الوقود مثل فرض ضرائب وقود إضافية على أثمان التذاكر، والتركيز على أعداد المسافرين، هذا بالإضافة إلى التوسع في الشراء التحوطي لوقود الطائرات و التي تعتبر سلاح ذو حدين ويمكن أن يكبد الشركة خسائر كبيرة كما حصل في عام 2008.

مخاطر تقلبات الفائدة: تتعرض الشركة لهذا النوع من المخاطر من خلال دخولها في عمليات الاستئجار التمويلي والقروض طويلة الأجل لاستخدامها في تمويل مشاريعها، وتم اعتماد سعر الفائدة العالمي (LIBOR) كأساس في تسعير قروض الشركة، وتقوم الشركة بدراسة إمكانيتها الدخول في عمليات التحوط (Interest Rate Swaps) للحد من تأثير تقلبات أسعار الفائدة.

مخاطر تقلبات أسعار الصرف: تقوم الشركة بتحصيل إيراداتها الخارجية بالعملة المحلية لكل البلد، وتمثل الحجم الأكبر من هذه العملات في اليورو والجنيه الاسترليني، فقد تتعرض الى التقلبات في أسعار العملات عند تحويلها الى الدينار الأردني. أما بالنسبة الى الدولار الأميركي فان الدينار الأردني مربوط بهذه العملة ولا يوجد أية مخاطر من جهته لأن سعر الصرف ثابت.

ويبين الجدول رقم (1) المؤشرات التشغيلية للشركة خلال الفترة 2006-2008.

الجدول رقم (1) المؤشرات التشغيلية للشركة			
2008	2007	2006	البيانات (بالآلف)
64.37	56.05	52.27	الكليومترات المقطوعة (بالمليون)
34.28	30.24	25.66	عدد مرات الإقلاع (بالآلف)
101.38	88.37	77.37	ساعات الطيران (بالآلف)
54	55	51	عدد وجهات رحلات المسافرين
2.7	2.36	2	المسافرون (بالمليون)
56.98	53.66	56.78	الشحن (بالكيلو جرام) (بالمليون)
4538	4257	3799	عدد الموظفين
المصدر: التقرير السنوي للشركة 2008			

• التحليل الأساسي:

الجدول رقم (2) الإيرادات والتكاليف التشغيلية				
Q3 2009	2008	2007	2006	البنود (بالآلف دينار)
311,749	469,366	378,545	294,237	مسافرون
21,745	41,297	36,838	43,326	شحن
4,209	8,238	5,073	4,891	أمتعة زائدة
1,542	2,787	2,468	2,851	بريد جوي
339,245	521,688	422,924	345,305	مجموع الخدمات المنتظمة
11,129	16,968	13,175	12,632	تأجير طائرات ورحلات خاصة
9,687	11,744	13,039	12,905	الإيرادات التجارية للاستقبال وترحيل طائرات الشركات الأخرى
2,815	3,957	2,683	2,853	إيرادات الخدمات الفنية والصيانة المقدمة للشركات الأخرى
7,657	8,921	4,737	2,678	إيرادات مستودع الشحن
67,090	118,288	78,949	55,898	إيرادات بدل وقود مضافة على أثمان التذاكر وأذونات الشحن

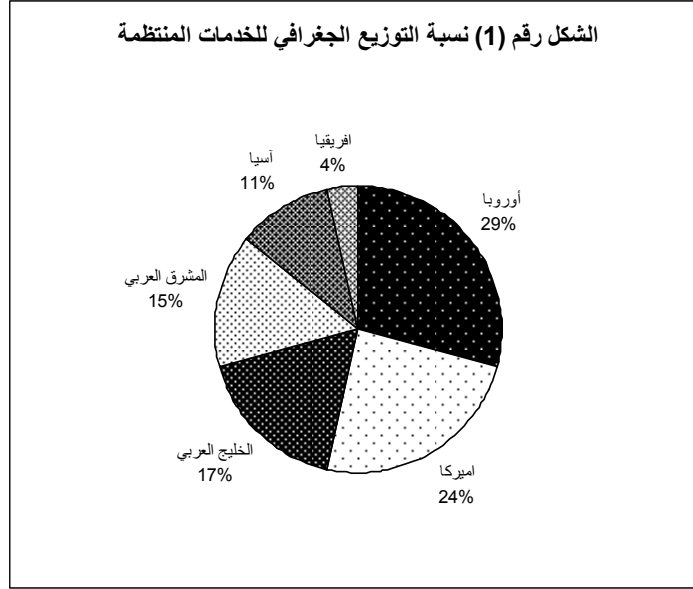
-		-	6,966	بدل تأمين مضافة على أثمان التذاكر
-		-	1,340	بدل خدمات المناولة
1,145	1,219	882	792	بدل خدمات درجة أولى
-		-	194	خدمات الحاسوب للشركات الأخرى
-	2,943	2,166	2,148	خدمات شركات الطيران الأخرى
3,544	3,348	3,415	3,304	مركز التوزيع الوطني (جاليلو)
2,048	5,091	2,325	648	رسوم تغيير حجز
4,367	8,524	614	34	متنوعة
448,727	702,691	544,909	447,697	مجموع الإيرادات
-	351,072	219,454	186,162	عمليات الطيران
-	71,408	64,615	50,972	صيانة وتصلجات
-	56,234	58,257	48,273	بدل استئجار طائرات
-	16,486	14,509	19,113	استلاك الطائرات والمحركات
-	46,756	38,954	35,004	المحطات والخدمة الأرضية
-	12,876	9,696	7,744	وحدة المناولة الأرضية
-	57,639	47,800	40,712	خدمات المسافرين
-	60,098	56,307	46,132	مبيعات إعلان وترويج
407,992	672,569	509,592	434,112	مجموع تكاليف الإيرادات
40,735	30,122	35,317	13,585	إجمالي الأرباح

• الإيرادات التشغيلية:

عند الاطلاع على الجدول رقم (2)، يلاحظ أن الإيرادات المتأتية من الخدمات المنتظمة المختلفة التي تقدمها الشركة قد استحوذت على حصة الأسد من مجموع الإيرادات التشغيلية لها، فقد بلغ ما تمثله من إجمالي الإيرادات التشغيلية كمتوسط خلال السنوات (2006-2008) ما نسبته 75.8%. وتتضمن هذه الخدمات المنتظمة خدمات المسافرين، والشحن، والأمتعة الزائدة، والبريد الجوي.

وبشكل عام ارتفعت مجموع الخدمات المنتظمة بشكل مستمر خلال السنوات 2006 – 2008 مرتفعة من مليون دينار إلى 521.6 مليون دينار أي بنسبة 51%، وكان المحرك الرئيسي لها هي خدمات المسافرين والتي ارتفعت بشكل مستمر خلال الفترة 2006 – 2008 وذلك بسبب ارتفاع أعداد المسافرين عام تلو الآخر وذلك لانضمام الشركة الى تحالف شركات الطيران العالمي (oneworld) مما أدى إلى زيادة الخطوط التي تخدمها الشركة فقد وسعت الشركة شبكتها من 55 مدينة الى 700 مدينة عالمية تخدمها جراء انضمامها الى هذا التحالف كما ذكر سابقا، وقد بلغ أعداد المسافرين في الفترة (2006-2008) حوالي 2 مليون، و2.3 مليون، و2.7 مليون مسافر على التوالي، ولترتفع على إثر ذلك قيمة خدمات المسافرين من 294.2 مليون دينار عام 2006 الى 469 مليون دينار عام 2008، وقد سجلت الخدمات المنتظمة في الربع الثالث من عام 2009 ما قيمته 339.2 مليون دينار، وقد تنخفض قيمة هذا البند حتى نهاية عام 2009 مقارنة مع عام 2008 بسبب تدني أعداد المسافرين في عام 2009 بسبب الأزمة المالية العالمية

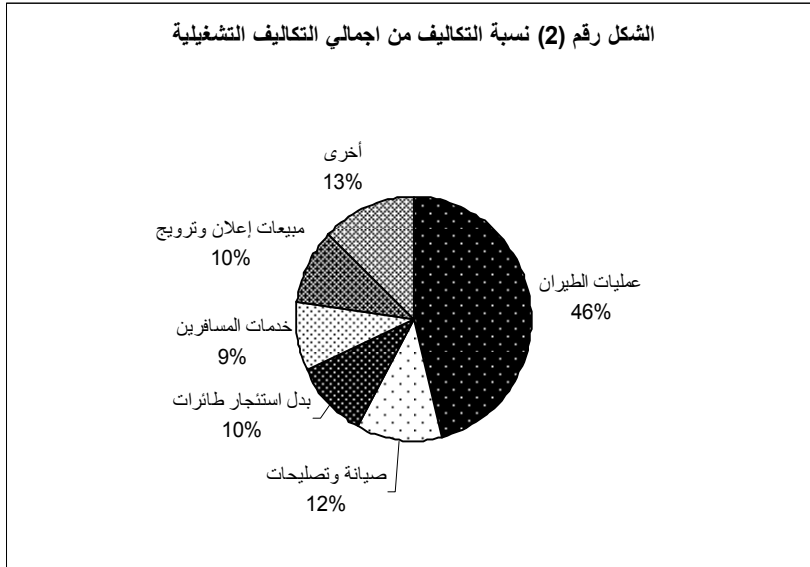
والتي أثرت على أغلب شركات طيران العالم في هذا العام. ويبين الشكل رقم (1) التوزيع الجغرافي للخدمات المنتظمة التي تقدمها الشركة خلال السنوات (2006 – 2008)



وجاءت خدمات الشحن في المرتبة الثانية من حيث تحقيق الإيرادات من بين الخدمات المنتظمة التي تقدمها الشركة لتسجل تذبذب خلال سنوات الدراسة كما هو موضح في الجدول لما تشهده هذه الخدمة من منافسة شديدة، والتي بلغت ذروتها في عام 2006 مسجلة 43.3 مليون دينار قابلها أدنى قيمة في الربع الثالث من عام 2009 مسجلة 21.7 مليون دينار تقريبا.

وبالنسبة إلى الإيرادات التشغيلية الأخرى المهمة لدى الشركة فهي إيرادات بدل وقود مضافة على أثمان التذاكر وأذونات الشحن والتي ارتفعت بشكل متواصل متلازمة مع ارتفاع كلفة وقود الطائرات بطبيعة الحال، فقد ارتفعت خلال عام 2007 بنسبة 41% مقارنة مع عام 2006 مسجلة ما قيمته 78.9 مليون دينار تقريبا، واستمرت في الارتفاع خلال عام 2008 مسجلة ما قيمته 118.3 مليون دينار أي بنسبة ارتفاع بلغت 49% وذلك بسبب ارتفاع وقود الطائرات بشكل ملحوظ خلال تلك الفترة، هذا وقد سجلت انخفاضا ملموسا في الربع الثالث من عام 2009 لتبلغ ما قيمته 67 مليون دينار فقط، ويعود هذا إلى انخفاض الفاتورة النفطية في هذه الفترة مقارنة مع عام 2008 وانخفاض أعداد المسافرين بشكل عام في الربع الثالث من عام 2009 كما تم ذكره سابقا.

• التكاليف التشغيلية:



عند الاطلاع على الشكل رقم (2) والذي يبين أنواع التكاليف التشغيلية ومدى تأثيرها عليها، ويلاحظ أن من أهم التكاليف التشغيلية والمؤثرة على الشركة هي تكاليف عمليات الطيران والتي تمثل فاتورة وقود الطائرات الجزء الأكبر منها كما هو موضح في الشكل رقم (2) ، فقد ارتفعت خلال عام 2007 بنسبة 17.8% مقارنة مع عام 2006 لتسجل ما قيمته 219.45 مليون دينار، ويعزى ذلك لارتفاع أسعار وقود الطائرات حيث ارتفع من 2.03 دولار/للجالون عام 2006 الى 2.22 دولار/للجالون عام 2007، هذا بالإضافة الى ارتفاع عدد ساعات الطيران وعدد مرات الإقلاع في عام 2007 مقارنة مع عام 2006 وهذا يعود الى ارتفاع أعداد المسافرين وازدياد نشاط الشركة بشكل عام بطبيعة الحال كما هو مبين في الجدول رقم (1)، واستمرت تكاليف عمليات الطيران في الارتفاع خلال عام 2008 لتصل الى 351.07 مليون دينار أي بنسبة ارتفاع 60% وذلك بسبب الارتفاع الكبير والمضطرد الذي حصل على أسعار النفط العالمية خلال عام 2008 كما هو معروف وخاصة في النصف الأول منه. ومن المتوقع أن تسجل قيمة عمليات الطيران انخفاضا في عام 2009 وذلك لانخفاض واستقرار أسعار النفط العالمية في هذا العام.

كما ارتفعت تكاليف الصيانة والتصليلات لدى الشركة خلال سنوات الدارسة كما هو مبين في الجدول رقم (2) بسبب ارتفاع أعداد الطائرات في أسطولها بشكل مستمر، هذا بالإضافة الى استمرار ارتفاع ساعات الطيران والإقلاع مما يزيد من الحاجة إلى المزيد من الصيانة والتصليلات بطبيعة الحال، وارتفعت تكاليف الصيانة من 50.9 مليون دينار عام 2006 لتصل الى 71.4 مليون دينار عام 2008.

• إجمالي الأرباح:

واجهت الشركة صعوبات بسبب تأثير عدم الاستقرار السياسي في المملكة وجوارها بدءا من تفجيرات عمان في أواخر عام 2005 والتي امتد أثرها تقريبا الى نصف عام 2006 وانتهاء بعدم الاستقرار في بعض دول

الجوار مثل فلسطين ولبنان خلال عام 2006، لتحقيق إجمالي أرباح دون المستوى الطبيعي لها بقيمة 13.58 مليون دينار، وعند الاطلاع على قائمة الدخل لعام 2006 ومقارنتها مع عام 2005 فيلاحظ أن التكاليف التشغيلية للشركة قد ارتفعت بنسبة أكبر من ارتفاع إيراداتها التشغيلية ويعزى ذلك لارتفاع تكاليف عمليات الطيران بشكل كبير حيث ارتفعت من 143.8 مليون دينار عام 2005 الى 186.16 مليون دينار عام 2006، هذا بالإضافة الى ارتفاع تكاليف بدل استئجار طائرات بحوالي 11.3 مليون دينار مقارنة مع عام 2005.

وقد شهدت الشركة في عام 2007 استقرارا في نشاطها التشغيلي وارتفاعا في أعداد المسافرين اثر توسعة الشبكة التي تخدمها بسبب انضمامها إلى تحالف شركات الطيران العالمي كما تم ذكره سابقا والذي أدى إلى ارتفاع إجمالي الأرباح بشكل كبير خلال عام 2007 لتصل نسبة الارتفاع بنسبة 160% مقارنة مع 2006 وتسجل ما قيمته 35.3 مليون دينار بالرغم من ارتفاع التكاليف التشغيلية في ذلك العام إلا إن كانت نسبة ارتفاع الإيرادات أعلى من نسبة ارتفاع التكاليف، أما في عام 2008 وبالرغم من الصعوبات التي واجهتها الشركة بسبب تذبذب أسعار النفط العالمية وتأثر نشاطها التشغيلي وخاصة في أواخر العام إلا أنها حققت إجمالي أرباح 30 مليون دينار تقريبا أي بنسبة انخفاض 14.7% مقارنة مع عام 2007، هذا وقد حققت الشركة إجمالي أرباح خلال الربع الثالث من عام 2009 ما قيمته 40.7 مليون دينار مقابل 21.53 مليون دينار خلال الربع الثالث من عام 2008 أي بنسبة ارتفاع 89% مقارنة مع الربع الثالث من عام 2008، وجاءت هذه الأرباح في الربع الثالث من عام 2009 بالرغم من انخفاض الإيرادات التشغيلية مقارنة مع نفس الفترة من عام 2008 للشركة لكن رافقها انخفاض التكاليف التشغيلية بنسبة أكبر خلال تلك الفترة.

• المصاريف الإدارية والعمومية:

ارتفعت المصاريف الإدارية والعمومية خلال عام 2007 بنسبة 6.5% مسجلة ما قيمته 15.9 مليون دينار، ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى ارتفاع الرواتب والأجور والمصاريف الأخرى المتعلقة بالموظفين مثل المصاريف الطبية والتأمين الصحي وذلك بسبب ارتفاع أعداد الموظفين 12% في ذلك العام كما هو مبين في الجدول رقم (1)، هذا بالإضافة إلى ارتفاع الاستهلاكات في ذلك العام بنسبة 24% والإيجارات بنسبة 26% مقارنة مع عام 2006، هذا وقد استمرت المصاريف الإدارية والعمومية في الارتفاع خلال عام 2008 لتصل إلى 21 مليون دينار تقريبا أي بنسبة ارتفاع 32.5% وذلك لارتفاع الرواتب والأجور وذلك بسبب ارتفاع عدد الموظفين للسنة الثانية على التوالي، هذا بالإضافة إلى الارتفاع الملحوظ في تعويض نهاية الخدمة والتي وصلت إلى 1.8 مليون دينار تقريبا مرتفعة بنسبة 255%، ومن الجدير ذكره أن الشركة قامت خلال عام 2008 بعمل تحديثات كثيرة على الأنظمة الالكترونية مما أدى إلى ارتفاع هذه المصاريف خلال عام 2008 بنسبة 78% مقارنة مع عام 2007 مسجلة ما قيمته 1.05 مليون دينار، وقد سجلت

المصاريف الإدارية والعمومية في الربع الثالث من عام 2009 ما قيمته 13 مليون دينار قابلها 13.9 مليون دينار لنفس الفترة من عام 2008.

وهناك مصاريف غير تشغيلية أخرى يمكن أن تتحملها الشركة كما حصل في عام 2008 وهو التغيير في القيمة العادلة للمشتقات المالية، فقد اضطرت وبسبب التذبذب والارتفاع المضطرد في أسعار النفط العالمية وخاصة في النصف الأول من عام 2008 والذي يؤثر بشكل كبير وفعال على التكاليف التشغيلية ضمن وقود الطائرات، فقد قامت بشراء عقود تحوط، حيث تم التحوط لحوالي 35% من استهلاك الوقود خلال العامين 2008 و2009 بمعدل أسعار بلغ حوالي 105 دولار/برميل، وكنتيجة للأزمة المالية العالمية فقد انخفضت أسعار النفط بشكل كبير ومتسارع ليصل مع نهاية العام الى 45 دولار/برميل تقريبا مما أدى الى خسائر اعادة تقييم بقيمة 46.6 مليون دينار تقريبا، هذا وقد سجلت أرباح في القيمة العادلة للمشتقات المالية في الربع الثالث من عام 2009 بقيمة 1.4 مليون دينار.

• صافي الأرباح:

حققت شركة الخطوط الجوية الملكية ارتفاع ملحوظ خلال عام 2007 في صافي أرباحها لتحقق ما قيمته 20.3 مليون دينار قابلها 6.1 مليون دينار عام 2006، ويعود ذلك أولا إلى ارتفاع الإيرادات التشغيلية بنسبة اكبر من ارتفاع التكاليف التشغيلية مقارنة مع عام 2006 كما تم ذكره سابقا، ثانيا لتحقيقها بعض الأرباح غير تشغيلية كان أبرزها المتأتية من فروقات العملات حيث حققت الشركة أرباح منها بقيمة 1.5 مليون دينار في عام 2007، هذا بالإضافة الى انخفاض مصاريف التمويل في ذلك العام بقيمة 1 مليون دينار تقريبا، وقد كان ارتفاع التكاليف التشغيلية متماشيا مع الزيادة في الإنتاجية لديها، وفي عام 2008 حققت صافي خسائر بقيمة 23.3 مليون دينار ويعود السبب الرئيسي وراء ذلك الى تدني القيمة العادلة للمشتقات المالية لها والمتمثلة بالنفط، حيث قامت بشراء وقود تحوطي على أسعار مرتفعة وذلك للتخفيف من أثر الارتفاع المضطرد في أسعار الوقود العالمية قبل أن تنهار الأسعار بفعل الأزمة المالية العالمية ويصل الى حدود دنيا لتتكبد خسائر بقيمة 46 مليون دينار في ذلك العام، وأما في الربع الثالث من عام 2009 فقد حققت صافي أرباح بقيمة 25.5 مليون دينار قابلها خسائر بقيمة 3.7 مليون دينار لنفس الفترة من عام 2008، ومن المتوقع أن ترتفع أرباحها لنهاية العام وترتد الى مستوياتها الطبيعية بالرغم من تقارير الأياتا والتي وضح ضخامة الخسائر التي يمكن أن تتعرض لها شركات الطيران العالمية في عام 2009. ويدل هذا على قدرة الشركة على التأقلم مع الأزمة المالية وتنوع إيراداتها التشغيلية ضمن قطاع شديد المنافسة وتكثر به المخاطر.

والجدول رقم (2) يبين هامش إجمالي الأرباح وصافي الأرباح ونسبة كلفة المبيعات الى المبيعات، وهي من أهم النسب المالية التي تدل على قدرة الشركة على في تحقيق النمو لديها من ناحية الأرباح بشكل عام.

الجدول رقم (2)				
Q3 2009	2008	2007	2006	النسبة
9.08%	4.29%	6.48%	2.89%	هامش اجمالي الأرباح
5.69%	-3.32%	3.74%	1.23%	هامش صافي الأرباح
90.92%	95.71%	93.52%	97.11%	كلفة المبيعات الى المبيعات

• هامش اجمالي الأرباح:

نلاحظ أن هامش اجمالي الأرباح غير ثابت وليس له سلوك ثابت، ويعود ذلك الى تنوع المتغيرات أو المؤثرات سواء الداخلية أو الخارجية لدى الشركة مما يصعب عليها التحكم به بشكل جيد، ولكن من المتوقع مع افتراض ثبات العوامل المتغيرة الأخرى أن تحقق المزيد من النمو في هذه النسبة.

• هامش صافي الأرباح:

عند الاطلاع على نسبة هامش صافي الأرباح يلاحظ وجود فرق ملحوظ بينها وبين هامش اجمالي الأرباح، وهذا يدل على أن الشركة تتحمل مصاريف غير تشغيلية تلغي النصف تقريبا من هامش اجمالي الأرباح الشركة، وقد حققت هامش صافي أرباح سالب في عام 2008 وذلك بسبب الخسائر غير التشغيلية غير المتحققة جراء تدني القيمة العادلة للمشتقات المالية.

• كلفة المبيعات الى المبيعات:

عند الاطلاع على نسبة كلفة المبيعات الى المبيعات الموضحة في الجدول رقم (2) يلاحظ أنها انخفضت خلال عام 2007 لتصل الى 93.5% ويعتبر ذلك مؤشر جيد على أداء الشركة في تحقيق أرباح أكثر فعالية فعند انخفاض هذه النسبة فان ذلك يعني أن المبيعات قد ارتفعت جراء ارتفاع حجمها، أما في عام 2008 ويمكن اعتبارها سنة استثنائية بسبب الأزمة المالية العالمية والتي زادت من المؤثرات الخارجية على أداء الشركة فان هذه النسبة قد ارتفعت بمقدار نقطتين لتصل الى 95.7% في عام 2008 مقارنة مع 2007، وفي الربع الثالث من عام 2009 انخفضت بشكل ملحوظ لتصل الى 90.9% وهو يعتبر مؤشر جيد على أداء الشركة على تحقيق هامش إجمالي أرباح فعالة.

• الموجودات غير المتداولة:

• الممتلكات والمعدات:

تتكون الممتلكات والمعدات من الطائرات المملوكة بموجب عقود استئجار تمويلي، وطائرات، ومحركات، وقطع رئيسية للطائرات، وآلات ومعدات، وحاسب آلي، وأراضي ومباني، وسيارات، وارتفعت قيمة الممتلكات والمعدات خلال عام 2007 بنسبة 19.2% لتسجل ما قيمته 419 مليون دينار، وواصلت نموها في عام 2008 لتصل الى 492 مليون دينار أي بنسبة نمو بلغت 17.6% مقارنة مع عام 2007.

• الاستهلاك:

تقوم الشركة بطرح الاستهلاك السنوي لكل بند من ممتلكاتها كل بنسبته في كل سنة ما عدا أراضيها، وقد تراوحت نسبة الاستهلاك في الشركة ما بين 2.5% للسيارات و25% للحاسب الآلي، ومن الجدير ذكره أن نسبة الاستهلاك للطائرات 5.5% سنويا بشكل عام. وقد ارتفع قيمة الاستهلاك السنوية متأثرا بارتفاع الممتلكات والمعدات وقد بلغ متوسط الاستهلاك التراكمي خلال الفترة 2006 – 2008 ما نسبته 58.7% من إجمالي قيمة الممتلكات والمعدات. لتسجل قيمة الاستهلاك خلال نفس الفترة ما مجموعه 226 مليون دينار، و243.5 مليون دينار، و 265.1 مليون دينار على التوالي.

• مشاريع تحت التنفيذ:

وتتمثل المشاريع تحت التنفيذ بمبنى الإدارة العامة التي تقيمه الشركة في منطقة الدوار الخامس في العاصمة عمان بكلفة إجمالية قدرها 26 مليون دينار وقد بدأت الشركة بتنفيذه في عام 2008 ومن المتوقع الانتهاء منه في عام 2010، وعليه فقد ارتفعت هذه القيمة في الربع الثالث من عام 2009 لتصل الى 10.2 مليون دينار مقابل 4.8 مليون دينار لعام 2008.

الدفعات على حساب شراء وتعديل طائرات:

وهي دفعات على حساب شراء طائرات للشركة، وقد قامت الشركة خلال عام 2007 بشراء طائرات من نوع بوينج 787 لترتفع دفعاتها من 440 ألف دينار عام 2006 الى 5.4 مليون دينار عامي 2007 و2008، أما بالنسبة الى الدفعات المتعلقة بطائرات إمبيرير فقد انخفضت خلال عام 2007 مسجلة 7 مليون دينار مقابل 9.4 مليون دينار لنفس الفترة من عام 2006، ولم تسجل الشركة أي دفعات بعدها تتعلق بهذه الطائرة، وعليه فقد ارتفع إجمالي الدفعات على حساب شراء وتعديل طائرات من 9.8 مليون دينار عام 2006 الى 12.5 مليون دينار عام 2007، ولتشهد انخفاضا ملموسا في عام 2008 ولتسجل ما قيمته 5.4 مليون دينار بسبب نفاذ الدفعات على طائرة إمبيرير كما تم ذكره سابقا.

وعليه فقد نمت موجودات الشركة غير المتداولة بشكل عام خلال سنوات الدراسة والتي مثلت ما نسبته 68% تقريبا من مجموع الموجودات لديها، هذا وقد ارتفعت موجوداتها غير المتداولة من 164 مليون دينار تقريبا عام 2006 لتصل الى ما قيمته 274 مليون دينار في الربع الثالث من عام 2009، وكان من أكبر البنود تأثيرا على الموجودات غير المتداولة هي صافي الممتلكات والمعدات، وجاء في المرتبة الثانية من حيث التأثير خلال سنوات الدراسة بند المبالغ المحتجزة عقود استئجار وتلاها الاستثمارات في الشركات الحليفة مقابل ، والنمو الذي حققته الشركة خلال سنوات الدراسة في موجوداتها غير المتداولة يعتبر ذلك مؤشر جيد على أداء الشركة في نمو موجوداتها غير المتداولة، والتي من المفترض أن تركز عليها الشركة وعلى نموها فهي تعتبر الموجودات الرئيسية للشركة بحكم نشاطها التشغيلي.

• الموجودات المتداولة:

• النقد في الصندوق ولدى البنوك:

ارتفعت قيمة النقد خلال عام 2007 بنسبة 14.7% مقارنة مع عام 2006 مسجلة ما قيمته 46.5 مليون دينار تقريبا، فقد حققت الشركة صافي تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية وصلت الى 68.9 مليون دينار تقريبا خلال عام 2007 قابلها 40.5 مليون دينار في عام 2006، وبالرغم من قيام الشركة بتحقيق صافي تدفقات نقدية من الأنشطة الاستثمارية بالسالب في ذلك العام وذلك لقيامها بشراء معدات وممتلكات جديدة، إلا انها قامت أيضا بالحصول على قروض بقيمة 24 مليون دينار، كما قامت بتسديد عقود استئجار رأسمالي بقيمة 18.4 مليون دينار وأسناد قرض بقيمة 40 مليون دينار في عام 2007 لتحقيق صافي نقد بقيمة 6 مليون دينار تقريبا ويضاف على الرصيد السابق في أول السنة والتي تبلغ قيمته 40 مليون دينار، أما في عام 2008 انخفضت قيمة النقد لديها بنسبة 46.6% مقارنة مع عام 2007 مسجلة 24.8 مليون دينار نهاية عام 2008، وذلك يعود لعدة أسباب، أولها لتحقيقها خسائر قبل الضريبة بقيمة 27.9 مليون دينار تقريبا مما أدى الى انخفاض قيمة التدفقات النقدية التشغيلية الى 30 مليون دينار قابلها 68.9 مليون دينار في عام 2007، وثانيا استمرار الشركة في شراء ممتلكات ومعدات جديدة، ويضاف الى ذلك قيامها بتسديد جزء من القروض بقيمة 6.5 مليون دينار، وعقود استئجار تمويلي بقيمة 16 مليون دينار، هذا بالإضافة إلى دفع مبلغ 4 مليون دينار كفوائد. وقد سجلت الشركة كنفد ما قيمته 35.8 مليون دينار حتى الربع الثالث من عام 2009 قابلها 24.8 مليون دينار لنفس الفترة من عام 2008.

• صافي الذمم المدينة:

وهي عبارة عن الذمم المدينة مطروحة منها الذمم المشكوك في تحصيلها، وتقوم الشركة بالحصول على ضمانات تتمثل في كفالات بنكية مقابل معظم ذمم وكلاء الشحن والوكلاء العامون، وقد بلغ صافي الذمم المدينة في عام 2006 ما قيمته 33 مليون دينار، لترتفع في عام 2007 وتسجل 39.5 مليون دينار وذلك بسبب ارتفاع مبيعات الشركة، وفي عام 2008 ارتفعت صافي الذمم المدينة لتسجل 43 مليون دينار تقريبا، أما في الربع الثالث من عام 2009 فقد بلغ صافي الذمم ما قيمته 44.6 مليون دينار تقريبا. أما بالنسبة الى الذمم المدينة الأخرى والتي تتعلق بالمصاريف المدفوعة مقدما والتأمينات المستردة وسلف موظفين ودفعات مقدمة للموردين فإنها واصلت نموها خلال فترة الدراسة، وقد سجلت في عام 2007 ارتفاعا طفيفا بلغت نسبته 2.6% مقارنة مع عام 2006 لتسجل 19.6 مليون دينار، وفي عام 2008 ارتفعت بنسبة 22.4% مسجلة 24 مليون دينار ويعزى ذلك بشكل رئيسي الى ارتفاع ذمم المؤجرين- مطالبات الصيانة، هذا وقد بلغت في الربع الثالث من عام 2009 ما قيمته 26.1 مليون دينار.

وقد بلغ معدل دوران الذمم المدينة ما قدره 8.9 مرة كمتوسط خلال فترة الدراسة، كما بلغت فترة التحصيل 41 يوم تقريبا كمعدل عام خلال فترة الدراسة وسوف تتم مقارنتها مع معدل دوران الذمم الدائنة ومتوسط فترة الدفع للحكم على أداء الشركة في هذا المجال.

الجدول رقم (3) نسب التداول والنشاط				
المؤشرات	2006	2007	2008	Q3 2009
التداول (مرة)	0.77	0.64	0.44	0.51
السيولة السريعة (مرة)	0.74	0.62	0.41	0.49
معدل دوران الذمم المدينة (مرة)	8.56	9.78	11.13	6.51
متوسط فترة التحصيل (يوم)	42.04	36.81	32.36	55.32
معدل دوران الموجودات غير المتداولة (مرة)	2.72	2.84	2.83	1.63
معدل دوران الموجودات (مرة)	1.67	1.82	1.99	1.18
العائد على الموجودات	2.05%	6.17%	-6.24%	6.61%

وعليه فقد ارتفعت مجموع الموجودات المتداولة خلال عام 2007 بنسبة 7.3% مسجلة 110.4 مليون دينار بسبب ارتفاع كل من النقد والذمم المدينة، أما في عام 2008 فقد شهدت انخفاضا بنسبة 12.2% مسجلة ما قيمته 96.9 مليون دينار وذلك بسبب الانخفاض الواضح الذي حصل في قيمة النقد لديها مقارنة مع عام 2007، ولكن ارتدت الموجودات المتداولة في الربع الثالث من عام 2009 لتسجل ما قيمته 111.8 مليون دينار بسبب ارتفاع النقد لدى الشركة، ويلاحظ هنا أن من أكبر البنود تأثيرا على إجمالي الموجودات المتداولة هي النقد وصافي الذمم المدينة والتي من الملاحظ أن الشركة حريصة على نموها بشكل عام، وهذا يعتبر مؤشر جيد على محاولة الملكية الأردنية على الاحتفاظ بكمية من السيولة لديها لمواجهة المتطلبات الأجل القصير، وعند الاطلاع على الجدول رقم (3) والمبين فيه نسب السيولة لدى الشركة فيلاحظ أنه في عام 2007 أن كلا من نسبة التداول ونسبة السيولة السريعة قد انخفضت لتصل الى 0.64 مرة 0.62 مرة على التوالي، وذلك يعود الى ارتفاع المطلوبات المتداولة لدى الشركة بنسبة أكبر من ارتفاع موجوداتها المتداولة في ذلك العام، وفي عام 2008 شهدت هاتين النسبتين هبوط واضح، جراء انخفاض قيمة موجوداتها المتداولة بالوقت التي ارتفعت فيه قيمة المطلوبات المتداولة لديها، وفي الربع الثالث من عام 2009 ارتدت النسبتين لترتفعا وتسجلا ما نسبته 0.51 مرة كنسبة تداول، 0.49 مرة كنسبة سيولة سريعة، وذلك لقيام الشركة بتسديد جزء من مطلوباتها المتداولة لازمها ارتفاع في قيمة النقد لديها في تلك الفترة لينتج عنه ارتفاع في موجوداتها المتداولة كما تم ذكره سابقا.

ويبلغ معدل دوران إجمالي موجودات الشركة 1.8 مرة كمتوسط خلال سنوات الدراسة، ولكن يلاحظ أن الشركة قد حققت عائد على الموجودات بنسبة 6.17% خلال عام 2007 مقارنة مع 2% عام 2006 وذلك

يعود الى ارتفاع الأرباح الملحوظ خلال عام 2007 كما تم ذكره سابقا، وفي عام 2008 فقد كان معدل العائد على الموجودات بالسالب بطبيعة الحال إثر تحقيق خسائر في تلك السنة، لكن في الربع الثالث من عام 2009 فقد بلغ العائد على موجوداتها ما نسبته 6.6%، وعند استثناء كل من عامي 2006 و 2008 فإننا نجد أن المعدل الأكثر منطقية هو حوالي 6%.

- **المطلوبات غير المتداولة:**

- **قروض طويلة الأجل:**

قامت الشركة خلال عام 2007 بالحصول على قرض من البنك الأردني الكويتي بقيمة 26.2 مليون دينار وبسعر فائدة معدل سعر الإقراض في أسواق لندن (LIBOR) مضافا إليها نسبة 1.25% ويسدد القرض بموجب 48 قسطا شهريا مما أدى إلى ارتفاع القروض طويلة الأجل في ذلك العام ولتسجل 17.5 مليون دينار تقريبا، وفي عام 2008 تم تخفيض الدفعة المستحقة منه والبالغة 6.56 مليون دينار لينخفض إلى 10.9 مليون دينار تقريبا، وفي الربع الثالث من عام 2009 سجلت قيمة القروض طويلة الأجل ما قيمته 13.55 مليون دينار.

وبالنسبة إلى الالتزامات بموجب عقود استئجار رأسمالي طويلة الأجل التي على الشركة والناشئة عن الاستئجار التمويلي للطائرات والتي تمتلكها بعد سداد قيمتها مضافة إليها سعر الفائدة (LIBOR) بالإضافة إلى فائدة تحددها الاتفاقيات وهي لا تتجاوز 2% عادة. في عام 2007 ارتفعت قيمة هذا البند بشكل ملحوظ مقارنة مع عام 2006 لتسجل 29.2 مليون دينار، وذلك لتوقيع الشركة اتفاقيتان على استئجار طائرتين من نوع إمبيرير E195 بمبلغ 15.975 مليون دينار لكل طائرة وبسعر الفائدة (LIBOR) مضافا 0.75% سنويا.

- **المطلوبات المتداولة:**

من أهم المطلوبات المتداولة لدى الشركة هي الدائنون والتي تحتوي على الذمم الدائنة على الشركة لموردو النفط وقطع الغيار ووزارة المالية وأخرى، وقد شهدت هذه القيمة ارتفاع ملحوظا خلال عام 2007 لتسجل 84.19 مليون دينار مقارنة مع 68.8 مليون دينار عام 2006، ويعود ذلك إلى ارتفاع الذمم الدائنة لموردو الوقود والتي ارتفعت من 8.6 مليون دينار عام 2006 لتصل إلى 20.65 مليون دينار عام 2007 وذلك لارتفاع أسعار الوقود عالميا أولا، وثانيا لارتفاع طلب الشركة على الوقود الناتج عن زيادة نشاطها وساعات الطيران. وفي عام 2008 انخفضت قيمة الدائنون على الشركة بشكل بسيط لتصل إلى ما مجموعه 81.2 مليون دينار وذلك لانخفاض بند موردو الوقود إلى 11.2 مليون دينار وانخفاض الجهات الدائنة الأخرى، ويلاحظ هنا مدى تأثير فاتورة الوقود على الشركة بشكل عام سواء من ناحية السيولة أو من الأرباح كما تم ذكره سابقا. وقد سجلت ما قيمته 90.8 مليون دينار في الربع الثالث من عام 2009.

ومن المطلوبات المتداولة ذات التأثير الكبير على الشركة هي الإيرادات المؤجلة ومن أهم بنودها هي مبيعات التذاكر والشحن والخدمات الأخرى غير المستغلة وهي تلك المبيعات التي قد قامت الشركة بقبض ثمنها ولكن لم تقدم خدماتها بعد، وارتفعت خلال عام 2007 بنسبة 17% مقارنة مع عام 2006 لتسجل ما قيمته 46.9 مليون دينار ويعود ذلك لارتفاع قيمة مبيعات التذاكر والشحن غير المستغلة في ذلك العام، وفي عام 2008 شهدت هذه المطلوبات انخفاضا بنسبة 12.4% لتصل الى 41 مليون دينار تقريبا بسبب انخفاض مبيعات التذاكر والشحن غير المستغلة، وقد بلغت في الربع الثالث من عام 2009 ما قيمته 48.7 مليون دينار ومن المتوقع أن تنخفض هذه النسبة في نهاية عام 2009 وذلك لاستغلال عدد كبير من مبيعات التذاكر والشحن غير المستغلة.

الجدول رقم (4)				
Q3 2009	2008	2007	2006	
3.10	5.45	4.30	6.30	معدل دوران الذمم الدائنة (مرة)
116.06	66.03	83.80	57.10	فترة التحصيل (يوم)
73.20%	77.10%	66.97%	66.81%	نسبة المديونية

وقد بلغ معدل دوران الذمم الدائنة للشركة كما هو موضح في الجدول رقم (4) خلال سنوات الدراسة ما قدره 5.3 مرة يقابلها 9.8 المعدل لدوران الذمم المدينة، وهذا يعتبر مؤشر جيد على إدارة الشركة لذممها الدائنة والمدينة فهي تقوم بتدوير ذممها المدينة عن طريق مبيعاتها بقدر أكبر من تدوير ذممها الدائنة. وعند مقارنة فترة السداد والبالغة 80 يوم تقريبا كمعدل ومقارنتها بفترة التحصيل والبالغة 41 يوم تقريبا، فهذا يعني بإمكانية الشركة بتسديد ذممها الدائنة عن طريق تحصيل الذمم المدينة بشكل فعال مما قد يقلل من تكاليف التمويل قصيرة الأجل على الشركة.

وعند الاطلاع على نسبة المديونية للشركة يلاحظ ان الشركة قد قامت خلال فترة الدراسة بتمويل ما نسبته 71% تقريبا من موجوداتها عن طريق مطلوباتها، وهذا يرجع بسبب رئيسي الى لجوء الشركة الى طريق التأجير التمويلي في شراء الطائرات ذات القيمة الكبيرة مما يرفع من هذه النسبة الى أن تقوم الشركة بسداد كامل القيمة وتنقل ملكيتها اليها، أو تقوم ببيعها الى الجهات الأخرى.

حقوق المساهمين:

شهدت قيمة حقوق المساهمين خلال عام 2007 ارتفاعا بنسبة 23% تقريبا لتسجل ما قيمته 109 مليون دينار وذلك بسبب زيادة الشركة لرأسمالها من 72.5 مليون دينار الى 84.3 مليون دينار وذلك برسمة الأرباح المدورة المتحققة في عام 2006 والبالغة 10.8 مليون دينار، والاحتياطي الاختياري للشركة والبالغ قيمته 1.02 مليون دينار تقريبا، والسبب الآخر وراء ارتفاع حقوق المساهمين في ذلك العام هو ارتفاع الاحتياطي الإجباري، الى جانب تحقيق الشركة الى أرباح مدورة بقيمة 18.15 مليون دينار في ذلك العام،

وفي عام 2008 شهدت الشركة انخفاضا ملموسا في حقوق الملكية لتصل الى 85.7 مليون دينار ويعزى ذلك لتحقيق الشركة خسائر مدورة بقيمة 5.2 مليون دينار، ولكن نجحت الشركة في رفع قيمة حقوق المساهمين في الربع الثالث من عام 2009 لتصل الى 103.4 مليون دينار بسبب تحقيق الشركة أرباح مدورة بقيمة 12.4 مليون دينار.

ومن النسب المهمة التي يطلع عليها معظم المستثمرين هي نسبة العائد على حقوق الملكية والقيمة الدفترية للشركة والمبينة في الجدول رقم (5)

الجدول رقم (5)				
Q3 2009	2008	2007	2006	
26.98%	-23.98%	20.59%	6.18%	العائد على حقوق الملكية
8.91%	-9.12%	9.42%	4.10%	العائد على الاستثمار
1.23	1.02	1.29	1.22	القيمة الدفترية للشركة (دينار)

ويلاحظ عند استثناء عام 2008 انه العائد على حقوق الملكية في ارتفاع مستمر وهو يعتبر مؤشر جيد على حرص الشركة في تحقيق العوائد على مساهميها ونموها.
القيمة العادلة:

Div/P	P/B	P/E	
4.275	2.094	21.015	قطاع الخدمات
1.82	1.82	1.82	سعر الإغلاق
0.00%	1.58	6.41	RJAL
#DIV/0!	2.41	5.96	القيمة العادلة للشركة
	2.79		معدل القيمة العادلة للشركة خلال سنوات الدراسة

أعلنت الشركة نتائجها الأولية عن عام 2009 خلال الإعداد النهائي لهذه الدراسة والتي أظهرت تحقيق صافي أرباح بقيمة 28.6 مليون دينار قابلها خسائر بقيمة 23.3 مليون دينار عام 2008، وقد انخفضت الإيرادات التشغيلية للشركة بنسبة 14.5% مقارنة مع عام 2008 مسجلة ما قيمته 598.2 مليون دينار، ويعزى ذلك لتأثير الأزمة المالية العالمية على صناعة النقل الجوي في العالم الأجمع، الأمر الذي أكدته آخر تقرير لـ (الأياتا) حول وضع هذه الصناعة في العالم، فقد أدى ذلك بطبيعة الحال الى انخفاض كل من عدد المسافرين وعمليات الشحن لديها، هذا وبسبب انخفاض الفاتورة النفطية للشركة خلال عام 2009 مقارنة مع عام 2008 للنصف تقريبا، فقد قامت الشركة بتخفيض أسعار التذاكر بشكل عام. ومن الجدير ذكر هنا أن النفقات التشغيلية للشركة قد شهدت انخفاضا أيضا بسبب انخفاض تكاليف عمليات الطيران لديها والتي تمثل حصة الأسد من النفقات التشغيلية لديها.

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 للتغير على ضوء الظروف الاقتصادية السائدة وظروف بورصة عمان وسوق 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 وأن رئيس مجلس إدارة الشركة وأعضاء مجلس إدارتها وموظفيها هم أعضاء في مجالس إدارة لشركات مساهمة عامة عديدة وقد يمتلكون أسهماً في هذه الشركات.