



التوصية: فكر في الشراء

سعر السهم المستهدف				
سعر السهم الحالي				
ريال 35,7				
ريال 31,8				
أعلى من	بين	بين	بين	أقل من
41,0	41,0-38,5	38,4-33,2	33,1-30,6	30,5
بيع	فكر في البيع	انتظار	فكر في الشراء	شراء

الملخص الاستثماري

الشركة العربية للأنابيب من أكبر الشركات المنتجة لأنابيب الصلب المستخدمة في قطاعات النفط والغاز والبتروكيماويات والتشييد. تملك الشركة مصنعين أحدهما في الرياض والثاني في مدينة الجبيل الصناعية تم افتتاحه مؤخراً مما حولها لأكبر منتج لأنابيب الصلب في المملكة، والشركة من الموردين الرئيسيين لأنابيب الصلب لعدة شركات نفط من ضمنها شركة أرامكو. ورغم أن الشركة تواجه في الوقت الحالي تراجعاً في الإيرادات نتيجة لتأجيل بعض شركات النفط لخططها التوسعية، إلا أنها تعتبر في وضع جيد يؤهلها للانطلاق بمجرد تحسن الظروف الاقتصادية. ونعتقد أن سهم الشركة عند سعره الحالي مقيم دون السعر المستهدف بصورة طفيفة.

إيجابيات الاستثمار

- تتواصل مشاريع وخطط أرامكو التوسعية التي تتعامل مع تأمين احتياجاتها من السوق المحلي كهدف استراتيجي.
- تعتبر المنافسة محدودة خصوصاً أن إنتاج الشركات المحلية مجتمعة يقل كثيراً عن احتياجات أرامكو.
- مصنع الشركة الجديد هو الأول من نوعه في المملكة الذي ينتج أنابيب عالية الجودة ذات أقطار واسعة.
- إدارة الشركة لمخزونها بطريقة جيدة أتاح لها التقليل من تأثيرات تذبذب أسعار المواد الخام.
- حصول منتجات الشركة على شهادات الجودة اللازمة يجعلها جاذبة للعملاء من خارج المملكة.

سلبيات الاستثمار

- الاعتماد المفرط على قطاع النفط والغاز لبيع منتجات الشركة.
- تزايد الاعتماد على شركة أرامكو التي شكلت طلباتها نحو 80 بالمائة من العدد الكلي لطلبات الشراء التي تلقتها الشركة هذا العام.
- أضر تراجع الاستثمار في صناعة النفط بالأداء المالي للشركة ومن المرجح أن يؤثر على العمليات التشغيلية في مصنع الشركة بالجبيل.
- تمثل الزيادة الأخيرة في الديون طويلة الأجل تحدياً أمام الشركة ما لم تنتعش المبيعات في المستقبل المنظور.

فكر في الشراء

السعر المستهدف: *35,7 ريال

السعر الحالي: 31,8 ريال

السعر العادل: 29 ريال

*لفترة 12 شهر

تفاصيل السهم

1,002	القيمة السوقية (مليون ريال)
31,5	عدد الأسهم المصدرة المتداولة (مليون)
27	عدد الأسهم المتاحة للتداول (مليون)
1,09	إيرادات السهم (ريال)*
0,00	الربح الموزع للسهم (ريال)
23,37	القيمة الدفترية للسهم (ريال)
63,00	أعلى سعر في 52 أسبوع (ريال)
26,40	أدنى سعر في 52 أسبوع (ريال)

* عن فترة الـ 12 شهراً المنتهية في سبتمبر 2009

سعر سهم الشركة العربية للأنابيب



المعايير الرئيسية للسهم

29,22	السعر للعائد (مكرر الربحية)
1,36	السعر/القيمة الدفترية
4,7	العائد على رأس المال (%)
2,2	العائد على إجمالي الموجودات (%)
31,4	الربح الكلي (%)
18,6	الربح التشغيلي (%)
0,3	معدل السيولة الفورية*
1,41	درجة مخاطر السوق (معامل بيتا)
3,42	عائد إيرادات السهم (%)
0	عائد أرباح السهم (%)

* عن فترة الـ 12 شهراً المنتهية في سبتمبر 2009



تحليل صناعة الأنابيب

تغطي صناعة الأنابيب مجالات متعددة تشمل تمديدات خطوط النفط والغاز والبتروكيماويات وتوزيع المياه والبنيات التحتية وأعمال التشييد وتختلف أنواع الأنابيب باختلاف استخداماتها. وتدخل مجموعة من المواد في تصنيع الأنابيب مثل الصلب والفخار والخرسانة والبلاستيك والألياف الزجاجية (فايبرجلاس)، ويرتبط كل نوع بمجموعة معينة من الاستخدامات، فأنابيب الصلب تستخدم في صناعة النفط والغاز والمياه بسبب قدرتها على مقاومة الضغط العالي بينما تستخدم الأنابيب الفخارية والخرسانية في شبكات الصرف الصحي. ويركز هذا التقرير على أنابيب الصلب التي تمثل المنتج الرئيسي للشركة قيد البحث وهي الشركة العربية للأنابيب.

شهدت صناعة أنابيب الصلب العالمية نمواً كبيراً ومتسارعاً خلال السنوات الأخيرة جراء زيادة النشاط في قطاع صناعة النفط والغاز، حيث بلغ حجم الطلب على أنابيب الصلب عام 2008 حوالي 47 مليون طن شكل الطلب من الولايات المتحدة والشرق الأوسط والهند حوالي 40 بالمائة منه. وبينما تتواصل عمليات الاستثمار في مشاريع التوسعة في مجال النفط والغاز في دول الخليج والعراق نجد أن المملكة لوحدها تستحوذ على أكثر من 50 بالمائة من تلك المشاريع.

بلغ حجم صناعة أنابيب الصلب في السعودية العام الماضي حسب تقديرنا حوالي 2,5 مليون طن (لا تتوفر إحصائيات رسمية)، إلا أن هذه الصناعة تعرضت لانكماش هذا العام بسبب اضطراب كبرى شركات النفط في المنطقة إلى تجميد خططها التوسعية. حالياً يقل إنتاج شركات تصنيع أنابيب الصلب كثيراً عن الطاقة التصميمية للمصانع نتيجة لانخفاض حجم الطلب من أسواق التصدير الإقليمية مما دفع بالشركات المنتجة إلى تأجيل معظم مشاريعها التوسعية.

عملية التصنيع

هناك فئتان رئيسيتان لأنابيب الصلب هما الأنابيب المتصلة والأنابيب الملحومة:

- **الأنابيب المتصلة:** يتم تصنيع أنابيب الصلب المتصلة من قضبان صلب دائرية يتم تشكيلها على هيئة أنابيب مجوفة تحت درجة حرارة عالية بحيث لا تتطلب التلحيم بين أجزائها. وتتميز الأنابيب المتصلة بقدرتها على تحمل الضغط العالي ولذلك فهي تستخدم في عمليات التنقيب عن النفط والغاز ويتطلب تصنيعها استخدام تقنيات متطورة وتعتبر أكثر قدرة على التحمل من الأنابيب العادية الملحومة، لكن ينحصر عيبها الوحيد في محدودية قطرها الذي لا يتعدى 14 بوصة. تستخدم الأنابيب المتصلة بصفة شائعة في استخراج النفط من الآبار ويندر استخدامها في نقل النفط.
- **الأنابيب الملحومة:** يتم تصنيع الأنابيب الملحومة عن طريق تشكيل ولحم الصلب البارد وبتراوح عرضها بين 6 بوصات و 120 بوصة وتستخدم في كثير من المجالات أهمها نقل النفط والغاز ويسود في المملكة إنتاج هذا النوع من الأنابيب. هناك ثلاث أساليب للتلحيم تعتبر الأكثر شيوعاً وهي اللحام بالمقاومة الكهربائية واللحام القوسي المغمور وطريقة اللحام اللولبية. في عملية اللحام بالمقاومة الكهربائية يستخدم تيار كهربائي لتعزيز عملية التلحيم، بينما في اللحام القوسي المغمور يتم غمر الأنبوب في مادة صهر تتكون من الجير والسليكا ومواد أخرى. وجه القصور الرئيسي للحام بالمقاومة الكهربائية هو أنه لا يسمح بزيادة عرض الأنبوب عن 24 بوصة (ولا بزيادة سمك محيطه عن 4 ملمترات)، أما طريقة اللحام القوسي المغمور فتتيح تصنيع أنابيب بأقطار أكبر. وتعتمد طريقة اللحام اللولبية على تشكيل لفات الصلب لإنتاج أنابيب أسطوانية مجوفة محددة الحجم مسبقاً ثم يتم لحامها من الداخل والخارج. تعتبر الأنابيب الملحومة بالمقاومة الكهربائية مثالية لنقل النفط والغاز على اليابسة وكذلك شبكات



الأنابيب الداخلية بسبب سمكها، بينما تستخدم الأنابيب المصنعة بطريقة التلحيم اللولبية بصفة رئيسية في شبكات توزيع المياه ويتم إنتاجها بأقطار تتراوح بين 20 بوصة و 120 بوصة.

المواد الخام

تعتمد متطلبات المواد الخام على نوع التقنية المستخدمة في تصنيع أنابيب الصلب. وتستخدم الأنابيب المصنعة بطريقة اللحام بالمقاومة الكهربائية لفات الصلب التي تنتجها محلياً شركة حديد (وهي شركة تابعة ومملوكة بالكامل لشركة سابك) بكميات لا تفي باحتياجات الطلب المحلي لذلك يستورد معظم المنتجين لفات الصلب المستوردة من ألمانيا. أما بالنسبة للأنابيب المصنعة بطريقة اللحام القوسي المغمر فيتم استخدام ألواح الصلب وهي ألواح مستوردة.

الطلب

يتأثر الطلب على أنابيب الصلب بصفة أساسية بأسعار النفط، حيث يغري ارتفاعها شركات النفط بالاستثمار في زيادة طاقاتها الإنتاجية مما يؤدي بالتالي إلى رفع مبيعات أنابيب الصلب، أما عندما تهبط أسعار النفط فتعطل شركات النفط إلى تأجيل خططها التوسعية أو إلغاؤها. ورغم أن الركود العالمي وتداعياته على أسعار النفط أجبرت بعض شركات النفط والغاز على تأجيل أو إلغاء مشاريع توسعية كبيرة، إلا أن شركة النفط السعودية أرامكو أكدت أنها ستنفذ معظم خططها التوسعية حسب ما هو مقرر وهي مشاريع ستخلق طلباً كبيراً على أنابيب الصلب.

وكانت أرامكو قد أطلقت في مطلع عام 2008 خطة لاستثمار 187 مليار ريال في مشاريع جديدة على مدى السنوات الخمس القادمة، يقدر البعض أنه سيصرف منها نحو 47 مليار ريال في تمديد شبكات جديدة من أنابيب الصلب. ومن المعروف أن أرامكو جعلت الشراء من داخل المملكة هدفاً إستراتيجياً مما يوفر للأنابيب المنتجة محلياً ميزة على الواردات الخارجية. ويبلغ طول شبكة أرامكو الحالية من أنابيب النفط والغاز الممتدة في المملكة أكثر من 17,000 كيلومتر.

الاستخدام الرئيسي الثاني لأنابيب الصلب هو شبكات توزيع المياه، حيث يأتي 50 بالمائة من ماء الشرب في المملكة من معامل تحلية المياه المنتشرة في 15 محطة على سواحل المملكة نتيجة لندرة المياه فيها. وحالياً تستخدم شبكة بطول 4,000 كيلومتر من الأنابيب في نقل المياه المحلاة من معامل التكرير إلى مراكز الاستهلاك الرئيسية. مؤخراً قامت وزارة المياه والكهرباء السعودية بالتعاون مع القطاع الخاص ببناء أكبر محطة لتحلية المياه في السعودية (الشعبية 3) كما تخطط الوزارة لبناء 10 محطات متكاملة جديدة لإنتاج للمياه والكهرباء بحلول عام 2016 بتكلفة تصل إلى 60 مليار ريال، ويجري حالياً تنفيذ أولى تلك المحطات في الشقيق ورأس الزور والجبيل. وحسب خبراء صناعة الأنابيب فإن عمليات التطوير في قطاع المياه تحتاج إلى حوالي مليون طن من الأنابيب خلال السنوات الثلاث القادمة.

تشمل الاستخدامات الأخرى لأنابيب الصلب أعمال البناء والتشييد والزراعة وشبكات الصرف الصحي. ويتوقع نمو الطلب على الأنابيب في قطاع التشييد والبناء بفضل المشاريع الحكومية الضخمة مثل المدن الاقتصادية وغيرها من مشاريع البنية التحتية.

المنافسة

بما أن الأنابيب تنتج بمواصفات متفاوتة وأشكال مختلفة يميل المنتجون إلى التركيز على قطاعات محددة من السوق الأمر الذي يؤدي إلى تخفيف حدة المنافسة بين المنتجين، فضلاً عن أن الإمدادات المحلية في معظم الأحيان غير كافية لتلبية احتياجات شركة أرامكو التي تشترط الالتزام بمعاييرها الخاصة وتفرض على جميع مورديها مراعاة تلك المواصفات والمعايير، لذا يتطلب الحصول على مصادقة أرامكو



إجراءات دقيقة يخضع بموجبها الموردون لاختبار دقيق للتأكد من التزامهم بأعلى معايير الجودة، ويحوز جميع منتجو أنابيب الصلب الرئيسيون الذين يخدمون قطاع النفط والغاز على مصادقة أرامكو. وهناك شهادة أخرى عالمية معترف بها يسعى جميع منتجي الأنابيب للحصول عليها هي شهادة "معهد النفط الأمريكي" والتي تيرهن أن الشركة الصانعة المعينة ملتزمة بالمعايير المتبعة في هذه الصناعة.

يتضمن الجدول أدناه قائمة أكبر موردي أنابيب الصلب في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا. ويتضح من الجدول أن المملكة تستضيف حتى الآن العدد الأكبر من المنتجين. تخدم بعض الشركات قطاع النفط والغاز بينما تتخصص أخرى في الأنابيب المستخدمة في توزيع المياه أما أكبر شركتين فتنشط في المجالين كلاهما.

الشركة	الموقع	الطاقة الإنتاجية التقديرية (طن في السنة)
الشركة العربية للأنابيب	الرياض	460,000
شركة أبوظبي للأنابيب والأسطوانات	الإمارات	300,000
مصنع عزيز للأنابيب الأوربية	الدمام	200,000
الشركة الوطنية للأنابيب	الخبر	200,000
الشركة السعودية لأنابيب الصلب	الدمام	160,000
مصنع الراجحي للصلب	الرياض	150,000
الشركة الكويتية لصناعة الأنابيب	الكويت	130,000
شركة الجزيرة لمصانع الأنابيب	عمان	120,000
مصانع الجزيرة	جدة	100,000
الشركة السعودية لأسطوانات الصلب	جدة	100,000
شركة جروب فايف للأنابيب	الدمام	70,000
جلفاتيوب (Galvatube)	الجزائر	70,000
كي إتش كي (KHK)	الإمارات	60,000

التجارة

شكلت الواردات حوالي 20 بالمائة من إمدادات أنابيب الصلب في المملكة عام 2008 متراجعة من نسبة 46 بالمائة عام 2006 وذلك نتيجة لزيادة الإمداد من المصانع المحلية التي تقوم بتعزيز حجم إنتاجها لتلبية الطلب. ويتم استيراد أنواع معينة من الأنابيب التي لا تنتج محلياً (وخاصة الأنابيب واسعة الأقطار) من ألمانيا واليابان والهند والصين، بينما يصدر منتجو أنابيب الصلب المحليين حوالي 30 بالمائة من إنتاجهم إلى دول الخليج الشرق الأوسط.

التسعير

يعتمد تحديد أسعار أنابيب الصلب بالدرجة الأولى على تكلفة المواد الخام (التي تشكل 80 بالمائة من إجمالي التكلفة) وخاصة الصلب، وكذلك تؤثر نوعية المنتج وشروط التوريد على مستوى السعر. وكانت أسعار أنابيب الصلب قد شهدت تذبذباً حاداً خلال السنوات الأخيرة نتيجة للتغير في أسعار الصلب، ففي عام 2008 كان تذبذب أسعار الصلب المحلية شديداً حيث سجلت الأسعار أعلى مستوياتها عند 5,000 ريال سعودي للطن في يوليو قبل هبوطها إلى مستوى 2,076 ريال للطن في ديسمبر. وقد عكس تذبذب الأسعار الحاد تأثيرات سلبية على الصناعة وذلك نتيجة لشراء بعض المنتجين مخزونات كبيرة بأسعار مرتفعة خلال النصف الأول من العام الماضي ثم اضطراهم لبيعها بأسعار أقل. وتسعى الشركات حالياً إلى تعزيز استراتيجيات التحوط للحد من الأضرار التي يسببها تذبذب الأسعار. وقد استقرت الأسعار المحلية للصلب خلال هذا العام قريباً من مستوياتها الدنيا التي سجلتها في ديسمبر 2008 حيث بلغ متوسطها للشهور الست الأولى حوالي 2,230 ريال للطن. وقد انعكس ذلك



على أسعار أنابيب الصلب التي هبطت إلى نصف مستواها قبل عام تمشياً مع تراجع أسعار الصلب.

الملامح المستقبلية

نعتقد أن الملامح المستقبلية لصناعة أنابيب الصلب مشجعة، حيث يتوقع أن يؤدي تراجع حدة انكماش الاقتصاد العالمي إلى تشجيع كبريات شركات النفط والغاز على استئناف خططها التوسعية. ومن الملاحظ أن حجم الطلب في السوق السعودية كان أقل تأثراً بالانكماش الاقتصادي العالمي، وذلك بسبب عزم الحكومة وشركة أرامكو على تنفيذ مشاريعهما المقترحة حسب ما هو مجدول. ونعتقد أن العوامل الرئيسية التي تؤثر في الطلب على أنابيب الصلب في المملكة هي كالتالي:

- **مشاريع أرامكو:** تقوم أرامكو حالياً بتنفيذ عدد من المشاريع الكبيرة التي ستضاعف الطلب على أنابيب الصلب خلال السنوات القليلة القادمة.
- **تطوير شبكات خطوط أنابيب النفط والغاز القائمة حالياً:** تحتاج شبكات خطوط الأنابيب الحالية في العديد من دول المنطقة إلى التطوير والتحديث، خصوصاً الشبكات في دول مثل العراق والكويت وبعض الخطوط في المملكة.
- **تفضيل الإنتاج المحلي على المستورد:** تميل شركة أرامكو إلى إعطاء أفضلية للمنتجين المحليين على الموردين.
- **التوسع في إنتاج تحلية المياه:** تقوم وزارة المياه والكهرباء حالياً بتنفيذ خطة لبناء 10 محطات جديدة متكاملة لتحلية المياه وإنتاج الكهرباء في مراكز على سواحل البحر. ويتطلب نقل مياه البحر المحلاة إلى مراكز الاستهلاك شبكة ضخمة من أنابيب الصلب الجديدة.
- **الاستثمار الحكومي في التشييد والبناء:** ستؤدي المشاريع الجديدة الضخمة والمدن الاقتصادية وتطوير المرافق الحكومية إلى زيادة الطلب على الأنابيب المستخدمة في قطاع التشييد.

خلفية عن الشركة

الشركة العربية للأنابيب هي شركة مساهمة عامة برأس مال مدفوع قدره 315 مليون ريال تعمل في مجال إنتاج أنابيب الصلب المستخدمة في قطاعات الغاز والنفط والبتروكيماويات والتشييد. بدأت الشركة عملياتها التشغيلية عام 1991 وتسعى لاحتكار المركز الأول في مجال إنتاج أنابيب الصلب عالية الجودة من النوعية الملحومة بتقنية المقاومة الكهربائية والنوعية الملحومة بتقنية القوس المغمور وذلك على مستوى الشرق الأوسط والمناطق المجاورة. تملك الشركة مصنعين أحدهما في الرياض والثاني في مدينة الجبيل الصناعية. يبلغ عدد أسهم الشركة العربية للأنابيب 315 مليون سهماً منها 27 مليون سهم متاحة للتداول الحر، أما أكبر مساهمها فهو شركة عبد القادر المهيدب وأبنائه بنسبة 13,8 بالمائة تليها شركة الوساطة المالية وتملك 5,25 بالمائة من الأسهم.

المنتجات والطلب

تنقسم منتجات الشركة إلى مجموعتين رئيسيتين هما:

- **أنابيب الصلب الملحومة بتقنية المقاومة الكهربائية** التي تتراوح أقطارها بين 6 إلى 20 بوصة (152 ملم إلى 508 ملم) ويتم إنتاجها في مصنع الشركة بالرياض.
- **أنابيب الصلب الملحومة بتقنية القوس المغمور** والتي تتراوح أقطارها بين 16 إلى 48 بوصة (406 ملم إلى 1219 ملم) ويتم إنتاجها في مصنع الشركة بالجبيل.



يستخدم كلا النوعين في نقل النفط والغاز عبر مسافات شاسعة. ورغم استطاعة الشركة إنتاج أنابيب الصلب الملحومة بتقنية المقاومة الكهربائية التي تخدم عدة قطاعات إلا أنها لا تزال تركز بشدة على قطاع النفط والغاز، أما إنتاجها من أنابيب الصلب الملحومة بتقنية القوس المغمور فلم يدخل بعد مرحلة الإنتاج التجاري.

المنشآت الإنتاجية

مصنع الرياض: يقع المصنع الرئيسي للشركة العربية للأنابيب الذي تم تأسيسه عام 1991 في المدينة الصناعية الثانية بالرياض، وقد شهد هذا المصنع عدة توسعات وخضع للعديد من عمليات التحديث والتطوير ويبلغ إنتاجه السنوي حالياً 160,000 طن. يستخدم المصنع تقنية اللحام بالمقاومة الكهربائية عالية التردد التي تقتضي كبس طرفي لفة الصلب وتسخينهما مع بعضهما البعض في مجال مغناطيسي، وتتيح هذه التقنية لحم الأنابيب بطريقة أسرع من أي تقنية أخرى وإن كانت تحد من قطر الأنبوب فلا يتعدى 20 بوصة (ولا يزيد سمك المادة عن 16 ملمتر). ويعتبر هذا المصنع هو الوحيد في منطقة الخليج الذي ينتج أنابيب ملحومة بالمقاومة الكهربائية وتبلغ أقطارها 20 بوصة وقد أصبح من الموردين الرئيسيين للذين تعتمد عليهم شركات النفط الكبرى في المنطقة، حيث يرتبط المصنع بعقد طويل الأجل مع شركة أرامكو السعودية فضلاً عن عقد لمدة 4 سنوات مع شركة تطوير النفط العمانية تم بموجبه توريد 100,000 طن من الأنابيب الملحومة بالمقاومة الكهربائية اكتمل توريدها مؤخراً. وتشمل قائمة المنتجات التي ينتجها مصنع الرياض الآتي:

- منتجات خطوط الأنابيب: تُستخدم لنقل النفط والغاز (وتمثل 90 بالمائة من المبيعات).
- منتجات التشييد: تُنتج بأحجام مختلفة وأشكال متباينة وتستخدم في أعمال التشييد والصناعة.
- منتجات الاستخدامات العامة: تشمل استعمالاتها نقل وتوزيع المياه وأعمال الري.
- منتجات الضغط المعياري: تشمل الأنابيب المعيارية التي تستخدم أساساً لمستويات الضغط المنخفضة والمتوسطة مع إمكانية استخدامها في بعض تطبيقات الضغط العالي مثل سحب الغاز المتفرع.
- أنابيب التغليف: تستخدم في التطبيقات التي تتم تحت سطح الأرض وبصفة خاصة عمليات استخراج النفط والغاز من الآبار.

مصنع الجبيل: تأسس في أعقاب تزايد الطلب على الأنابيب ذات الأقطار الأكبر وتبلغ طاقته التصميمية 300,000 طن في السنة من الأنابيب الملحومة بتقنية القوس المغمور. بدأ العمل في المصنع عام 2005 بتمويل من صندوق التنمية الصناعية السعودي واكتمل بناؤه عام 2007، ولكن التشغيل التجاري لم يبدأ بعد بسبب الوقت الذي يستغرقه الحصول على مصادقة شركة أرامكو ومعهد النفط الأمريكي (الآن تم الحصول على المصادقة) وأيضاً بسبب صعوبات في توفير الطاقة الكهربائية اللازمة، حيث يحتاج المصنع للعمل بكامل طاقته لإمدادات كهربائية في حدود 12 ميجاوات إلا أن شركة الكهرباء السعودية لم تزود المصنع إلا بنصف تلك الكمية. وقد أكدت الشركة العربية للأنابيب أن المشكلة قد حلت وأن المصنع جاهز الآن للتشغيل وفي انتظار طلبات الشراء. ولا يتوقع أن يسهم مصنع الجبيل في إيرادات هذا العام لأن معظم العملاء تقدموا بطلباتهم الشرائية سلفاً إلى موردين آخرين.

تأجل بناء مصنع الأنابيب الحلزونية (التي تستخدم في نقل وتوزيع المياه) الذي كان من المزمع إقامته في الجبيل بطاقة تصميمية قدرها 80,000 طن في السنة وذلك بسبب التأخير في تنفيذ مصنع الجبيل للأنابيب الملحومة بالقوس المغمور وكذلك نتيجة لضعف الطلب جراء التباطؤ الاقتصادي الإقليمي. وقد اكتملت التصميمات الفنية والهندسية للمشروع الآن وتخطط الشركة لاستئناف تنفيذ المصنع بمجرد تحسن الأوضاع الاقتصادية. وقد لجأت الشركة إلى التوسع في الأنابيب التي يحتاجها قطاع المياه بهدف تقليل الاعتماد على إنتاج الأنابيب المستخدمة في قطاع النفط والغاز.



المواد الخام

يمثل الحديد الصلب 80 بالمائة من المواد الخام المستخدمة في إنتاج أنابيب الصلب، لذا يؤثر التذبذب في أسعار الصلب بصورة مباشرة على تكلفة المواد الخام اللازمة التي تدخل في منتجات الشركة العربية للأنابيب. ويتم استخدام أشكال مختلفة من الصلب حسب نوع الأنابيب المراد تصنيعها، فالمادة الخام الرئيسية لمصنع إنتاج الأنابيب الملحومة بالمقاومة الكهربائية في الرياض هي لفات الصلب التي يتم توريدها من شركة حديد (المملوكة بالكامل لشركة سابك) بصفته المورد الوحيد لهذا النوع في السوق المحلية حيث تحصل الشركة على حوالي 40 بالمائة من احتياجاتها من لفات الصلب من شركة حديد بينما تستورد النسبة المتبقية من الخارج (بصفة رئيسية من ألمانيا) حيث أن بعض الأصناف لا تنتج محلياً. أما مصنع الأنابيب الملحومة بتقنية القوس المغمور في الجبيل فيستخدم ألواح الصلب التي تستورد بالكامل من الخارج. وتدير الشركة مخزونها من المواد الخام حسب طلبات الشراء التي تتلقاها وذلك بهدف تقليص احتمالات تعرضها لتقلبات أسعار المواد الخام.

الوضع التنافسي

المنافس الرئيسي للشركة العربية للأنابيب في مجال الأنابيب الملحومة بالمقاومة الكهربائية في السوق السعودي هو الشركة السعودية للأنابيب الصلب بينما تنافسها الشركة الوطنية للأنابيب في مجال الأنابيب الملحومة بتقنية القوس المغمور. عموماً تعتبر المنافسة الفعلية محدودة نسبياً حيث تستوعب أرامكو كافة المنتجات المحلية الذي تفي بمعاييرها ومواصفاتها الفنية وتشارك الشركات التي تنتج أنابيب تتطابق مع متطلبات أرامكو في تنفيذ معظم العقود. فعلى سبيل المثال تعاقدت الشركة العربية للأنابيب والشركة السعودية للأنابيب الصلب في نوفمبر 2005 مع أرامكو لإمدادها بالأنابيب الملحومة بالمقاومة الكهربائية التي تحتاجها للمشاريع الجاري تنفيذها لفترة 5 سنوات تنتهي العام القادم من المتوقع تجديدها.

الشركات التابعة والاستثمارات

تملك الشركة مشروعين استثماريين طويلي الأجل هما:

- شركة يادونج العربية لتغليف الأنابيب: تملك الشركة العربية للأنابيب هذه الشركة مناصفة مع شركة يادونج لإنتاج الصلب المقاوم للصدأ (Yadong Anti-Corrosion) التي يقع مقرها في هونج كونج. تأسست شركة يادونج العربية لتغليف الأنابيب عام 2002 برأسمال قدره 6 مليون ريال مدفوع بالكامل، ويخصص مصنعها الذي يقع في المدينة الصناعية الثانية بالرياض في أعمال التغليف الخارجي لمختلف أنواع أنابيب الصلب. كذلك يخدم هذا المصنع المشترك، بالإضافة إلى مهمته الأساسية في تغليف الأنابيب الخاصة بالشركة العربية للأنابيب، عملاء آخرين محليين وإقليميين.
- شركة خدمات التصنيع والطاقة (طاقة): هي شركة مساهمة خاصة تأسست عام 2003 برأسمال قدره 2 بليون ريال تملك الشركة العربية للأنابيب 6,5 بالمائة من رأسمالها. وتقدم شركة "طاقة" خدمات التصنيع والطاقة بالتركيز على صناعات النفط والكهرباء وتنقية المياه فضلاً عن تقديم خدمات التمويل لتلك الصناعات مثل المسح الجيولوجي والتنقيب عن النفط. ومن المؤكد أن استثمار الشركة العربية للأنابيب في شركة "طاقة" يتيح لها فرصاً تجارية في قطاع النفط والغاز من خلال تعاملها مع شركاء مثل أرامكو وسابك.



الإدارة والطاقت التنفيذى

يتم تسير الشركة من خلال هيكل إدارى متكامل يتخذ من مصنع الشركة بالرياض مقراً له حيث يشرف على كلا المصنعين. تمتلك الإدارة العليا في الشركة سجلاً جيداً امتزجت فيه الخبرة الفنية بالخبرة التسويقية، فالمدیر العام سعود الفایز ظل يعمل في الشركة منذ 13 عاماً وكذلك قضى كبار التنفيذيين فترات طويلة مع الشركة. أيضاً استقطبت الشركة في مصنعها الجديد بالجبيل فريقاً تقنياً قوياً حيث تعتبر الشركة الأولى التي تستخدم تقنية جديدة لإنتاج الأنابيب الملحومة بتقنية القوس المغمور على مستوى المملكة. يتكون مجلس الإدارة من سبعة أعضاء مستقلين غير تنفيذيين ويترأسه رجل الأعمال المعروف سعد المعجل الذي يشارك أيضاً في مجلس إدارة شركة أسمنت الشرقية ومجلس إدارة شركة الخزف السعودي. يعمل في الشركة حالياً نحو 350 موظفاً يمثل السعوديون منهم 30 بالمائة وهي نسبة السعادة التي تقرضها الجهات المختصة على الشركات الصناعية، يعمل 150 منهم في مصنع الشركة بالرياض و 200 في مصنعها بالجبيل.

الإفصاح والشفافية

توفر البيانات المالية التي تنشرها الشركة قدراً كافياً من المعلومات ولكننا نعتقد أن المزيد من التفاصيل سيكون مفيداً جداً للمستثمرين. أما موقع الشركة على الانترنت فيحتاج إلى تحديث حتى يعكس التوسعات والتطورات الجديدة بالشركة. وقد تعاونت إدارة الشركة معنا بصورة كبيرة في سياق الإعداد لهذا التقرير.

التحليل المالي للشركة

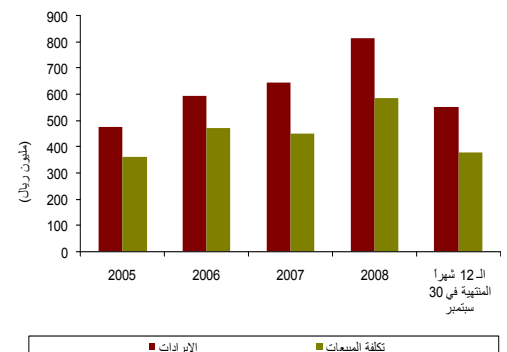
حققت مبيعات الشركة العربية للأنابيب نمواً مضطرباً خلال الفترة بين عامي 2004 و 2008 نتيجة لارتفاع أسعار أنابيب الصلب وكذلك بسبب زيادة الطلب على ذلك النوع من الأنابيب من قبل قطاع النفط. وقد سجلت إيرادات المبيعات أعلى مستوياتها في عام 2008 حيث بلغت 817 مليون ريال بزيادة 27 بالمائة عن إيرادات 2007. ولكن الإيرادات في نهاية الفصل الثالث لعام 2009 تراجعت بنسبة 45 بالمائة مقارنة بمستواها لنفس الفترة المماثلة من عام 2008 ويعود هذا التراجع الحاد إلى انخفاض حجم الطلب وهبوط أسعار أنابيب الصلب. كذلك هبط معدل استغلال القدرات الإنتاجية في مصنع الشركة بالرياض من نسبة 95 بالمائة عامي 2007 و 2008 إلى 65 بالمائة خلال الفصول الثلاث الأولى لعام 2009 وذلك بسبب تراجع الطلب نتيجة لتأجيل شركات النفط في المنطقة خططها التوسعية متأثرة بالركود العالمي. علاوة على ذلك، هبط متوسط أسعار منتجات الشركة العربية للأنابيب بنسبة تقارب 50 بالمائة مقارنة بالأشهر التسعة الأولى من العام الماضي نتيجة لتواصل الانخفاض في أسعار الصلب.

عملت شركة الأنابيب العربية خلال الفترة السابقة على تنويع قاعدة عملائها، ويتضح ذلك من انخفاض إيرادات مبيعاتها إلى شركة أرامكو إلى 35 بالمائة من إجمالي الإيرادات عام 2008 مقارنة بنسبة 45 بالمائة عام 2007. لكن رغم ذلك تشير نتائج الفصول الثلاث الأولى لعام 2009 إلى أن مبيعات الشركة إلى أرامكو شكلت نحو 80 بالمائة من إيراداتها، وذلك بسبب إلغاء العملاء الآخرين خطط تنفيذ مشاريعهم الجديدة أو تأجيلها.

تعامل الشركة العربية للأنابيب مشروعها الاستثماريين الرئيسيين من الناحية المحاسبية كما يلي:

- بالنسبة لحصتها في شركة يادونج العربية لتغليف الأنابيب البالغة 50 بالمائة: نمت قيمة هذا الاستثمار بنسبة 12 بالمائة في الفصل الثالث (مقارنة بنفس الفترة

الإيرادات وتكلفة المبيعات





من العام الماضي) مرتفعة من 10,8 مليون ريال إلى 12,1 مليون ريال. تستخدم الشركة العربية للأنابيب طريقة حقوق الملكية لحساب هذا الاستثمار وتقتضي هذه الطريقة تقييد نصيب أرباح المستثمرين في قائمة الدخل.

- بالنسبة لحصتها في شركة خدمات التصنيع والطاقة (طاقة) البالغة 5,6 بالمائة: تبلغ قيمة هذا الاستثمار في دفاتر الشركة نحو 112 مليون ريال. تستخدم الشركة العربية للأنابيب طريقة التكلفة في حساب هذا الاستثمار وهي طريقة تقتضي تسجيل الاستثمار بسعر الشراء في الميزانية العمومية ولا تسجل في قائمة الدخل إلا أرباح الأسهم.

يساهم هذين المشروعين في الإيرادات بنسب ضئيلة.

بالرغم من التراجع الحاد في الإيرادات تحسن هامش الربح الإجمالي خلال فترة الاثني عشر شهراً المنتهية في سبتمبر 2009، حيث ارتفع الهامش إلى 31 بالمائة مقارنة بنسبة 28,5 بالمائة لنفس الفترة من عام 2008 وذلك بسبب انخفاض أسعار السلع وتحسن عملية ضبط التكاليف. وفي الحقيقة تستطيع الشركة العربية للأنابيب خفض تكلفة مبيعاتها باستخدام أسلوب أوامر الشراء أي أنها لا تشتري المواد الخام إلا بعد تسلمها أوامر الطلبات مما يقلل من تعرضها لتذبذب الأسعار. ورغم التأثير الواضح الذي تركه التراجع لأسعار السلع على العديد من شركات التصنيع في المملكة، إلا أن السياسة الحذرة التي تبنتها الشركة العربية للأنابيب إزاء تراكم المخزون ساعدتها على تقليص تأثير تذبذب الأسعار إلى حد كبير.

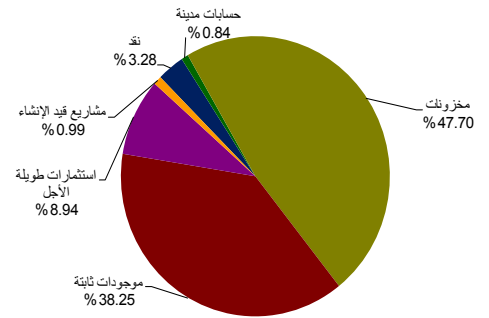
أدى تأجيل بدء العمليات التشغيلية في مصنع الشركة بالجبل إلى تدهور الأرباح الصافية للشركة. وتتمثل المشكلة الأساسية في هذا الأمر أن القوة العاملة في مصنع الجبل تفوق نظيرتها في مصنع الرياض عدداً مما يرفع من تكلفتها بصورة كبيرة خاصة وأن المصنع لم يبدأ بعد عملياته التشغيلية ومن غير المتوقع أن يساهم في إيرادات الشركة لهذا العام. تراجع هامش الربح الصافي الذي بلغ متوسطه 15 بالمائة للفترة بين عامي 2006 و2008 إلى نسبة 6,2 بالمائة لفترة الاثني عشر شهراً الماضية.

معايير الربحية
(نسبة مئوية)

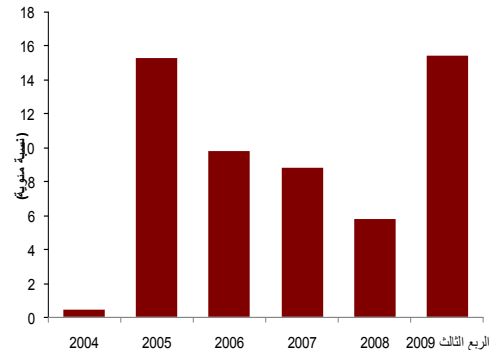
فترة الاثني عشر شهراً الأخيرة	2008	2007	2006	
هامش الربح الإجمالي	31,0	28,5	30,2	20,7
هامش الربح التشغيلي	18,6	18,2	22,8	13,1
هامش الربح الصافي	6,2	14,4	19,5	12,7

أعدت الشركة هيكله ديونها مؤخراً لتقليل هيمنة القروض قصيرة الأجل عليها، حيث تمكنت خلال الفصل الثالث من عام 2009 من الحصول على قرض طويل الأجل بقيمة 200 مليون ريال من أحد البنوك المحلية استخدمت جزء منه في تغطية التكاليف الإضافية لمصنع الجبل وستستخدم جزءاً آخرًا لتغطية النفقات الرأسمالية القادمة. وكانت الشركة العربية للأنابيب قد حصلت عام 2005 على قرضين لبناء مصنعها في الجبل، أحدهما بقيمة 85 مليون ريال من صندوق التنمية الصناعية السعودي وبحين استحقاقه عام 2015 والآخر بقيمة 100 مليون ريال من أحد البنوك التجارية وبحين سداده عام 2010. وعليه يمكن القول أنه باستثناء تلك القروض المشار إليها فقد ظلت الشركة لفترات طويلة ملتزمة بسياسة الإبقاء على معدل مديونية منخفض.

هيكل الموجودات



نسبة الدين طويل الأجل إلى إجمالي الموجودات





المديونية (بالآلاف ريال)

التغير كنسبة مئوية	30 سبتمبر 2009	31 ديسمبر 2008	
45-	409,260	753,298	ديون قصيرة الأجل
120	78,822	35,822	الجزء المتداول من الديون طويلة الأجل
143	228,464	93,686	الديون طويلة الأجل
19-	716,546	882,806	الإجمالي

أدى حصول الشركة العربية للأنايبب على قرض الـ 200 مليون ريال إلى عكس الاتجاه التنافلي لوضع السيولة الذي ساد طيلة السنوات القليلة السابقة، فقد شهد كل من معدل السيولة الجارية ومعدل السيولة الفورية تحسناً طفيفاً حيث ارتفعاً خلال الاثني عشر شهراً المنتهية في سبتمبر 2009 إلى 1,6 و 0,3 مقارنة بمعدلات 1,1 و 0,2 على التوالي قبل عام سابق. كذلك ساهم انخفاض المطلوبات قصيرة الأجل في تحسن معدلات المديونية، حيث أدى تباطؤ النشاط إلى هبوط الحسابات المدينة (حسابات الدفع) من 10 مليون ريال إلى أقل من 400,000 ريال.

معدلات السيولة

فترة الاثني عشر شهراً الأخيرة	2008	2007	2006	2005	
1,6	1,1	1,2	1,1	1,4	السيولة الجارية
0,3	0,2	0,2	0,3	0,5	السيولة الفورية

تراجعت قيمة الموجودات الإجمالية بنسبة 9 بالمائة خلال الفترة بين نهاية عام 2008 ونهاية سبتمبر 2009 ويعود ذلك في المقام الأول إلى هبوط قيمة المخزون بنحو 16 بالمائة. ويعتبر المخزون أكبر مكونات هيكل موجودات الشركة العربية للأنايبب حيث شكل نسبة 47,7 بالمائة في نهاية الفصل الثالث. أما الأصول الثابتة فقد نمت من 51 مليون ريال إلى 533 مليون ريال خلال نفس الفترة نتيجة لاكتمال مصنع الجبيل الذي كان يقيد في السابق تحت بند "مشروعات قيد الإنشاء".

تقييم سهم الشركة العربية للأنايبب

اعتمدنا في تقديرنا للقيمة العادلة لسهم الشركة العربية للأنايبب على دمج أسلوب خصم التدفقات النقدية مع أسلوب التقييم النسبي انطلاقاً من قناعتنا بأن أسلوب خصم التدفقات النقدية هو أفضل وسيلة لتحديد قيمة السهم كما أن أسلوب التقييم النسبي يتيح لنا أن نأخذ في الاعتبار الظروف السائدة في السوق بالنسبة للشركات النظيرة في نفس القطاع. وتم تخصيص وزن نسبي لكل من الأسلوبين بحيث تلقى أسلوب خصم التدفقات النقدية 70 بالمائة بينما تلقى أسلوب التقييم النسبي 30 بالمائة.

حسابات خصم التدفقات النقدية

سعر الفائدة عديم المخاطر: 3,7 بالمائة.

علاوة مخاطر الأسهم: 7,45 بالمائة.

معامل بيتا: 1,4 بالمائة.

معدل النمو النهائي: 3 بالمائة.

التدفقات النقدية المتوقعة:

للتوصل إلى تقدير موضوعي للتدفقات النقدية المستقبلية، أخذنا في الحسبان العوامل التالية:



- سيتواصل التراجع في الدخل ومعدلات الأرباح بالنسبة للشركة العربية للأنابيب حتى النصف الأول من عام 2010 قبل أن تتحسن مرة أخرى نتيجة لتعزيز ثقة شركات النفط على أوضاع الاستثمار بفضل الانتعاش المتوقع في الاقتصاد العالمي ما يرفع الطلب على أنابيب الصلب. وفي اعتقادنا أن الشركة العربية للأنابيب، كأكبر منتج لتلك الأنابيب في المملكة، في وضع جيد يتيح لها الاستفادة من زيادة الطلب.
- نتوقع تحسناً كبيراً في إيرادات الشركة خلال السنوات الخمس القادمة وذلك في ضوء الملامح المستقبلية الجيدة للاقتصاد ومشاريع التوسعة التي تنفذها شركة أرامكو وعمليات ترقية وتطوير خطوط الأنابيب القائمة حالياً.
- ينتظر أن يبلغ مصنع الجبيل مرحلة العمل بطاقته القصوى عام 2010 عندما يشتد الطلب على الأنابيب ذات الأقطار الواسعة التي ينتجها ذلك المصنع.
- سترتفع على الأرجح أسعار الحديد الصلب، وهي العنصر الرئيسي في تحديد سعر أنابيب الصلب، ابتداء من منتصف العام القادم.
- ظل هامش الربح الإجمالي وكذلك هامش الربح التشغيلي يتحركان في نطاق متسق وثابت طيلة السنوات الخمس الماضية ولا نرى سبباً يؤدي إلى تغيير هذا الوضع. أما مصروفات الدين فستزيد نتيجة للقرض طويل الأجل الذي حصلت عليه الشركة مؤخراً والذي سيؤثر على معدلات الربحية.

وفي اعتقادنا أن تقديراتنا للدخل للسنوات المالية 2009 إلى 2015 تعطي تقييماً معقولاً لقدرة الشركة المستقبلية على تحقيق الأرباح (أنظر ملخص التقييم).

وقد اخترنا أسلوب خصم التدفقات النقدية لحملة الأسهم باعتبارها المقياس الملائم للتوصل إلى التدفق النقدي الصافي الذي يعكس قيمة السهم من وجهة نظر المستثمر. ويمثل صافي التدفقات النقدية الحد الأقصى من النقد الذي يمكن توزيعه على حملة الأسهم دون التأثير على احتياجات الشركة الطبيعية من رأس المال التشغيلي. وقد توصلنا إلى صافي التدفقات النقدية المتوفرة لحملة الأسهم بتقدير قيمة الإهلاك والنفقات الرأسمالية والزيادة السنوية في الدين طويل الأجل والفروقات في رأس المال التشغيلي ثم إضافتها إلى أو خصمها من صافي الدخل حسب الحالة. وبما أنه من غير المتوقع قيام الشركة العربية للأنابيب بتنفيذ أية مشاريع توسعة كبيرة، فلذلك لن ترتفع استثماراتها الرأسمالية إلا بالقدر اليسير كما أنها لن تتحمل ديوناً جديدة.

وحسب تقديرنا في جدوى فإن القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المتاحة لحملة الأسهم في الشركة العربية للأنابيب خلال الأعوام المالية 2009 إلى 2015 تبلغ حوالي 325,6 مليون ريال. ولما كان من البديهي أن تستمر أعمال الشركة العربية للأنابيب 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 بناءً على هذه المعلومات أن معدل النمو المناسب للتدفقات النقدية النهائية للشركة العربية للأنابيب هو 3 بالمائة.

وبإضافة القيمة الحالية للتدفقات النقدية النهائية إلى صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للفترة المشار إليها توصلنا إلى أن القيمة الإجمالية للشركة العربية للأنابيب تبلغ اليوم 846,8 مليون ريال. وبناءً على ما تقدم نعتقد أن قيمة سهم الشركة في تاريخ إعداد هذا التقييم تبلغ 27 ريال.



التقييم حسب أسلوب التحليل النسبي

أسلوب التحليل النسبي أو تحليل الشركات النظيرة 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 النظيرة 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 بشأن العائد على السهم والقيمة الدفترية للسهم لسنة متقدمة للوصول إلى القيمة النسبية للشركة العربية للأنابيب. وبناءً على تحليلنا لعائد السهم (مكرر الربحية) والقيمة الدفترية لسنة متقدمة توصلنا إلى أن السعر العادل لسهم الشركة هو 20,74 ريال. وقد اعتمد هذا التقييم على توقعاتنا بشأن أداء الشركة خلال عام 2009 والتي تعكس الظروف السائدة في السوق بالنسبة لقطاع شركات التشييد. وقد أدرجنا في تحليلنا ثلاث من الشركات المنتجة للأنابيب والمدرجة في سوق الأسهم هي الشركة السعودية للأنابيب الصلب وشركة إميانتيت العربية والشركة السعودية لإنتاج الأنابيب الفخارية.

يتم تداول سهم الشركة العربية للأنابيب حالياً عند مكرر ربحية متقدم يبلغ 29,2 وهو يزيد قليلاً عن متوسط مكرر الربحية في قطاع التشييد والبناء مما يوحي بأن سعر السهم الحالي أعلى نسبياً من الشركات النظيرة، أما إذا نظرنا إلى السهم من منظور السعر إلى القيمة الدفترية فنجد أنه أدنى من متوسط القطاع. وبناءً على تحليلنا لأداء الشركة في المستقبل فقد قدرنا إيرادات السهم لسنة قادمة عند 1,08 ريال كما قدرنا القيمة الدفترية للسهم لسنة قادمة عند 24,23 ريال.

الشركة	سعر الإقفال	القيمة السوقية (مليون ريال)	العائد على السهم (ريال)	مكرر الربحية	القيمة الدفترية	نسبة السعر إلى القيمة الدفترية
الشركة السعودية للأنابيب الصلب	31,9	1626.90	1.92	16,59	17,29	1,84
شركة إميانتيت العربية	22,1	2552.55	1,57	14,06	13,94	1,58
الشركة العربية للأنابيب	31,8	1001.70	1,09	29,22	23,37	1,36
الشركة السعودية لإنتاج الأنابيب الفخارية	40,4	606	2,36	17,08	13,36	3,02
متوسط صناعة الأنابيب			1,735	19,23	16,99	1,95
متوسط سوق الأسهم			0,48	18,11	14,49	2,05

وبتطبيق إيرادات سهم الشركة العربية للأنابيب المتوقعة على متوسط مكرر الربحية المتقدم لشركات القطاع لمدة سنة نجد أن سعر سهم الشركة يبلغ 32,58 ريال. وبتطبيق القيمة الدفترية المتوقعة لسهم الشركة العربية للأنابيب على متوسط القيمة الدفترية المتأخر لأسهم شركات القطاع لمدة سنة نجد أن سعر سهم الشركة يبلغ 55,93 ريال. وبحساب متوسط النتيجتين نخلص إلى أن سعر سهم الشركة العربية للأنابيب يبلغ 44,3 ريال.

التوصية

بناءً على أسلوب التقييم المستخدم في التوصل إلى القيمة العادلة لسهم الشركة العربية للأنابيب والذي خصص وزن نسبي لأسلوب خصم التدفقات النقدية يبلغ 70 بالمائة ووزن نسبي لأسلوب التقييم النسبي يبلغ 30 بالمائة توصلنا إلى أن السعر



العادل للشركة يبلغ 28,9 ريال. ومن أجل التوصل إلى سعر السهم المستهدف، نقوم بإعادة احتساب التدفقات النقدية لفترة 12 شهراً قادمة بعد تاريخ إجراء التقييم، ثم نلجأ لخصم القيمة المتأثية باستخدام سعر الخصم الحالي، ونترك القيمة العادلة كما هي حيث أنها تأخذ التطورات المستقبلية في الاعتبار بحكم آليتها. ونخلص مما تقدم إلى أن السعر المستهدف لسهم الشركة العربية للأنابيب خلال فترة 12 شهراً قادمة يبلغ 35,7 ريال بينما يتداول سهم الشركة حالياً عند مستوى 31,8 ريال، لذلك فإن توصيتنا بالنسبة لذلك السهم هي " التفكير في الشراء".

مساهمة كل أسلوب (ريال)	الوزن	سعر السهم (ريال)	
22,5	70%	32,1	طريقة خصم التدفقات النقدية
13,2	30%	44,3	طريقة التقييم النسبي
35,7			السعر المستهدف لفترة 12 شهراً (بالريال)



شريط جدوى للتوصية بالأسهم

سعر السهم المستهدف 35,7					سعر السهم الحالي 31,8 ريال				
↓					↓				
أعلى من 41,0 ريال	بين 41,0-38,5	بين 38,4-33,2	بين 33,1-30,6	أقل من 30,5					
بيع	فكر في البيع	انتظار	فكر في الشراء	شراء					

شريط التقييم الوارد 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 سعري لكل خيار من تلك الخيارات داخل القطاع الملون. وقد تم ضبط النطاقات السعرية تلك أخذين 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 "الشركة العربية للأنابيب" مستخدمين ما نعتقد أنها العوامل الرئيسية للنجاح في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة (قطاع التشييد). ويشير اللون الأخضر إلى أداء إيجابي والأصفر إلى أداء متعادل والأحمر إلى أداء سلبي.

عناصر التقييم	يستخدم في قياس	وضعية الشركة العربية للأنابيب	التقييم
القيمة المقدرة	القيمة الحقيقية للسهم في السوق	سعر السهم مقيم دون مستواه الحالي بصورة طفيفة.	
الإدارة	مدى الكفاءة والفعالية التي تدار بها الشركة	يضم الفريق الإداري للشركة خبرات متعددة ذات سجل حافل بالإنجاز، لكن تأخير اكتمال مصنع الجبيل أثر على أداء الشركة.	
الوضع التنافسي	وضعية الشركة بالنسبة للشركات الأخرى في القطاع	تتمتع الشركة العربية للأنابيب بوضع تنافسي جيد باعتبارها المنتج الوحيد للأنابيب واسعة الأقطار عالية الجودة في المملكة. كذلك استطاعت الشركة بمرور الزمن بناء قاعدة عريضة من العملاء.	
تقنية التصنيع	مستوى فعالية المصنع والمعدات وماتنتهما ودرجة موثوقيتهما.	حصلت الشركة على الشهادات والإجازات اللازمة من شركة أرامكو ومعهد النفط الأمريكي لمصنعيها في الرياض والجبيل، ويستخدم هذا الأخير أحدث التقنيات في مجال صناعة الأنابيب.	
توفر المواد الخام	وضعية العلاقة مع الموردين	تحصل الشركة على بعض المواد الخام من السوق المحلي وتستورد البعض الآخر. وقد استطاعت الشركة إدارة احتياجاتها من المواد الخام بطريقة فعالة، مما قلل من تعرضها لتذبذب أسعار المواد الخام.	
تشكيلة الأصناف	درجة الانسجام بين المنتجات وخطوط الإنتاج والاستثمار.	بالرغم من أن الشركة تنتج تشكيلة واسعة من أنابيب الصلب لقطاع النفط والغاز، إلا أنها لم تعمل على تنويع منتجاتها لتشمل قطاعات أخرى مثل قطاع شبكات توزيع المياه.	
البيع والتوزيع	مدى اعتماد الدخل على عقود بيع طويلة الأجل أو اتفاقيات توزيع	ترتبط الشركة بعقود طويلة الأجل مع العديد من شركات النفط الحكومية انقضى أجل معظمها. سينتهي أجل عقد الشركة طويل الأجل مع أرامكو في عام 2010، ولكن ستعقد على الأرجح صفقة جديدة.	
الموقع	قرب الشركة من الأسواق التي تشهد أعمال تشييد ضخمة وكذلك من موانئ التصدير.	يعتبر مصنعها الشركة الموجودين في الرياض والجبيل قريبين من مصادر الطلب الرئيسية المحلية والإقليمية على السواء.	
قضايا العمالة	السعودة ومشكلة تسرب العمالة ومواضيع إصدار التأشيرات	لا تعاني الشركة من مشاكل تتعلق بالعمالة وقد استوفت متطلبات السعودة الموضوعة من قبل وزارة العمل، ولكنها استوعبت عدداً كبيراً من العمالة في مصنعها في الجبيل لم تستقد منهم حتى الآن لأن المصنع لم يبدأ	
الإفصاح والشفافية	سياسة الشركة فيما يتعلق بتقديم المعلومات التي يطلبها المستثمرون	توفر القوائم المالية السنوية التي تنشرها الشركة معلومات كافية، لكن موقعها على الانترنت يحتاج إلى تحديث بحيث يعكس التوسعات الأخيرة. وكانت إدارة الشركة منفتحة ومتعاونة أثناء جمعنا للمعلومات الخاصة بإعداد هذا التقرير.	
الربحية	النتيجة النهائية للعمليات التجارية للشركة مستخدمة جميع الموارد المتاحة لها	تدنت الربحية بدرجة كبيرة نتيجة لتراجع الإيرادات وارتفاع التكاليف الناتجة عن إنشاء مصنع الجبيل.	
النشاط	مدى فعالية الإدارة في استغلال أصول الشركة	هناك تباين واضح في معايير النشاط وهي لم تحقق تحسناً مضطرباً.	
الأداء	الكفاءة في زيادة حجم المبيعات	تباطأت معايير الأداء العام الماضي ويعود ذلك في المقام الأول إلى التراجع الحاد في الإيرادات.	
السيولة	قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات الجارية وقصيرة الأجل في الوقت المناسب	يعتبر وضع السيولة في الشركة العربية للأنابيب قوياً نتيجة لحصول الشركة على قرض طويل الأجل مؤخراً.	
التغطية	القدرة على التعامل مع المشاكل المالية على المدى الطويل وحلها	تراجعت معايير التغطية بسبب انخفاض الإيرادات وزيادة أعباء الديون.	
معدل المديونية	كفاية رأس المال ومقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها على المدى الطويل واستغلال الفرص لحظتها ظهورها	بالرغم من تحمل الشركة المزيد من المديونية، إلا أن وضع الديون قصيرة الأجل تحسن بدرجة كبيرة.	



أسلوب خصم التدفقات النقدية

يتم تحديد القيمة العادلة للسهم حسب أسلوب خصم التدفقات النقدية على مرحلتين؛ يتم في المرحلة الأولى تقدير صافي التدفقات النقدية المتوقع أن تحققها الشركة خلال فترة زمنية قادمة مع الأخذ في الاعتبار أوضاع الشركة ومركزها المالي وأحوال القطاع الذي تنشط فيه ومعطيات الاقتصاد. ثم ينتقل الأسلوب في الشق الثاني منه إلى تحديد المعدل المناسب الذي يستخدم في خصم التدفقات النقدية المستقبلية للتوصل إلى قيمة الشركة الحالية وهو ما يطلق عليه أيضاً معدل العائد المطلوب على الاستثمار أو تكلفة رأس المال.

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 دقيق لتقدير إيرادات الشركة ونفقاتها الرأسمالية ومعدلات استهلاك موجوداتها واحتياجاتها من رأس المال التشغيلي وحاجتها للاقتراض.

كيفية إجراء حسابات التقييم

تحديد معدل الخصم المستخدم في تقدير القيمة الحالية: استخدمنا نموذج تسعير الأصول المالية في تقدير تكلفة رأسمال الشركة العربية للأنابيب والذي يتطلب استخدام سعر فائدة يخلو من المخاطر وعلاوة على مخاطر الأسهم طويلة الأجل ومعامل البيتا الخاص بالشركة.

- **سعر الفائدة عديم المخاطر:** يستخدم سعر الفائدة عديم المخاطر لقياس تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار. وبما 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 معدل الفائدة على سندات التنمية الحكومية بأجل 10 سنوات والتي تصدرها مؤسسة النقد بالريال السعودي والتي بلغ عائدتها السنوي 3.7 بالمائة في تاريخ التقييم.
- **علاوة مخاطر الأسهم:** نستخدم متوسط الوسطين الحسابي والهندسي في تقدير العائد التاريخي لمؤشر سوق الأسهم (تداول) ثم نستبعد منه العائد على سندات مؤسسة النقد بأجل 10 سنوات للحصول على علاوة مخاطر الأسهم. وقد بلغ العائد التاريخي لسوق الأسهم منذ عام 1985 وحتى 11 نوفمبر 2009 ما يعادل 14.82 بالمائة حسب الوسط الحسابي بينما بلغ 7.483 بالمائة حسب الوسط الهندسي، وبالتالي نجد أن متوسط الأسلوبين يبلغ 11.15 بالمائة ويمثل ذلك عائد السوق التاريخي الذي نستخدمه في تقييمنا للأسهم السعودية. عليه، تبلغ علاوة مخاطر الأسهم بالنسبة لسهم الشركة العربية للأنابيب 7.45 بالمائة.
- **معامل بيتا:** معامل بيتا هو معيار لقياس المخاطر المتأصلة في العائدات الاستثمارية للشركة. وتبلغ قيمة معامل بيتا لمؤشر سوق الأسهم السعودي "تاسي" 1,0 في جميع الأحوال. ويشير معامل بيتا الخاص بالشركة الذي يقل عن 1,0، كما في حالة الشركة العربية للأنابيب (1,41)، إلى أن اتجاه سعر السهم يميل إلى أن يكون أكثر تذبذباً (صعوداً أو نزولاً) من مؤشر "تاسي" (في هذه الحالة بنسبة 47 بالمائة). وبتطبيق معامل بيتا على علاوة مخاطر السهم نحصل على علاوة المخاطر المعدلة حسب معامل بيتا والتي تبلغ حوالي 10,5 بالمائة بالنسبة لسهم الشركة العربية للأنابيب.

بناءً على ما تقدم تكون محصلة نموذج تسعير الأصول المالية هي أن معدل التكلفة الإجمالية لرأسمال سهم الشركة العربية للأنابيب تبلغ حوالي 14,2 بالمائة وهي نتيجة تم الحصول عليها بإضافة علاوة المخاطر المعدلة إلى سعر الفائدة الخالي من المخاطر.



ملخص التقييم باستخدام أسلوب خصم التدفقات النقدية

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	(بالآلاف ريال)
78,641	70,123	79,290	70,085	52,276	58,954	33,966	صافي الربح
31,603	30,099	28,665	27,300	26,000	24,762	23,583	+ الإهلاك
(35,739)	(34,037)	(32,416)	(30,872)	(29,402)	(28,002)	(26,669)	- الإنفاق الرأسمالي-
							+/- الزيادة/النقصان في رأس المال التشغيلي
53,264	45,958	39,433	33,614	7,106	30,557	(3,283)	+الزيادة في الدين طويل الأجل
-	-	-	-	-	-	-	= صافي التدفقات النقدية إلى المساهمين
127,769	112,143	114,972	100,127	55,979	86,271	27,598	
							تقدير معدل خصم التدفقات النقدية
							سعر الفائدة عديم المخاطر %3.7
							عائد سوق الاسهم %11.15
							معامل بيتا 1.41
							معدل خصم التدفقات النقدية %14.21
2014	2013	2012	2011	2010	2009		
49,497	66,433	66,077	42,193	74,266	27,134	القيمة المخصومة للتدفقات النقدية	
					325,599	إجمالي القيمة المخصومة	
							قيمة التدفقات النقدية النهائية
							112,143 القيمة في السنة الخامسة
							%3.00 النمو إلى ما لانهاية
							521,188 القيمة الحالية للتدفقات النقدية النهائية
							846,787 القيمة الإجمالية للنشاط (بالآلاف ريال)
							31,500,000 الأسهم المتداولة
							26.88 قيمة السهم (بالريال السعودي) في
							سعر الإقبال
							31.80 (بالريال السعودي)



القوائم المالية

قائمة المركز المالي

للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر							الموجودات
الربع الثالث 2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	
ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	
موجودات متداولة:							
45,677	18,879	17,101	41,270	29,842	38,310	10,338	نقد وما يعادله
74,709	97,510	146,003	138,207	135,726	60,889	54,396	حسابات مدينة وحسابات متاجرة وأخرى
11,739	10,281	6,003	11,063	3,811	5,598	10,939	دفعات مقدمة
665,035	791,680	642,424	475,434	353,267	146,393	72,285	مخزون
797,160	918,350	811,531	665,974	522,646	251,190	147,958	مجموع الموجودات المتداولة
124,615	124,615	123,314	121,117	36,494	35,632	33,000	استثمارات طويلة الأجل
533,373	51,979	60,801	69,707	80,223	83,226	94,384	صافي الموجودات الثابتة
13,868	539,626	478,639	406,257	322,162	199,736	120,058	مشروعات تحت التنفيذ
14,210							مصاريف مؤجلة
686,066	716,220	662,754	597,081	438,879	318,594	247,442	مجموع الموجودات الثابتة
1,483,226	1,634,570	1,474,285	1,263,055	961,525	569,784	395,400	مجموع الموجودات الكلية
المطلوبات وحقوق المساهمين							
409,260	753,298	619,485	569,957	331,296	168,175	188,398	ديون قصيرة الأجل
78,822	35,822	26,022	23,377	12,741	11,400	26,600	أقساط متداولة من قروض طويلة الأجل
394	10,757	3,853	8,165	3,787	2,359	1,857	حسابات دائنة
23,768	23,908	49,155	18,399	22,943	19,569	8,895	مصاريف مستحقة
512,244	823,785	698,515	619,898	370,767	201,503	225,750	مجموع المطلوبات المتداولة
228,464	93,686	129,508	123,367	146,744	2,575	13,975	قروض طويلة الأجل
							مخصص مكافأة نهاية الخدمة للموظفين
6,316	5,325	4,498	3,607	3,213	2,668	2,171	وتعويضات ومخصصات أخرى
747,024	922,796	832,521	746,872	520,724	206,746	241,896	إجمالي المطلوبات
حقوق المساهمين							
315,000	315,000	315,000	315,000	315,000	315,000	140,000	رأس المال
44,799	44,799	33,073	20,514	12,976	5,200	1,747	احتياطي نظامي
242,285	217,856	194,750	119,402	74,173	27,515	6,794	أرباح مستبقة
134,119	134,119	98,941	61,267	38,652	15,323	4,963	أرباح استثمارية غير متحققة
736,203	711,774	641,764	516,183	440,801	363,038	153,504	مجموع حقوق المساهمين
1,483,227	1,634,570	1,474,285	1,263,055	961,525	569,784	395,400	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين



قائمة الدخل

للسنة المنتهية في 31 ديسمبر						
الـ 12 شهرا المنتهية في سبتمبر	2009	2008	2007	2006	2005	2004
ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال
	552,262 (378,691)	816,836 (584,426)	643,563 (449,146)	593,804 (471,010)	476,246 (360,672)	207,830 (146,883)
إيرادات المبيعات مصاريف النشاط/1						
	173,571 (48,659) (22,460)	232,410 (72,749) (11,373)	194,417 (36,196) (11,588)	122,794 (33,098) (11,756)	115,574 (26,263) (11,776)	60,947 (14,834) (11,864)
مجمّل ربح النشاط مصاريف إدارية وعمومية الإهلاك						
	102,452	148,288	146,633	77,940	77,535	34,249
صافي إيرادات النشاط إيرادات الاستثمار وإيرادات أخرى						
	8,035 (71,967)	10,897 (24,364)	12,557 (30,596)	21,063 (21,770)	6,784 (4,430)	28,406 (4,435)
أعباء مالية ومصاريف أخرى						
	38,520	134,821	128,594	77,233	79,889	58,220
الربح قبل الزكاة مخصص الزكاة						
	(4,243)	(17,560)	(3,013)	(1,850)	(2,128)	(22,375)
الربح الصافي	34,277	117,261	125,581	75,383	77,761	35,845
عدد الأسهم القائمة	31,500	31,500	31,500	31,500	31,500	31,500
ربح السهم بالريال السعودي 1/ بدون مصاريف الإهلاك	1.09	3.72	3.99	2.39	2.47	1.14

قائمة التدفقات النقدية

للسنة المنتهية في 31 ديسمبر						
الربع الثالث	2009	2008	2007	2006	2005	2004
ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال	ألف ريال
	18,879	17,101	41,270	29,842	38,310	10,338
الأرصدة النقدية في بداية العام						
	110,836	4,808	(16,792)	(65,063)	(221,736)	73,326
صافي النقد من الأنشطة التشغيلية						
	888	(64,144)	(65,693)	(162,846)	(131,199)	(80,384)
صافي النقد المستخدم في أنشطة استثمارية						
	(120,924)	61,114	58,316	239,337	344,468	35,030
صافي النقد المستخدم في أنشطة تمويلية						
	45,677	18,879	17,101	41,270	29,842	38,310
صافي النقد وما يعادله في نهاية العام						



معايير التحليل المالي

يناير - سبتمبر 2009	2008	2007	2006	2005	2004	
معايير السيولة						
1.6	1.1	1.2	1.1	1.4	1.2	معدل السيولة الجارية
0.3	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5	معدل السيولة الفورية
284.9	94.6	113.0	46.1	151.9	49.7	صافي رأس المال التشغيلي (بملايين الريالات السعودية)
معايير النشاط						
معدلات الدوران:						
1.9	8.6	5.7	12.9	3.1	4.2	معدل دوران المبيعات إلى رأس المال التشغيلي
0.5	0.8	0.8	1.1	1.4	1.3	معدل دوران المخزون
50.2	100.3	75.4	79.8	101.2	25.1	معدل دوران الحسابات الدائنة
7.3	3.6	4.8	4.6	3.6	14.5	متوسط فترة التحصيل
702.0	447.8	454.2	321.1	252.8	271.7	الفترة اللازمة لبيع المخزون
معايير الأداء (معدلات استخدام الأصول)						
0.80	15.71	10.58	8.52	5.94	2.50	معدل المبيعات إلى الأصول الثابتة
0.37	0.50	0.44	0.47	0.50	0.36	معدل المبيعات إلى إجمالي الأصول
معايير الربحية (للسهم الواحد)						
%31.4	%28.5	%30.2	%20.7	%24.3	%29.3	الربح الإجمالي
%22.6	%19.5	%24.6	%15.1	%18.8	%22.2	الأرباح التشغيلية قبل الاستهلاك
%18.6	%18.2	%22.8	%13.1	%16.3	%16.5	الأرباح التشغيلية بعد الاستهلاك
%7.0	%16.5	%20.0	%13.0	%16.8	%28.0	الأرباح قبل خصم الضريبة
%6.2	%14.4	%19.5	%12.7	%16.3	%17.2	صافي الأرباح
%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	%0.0	العائد على :
%2.2	%7.5	%9.2	%6.8	%10.2	%3.3	إجمالي الأصول
%4.7	%16.5	%19.6	%14.6	%17.6	%9.9	رأس المال
%8.8	%13.1	%16.2	%12.2	%11.8	%9.1	الاستثمار
%2.2	%7.5	%9.2	%6.8	%10.2	%3.3	متوسط الأصول
%4.7	%17.3	%21.7	%15.8	%19.3	%13.9	متوسط رأس المال
%2.8	%10.9	%13.0	%9.4	%11.2	%8.1	متوسط إجمالي رأس المال
معايير المديونية (قائمة المركز المالي)						
%23.5	%11.6	%16.7	%19.2	%24.8	%0.7	نسبة الدين طويل الأجل إلى إجمالي رأس المال
%101.5	%129.6	%129.7	%144.7	%118.1	%56.9	نسبة الدين إلى إجمالي رأس المال
%49.6	%43.5	%43.5	%40.9	%45.8	%63.7	نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي الأصول
%76.3	%88.4	%83.2	%80.7	%75.0	%99.3	نسبة رأس مال الأسهم إلى إجمالي رأس المال
معايير التغطية (قائمة الدخل)						
1	6	4	4	18	13	معدل تغطية الفائدة
2	10	6	6	26	14	معدل تغطية الفائدة (عقب الزكاة)



ملخص نتائج أعمال الشركة الفصلية

الميزانية العمومية في :	الربع الرابع 2008 ألف ريال	الربع الأول 2009 ألف ريال	الربع الثاني 2009 ألف ريال	الربع الثالث 2009 ألف ريال
موجودات متداولة	126,670	92,191	95,488	132,127
مخزونات	791,680	772,962	727,461	665,035
استثمارات	124,615	124,615	124,615	124,615
موجودات ثابتة	51,980	547,239	540,861	533,373
موجودات أخرى	539,626	30,003	28,914	28,078
إجمالي الموجودات	1,634,571	1,567,010	1,517,339	1,483,228
مطلوبات متداولة	823,786	770,191	709,650	512,245
مطلوبات غير متداولة	93,686	73,575	73,575	228,464
مطلوبات أخرى	5,325	5,855	6,097	6,316
حقوق المساهمين	711,774	717,389	728,017	736,203
إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	1,634,571	1,567,010	1,517,339	1,483,228

قائمة الدخل المنتهية في :	الربع الرابع 2008 ألف ريال	الربع الأول 2009 ألف ريال	الربع الثاني 2009 ألف ريال	الربع الثالث 2009 ألف ريال
المبيعات	225,102	131,902	90,523	104,735
تكلفة المبيعات	162,093	100,649	65,736	72,673
إجمالي الربح	63,009	31,253	24,787	32,062
إيرادات أخرى	1,149	109	6,777	0
إجمالي الإيرادات	64,158	31,362	31,564	32,062
مصرفات التسويق	30,494	6,819	6,271	5,075
الإهلاك	0	0	0	0
مصرفات أخرى	22,508	18,243	14,010	17,206
إجمالي المصروفات	53,002	25,062	20,281	22,281
صافي الدخل قبل الزكاة	11,156	6,300	11,283	9,781
الزكاة	1,307	685	656	1,595
صافي الدخل	9,849	5,615	10,627	8,186



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

براد بورلاند ، CFA
رئيس الدائرة الاقتصادية
jadwaresearch@jadwa.com

بول غامبل
رئيس الدراسات والبحوث
pgamble@jadwa.com

قاسم عبد الكريم
مدير بحوث ودراسات الأسهم
gabdulkarim@jadwa.com

أو معد التقرير

هيثم الفائز
مدير أول بحوث ودراسات الأسهم
halfayez@jadwa.com

الإدارة العامة:
الهاتف +966 1 279-1111
الفاكس +966 1 279-1571
صندوق البريد 60677، الرياض 11555

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.

تم الحصول على البيانات الواردة في التقرير من رويترز وبلومبيرغ وتداول ومصادر البيانات المحلية الأخرى ما لم يذكر خلاف ذلك.

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.