الراجحي المالية
Al Rajhi Capital

Research Department
ARC Research Team
Tel +966 11 211 9449, research@alrajhi-capital.com

مواضيع رئيسية

نستعرض من خلال هذا التقرير الوضع المالي للمملكة العربية السعودية بعد الاعلان عن التقرير الربعي لأداء الميزانية العامة للدولة للربع الثاني من عام 2017.

ميزانية المملكة العربية السعودية للربع الثاني 2017

2017 في منتصفها وتم تحقيق الوضع المالي المستهدف : الايرادات والمصروفات أقل من التقديرات

في تحديثها الربعي للوضع المالي، أعلنت حكومة المملكة العربية السعودية ، عن عجز بلغ 46.5 مليار ريال للربع الثاني ، أي أعلى من العجز الذي تم الاعلان عنه في الربع الأول. ولا يزال العجز المالي للنصف الأول الذي بلغ 72.7 مليار ريال ، أفضل من العجز المستهدف الذي يبلغ 99 مليار ريال (تم التوصل اليه بقسمة العجز المعلن عنه في البداية لعام 2017 والذي بلغ 198 مليار ريال ، على اثنين). وبناء على توقعاتنا ، فاننا نعتقد ان العجز المالي من المحتمل أن يكون قريبا من توقعات وزارة المالية (198 مليار ريال) والذي يمثل نسبة 8.2% من الناتج المحلي الاجمالي للمملكة ولكن اقل من تقديرات صندوق النقد الدولي التي تبلغ 9.3. ووفقا للمعدل الحالي الذي تمت ملاحظته في النصف الأول، فمن المرجح أن تكون الايرادات والمصروفات، على حد سواء للسنة بكاملها، أقل من التقديرات. ويمكننا فقط توقع حدوث ارتفاع في الايرادات، اذا ظل متوسط سعر النفط الخام في النصف الثاني، في مستوى أعلى من 50 دولارا للبرميل في النصف الثاني من العام بافتراض ايرادات غير نفطية مماثلة. ووفقا لتقديراتنا، فان سعر النفط المطلوب في النصف الثاني لتحقيق الايرادات النفطية المستهدفة للحكومة للعام بكامله التي تبلغ 480 مليار ريال ، يبلغ متوسط 61 دولارا للبرميل. ومن جانب اخر ، فرغما عن أن مصروفات النصف الثاني يمكن أن تكون أعلى مما كانت عليه للنصف الأول (بسبب اعادة المزايا والعلاوات والبدلات للعاملين بالقطاع العام وامكانية زيادة الانفاق الرأسمالي)، فإننا نعتقد أن العامل المحدد لذلك هو سعر النفط في الأشهر المتبقية من العام. ونظرا لهذا التعديل ، فإننا نظل واثقين حول مقدرة الحكومة على مقابلة مستهدفها المالي ، ولكننا نعتقد أيضا أن اجمالي الانفاق الرأسمالي لعام 2017 ، ربما يكون أقل مما تم تقديره في البداية. ومن أجل تغطية عجزها المالي في 2017 ، فقد خططت الحكومة لاقتراض مبلغ 70 مليار ريال من السوق المحلي ومبلغ يتراوح بين 37.5 -50 مليار ريال (10-15 مليار دولار) من السوق العالمي في 2017 (المصدر : بلومبرج). ولعام 2017حتى تاريخه ، تم اقتراض مبلغ 33.8 مليار ريال (9 مليار دولار) اذ أننا نعتقد أيضا أن الحكومة قد سحبت أيضا مبلغ 17 مليار ريال من مؤسسة النقد العربي السعودي لسد العجز. ويبلغ الدين الاجمالي المعلن عنه (المصدر: وزارة المالية) نسبة 12.9% من الناتج المحلي الاجمالي للملكة ، مقارنة بتقديرات صندوق النقد الدولي التي أشارت الى 15.6% لهذا العام.

الايرادات والمصروفات: بلغت الايرادات الحكومية للربع الثاني، 164 مليار ريال، منها 101 مليار ريال كانت عبارة عن ايرادات نفطية (بحصة بلغت 61.6%). وبالنسبة للنصف الأول حتى تاريخه ، تعتبر الايرادات أقل بنسبة 11% من المستهدف الأساسي الذي حددته المملكة للنصف الأول . ونلاحظ أن متوسط سعر النفط (خام غرب تكساس للصفقات الفورية) للربع الثاني يبلغ 48.2 دولارا للبرميل و49.8 دولارا للبرميل في النصف الأول 2017. أن متوسط سعر النفط في النصف الأول 2017، أقل بنسبة 8.9% من تقديراتنا المعدلة التي تبلغ 54.7 دولارا للبرميل المستخدمة لتقدير المستهدف الحكومي من الايرادات النفطية (480 مليار ريال) في 2017. ووفقا لتقديراتنا ، ونظرا للعجز في الايرادات النفطية في النصف الأول 2017 (الفعلي 213 مليار ريال ، مقابل المستهدف الذي بلغ 240 مليار ريال) فان متوسط سعر النفط المطلوب في النصف الثاني 2017 لسد العجز، يبلغ 60.9 دولار برميل. اننا نعتقد انه من المحتمل ان يكون الانفاق اعلى في النصف الثاني مقارنة بالنصف الاول اذا استمرت اسعار النفط اعلى من 50 دولار للبرميل.

شكل 1 ملخص الوضع المالي في الربع الثاني 2017

(مليار ريال)	الربع الثاني 2017 فعلي	من المستهدف 25% السنوي*	مقارنة بالمستهدف %	الربع الاول 2017 فعلي	مقارنة بالربع الاول 2017
الايرادات	163.9	173.0	-5%	144.1	13.8%
النفطية	101	120.0	-16%	112.0	-9.8%
غير النفطية	62.9	53.0	19%	32.1	96.1%
المصروفات	210.4	222.5	-5%	170.3	23.6%
العجز	**46.5**	**49.5**		**26.21**	77.4%

المصدر: وزارة المالية، الراجحي المالية. يرجى ملاحظة اننا توصلنا الى المستهدفات عن طريقة تقسيم المستهدفات السنوية المعلنة من قبل الحكومة على الارباع السنوية. مع ذلك، نعتقد ان ذلك ليس دقيقا بشكل كامل لان الايرادات والمصروفات قد لاتكون موحدة على ارباع السنة.

وفي ما يتعلق بالمصروفات ، فإننا نعتقد أن الحكومة قد أنفقت أقل من نصف حجم الانفاق المستهدف للعام. إننا نعتقد أن الانفاق الرأسمالي ، يمكن أن يرتفع خلال الربعين القادمين ولكنه من المرجح أن يكون أقل من المستهدف له للعام بكامله.

إخلاء من المسؤولية فضلا راجع وثيقة الإخلاء من المسؤولية في نهاية التقرير

اننا نعتقد أن أي عجز في الايرادات ، سوف يتم التعويض عنه بأكثر من الرقم المتوقع من خلال خفض المصروفات، وبناء عليه ، فإننا واثقون تماما من أن الحكومة سوف تتمكن من الوفاء بالمستهدف المالي في 2017.

شكل 2 ملخص الوضع المالي في النصف الاول 2017

(مليار ريال)	النصف الاول 2017 فعلي	من المستهدف 50% السنوي*	مقارنة بالمستهدف %	النصف الاول 2016	مقارنة بالنصف الاول 2016
الايرادات	308.0	346.0	-11%	238.7	29.0%
النفطية	213.0	240.0	-11%	131.0	62.6%
غير النفطية	95.0	106.0	-10%	107.7	-11.8%
المصروفات	380.7	445.0	-14%	388.0	-1.9%
العجز	72.7	99.0		149.3	-51.3%

المصدر: وزارة المالية، الراجحي المالية. يرجى ملاحظة اننا توصلنا الى المستهدفات عن طريقة تقسيم المستهدفات السنوية المعلنة من قبل الحكومة على الارباع السنوية. مع ذلك، نعتقد ان ذلك ليس دقيقا بشكل كامل لان الايرادات والمصروفات قد لاتكون موحدة على ارباع السنة.

شكل 3 تفاصيل الايرادات

(مليار ريال)	النصف الاول 2017	النصف الاول 2016	التغير على اساس سنوي
الايرادات النفطية	**213.0**	**131.0**	63%
الضرائب على الدخل والارباح والمكاسب الرأسمالية (منها ضريبة الدخل على الشركات والمنشآت الاجنبية)	9.2	7.5	23%
الضرائب على السلع والخدمات (منها رسوم المنتجات النفطية وضريبة المنتاج الضارة)	13.8	13.3	4%
ضرائب على التجارة والمعاملات (رسوم جمركية)	9.5	12.4	-23%
ضرائب اخرى (منها الزكاة)	12.2	12.8	-5%
الايرادات الاخرى (منها العوائد المتحققة من مؤسسة النقد وصندوق الاستثمارات العامة)	50.4	61.7	-18%
اجمالي الايردات الغير نفطية	**95.0**	**107.6**	-12%
اجمالي الايرادات	**308.0**	**238.6**	29%

المصدر: وزارة المالية، الراجحي المالية.

شكل 4 تفاصيل المصروفات

(مليار ريال)	النصف الاول 2017	النصف الاول 2016	التغير على اساس سنوي
تعويضات العاملين	196.9	202.5	-3%
السلع والخدمات	44.0	66.3	-34%
نفقات التمويل	4.3	1.3	227%
الاعانات	1.2	3.4	-65%
المنح	1.2	1.6	-25%
المنافع الاجتماعية	23.2	19.1	21%
مصروفات اخرى	47.7	32.0	49%
الاصول غير المالية (رأسمالي)	62.3	61.8	1%
الاجمالي	**380.7**	**388.0**	**-2%**

المصدر: وزارة المالية، الراجحي المالية.

شكل 5 المصروفات المعتمدة لكل قطاع

(مليار ريال)	مصروفات النصف الاول 2017	الميزانية المعتمدة (2017)	نسبة المصروفات من اجمالي المعتمد (%)
الادارة العامة	12.8	26.7	48.1%
العسكري	84.2	190.9	44.1%
الامن والمناطق الادارية	42.7	96.7	44.2%
الخدمات البلدية	21.9	47.9	45.6%
التعليم	96.1	200.3	48.0%
الصحة والتنمية الاجتماعية	58.1	120.4	48.2%
الموارد الاقتصادية	14.9	47.3	31.6%
التجهيزات الاساسية والنقل	12.4	52.2	23.7%
البنود العامة	37.6	107.6	34.9%
الاجمالي	**380.7**	**890.0**	**42.8%**

المصدر: وزارة المالية، الراجحي المالية.

وضع الاقتراض: بلغ الدين الحكومي 341.4 مليار ريال كما في نهاية الربع الثاني 2017 (المصدر : وزارة المالية)، من 316.6 مليار ريال في نهاية 2016 . أن العجز الذي يبلغ 46.5 مليار ريال، تم تسديده عن طريق الاقتراض من السوق العالمي (صكوك بقيمة 9 مليار دولار) وسحب الحكومة لمبلغ 17 مليار ريال من احتياطياتها لدى ساما. وقد لاحظنا أيضا، أن الحكومة و المؤسسات الحكومية، اقترضت مبلغ 22 مليار ريال من بنوك محلية (سندات محلية) كما ارتفعت ودائعها بمقدار 36 مليار ريال في النظام المصرفي في الربع الثاني، مما ساعد نسبة القروض الى الودائع على التحسن الى 80.9% (الربع الثاني) من 81.5% (الربع الاول 2017) وفقا لبيانات ساما. وهكذا ، مع تحسن السيولة ومقدرة البنوك على تغطية اصدارات السندات الحكومية ، فإننا نعتقد أن سعر الاقتراض بين البنوك السعودية (السايبور) من غير المحتمل أن يشهد ارتفاعا كما شهدناه في 2016. وتبلغ نسبة الدين الى الناتج المحلي الاجمالي في الوقت الراهن ، 12.9% تقريبا، ومن المحتمل أن تبلغ أعلى سقف لها بنسبة 30% بحلول 2020. ومقارنة بالاقتصاديات الأخرى التي تعتمد على السلع ، فإننا نلاحظ أن مستويات الدين في المملكة لا تزال جيدة جدا.

الإخلاء من المسئولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

اخلاء من المسئولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية" ، الرياض ، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها ، كليا أو جزئيا ، أو بأي شكل أو طريقة ، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وآراء ، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة أو أنها تصلح لأي غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضا أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية ، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة ، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الوارد في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات ، إن وجد ، قد يتعرض للتقلبات وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن ، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه ، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسئولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محللي البحوث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة ، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية ، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات ، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بأداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة الراجحي المالية ، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها ، لا تكون مسئولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة ، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وشركة الراجحي المالية لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كليا أو جزئيا بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو لاستخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقيما في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى ، حيثما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفا للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية :

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10٪ فوق السعر الحالي للسهم ، ونتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral : نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 10٪ دون سعر السهم الحالي و 10٪ فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهرا.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 10٪ دون مستوى السعر الحالي للسهم ، ونتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهرا.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقا للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني ، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلا لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. وفي مثل هذه الحالة ، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدرة لذلك السهم ، ونشرح الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

يرجى ملاحظة أن تحقيق أي سعر مستهدف يخضع لأوضاع السوق بوجه عام والاتجاهات الاقتصادية وغيرها من العوامل الخارجية ، أو إذا كانت الأرباح أو الأداء التشغيلي للشركة المعنية يتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

للاتصال

مازن السديري
مدير إدارة الأبحاث
هاتف: 9449 11 211 966+
بريد الكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية
إدارة البحوث
طريق الملك فهد, المكتب الرئيسي
ص ب 5561 الرياض 11432
المملكة العربية السعودية
بريد الكتروني:
research@alrajhi-capital.com
www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37