



4 September 2016

## مقدمة

لاتزال موجة هبوط أسعار البترول منذ 2015 تلقي بظلالها على الاقتصاد السعودي حيث انخفض الناتج المحلي الاسمي بنسبة 13.5% حسب بيانات وزارة المالية، ومن المتوقع أن يشهد الاقتصاد السعودي تباطؤاً في النمو خلال 2016 وفقاً لصندوق النقد الدولي. من خلال سعي الحكومة إلى تخفيض آثار تراجع أسعار البترول على الإيرادات فقد عمدت إلى اتخاذ حزمة من القرارات الاقتصادية لترشيد الاستهلاك وتنويع مصادر الدخل.

كشفت نتائج الشركات المدرجة في السوق السعودي خلال النصف الأول من العام عن مقدرة إدارة هذه الشركات في التعامل مع التغييرات الاقتصادية الأخيرة. فقد انخفض صافي الدخل لإجمالي الشركات المدرجة بنسبة 8% مقارنة بالنصف الأول من العام الماضي وهذا يتوافق مع ما ذكرناه في تقريرنا السابق في الربع الأول من هذا العام بأننا نتوقع بأن يكون هناك انخفاض في قاعدة الأرباح.

نزول قاعدة الأرباح أدى إلى تغير في جاذبية القطاعات التي ننصح بالاستثمار فيها. وأوجدت قطاعات دفاعية يوجد فيها شركات ننصح بالاستثمار فيها.

## لمحة اقتصادية

نتيجة لانخفاض أسعار البترول والذي يشكل الدخل الأساسي للدولة بنسبة 90% في العام 2014 و77% في العام الأخير 2015 فإن النمو الحقيقي للاقتصاد السعودي سوف يشهد تباطؤاً يتوقع ان يصل الى 1.2% في هذا العام كما أشار صندوق النقد الدولي وان يرتفع الى 2% في العام الذي يليه، فحسب تقديرنا فإن هذا النمو هو نتيجة ارتفاع كمية البترول المصدرة وارتفاع الناتج الحقيقي غير النفطي بمعدل 1.6%.

على الرغم من معدلات النمو الإيجابية فإن التوجه الحاصل لدى الجهات الحكومية هو تقليص عجز الموازنة الى 13% من الناتج المحلي هذا العام حسب توقعات صندوق النقد الدولي، كذلك تقليص مخصص الرواتب من الموازنة خلال السنوات القادمة من 480 مليار ريال الى 450 مليار ريال وهو ما يعني بان القطاع الحكومي سوف يعطي القطاع الخاص دور صناعة الوظائف حيث يعمل حوالي 62.5% من مجموع القوة العاملة السعودية لدى القطاع الحكومي تبعاً لإحصائيات عام 2014، ونتوقع أن يستغرق هذا التحول فترة تتوقع خلالها ان نشهد ارتفاعاً نسبياً في عدد العاطلين عن العمل مما سوف ينعكس سلباً على نمو الاستهلاك الداخلي حيث سوف يميل السلوك الاستهلاكي للفرد نحو الادخار أكثر من الاستهلاك بالإضافة لارتفاع التضخم نسبياً عند 5% نتيجة ارتفاع أسعار فواتير الماء والكهرباء.

برغم عجز الموازنة وعجز الحساب الجاري فإننا نتوقع استمرار الميزان التجاري الموجب مع تحسن أسعار البترول نسبياً والتي سوف تنعكس على أسعار المنتجات البترولية وكيميائية ومشتقات البترول وكذلك أسعار المعادن والتي تشكل مجتمعة ما نسبته 98% من الصادرات السعودية بالإضافة لتعزيز قيمة الدولار والذي من شأنه تقليص قيمة الواردات حيث تشكل الواردات السعودية من خارج الولايات المتحدة 80% من مجموع من واردات المملكة.

أما بشأن قوة النظام المصرفي وبرغم ارتفاع معدلات (SIBOR) نتيجة ارتفاع نسبة القروض الى الودائع الى نسبة 86% إلا إن معدلات الاقراض والنمو لا تزال مناسبة ونتوقع استمرار نمو القروض بنسبة 7% كما ان الودائع الجارية لم تنخفض كثيراً منذ بداية العام واغلب الودائع الزمنية متركزة لدى البنوك التقليدية ولا تزال نسبة تغطية القروض المتعثرة الأعلى بين الدول المصدرة للسلع والبترول حيث تبلغ 178%

معدلات نمو	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الناتج المحلي الحقيقي	10	5.4	2.7	3.6	3.5	1.2
الناتج المحلي الحقيقي غير النفطي	8.1	5.5	6.4	4.8	3.1	1.6

معدلات نمو	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الإيرادات كنسبة من الناتج المحلي الحقيقي	44.5	45.3	41.4	36.9	25.4	22.7
المصاريف كنسبة من الناتج المحلي الحقيقي	33.4	33.3	35.6	40.3	41.3	35.7

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
التصدير	364.7	388.4	375.9	342.5	202.3	183.9
الاستيراد	-120	-142	-153.3	-158.5	-155	-149.4

المصدر: نشرة صندوق النقد الدولي

\*فترة المقارنة في هذا التقرير هي ما بين 2015/8/14 حتى 2016/8/14



4 September 2016

## البتترول

كما أشرنا سابقا في تقريرنا الماضي فإن المملكة تتجه في خطتها لتحقيق هدفين الاول هو رفع الحصة السوقية لمجموعة اوبك في أسواق البترول، وثانيا جعل مصادر الطاقة الاخرى والاستثمار في مصادر البترول المكلفة يكون مكلفا أكثر او غير مجدي.

فمع انخفاض أسعار البترول بنسبة 47.5% بين عامي 2014 و2015 فإن اهم مصادر النمو والانتاج خارج منظمة اوبك وبالتحديد مناطق النفط الصخري قد تعرضت لشركاتها لخسائر في اسعارها وقوائمها المالية وتدفقاتها النقدية، حيث اخترنا تسعة شركات في اهم خمس مناطق نفطية تخص استثمارات النفط الصخري حيث وجدنا أنها تعرضت للخسائر في قوائمها المالية منذ بداية هذا العام وايضا بلغت الإنفاقات الرأسمالية معدلات تفوق التدفقات التشغيلية وهو عجز قد يؤدي الى نقص السيولة وارتفاع الديون.

البيانات المالية لأكبر شركات النفط الصخري الأمريكية لأخر 12 شهر

EOG	Pioneer	Concho	Linn Energy	Cimarex Energy	Continental	Marathon	Hess	Oasis	(بالمليون دولار)
(5,124)	(512)	(1,107)	(5,181)	(1,850)	(540)	(2,119)	(3,001)	(123)	صافي الدخل
2,542	1,337	658	1,174	535	1,438	1,100	1,042	221	صافي التدفقات النقدية التشغيلية
(3,334)	(3,223)	(671)	9	(713)	(1,601)	(34)	(3,005)	(220)	صافي التدفقات النقدية الاستثمارية
200	3,492	493	(615)	(37)	161	(48)	4,127	148	صافي التدفقات النقدية التمويلية
(592)	1,606	481	568	(215)	(9)	1,012	2,164	149	صافي النقد

المصدر: بلومبيرغ

حسب التقارير الصادرة مؤخرا من منظمة اوبك فان معدلات الطلب على البترول قد تشهد نموا بمعدل 1.15% حيث يتوقع ارتفاع كمية الطلب من 94.26 الى 95.4 مليون برميل يوميا وفي المقابل يتوقع ان ينخفض العرض العالمي من خارج اوبك بمعدل 1.3% من 56.9 الى 56.13 مليون برميل في اليوم وهذا ما سوف ينعكس ايجابيا على دول اوبك حيث زاد متوسط المعروض الشهري من داخل اوبك في 2015 بنسبة 3.5% من 31.01 الى 32.09 مليون برميل وشهد النمو في انتاج المملكة وإيران والعراق والإمارات وأنجولا نموا واضحا.

هذا التغيير في مواقع الانتاج والاستهلاك يتوقع ان يدفع العرض والطلب الى توازن أكثر وتحسن أسعار البترول نسبيا حيث يتوقع ان يصل متوسط خام غرب تكساس 52.8 دولار للبرميل ومتوسط 54 دولار لخام برنت خلال عام 2017.

متوسط التوقعات	برنت	خام غرب تكساس
2017	54	52.8

المصدر: بلومبيرغ

وتتبع أهمية التغيير في أسعار النفط من خلال تأثيره على أهم الأسواق العالمية وعلى السوق السعودي بشكل خاص، فالسوق السعودي لديه معامل ارتباط ايجابي بالتغيرات في أسعار النفط والأسواق العالمية تتضح من خلال الجدول أدناه. حيث نجد أن السوق السعودي يتأثر بالتغيرات في أسعار خام وسط غرب تكساس بنسبة أعلى من التغيرات في أسعار خام برنت. إلا أنه من الملاحظ أن السوق الأمريكي S&P 500 يملك معامل ارتباط مع التغيرات في أسواق النفط أعلى من السوق السعودي، ويرجع ذلك إلى ان قطاع الطاقة في السوق الأمريكي ذا وزن أكبر وكذلك لارتباط أسعار البترول بقطاع المواصلات الأمريكي.

معامل الارتباط بين الأسواق والسلع في الفترة ما بين 2015/8/14 إلى 2016/8/14

الذهب	خام تكساس	برنت	شنغهاي	نيكاي	S&P 500	تداول	
-0.155	0.326	0.285	0.198	0.296	0.251	1.000	تداول
-0.275	0.440	0.481	0.248	0.278	1.000	0.251	S&P 500
-0.214	0.139	0.149	0.353	1.000	0.278	0.296	نيكاي
-0.061	0.072	0.148	1.000	0.353	0.248	0.198	شنغهاي
-0.046	0.927	1.000	0.148	0.149	0.481	0.285	برنت
-0.057	1.000	0.927	0.072	0.139	0.440	0.326	خام تكساس
1.000	-0.057	-0.046	-0.061	-0.214	-0.275	-0.155	الذهب

المصدر: بلومبيرغ



4 September 2016

## لمحة عن السوق السعودي

أفقت التحولات الاقتصادية الأخيرة بظلالها على مستوى التداولات والسيولة في السوق السعودي فقد بلغ متوسط دوران الأسهم 0.87% من إجمالي الأسهم المدرجة يتم تداولها يومياً.

وأظهرت نتائج القطاعات تبايناً في حدود التأثير بالحالة الاقتصادية، فالقطاع البنكي استطاع المحافظة على مستوى وحجم أرباحه على الرغم من انخفاض حجم الودائع حيث قامت مؤسسة النقد العربي السعودي برفع نسبة القروض إلى الودائع إلى 90% مما يعطي للمصارف حرية أكبر.

في حين نجد أن قطاع البتروكيماويات حقق انخفاضاً في صافي الربح للنصف الأول يبلغ 14.7% مقارنة بالعام السابق ويعود ذلك إلى تراجع أسعار البترول الذي ضغط على هوامش الأرباح وانخفاض قيمة المبيعات، بالإضافة لارتفاع أسعار المدخلات وتغير تعرفه للقيم.

في حين نجد أن شركات التأمين استطاعت تحقيق نمواً في صافي الربح بلغ 21.7% للنصف الأول مقارنة بالفترة المماثلة ويعود ذلك إلى رفع قيمة أقساط التأمين والذي جاء نتيجة لتضخم مدخلات القطاع الصحي ونمو حجم القوى العاملة وكذلك البدء بتطبيق قرار إلزامية التأمين على زائري المملكة والذي يستهدف 1.6 مليون مسافر سنوياً.

ويبين الجدول أدناه أوزان أرباح القطاعات للنصف الأول ومقارنتها بالفترة المماثلة من العام الماضي

مقارنة أداء القطاعات للنصف الأول (بالمليون ريال)					
القطاع	حصة كل قطاع من الأرباح 2015	صافي الدخل 2015	التغير في الأرباح بين عامي 16 - 15	حصة كل قطاع من الأرباح (%)	صافي الدخل 2016
المصارف والخدمات المالية	43.1%	23,143	0.8%	47.5%	23,316
الصناعات البتروكيماوية	23.8%	12,798	-14.7%	22.2%	10,916
الاتصالات وتقنية المعلومات	6.7%	3,622	1.1%	7.5%	3,698
الاسمنت	6.3%	3,365	-13.9%	5.9%	2,899
الزراعة والصناعات الغذائية	4.5%	2,434	-21.8%	3.7%	1,815
النقل	2.4%	1,288	29.5%	3.4%	1,668
التجزئة	3.7%	1,990	-19.3%	2.4%	1,185
التأمين	0.4%	219	217.0%	1.5%	719
الطاقة والمرافق الخدمية	0.2%	100	24.6%	0.3%	125
التطوير العقاري	2.3%	1,245	-61.0%	0.9%	423
الفنادق والسياحة	1.6%	866	-27.8%	1.3%	625
التشييد والبناء	1.0%	561	-15.6%	1.1%	546
الاستثمار الصناعي	2.7%	1,436	-38.4%	1.8%	885
شركات الاستثمار المتعدد	1.1%	612	-51.0%	0.6%	300
الإعلام والنشر	0.1%	36	0.0%	-0.1%	-25
المجموع		53,714	-8.6%		49,094

المصدر: تداول

وفي الجدول أدناه معدل دوران الأسهم للقطاعات خلال النصف الأول من هذا العام

معدل دوران الأسهم	
2.53%	التأمين
1.82%	الاتصالات وتقنية المعلومات
1.55%	النقل
1.13%	التشييد والبناء
0.90%	التطوير العقاري
0.87%	الاستثمار الصناعي
0.79%	شركات الاستثمار المتعدد
0.72%	التجزئة
0.47%	الاسمنت
0.47%	الزراعة والصناعات الغذائية
0.47%	الصناعات البتروكيماوية
0.46%	المصارف والخدمات المالية
0.35%	الفنادق والسياحة
0.29%	الطاقة والمرافق الخدمية
0.21%	الإعلام والنشر
0.87%	متوسط دوران السوق

المصدر: تداول



4 September 2016

## قطاع المصارف

شهد قطاع المصارف انخفاضاً كبيراً في قيمة أسهمه المتداولة وذلك نتيجة انخفاض الودائع مما أدى إلى ارتفاع تكلفة الاقتراض بين المصارف بالإضافة للتخوف من ارتفاع مخصصات المصارف في حالة استمرار أسعار البترول في الانخفاض حيث ارتفعت نسبة القروض إلى الودائع من 78.2% إلى 86.7%. وقد قام السوق بتخفيض جميع الأسهم للمصارف.

إلا أننا نتوقع أن المخصصات لن ترتفع عن نسبتها الطبيعية بحكم أن ارتفاع المخصصات يستلزم فترة تستغرق ما بين سنتين إلى ثلاثة سنوات في حالة استمرار هبوط أسعار البترول وفي ظل تفاؤل أغلب مراكز الأبحاث البترولية والشركات الكبرى فإننا نستبعد حدوث هذا الخطر.

أما عن ارتفاع تكلفة الاقتراض بين المصارف فإن المصارف بدأت برفع تكلفة اقراضها لتعويض تكلفة الودائع المرتفعة ونتوقع أن ينمو الاقتراض بنسبة 7% خلال هذا العام خصوصاً بين قطاع الشركات لضخ سيولة تشغيلية وكذلك قطاع الأفراد.

خلال هذه الفترة نتوقع أن أكثر المصارف جاذبية للاستثمار فيها هما مصرف الراجحي والبنك الأهلي التجاري بحكم حجم الودائع الجارية (وهي الودائع التي ليس عليها فوائد) والتي نتوقع أن تبقى أعلى من 90% من إجمالي الودائع لمصرف الراجحي وأعلى من 70% للبنك الأهلي التجاري. كذلك فإن حجم قاعدة العملاء المتنوعة وحسن إدارة القروض والتي سوف تساعد على زيادة الربحية والحفاظ على حجم توزيعاتها النقدية.

تبلغ القيمة السوقية لمصرفي الراجحي والأهلي كنسبة من إجمالي السوق 6.4% و5% على التوالي. نما وزن صافي أرباح القطاع المصرفي من إجمالي أرباح السوق من 43% في عام 2015 إلى 47.5% بنهاية النصف الأول من العام الجاري، في حين تراجع وزن القيمة السوقية للقطاع إلى إجمالي وزن السوق من 27% إلى 24.8%.

مصرف الراجحي	2015	*2016
ربحية السهم ريال	4.4	5.3

المصدر: تقارير الشركة وتقديرات الاستثمار كابيتال

نمت محفظة اقراض الراجحي بنسبة 8% على أساس سنوي و5% على أساس ربعي في حين أنه المصرف الوحيد الذي نمت فيه محفظة الودائع بنسبة 2% على أساس ربعي على الرغم من أن نسبة القروض إلى الودائع ارتفعت من 81% إلى 83% لكن لانزوال منخفضة ولا تزال نرى الراجحي قادر على الحفاظ على حصته السوقية التي تبلغ 15.5% وعلى تعزيزها مستقبلاً. نبقى على توصيتنا للسعر المستهدف لمصرف الراجحي عند 67 ريال مع التوصية بالتجميع وذلك عبر تقييم الدخل الصافي ومعامل خصم 11% ونمو 3%.

البنك الأهلي التجاري	2015	*2016
ربحية السهم ريال	4.5	4.8

المصدر: تقارير الشركة وتقديرات الاستثمار كابيتال

على الرغم من انخفاض محفظة ودائع البنك الأهلي إلا أنه لا يزال في وضع جيد ولديه القدرة على التمويل، حيث ارتفع معدل القروض إلى الودائع من 81% إلى 84% فلا تشكل قلق كبير، بالإضافة إلى محفظة الإقراض، فإنها انخفضت بشكل طفيف، مع العلم أنها ارتفعت على أساس سنوي بنسبة 14%. الحصة السوقية للبنك الأهلي لا تزال عالية وهي الأعلى في السوق بنسبة 18.5% والبنك في تقديرنا قادر على الحفاظ عليها. بشكل عام لا نتوقع استمرار نزول الودائع في المصارف ولكن لا نتوقع تحسنها قريباً. نحافظ على القيمة العادلة عند 46 ريال للسهم، حيث قمنا بتحديد السعر عبر تقييم الدخل الصافي بمعامل خصم 13% ونمو 2.7%.



4 September 2016

## قطاع البتروكيماويات

نمت نسبة القيمة السوقية لقطاع البتروكيماويات إلى اجمالي السوق من 23% خلال الربع الأول إلى 25%، في حين انخفض وزن صافي الأرباح للقطاع إلى اجمالي أرباح السوق من 23.8% إلى 22%. حيث شهد قطاع البتروكيماويات فترة تذبذب قياسية لعدة أسباب، أولها انهيار أسعار البترول بنسبة 42% منذ عام 2014 كذلك انخفاض متوسط أسعار المنتجات متأثراً بأسعار البترول مما ضغط على هوامش الأرباح وانخفاض قيمة المبيعات، بالإضافة لارتفاع أسعار المدخلات وتغير تعرفه اللقيم، والذي انعكس سلباً على أرباح الشركات، الا انه ومن زاوية أخرى استطاعت شركات البتروكيماويات السيطرة على تكاليفها وتخفيض التكاليف الثابتة مما قلص الأثر السلبية على القطاع حيث شهدت شركة سابك والمتقدمة والتصنيع وينساب هذا التغير.

بلغ مستوى تذبذب الأسعار منذ شهر أغسطس 2015 إلى أغسطس 2016 لقطاع البتروكيماويات 2% مقابل متوسط القطاعات البالغ 1.5%. بينما تذبذب سعر المتقدمة بلغ 2.2%

جاءت أرباح شركة المتقدمة قريبة من توقعاتنا، وتماشياً مع تفاؤل متوسط مراكز بيوت الخبرة حول تحسن أسعار البترول للعام الجاري والعام القادم فذلك سيؤثر إيجاباً على هوامش الربحية للشركة، ومع التزام الشركة ومحافظةها على كفاءة التشغيل العالية، وبالإضافة إلى بدء التشغيل التجاري في مشروعها المشترك لمصنع إنتاج البروبيلين في جمهورية كوريا الجنوبية، فإننا نرفع من القيمة العادلة للشركة إلى 54 ريالاً للسهم. حيث قمنا باحتساب القيمة العادلة بناءً على نموذج التدفقات النقدية المخصومة ومعدل نمو 1.5% وتكلفة رأس مال 12%.

المتقدمة	2015	*2016
ربحية السهم ريال	4.3	4.5

المصدر: تقارير الشركة وتقديرات الاستثمار كابيتال

كذلك بلغ تذبذب سعر سهم ينساب 2.8% وقد كان أداء الشركة متميزاً خلال الربع الثاني حيث نما صافي الربح بنسبة 203% مقارنة بالربع المماثل، ونتصور أن تحسن مستوى نمو المبيعات هو نتيجة لتحسن وارتفاع أسعار البترول، ولكن بشكل تدريجي ومحدود، بالإضافة إلى استطاعة الشركة على الحفاظ على المستوى العالي من الكفاءة وبالتالي تحسن هوامش الربحية. لذلك نرفع القيمة العادلة إلى 52 ريالاً للسهم، حيث قمنا باحتساب القسمة العادلة بناءً على نموذج التدفقات النقدية المخصومة ومعدل نمو 2% وتكلفة رأس مال 11%.

ينساب	2015	*2016
ربحية السهم ريال	2.15	4.4

المصدر: تقارير الشركة وتقديرات الاستثمار كابيتال

أما التصنيع، فتغير إدارة الشركة وحضور إدارة جديدة والتي بدأت بعملية إعادة هيكلة عمليات الشركة وتكاليفها، أعطانا الثقة في مقدرة الشركة على الالتزام بخططها الاستراتيجية على المدى القصير والطويل. وبعد أهم تحديات الشركة في الوقت الراهن هو تخفيض حجم الرافعة المالية وترشيد التكاليف. لذلك نوصي على سهم الشركة بالشراء بسعر مستهدف يبلغ 19 ريالاً. قمنا باحتساب القيمة العادلة للسهم باستخدام نموذج التدفقات النقدية المخصومة بمتوسط تكلفة رأس مال يبلغ 14.5% ومعدل نمو يبلغ 1.5%.

بلغ مستوى تذبذب الأسعار منذ شهر أغسطس 2015 إلى أغسطس 2016 لقطاع البتروكيماويات 2% مقابل متوسط القطاعات البالغ 1.5%. بينما تذبذب سعر التصنيع بلغ 2.6%

التصنيع	2015	*2016
ربحية السهم ريال	2.1-	0.9-

المصدر: تقارير الشركة وتقديرات الاستثمار كابيتال



4 September 2016

## قطاع الاتصالات

يبلغ وزن القيمة السوقية لقطاع الاتصالات إلى إجمالي السوق 10% ويرجع الفضل إلى وزن شركة الاتصالات السعودية والذي يبلغ 8% من إجمالي السوق. في حين بلغ وزن صافي أرباح القطاع إلى إجمالي صافي أرباح السوق ما نسبته 7.5% مدعوماً بأرباح شركة الاتصالات السعودية.

شهد قطاع الاتصالات تغيرات جوهرية في تكلفة الخدمات والباقات المحلية والدولية والتي تغيرت من هيئة الاتصالات وتقنية الاتصالات. فقد تم تخفيض سعر المكالمات الإتهائية البينية من 25 هللة للدقيقة إلى 15 هللة، ثم تم تخفيضها مؤخراً من 15 هللة للدقيقة إلى 10 هللات. مما سيرفع من حدة المنافسة والذي بدوره سيضغط على الهوامش الربحية لشركتي موبايي وزين على وجه الخصوص.

في الاثنتي عشرة شهرا الماضية بلغ معدل دوران تداول الأسهم لقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات 1.8% من إجمالي الأسهم الحرة للقطاع تتداول يومياً ارتفاعاً من 1% في 2015، في حين أن متوسط السوق هو 0.87%. وهذا ما يعني أن حجم السيولة في القطاع ارتفع عطفاً على عودة موبايي إلى الربحية مجدداً مع إعلانها الاتفاق مع الدائنين على إعادة الجدولة.

شركة الاتصالات السعودية هي شركتنا المفضلة في القطاع لما تتمتع به من حصة سوقية كبيرة وتنوع استثماراتها في الداخل والخارج. شركة الاتصالات السعودية هي الشركة الوحيدة في القطاع التي تستطيع تقديم باقات متكاملة. لدى الشركة جميع الرخص من هاتف ثابت ومنتقل وبيانات. كذلك استطاعت الشركة الحفاظ على مستوى متدني من التذبذب في نتائجها المالية.

الاتصالات السعودية	2015	*2016
ربحية السهم	4.6	4.3

المصدر: تقارير الشركة وتقييمات الاستثمار كابيتال

على الرغم من نمو الإيرادات برقمين عشرين بنسبة 11.1% مقارنة بالربع المماثل إلا أن التكاليف التشغيلية ارتفعت نتيجةً للعروض الترويجية والمنافسة الشديدة في القطاع، كذلك لا تزال الشركة تعمل للالتزام بالمتطلبات التنظيمية الجديدة. الشركة ماضية في استراتيجيتها الرامية إلى التوسع في خدمات قطاع الأعمال فقد نمت إجمالي عائدات قطاع الأعمال خلال الربع الثاني بنسبة 17% مما يعزز من حصة الشركة السوقية في هذا القطاع. لذلك نبقى على تقييمنا للسهم بدون تغيير ونرى أن القيمة العادلة للسهم هي عند 74 ريال ونوصي بالتجميع. قمنا باحتساب القيمة العادلة للسهم بناءً على نموذج التدفقات النقدية المخصومة بمعدل نمو 1.5% وتكلفة رأس مال 12%.

انخفض تذبذب الأسعار في قطاع الاتصالات في الاثنتي عشرة شهرا الماضية إلى 1.7% مقابل 1.8% في 2015 مقابل متوسط السوق والذي بلغ 1.5%. بينما بلغ مستوى تذبذب الأسعار في شركة الاتصالات 1.7%.



4 September 2016

## قطاع التأمين

ارتفع وزن القيمة السوقية للقطاع إلى إجمالي السوق من 2.5% إلى 2.7%، وتستحوذ كلا من بوبا والتعاونية وميد غلف على حصة سوقية تبلغ 54% من القطاع. كذلك فقد ارتفع وزن صافي الربح لقطاع التأمين إلى إجمالي أرباح السوق من أقل من 0.4% إلى 1.5%.

يشهد قطاع التأمين فترة تحول حالياً بعدما حققت معظم شركات القطاع أرباحاً قبل الزكاة خلال الربعين الأخيرين للعام الماضي وواصلت أدائها الإيجابي خلال النصف الأول من هذا العام. فقد نما القطاع بنسبة مركبة تبلغ 18% منذ العام 2012 مدعوماً بالنمو السكاني والنمو في الأقساط المكتتبه. نعتقد أن هناك فرص للنمو تتركز أكثر في قطاع التأمين الصحي والسيارات، كون القطاع خدماتي ومرتبطة بحجم النمو السكاني والاقتصادي.

في الاثنتي عشرة شهراً الماضية انخفض معدل دوران تداول الأسهم لقطاع التأمين من 2.8% إلى 2.5% من إجمالي الأسهم الحرة للقطاع تتداول يومياً، في حين أن متوسط السوق هو 0.87%. وهذا ما يعني أن حجم السيولة في القطاع جداً مرتفعة مقارنةً بالسوق.

شركتنا بوبا والتعاونية هي اختيارنا المفضل في هذا القطاع. فشركة بوبا تسيطر على حصة 41% من قطاع التأمين الصحي وتعتبر أكثر الشركات ربحية في قطاع التأمين وكنا قد أصدرنا مؤخراً تقريراً مفصلاً عن الشركة، في حين أن شركة التعاونية تسيطر على أكبر حصة سوقية بقطاع التأمين إجمالاً وهي الشركة الأقدم تأسيساً.

بوبا	2015	*2016
ربحية السهم	8.1	8.8

المصدر: تقارير الشركة وتقديرات الاستثمار كابيتال

التعاونية	2015	*2016
ربحية السهم	5.9	6.4

المصدر: تقارير الشركة وتقديرات الاستثمار كابيتال

بلغ مستوى تذبذب الأسعار في قطاع التأمين في الاثنتي عشرة شهراً الماضية 2.2% مقابل متوسط قطاعات السوق الذي يبلغ 1.5%، في حين نجد أن مستوى تذبذب شركة بوبا يبلغ 2.8% فوق مستوى القطاع ومستوى السوق، في حين يبلغ تذبذب السعر لشركة التعاونية 2.8% وهو فوق مستوى القطاع والسوق على حدٍ سواء.



4 September 2016

## قطاع الرعاية الصحية

تندرج شركات الرعاية الصحية تحت قطاع التجزئة، و تبلغ نسبة القيمة السوقية لقطاع التجزئة إلى إجمالي السوق 4% بينما بلغ وزن صافي الأرباح للقطاع إلى إجمالي أرباح السوق ما نسبته 2.4% و هذا يعني أن وزن القيمة السوقية للقطاع أعلى من وزن صافي أرباحها إلى صافي أرباح إجمالي السوق. و يرجع ذلك إلى أن القطاع الصحي شهد نمواً ملحوظاً في الأعوام الماضية، و الفترة الحالية في ظل التوسعات الكبيرة بالمستشفيات و الطاقات الاستيعابية بها، و ذلك بسبب النقص الكبير الذي يواجهه القطاع، بالإضافة إلى الدعم الحكومي لقطاع الرعاية الصحية. فقد نمت مبيعات شركة دلة بنسبة مركبة منذ عام 2010 بـ 14.7%

منذ أغسطس 2015 حتى أغسطس 2016 كان قطاع التجزئة في المركز الثامن من بين القطاعات من حيث دوران تداول الأسهم في السوق بمعدل 0.72% من إجمالي الأسهم الحرة للقطاع، في حين أن متوسط السوق هو 0.87%.

شركة دله هي اختيارنا المفضل لهذا القطاع، لما نجده من فرص نمو مدعومة بالطلب العالي على الخدمات الصحية، في ظل النقص الكبير الذي يواجهه القطاع.

بلغ مستوى تذبذب الأسعار في قطاع التجزئة للـ 12 شهر الماضية 1.7% مقابل متوسط قطاعات السوق. في حين أن تذبذب سعر سهم دلة بلغ 2.5%

جاءت أرباح شركة دله أعلى من تقديراتنا للربع السابق، ويرجع ذلك إلى زيادة أعداد مرضى العيادات الخارجية و التنويم مع تحسن بعض الشروط التعاقدية للخدمات كما ذكرت الشركة، مما أدى إلى انعكاس ذلك بالإيجاب على ربحية الشركة وكفاءتها التشغيلية، وارتفاع مستوى جودة عملاتها والذي أدى إلى عدم تأثر التدفقات النقدية التشغيلية لديها، بالرغم من دخول شهر رمضان الفضيل في الربع السابق. نتوقع أن تستمر أرباح الشركة بالتحسن، في ظل التطوير المستمر و التوسعات القائمة. نرى القيمة العادلة 90 ريال للسهم، بناءً على نموذج التدفقات النقدية المخصومة، بمعدل نمو 3% و تكلفة رأس مال 10%.

دلة	2015	*2016
ربحية السهم	2.8	3.4

المصدر: تقارير الشركة وتقديرات الاستثمار كابيتال

## قطاع الإسمنت

تبلغ نسبة القيمة السوقية لقطاع الإسمنت إلى إجمالي السوق 3.7%، و يبلغ وزن صافي الأرباح للقطاع إلى إجمالي أرباح السوق ما نسبته 5.9%. حيث شهد قطاع الإسمنت نمو كبيراً في السنوات الماضية نظراً لارتفاع الإنفاق الحكومي و ركود في قطاع العقار، بالتالي انخفضت مبيعات القطاع من الاطنان من بداية السنة إلى شهر يوليو بنسبة 3.2% مقارنة بنفس الفترة من العام السابق، فيما ارتفعت أرصدة المخزونات لنفس الفترة بنسبة 7.9%، مما تسبب في الضغط على الأسعار، بالإضافة إلى قرار رفع الدعم عن الطاقة الذي ساهم في الضغط على هوامش الربحية لشركات القطاع. نتوقع أن يستمر انخفاض هوامش شركات القطاع بسبب ارتفاع حدة المنافسة، إلى حين اكتمال الإجراءات الرسمية للسماح لهم بالتصدير، مما سيخفف الضغط نسبياً على الهوامش.

منذ أغسطس 2015 حتى أغسطس 2016 كان قطاع الإسمنت في المركز التاسع من بين القطاعات من حيث دوران التداول الأسهم في السوق بمعدل 0.47% من إجمالي الأسهم الحرة للقطاع، في حين أن متوسط السوق هو 0.87%

شركة القصيم للإسمنت هي اختيارنا المفضل في هذا القطاع، فهي تسيطر على حصة 7.2% من قطاع الإسمنت وتعتبر من أكثر الشركات استقراراً، فالشركة تتميز بموقعها الاستراتيجي، حيث أنها الوحيدة التي تغذي المنطقة المتواجدة فيها.

بلغ مستوى تذبذب الأسعار في قطاع الإسمنت للـ 12 شهر الماضية 1.5% مقابل متوسط قطاعات السوق. في حين أن تذبذب سعر سهم القصيم بلغ 1.3%.

القصيم	2015	*2016
ربحية السهم	6.5	5.5

المصدر: تقارير الشركة وتقديرات الاستثمار كابيتال





4 September 2016

## قطاع الزراعة والصناعات الغذائية

يبلغ وزن القيمة السوقية للقطاع إلى إجمالي السوق 5.8% في حين بلغ وزن صافي أرباح القطاع إلى إجمالي صافي أرباح السوق خلال النصف الأول ما نسبته 3.7% انخفاضاً من 4.5% لنفس الفترة من العام الماضي.

منذ أغسطس 2015 حتى أغسطس 2016 كان القطاع في المركز العاشر من بين القطاعات من حيث دوران التداول الأسهم في السوق بمعدل 0.47% من إجمالي الأسهم الحرة للقطاع، في حين أن متوسط السوق هو 0.87%.

استطاعت شركة المراعي السيطرة على التكاليف والارتفاع في أسعار المدخلات وان تحقق نتائج فاقت تقديرات المحللين وكان الأثر المالي للتغير في أسعار الطاقة أقل بكثير من الرقم الذي أعلنته الشركة مطلع العام ويبدل هذا على مقدرة الشركة على التكيف السريع مع التغيرات.

جاءت بيانات الشركة أفضل من التوقعات، نمو المبيعات بنسبة 10% خفف من أثر ارتفاع التكاليف كما كان متوقع، استطاعت الشركة إدارة تكاليفها ومزيج منتجاتها بكفاءة ما جعل نتائجها للربعين الأول والثاني يفوق التقديرات عطفاً على إعلان الشركة لتقييمها الأولي لأثر رفع أسعار الطاقة سوف يكلفها قرابة 500 مليون ريال. قمنا بمراجعة القيمة العادلة للسهم ورفعنا السعر المستهدف من 60 ريال إلى 65 ريالاً للسهم، حيث تم حساب القيمة العادلة عبر نموذج خصم التدفقات النقدية بمعدل نمو 3.0% ومتوسط تكلفة رأس المال 8.0%.

المراعي	2015	*2016
ربحية السهم	2.4	2.8

المصدر: تقارير الشركة وتقديرات الاستثمار كابيتال

## الاستنتاج

مع تغير المعطيات الاقتصادية في المملكة فإننا نتوقع بان شكل الفرص الاستثمارية قد تغير نسبياً حيث نتصور بان القطاعات ذات الطبيعة التصديرية هي الأكثر جاذبية و بالتحديد قطاع البتروكيماويات و الذي شهد تغيراً كبيراً في ادارة التكاليف و رفع الكفاءة الإنتاجية مما انعكس على تحسين الهوامش الربحية يلي هذا القطاع فإننا نفضل القطاعات الدفاعية و التي لا تتعلق بسلوك المستهلك الفرد و هي بالتحديد قطاع المصارف و الصناعة الغذائية و الاتصالات و الرعاية الطبية و التأمين و بين جميع هذه القطاعات اخترنا الأسهم المفضلة التي نتوقع ان تنعكس إيجابياً على مستثمريها.

## إخلاء المسؤولية

هذه الوثيقة أعدت من قبل شركة الإستثمار للأوراق المالية والوساطة ( الإستثمار كابيتال ) في مدينة الرياض، في المملكة العربية السعودية. وهي معدة للاستخدام العام لعملاء شركة الإستثمار كابيتال ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو نشرها، جزئياً أو بالكامل، بأي شكل أو طريقة، دون موافقة خطية صريحة من شركة الإستثمار كابيتال. استلام ومراجعة وثيقة البحث هذه تشكل موافقتك على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للأخريين عن المحتويات والآراء، والأستنتاجات أو المعلومات الواردة في هذه الوثيقة قبل الكشف العلني عن مثل هذه المعلومات من قبل شركة الإستثمار كابيتال. كما أن المعلومات والآراء الواردة في هذه الوثيقة لا تشكل عرضاً ولا تعتبر دعوة مقدمه لشراء أو بيع أية أوراق مالية أو منتجات استثمارية أخرى متعلقة بتلك الأوراق المالية أو الإستثمارات. أعدت هذه الوثيقة باستخدام البيانات والمعلومات التي تم جمعها من مصادر موثوق بها ولا نقدم أي ضمانات (صريحة أو ضمنية) أو وعود ولا نتحمل أي مسؤولية أو تبعات عن دقة أو اكتمال تلك المعلومات المقدمة. كما أن شركة الإستثمار كابيتال لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة غير مضللة أو خالية من الأخطاء أو مناسبة لأي غرض معين. إن الأداء السابق ليس بالضرورة دليلاً على الأداء في المستقبل. يجب على المستثمرين ملاحظة أن الربح المتوقع من هذه الأوراق المالية أو غيرها من الإستثمارات، إن وجدت، قد تتقلب، كما أن الأسعار أو قيمة تلك الأوراق المالية والإستثمارات قد ترتفع أو تنخفض. أن التقلبات في أسعار الصرف لها آثار سلبية على القيمة أو الثمن، أو الربح الناتج من إستثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد أقل من المبلغ المستثمر أصلاً. الإستثمارات تخضع لعدد من المخاطر المرتبطة بالإستثمار في الأسواق المالية وعلى المستثمرين أن يدركوا أن قيمة الإستثمار يمكن أن تقل أو ترتفع في أي وقت. ليس المقصود من هذه الوثيقة تقديم المشورة في مجال الإستثمارات الشخصية لأنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الإستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة. يجب على المستثمرين أخذ المشورة المالية، والقانونية أو الضريبية بشأن الإستراتيجيات الإستثمارية أو مدى ملائمة الإستثمار في أوراق مالية، أو استثمارية أخرى التي ناقشتها أو أوصت بها هذه الوثيقة. لمزيد من المعلومات والتفاصيل حول الصناديق التي ترغب في الإستثمار فيها، يرجى الرجوع إلى شروط وأحكام الصناديق ذات الصلة وتقرأها بعناية، بما في ذلك قسم المخاطر للصندوق المستهدف. نسخة من الشروط والأحكام لجميع الصناديق متاح على الموقع الإلكتروني لشركة الإستثمار كابيتال. إن شركة الإستثمار كابيتال جنبا إلى جنب مع الشركات التابعة لها وموظفيها، ليست مسؤولة عن أي خسائر مباشرة أو تبعية أو الأضرار التي قد تنشأ بشكل مباشر أو غير مباشر عن أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة. هذه الوثيقة والتوصيات الواردة بها غير قابلة للتغيير دون إشعار مسبق. شركة الإستثمار كابيتال لا تتحمل أية مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة. إن هذه الوثيقة ليست موجهة أو معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء مواطن أو مقيم يقع في أي مكان، أو دولة، أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، يكون هذا التوزيع أو النشر أو التوافر أو الاستخدام مخالفاً للقانون و يتطلب من شركة الإستثمار كابيتال أو أي من فروعها القيام بالتسجيل أو إستيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن تلك البلد أو السلطة القضائية.

الإستثمار كابيتال هي شركة سعودية مرخصة من قبل هيئة السوق المالية السعودية بترخيص رقم 11156-37  
 شركة مساهمة مقفلة برأس مال مصرح به ومدفوع بالكامل وقدره 250 مليون ريال سعودي س.ت 1010235995  
 الرياض – طريق الملك فهد – حي العقيق  
 ص.ب. 6888 الرياض 11452 المملكة العربية السعودية