

التقرير السنوي حول المملكة العربية السعودية - التوقعات لعام 2017: عام للتنفيذ في ظل بيئة أكثر وضوحاً واستقراراً

مع استمرار المملكة العربية السعودية في سعيها لتنفيذ خطط رؤيتها التحولية 2030 وأهداف برنامج التحول الوطني 2020 ، فإننا نتوقع أن يكون عام 2017 ، عاما رئيسيا للتنفيذ مع حصول العديد من المبادرات على زخم وقوة دافعة. ونظرا للانتهاج من اصدار العديد من الاصلاحات وتسارع خطى التنفيذ، فإن الدور الرئيسي للحكومة ، من المرجح أن يتحول من دور المساهم الرئيسي في رأس المال كما كان يحدث في الماضي ، الى دور الجهة المنظمة التي توفر فرصا ضخمة للقطاع الخاص. ومن المحتمل أيضا أن تؤدي الاصلاحات المخططة التي تمت في سوق رأس المال في 2017، الى تحسين فرص المملكة للتبكير بالانضمام الى مؤشر مورغان ستانلي MSCI للأسواق الناشئة . وبعد عامين من تقلبات الأسعار والمفاوضات، فأنا نتوقع أن يكون عام 2017 ، عاما حاسما لسوق النفط نظرا لقيام المستثمرين حاليا بتقييم كفاءة خفض انتاج النفط ، مع الأخذ في الاعتبار اتجاه أسعار النفط الى الارتفاع عقب اتفاقية الأوبك.

وبينما من المرجح أن تشهد استثمارات القطاع الخاص ، ارتفاعا تدريجيا ، وتظل مخاوف انفاق المستهلكين باقية ، فإن مؤشر تداول في وضع يعتبر جيدا نظرا لتركز القطاعات الأكثر استقرارا (مثل قطاعات البنوك ، البتر وكيمويات الموجهة للتصدير) في السوق مقارنة بالقطاعات الموجهة للاقتصاد الوطني. ورغم أن الارتفاع الأخير في السوق يترك مجالا محدودا لحدوث ارتفاع حاد في المدى القريب ، فإننا نعتقد أن مجموعة أسهمنا المفضلة (أنظر الجدول الأيمن) ، في وضع أفضل يؤهلها للأداء الجيد في المدى البعيد. ومن المحتمل أن تتحفز العوامل المحركة الرئيسية في الاقتصاد الكلي في 2017 ، من توفر مزيد من السيولة ، وتدفق رأس المال الأجنبي مما يساعد في تراكم احتياطات من النقد الأجنبي، وارتفاع مستويات التوظيف المحلية مما يدعم الاستهلاك ، بالإضافة الى مستوى أسعار النفط المرتفعة. إن مخاطر انخفاض السوق ، تتمثل في حدوث هبوط كبير في أسعار النفط ، عدم وجود مشاركة كافية من القطاع الخاص، حدوث انخفاض بأسرع من التوقعات في احتياطات البنك المركزي من العملات الأجنبية ، الى جانب المخاوف المتعلقة بالسيولة وحدث تباطؤ اقتصادي عالمي رئيسي أو أحداث جيوسياسية.

2017 عام الفرص ... : تضمنت وثائق برنامج التحول الوطني 2020 ورؤية المملكة 2030، أهدافا طويلة المدى وتحديدا لاتجاه الاقتصاد السعودي. فالفرص الكامنة المتاحة للقطاع الخاص تعتبر هائلة ، كما أنها موزعة توزيعا جيدا على العديد من القطاعات وهي تتراوح بين بيع الأصول على أسس استراتيجيية/عملياتية المخصصة من قبل الحكومة ، والبنيات التحتية ، الإسكان الميسر ، النقل، أسواق رأس المال ، بالإضافة الى العديد من القطاعات الأخرى (الشكلين 5 و 6). وبالإضافة الى المحفزات المالية ، فإننا نعتقد أن عزم الحكومة على ايجاد بيئة مستقرة ومواتية للمستثمرين ، والمرونة في صياغة العديد من المشاريع/الشراكات وفقا لبرنامج التحول الوطني ، من شأنه أن يمنح دفعة وتشجيعا أكبر للمستثمرين. ومن بين القطاعات المختلفة ، فإننا نتوقع أن تشهد قطاعات الرعاية الصحية ، التعليم ، التعدين، السياحة ، والقطاع الصناعي، استثمارات هامة مبكرة من القطاع الخاص.

... والإصلاحات الهيكلية في سوق المال : هناك عدد من الاصلاحات الهيكلية (الشكل 7) التي يجري العمل فيها حاليا ، مثل تعديل المدة الزمنية لتسوية صفقات الأوراق المالية المدرجة لتصبح يومي عمل من تاريخ التنفيذ T+2 ، ادخال المشتقات، البيع على المكشوف، ايجاد سوق ثانوية،... الخ. ومن شأن جميع هذه الاصلاحات ، تعزيز موقف مؤشر تداول إدراجه في مؤشر MSCI (مورغان ستانلي) للأسواق الناشئة. وبالإضافة الى مساعدة أسواق رأس المال، فسوف يؤدي هذا الإدراج ، أيضا الى زيادة مستوى التداول العام في السوق ، كما سوف يساعد في جذب رأس المال الخاص الى الاستثمارات المباشرة.

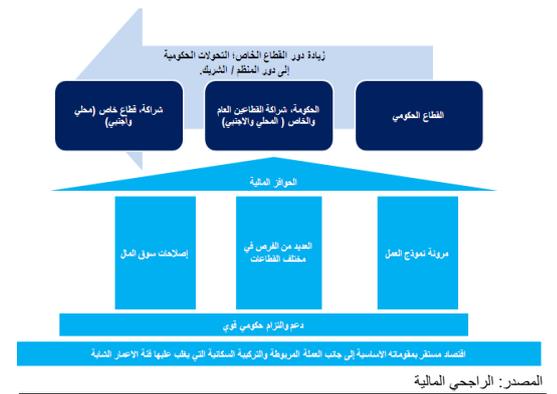
وبالنسبة للنفط أيضا .. : سوف يكون عام 2017 ، عاما هاما للنفط أيضا. فقد شهد نطاق أسعار النفط ، ارتفاعا بالفعل عقب توصل دول أوبك لاتفاقية لخفض الإنتاج. اننا نعتقد أن النمط الذي ربما نشهده خلال عام 2017 بعد ملاحظة مستوى الالتزام الأولي من دول الأوبك والدول غير الأعضاء في أوبك بسقوف الحصص المتفق عليها، والاستجابة المتوقعة من المنتجين الآخرين ، مثل منتجي النفط الصخري ، في ظل بيئة السوق المتغيرة ، من المحتمل يحدد نطاق أسعار بيع النفط لما تبقى من العام الحالي.

بعد عام 2016 الذي كان حافلا بالأحداث والذي تم خلاله الإفصاح عن خطط برنامج التحول الوطني ورؤية المملكة 2030، والذي شهد أيضا اتفاقا لخفض انتاج النفط الخام (من دول الأوبك والدول غير الأعضاء في أوبك ، على حد سواء)، فإننا ننظر الى عام 2017، كعام للبدء في تنفيذ الخطط المذكورة ، والذي ينطوي على امكانيات من شأنها وضع المملكة العربية السعودية في مسار التحول بشكل قوي، من اقتصاد يعتمد على النفط ويحركه الإنفاق الحكومي ، الى اقتصاد متنوع النشاطات الاقتصادية وتحركه عوامل السوق. ونظرا لتحول دور الحكومة الى دور يغلب عليه الجانب التنظيمي للاقتصاد ، فإنها تفتح بذلك فرصا للقطاع الخاص ليتولى تنفيذ جزء من خطط المملكة الرامية الى تنوع وتطوير النشاطات الاقتصادية. إننا نعتقد أن خطة رؤية المملكة 2030، توفر فرصا محتملة ضخمة في قطاعات التعدين، الصناعات التحويلية، السياحة ، الرعاية الصحية، والتعليم . وسوف يشهد عام 2017 أيضا ، تنفيذ الاصلاحات التي تمت في السوق المالية ، مثل تعديل المدة الزمنية لتسوية صفقات الأوراق المالية لتصبح يومي عمل من تاريخ التنفيذ T+2 ، والسماح بالتداول في السوق الثانوية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتغيير معايير المحاسبة لتكون وفقا لمعايير المحاسبة الدولية... الخ ، مما سوف يساعد في تحول السوق الى سوق مؤسستي وفي تحسين الفرص التي تمهد لإدراج مؤشر السوق السعودي في مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة. ورغم أن الارتفاع الأخير الحاد في سوق تداول ، يترك فرصا محدودة لحدوث ارتفاع كبير في المدى القريب، إلا أننا سنعرض في ما يلي الأسهم المفضلة لدينا للمدى البعيد.

أسهمنا المفضلة

السهم	التصنيف	الأسعار المستهدفة
معادن	المحافظة على المراكز	40.0 ريال
ينساب	المحافظة على المراكز	54.0 ريال
سابك	المحافظة على المراكز	94.2 ريال
المراعي	المحافظة على المراكز	61.4 ريال
الحمادي	المحافظة على المراكز	40.0 ريال

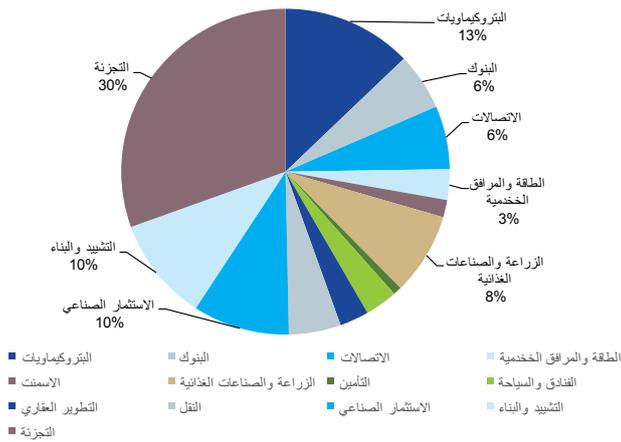
برنامج التحول الوطني



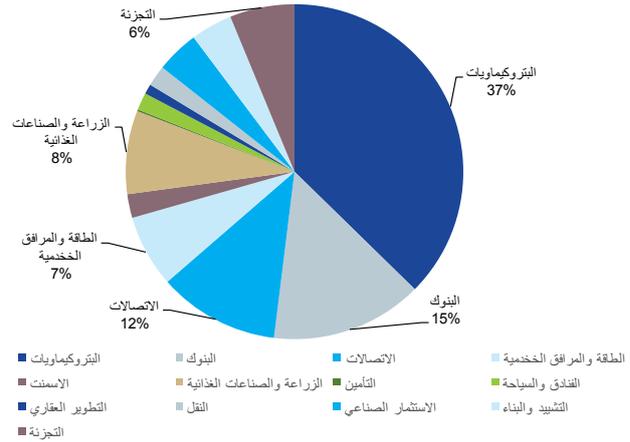
مؤشر تداول في 2017: لقد شهد السوق ارتفاعا ملحوظا بنسبة بلغت 30% تقريبا منذ منتصف أكتوبر ، بعد أن ظل يعاني خلال الفترة السابقة من العام. وكان ارتفاع السوق الذي تحقق بدعم من تراجع المخاوف بشأن السيولة بعد اعلان الحكومة عن تسوية مستحقات للشركات تبلغ قيمتها 100 مليار ريال تقريبا ، قد حظي بدعم اضافي نتيجة لخفض أوبك لإنتاجها. وعلى عكس ما كان يحدث في الماضي ، فقد كانت عمليات الشراء في السوق في الآونة الأخيرة بقيادة مؤسسات ، وبخاصة صناديق الاستثمار المحلية. إن مستويات السوق الحالية ، تتيح مجالا محدودا لحدوث ارتفاع في السوق في المدى القريب، نظرا لأنه لا تزال هناك العديد من المخاوف الرئيسية التي من المحتمل أن تنعكس على نتائج أرباح الربع الرابع التي بات اعلانها قريبا. إننا لا نزال نعتقد أن شركات الرسمة الكبيرة التي لديها نماذج أعمال مستقرة وتتمتع بمصادر إيرادات متنوعة وتعمل في القطاعات الرئيسية ، سوف يكون أداءها جيدا ويكون لديها استعداد للتكيف في ظل الأوضاع التي تتسم بعدم التيقن والشكوك. أما الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم ، التي تكون عواملها المحركة والداعمة محدودة ، وربما تواجه ضغوطا ، سواء من حدوث أي انخفاض في أنماط الاستهلاك ، أو من حدوث مزيد من الارتفاع في التكاليف بسبب انخفاض الاعانات أو ارتفاع تكاليف التشغيل. ورغم أن موجة الارتفاع الحالية ، تترك مجالا محدودا لحدوث ارتفاع حاد في السوق في المدى القريب - فإن أسهمنا المفضلة من المرجح أن تشهد أداء جيدا طويل المدى (الشكل 3).

مؤشر تداول في وضع أفضل مقارنة بالاقتصاد ككل: بينما يتوقع أن ترتفع استثمارات القطاع الخاص تدريجيا مما يؤدي الى زيادة السيولة ومستوى التفاؤل في السوق ككل، فإننا نعتقد أن مؤشر تداول من المحتمل أن يظل في وضع أفضل من السوق ككل. وتشير تحليلاتنا الى أن مؤشر تداول ليس مؤشرا دقيقا لقياس الاقتصاد ككل نظرا للانحرافات الكبيرة التي تحدث في مكونات الأنشطة الاقتصادية العريضة وتمثيلها في تداول. بيد أن هذه الانحرافات تجعل تداول في وضع أفضل لتحتمل أي تباطؤ مقارنة بالسوق الكلي اذا ما استمرت أسعار النفط في مستوياتها المرتفعة. ويعزى ذلك الى أن القطاعات التي تكون بمنأى نسبي من احتمالات حدوث تباطؤ في انفاق المستهلكين (مثل قطاعات البترول وكيمويات ، البنوك، الاتصالات ، خدمات المياه والكهرباء) ، ممثلة بأكثر مما ينبغي في مؤشر تداول ، بينما القطاعات التي يتوقع أن تكون الأكثر تأثرا (مثل قطاعات التجزئة، المباني والانشاءات، العقارات، الفنادق والنقل)، ممثلة بأقل مما ينبغي في المؤشر. وتشكل مجتمعة معا ، القطاعات التي تكون بمنأى نسبي من احتمالات حدوث تباطؤ في انفاق المستهلكين أو ذات الأداء الجيد، تمثل نسبة 70% في إيرادات تداول ، مقابل 27% فقط لإسهامها في الاقتصاد ككل. ونظرا لهذه الانحرافات في المكونات ، فإننا نعتقد أنه في ظل بيئة السوق الحالية ، فإن مخاطر انخفاض مؤشر تداول ، ستكون أقل مقارنة بمخاطر السوق ككل.

شكل 2 الاقتصاد الرئيسي: توزيع الإيرادات



شكل 1 تداول : توزيع الإيرادات



المصدر: الهيئة العامة للإحصاء ، بلومبرج، الراجحي المالية.

المصدر: الهيئة العامة للإحصاء ، بلومبرج، الراجحي المالية.



العوامل المحركة للارتفاع ومخاطر الانخفاض: ان العوامل الرئيسية المحركة للاقتصاد الكلي في 2017، من المحتمل أن تشمل حدوث مزيد من التيسير في مستوى السيولة، تدفق رأس المال الأجنبي عبر الاستثمارات المباشرة والمستثمرين الماليين المؤهلين مما يؤدي الى تزايد الاحتياطيات، ارتفاع مستويات التوظيف المحلية مما يؤدي الى ارتفاع مستوى الاستهلاك في السوق المحلي، الانخفاض المستمر في عجز الحساب الجاري نتيجة لارتفاع أسعار النفط... الخ أما مخاطر انخفاض السوق ، فتتمثل في حدوث هبوط كبير في أسعار النفط ، عدم وجود مشاركة كافية من القطاع الخاص، حدوث انخفاض بأسرع من التوقعات في احتياطيات البنك المركزي من العملات الأجنبية، الى جانب حدوث أي هبوط اقتصادي عالمي رئيسي أو أحداث جيوسياسية غير متوقعة.

انفاق المستهلكين : توقع شراء السلع الرخيصة ، أحجام الشراء من غير المحتمل أن تتأثر: لقد أدى خفض الرواتب/الاجور وايضاً البدلات للعاملين بالقطاع العام ، الذي تم الاعلان عنه في سبتمبر 2016، الى اثاره مخاوف من أن يؤدي ذلك بدوره الى حدوث خفض في الدخل المتاح للإنفاق وأن يؤثر على الاقتصاد بشكل عام. وبناء على تحليلنا لأنماط انفاق المستهلكين خلال الفترة 2007-2013 ، فان القطاعات التي شهدت أعلى ارتفاع في الانفاق الفعلي (+20%) خلال هذه الفترة ، مثل قطاعات النقل ، الترفيه ، المطاعم والفنادق، ربما تشهد تأثيراً كبيراً ، نظراً لأنه من السهولة بالنسبة للمستهلكين ، خفض انفاقهم في هذه القطاعات. من جانب اخر ، فان القطاعات الأخرى كقطاعات الملابس والمنسوجات، الأثاث (ارتفاع بنسبة 10% تقريباً في انفاقها الفعلي خلال الفترة المذكورة) ، ربما لا تتأثر بنفس القدر ، نظراً لأن هذه القطاعات لم تشهد ارتفاعاً هاماً في انفاقها الفعلي في الأساس. إننا نتوقع أيضاً اتجاهها لشراء السلع البديلة الأرخص ، كاستجابة مفضلة من قبل المستهلكين، بينما ستلجأ مؤسسات التجزئة الى عمل حسومات في الأسعار لحماية حصصها في السوق.

القطاعات والأسهم المفضلة: من المرجح أن تشهد قطاعات الرعاية الصحية ، التعليم ، التعدين ، والصناعة، استثمارات خاصة كبيرة. وبالنسبة لأسهمنا المفضلة في هذه القطاعات ، فهي أسهم شركات معادن ، الحمادي، ينساب، سابك والمراعي. ورغم أن موجة الارتفاع الحالية ، تترك مجالاً محدوداً لحدوث ارتفاع حاد في السوق في المدى القريب ، فإن أسهمنا المفضلة من المرجح أن تشهد أداء جيداً طويل المدى. هذا ، وقد أردنا قائمة بالأسهم المفضلة لدينا من حيث توزيعات أرباح أسهمها ، في الشكل 4.



شكل 3 : الأسهم المفضلة لدينا على المدى الطويل

اسم الشركة	رمز بلومبرج	السعر		الفرق	التصنيف	القيمة السوقية (مليون ريال)	مكرر الربح		EVEBITDA
		المستهدف	السعر الحالي				2016	2017	
معادن	MAADEN AB	40	39.5	1.4%	المحافظة على المراكز	46,097	85.8	40.3	28.4
بنبع الوطنية للبتر وكيمويات	YANSAB AB	54	51.7	4.4%	المحافظة على المراكز	29,104	12.7	12.6	8.0
سابك	SABIC AB	94.2	96.9	-2.8%	المحافظة على المراكز	290,610	17.1	17.6	8.3
المراعي	ALMARAI AB	61.4	67	-7.5%	المحافظة على المراكز	53,600	24.9	21.2	15.2
الحمادي	ALHAMMAD AB	40	40.1	-0.2%	المحافظة على المراكز	4,811	50.1	30.8	34.7

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

شكل 4 : الأسهم المفضلة لدينا من حيث توزيعات الأرباح

التصنيف	العائد على حقوق المساهمين	السعر إلى القيمة الدفترية	مكرر الربح	العائد 12 شهر	الشركة	القطاع
المحافظة على المراكز	15%	1.9	12.5	7.8%	ينساب	البتر وكيمويات
مع توفر تدفقات نقدية حرة قوية وتناقص مستويات الدين ، فإن الشركة في وضع يمكنها من عمل توزيعات أرباح مرتفعة. إننا نعتقد أن نسبة توزيعات الأرباح للشركة، يمكن أن تصل إلى مستوى مرتفع يبلغ 95% في المستقبل						
المحافظة على المراكز	27%	3.2	13.6	6.2%	المتقدمة	رفعت المتقدمة للبتر وكيمويات توزيعات أرباحها إلى 0.7 ريال للسهم ، من 0.65 ريال للسهم ، للربع الرابع. إننا نعتقد ، أنه من المرجح أن يكون ذلك هو المعدل لتوزيعات الأرباح في العام القادم
المحافظة على المراكز	8%	1.4	17.6	5.2%	سابك	شركة سابك لديها خطط توسعية كبيرة. بيد أننا نعتقد أن توزيعات أرباح الأسهم من المحتمل أن تظل محافظة على معدلاتها تماشياً مع الأرباح، اذ يتوقع أن يتم الدخول في الاستثمارات الجديدة باستخدام الأرباح المحتفظة للشركة والدين. وقد خفضت سابك ربح السهم الموزع بمقدار 0.5 ريال للتصنيف الأول من 2016 على أساس سنوي. ونتوقع أن يبلغ ربح السهم الموزع ريال للسهم الواحد لعام 2017 5.0
المحافظة على المراكز	47%	6.5	12.8	6.3%	التموين	الصناعات الغذائية
أعلنت السعودية للتموين عن توزيعات أرباح بمعدل 1.75 ريال للسهم الواحد للربع الثالث 2016. ويعني ذلك ضمناً توزيعات أرباح بنسبة 100% تقريباً للتسعة أشهر الأولى من العام. إننا نعتقد أن هذا المعدل غير قابل للاستمرار ونتوقع توزيعات أرباح بمعدل 6.5 ريال للسهم في 2017						
المحافظة على المراكز	14%	2.3	14.9	5.9%	الاتصالات السعودية	الاتصالات
الاتصالات السعودية لديها سياسة توزيعات أرباح تقوم على دفع أرباح تبلغ 1 ريال كحد أدنى على أساس ربعي لفترة ثلاث سنوات. ونتوقع أن تكون توزيعات الأرباح للربع الرابع، أعلى من المعدل الحالي الذي يبلغ ريالاً واحداً للسهم						
المحافظة على المراكز	44%	7.0	15.3	5.2%	جرير	جرير
إن شركة جرير ، التي تستثمر في السلع غير الضرورية (تحقق 60% من إيراداتها من الإلكترونيات وأجهزة الحاسوب والأجهزة الطرفية) ، سوف تواجه انخفاضاً في إيراداتها كما ستواجه عوامل غير مواتية في هامش أرباحها في ظل بيئة السوق الحالية. ومع ذلك، ونظراً لمتطلبات انفاقها الرأسمالي المنخفضة ، فإننا نتوقع أن تستمر الشركة في توزيعات أرباحها المرتفعة. كما نتوقع أن تبلغ توزيعات أرباح الشركة ، 6.4 ريال للسهم الواحد في العام القادم						
ليست تحت التغطية	27%	4.0	14.7	4.5%	الخدمات الأرضية	النقل
ارتباط الشركة الحصري مع الخطوط السعودية وأعمالها الاحتكارية تقريبا ، تجعل فرص تحقيقها للأرباح جيدة في ظل الأوضاع الاقتصادية الحالية المتسمة بالركود. وقد ارتفع ربح الشركة الصافي للتسعة أشهر الأولى من 2016 بنسبة 30% تقريبا على أساس سنوي، مما يتيح للشركة السعودية للخدمات الأرضية ، زيادة مبلغ توزيعات أرباحها						
المحافظة على المراكز	18%	1.9	10.2	8.0%	اسمنت العربية	الاسمنت
في النصف الأول من 2016 ، أقيمت الاسمنت العربية على نفس معدل توزيعاتها على أساس سنوي ، والذي بلغ 2 ريال للسهم. إننا نتوقع خفضاً طفيفاً في توزيعات الأرباح للعام القادم، لتصل إلى 4 ريال للسهم مقابل معدل التوزيعات التقديرية لعام 2016 ، الذي بلغ 4.25 ريال						
المحافظة على المراكز	31%	3.2	11.1	8.1%	اسمنت السعودية	الاسمنت
خفضت الاسمنت السعودية توزيعات أرباح الأسهم في النصف الأول 2016 إلى 2.75 ريال للسهم الواحد (مقابل 3 ريالات في النصف الأول 2015). ومع ذلك، فإننا نرى وجود مخاطر محدودة لانخفاض توزيعات أرباح الأسهم في العام القادم ، نظراً للاداء التشغيلي المستقر للشركة						
ليست تحت التغطية	10%	1.4	14.7	5.0%	الرياض للتعجير	التطوير العقاري
ارتفع صافي ربح الشركة للتسعة أشهر الأولى من 2016 ، بنسبة 6.8% على أساس سنوي، مما يتيح للشركة المحافظة على أو حتى زيادة توزيعات أرباح أسهمها لعام 2016. وتوزع الشركة أرباح أسهم نصف سنوية تبلغ 0.5 ريال ، وقد تحولت من سياسة توزيع الأرباح سنوياً ، إلى سياسة توزيع الأرباح كل ستة أشهر						
						المتوسط
						23.9%
						3.3
						13.7
						6.2%

المصدر: بلومبرج، الراجحي المالية.



برنامج التحول الوطني: فرص واعدة هامة للقطاع الخاص

برنامج التحول الوطني يقدم الإمكانات الهائلة
للقطاع الخاص للعب دور مهم في مختلف
القطاعات

مع ارساء المبادرات الحكومية للأساس القوي لهذا البرنامج ، فإننا نعتقد أنه سوف تكون هناك مساهمة كبيرة من القطاع الخاص في هذا البرنامج في المستقبل، وبخاصة في المجالات التي تحتاج إلى استثمارات (التعدين، البنى التحتية، النقل، الرعاية الصحية، الإسكان ، الخ) ، ونقل التقنية (توطين خدمات الموردين المحليين للمؤسسات الصناعية والمنشآت الصغيرة والمتوسطة الحجم) ، أو التي تتطلب شراكة بين القطاعين العام والخاص (السياحة الدينية ، توليد الطاقة الكهربائية، تحلية المياه ومعالجة المياه ، التدريب في مجال تقنية المعلومات والاتصالات). علاوة على ذلك، فإن الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات المحفظة الأجنبية ، سوف تجد عمليات البيع /التخصيص الاستراتيجية للأصول الحكومية الرئيسية، مثل عملية طرح الاكتتاب العام الأولى في أسهم أرامكو(المجدولة على الأرجح في 2018) وخصخصة بعض المؤسسات الأخرى التي تديرها الدولة (مثل المؤسسة العامة لصوامع الغلال ومطاحن الدقيق ، والخطوط السعودية ،سوف تجد هذه العمليات جذابة. وعلى مدى السنوات القليلة القادمة، من المقرر خصخصة ما يربو على 100 مؤسسة تديرها الدولة، وفقا لبرنامج التحول الوطني. كذلك ، فإنه من المرجح أن يؤدي إعلان الحكومة بالسماح بوصول نسبة الملكية إلى 100% في الأعمال التجارية (قطاعي تجارة التجزئة والجملة) والاستشارات الهندسية ، بعد الإعلان عن برنامج التحول الوطني، إلى اجتذاب استثمارات أجنبية مباشرة ذات مغزى.

علاوة على ذلك، فإن الإصلاحات التي أجريت على سوق المال، مثل التخطيط لسوق أسهم مخصص للمنشآت الصغيرة والمتوسطة، والسوق الثانوي للسندات، وأنظمة صناديق الاستثمار العقاري REITS ، الخ سوف تؤدي إلى إضفاء طابع المؤسسية على التغيير وجلب مزيد من رأس المال من القطاع الخاص. وبالنسبة للمستقبل، فكما أصبح الاقتصاد أكثر تنوعا، فسوف تصبح الشركات بين القطاعين العام والخاص ، وفي النهاية القطاع الخاص وحده، هو العامل الرئيسي المحرك لنمو الاقتصاد. وفي الوقت الراهن، تبلغ مساهمة القطاع الخاص في الناتج المحلي الإجمالي 40% ومن المرجح أن تزداد بصورة تدريجية لتصل إلى 65% على أساس خطة رؤية المملكة 2030. هذا، وقد ركزنا في ما يلي على بعض الفرص الرئيسية المتاحة لمشاركة القطاع الخاص على أساس برنامج التحول الوطني.

شكل 5 : مجالات الفرص الرئيسية للقطاع الخاص

القطاعات	ميزانية برنامج التحول الوطني (مليار ريال)	مجالات الفرص للقطاع الخاص	ملاحظات
استثمارات المحفظة والاستثمارات الاستراتيجية	لا ينطبق	- استراتيجية بيع الأصول/الخصخصة من قبل الحكومة . - البنية التحتية لسوق المال (المصرفية الاستثمارية، الدمج والاستحواذ، خدمات المشورة وخدمات المساهمين .. الخ).	- من المرجح أن يتم ادراج شركة أرامكو في 2018 ، وفقا لتقارير اعلامية. وسوف ينتج عن بيع نسبة 5% من أصول الشركة بقيمة شركة مستهدفة تبلغ 2 تريليون دولار ، استثمار من قبل المستثمرين الأجانب المؤهلين تبلغ قيمته 75 مليار دولار ، اذا افترضنا أن 75% من الاستثمار في طرح الأسهم للاكتتاب العام الأولى سوف يكون من قبل مستثمرين أجانب مؤهلين. -الإصلاحات التي اتخذتها الحكومة في سوق المال ، من شأنها أن تضع مؤشر تداول ضمن منظومة مؤشر الأسواق الناشئة مما يحقق 30 مليار دولار وفقا لبعض تقديرات السوق. إننا نعتقد أن الحكومة التي تملك نسبة حوالي 35% ، يمكنها بيع جزء من حصتها في استثماراتها التي تشكل شركات قائمة فعليا ومربحة. -ليس فقط الشركات المسجلة في سوق الأسهم ، فهناك العديد من الأصول الأخرى المملوكة للحكومة ، كالخطوط السعودية ، والمؤسسة العامة لصوامع الغلال ومطاحن الدقيق ، وغيرها ، من المحتمل أن يتم تخصيصها في المستقبل. - سوف يستلزم ذلك تطويرا قويا للبنية الأساسية لسوق رأس المال، مما يتطلب استثمارات خاصة في المصرفية الاستثمارية ، وعمليات الدمج والاستحواذ ، وخدمات تقديم المشورة وخدمات المساهمين .. الخ.
الإسكان والعقارات	59.2	- مشاريع سكنية ميسرة وإسكان تعاوني. - شراكة مع كبار ملاك الأراضي لتطوير مشاريع إسكانية . - شراكة مع شركات أجنبية لتطوير مشاريع كبيرة .	- يحظى الإسكان الميسر بتركيز كبير من قبل الحكومة نظرا للطلب الحالي الكبير للمساكن. وإلى جانب ذلك، فإن دعم الحكومة المتمثل في الإعانات وخطة الحكومة التي تستهدف خفض تكلفة ملكية المساكن إلى ما يعادل قيمة الدخل السنوي خمس مرات ، مقارنة بقيمته 10 مرات في الوقت الراهن، سوف يساعد في تحقيق نمو قوي في تملك المساكن خلال السنوات القادمة. - رسوم الأراضي البيضاء من المحتمل أن تدعم الخطة المذكورة انفا عن طريق، (أ) عدم تشجيع تملك أراض غير مطورة كاستثمار مما يؤدي بالتالي إلى خفض تكاليف العقارات وجعلها ميسرة ويمكن تحملها من قبل عامة المواطنين ، و(ب) زيادة المعروض من المشاريع المطورة. - إن تركيز الحكومة القوي على الإسكان الميسر ، ندعه خطط تستهدف رفع تمويل العقارات إلى 15% من الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي ، من 8% في الوقت الراهن، مما يتيح تمويل المساكن لعدد أكبر من الأسر وتقصير متوسط فترات الانتظار. سوف يتم إصدار تصاريح سريعة للمتورين العقاريين من القطاع الخاص ، كما سيوفر لهم التمويل اللازم (بالتعاون مع البنوك التجارية الخاصة ومؤسسة النقد العربي السعودي). -بدأت صناديق الاستثمار العقاري REITS المسجلة في السوق المالية السعودية ، وهي استثمارات محفظة للأرباح ، التداول للمرة الأولى في المملكة. وقد سمح للمستثمرين الأجانب المؤهلين ، بالاستثمار في هذه الصناديق. - سوف يتم تشجيع الشركات الأجنبية مع مطورين من القطاع الخاص ، من أجل استغلال الأراضي الحكومية ومن ثم تطوير مشاريع سكنية ضخمة وميسرة.

المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية. ملحوظة: قمنا بإعادة تصنيف ميزانية برنامج التحول الوطني(كانت في الأصل مندرجة تحت 26 وزارة) في القطاعات المذكورة أعلاه ، بناء على فهمنا للموضوع.



شكل 6 مجالات الفرص الرئيسية للقطاع الخاص (.. يتبع)

ملاحظات	مجالات الفرص للقطاع الخاص	ميزانية برنامج التحول الوطني (مليار ريال)	القطاعات
الفجوة بين العرض والطلب لخدمات الرعاية الصحية ، كبيرة كما أنها مرشحة للاستمرار كذلك مع استمرار الطلب في النمو بمعدل أسرع من نمو العرض. ويوفر ذلك ، فرصة لاستثمارات هامة في مجال الرعاية الصحية. - يذهب ما نسبته نحو 12.5% من ميزانية المملكة العربية السعودية الى قطاع الرعاية الصحية ، ونتيجة لذلك ، فان الحجم الكامن لهذه الفرص يعتبر ضخما نظرا لأن الحكومة تخطط لتحويل فرص النمو للقطاع الخاص مع قيامها بالدور التنظيمي فقط في المستقبل (الى جانب مراكز الرعاية الصحية الأولية). - التأمين الصحي للأجانب أصبح الزاميا. وفي حالة صدور قرار الزامية التأمين الصحي للمواطنين السعوديين ، فسوف يكون دافعا كبيرا لهذا القطاع. - صافي هامش الربح لمؤسسات الرعاية الصحية يعتبر جيدا اذ يبلغ 25%، مما يجعلها جذابة للاستثمارات الخاصة.	مجالات الفرص للقطاع الخاص	23	الرعاية الصحية
- تطوير النظام التعليمي ككل مع التركيز على موارد التعليم ، والتعليم الفني وتنمية المهارات العامة. - زيادة مشاركة القطاع الخاص وزيادة نسب الطلاب في التعليم العالي غير الحكومي، من 6% الى 15%.	مجالات الفرص للقطاع الخاص	24.4	التعليم
- عدد الشراكات الفعالة مع القطاع الخاص، يتوقع أن يرتفع الى 17 ، مقابل واحدة فقط الان ، مما يشير الى وجود فرص في مجالات عدة ولكن من المرجح أن تكون في قطاعات الادارة ، السياحة /الفنادق ، النقل .. الخ. - الإيرادات الاجمالية من الشراكات مع القطاع الخاص ، يتوقع أن تصل الى 19 مليار ريال بحلول عام 2020، وهي إيرادات ليست ذات مغزى حاليا.	مجالات الفرص للقطاع الخاص	10.8	السياحة الدينية
- من المقرر أن تصل نسبة توليد الكهرباء في محطات الطاقة عبر الشركاء الاستراتيجيين ، 100% ، من نسبة تبلغ 27% فقط حاليا. - إنتاج محطات التحلية من المياه المحلاة ، سوف يرتفع من 16% الى 52%، كما سيرتفع إنتاج المياه المعالجة من 0% الى 20%.	مجالات الفرص للقطاع الخاص	12.9	الكهرباء
- المكون المحلي في اجمالي اتفاق القطاعين العام والخاص ، من المقرر أن يرتفع بدرجة كبيرة. - الطاقة الانتاجية المستهدفة التي ستوفرها الطاقة المتجددة ، تبلغ 3450 ميغاوات.	مجالات الفرص للقطاع الخاص	13.5	الصناعي
- الحكومة سوف تقوم بإنشاء مجمعات صناعية ، مرافق عامة وبنيات تحتية للخدمات الاجتماعية في مدينتي الجبيل وينبع. - دعم واضح من الحكومة لتطوير صناعة التعدين بهدف زيادة الصادرات. - قيمة صادرات السلع غير النفطية من المتوقع أن تتضاعف لتصل الى 330 مليار ريال بحلول عام 2020، من 180 مليار ريال في الوقت الراهن، نسبة اسهام التعدين في الناتج المحلي الاجمالي المستهدفة تبلغ 97% بحلول عام 2020 ، من 64% حاليا.	مجالات الفرص للقطاع الخاص	42.7	البنية التحتية
- هناك عدد من المدن من المحتمل أن يكون لديها خطط شاملة للنقل العام. - ارتفاع مساهمة القطاع الخاص في تطوير وتشغيل مشاريع الطرق ، ومشاريع السكك الحديدية المتوقعة. - ارتفاع مساهمة القطاع الخاص في تطوير وتشغيل مشاريع الموانئ المتوقعة.	مجالات الفرص للقطاع الخاص	5.6	النقل
- رقمنة (digitalization) وادخال أنظمة التشغيل الالي للخدمات المختلفة. - انشاء أنظمة للقيمة المضافة ، الضرائب الأخرى ، المراقبة ، التقييم .. الخ. - التدريب المهني في المجالات المختلفة (المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم ، اعادة صقل المهارات ، التدريب لاكتساب المهارات الفنية ، ومجالات أخرى في تقنية المعلومات).	مجالات الفرص للقطاع الخاص	61.4	قطاعات أخرى
- الامكانيات المتاحة ، ليست فقط الاستثمار في البنية التحتية لتقنية المعلومات والبرامج ، ولكن أيضا في القطاعات المرتبطة بها مثل التدريب نظرا لانخفاض مستوى اختراق السوق في مجال تقنية المعلومات. - حظيت التجارة الإلكترونية بالفعل باهتمام كبير ، كما أبدت الشركات الرئيسية العاملة في هذا المجال ، كشركة أمازون ، رغبة أكيدة في هذا القطاع. - ان تعزيز التجارة الإلكترونية ، سوف يعزز أيضا نمو الخدمات البريدية ، كما في حالة مؤسسة البريد السعودي.	مجالات الفرص للقطاع الخاص	14.9	تقنية المعلومات والاتصالات

المصدر: بيانات الشركات، الراجحي المالية. ملحوظة: قمنا بإعادة تصنيف ميزانية برنامج التحول الوطني (كانت في الأصل مندرجة تحت 26 وزارة) في القطاعات المذكورة أعلاه ، بناء على فهمنا للموضوع.



إصلاحات سوق المال

بعد فتح السوق للاستثمارات الأجنبية في يونيو 2015، من المتوقع أن تشهد المملكة عددا كبيرا من الإصلاحات في سوق رأس المال خلال عام 2017. وقد خففت هيئة السوق المالية بالفعل، العديد من القيود التي تواجه في الوقت الراهن المستثمرين العالميين الذين يبحثون عن الاستثمار في سوق تداول. على سبيل المثال، فإن هيئة السوق المالية، تسمح الان بمشاركة المستثمرين الأجانب في عملية بناء الأوامر، كما خفضت الحد الأدنى للأصول المدارة للمستثمر الأجنبي ليكون مؤهلا للاستثمار في المملكة العربية السعودية كمستثمر أجنبي مؤهل. ويلقي الشكل 7، الضوء على الإصلاحات الرئيسية على رأس المال. أما الفوائد المترتبة على ذلك، فهي متعددة، نذكر منها تحسين وزيادة سيولة السوق المحلي، عمق السوق، وتقوية احتياطات النقد الأجنبي.. الخ

شكل 7 قائمة الإصلاحات

الرقم	الإصلاحات	تاريخ التنفيذ
1	تعديل المدة الزمنية لتسوية صفقات الأوراق المالية المدرجة في سوق الأسهم، لتصبح يومي عمل من تاريخ التنفيذ (T+2).	النصف الأول 2017
2	إلغاء السوق لاشتراط التوافر المسبق للنقد، تنشيط البيع على المكشوف بشرط استعارة الأسهم. تعزيز ضوابط الحفظ وإدخال التسليم مقابل الدفع.	النصف الأول 2017
3	تغييرات في قيود الملكية للمستثمرين الأجانب المؤهلين.	الرابع من سبتمبر 2016
4	سمحت هيئة السوق المالية بإدخال مؤسسات مالية أجنبية جديدة، بما فيها صناديق الثروات السيادية، أوقاف الجامعات ومؤسسات أخرى، كمستثمرين أجانب مؤهلين، والتي كانت تشمل في السابق، فقط البنوك وشركات الوساطة والأوراق المالية، مدراء الصناديق وشركات التأمين.	الرابع من سبتمبر 2016
5	المستثمرون الأجانب المؤهلون، يمكنهم المشاركة في عملية بناء الأوامر لعمليات طرح الأسهم للاكتتاب الخاص.	الأول من يناير 2017
7	هيئة السوق المالية رفعت نسبة تغطية التمويل بالهامش إلى 34% من قيمة الصفقة، من 25% سابقا.	يناير 2016
8	هيئة السوق المالية وضعت آلية جديدة لعمولات صفقات الأسهم.	السابع عشر من يوليو 2016
9	هيئة السوق المالية استحدثت ساعات تداول جديدة.	الثالث من إبريل 2017
10	الشركات التي تحقق خسائر، سوف تواجه نظام الإفلاس وفقا لنظام سعودي جديد.	مايو 2016
11	تعمل هيئة السوق المالية حاليا على تعديل القواعد المتعلقة بطرح الأسهم للاكتتاب العام الأولي، من أجل تشجيع الشركات العائلية للتحويل إلى شركات مساهمة.	سبتمبر 2016
12	تداول تعلن عن تأسيس مركز لإيداع الأوراق المالية كشركة مملوكة بالكامل لتداول.	مايو 2016
13	مركز الملك عبد الله المالي، سوف يحظى باستثناءات في تأشيرات الخول.	ديسمبر 2016
14	تهدف السعودية إلى مضاعفة حجم سوق الأسهم تقريبا.	
15	المنشآت الصغيرة والمتوسطة فقط - سوف يسمح لها بالتداول في السوق الثانوية.	
16	الإعلان عن نظام الإفلاس في السعودية.	متوقع في الربع الأول 2017
17	إدخال مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة.	يونيو 2019
18	تداول تبدأ في تطبيق قواعد الإفصاح الجديدة.	يوليو 2016
19	سوف تنشئ المملكة العربية السعودية، صندوقا تبلغ قيمته 1.1 مليار دولار لتطوير قطاع رأس مال الجريء.	
20	هيئة السوق المالية توفر تراخيص لوكالات تصنيف ائتماني.	اغسطس 2016
21	هيئة السوق المالية تعلن عن تعديل فترة الاعلان عن القوائم المالية المرحلية (الربعية) والبيانات السنوية.	الأول من يناير 2017
22	مجلس الوزراء السعودي يقرر تنظيم رسوم تأشيرات الخروج والعودة.	اغسطس 2016
23	السعودية تخطط لتأسيس صندوق برأس مال 100 مليار دولار مع مجموعة سوفت بانك اليابانية.	
24	السعودية تسعى لرفع سقف السوق العقاري.	ديسمبر 2016
25	المملكة تصدر رسوم الأراضي البيضاء.	يناير 2016
26	شركة أرامكو السعودية سيتم طرحها للاكتتاب العام.	2018
27	السعودية سوف تستحدث ضريبة القيمة المضافة.	2018
28	المملكة العربية السعودية تخفض رواتب الوزراء، وتلغي حوافز موظفي الدولة.	سبتمبر 2016
29	المملكة تنبئه بتطبيق لائحة رسوم الخدمات البلدية.	التاسع من ديسمبر 2016
30	السعودية تضع قواعد جديدة لحوافز العاملين بالدولة.	نوفمبر 2016

المصدر: هيئة سوق المال

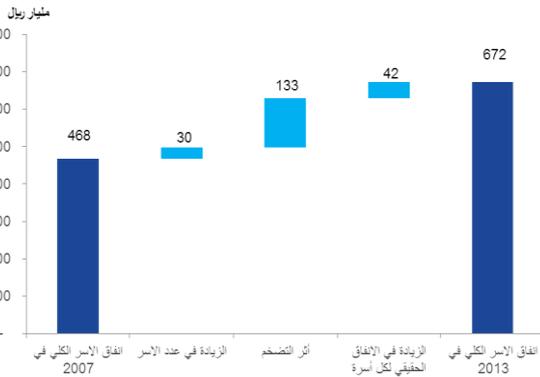


الاتجاهات الرئيسية في 2017 :

انفاق المستهلكين : توقع شراء السلع الرخيصة ، أحجام الشراء من غير المحتمل أن تتأثر

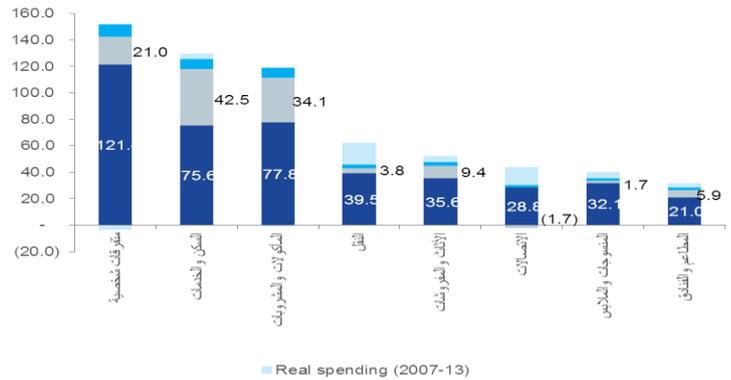
لقد أدى خفض الرواتب/الاجور وايقاف البدلات للعاملين بالقطاع العام ، الذي تم الاعلان عنه في سبتمبر 2016، الى اثاره مخاوف من أن يؤدي ذلك بدوره الى حدوث خفض في الدخل المتاح للإنفاق وأن يؤثر على الاقتصاد بشكل عام. من أجل فهم الكيفية التي يمكن أن يتغير بها انفاق المستهلكين في المملكة العربية السعودية في المستقبل ، نتيجة للإجراءات التقشفية المستمرة ، قمنا بتحليل أنماط انفاق الأسر خلال الفترة 2007-2013 ، بناء على مسح للمستهلكين نشرتها مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات ، وعلى بعض البيانات ذات الصلة بذلك. حيث قمنا بتحليل بعض الجوانب الهامة لاستهلاك الأسر ، مما يوفر لنا فهما أفضل حول الاتجاهات المستقبلية المحتملة. تحليلنا اظهر انه خلال السنوات 2007-2013 ، ارتفع متوسط انفاق الأسر السعودية، بنسبة 35% (من 13,250 الى 17,903 ريال في الشهر). بيد أن نسبة 65% من الارتفاع في الانفاق كان يقضي عليها التضخم. وكانت نسبة 80% من الزيادة الكلية في انفاق الأسر خلال الفترة 2007-2013 ، تعزى للتضخم (65%) وللاارتفاع في عدد الأسر (15%). ونتيجة لذلك ، فقد كانت نسبة 20% فقط من الزيادة في انفاق الأسر ، تعزى للنمو في الانفاق الفعلي. وخلال الفترة 2007-2013 ، نما الانفاق الفعلي للأسرة الواحدة ، بنسبة 6.7% من حيث الأرقام المطلقة، مما يعني ضمناً حدوث معدل نمو سنوي مركب بنسبة 1.1% خلال هذه الفترة.

شكل 9: ارتفع الانفاق الكلي للأسر السعودية بدرجة كبيرة خلال الفترة 2007-2013 ، بيد أن معظم هذا الانفاق قد استهلكه التضخم، وكان النمو في الانفاق الفعلي ضعيفاً.



المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، الراجحي المالية.

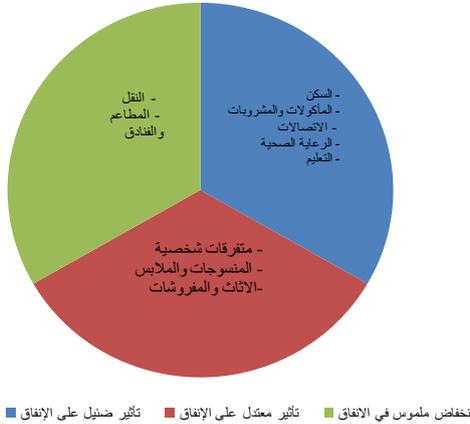
شكل 8: كان النمو في الانفاق الفعلي ضعيفاً لمعظم القطاعات، بينما كان تأثير التضخم مرتفعاً



المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، الراجحي المالية.

عندما تنخفض مصادر الدخل المتاحة للإنفاق ، وسوف يقوم المستهلكون بشكل عام بخفض مشترياتهم ، والتي كانت سترتفع سابقاً عندما كان الدخل المتاح للإنفاق يشهد ارتفاعاً (كما حدث خلال الفترة 2007-2013). ومع ذلك ، ونظراً لأن حجم النمو (الانفاق الفعلي) كان أقل للأسر السعودية في المقام الأول، فإننا نعتقد أنه سيكون من الصعب جداً على المستهلكين ، خفض حجم الانفاق في ظل الظروف الحالية. بدلاً من ذلك ، فإننا نتوقع أن يكون اتجاه المستهلكين لشراء السلع الأقل سعراً ، هو رد الفعل المفضل من جانب المستهلكين. من جانب آخر ، فربما يلجأ تجار التجزئة الى خفض أسعار السلع من أجل حماية حصصهم في السوق. كما تشير شركات التجزئة من خلال الإفصاح عن نتائجهم المالية ، وكذلك اتصالاتنا مع إدارات بعض الشركات ، الى أن المستهلكين في الحقيقة ، قد بدأوا في التحول الى السلع الأرخص ثمناً في ظل الظروف الحالية. اننا نعتقد ، أن القطاعات التي شهدت ارتفاعاً كبيراً في الانفاق الفعلي (20%+) خلال الفترة 2007-2013 ، مثل قطاعات النقل ، الترفيه ، والمطاعم والفنادق ، ربما تشهد تأثيراً هاماً ، نظراً لأنه من السهل على المستهلكين خفض انفاقهم في هذه الأقسام. في الجانب الآخر ، القطاعات الفرعية الأخرى ، مثل المنسوجات والملابس ، الأثاث (شهدت ارتفاعاً بنسبة 10% في الانفاق الفعلي خلال الفترة) ، ربما لا تتأثر بنفس المستوى ، نظراً لأن هذه القطاعات لم تشهد زيادة كبيرة في الانفاق الفعلي أساساً.

شكل 10: ماذا يحدث لانفاق المستهلكين في القطاعات المختلفة – وجهة نظرنا مبنية التحليل التاريخي



المصدر: الراجحي المالية.

نظرتنا لا تزال ايجابية تجاه قطاع التجزئة المنظم ، ويتوقع استمرار المكاسب المحققة في حصة السوق

(أ) اتسمت الفترة 2007-2013 ، بارتفاع أسعار النفط ، وتزايد الدخول المتاحة للإنفاق مدعومة بارتفاع مستوى التوظيف (يشمل ذلك الزيادات في الرواتب والعلاوات) والنشاط الاقتصادي الأفضل. وبناء عليه ، فقد كان يعتقد ، أن ذلك النمو القوي في الإنفاق الفعلي خلال تلك الفترة ، يعتبر واحدا من المحركات الرئيسية للنمو الكبير في قطاع التجزئة المنظم.

(ب) بيد أن تحليلنا يشير الى أن النمو في الإنفاق الفعلي من قبل الأسر ، قد كان ضعيفا خلال الفترة المعنية. وعليه ، فإن السبب المنطقي الوحيد للنمو القوي الذي سجلته مؤسسات قطاع التجزئة المنظم ، يمكن أن يعزى للمكاسب الكبيرة المحققة على صعيد الحصة السوقية خلال هذه الفترة ، مقارنة بقطاع التجزئة غير المنظم.

(ت) اننا نعتقد أن المؤسسات العاملة في قطاع التجزئة المنظم ، في وضع قوي يمكنها من الاستمرار في الاستحواذ على حصة في السوق على حساب مؤسسات قطاع التجزئة غير المنظم، وبخاصة في بيئة السوق الحالية التي يعاني فيها الدخل المتاح للإنفاق من الضغوط والانخفاض. وفي رأينا ، فإن مؤسسات قطاع التجزئة المنظم ، وبحكم أحجامها ، سوف تكون لديها مزايا كبيرة مثل (1) شروط توريد أفضل : الموزعون/ الموردون ، ربما يفضلون المؤسسات الكبيرة المنظمة على المؤسسات الصغيرة ، من حيث المبيعات الأجلة وحسومات المشتريات الكبيرة. (2) المقطرة الكبيرة على منح الحسومات ، وبالتالي جذب المتسوقين ، (3) الاستمرار في التوسع في ظل الظروف الاقتصادية معتمدة على قوة ميزانيتها ، بينما تتراجع المؤسسات غير المنظمة ، و (4) امكانية تأقلمها بشكل أفضل مع متطلبات السعودية والمواضيع الأخرى المستهدفة، التي تجد المؤسسات غير المنظمة صعوبة في مواكبتها والتوافق معها.

(ث) بناء عليه ، فإننا نعتقد أن مؤسسات التجزئة المنظمة ، سوف تستمر تشهد نموا جيدا خلال المديين المتوسط الى البعيد. وإلى جانب العوامل المذكورة انفا ، سوف يلاحظ المستثمرون أن نسبة اختراق السوق في المملكة العربية السعودية لقطاع التجزئة المنظم ، منخفضة وتبلغ حوالي 25% فقط للمتاجر الصغيرة (البقالات) و45% للسوق ككل. وتتراوح حصة قطاع التجزئة المنظم في أسواق الدول المتقدمة ، كالولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا الغربية ، بين 70% و85% تقريبا على التوالي ، بينما تبلغ هذه النسبة في بعض الدول النامية ، كماليزيا وتايوان ، 55% و81% على التوالي. وبناء على ما تقدم ، فإن هناك مجالا كبيرا لمؤسسات التجزئة المنظمة السعودية ، لتحقيق نمو قوي في المستقبل.



خفض معدل الاقتراض بين البنوك السعودية (السايبور) يمكن أن يخفف عبء رسوم الفائدة:

الشركات ذات هوامش الأرباح المنخفضة والمديونيات المرتفعة، كشرركات الاستثمار الصناعي، والمباني والإنشاءات، من المرجح أن تستفيد من انخفاض السايبور.

ظل سعر الاقتراض بين البنوك السعودية (السايبور) لأجل 3 شهور، يسجل انخفاضا منذ حصول المملكة على أموال من سوق السندات الدولية، مما أدى الى تحسين وضع السيولة في البلاد. وقد ظل السايبور ينخفض باستمرار حتى وصل الى 2.034% حاليا، من مستوى مرتفع بلغ 2.386% في اواخر أكتوبر. وفي تقريرنا الذي أصدرناه بعنوان "ارتفاع أسعار الفائدة بين البنوك السعودية: أثره لم يتضح بعد"، كنا قد أشرنا الى أن تحليلنا قد أشار الى أن أي زيادة بمقدار 100 نقطة أساس في السايبور، يمكن أن ينتج عنها تأثير سلبي محتمل بنسبة 7.4%، في صافي ربح الشركات المدرجة في تداول (باستثناء السعودية للكهرباء والبنوك وشركات التأمين). وكانت الشركات تعلن عن انخفاض في صافي ربحها بسبب تزايد مصروفات التمويل. بيد أنه، ونتيجة لتراجع السايبور الى 2%، فسوف يقل الضغط على الشركات. من جانب آخر، فإن تأثير رفع سعر فائدة بنك الاحتياطي الفدرالي المتوقع، ربما يمتد تأثيره الى اقتصاد المملكة ويؤدي الى رفع معدلات السايبور، نظرا لربط الريال بالدولار الأمريكي.

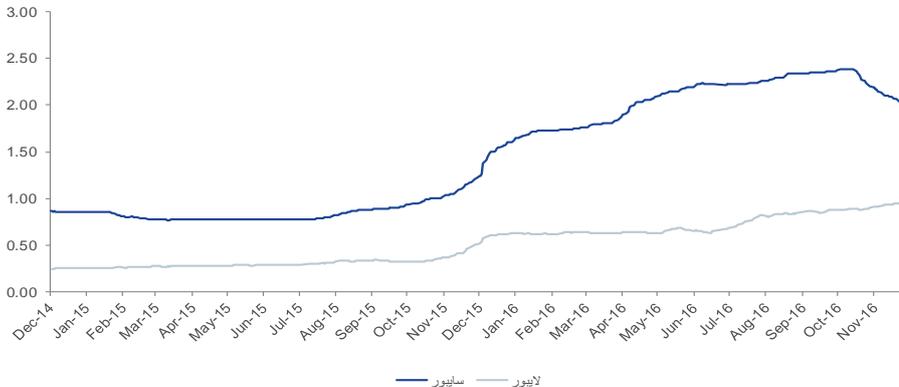
ان الشركات ذات هوامش الأرباح المنخفضة والمديونيات المرتفعة، كشرركات الاستثمار الصناعي، والمباني والإنشاءات، من المرجح أن تستفيد من انخفاض السايبور. اننا نعتقد أن تأثير هذا الانخفاض جدير بالملاحظة اذا أخذنا في الاعتبار البيئة التشغيلية لهذه الشركات، ونظرا لأن الشركات لا تزال تحاول تعديل أوضاعها والتكيف مع خفض الاعانات الممنوحة لها وتكاليف الطاقة المرتفعة، التي أعلنتها الحكومة في مستهل هذا العام.

شكل 11: مقارنة بين القطاعات: المديونية ومصروفات الاقتراض

القطاع	صافي الدين (%) من اجمالي الاصول	اجمالي الدين (%) من اجمالي الاصول	الربح التشغيلي (مليار ريال)	صافي الدين (مليار ريال)	مصروفات الفائدة الى الربح التشغيلي	صافي الدين/الربح التشغيلي
الاستثمار الصناعي	40.1%	46.7%	2.3	45.7	29.2%	19.94
البناء والتشييد	33.3%	39.4%	1.4	11.3	26.5%	7.90
البتروكيماويات	19.6%	35.8%	36.6	114.5	10.7%	3.13
الزراعة والصناعات الغذائية	26.0%	35.4%	4.7	17.3	10.5%	3.64
النقل	21.8%	32.8%	2.8	5.9	5.8%	2.11
التجزئة	23.3%	30.9%	2.6	5.1	7.1%	1.99
التطوير العقاري	14.8%	28.7%	1.9	13.3	27.8%	7.17
الاتصالات	5.3%	20.1%	10.3	8.9	14.0%	0.86
الرعاية الصحية	10.3%	17.8%	1.1	1.0	2.3%	0.90
الاسمنت	3.5%	14.5%	6.3	1.4	1.7%	0.23

المصدر: بلومبرج، الراجحي المالية.

شكل 12: حركة سعر سايبور 3 أشهر مقارنة بسعر الفائدة بين بنوك لندن (لايبور)



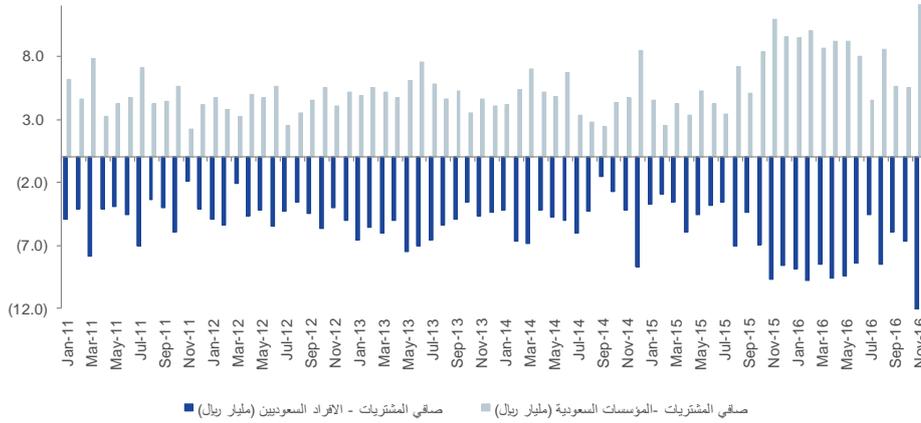
المصدر: بلومبرج، الراجحي المالية.



ارتفاع ملكية المؤسسات:

انخفضت حصة ملكية الأفراد السعوديين خلال السنوات القليلة الأخيرة وارتفعت حصة المؤسسات المرتبطة بالحكومة -التي تشكل المكون الرئيسي لمجموعة المؤسسات السعودية. يظهر الرسم البياني في الأسفل ارتفاع عمليات البيع للمستثمرين السعوديين الأفراد ، بينما بدأت صافي المشتريات للمؤسسات السعودية في الارتفاع.

شكل 13: في آخر 5 سنوات، ارتفعت صافي مشتريات المؤسسات السعودية بينما ارتفعت عمليات البيع للأفراد السعوديين



المصدر: تداول

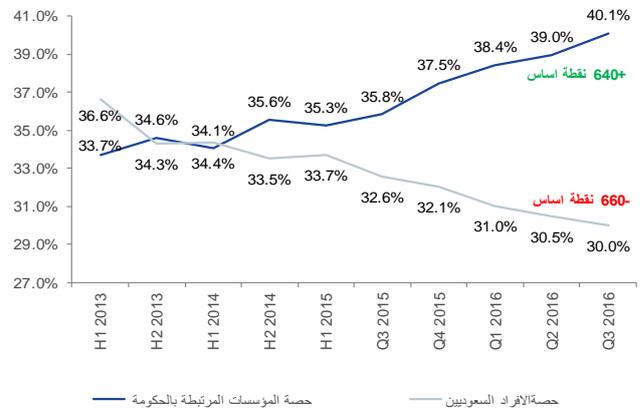
كما أوضحنا في تقريرنا ([ارتفاع ملكية المؤسسات](#)) لقد انخفضت حصة ملكية الأفراد السعوديين بمقدار 660 نقطة أساس خلال الثلاث سنوات الأخيرة ، لتصل إلى 30%، بينما ارتفعت حصة المؤسسات المرتبطة بالحكومة -التي تشكل المكون الرئيسي لمجموعة المؤسسات السعودية ، بمقدار 640 نقطة أساس لتصل إلى 40% . وقد انعكس هذا الاتجاه على بيانات السنة الأخيرة أيضاً، حيث ارتفعت حصة ملكية المؤسسات السعودية بمقدار 380 نقطة أساس لتصل إلى 64.5%، على حساب حصة ملكية الأفراد السعوديين (انخفاض بمقدار 340 نقطة أساس).

شكل 15: في بيانات السنة الأخيرة ارتفعت ملكية المؤسسات الحكومية 380 نقطة أساس



المصدر: تداول

شكل 14: في آخر ثلاث سنوات: ارتفعت حصة ملكية المؤسسات المرتبطة بالحكومة على حساب حصة الأفراد السعوديين.



المصدر: هيئة سوق المال، تداول.



وإجمالاً ، فإننا نعتقد أن تحول ملكية الأسهم في السوق ، من المستثمرين السعوديين الأفراد، الى المؤسسات ، يعتبر أمراً إيجابياً للسوق على المدى البعيد ، إذ من المتوقع أن يؤدي ذلك الى خفض مستوى التذبذب في السوق، رغم أن ذلك ربما يكون على حساب السيولة العامة في السوق. ورغم ذلك ، فإن مشاركة مستثمرين مؤسساتيين أكثر نشاطاً ، يعتبر أمراً مطلوباً لضمان وجود سوق أكثر حيوية ونشاطاً.

وبالإضافة الى التأثير الواضح للشراء الصافي، فإن مكاسب الملكية للمؤسسات السعودية ، تعزى أيضاً لتفوق أداء بعض الشركات التي تملك فيها المؤسسات الحكومية الرئيسية (مثل سابك، الاتصالات السعودية ، معادن، البحري، الخ) مقارنة بأداء السوق ككل. ومن المحتمل أن يفسر ذلك ، المكاسب التي حققتها ملكية المؤسسات المرتبطة بالحكومة والتي بلغت 427 نقطة أساس خلال السنة الأخيرة ، حتى بدون دخولها في عمليات شراء كبيرة في السوق.

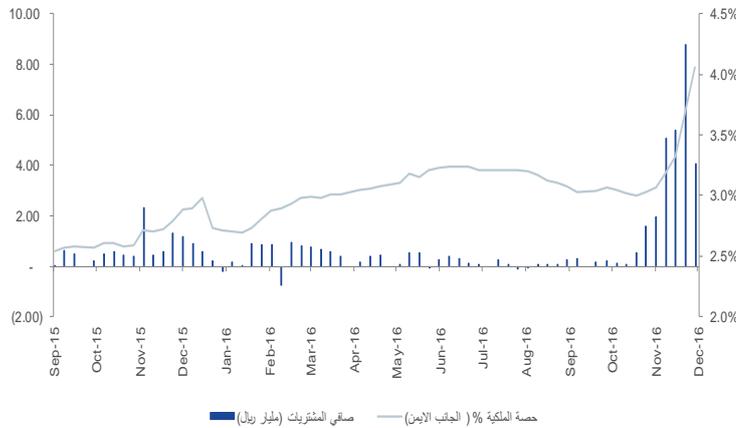
شكل 16: مكاسب المؤسسات الحكومية في الشركات الرئيسية التي تمتلك فيها

نسبة	ملكية المؤسسات الحكومية		القيمة السوقية (مليار ريال)	الملكية (%)	قيمة الملكية (مليار ريال)
	سنة واحدة	سنوات 3			
سابك	15.0%	19.4%	284	75.7%	215
الاتصالات السعودية	10.8%	73.8%	145	83.8%	122
كهرباء السعودية	31.5%	66.6%	82	81.2%	66
البنك الأهلي التجاري	-20.0%	16.4%	84	64.3%	54
معادن	5.1%	48.7%	44	65.4%	29
بنك سامبا	10.0%	28.4%	46	49.7%	23
بنك الرياض	-4.2%	5.5%	34	47.7%	16
سافكو	-8.0%	-11.2%	32	44.7%	14
ينساب	32.1%	0.6%	28	50.5%	14
البحري	-16.5%	82.8%	16	42.6%	7
الإجمالي			795		560

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

بالإضافة الى المؤسسات المرتبطة بالحكومة ، فقد شهدت صناديق الاستثمار السعودية أيضاً، ارتفاعاً في ملكيتها في السوق. فخلال السنة الماضية وحدها، بلغت قيمة صافي مشتريات صناديق الاستثمار السعودية من الأسهم ، 30 مليار ريال وشهدت ارتفاعاً بمقدار 62 نقطة أساس في ملكيتها لتصل الى 3.3%، ويمكن أن يعزى ذلك أيضاً الى عوامل مماثلة للعوامل التي أثرت على المؤسسات المرتبطة بالحكومة. بيد أنه ، في ما يتعلق بحجم حيازة محفظة الصناديق الاستثمارية التي بلغت 63 مليار ريال (نوفمبر 2016) ، فإن حجم الشراء الصافي من الأسهم الذي بلغت قيمته 30 مليار ريال خلال العام الماضي ، يبدو كبيراً.

شكل 18: ارتفاع في ملكية صناديق الاستثمار



المصدر: تداول، الراجحي المالية.

شكل 17: انخفاض ملكية الأفراد



المصدر: تداول، الراجحي المالية.



تنفيذ المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS : توافق مع المعايير الدولية:

سوف تخطو المملكة العربية السعودية خطوة تقربها من المعايير الدولية ، عندما تبدأ الشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي ، في اعداد بياناتها المالية بناء على معايير التقارير المحاسبية الدولية. إن جميع الشركات المدرجة في السوق ، مطلوب منها أن تطبق المعايير المحاسبية وفقا للمعايير الدولية للتقارير المالية ، ابتداء من عام 2017 ، بينما سوف تلتزم جميع الكيانات الأخرى (الخاصة/غير المدرجة في السوق) ، باتباع نفس المعايير ابتداء من عام 2018. ومن المتوقع أن تؤدي هذه المعايير المحاسبية ، الى تحسين التفاصيل المالية بدرجة كبيرة ، كما سوف تمهد الطريق لعقد مقارنات أفضل بين الشركات السعودية ونظيراتها من الشركات العالمية. إننا نعتقد أن من شأن هذه الخطوة ، أن تزيد رغبة المستثمرين المؤسساتيين الأجانب في السوق السعودي. ورغمنا عن أن المملكة العربية السعودية ، تعتبر من البلدان التي تأخرت في قبول هذه المعايير المحاسبية الدولية اذ هناك 140 دولة في أنحاء العالم المختلفة ، تتبع بالفعل المعايير المحاسبية وفقا للمعايير الدولية للتقارير المالية ، فإننا نعتقد أن هذه الخطوة تأتي في وقتها الصحيح، مع تحرير القواعد والأنظمة المختلفة والبدء في مناقشة موضوع إدراج مؤشر تداول لأسهم جميع الشركات في مؤشر MSCI.

وجهت هيئة السوق المالية مؤخرا الشركات والزمته بالاستمرار في استخدام نموذج التكلفة لقياس العقارات والآلات والمعدات والأصول غير الملموسة ، للثلاثة سنوات الأولى التي تلي العمل بنظام المعايير الدولية للمحاسبة.

تأثير IFRS : من ان معايير IFRS ، تمنح الشركات خيار تقييم أصولها الثابتة مثل الممتلكات ، المباني والمعدات ، الممتلكات الاستثمارية ، الأصول البيولوجية ، الى جانب الاستثمارات الأخرى ، باستخدام الطرق المحاسبية المستندة على القيمة العادلة ، أو الطرق المحاسبية على أساس التكلفة. ونتيجة لذلك ، فإن اتباع معايير IFRS ، سوف يعطي الشركات المسجلة في السوق ، فرصة لإعادة تقييم أصولها. ونتيجة لذلك ، فإننا نتوقع أن ترتفع قيم الأصول ، مما يؤدي الى خفض نسبة الدين/ رأس المال ، والتوسع في ميزانيات الشركات، ومن شأن ذلك أن يؤدي الى خفض نسب العائدات ، مثل نسبة العائد على حقوق المساهمين ونسبة العائد على رأس المال المستثمر، مما يعكس صورة أفضل لمقدرة الشركة على تحقيق الربح.

مساعدة الشركات على التكيف : من أجل منح الشركات وقتا أكثر لتعديل / تكييف بياناتها المالية لتتوافق مع معايير IFRS ، فقد قامت هيئة السوق المالية بزيادة الفترة الزمنية للشركات لرفع تقاريرها المالية. فقد أصبح الان على الشركات ، رفع تقارير بياناتها المالية المرحلية ، في فترة لا تتجاوز ثلاثين يوما (تم تغييرها من خمسة عشر يوما) بعد نهاية الفترة المالية ، كما يلزم رفع تقارير البيانات المالية السنوية ، في غضون فترة لا تتجاوز 90 يوما (تم تغييرها من 75 يوما) بعد نهاية الفترة المالية السنوية.

ومن أجل المساعدة في تخفيف أي تأثير على البيانات المالية ، فقد وجهت هيئة السوق المالية مؤخرا الشركات والزمته بالاستمرار في استخدام نموذج التكلفة لقياس العقارات والآلات والمعدات والأصول غير الملموسة، للثلاثة سنوات الأولى التي تلي العمل بنظام المعايير الدولية للمحاسبة. وقد ألزمت الهيئة الشركات أيضا ، بالإفصاح عن تغييرات متوقعة في القيمة العادلة لأصولها، فقط في الايضاحات المرفقة ببياناتها المالية.



القطاعات المفضلة:

في سعيها الدؤوب لتنويع الاقتصاد بعيدا من الاعتماد على النفط فقط ، فإن المملكة تتخذ حاليا العديد من الخطوات لتعزيز الاستثمار الخاص واعطاء دفعة للقطاعات الأخرى. فبالإضافة الى الهيدروكربونات ، تملك المملكة أيضا احتياطات كبيرة من المعادن الهامة الأخرى. وعليه ، فإن قطاع المعادن ، يعتبر واحدا من القطاعات التي اعطيت أهمية وفقا لرؤية المملكة 2030. وهناك تركيز خاص أيضا على قطاع العقارات، إذ تخطط المملكة لإعادة هيكلة واحياء المدن الاقتصادية المختلفة واستغلال الأصول العقارية الأخرى المتوفرة للحكومة. علاوة على ذلك، فإن التصنيع يمثل أحد القطاعات الأخرى التي ينصب عليها التركيز في خطط رؤية المملكة 2030 ، إذ تسعى المملكة لتوطين نسبة مئوية كبيرة من مشروعاتها في مجال المعدات الدفاعية والطاقة المتجددة. أما القطاعات الأخرى المفضلة للاستثمار ، فهي قطاعات الرعاية الصحية والسياحة والتعليم.

التعدين

يحظى قطاع التعدين بتركيز خاص في رؤية المملكة 2030 ، إذ تنوي الحكومة استغلال مواردها الطبيعية (بخلاف الهيدروكربونات) بشكل تام. وتخطط المملكة لتوفير حوافز لزيادة الاستثمارات الخاصة في مجالات استكشاف وتعدين الموارد المعدنية. وتستهدف المملكة ، تحقيق مساهمة تبلغ قيمتها 97 مليار ريال في الناتج المحلي الاجمالي بحلول عام 2020 من قطاع استكشاف وتعدين المعادن، مما يؤدي الى خلق فرص عمل يبلغ عددها 90,000 وظيفة. والمملكة لديها واحدا من أكبر احتياطات معادن الفوسفات في العالم، كما تتوفر فيها أيضا رواسب كبيرة من الذهب، الفضة، النحاس، الزنك، الكروم، المنجنيز ، التنجستن، الرصاص، الصفيح، الألومنيوم، والحديد. وسوف تكون شركة معادن ، لكونها الشركة الأكبر وشركة التعدين الوحيدة المدرجة في السوق، هي المستفيد الأكبر من هذه الفرص الضخمة التي يتم الترويج لها في مجال التعدين.

الشكل 19: عدد مواقع التعدين المكتشفة حتى عام 2015			
رقم	المعادن غير الفلزية	رقم	المعادن الفلزية
541	حجر الكلس	834	الذهب
45	فوسفات	594	النحاس
145	حجر رملي	258	الفضة
6	اليوكسيت	47	التنجستن
58	كوارتز	85	الزنك
75	جبس	162	الحديد
15	الجرافيت	23	الكروم

المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، الراجحي المالية

الشكل 20: رخص التعدين حسب النوع					
2015	2014	2013	2012	2011	
517	468	432	254	104	رخصة الاستكشاف
87	81	75	77	64	رخصة التعدين والمحاجر للمواد الخام
72	71	76	75	75	رخصة المناجم الصغيرة
1355	1473	1231	1192	1286	رخصة المحاجر لمواد البناء

المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، الراجحي المالية



قطاع التصنيع

تسعى المملكة أيضا لتحسين قطاعها التصنيعي بهدف توطيد الصناعات في قطاعات الدفاع ، الطاقة المتجددة والمعدات الصناعية. وتعتبر المملكة ، من أكبر الدول انفاقا على المجال العسكري في العالم، ويتم صرف ما نسبته 2% فقط من هذا الانفاق داخل المملكة. وتهدف المملكة الى زيادة معدل توطيد صناعة المعدات الدفاعية الى 50% من اجمالي الصرف على المعدات العسكرية بحلول عام 2030. وتهدف الخطة ،رفع معدل توطيد الصناعة في قطاعات النفط والغاز ، و الطاقة المتجددة أيضا.

الرعاية الصحية

قطاع الرعاية الصحية من القطاعات التي تركز عليها خطط رؤية المملكة 2030 أيضا. لقد تحسن متوسط العمر المتوقع في المملكة العربية السعودية ، من 66 عاما الى 74 عاما، خلال العقود الثلاثة الأخيرة، وتستهدف الحكومة رفع هذا المتوسط أكثر ليصل الى 80 عاما بحلول عام 2030. ومع توفر 2.2 سرير في المتوسط في المستشفيات، لكل 1,000 شخص ، فان هناك مجالا ضخما لزيادة مرافق الرعاية الصحية ، كما أن الحكومة تعزز تشجيع القطاع الخاص لمقابلة متطلبات البلاد في هذا المجال. ووفقا لخطة برنامج التحول الوطني 2020 ، فان المملكة تستهدف زيادة مساهمة القطاع الخاص في الإنفاق على الرعاية الصحية الى 35% بحلول عام 2020، من 25% سابقا. وتركز الحكومة أيضا على زيادة عدد المواطنين السعوديين المؤهلين في مجال التمريض والمهن الطبية المساندة لكل 100,000 شخص، من رقم أساس يبلغ 70.2 شخص ، الى رقم يبلغ 150 ، مما سوف يساعد في حل مشكلة النقص في الكوادر المؤهلة التي تواجه المستشفيات في الوقت الراهن. وبحلول منتصف 2017، يتوقع أن يكون هناك تأمين طبي الزامي لجميع العاملين السعوديين وعائلاتهم في القطاع الخاص، مما سوف يحسن من امكانية حصول المواطنين السعوديين على رعاية صحية جيدة. إن التركيز على الرعاية الصحية الجيدة ومقدرة المواطنين السعوديين على الحصول عليها ، يعتبر أمرا ايجابيا لشركات الرعاية الصحية القيادية في البلاد.

التعليم

حظي قطاع التعليم باهتمام كبير في رؤية المملكة 2030. وتهدف الحكومة لإعادة صياغة النظام الأكاديمي ونظام التعليم وتأسيس نظام يتوافق مع احتياجات السوق. وتتوي الحكومة الاستثمار في تطوير التعليم في مرحلة الطفولة المبكرة وتنقيح المناهج الدراسية الحالية. وسوف يتم التوسع في التدريب المهني أيضا لسد الفجوة بين متطلبات سوق العمل ومخرجات التعليم العالي. إن التركيز على المناهج الدراسية الحديثة والتدريب المهني، بالإضافة الى التحول الى التعليم الرقمي ، من شأنه أن يوفر فرصا لمؤسسات التعليم الخاص. وقد أعلنت وزارة التعليم في الأونة الأخيرة، عن خطة لإطلاق مبادرة لشراكة مع القطاع الخاص للترويج للاستثمار في ، وتطوير المباني والبنى التحتية في قطاع التعليم.

السياحة

تخطط الحكومة لتطوير قطاع السياحة ، الأمر الذي من شأنه أن يساعد في زيادة الموارد المالية للبلاد. وتستقبل المملكة حاليا الملايين من السياح من كل أرجاء العالم الذين يأتون الى المملكة لأغراض دينية ، ولكنها لم تستغل بعد الامكانيات المتاحة الكاملة في مجال السياحة. وفي الوقت الراهن ، تستهدف الحكومة استثمار مبلغ 171.5 مليار ريال في قطاع السياحة وتشبيد خمس وجهات سياحية جديدة بحلول 2020. وترغب الحكومة في زيادة مساهمة هذا القطاع ، من 2.9% الى 3.1% في الناتج المحلي الاجمالي بحلول عام 2020، الى جانب زيادة عدد السياح الى 81.9 مليون سائح. وتسعى المملكة الى الاستفادة من موروثها التاريخي الغني ، لتطوير مواقع تراثها الأثري والمعماري ، من أجل جذب السياح.

شكل 21: الأسهم المفضلة لدينا على المدى الطويل

اسم الشركة	رمز بلومبرج	السعر الحالي	السعر المستهدف	الفرق	التصنيف	القيمة السوقية (مليون ريال)	مكرر الربح		EV/EBITDA	
							2017	2016	2017	2016
معادن	MAADEN AB	39.5	40	1.4%	المحافظة على المراكز	46,097	40.3	28.4	21.4	85.8
ينبع الوطنية للبتر وكيمابويات	YANSAB AB	51.7	54	4.4%	المحافظة على المراكز	29,104	12.6	8.0	8.0	12.7
سابك	SABIC AB	96.9	94.2	-2.8%	المحافظة على المراكز	290,610	17.6	8.3	7.9	17.1
الغراعي	ALMARAI AB	67	61.4	-7.5%	المحافظة على المراكز	53,600	21.2	15.2	13.5	24.9
الحمادي	ALHAMMAD AB	40.1	40	-0.2%	المحافظة على المراكز	4,811	30.8	34.7	27.9	50.1

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.

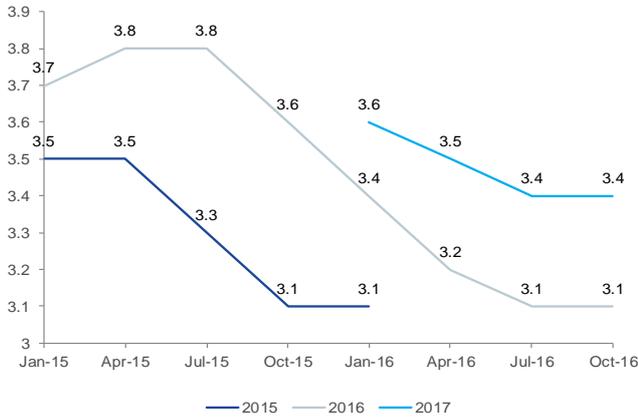
الاقتصاد العالمي والأسواق العالمية :

التوقعات المستقبلية : النمو الاقتصادي العالمي سيظل منخفضا

يتوقع أن ينتعش معدل النمو الاقتصادي العالمي بدرجة طفيفة في 2017، مدعوما بتحسين البيئة الاقتصادية في الدول التي تعاني من الضغوط (روسيا والبرازيل)، وبارتفاع النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية، وإن يكن بمعدل أبطأ مما كان متوقعا سابقا. وقد خفض صندوق النقد الدولي، تقديراته لنمو الاقتصاد العالمي لعام 2017 من 3.6% سابقا، إلى 3.4% في تقريره لشهر أكتوبر 2016 حول الافاق الاقتصادية العالمية. وبالنسبة لعام 2016، فقد خفض صندوق النقد الدولي تقديراته من 3.8% (أبريل 2015) إلى 3.1% (تحديث أكتوبر 2016). وقد أدى معدل النمو الذي كان أضعف من التوقعات في الولايات المتحدة الأمريكية، إلى جانب خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي وإعادة التوازن في الصين، إلى اضعاف التوقعات الاقتصادية العالمية، أكثر. وكان صندوق النقد الدولي، قد حذر من أن الركود الاقتصادي، ربما يقود إلى مزيد من الدعوات المطالبة بسياسة الحماية Protectionism (تقييد التجارة بين الدول)، التي يمكن أن تضر بالنمو الاقتصادي. ولا يزال الانتاج الصناعي العالمي ونشاط التصنيع ضعيفا، رغم أن ذلك كانت هناك مؤشرات لارتفاع هذا النشاط مؤخرا. ويعزى تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي في المقام الأول، إلى ضعف الاقتصادات المتقدمة. وقد خفض صندوق النقد الدولي تقديراته لنمو الاقتصاد الأمريكي إلى 1.6% و 2.2% لعامي 2016 و 2017 على التوالي، بانخفاض عن تقديراته التي وردت في تقريره حول افاق الاقتصاد العالمي الصادر في أبريل 2016 وبلغت، 1.4% و 2.5%. وبينما يتوقع أن يظل النمو الاقتصادي في منطقة اليورو مستقرا، فقد تم خفض النمو المتوقع للمملكة المتحدة بشكل كبير، عقب خروجها من الاتحاد الأوروبي.

من جانب آخر، من المتوقع أن يتحسن النمو في الأسواق الناشئة بشكل طفيف في 2016 ويستمر في التسارع في 2017، مدعوما بالظروف المتحسنة في الدول التي تحت الضغوط، كالبرازيل وروسيا ونيجيريا، بالإضافة إلى جهود الصين المستمرة للمحافظة على تحول مستقر نحو اقتصاد قائم على الاستهلاك والخدمات. وفي ذات الوقت، من المتوقع أن يتوسع الاقتصاد الهندي بأعلى معدل من بين الاقتصادات الرئيسية نتيجة لتحسن الثقة في اقتصادها، مما سيعزز طلب المستهلكين والاستثمار، إلى جانب الإصلاحات الهيكلية والمكاسب المحققة من ابرام العديد من اتفاقيات التجارة الضخمة.

شكل 23: خفض صندوق النقد الدولي توقعاته للنمو العالمي



المصدر: صندوق النقد الدولي، الراجحي المالية.

شكل 22: توقعات صندوق النقد الدولي للنمو العالمي

التوقعات	الفرق من ابريل 2016	2016	2017	2015	
الانتاج العالمي	-0.1	-0.1	3.4	3.1	3.2
الاقتصادات المتقدمة	-0.2	-0.3	1.8	1.6	2.1
الولايات المتحدة	-0.3	-0.8	2.2	1.6	2.6
منطقة اليورو	-0.1	0.2	1.5	1.7	2.0
اليابان	0.7	0	0.6	0.5	0.5
المملكة المتحدة	-1.1	-0.1	1.1	1.8	2.2
الاسواق الناشئة والدول النامية					
الصين	0	0.1	6.2	6.6	6.9
الهند	0.1	0.1	7.6	7.6	7.6
روسيا	0.3	1	1.1	-0.8	-3.7
البرازيل	0.5	0.5	0.5	-3.3	-3.8
جنوب افريقيا	-0.4	-0.5	0.8	0.1	1.3

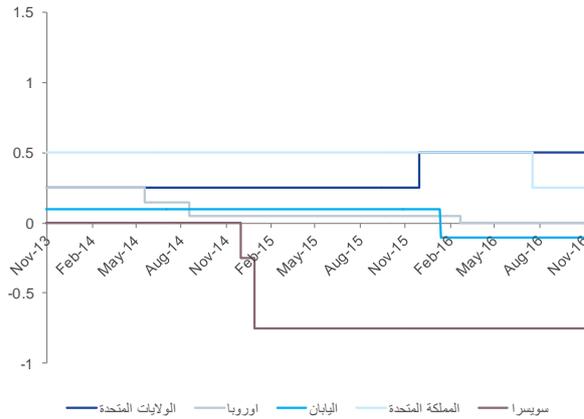
المصدر: صندوق النقد الدولي، الراجحي المالية.



خيارات محدودة حول السياسات النقدية ، العودة الى السياسة المالية:

ظل نمو الاقتصاد العالمي متسما بالركود منذ نشوب الأزمة المالية في 2008. وقد حذر صندوق النقد الدولي مؤخرا، من استمرار الطلب الضعيف ومخاطر "تباطؤ متزامن" مع هذا الطلب الضعيف. ومنذ حلول الأزمة المالية، فقد تحملت السياسة النقدية مسؤولية تقوية الطلب وتقوية معدل التضخم للمستوى المطلوب ، الى جانب انعاش النمو الاقتصادي. لقد استخدمت البنوك المركزية في جميع أنحاء العالم ، سياسات نقدية غير تقليدية لضخ كميات ضخمة من الأموال في شرايين النظام المصرفي. وقد اشترى بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي ما قيمته 3.7 تريليون دولار في شكل سندات في الفترة بين عامي 2008 و 2015. وقام بنك إنجلترا ، بضخ 375 مليار جنيه استرليني خلال الفترة 2009 – 2012، كما أعلن مؤخرا أنه سوف يشتري ما قيمته 60 مليار جنيه استرليني في شكل سندات حكومية بريطانية وما قيمته 10 مليار جنيه استرليني من سندات الشركات . وقام البنك المركزي الأوروبي بضخ ما يربو على 600 مليار دولار أمريكي من الأموال الفائضة في الأسواق ، كما قام بتمديد برنامج التيسير الكمي حتى مارس 2017. علاوة على ذلك، فقد خفضت البنوك المركزية أيضا أسعار فائدتها الى معدلات سالبة في بعض الدول المتقدمة ، والى ما يقرب من صفر في دول أخرى. وقد ساعدت هذه الاجراءات ، في تقوية أسعار الأصول ، مما أدى الى الحيلولة دون حدوث مزيد من التباطؤ الاقتصادي والتضخم. ونتيجة لمخاطر الانخفاض المرتفعة، فقد أجل بنك الاحتياطي الفدرالي ، رفع سعر الفائدة الثاني ، بعد رفعه لسعر الفائدة في ديسمبر 2015. ومن الجولات الأربع السابقة لرفع سعر الفائدة التي كانت متوقعة في بداية العام (رفع سعر الفائدة مرة واحدة في كل ربع)، فمن المتوقع أن يقوم البنك المركزي برفع أسعار الفائدة مرة واحدة فقط (في ديسمبر) من هذا العام.

شكل 24: سعر الفائدة المرجعي من البنوك المركزية الكبرى



المصدر: الراجحي المالية.

غير أن السياسات النقدية قد وصلت حدودها بينما النمو الاقتصادي لا يزال ضعيفا. وبالتالي، بعد سنوات طويلة من التقشف المالي لخفض العجز في الميزانية وتحقيق الاستقرار في الدين العام، فإن الدول تتطلع إلى التحول نحو تدابير سياسة مالية لتعزيز النمو. و في الولايات المتحدة حدد الرئيس المنتخب حزم إنفاق تبلغ 2.5٪ من الناتج المحلي الإجمالي، بينما ستقوم اليابان أيضا ، بتخفيف سياسة الموازنة بنسبة 1.3٪ خلال الأشهر الاثني عشر المقبلة. وفي منطقة اليوروتيم السماح لعجوزات الميزانية بالارتفاع ، رغما عن أن التغيير الكلي طفيف.



اقتصاد دول مجلس التعاون الخليجي (باستثناء السعودية) والأسواق:

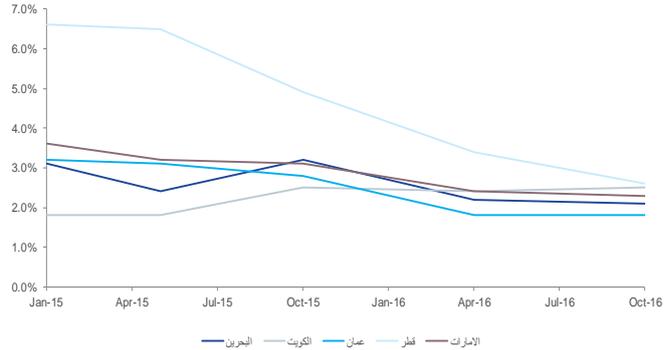
لا تزال دول مجلس التعاون الخليجي ، تشهد بيئة اقتصادية تتسم بالتحديات بسبب الانخفاض الحاد في أسعار النفط، التي ظلت تراوح مكانها في نطاق تراوح بين 30-50 دولارا للبرميل للجزء الأكبر من عامي 2015 و 2016. وقد أجبرت عجوزات الميزانية التي سجلت ارتفاعا غير مسبوق والسحوبات من الاحتياطات ، هذه الدول على تنفيذ اجراءات تهدف الى تنويع اقتصادياتها والنأي بها من الاعتماد على النفط فقط. ويتوقع صندوق النقد الدولي ، أن يرتفع معدل النمو الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليجي (باستثناء السعودية) بدرجة طفيفة خلال 2017 ليصل الى 2.3% ، من 1.7% في 2016 (مقارنة بمعدل نمو بلغ 3.4% في 2015). وقد تحولت الأوضاع الى أوضاع داعمة ومواتية أيضا نتيجة للاتفاق الأخير الذي تم التوصل اليه بين دول الأوبك والدول غير الأعضاء في أوبك ، لخفض الانتاج النفطي ، ومن المحتمل أن يؤدي ذلك الى زيادة فرص النمو في 2017. ويتوقع صندوق النقد الدولي ، أن تتمكن الكويت ودولة الامارات فقط، من تحقيق فوائض في ميزانياتها بحلول 2021 ، مشيرا الى أن دول مجلس التعاون الخليجي ، سوف يتعين عليها اتخاذ اجراءات اضافية لإحداث توازن في ميزانياتها.

شكل 26: مقارنة التغير في توقعات نمو إجمالي الناتج المحلي لدول مجلس التعاون مع التغير في أسعار النفط



المصدر: صندوق النقد الدولي ، الراجحي المالية.

شكل 25: التغير في توقعات صندوق النقد الدولي لنمو دول الخليج في 2016



المصدر: صندوق النقد الدولي ، الراجحي المالية.

شكل 27: توقعات صندوق النقد الدولي لنمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي لدول الخليج

الدولة	2013	2014	2015	2016E	2017E
الإمارات	4.7%	3.1%	4.0%	2.3%	2.5%
قطر	4.6%	4.0%	3.7%	2.6%	3.4%
البحرين	5.4%	4.4%	2.9%	2.1%	1.8%
الكويت	0.4%	0.6%	1.1%	2.5%	2.6%
عمان	3.2%	2.9%	3.3%	1.8%	2.6%

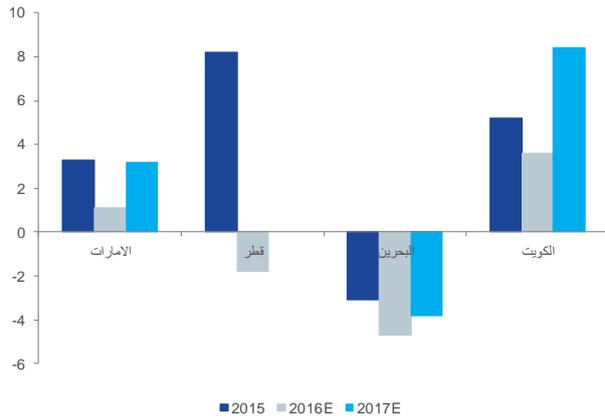
المصدر: صندوق النقد الدولي ، الراجحي المالية.



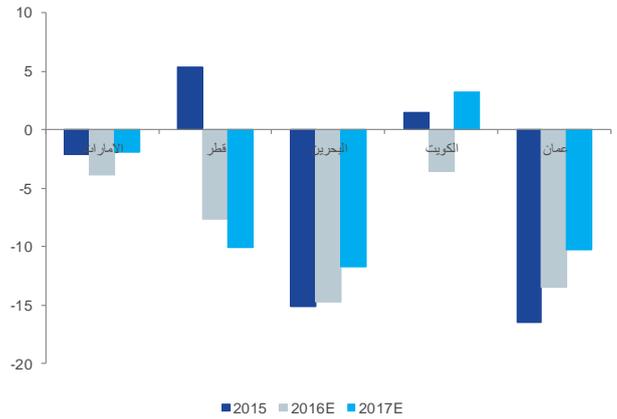
استمرار خفض الانفاق الحكومي والاصلاحات

قامت دول مجلس التعاون الخليجي (باستثناء السعودية) ، على مدى الأعوام القليلة الماضية ، بتنفيذ تشكيلة من الاجراءات الرامية الى "زيادة الايرادات" و "خفض الانفاق" وكبح جماح العجز الناتج عن الانخفاض المستمر في أسعار النفط. وقد تم خفض الانفاق الرأسمالي في معظم الدول ، بينما قامت بعض الدول أيضا بترشيد الصرف على الرواتب والاجور. وفي جانب الايرادات ، قامت معظم هذه الدول ، برفع أسعار الطاقة والمياه والكهرباء، كما قامت بزيادة بعض الرسوم والضرائب على الأرباح من مصادر أخرى. ويتوقع تطبيق ضريبة القيمة المضافة ابتداء من 2018 في جميع دول المنطقة، كما تجري دراسة لفرض بعض الضرائب الأخرى ، وذلك من أجل خفض الاعتماد على الايرادات النفطية. علاوة على ذلك، فإن هذه الدول تنتظر أيضا في خصخصة الأصول ، وتشجيع استثمارات القطاع الخاص من خلال شراكات بين القطاعين العام والخاص وتخفيف القيود المفروضة على رأس المال الأجنبي ، وذلك من أجل خفض عجزات ميزانياتها وتمويل استثماراتها. وفي هذا السياق ، فقد رسمت دولة الكويت وسلطنة عمان خططا طموحة للخصخصة . كذلك ، فإن كلا من الكويت والامارات وسلطنة عمان ، تنتظر في رفع مستوى الشراكة بين القطاعين العام والخاص. ونتيجة للمبادرات المختلفة ، فإن صندوق النقد الدولي ، يتوقع أن يرتفع التوازن المالي لدول المنطقة ، من -9.8% في 2016 الى -6.9% في 2017.

شكل 28: توقعات التوازن المالي في ميزانيات دول مجلس التعاون الخليجي شكل 29: الحساب الجاري كنسبة مئوية من اجمالي الناتج المحلي



المصدر: صندوق النقد الدولي ، الراجحي المالية.



المصدر: صندوق النقد الدولي ، الراجحي المالية.



اقتصاد المملكة العربية السعودية:

صندوق النقد الدولي يتوقع انخفاض العجز، وانتعاش الاقتصاد في 2017

يتوقع صندوق النقد الدولي ، أن تتسارع وتيرة النمو الاقتصادي في المملكة ليصل معدل النمو الى 2.0% في 2017 بعد أن كان قد تباطأ الى 1.2% في 2016 ، مقارنة بمعدل نمو بلغ 3.5% شهده عام 2015. ويتوقع أن يسجل الناتج المحلي الاجمالي النفطي ، أدنى معدل ارتفاع له منذ 2013 عند 0.6% فقط ، بينما يتوقع أن ينمو الناتج غير النفطي بنسبة 1.6% ، وهو أضعف معدل منذ 2012 ، وذلك نتيجة لخفض الانفاق الحكومي وظروف السيولة المنخفضة. وبالنسبة لعام 2017، يتوقع أن ينمو الناتج المحلي الاجمالي الفعلي غير النفطي ، بنسبة 2.7%، بينما يتوقع أن ينمو الناتج المحلي الاجمالي الفعلي النفطي بنسبة 1.1%. ويشار هنا الى أن هذه التقديرات قد تم التوصل اليها قبل قرار دول الأوبك الأخير القاضي بخفض انتاج النفط ، مما قد يؤدي الى بعض التعديل في تقديرات الناتج المحلي الاجمالي. ويتوقع أن ينخفض عجز الميزانية الحكومية ، من 12.7% في 2016 ، الى 9.1% في 2017، وسوف يتم تمويل هذا العجز بالجوء الى طريقتين هما السحب من الاحتياطي والدين. اننا نعتقد ، أن صندوق النقد الدولي ربما يخفض تقديراته لحجم العجز لعام 2017 نظرا لارتفاع أسعار النفط عقب اتفاقية خفض الانتاج التي توصلت اليها المنظمة، والخفض الذي تم في رواتب وعلوات وبدلات العاملين بالقطاع العام.

تحسن اتجاهات السيولة

أصدرت حكومة المملكة العربية السعودية ، أول سندات دولية لها ، وتمكنت من خلالها من جمع 17.5 مليار دولار في شهر أكتوبر 2016، ويعد ذلك أكبر اصدار لاقتصاد ناشئ خلال هذا العام. وقد أدى هذا الاصدار الناجح لجمع الأموال على المستوى العالمي ، الى تحسين وضع السيولة المحلية للمملكة، ونتج عنه تخفيف الضغط على سعر الاقراض بين البنوك السعودية (السايبور). ويعد حصولها على هذه الأموال من المصادر العالمية ، بدأت المملكة في تسديد الديون المستحقة عليها في السوق المحلي ، مما أدى الى تحسن مستوى عرض النقود في النظام المصرفي. وتشير تحليلاتنا بناء على مصادر مختلفة ، الى أن العلاوة التي كانت بعض البنوك تقوم بدفعها فوق سعر السايبور السائد ، للودائع الكبيرة ، قد انخفضت من رقم كان يتراوح بين 120-150 نقطة أساس ، الى حوالي 10-30 نقطة أساس، مما يوضح انخفاض الضغط على البنوك مما يمكنها من الحصول على الودائع. إننا نتوقع أن يستمر اتجاه تحسن عرض النقود نظرا لأن الحكومة قد بدأت في تسديد مبلغ 100 مليار ريال من متأخرات مستحقات المقاولين. ومن المرجح أن تؤدي تسوية هذه المستحقات ، الى اعطاء دفعة للقطاع الخاص غير النفطي في الربع الأول 2017.

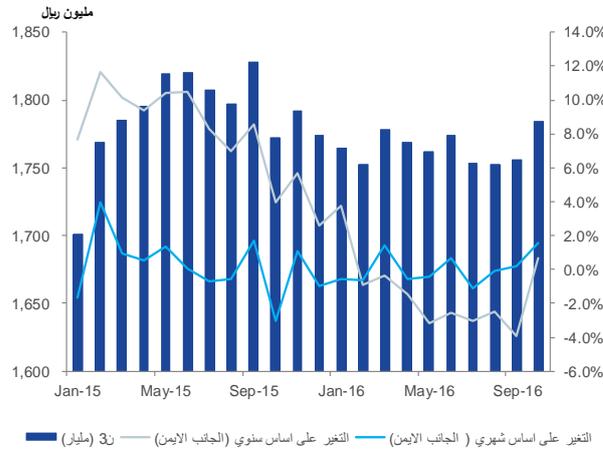
شكل 30: سايبور انخفض بعد تحسن عرض النقود



المصدر: مؤسسة النقد، الراجحي المالية.



شكل 31: عرض النقود بدءاً بالتحسن

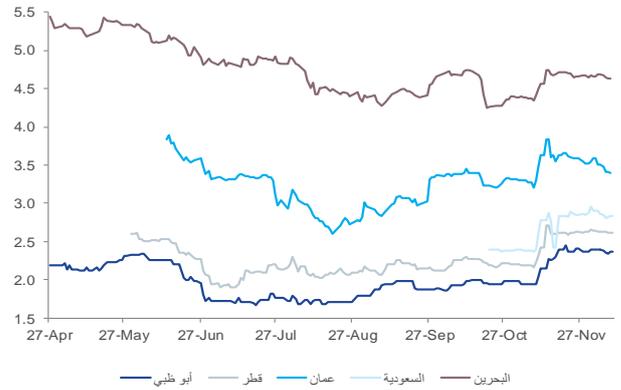


شكل 33: إصدارات دول الخليج للسندات الخارجية في 2016

الدولة	استحقاق السندات (سنة)	شهر الإصدار	العدد عن الإصدار	العائد الحالي
السعودية	5		2.588%	2.834%
	10	أكتوبر	3.407%	3.785%
	30		4.623%	4.724%
قطر	5		NA	2.613%
	10	يونيو	3.373%	3.468%
	30		4.776%	4.586%
أبوظبي	5	مايو	NA	2.366%
	10		NA	3.234%
	5	يونيو	3.650%	3.396%
عمان	6	يوليو	NA	3.378%
	10	يونيو	NA	4.989%
	12	أكتوبر	7.000%	6.698%

المصدر: بلومبرج ، الراجحي المالية (NA: البيانات غير متوفرة)

شكل 32: حركة السندات لأجل 5 سنوات لدول الخليج المصدر: مؤسسة النقد، الراجحي المالية.



المصدر: بلومبرج ، الراجحي المالية.

التضخم يتوقع أن يستمر في الانخفاض في 2017، ثم يرتفع في 2018

بعد ارتفاعه الأولي في بداية 2016 على اثر الارتفاع الحاد في تكاليف النقل وأسعار المياه والكهرباء، اتجه معدل التضخم الى التراجع خلال العام، ويمكن أن يعزى ذلك الى استمرار أسعار السلع العالمية في الانخفاض بمعدلات معقولة ، وكذلك الى احتمال حدوث بعض التأثيرات نتيجة للاتجاه الى شراء السلع الأرخص أسعارا في الاقتصاد المحلي. ومن المحتمل أن ينتج عن خفض رواتب والغاء بدلات العاملين بالقطاع العام ، مزيدا من انخفاض الضغوط التضخمية في المستقبل. وإذا لم يتم التطرق الى مزيد من اجراءات ترشيد الاعانات في جولة الميزانية الجديدة (مثل الاعلان عن زيادات جديدة في أسعار الطاقة/المياه والكهرباء) ، فربما ينخفض معدل التضخم أكثر ، ابتداء من شهر يناير 2017 ، بسبب تأثير ارتفاع قاعدة المقارنة لنفس الفترة من العام الماضي. بيد أنه ، مع تطبيق ضريبة القيمة المضافة ، من المتوقع أن يرتفع معدل التضخم في 2018.



إدارة البحوث

بريتيش ديفاسي، CFA

Tel +966 11 2119370, devassyp@alrajhi-capital.com

مواضيع رئيسية

استراتيجية قطاع البتروكيماويات: المواضيع الرئيسية لعام 2017

1- انخفاض الربحية كنتيجة مباشرة لارتفاع أسعار اللقيم : لقد انخفضت ربحية شركات البتروكيماويات في 2016 ، ليس فقط نتيجة للتغير في الية تسعير اللقيم ، ولكن ذلك يعزى أيضا للعديد من العوامل الأخرى ، مثل ارتفاع سعر الاقراض بين البنوك السعودية (السايبور) ، وانخفاض أسعار المنتجات ، واعدة هيكله التكاليف ...الخ. وتشهد التدفقات النقدية من التشغيل انخفاضا ، بينما لا تزال مستويات المديونية مرتفعة. وهكذا ، ونظرا لأن الشركات لا تزال في الوقت الراهن في منتصف الطريق في مجهوداتها الخاصة بإعادة الهيكلة، فإننا نعتقد أن احتمال حدوث ارتفاع فوري في أسعار الغاز أو خفض الحسومات الممنوحة لأسعار سوانل الغاز الطبيعي العالمية ، تبدو ضئيلة ، إذ أنه من شأن ذلك أن يؤدي الى تأثير اضافي على قطاع البتروكيماويات. علاوة على ذلك ، فإن أسعار الغاز في المملكة العربية السعودية ، تعتبر قريبة أكثر من مستويات أسعار الغاز الأمريكي ، مما يضعف من احتمال حدوث ارتفاع حاد في الأسعار.

2- تحليل لسيناريوهات التغيرات في أسعار اللقيم: من جانب اخر ، وفي حالة حدوث تغير في الية تسعير اللقيم ، فان تحليلنا للسيناريوهات، يوضح التأثير المحتمل لهذا التغير على ربحية الشركات. وفي حالة حدوث ذلك، فان شركتي المتقدمة للبتروكيماويات وينساب ، من المحتمل أن يكونا الأقل تأثرا على أساس تحليلنا للسيناريوهات.

3- البحث عن فرص للمراجحة arbitrage : في الوقت الراهن ، تعمل معظم الشركات المدرجة في السوق ، بمعدلات استغلال طاقتها الانتاجية الأقصى كما أنه من غير المحتمل لهذه الشركات ، أن تشهد نموا كبيرا في أحجام انتاجها بدون ضخ استثمارات اضافية. وهكذا ، وبأكثر مما كان يحدث سابقا، فمن المرجح أن تتحرك أسعار الأسهم متوافقة بشكل كبير مع تحركات الفروقات بين المنتجات واللقيم المرتبط بإنتاج هذه المنتجات. إن ناتج نموذج تحليل الاتجاهات الذي استخدمناه ، يكشف لنا عن دقة الاتجاهين المتلازمين اللذين يسيران جنبا الى جنب. وبناء على ذلك ، نتوقع أن يتم تداول سهم سيكيم على ارتفاع في المدى القريب مدعوما باتجاه فرق أسعار المنتجات المرتفع ، بينما ربما يشهد سهم المتقدمة بعض الانخفاض بسبب انخفاض فرق سعر المنتجات في نوفمبر.

4- الحساسية لسعر النفط : اعتمادا على أنواع المنتجات –اللقيم للشركة ، فان هناك بعض الشركات المعرضة لتأثير أكبر (بارتفاع وانخفاض أسعار الأسهم على حد سواء) للتغيرات في سعر النفط، بينما هناك بعض الشركات الأخرى من المحتمل أن تشهد تأثيرا أقل نتيجة للتغيرات في سعر النفط. ويوضح تحليلنا ، أن شركتي سيكيم و التصنيع ، هما شركتان ترتفع فيهما درجة المخاطر والعائد تبعاً لحركة أسعار النفط ، بينما نجد أن المتقدمة للبتروكيماويات وينساب يمثلان ملاذات آمنة نسبياً.

5- نمو متنوع: في الماضي ، استمتعت بعض شركات البتروكيماويات السعودية ، بنمو جيد إذ استمرت معدلات استغلال الطاقة الانتاجية في هذه الشركات في الارتفاع كما كانت مقاييس عائدها جيدة. بيد أن متوسط معدلات العائد على حقوق المساهمين للقطاع ، يبلغ في الوقت الراهن 11% مقارنة بمعدل 20% في 2011، كما أن مستويات الدين ظلت مستقرة في معظمها خلال الفترة ذاتها. وهكذا ، فان الاستعداد للنمو ، من المحتمل أن يكون قد انخفض وخاصة مع وجود عوامل مثل ارتفاع أسعار اللقيم وعدم توفر بكميات كبيرة في المملكة ، وارتفاع رسوم التمويل. من جانب اخر ، فان شركة سابك تهدف الى تحقيق النمو عن طريق تنوع تشكيله منتجاتها ، كما تخطط أيضا لتنوع اللقيم الذي تستخدمه ومبيعاتها من خلال الاستثمار في مناطق جغرافية جديدة. إننا نعتقد أن الكثير من النمو المستقبلي للشركة ، يمكن أن يأتي من مشاريع مشتركة خارج المملكة تعمل على خفض الاعتماد على الغاز المحلي وتكون قريبة من العملاء. بيد أن النتائج المرجوة من ذلك، لا يتوقع ظهورها الا في المدى البعيد. وبناء على اجتماعنا الأخير مع الأشخاص المعنيين بشركة سابك، فمن غير المحتمل المساس بأرباح الأسهم الموزعة (تماشيا مع الأرباح) نظرا لأن الاستثمارات الجديدة ، سوف تتم عن طريق الحصول على مزيد من القروض.

لقد انخفضت ربحية شركات البتروكيماويات في 2016 ، ليس فقط نتيجة للتغير في الية تسعير اللقيم، ولكن ذلك يعزى أيضا للعديد من العوامل الأخرى ، مثل ارتفاع سعر الاقراض بين البنوك السعودية (السايبور) ، وانخفاض أسعار المنتجات ، واعدة هيكله التكاليف ...الخ.

في الوقت الراهن ، تعمل معظم الشركات المدرجة في السوق ، بمعدلات استغلال طاقتها الانتاجية الأقصى كما أنه من غير المحتمل لهذه الشركات ، أن تشهد نموا كبيرا في أحجام انتاجها بدون ضخ استثمارات اضافية. وهكذا ، وبأكثر مما كان يحدث سابقا، فمن المرجح أن تتحرك أسعار الأسهم متوافقة بشكل كبير مع تحركات الفروقات بين المنتجات واللقيم المرتبط بإنتاج هذه المنتجات.

وجهة نظرا	التصنيف	الأسعار المستهدفة	السهم
سابق	المحافظة على المراكز	94.2 ريال	سابك
ينساب	المحافظة على المراكز	55.0 ريال	ينساب
سافكو	تخفيض المراكز	60.0 ريال	سافكو
المتقدمة	المحافظة على المراكز	46.0 ريال	المتقدمة
التصنيع	المحافظة على المراكز	15.8 ريال	التصنيع
سيكيم	المحافظة على المراكز	16.5 ريال	سيكيم



إدارة البحوث
محمد الثنيان

Tel +966 11 211 9395 , althunayyanm@alrajhi-capital.com

مواضيع رئيسية

قطاع الإسمنت السعودي ضغوط التكاليف في ظل طلب ضعيف

كان أداء قطاع الإسمنت السعودي عرضة للضغوط عقب خفض اعانات الطاقة، التي انعكست بشكل سلبي على ربحية القطاع. وهناك مجموعة من العوامل التي يمكن اجمالها في، التعديلات التي طرأت على الإنفاق الحكومي للتكيف مع انخفاض أسعار النفط، المنافسة الشرسة في مناطق الطلب الرئيسية، الى جانب مستويات المخزونات المرتفعة، قد أثرت تأثيرا سلبيا على الأداء التشغيلي للقطاع مما دفع الشركات لمنح حسومات كبيرة على المبيعات. ونتيجة لظروف السوق الضعيفة، فقد انخفض اجمالي إيرادات قطاع الإسمنت، بنسبة 12% على أساس سنوي في التسعة أشهر الأولى من عام 2016، متأثرا بانخفاض أحجام المبيعات (6.8% على أساس سنوي) وهبوط متوسط سعر البيع المحقق/طن. وكان القطاع قد أعلن عن انخفاض في أرباحه بنسبة بلغت 16.2% على أساس سنوي، ويعزى ذلك أساسا لارتفاع أسعار الوقود، بالإضافة الى انخفاض حجم المبيعات. ومن المرجح أن يؤدي إعلان الحكومة الأخير الخاص بتسديد ديون مستحقة للمقاولين، الى تحسين أوضاع القطاع بصورة مؤقتة. وفي نوفمبر 2016، بلغ اجمالي المخزون، مستوى جديدا من الارتفاع بلغ 28.8 مليون طن، ويمثل ذلك نسبة 51% من مبيعات الاثني عشر (12) شهرا الأخيرة.

ورغما عن خفض توزيعات أرباح الأسهم في جميع شركات الإسمنت، فان القطاع لا يزال مستمرا في منح عائد توزيعات أرباح جذاب يبلغ 6.8% مقارنة بعائد يبلغ متوسطه 2.9% لمؤشر تداول. وعقب الارتفاع الذي انتظم السوق والقطاع أيضا، قمنا بتعديل تصنيفنا الى محايد لجميع الشركات التي نقوم بتغطيتها، متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز فيها. وقد انخفض مؤشر قطاع الإسمنت بنسبة 3.5% للعام حتى تاريخه، مقارنة بارتفاع بنسبة 4.2% للعام حتى تاريخه في مؤشر تداول. و شهد سعر سهم أسمنت اليمامة، أكبر هبوط بنسبة بلغت 30% للعام حتى تاريخه، بينما سجل سهم أسمنت الجنوبية، أعلى ارتفاع بنسبة بلغت 15% للعام حتى تاريخه. بيد أننا نفضل أسهم الشركات التي تقع قريبة من مناطق الطلب المرتفع والمنافسة المنخفضة، والتي تتمتع بميزات قوية وعائدات توزيعات أرباح مرتفعة. وعليه، فان قائمة الأسهم المفضلة لدينا لعام 2017، تنصدرها أسهم أسمنت السعودية وأسمنت المنطقة الجنوبية.

التأثير نتيجة لخفض اعانات الطاقة: تمثل ضغوط التكلفة أهم المخاوف التي تساور منتجي الأسمنت خلال السنوات القليلة القادمة. ففي التسعة أشهر التي انقضت من 2016، ارتفعت تكلفة الطن لأغلب المنتجين. بيد أننا نعتقد أن التأثير الكامل لم يظهر بعد، نظرا لأن بعض الشركات لا تزال تستهلك من المخزون القديم المتوفر لديها حاليا. وبالنسبة للشركات التي تشملها تغطيتنا، كانت شركة أسمنت القصيم هي الأكثر تأثرا بارتفاع أسعار الطاقة، إذ ارتفعت التكلفة للطن الواحد بنسبة 15.4% تقريبا، بينما انخفضت تكلفة الطن لشركة الإسمنت السعودية، بنسبة 2.8% على أساس سنوي نتيجة لاستفادتها من المخزون القديم. هذا، ومن المحتمل أن يؤدي أي إيقاف للإعانات، الى مزيد من الضغوط على ربحية شركات هذا القطاع.

اجمالي المخزون يقفز الى مستوى قياسي جديد: وصل اجمالي مخزون الأسمنت، الى مستوى قياسي جديد من الارتفاع إذ بلغ 28.8 مليون طن (20.2+ % على أساس سنوي)، ويمثل ذلك نسبة 51% من مبيعات الاثني عشر شهرا الأخيرة. ومن بين الشركات التي تشملها تغطيتنا، تحتفظ شركات أسمنت السعودية واليمامة وبنبع، بنسبة 44% من اجمالي المخزون للقطاع بمقادير تبلغ 4.8، 4.3 و 3.4 مليون طن. وقد ارتفع مخزون أسمنت الجنوبية، بنسبة 40% على أساس سنوي، ويمثل ذلك نسبة 19% من مبيعات الاثني عشر شهرا الأخيرة، بينما انخفض مخزون شركتي القصيم والعربية، بنسبة 2% و 27%، على التوالي. ورغما عن أن مستوى المخزون قد بلغ مستويات عالية من شأنها أن تفقد الشركات الى منح مزيد من الحسومات في الأسعار، الا أننا نتوقع أن تقوم الشركات بالمحافظة على مستويات انتاج الكلنكر الحالية خلال الأشهر القليلة القادمة، قبل احتمالية رفع الدعم مرة أخرى عن أسعار الطاقة.

وجهة نظرنا

السهم	التصنيف	الأسعار المستهدفة
العربية	المحافظة على المراكز	46.5 ريال
اليمامة	المحافظة على المراكز	21.5 ريال
السعودية	المحافظة على المراكز	63.0 ريال
القصيم	المحافظة على المراكز	60.0 ريال
الجنوبية	المحافظة على المراكز	73.0 ريال
بنبع	المحافظة على المراكز	37.0 ريال



مواضيع رئيسية

قطاع الاتصالات شهد عدد من التغيرات التنظيمية في عام 2016. وهذه التغيرات التنظيمية (باستثناء تطبيق نظام البصمة) من غير المحتمل أن يكون لها تأثير هام على الشركات في المدى المتوسط.

ارباح الربع الرابع: من المرجح أن تصبح ارباح الربع الرابع ممثلة للقاعدة الجديدة للشركات نظرا لاننا لا نتوقع أن يواجه القطاع أي مخاطر تنظيمية محدقة. ومع عدم وجود نمو كبير في الإيرادات على أساس ربعي.

قطاع الاتصالات السعودي: ماذا يمكن توقعه الان؟

من المرجح أن يشهد الربع الرابع " أداء عاديا بدون متغيرات " بعد ربعين من حالة الشكوك وعدم التيقن على اثر تطبيق نظام البصمة، شهدا ارتفاعا في التكاليف والغاء لأعداد من المشتركين. وعلى عكس الربع الأخير ، فإننا لا نتوقع حالات مصروفات رئيسية لمرة واحدة خلال هذا الربع. وبعد اتخاذ قرار التحكيم بين موبيلي وزين، فان كلا الشركتين لا تتوقعان تأثيرا من نتيجة التحكيم على أرباح الربع الرابع. ويتوقع أن تكون مصروفات الاطفاء منخفضة أيضا. وعقب انتهاء موسم الحج والغاء اعداد من المشتركين في الربع الثالث، فإننا لا نتوقع تحولا رئيسيا في قاعدة المشتركين في هذه الشركات. وبناء عليه ، فإننا لا نتوقع أي تباين رئيسي في الأرباح التي سيتم الاعلان عنها ، مقارنة بتوقعاتنا استنادا الى العوامل المذكورة انفا. وكان سعر سهم الاتصالات السعودية ، قد ارتفع بشكل حاد بعد نشر تقريرنا الأخير في شهر أكتوبر (+32%)، وتوقع على سعرنا المستهدف سابقا للسهم الذي بلغ 70 ريالاً. وبعد مراجعة التقديرات، فقد أصبح تصنيفنا محايدا الان لشركتي الاتصالات السعودية وموبيلي متضمنا التوصية بالمحافظة على المراكز في سهميهما. أما بالنسبة لسهم زين ، فقد أبقيناه قيد المراجعة على اثر التغيير الذي حدث في ادارة الشركة. وتبلغ أسعارنا المستهدفة الجديدة ، 72 ريال لسهم الاتصالات السعودية، و 27 ريال لسهم موبيلي.

أرباح الربع الرابع: على اثر التغيرات التنظيمية الكثيرة التي تمت في أرباح السنة القليلة الماضية، فإننا نتوقع أن يعكس الربع الرابع أداء عاديا بدون متغيرات. وهذه التغيرات التنظيمية (باستثناء تطبيق نظام البصمة) من غير المحتمل أن يكون لها تأثير هام على الشركات في المدى المتوسط. وبناء عليه ، فإننا نعتقد أن أرباح الربع الرابع ، من المرجح أن تصبح ممثلة للقاعدة الجديدة للشركات نظرا لاننا لا نتوقع أن يواجه القطاع أي مخاطر تنظيمية محدقة. ومع عدم وجود نمو كبير في الإيرادات على أساس ربعي ، فمن المحتمل أن تشهد موبيلي صافي ربح بدون تغيير في الربع الرابع (الوفورات الناتجة عن ترشيد التكاليف ورسوم الاطفاء المنخفضة ، أدت الى موازنة الارتفاع الحاد في مصروفات الزكاة/البنود الأخرى في الربع الثالث). وبالنسبة لشركة زين، فسوف تتسارع خطاها في اتجاه الوصول الى نقطة التعادل في صافي الربح بمساعدة الجدولة الجديدة للإطفاء، بينما يتوقع أن يتحقق ارتفاع في سهم الاتصالات (وان يكن ليس كبيرا) ، نتيجة للارتفاع في توزيعات أرباح الأسهم لتصل الى أعلى من ريال واحد، وهو أمر ممكن الحدوث نظرا لميزانية الشركة القوية وتحقيقها لتدفقات نقدية جيدة.

الشكل 34: التوفير الربعي المتوقع من تمديد الرخصة وتقديرات الأرباح للربع الرابع (مليون ريال)

الشركة	الفوائد الربعية المتوقعة من الاطفاء	الارباح المتوقعة سابقا للربع الرابع
الاتصالات السعودية	23	2,134
موبيلي	65	(160)
زين	108	(171)

المصدر: بيانات الشركة، الراجحي المالية.



إدارة البحوث

نيفيدان ريدي, CFA,

Tel +966 1 211 9423, patlollan@alrajhi-capital.com

مواضيع رئيسية

قطاع الزراعة والصناعات الغذائية أداء مستقر

كان أداء قطاع الزراعة والمواد الغذائية (باستثناء المراعي)، أقل أداء من السوق ككل في 2016. وبينما تفوقت شركة المراعي، التي ظلت تشهد نموا قويا في ربحيتها على مدى أرباع السنة القليلة الماضية، على أداء مؤشر تداول في 2016، فقد كان أداء صافولا والسعودية للتموين، أقل من متوسط أداء السوق، بسبب مشاكل تتعلق بهاتين الشركتين.

ومن المتوقع أن يظل استهلاك المواد الغذائية قويا في المملكة، مدعوما بالتركيبة السكانية المواتية (ارتفاع عدد السكان في شريحة الأعمار الشابة) وتزايد عدد الحجاج والمعتمرين القادمين الى المملكة العربية السعودية.

وجهة نظرنا

السهم	التصنيف	الأسعار المستهدفة
صافولا	المحافظة على المراكز	37.4 ريال
المراعي	المحافظة على المراكز	61.4 ريال
هرفي	المحافظة على المراكز	79.7 ريال
التموين	المحافظة على المراكز	102.5 ريال

كان أداء قطاع الزراعة والمواد الغذائية (باستثناء المراعي)، أقل أداء من السوق ككل في 2016. وبينما تفوقت شركة المراعي، التي ظلت تشهد نموا قويا في ربحيتها على مدى أرباع السنة القليلة الماضية، على أداء مؤشر تداول في 2016، فقد كان أداء صافولا والسعودية للتموين، أقل من متوسط أداء السوق، بسبب مشاكل تتعلق بهاتين الشركتين.

تتكون من المواد الاستهلاكية الضرورية. وقد كشف تحليلنا لأنماط انفاق المستهلكين للفترة 2007-2013، أن انفاق المستهلكين على قطاع المواد الغذائية، ظل متبعا خطى التضخم، وعليه فإن المخاطر من أن تتأثر أحجام الاستهلاك بالتأثيرات السلبية على الدخل المتاحة للإنفاق، لم تعد موجودة.

ومن المتوقع أن يظل استهلاك المواد الغذائية قويا في المملكة، مدعوما بالتركيبة السكانية المواتية (ارتفاع عدد السكان في شريحة الأعمار الشابة) وتزايد عدد الحجاج والمعتمرين القادمين الى المملكة العربية السعودية. ورغم أن هوامش الربح من المحتمل أن تتعرض للضغط من جراء تصاعد التكاليف (الارتفاع في أسعار الطاقة والمياه والكهرباء، سعوة الوظائف. الخ)، فإن أسعار السلع التي تعتبر معقولة، سوف تقضي جزئيا على هذا التأثير السلبي. وقد جاء تصنيفنا محايدا لجميع شركات قطاع الزراعة والمواد الغذائية، التي تشملها تغطيتنا. ولا يزال سهم المراعي يمثل أفضل الأسهم لدينا في هذا القطاع، نظرا لإمكانية تحقيق الشركة لإيرادات مرتفعة، بالإضافة الى فرص أعمالها القابلة للتطوير.

قطاع مستقر، النظرة المستقبلية لا تزال ايجابية: تشجع شركات المواد الغذائية السعودية في الوقت الراهن، في عمل استثمارات ضخمة كما تتوسع بشكل كبير. وشركة المراعي لديها خطة لانفاق رأسمالي يبلغ حجمه 14 مليار ريال خلال الفترة 2016-2020. وتعمل شركة هرفي للتوسع بصورة مضطربة، إذ أضافت الشركة 45 مطعما في 2015، كما افتتحت بالفعل 26 مطعما خلال التسعة أشهر التي انقضت من 2016 (بلغ إجمالي عدد مطاعم الشركة 330، كما في الربع الثالث 2016). من جانب اخر، فإن شركة صافولا، ورغم أن الضغوط التي تواجهها من متاجر باندتي (تم اغلاق 63 فرعا خلال هذا العام)، لا تزال مستمرة في الاستثمار في متاجر السوبرماركت في قطاع أعمال التجزئة. إننا نعتقد أن الشركات المنظمة في هذا القطاع، سوف تستمر في الاستحواذ على حصص في قطاع الزراعة والمواد الغذائية، مستفيدة من الاستثمارات الكبيرة المدعومة بقوة ميزانياتها.

ارتفاع استهلاك المواد الغذائية في المملكة العربية السعودية: استمر استهلاك المواد الغذائية في الارتفاع بمعدل كبير في المملكة العربية السعودية، مدعوما بالعامل الديموغرافي حيث تغلب على السكان شريحة الفئة العمرية الشابة، وتزايد معدل التمدن. ووفقا ل BMI، من المتوقع أن ينمو إجمالي استهلاك المواد الغذائية في المملكة، بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 7.4% خلال الفترة 2014-2019. ومن المتوقع أيضا، أن يرتفع متوسط استهلاك الفرد من المواد الغذائية، بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 5.7% خلال الفترة ذاتها. هذا، ويتوقع أن تحقق شركات قطاع التجزئة المنظمة، حصة متزايدة من السوق.



إدارة البحوث
نيفيدان ريدي، CFA

Tel +966 1 211 9423, patlollan@alrajhi-capital.com

مواضيع رئيسية

شهدت أسهم قطاع التجزئة التي نقوم بتغطيتها (باستثناء أسهم العثيم)، انخفاضاً حاداً خلال 2016، تراوحت نسبته بين 25% و45%. وقد أدى الإعلان الخاص بإلغاء وخفض بعض علاوات ورواتب موظفي القطاع العام (في سبتمبر 2016)، إلى تسارع وتيرة بيع بعض أسهم شركات قطاع التجزئة، التي كانت معرضة للضغط بالفعل نتيجة لانخفاض انفاق المستهلكين بدءاً من منتصف 2015.

تتمثل المخاطر الرئيسية لتقديرنا في التأثير السلبي الأعلى من التوقعات على الدخل المتاح للإنفاق، سواء نتيجة للخفض الفعلي في العلاوات والبدلات بمستوى أعلى من التقديرات، أو من اتخاذ إجراءات تقشفية جديدة ربما يفصح عنها في وقت لاحق.

قطاع التجزئة عودة إلى مستوى عادي جديد

شهدت أسهم قطاع التجزئة التي نقوم بتغطيتها (باستثناء أسهم العثيم)، انخفاضاً حاداً خلال 2016، تراوحت نسبته بين 25% و45%. وقد أدى الإعلان الخاص بإلغاء وخفض بعض علاوات ورواتب موظفي القطاع العام (في سبتمبر 2016)، إلى تسارع وتيرة بيع بعض أسهم شركات قطاع التجزئة، التي كانت معرضة للضغط بالفعل نتيجة لانخفاض انفاق المستهلكين بدءاً من منتصف 2015. ومن المرجح أن تتزايد ضغوط التكلفة لمؤسسات التجزئة، إذ أن سعوة الوظائف (تشمل بعض وظائف العاملين في قطاع التجزئة /المبيعات) ربما تشمل شرائح جديدة، وفقاً لبعض المصادر الإعلامية. وهناك بعض المخاطر التي لا تزال قائمة – منها أن نمو حجم المبيعات ربما يتأثر سلباً ابتداءً من 2018 نتيجة للتطبيق المحتمل لضريبة القيمة المضافة. وبينما لا تزال هناك تطورات مستجدة، فبناءً على فهمنا الأولي للأمر، فقد أخذنا هذه التطورات في تقديرنا وأسعارنا المستهدفة للأسهم. وإجمالاً، ورغم أن العوامل غير المواتية، فإننا نعتقد أن المقومات الأساسية للقطاع (التركيبة السكانية الجذابة التي تغلب عليها شريحة الأعمار الصغيرة، ارتفاع مستوى التوظيف حيث أصبحت سياسة السعودية، واحدة من العوامل المحركة، بالإضافة إلى تنوع النشاطات الاقتصادية بعيداً عن الاعتماد على النفط)، سوف تظل قوية في المدى البعيد. ومع ذلك، ونظراً للارتفاع الأخير في أسعار الأسهم من مستوياتها المتدنية التي شهدتها في أكتوبر 2016، فقد أبقينا على تصنيفنا المحايد لجميع أسهم قطاع التجزئة التي نقوم بتغطيتها.

وجهة نظرنا

السهم	التصنيف	الأسعار المستهدفة
جرير	المحافظة على المراكز	110.8 ريال
فواز الحكير	المحافظة على المراكز	38.2 ريال
العثيم	المحافظة على المراكز	99.1 ريال
اكسترا	المحافظة على المراكز	23.8 ريال

المخاطر والعوامل المحفزة خلال عام 2017: تتمثل المخاطر الرئيسية لتقديرنا في التأثير السلبي الأعلى من التوقعات على الدخل المتاح للإنفاق، سواء نتيجة للخفض الفعلي في العلاوات والبدلات بمستوى أعلى من التقديرات، أو من اتخاذ إجراءات تقشفية جديدة ربما يفصح عنها في وقت لاحق. علاوة على ذلك، فإن تأثير ضريبة القيمة المضافة على أحجام مبيعات التجزئة، غير مؤكد، خاصة على خلفية انخفاض الدخل المتاح للإنفاق. من جانب آخر، فإن العوامل الرئيسية المحركة للارتفاع، تتمثل في استمرار أسعار النفط في المحافظة على مستويات جيدة من الارتفاع خلال عام 2017، مقارنة بمستوياتها لعام 2016 (بعد الخفض في مستوى الإنتاج الذي تم الإعلان عنه مؤخراً من قبل دول الأوبك والدول غير الأعضاء في الأوبك)، مما سوف يسهم في توفير السيولة وربما يؤدي إلى تحقيق مستويات أعلى من الانفاق الحكومي و/ أو خفض وتيرة الإجراءات التقشفية.

كيف يمكن للمستثمرين تحديد المراكز في أسهم قطاع التجزئة: عقب الانخفاض الحاد في أسعار أسهم قطاع التجزئة الذي استمر حتى أكتوبر 2016، ثم عودتها للارتفاع بعد ذلك، فإننا لا نتوقع حدوث ارتفاعات تذكر لأسهم التجزئة في المدى القريب. وبناءً عليه، فقد أبقينا على تصنيفنا المحايد لجميع أسهم قطاع التجزئة التي تشملها تغطيتنا، متضمناً التوصية بالمحافظة على المراكز فيها. ومع ذلك، ونظراً للمخاطر المستمرة في ظل بيئة السوق الحالية، فإنه ينبغي على المستثمرين الذين ينشؤون اتخاذ جانب السلامة، أن يستمروا في الاستثمار في أسهم الشركات التي لديها إمكانات لتحقيق إيرادات مرتفعة، مثل العثيم. أما المستثمرون الذين لديهم استعداد لتحمل المخاطر العالية، ولديهم نظرة متفائلة حول أنماط الاستهلاك، فيمكنهم البحث عن أهم شركات التجزئة التي تتعامل في السلع غير الضرورية مثل شركات جرير، فواز الحكير، والمتقدمة للإلكترونيات، بعد حدوث بعض الانخفاض في أسعار الأسهم، التي يتحول بعدها العائد على المخاطر إلى عائد مباشر.



مواضيع رئيسية

كان قطاع الرعاية الصحية تحت الضغط بسبب الارتفاع المستمر في أحجام الذمم المدينة على مدى أرباع السنة الأربعة المنصرمة. وقد كان المحرك الرئيسي للارتفاع الذي حدث مؤخرا للقطاع وللسوق ككل، يعزى لانخفاض مستوى المخاوف حول سيولة السوق، عقب اعلان الحكومة لتسوية مستحقات للشركات تبلغ قيمتها حوالي 100 مليار ريال. وكنتيجة لموجة التفاؤل التي تلت ذلك، والمستوى المرتفع من الذمم المدينة غير المسددة لبعض شركات هذا القطاع، فقد ارتفعت أسهم قطاع الرعاية الصحية أيضا

وجهة نظرنا

السهم	التصنيف	الأسعار المستهدفة
دلة	المحافظة على المراكز	90.0 ريال
المواساة	المحافظة على المراكز	142.0 ريال
الشركة الوطنية للرعاية	المحافظة على المراكز	68.0 ريال
الحمادي	المحافظة على المراكز	40.0 ريال

إدارة البحوث
فريق أبحاث الراجحي المالية
Tel +966 11 2119370, devassyp@alrajhi-capital.com

قطاع الرعاية الصحية مخاطر انخفاض بعد الارتفاع الأخير

ظل قطاع الرعاية الصحية، يمثل واحدا من قطاعاتنا المفضلة في السوق السعودي نظرا لإمكانات نموه المرتفعة وطبيعته الدفاعية. وبالنسبة للعام حتى تاريخه، ارتفعت أسهم شركات قطاع الرعاية الصحية (التي تشملها تغطيتنا، باستثناء سهم الحمادي) بنسبة 25% في المتوسط، مقارنة بارتفاع بنسبة 3% لمؤشر تداول. وقد كان المحرك الرئيسي للارتفاع الذي حدث مؤخرا للقطاع وللسوق ككل، يعزى لانخفاض مستوى المخاوف حول سيولة السوق، عقب اعلان الحكومة لتسوية مستحقات للشركات تبلغ قيمتها حوالي 100 مليار ريال. وكنتيجة لموجة التفاؤل التي تلت ذلك، والمستوى المرتفع من الذمم المدينة غير المسددة لبعض شركات هذا القطاع، فقد ارتفعت أسهم قطاع الرعاية الصحية أيضا. وبعد ارتفاع السوق، فإن جميع الشركات لديها في الوقت الراهن، امكانية لارتفاع أسهمها بنسبة تقل عن 10%، وبناء عليه، فقد تحول تصنيفنا لجميع شركات الرعاية الصحية، الى تصنيف محايد يتضمن التوصية بالمحافظة على المراكز في أسهمها. وكانت أسعار أسهم شركتي دلة ومواساة، قد ارتفعت بالفعل بدرجة كبيرة رغما عن عدم وجود عوامل محركة خاصة بأى من هاتين الشركتين، أو مؤشرات في السوق ككل تدل على ارتفاع مستوى تيسير السيولة (مثل انخفاض سعر الاقتراض بين البنوك السعودية، وما الى ذلك) أو عدم وجود ارتفاع سابق في الذمم المدينة، وبناء عليه، فإن لديها مخاطر انخفاض أكثر. من جانب آخر، وإذا لم تشر نتائج الربع الرابع الى تحسن وضع الذمم المدينة لشركتي رعاية والحمادي، فمن المرجح أن نشهد مخاطر انخفاض للشركتين أيضا.

وفي 2017، نتوقع حدوث مفاوضات أكثر صعوبة حول الأسعار من قبل شركات خاصة محلية (بشأن خفض التكاليف) مع شركات التأمين الطبي، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي الى احتمال حدوث ارتفاع محدود في أسعار خدمات الرعاية الصحية. ومن المتوقع أن تأتي المخاطر الرئيسية للارتفاع، من حدوث تحسن كبير في الذمم المدينة في الربع الرابع. وإجمالا، فإن أسعارنا المستهدفة المعدلة لأسهم هذه الشركات، كما يلي: دلة (90 ريال)، مواساة (142 ريال)، رعاية (68 ريال) والحمادي (40 ريال).

تحسن المعنويات في السوق، تتعش أسهم الرعاية الصحية: شهدت بعض شركات الرعاية الصحية، ارتفاعا مستمرا في أحجام ذممها المدينة على مدى أرباع السنة الأربعة المنصرمة، ويعزى ذلك جزئيا الى العقود الحكومية. وشهدت شركتنا رعاية والحمادي، أعلى مستوى للارتفاع في الذمم المدينة، إذ ارتفعت الى 66% و 69% من اجمالي إيرادات الأربعة أرباع السابقة، من نسب كانت 49% و 28% (في نهاية 2014)، على التوالي. وبينما ليس هناك أي مخاوف بشأن العجز عن السداد، فإن تأثير ذلك على الشركات، يمثل تكاليف اضافية غير مباشرة/مباشرة ترتبط بإدارة راس المال العامل. وكنتيجة لمستوى المقبوضات المرتفع حاليا، الى جانب حالة التفاؤل المترتبة على ذلك والسائدة في السوق ككل، نظرا لتحسن السيولة، فإن أسهم قطاع الرعاية الصحية قد ارتفعت الى جانب ارتفاع مؤشر تداول، عندما أعلنت الحكومة عن تسديدها لمبلغ 100 مليار ريال.

مخاطر انخفاض بعد الارتفاع: بينما تم تبرير الارتفاع لقطاع البنوك والقطاعات المرتبطة به، فإن قطاع الرعاية الصحية، لكونه قطاعا دفاعيا أكثر، فإن أسس الارتفاع لديه أقل. وحتى إذا افترضنا حدوث تحسن في وضع الذمم المدينة لشركات قطاع الرعاية الصحية أيضا، فإن شركتي دلة ومواساة لم تشهدا تحسنا مسبقا في ذممها المدينة، وبناء عليه، فإننا نرى أن هناك مخاطر انخفاض عند هذه المستويات. كذلك، فإن شركتي رعاية والحمادي يتوقع أن يكون لديهما مخاطر انخفاض، إذا لم تشر نتائج الربع الرابع، الى تحسن في وضع الذمم المدينة.



افصاحات مهمة للأشخاص الأمريكيين

تم اعداد هذا التقرير البحثي من قبل شركة الراجحي المالية (الراجحي)، وهي شركة مرخصة لممارسة نشاطات الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية. وشركة الراجحي ليست وسيطاً مالياً مسجلاً في الولايات المتحدة الأمريكية، وبناء عليه، فإنها لا تخضع لقواعد الولايات المتحدة الأمريكية المتعلقة بإعداد التقارير البحثية واستقلالية محللي البحوث. ويتم تقديم هذا التقرير البحثي، لتوزيعه "للمستثمرين المؤسسيين الرئيسيين في الولايات المتحدة الأمريكية"، اعتماداً على الاستثناء من التسجيل الذي توفره القاعدة 6-15 من قانون تبادل الأوراق المالية الأمريكي لعام 1934 وتعديلاته ("قانون تبادل الأوراق المالية").

ويجب على أي جهة أمريكية متلقية لهذا التقرير البحثي وترغب في تنفيذ أي عملية شراء أو بيع أوراق مالية أو أدوات مالية مرتبطة بها بناء على المعلومات المقدمة في هذا التقرير البحثي، يجب عليها أن تفعل ذلك، فقط من خلال مؤسسة روزنبلات سكيوريتيز إنكوربوريشن Rosenblatt Securities Inc.، وعنوانها، 40 Wall Street 59th Floor, New York NY 10005، وهي وسيط معامل مسجل في الولايات المتحدة الأمريكية. ولا يسمح، تحت أي ظرف من الظروف، لأي متلقي لهذا التقرير البحثي، تنفيذ أي عملية لشراء أو بيع أوراق مالية أو أدوات مالية مرتبطة بها، من خلال الراجحي. وتقبل مؤسسة روزنبلات سكيوريتيز إنكوربوريشن، تحمل المسؤولية المتعلقة بمحتويات هذا التقرير البحثي، وفقاً للشروط المضحة أدناه، في حالة تسليم هذا التقرير لشخص أمريكي لا يكون مستثمراً مؤسسياً أمريكياً رئيسياً.

إن المحلل الذي يظهر اسمه في هذا التقرير البحثي، غير مسجل أو مؤهل كمتاحل باحث لدى هيئة تنظيم الأوراق المالية والبورصات الأمريكية FINRA وربما لا يكون شخصاً مرتبطاً بمؤسسة روزنبلات سكيوريتيز إنكوربوريشن، وبناء عليه، فإنه ربما لا يخضع للقيود المعمول بها بموجب قواعد هيئة تنظيم الأوراق المالية والبورصات الأمريكية FINRA المتعلقة بإقامة اتصالات مع شركة تابعة أو الظهور في وسائل الإعلام والتداول في أوراق مالية تكون في حساب محلل باحث.

الملكية وتضارب المصالح الجوهري

لا تملك مؤسسة روزنبلات سكيوريتيز إنكوربوريشن، أو شركتها التابعة "ملكية متفعة"، كما هو محدد وفقاً للنص 13(-) من قانون تبادل الأوراق المالية، 1% أو أكثر من أوراق الملكية (الأسهم) equity securities المذكورة في التقرير. ويمكن أن يكون لدى مؤسسة روزنبلات سكيوريتيز إنكوربوريشن أو شركتها التابعة وأو موظفيها أو مديرها أو العاملين لديها، مصالح أو مراكز استثمارية محطلة long positions أو مراكز استثمارية مكتسوبة short positions، كما يمكن أن يقوموا في أي وقت من الأوقات بعمليات شراء أو بيع بصفة أصيل أو وكيل للأوراق المالية المشتركة فيها في هذه الوثيقة أو مؤسسة روزنبلات سكيوريتيز إنكوربوريشن ليست لديها أي دراية بأي تضارب مصالح جوهري حتى تاريخ هذا المنشور أو النشر.

نشاطات التعويض والمصرفية الاستثمارية

لم تتم مؤسسة روزنبلات سكيوريتيز إنكوربوريشن، أو أي شركة تابعة لها بإدارة أو المشاركة في إدارة طرح عام للاكتتاب في أوراق مالية للشركة التابعة خلال الاثني عشر (12) شهراً الماضية، كما أنها لم تتلقى تعويضاً نظير قيامها بنشاطات مصرفية استثمارية من الشركة التابعة خلال الاثني عشر (12) شهراً الماضية، ولا يتوقع أن تستلم أي أو أي شركة تابعة لها، أو تعتمد البحث عن تعويض مقابل خدمات مصرفية استثمارية من الشركة خلال الأشهر الثلاثة التالية.

افصاحات إضافية

إن هذا التقرير البحثي متاح للتوزيع بحفظ تحت الظروف التي يمكن أن يسمح بها القانون المعمول به. ولا يتعلق هذا التقرير البحثي بالأهداف الاستثمارية المحددة أو المؤسسات المالية أو الاحتياجات الخاصة بأي متلقي محدد، حتى لو تم إرساله إلى متلقي وحيد لهذا التقرير. إن هذا التقرير البحثي ليس مضموناً أن يكون بياناً كاملاً أو ملخصاً لأي أوراق مالية أو أسواق أو تقارير أو تطورات، حسب ما هو مشار إليه في هذا التقرير البحثي. وسوف لن يكون هناك أي التزام أو مسئولية على أي من الراجحي أو أي من مدراءها أو موظفيها أو العاملين لديها أو وكلائها، إلا كان مشوّه، عن أي خطأ أو عدم دقة أو عدم اكتمال يتعلق بحقيقة أو رأي متضمن في هذا التقرير البحثي، أو عدم اهتمام في اعداد أو نشر هذا التقرير البحثي، أو أي خسائر أو أضرار ربما تنشأ من استخدام هذا التقرير البحثي.

وربما تعتمد الراجحي، على حواجز معلومات information barriers، مثل "الجدران الصينية Chinese Walls" للسيطرة على تدفق المعلومات في ما بين مجالات أو وحدات أو أقسام أو مجموعات أو الشركات التابعة للراجحي.

إن الاستثمار في أي أوراق مالية غير أمريكية أو في أدوات مالية مرتبطة بها (يشمل ذلك إيصالات ايداع الأوراق المالية ADRs) التي تم نقاشها في هذا التقرير البحثي، ربما يظهر مخاطر معينة. ذلك لأن الأوراق المالية الخاصة بجهات اصدار غير أمريكية، ربما لا تكون مسجلة لدى، أو ربما تكون خاضعة لأنظمة، هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية. ويمكن أن تكون المعلومات المتعلقة بمثل هذه الأوراق المالية غير الأمريكية أو الأدوات المالية ذات الصلة، محدودة. وربما لا تكون الشركات الأجنبية، خاضعة لمعايير المراجعة ورفع التقارير والتمثيلات التنظيمية التي يمكن مقارنتها بتلك المعمول بها داخل الولايات المتحدة الأمريكية.

إن قيمة أي استثمار أو دخل متحقق من أي أدوات مالية مرتبطة بها، تم نقاشها في هذا التقرير البحثي، وبعملة غير الدولار الأمريكي، تكون خاضعة لتقلبات أسعار صرف العملات التي ربما يكون لها تأثيرات إيجابية أو سلبية على قيمة أو الربح المتوقع من تلك الأوراق المالية أو الأدوات المالية المرتبطة بها.

إن الأداء الماضي، ليس بالضرورة أن يكون دليلاً ومرشداً للأداء المستقبلي، كما أن شركة الراجحي المالية لا تقدم تعديداً أو ضمانات، صريحاً أو ضمنياً، في ما يتعلق بالأداء المستقبلي. وقد يشهد الربح من الاستثمارات تنديداً. كذلك، فإن سعر أو قيمة الاستثمارات التي يرتبط بها هذا التقرير البحثي، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، ربما يهبط أو يرتفع بشكل مغاير للمصالح المستثمرين. وقد تصعب أي توصية أو رأي متضمن في هذا التقرير البحثي، قديمة نتيجة للتغيرات التي تحدث في البيئة التي تعمل فيها الجهة المصدرة للأوراق المالية التي تخضع للتحليل، بالإضافة إلى التغيرات التي تطرأ على التقديرات والتنبؤات والافتراضات ومنهجية التقييم المستخدمة في هذا التقرير.

ولا يسمح بنسخ أو إرسال أو استخراج نسخ طبق الأصل، لأي جزء من محتويات هذا التقرير البحثي، بأي شكل أو بأي طريقة، بدون الموافقة الخطية المسبقة من شركة الراجحي، كما أن الراجحي لا تقبل أي مسئولية لأي كان نوعها، عن الأعمال التي تصدر عن الغير، في ما يتعلق بهذا الموضوع. لقد تم اعداد وثيقة البحث هذه، بواسطة شركة الراجحي المالية ("الراجحي المالية") ومقرها الرياض، المملكة العربية السعودية. وقد تم اعدادها ليتم استخدامها مستخدماً علماً بواسطة عملاء الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو اعادة إرسالها أو الاصحاح عنها، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، بدون الموافقة المكتوبة الصريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلامكم واستعراضكم لهذه الوثيقة البحثية، يمثل موافقتكم على عدم إعادة توزيع أو إرسال أو الاصحاح للآخرين عن المحتويات أو الآراء أو الملخصات أو المعلومات التي تشتمل عليها هذا الوثيقة، قبل أن يتم الاصحاح بشكل عام، عن هذه المعلومات من قبل شركة الراجحي المالية. لقد تم الحصول على المعلومات التي تشتمل عليها هذه الوثيقة، من مصادر عامة متوفرة يعتقد بأنها موثوقة، ولكننا لا نضمن دقتها. إن شركة الراجحي المالية لا تقدم أي تعديلات أو ضمانات (صرحية أو ضمنية)، في ما يتعلق بالبيانات والمعلومات المقدمة، كما أن شركة الراجحي المالية، لا تعتمد بأن محتويات هذه الوثيقة من المعلومات مكتملة، أو خالية من أي أخطاء، أو أنها غير مضللة، أو أنها مناسبة لأي عرض محدد. وتوفر وثيقة البحث هذه معلومات عامة فقط ولا تشكل المعلومات أو أي رأي معين عنه، عرضاً أو دعوة للعمل أو تقديم عرض، لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو منتجات استثمارية أخرى ترتبط بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. ولا يقصد منها تقديم نصيحة بشأن الاستثمار الشخصي كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية المحددة والوضع المالي والاحتياجات الخاصة بأي شخص معين ربما يحصل على هذه الوثيقة.

وينبغي على المستثمرين البحث عن الاستشارة المالية أو القانونية أو الخاصة بالضرائب، في ما يتعلق بملامحة الاستثمار في أي أوراق مالية أو الاستثمارات الأخرى أو الاستراتيجيات الاستثمارية التي تم نقاشها أو التوصية بها في هذه الوثيقة البحثية، كما يجب عليهم أن يفهموا أن البيانات أو الادعاءات المتعلقة بالفرص المستقبلية ربما لا تتحقق. وينبغي على المستثمرين أن يتنبهوا إلى أن الربح المتوقع من تلك الأوراق المالية أو الاستثمارات الأخرى، إذا وجد، قد يتذبذب وأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات ربما يرتفع أو يهبط. ويمكن أن يكون للتقلبات التي تحدث في أسعار صرف العملات تأثيرات عكسية على قيمة أو سعر أو الربح المتوقع من، استثمارات محددة ووفقاً لذلك، ربما يحصل المستثمرون على مبالغ أقل من أصل المبالغ التي استثمروها. وربما يكون للراجحي المالية أو لموظفيها أو لواحدة أو أكثر من شركاتها التابعة (يشمل ذلك محللي البحوث)، مصلحة مالية في الأوراق المالية للمصدر (المصدرين) أو في استثمارات ذات صلة، بما في ذلك المراكز المعطلة أو المراكز المكتسوبة في الأوراق المالية أو الصمغيات أو حقوق الخيارات المستقبلية أو عقود الخيار أو المشتقات المالية أو الأدوات المالية الاستثمارية الأخرى. وربما تقوم شركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها من وقت لآخر، بأعمال مصرفية استثمارية أو خدمات أخرى، لجذب أعمال مصرفية استثمارية أو أعمال أخرى من، أي شركة جرى ذكرها في هذه الوثيقة البحثية. وسوف لن تكون الراجحي المالية، وكذلك شركتها التابعة وموظفيها، خاضعة لأي خسارة أو أضرار، مباشرة أو غير مباشرة أو تبعية، قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، عن أي استخدام للمعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة البحثية.

إن وثيقة البحث هذه، وأي توصيات تشتمل عليها، تخضع للتغيير بدون اخطار مسبق. ولا تتحمل شركة الراجحي المالية أية مسئولية عن تحديث المعلومات الواردة في وثيقة البحث هذه. كما لا يسمح أيضاً بتغيير أو اصدار نسخة طبق الأصل أو إرسال أو توزيع، كل أو أي جزء من وثيقة البحث هذه، بأي شكل أو بأي وسيلة. وهذه الوثيقة البحثية، غير موجهة إلى، أو يعتمد توزيعها إلى أو استخدامها بواسطة، أي شخص أو كيان يكون مواطناً أو يقيم في أو يقع مقره في أي مركز أو ولاية أو دولة أو أي اختصاص تشريعي آخر، يكون فيها هذا التوزيع أو النشر أو توفير الوثيقة أو استخدامها، مخالفاً للقانون، أو ربما يجعل الراجحي المالية أو أي واحدة من شركاتها التابعة، عرضة لأي متطلبات تسجيل أو ترخيص في إطار ذلك الاختصاص التشريعي.



الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

خلاء من المسؤولية

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، كلياً أو جزئياً، 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 إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، 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 (صرحية 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 عرضاً 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 فهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة 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 ويأثر سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للتراجع 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 أساساً. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحث) 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 الأجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر ببدء 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 مسؤولة 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 كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقيماً 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 مخالفاً 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 السعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير المتلزما 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 و10% فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"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 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقاً للقيمة العادلة المقدره للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلاً 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 المقدره 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

جيتيش قوبي، CFA

مدير إدارة الأبحاث والمؤسسات المالية

هاتف: +966 211 9332

بريد إلكتروني: gopij@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد إلكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

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